

Pandemia znowu zbiera żniwo w Europie

Dziś w centrum uwagi:

- **W trakcie wczorajszej sesji załamała się poprawa nastrojów widoczna na początku dnia i we wtorek.** Nastroje (ponownie) popsuły wypowiedzi przedstawicieli FOMC, którzy podkreślali niepewność co do trwałości ożywienia i konieczność uruchomienia dodatkowego fiskalnego wsparcia. **W tym kontekście na znaczeniu zyskuje dzisiejsze wystąpienie przed senacką komisją J.Powella i S.Mnuchina.** Dolar kolejny dzień lekko zyskał na wartości, odzwierciedlając dalszy wzrost obaw o rozwój pandemii w Europie. Obawy te, w Wlk. Brytanii wzmocnione strachem przed kolejnym lockdownem, osłabiały funta. EURPLN ponownie oscylował wokół 4,50.
- **Wśród dzisiejszych decyzyjnych posiedzeń banków centralnych (SNB, Norges Bank, CBRT) najwięcej uwagi skraść może SNB.** Szwajcarzy zapewne przypomną o orężu w postaci interwencji walutowych (które ostatnio stosują na dużą skalę) oraz o możliwości obniżek stóp, aby zniechęcać kapitał do napływu do Szwajcarii. Daleki od aktywności (wg rynkowych spekulacji) jest turecki CBRT. Doniesienia o tym, że nie zdecydowano się na podwyżkę stóp już wczoraj wyraźnie ciążyły notowaniom liry.
- W kalendarzu uwagę zwrócą także **niemiecki indeks Ifo za wrzesień** oraz **tygodniowa liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA.**

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **EUR:** Wstępne PMI dla przetwórstwa i usług za wrzesień pokazały, że druga fala pandemii, przetaczająca się przez państwa strefy euro (szczególnie przez Hiszpanię i Francję), ponownie zaczęła zbierać żniwo na aktywności gospodarki. Poszkodowany został sektor usług, gdzie wstępne PMI ponownie spadły poniżej progu 50 pkt. (w Niemczech do 49,1; we Francji do 47,5; w całej strefie euro do 47,6). Przetwórstwo przemysłowe w strefie euro istotnie poprawiło wyniki (53,7 vs 51,9 poprzednio), głównie dzięki skokowemu wzrostowi niemieckiego PMI (do 56,6 z 52,5 poprzednio). Indeks we Francji wzrósł jedynie do 50,9 (z 50,5). Dane sugerują, że kołem zamachowym gospodarki globalnej są teraz Chiny, które jako pierwsze „w miarę” uporały się z pandemią, a teraz zaczęli to już odczuwać niemieccy eksporterzy. Skokowe odbicie aktywności w niemieckim przemyśle (jeżeli zostanie potwierdzone przez „twarde” dane) może w kolejnym miesiącu stracić impet ze względu na słabszą sytuację pandemiczną w strefie euro (a także w samych Niemczech).
- **POL:** Nastroje konsumentów poprawiły się we wrześniu (wskaźnik bieżący do -15,0; +0,2 pkt. m/m, a wskaźnik wyprzedzający do -16,0; +0,5 pkt. m/m). Obawy

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

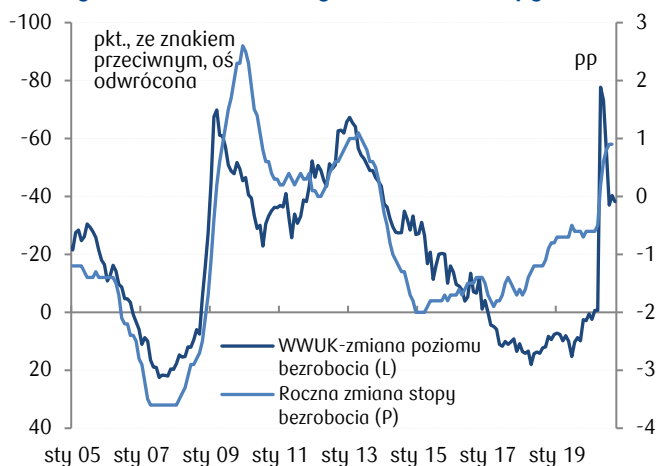
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

