

29 czerwca 2020

Kredytowy boom w strefie euro

W tym tygodniu w centrum uwagi:

- Rynkowe nastroje determinują trzy czynniki:** (1) obawy o nawrót pandemii i wznawianie przeciwepidemicznych restrykcji (one zdeterminowały piątkową sesję w USA, więcej w sekcji o koronawirusie na str. 2), (2) doniesienia o skali odbudowy aktywności gospodarczej postępującej wraz z wcześniejszym znoszeniem restrykcji oraz (3) działania (faktyczne i zapowiadane) rządów i banków centralnych.
- 3 lipca w USA będzie dniem wolnym, co przesunęła publikację danych z rynku pracy za czerwiec z piątku na czwartek.** Konsensus oczekuje solidnej odbudowy miejsc pracy (o blisko 3 mln) i spadku bezrobocia (do 12,5%). Patrząc na te oczekiwania warto pamiętać o sporych trudnościach interpretacyjnych w danych z ubiegłego miesiąca i problemach technicznych w rozstrzygnięciu (m.in. w kontekście przestojów) kto tak właściwie jest wciąż pracujący, a kto już bezrobotny.
- ISM dla amerykańskiego i PMI dla europejskiego przemysłu za czerwiec** powinny potwierdzić, że nastroje firm wyraźnie się poprawiają, a neutralny poziom 50 pkt. jest w zasięgu wzroku, co będzie wspierać rynkowe nastroje inwestycyjne.
- Wstępne dane o inflacji w strefie euro za czerwiec** pokażą, że balansuje ona na granicy 0%, a więc mimo ożywienia gospodarki, presja deflacyjna utrzymuje się. Biorąc pod uwagę, że banki centralne po obydwu stronach Atlantyku w ostatnich dniach akcentowały obawy o odnotowanie oczekiwań inflacyjnych, niskie odczyty inflacyjne mogą napędzać oczekiwania na dalszą stymulację monetarną.
- Krajowe publikacje w tym tygodniu to wstępna inflacja CPI za czerwiec (jutro) i PMI dla przemysłu za czerwiec (w środę).** Polska nie umknie globalnym trendom: pomimo odbicia cen paliw, inflacja CPI osunie się dalej w dół w stronę celu inflacyjnego, a PMI powinien skierować się w górę w stronę neutralnego poziomu 50 pkt.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- POL:** Według danych z 87,16% obwodów głosowania w pierwszej turze wyborów prezydenckich najlepszy wynik uzyskał A.Duda (45,24% głosów), a na drugim miejscu znalazł się R.Trzaskowski (28,92% głosów). Frekwencja wg wyników sondażowych wyniosła 62,9% (vs 48,96% w I turze wyborów w 2015). Przewodniczący PKW Sylwester Marciniaś powiedział, że ogłoszenie oficjalnych wyników wyborów prezydenckich jest możliwe we wtorek, a najpóźniej w środę rano. Druga tura wyborów odbędzie się w niedzielę 12 lipca. Pierwszy sondaż przeprowadzony po zakończeniu wczorajszego głosowania (Kantar na zlecenie TVN)

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

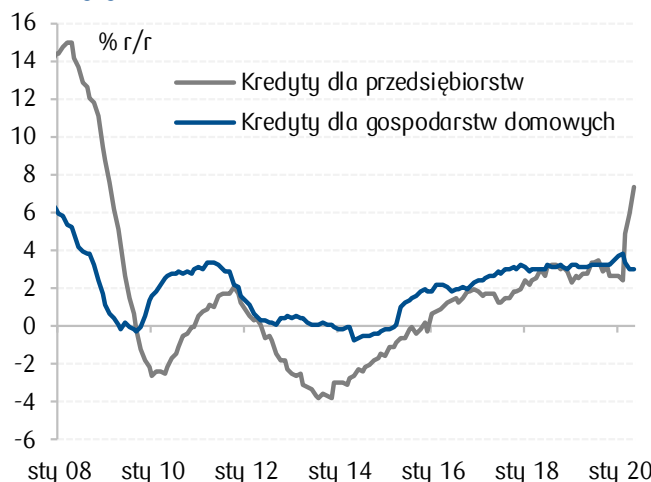
Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Stopa oszczędności gospodarstw domowych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kredyty w strefie euro



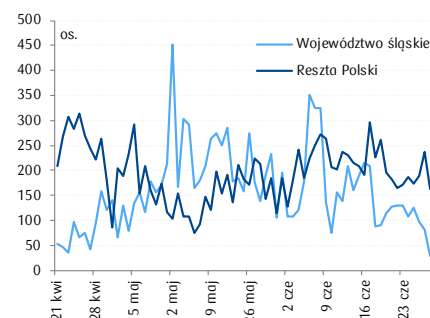
pokazał, że w drugiej turze A.Duda może liczyć na 45,4%, a Rafał Trzaskowski na 44,7% głosów.

- **USA:** Dochody Amerykanów spadły w maju o 4,2% m/m (po wzroście o 10,8% m/m w kwietniu), a wydatki wzrosły o 8,2% m/m (po spadku o 12,6% m/m w kwietniu). Dane pokazały odwrócenie efektów lockdownu oraz interwencji polityki fiskalnej, które miały miejsce w kwietniu w związku z pandemią. Tym samym stopa oszczędności gospodarstw domowych, po wzroście do rekordowego poziomu 32,2% w kwietniu, obniżyła się do 23,2% (por. wykres), wskazując na przebudzenie się konsumpcji. Na razie jest ono niewystarczające, aby spowodować wzrost inflacji – inflacja bazowa PCE utrzymała się w maju na poziomie z kwietnia (1,0%). Zagrożeniem dla konsumpcji pozostaje ponowiony wzrost zakażeń: szacuje się, że obszar, na którym wzrasta liczba zakażeń, odpowiada za wytwarzanie ok. 30-50% amerykańskiego PKB.
- **USA:** Finalny odczyt indeksu nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan za czerwiec potwierdził poprawę rosnąc do 78,1 pkt. (z 72,3 w maju). Indeks sygnalizuje stopniową odbudowę nastrojów i lepsze perspektywy dla amerykańskiej konsumpcji, ale wzrost zakażeń stanowi czynnik ryzyka dla tych pozytywnych trendów.
- **EUR:** Podaż pieniądza M3 w maju wzrosła o 8,9% r/r (wobec 8,2% r/r w kwietniu). Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw przyspieszyła do 7,3% r/r (vs 6,6% r/r w kwietniu), a kredyty dla gospodarstw domowych rosły stabilnie (3,0% r/r). Utrzymujący się wzrost kredytów dla przedsiębiorstw jest efektem m.in. gwarancji rządowych oraz ostatniej operacji TLTRO, podczas której EBC pożyczył bankom 1,3 bln EUR (pod warunkiem, że banki przynajmniej utrzymają wolumen kredytów). Średni przyrost kredytów dla przedsiębiorstw w ostatnich 3 miesiącach (ponad 75 mld EUR) był najwyższy w historii strefy euro. Około połowy z tego stanowiły kredyty długoterminowe (o zapadalności powyżej 5 lat), co sugeruje, że oprócz popytu na płynność przedsiębiorstwa mogły rolować zadłużenie w swoich bilansach, aby skorzystać z finansowania na lepszych warunkach.
- **ESP:** Bank Hiszpanii (BdE) ocenił, że do końca 2020 spadek PKB w hiszpańskiej gospodarce wyniesie 16-21,8% (znacznie gorzej od prognoz rynkowych). Branżami, które dotychczas najbardziej ucierpiały są handel, transport oraz zakwaterowanie i gastronomia, gdzie spadek aktywności przekroczył 70%.
- **POL:** Ministerstwo Rozwoju oceniło, że wakacjami kredytowymi może być objęte 3,7 mln kredytów konsumenckich i 0,5 mln hipotecznych.
- **POL:** Ministerstwo Finansów w odpowiedzi na interpelację poselską przytoczyło opinię NBP, wg której nie występują obecnie ograniczenia kapitałowe czy płynnościowe dla sektora bankowego do prowadzenia akcji kredytowej.

Koronawirus – wybrane informacje:

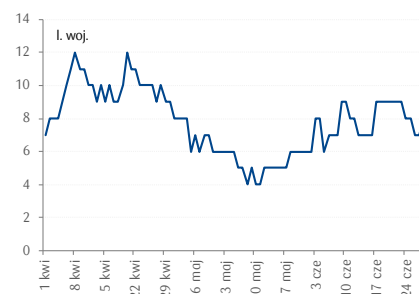
- **POL:** Przez weekend w Polsce potwierdzono 512 nowych zakażeń koronawirusem (319 w sobotę i 193 w niedzielę). Przez minione dwa dni poinformowano o śmierci 10 zarażonych (najniższy wynik od końca marca). Utrzymuje się dynamiczny wzrost liczby ozdrowieńców – przez weekend przybyło ich 1330. Łącznie wyzdrowiało już 20,5 tys. osób – 60,6% ogółu potwierdzonych przypadków koronawirusa. Sytuacja na Śląsku w dalszym ciągu się poprawia – przez weekend potwierdzono tam łącznie 111 zakażeń, a przeciętna dzienna liczba zakażeń spadła w minionych 7 dniach poniżej 100 po raz pierwszy od 2 maja. Pogarsza się za to sytuacja w woj. wielkopolskim, które dołączyło do woj. śląskiego, mazowieckiego i łódzkiego notując przeciętną dzienną liczbę zachorowań w ostatnich 7 dniach przekraczającą 20 osób. Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach na str. 5.
- **USA:** W piątek w USA odnotowano 45 tys. nowych zarażeń koronawirusem – najwięcej od wybuchu pandemii. W sobotę nowych zakażeń było 42 tys. Choć najbardziej dotkniętymi przez pandemię regionami pozostają Los Angeles, Chicago i Nowy Jork, w centrum uwagi znalazły się południowe stany USA, gdzie odnotowano gwałtowny wzrost zachorowań, głównie wśród młodych ludzi (i gdzie najwcześniej rozpoczęło się znoszenie przeciwepidemicznych restrykcji). W efekcie władze Teksasu zdecydowały o zamknięciu barów i ograniczeniu przepustowości restauracji do 50% miejsc. Dziewięć innych stanów poinformowało o opóźnieniu kolejnego etapu łagodzenia restrykcji.

Nowe zakażenia w Polsce



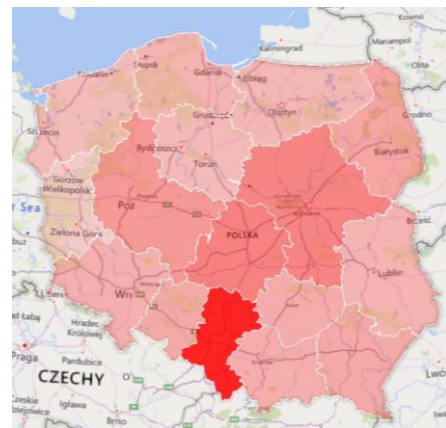
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Liczba województw z dzienną liczbą zakażeń >10*



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. *średnia 7-dniowa.

Nowe zakażenia w Polsce*



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. *średnia dzienna liczba nowych zakażeń w minionych 7 dniach. Im bardziej intensywny kolor, tym więcej zachorowań.