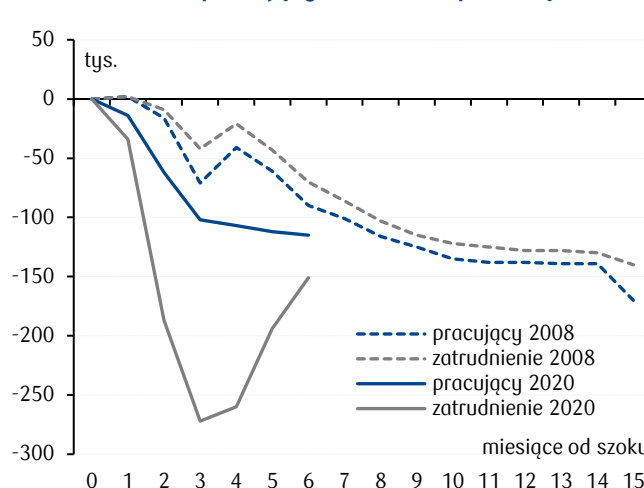
Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Obawy o bezrobocie a faktyczna zmiana stopy bezrobocia



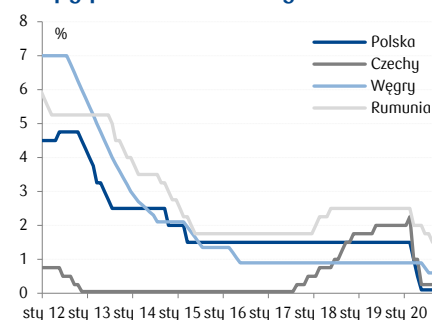
Zatrudnienie a pracujący w sektorze przedsiębiorstw



konsumentów przed bezrobociem (por. wykres) oraz pogorszeniem ich przyszłej sytuacji finansowej lekko zmalały. Konsumentów zadeklarowali we wrześniu większą niż w sierpniu skłonność do dokonywania ważnych zakupów, jednocześnie jednak ich ocena co do możliwości dokonywania istotnych wydatków w kolejnych miesiącach pogorszyła się. Relatywnie dobre nastroje konsumentów korespondują z danymi z rynku pracy.