- **ESP:** Hiszpański rząd zdecydował o przedłużeniu do końca września mechanizmu ERTes, chroniącego miejsca pracy. Mechanizm umożliwia pracodawcy ograniczenie czasu pracy pracowników lub skierowanie ich na przestój, a pracownikom zapewnia zasiłki sięgające przeciętnie 70% wynagrodzenia. Według pierwotnych ustaleń ta forma wsparcia miała być dostępna tylko do końca czerwca, pod koniec maja objętych nią było 3,5 mln pracowników.
- **ŚWIAT:** Łączna liczba zarażeń koronawirusem na całym świecie przekroczyła 10 mln, a łączna liczba zgonów osób zarażonych koronawirusem zbliża się do 500 tys.

Znalezione w sieci:

- Ile wynosi prawdziwa inflacja uwzględniająca zmiany struktury wydatków gospodarstw domowych wywołane przez pandemię? FT w artykule [Inflation is higher than the official numbers](#) przytacza dwie publikacje: [A.Cavallo - Inflation with Covid consumption baskets](#) i [A.Dixon - The measurement of inflation during the lockdown: A trial calculation](#), których autorzy próbują odpowiedzieć na to pytanie.
- J.Powell powiedział, że miliony utraconych miejsc pracy mogą nie zostać odbudowane po pandemii. O tym, co w różnych sektorach determinowało spadek zatrudnienia, i które z nich mogą najbardziej ucierpieć na skutek trwałych zmian w zachowaniach wywołanych przez pandemię (Bloomberg): [Millions of Job Losses Are at Risk of Becoming Permanent](#).
- Zebrane w Niemczech dane wskazują, że noszenie maseczek może zmniejszać rozprzestrzenianie się epidemii koronawirusa o 40% (Bloomberg): [Masks Can Reduce Covid Spread By 40%, German Study Suggests](#).
- Dwa badania wskazujące na skuteczność lockdownu i innych niemedycznych interwencji w zapobieganiu wzrostowi zachorowań i zgonów (nawet o 3 mln w Europie) z powodu COVID-19 (Nature) [The effect of large-scale anti-contagion policies on the COVID-19 pandemic](#) [Estimating the effects of non-pharmaceutical interventions on COVID-19 in Europe](#).
- W Polsce, w okresie epidemii nie stwierdzono nadmiernej śmiertelności (PIE) [Nadmierna śmiertelność w Polsce podczas pandemii koronawirusa. Stan na dzień 13.05.2020](#).

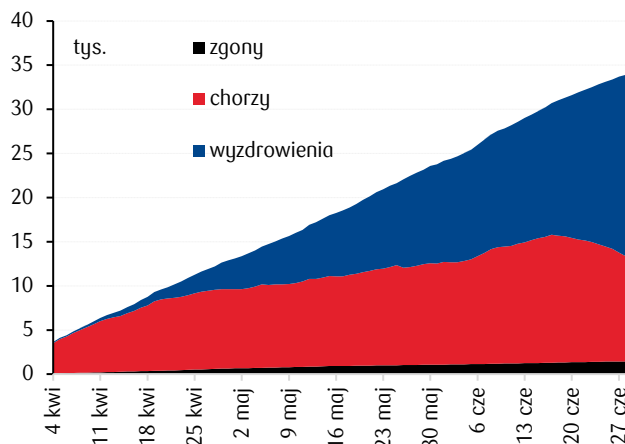
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 26 czerwca						
EUR: Podaż pieniądza M3 (maj)	10:00	% r/r	8,2	--	--	8,9
USA: Dochody Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	10,8	-5,8	--	-4,2
USA: Wydatki Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	-12,6	8,7	--	8,2
USA: Inflacja bazowa PCE (maj)	14:30	% r/r	1,0	0,9	--	1,0
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (cze, rew.)	16:00	pkt.	72,3	78,9	--	78,1
Poniedziałek, 29 czerwca						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (cze)	11:00	pkt.	67,5	82,5	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (cze, rew.)	11:00	pkt.	-14,7	--	--	--
GER: Inflacja CPI (cze, wst.)	14:00	% r/r	0,6	0,5	--	--
Wtorek, 30 czerwca						
POL: Inflacja CPI (cze, wst.)	10:00	% r/r	2,9	2,6	--	--
EUR: Inflacja CPI (cze)	11:00	% y/y	0,1	-0,1	--	--
USA: Ceny nieruchomości (kwi)	15:00	% y/y	3,9	3,7	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (cze)	16:00	pkt.	86,6	90,0	--	--
Środa, 1 lipca						
CHN: PMI w przetwórstwie (cze)	3:45	pkt.	50,7	50,6	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (cze)	9:00	pkt.	40,6	46,0	--	--
SE: Posiedzenie Riksbanku (lip)	9:30	%	0,00	0,00	0,00	--
GER: PMI w przetwórstwie (cze, rew.)	9:55	pkt.	36,6	44,6	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (cze, rew.)	10:00	pkt.	39,4	46,9	--	--
USA: Raport ADP (cze)	14:15	tys.	-2760	3500	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (cze)	16:00	pkt.	43,1	49,0	--	--
USA: Minutes Fed (cze)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 2 lipca						
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (cze)	14:30	tys.	2509	2950	--	--
USA: Stopa bezrobocia (cze)	14:30	%	13,3	12,5	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (cze)	14:30	% y/y	6,7	5,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (cze)	14:30	tys.	1480	1336	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (maj)	16:00	% m/m	-17,7	-15,8	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (maj, rew.)	16:00	% m/m	-13,0	8,0	--	--
Piątek, 3 lipca						
GER: PMI w usługach (cze, rew.)	9:55	pkt.	32,6	45,9	--	--
EUR: PMI w usługach (cze, rew.)	11:00	pkt.	30,5	47,3	--	--