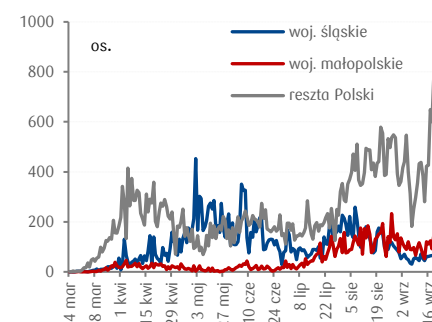
- POL: Stopa bezrobocia rejestrowanego w sierpniu nie zmieniła się** (6,1%, zgodnie ze wstępnym szacunkiem MRPIPS). Trzeci z rzędu miesiąc stabilizacji stopy bezrobocia sugeruje, że rynek pracy przeszedł przez kryzys prawie suchą stopą (prawie, bo stopa bezrobocia jednak wzrosła, ale w relacji do głębokości spadku PKB wzrost ten był niewielki). W końcu sierpnia zgłoszono 38 tys. osób do zwolnień grupowych, najwięcej od 2012. Przy lekko spadającym popycie na pracę (por. następny punkt) wzrost bezrobocia do końca roku nadal będzie więc kontynuowany, ale powinien być umiarkowany (nasza prognoza: 7,4%).
- POL:** Szczegółowe dane z rynku pracy opublikowane w Biuletynie Statystycznym GUS pokazały, że dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu (przeliczonego na pełne etaty) stopniowo konverguje do dynamiki liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw (por. wykres na str. 1). To potwierdza, że **utrudnienia związane z pandemią, skutkujące m.in. wykorzystaniem możliwości jakie dała Tarcza Antykryzysowa** (przestoje, niepełny wymiar czasu pracy, dodatkowy zasiłek opiekuńczy), **wygasają**. Dane branżowe potwierdzają w tym względzie rozbieżności między sektorami: w niektórych gałęziach przemysłu dynamiki zatrudnienia i pracujących praktycznie wyrównały się - to m.in. część branż eksportujących, natomiast duży „rozjazd” utrzymuje się np. w branży hotelarskiej. Jest to spójne z comiesięcznymi wynikami, które napływają z firm. Potwierdzają one wyraźne ożywienie eksportu, podczas gdy branża hotelowa, mimo szczytu sezonu urlopowego, ciągle jest „pod kreską” (np. wg statystyk o liczbie udzielonych noclegów). Ujemna dynamika liczby pracujących w sierpniu potwierdza lekkie osłabienie popytu na pracę i wpisuje się w nasz scenariusz dla bezrobocia (umiarkowany wzrost do końca roku).
- POL:** Wicepremier J.Emilewicz poinformowała, że **pierwsza wersja Krajowego Planu Odbudowy** ma zostać przekazana do Komisji Europejskiej w połowie października. Oceniała, że nawet 8% z przyznanych Polsce dotacji (czyli ok. 1,8 mld EUR) może trafić do gospodarki już w 2q21. Środki mają trafić m.in. na transformację energetyczną oraz cyfryzację.
- EUR:** EBC w comiesięcznym **Biuletynie** zaapelował, aby wsparcie fiskalne w ramach instrumentu NGEU nie zostało zbyt wcześnie wycofane lub zneutralizowane. Odnotowano także, że strefa euro nie posiada trwałych instrumentów fiskalnych na poziomie międzynarodowym, które mogłyby zostać wykorzystane jako stabilizatory koniunktury. To stwierdzenie zostało zinterpretowane przez niektórych komentatorów jako apel o pozostawienie (przewidywanego jako reakcja na pandemię) instrumentu NGEU na stałe.
- POL:** Wicepremier J.Emilewicz poinformowała, że rząd nie planuje przedłużania lub ponownego wprowadzenia programów pomocowych dla firm w ramach tzw. tarcz.
- CZE:** Bank centralny Czech (CNB) zgodnie z oczekiwaniami nie zmienił parametrów polityki pieniężnej. Posiedzeniu nie towarzyszyła publikacja nowych prognoz, a CNB potwierdził swoje dotychczasowe stanowisko w sprawie krajowej polityki pieniężnej (tryb *wait-and-see* i gotowość do wsparcia gospodarki, gdyby sytuacja pandemiczna pogorszyła się).
- USA:** Wstępny PMI w przetwórstwie za wrzesień lekko wzrósł do 53,5 (z 53,1 poprzednio). PMI dla sektora usługowego we wrześniu obniżył się do 54,6 (z 55,0 poprzednio).
- USA:** Podczas przesłuchania w Izbie Reprezentantów **J.Powell (Fed)** upierał się, że działania Rezerwy nie miały na celu pomocy Wall Street, ale zwykłym Amerykanom. Ponowił równocześnie wsparcie dla dalszych działań ze strony polityki fiskalnej (która jego zdaniem jest niezastępowalna). Stwierdził również, że Fed zrobił już niemal wszystko co było możliwe, aby pomóc tzw. Main Street (tj. realnej gospodarce). Fed zamierza zrobić więcej, ale nie będzie wprowadzał dużych zmian do programów

Stopy procentowe w regionie



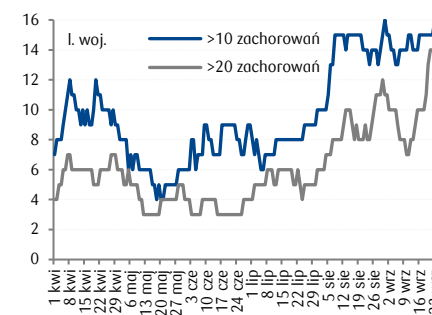
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Nowe zakażenia w Polsce



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Liczba województw z dzienną liczbą zakażeń* >10 i >20



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

pomocowych.

- **USA: C.Evans (Chicago Fed)** powiedział, że inflacja musi oscylować wokół 2,5% przez pewien czas, aby można było myśleć o podwyżkach stóp. Dodał, że nie obawia się silniejszego luzowania polityki, jeżeli miałyby to wesprzeć inflację. Podobnie jak Powell uznał jednak, że kluczową rolę będzie odgrywała polityka fiskalna.
- **USA: R.Quarles (Fed)** powiedział z kolei, że ryzyko (w dół) jakie towarzyszy trwającemu ożywieniu oznacza, że wymaga ono dalszego wsparcia ze strony Rezerwy Federalnej.

Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL: W środę poinformowano o 974 nowych przypadkach zakażeń koronawirusem.** Średnia 7-dniowa liczba nowych przypadków wzrosła do 848,4. W czołówce liczby nowych zakażeń pozostają woj. małopolskie (tygodniowa średnia 114,0 dziennie) i mazowieckie (128,6). Po raz drugi od początku pandemii we wszystkich województwach średnia 7-dniowa liczba przypadków przekraczała 10 osób. Przeprowadzono 22,0 tys. testów, z czego 4,4% dało pozytywne wskazanie. Liczba aktywnych przypadków wynosi 13.768. Spadł odsetek chorych wymagających hospitalizacji (do 14,3%). Obniżyła się liczba osób objętych kwarantanną (do 114,0 tys). W środę poinformowano o 28 zgonach. Łącznie z powodu Covid-19 zmarło 2.344 osoby, co stanowi ok. 2,9% wszystkich potwierdzonych przypadków (81.673). Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach znajduje się na str. 5.

Znalezione w sieci:

- Czy spadek zadłużenia kredytowego sektora przedsiębiorstw niefinansowych to efekt aktualnej pozycji cyklicznej krajowej gospodarki czy efekt *credit crunchu*? NBP: [Aktywność kredytowa sektora przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w okresie pandemii COVID-19](#)
- O korelacji między śmiertelnością COVID-19 a szczepieniami na gruźlicę (The Egyptian Journal of Bronchology): [Correlation between COVID-19 case fatality rate and percentage of BCG vaccination: is it true the vaccine is protective?](#)
- Szczepienie na gruźlicę w dzieciństwie nie chroni przez COVID-19 (Clinical Infectious Diseases): [BCG vaccination in infancy does not protect against COVID-19. Evidence from a natural experiment in Sweden.](#)
- EBC twierdzi, że wzrost stopy oszczędności podczas pandemii był wymuszony, a nie przecznościowy (EBC): [COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?](#)
- Lockdown i epidemia spowodowały, że liczba imigrantów pracujących w Polsce zmniejszyła się o ok. 10%, czyli o ponad 100 tysięcy osób (Obserwator finansowy): „[Mniej imigrantów na polskim rynku pracy po lockdownie](#)”.
- Popularność wyszukiwań objawów ze strony układu pokarmowego w Google pozwala przewidzieć ogniska Covid-19 (Massachusetts General Hospital): [Increased Internet Search Interest for GI Symptoms May Predict COVID-19 Cases in U.S. Hotspots.](#)