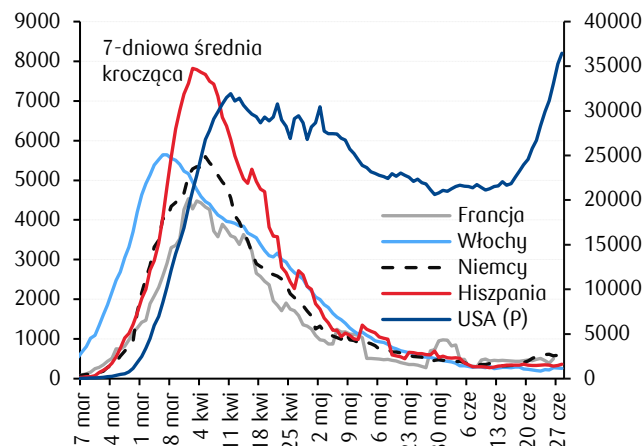
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

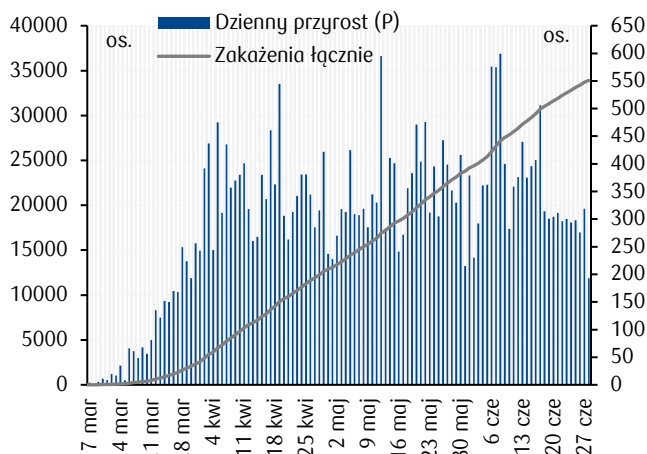
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



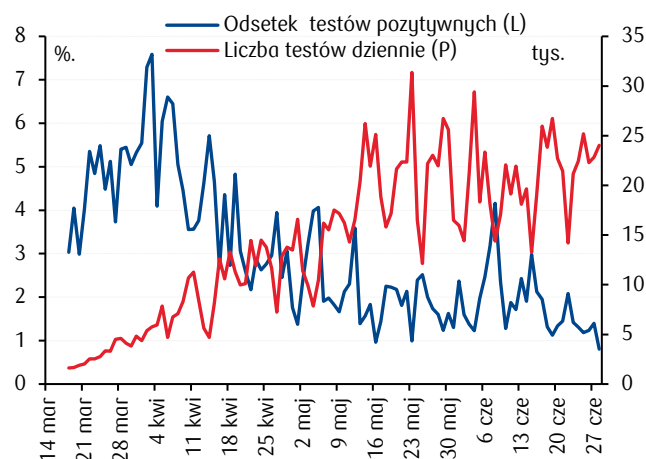
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



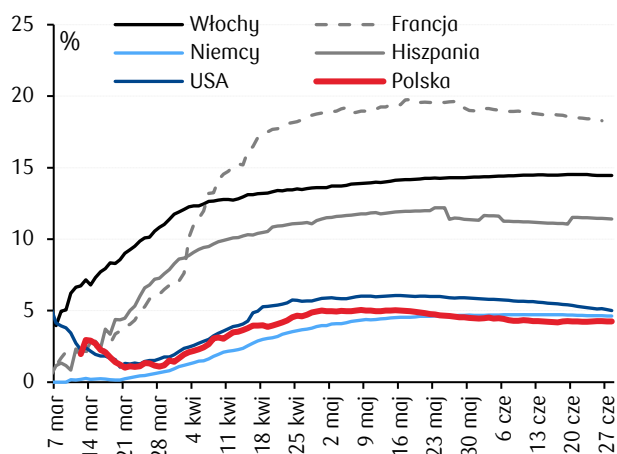
Potwierdzone zakażenia w Polsce



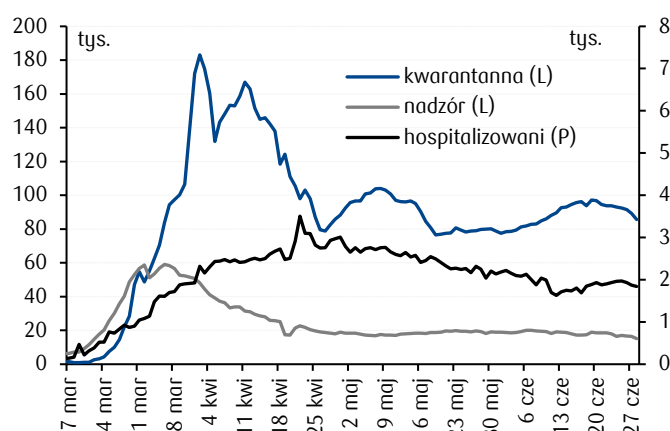
Liczba testów dziennie w Polsce



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



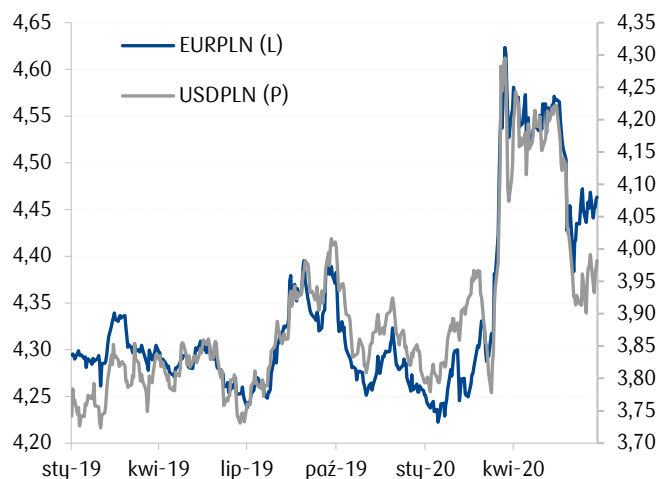
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