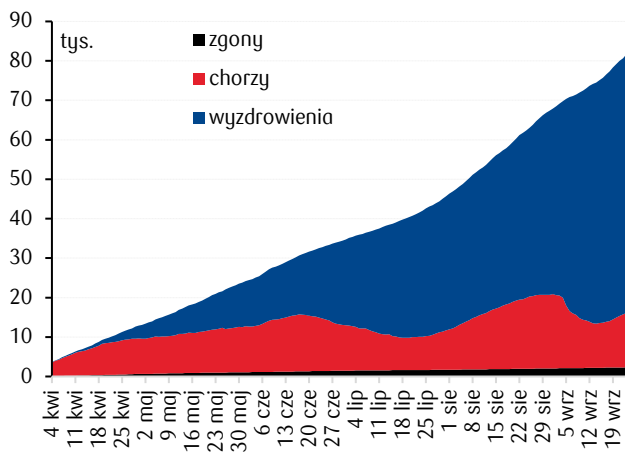
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 18 września		%			--	--
POL: Produkcja przemysłowa (sie)	10:00	% r/r	1,1	2,8	1,7	1,5
POL: Inflacja PPI (sie)	10:00	% r/r	-0,6	-0,9	-1,0	-1,2
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, wst.)	16:00	pkt.	74,1	74,8	--	78,9
Poniedziałek, 21 września						
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie)	10:00	% r/r	-10,9	-9,5	-12,5	-12,1
POL: Sprzedaż detaliczna (sie)	10:00	% r/r	3,0	2,6	0,9	0,5
Wtorek, 22 września					--	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	0,00	0,00	0,00	0,00
POL: Koniunktura w gospodarce	10:00	--	--	--	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (sie)	14:00	% r/r	16,8	16,3	16,3	16,2
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	0,60	0,60	0,60	0,60
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz)	16:00	pkt.	-14,7	-14,6	--	-13,9
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie)	16:00	mln	5,86	5,95	--	6,00
Środa, 23 września					--	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	9:30	pkt.	52,2	52,8	--	56,6
GER: PMI w usługach (wrz, wst.)	9:30	pkt.	52,5	53,0	--	49,1
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	10:00	pkt.	51,7	51,9	--	53,7
EUR: PMI w usługach (wrz, wst.)	10:00	pkt.	50,5	51,0	--	47,6
POL: Stopa bezrobocia (sie)	10:00	%	6,1	6,1	6,2	6,1
POL: Koniunktura konsumencka	10:00	--	--	--	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	0,25	0,25	0,25	0,25
USA: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	15:45	pkt.	53,1	53,2	--	53,5
Czwartek, 24 września		r			--	--
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	-0,75	-0,75	-0,75	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	0,00	0,00	0,00	--
GER: Indeks Ifo (wrz)	10:00	pkt.	92,6	94,0	--	--
TUR: Posiedzenie Banku Turcji	13:00	%	8,25	8,25	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	860	845	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (sie)	16:00	tys.	901	875	--	--
Piątek, 25 września					--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (sie)	10:00	% r/r	10,2	10,5	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie, wst.)	14:30	m/m	11,4	1,8	--	--

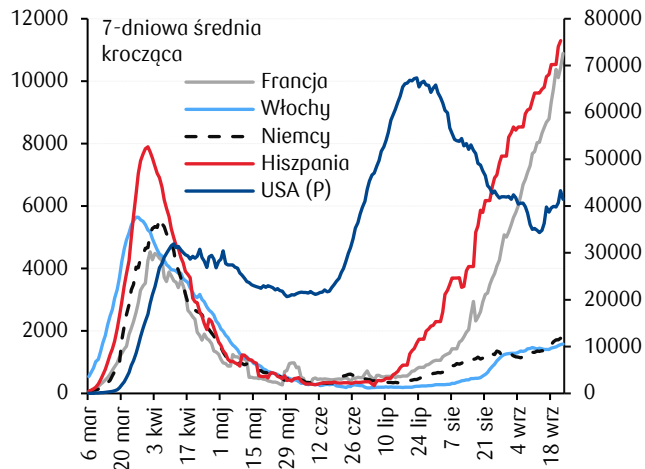
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

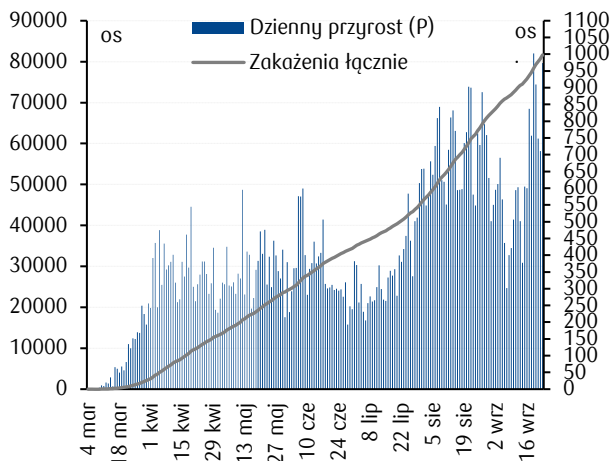
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



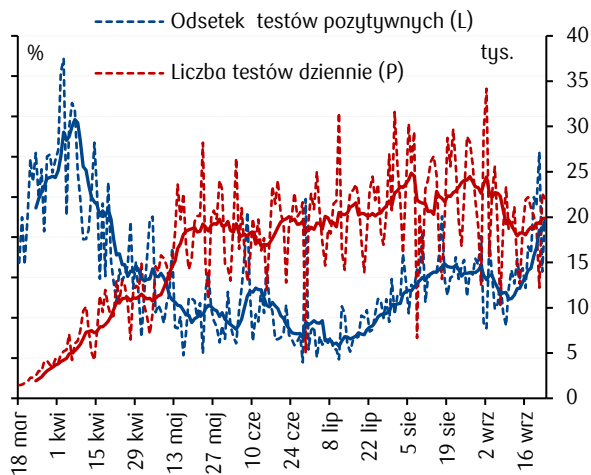
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



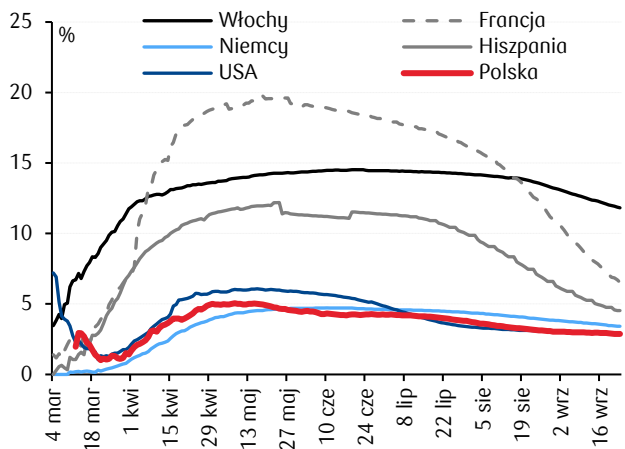
Potwierdzone zakażenia w Polsce



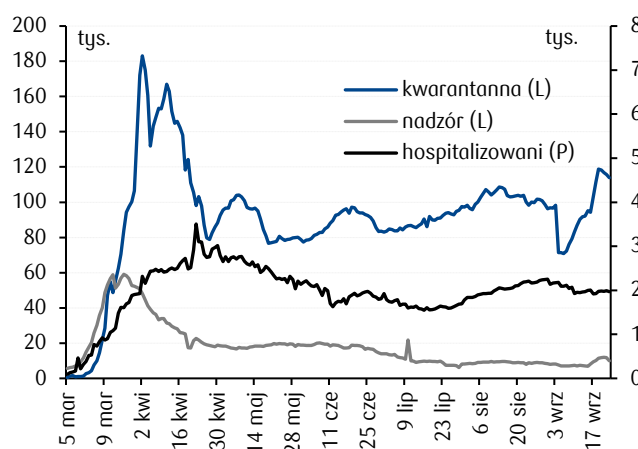
Liczba testów dziennie w Polsce (7D MA)