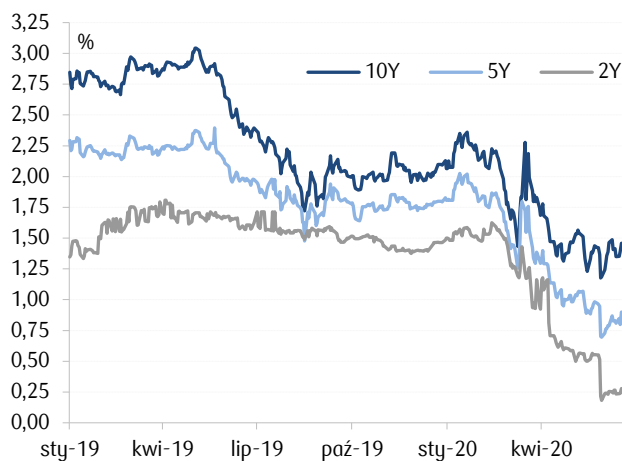
		Wartość 2020-06-26	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4.4632	0.05%	-0.12%	0.20%
	USDPLN	3.9843	0.15%	-0.28%	-0.50%
	CHFPLN	4.1965	0.10%	-0.04%	0.68%
	GBPPLN	4.9121	-0.37%	-0.43%	-0.68%
	EURUSD	1.1202	-0.10%	0.17%	0.71%
	EURCHF	1.0636	-0.05%	-0.08%	-0.47%
	GBPUSD	1.2318	-0.71%	-0.38%	-0.37%
	USDJPY	107.34	0.14%	0.34%	-0.37%
	EURCZK	26.80	0.24%	0.46%	-0.46%
Obligacje	EURHUF	356.03	0.67%	2.92%	2.80%
	PL2Y	0.15	0	-9	-3
	PL5Y	0.73	-2	-8	4
	PL10Y	1.37	-1	-5	18
	DE2Y	-0.70	-1	-2	-4
	DE5Y	-0.71	-1	-6	-7
	DE10Y	-0.48	-1	-6	-3
	US2Y	0.17	-2	-2	1
	US5Y	0.30	-3	-3	0
Akcje	US10Y	0.64	-4	-6	-1
	WIG20	1759.4	-1.9%	-2.7%	2.1%
	S&P500	3009.1	-2.4%	-2.9%	-1.2%
	Nikkei**	22059.3	-2.0%	-1.9%	0.8%
	DAX	12089.4	-0.7%	-2.0%	4.3%
Surowce	VIX	34.73	7.8%	-1.1%	26.2%
	Ropa Brent	41.1	-0.2%	-3.0%	15.9%
	Złoto	1760.6	0.0%	1.1%	1.7%

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

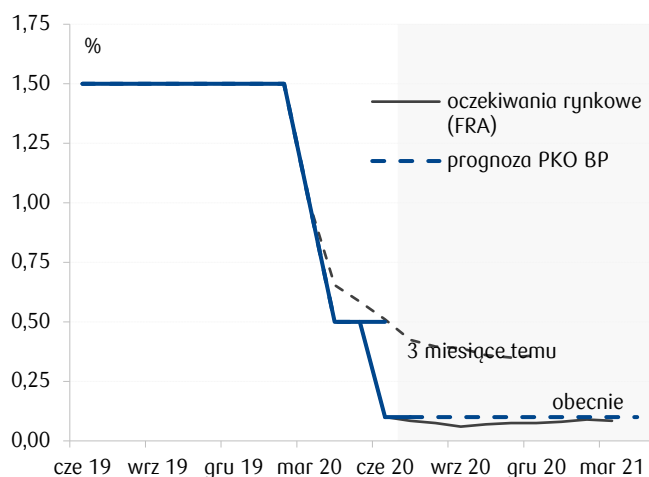
Notowania złotego wobec głównych walut



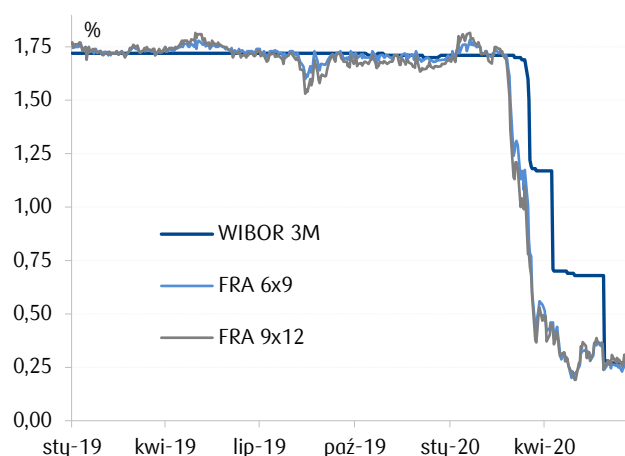
Rentowności polskich obligacji skarbowych



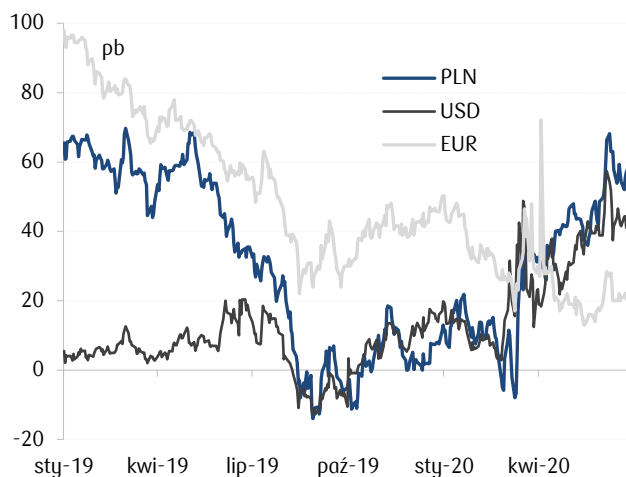
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



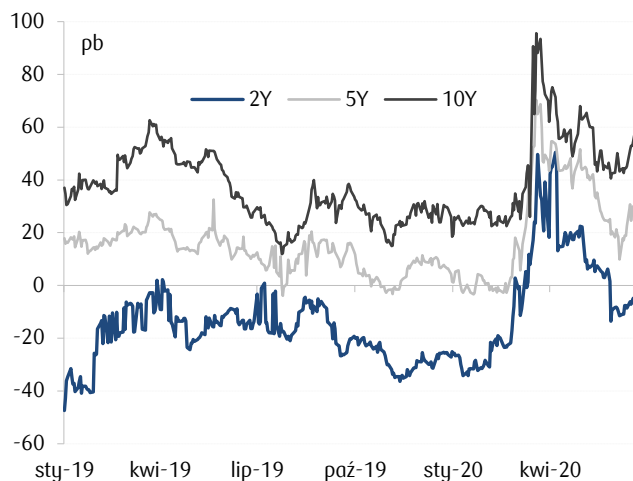
Krótkoterminowe stopy procentowe



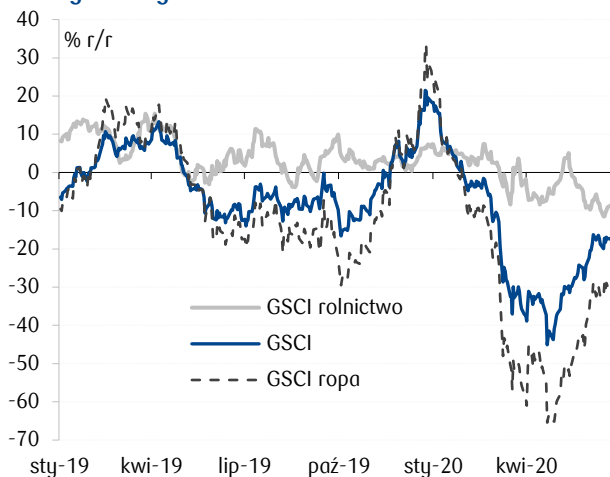
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



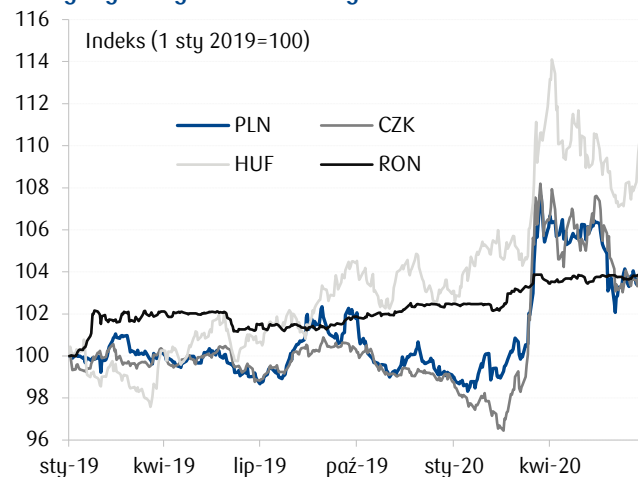
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



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

Polska w makro-pigułce

	2019	2020	Komentarz
Sfera realna			
- realny PKB (%)	4,1	-3,9	Restrykcje antyepidemiczne spowodują spadek PKB w 2q20 o 8-10%, ale zakładając zniesienie większości restrykcji do końca czerwca, od 3q20 dynamika PKB zacznie się poprawiać. Utrzymywanie się zaostrzonego rygoru sanitarnego również i trwale pogorszone nastroje konsumentów będą jednak spowalniać odbudowę aktywności gospodarczej. Utrzymywanie się podwyższonej niepewności sprawi, że odbudowa popytu i wybiecie z dołka będzie raczej „U-kształtne”.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	2,3	3,2	Inflacja CPI będzie od kwietnia spadać za sprawą spadku inflacji bazowej (przejście z dodatniej do ujemnej luki popytowej) oraz dynamiki cen paliw (załamanie cen ropy), ale presja inflacyjna będzie się w pewnym stopniu utrzymywać za sprawą ograniczeń podaży na rynku żywności (susza oraz potencjalnego problemu z dostępnością pracowników sezonowych).
Agregaty monetarne			
- kredyty/depozyty (%)	5,1/8,2	4,0/13,6	Mimo gwarancji rządowych wzrost kredytów ogółem spowolni w średnim terminie z powodu niższej rentowności banków wynikającej z niższych stóp procentowych i wzrostu kosztów ryzyka kredytowego, mimo efektywnego obniżenia wymogu kapitałowego. Wpływ na dynamikę będzie ograniczany przez osłabienie PLN oraz wakacje kredytowe. Wzrost depozytów ogółem przyspieszy wskutek nowej stymulacji fiskalnej oraz zakupów obligacji przez NBP na rynku wtórnym.
Równowaga zewnętrzna			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,5	0,8	Przewidujemy, że saldo rachunku obrotów bieżących poprawi się, utrwalając trend redukcji nierównowagi polskiej gospodarki. Saldo handlu towarami i usługami pogorszy się, ale przeważy nad tym wyraźny spadek deficytu rachunku dochodów pierwotnych (mniejsze zyski firm oraz spadek transferów zarobkowych Ukraińców).
Polityka fiskalna			
- saldo fiskalne (% PKB)	-0,7	-8,4	Koszty Tarczy Antykryzysowej oraz utrata dochodów podatkowych (znaczny spadek nominalnej dynamiki PKB) oraz jednorazowych (za transfer aktywów OFE oraz częstotliwości 5G i prawa do emisji CO ₂) istotnie zwiększą deficyt fiskalny (wg Aktualizacji Programu Konwergencji do 8,4% PKB). Dobra sytuacja wyjściowa z 2019 oznacza dużą przestrzeń do absorpcji szoku gospodarczego przez finanse publiczne i wzrost relacji długu publicznego do PKB.
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	0,10	W reakcji na wybuch pandemii NBP obniżył stopy procentowe, aby obniżyć koszty obsługi długu, oraz zaczął wykorzystywać niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, aby zapewnić niezakłócone finansowanie rządowego programu antykryzysowego. Ostatnie cięcie, o nietypowej skali do poziomu 0,10% jest wg nas sygnałem, że 0,00% jest granicą, której RPP nie chce przekroczyć.

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, PKO Bank Polski,

Zagranica w makro-pigułce

	2019	2020	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,3	-5,7	Wskutek wprowadzonych restrykcji związanych w pandemię amerykańska gospodarka straciła impet i w 1q20 wpadła w recesję, tracąc w ciągu trzech tygodni tyle miejsc pracy, ile utworzyła od kryzysu finansowego 2008-09. W reakcji na zatrzymanie gospodarki Fed obniżył stopy procentowe do zera oraz uruchomił program w zasadzie nieograniczonego skupu papierów wartościowych. Reakcja amerykańskich władz monetarnych jest bezprecedensowa.
- inflacja CPI (%)	1,8	0,8	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	1,2	-6,4	W wyniku pandemii strefa euro znalazła się w recesji, która w pierwszej kolejności dotknęła sektor usług. Spadek aktywności w niektórych krajach strefy dotkniętych najmocniej epidemią (np. Włochy) jest największy w historii. Wyzwaniem dla strefy euro pozostaje koordynacja polityki fiskalnej, po złagodzeniu polityki monetarnej EBC. Na przeszkodzie stanąć może niechęć niektórych krajów do akceptacji wspólnotowych obligacji.
- inflacja HICP (%)	1,3	0,4	
Chiny			
- realny PKB (%)	6,2	1,5	Chiny po dwóch miesiącach zamknięcia i pierwszym od 40 lat spadku PKB w 1q20 stopniowo normalizują aktywność gospodarki, Szok popytowy utrudnia równowagę gospodarki (ograniczenie roli eksportu we wzroście przy zwiększeniu roli popytu krajowego). Dodatkowym wyzwaniem dla władz w średnim terminie będzie deglobalizacja i większa dywersyfikacja geograficzna produkcji w ramach globalnych łańcuchów.
- inflacja CPI (%)	2,5	3,1	

Źródło: Fed, Eurostat, MFW, PKO Bank Polski,

Monitor RPP

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

K. Zubelewicz	4,9	„Obecnie bank centralny sięga po niestandardowe działania w niestandardowej sytuacji, Istotą problemu jest zatem to, czy wraz z normalizacją sytuacji gospodarczej bank centralny przestanie korzystać z niestandardowych narzędzi. Sposób przywracania tradycyjnej polityki pieniężnej będzie testem faktycznej niezależności banku centralnego, To właśnie niezależność banku centralnego pozwala na minimalizację kosztów niestandardowych operacji, Bank centralny powinien reprezentować interesy posiadaczy złotego, a te z definicji mogą być odmienne od interesów Ministerstwa Finansów, zainteresowanego przecież ich przejściem.” (21.05.2020, PAP)
E. Gatnar	4,7	„Jeśli chodzi o dokonaną przez RPP redukcję stóp procentowych, to uważam ją za zbyt głęboką, Wystarczyłaby sumaryczna obniżka o 50 pb, przede wszystkim ze względów psychologicznych. (...) Mogą one [ujemne stopy procentowe - PKO] osłabić zaufanie do polskiej waluty, spowodować wycofywanie depozytów, i zachęcać do ucieczki do obcych walut, Mogą także doprowadzić do poważnej destabilizacji sektora bankowego (...) Uważam, że byłoby zasadne uruchomienie polskiego TLTRO, podobnie jak robi to EBC.” (09.06.2020, PAP)
Ł. Hardt	4,1	„W reakcji na gospodarcze skutki pandemii polityka pieniężna NBP (...) musiała zostać złagodzona, ale podstawowa stopa procentowa nie powinna być obniżana aż o 100 punktów bazowych. Wystarczyłaby jej niewielka redukcja, bo kluczowe znaczenie ma i tak uruchomienie programu skupu skarbowych papierów wartościowych, a potencjalnie też udostępnienie kredytu wekslowego. Wejście NBP na wtórny rynek SPW w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku jest słuszne, oparte na mocnych podstawach prawnych i korzystne dla płynności rynku i zachowania drożności transmisji monetarnej.” (12.05.2020, PAP)
G. Ancyparowicz	2,5	„Rada od początku była przygotowana na cykl kilku obniżek, nie mogliśmy w jednym posunięciu obniżyć stóp od razu o 140 pb., więc rozłożyliśmy to w czasie, obserwując po drodze reakcję gospodarki, Według mojej oceny stopy procentowe powinny być utrzymywane na obecnym poziomie i jeżeli nie będzie czarnego scenariusza, być może pozostaną tam, gdzie są na dłużej - w tej chwili wydaje się, że decyzje, które podjęliśmy były optymalne. Na pewno w perspektywie najbliższych tygodni prawdopodobieństwo dalszego cięcia stóp jest praktycznie zerowe, ale zobaczymy co będzie potem, Mówiąc bardziej ogólnie, z doświadczeń zachodnich wynika, że z polityki niskich stóp procentowych bardzo trudno jest się wycofać.” (01.06.2020, PAP)
C. Kochalski	2,4	„(...) mamy w Polsce coraz mniejszą przestrzeń do cięcia stóp (...) po drugiej tegorocznej obniżce stóp procentowych, Dzisiaj jesteśmy po trzeciej, która istotnie tę przestrzeń wypełniła. Mamy w tej chwili stopy procentowe na bardzo niskim poziomie i jednocześnie bank centralny podejmuje inne niestandardowe działania. Nie widzę w tej chwili przesłanek, by dyskutować o ujemnych stopach procentowych.” (03.06.2020, PAP)
J. Kropiwnicki	2,4	„W kolejnym roku kalendarzowym musimy ostrożnie, stopniowo, łagodnie wrócić ze stopami procentowymi banku centralnego do poziomów z 2019 r., które przez wiele lat dobrze służyły gospodarce. (...) Choć makroekonomiczne skutki obniżania stóp procentowych zawsze wzbudzały moje wątpliwości, to ich podwyższanie wydaje mi się bardziej efektywne, zarówno na poziomie makro, jak i mikro.” (24.06.2020, PAP)
R. Sura	2,2	„Przy takim, a nie innym instrumentarium NBP, zastosowanym w ostatnich 3 miesiącach, uważam że przez najbliższy kwartał należy szczegółowo monitorować wpływ stosowanych narzędzi na gospodarke i obserwować otoczenie, a dopiero po tym okresie wprowadzać ewentualne korekty, gdy zajdzie taka potrzeba.” (02.06.2020, PAP)
A. Glapiński	1,9	„Byliśmy świadomi, że pandemia może silnie ograniczyć aktywność gospodarczą na świecie i w Polsce, a także obniżyć inflację, więc zdecydowaliśmy się na natychmiastową reakcję, by złagodzić jej wpływ na sytuację finansową Polaków. Trzykrotnie obniżyliśmy stopy procentowe, w tym główną stopę procentową NBP do historycznie niskiego poziomu 0,1 proc., czego efekty w postaci niższych rat kredytowych szybko odczuły setki tysięcy kredytobiorców, zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.” (01.06.2020, PAP)
J. Żyżyński	1,9	„Obecnie nie ma przesłanek, by dalej ciąć stopy procentowe, Na ten moment po trzech obniżkach Rada zakończyła cykl obniżek i w średnim okresie nie widzę perspektyw na zmiany w polityce pieniężnej. Nie powinno być zaskoczeniem, że Rada dostosowała się do bardzo trudnej sytuacji gospodarczej w Polsce, ale również na świecie i poszła w ślad innych banków centralnych, które również mocno poluzowały politykę pieniężną.” (08.06.2020, PAP)
E. Łon	1,0	„Obecnie nie wydaje się potrzebne, by RPP ścięła stopy poniżej zera z uwagi na ostatnio obserwowaną poprawę danych dotyczących koniunktury konsumenckiej i przemysłu. (...) Należy poważnie rozważyć zakup obligacji korporacyjnych i akcji spółek (przez NBP), Wydaje się, że instytucje publiczne na świecie są coraz bardziej przekonane o potrzebie zaangażowania na rynku akcji.” (05.05.2020, PAP, Bloomberg)

* 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 (%)	2019^(%)	2020^*(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
USA					
Stopa fed funds	0,00-0,25	1,50-1,75	0,00-0,25	-100pb (marzec 2020)	Prognozy FOMC wskazują, że stopy procentowe Fed pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2022.
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w styczniu 2016	W ramach wsparcia dla gospodarki bank ogłosił zwiększone zakupy obligacji korporacyjnych oraz program kredytowy dla firm.
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (marzec 2016)	Europejski Bank Centralny nie zmienił głównych stóp procentowych oraz utrzymał <i>forward guidance</i> , wprowadził jednak szeroki wachlarz działań, które wspierają gospodarkę i sektor finansowy. Dodatkowo wprowadził Pandemiczne QE o wartości 1,35 bln EUR (po decyzji czerwcowej o rozszerzeniu programu), a w kwietniu dodał kolejną serię operacji finansujących banki (PELTRO).
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,10	0,75	0,10	-15pb (marzec 2020)	Bank Anglii rozszerzył program skupu aktywów w czerwcu, o kolejne 100 mld GBP (do 745 mld). Cel skupu ma zostać osiągnięty do końca 2020, BoE nie odniósł się do polityki ujemnych stóp procentowych.
Szwajcaria					
Stopa bazowa	-0,75	-0,75	-0,75	-50pb (styczeń 2015)	SNB w czerwcu nie zmienił wysokości stóp procentowych, deklarując, że będzie nadal osłabiał franka interweniując na rynku walutowym.
Szwecja					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	+25pb (grudzień 2019)	Przed pandemią Riksbank wycofał się z polityki ujemnych stóp, W obliczu pandemii szwedzki bank centralny rozszerzył QE i nie wykluczył obniżenia stóp procentowych.
Norwegia					
Stopa bazowa	0,00	1,50	0,00	-25pb (maj 2020)	Norges Bank dokonał jastrzębiej rewizji prognoz, spodziewając się trzech podwyżek stóp do końca 2023 sygnalizując chęć jak najszybszej normalizacji polityki pieniężnej ze względu m.in. na ryzyko przegrzania rynku nieruchomości.
Czechy					
Stopa refinansowa	0,25	2,00	0,25	-75pb (maj 2020)	CNB ponownie zaskoczył w maju obniżając stopy procentowe, aby łagodzić negatywne oddziaływanie epidemii koronawirusa na gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, nie wykluczył też zakupów aktywów gdyby to było konieczne.
Węgry					
Stopa bazowa	0,90	0,90	0,75	-15pb (cze 2020)	MNB nieoczekiwanie po raz pierwszy od 4 lat obniżył stopę procentową zapowiadając, że jest to ruch jednorazowy a nie początek cyklu. Jednocześnie MNB potwierdził, że pozostaje w trybie <i>data-driven</i> , tzn. będzie reagować na napływające z gospodarki dane.

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 Kolesnikow	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): Piotr Bujak

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.