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



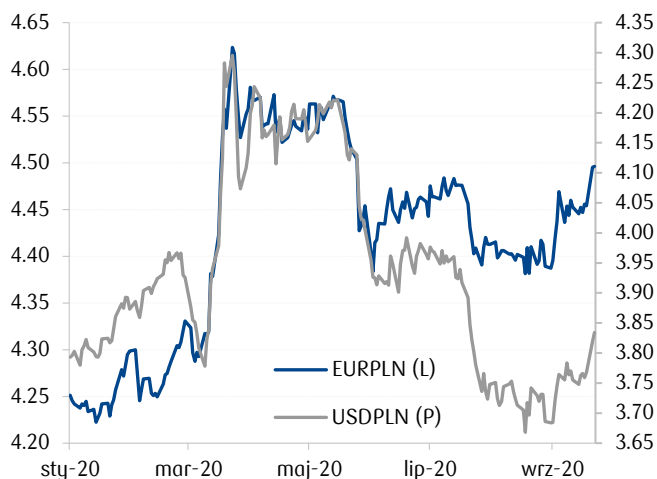
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

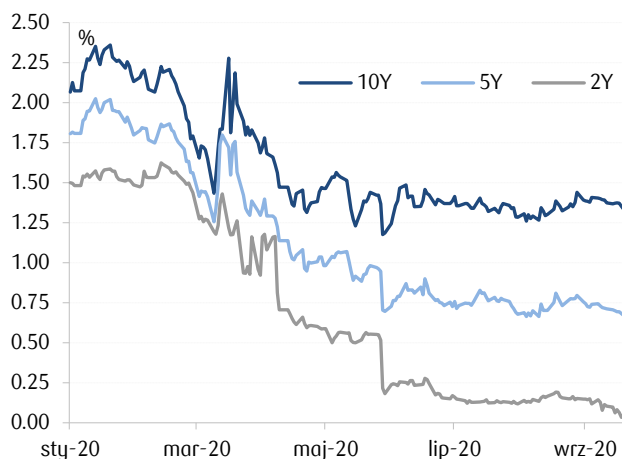
		Wartość 2020-09-23	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4.5125	0.36%	1.47%	2.16%
	USDPLN	3.8656	0.64%	2.82%	3.42%
	CHFPLN	4.1852	0.18%	1.08%	1.73%
	GBPPLN	4.9283	0.95%	0.92%	-0.02%
	EURUSD	1.1674	-0.27%	-1.31%	-1.22%
	EURCHF	1.0782	0.18%	0.39%	0.43%
	GBPUSD	1.2763	0.31%	-1.84%	-3.25%
	USDJPY	105.29	0.29%	0.43%	-0.81%
	EURCZK	26.92	-0.24%	0.92%	2.55%
EURHUF	365.77	0.76%	1.93%	2.87%	
Obligacje	PL2Y	0.10	1	2	-6
	PL5Y	0.67	1	-2	-10
	PL10Y	1.36	3	-1	2
	DE2Y	-0.70	0	-2	-6
	DE5Y	-0.71	1	-3	-8
	DE10Y	-0.50	0	-2	-9
	US2Y	0.14	0	0	-2
	US5Y	0.27	1	0	-2
	US10Y	0.68	1	-1	-1
Akcje	WIG20	1685.4	-0.5%	-3.0%	-8.8%
	S&P500	3236.9	-2.4%	-4.4%	-7.0%
	Nikkei**	23044.4	-1.3%	-1.8%	-1.1%
	DAX	12643.0	0.4%	-4.6%	-4.1%
	VIX	28.58	6.4%	9.8%	22.8%
Surowce	Ropa Brent	41.8	0.1%	-1.3%	-8.6%
	Złoto	1868.7	-1.8%	-5.0%	-3.7%

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

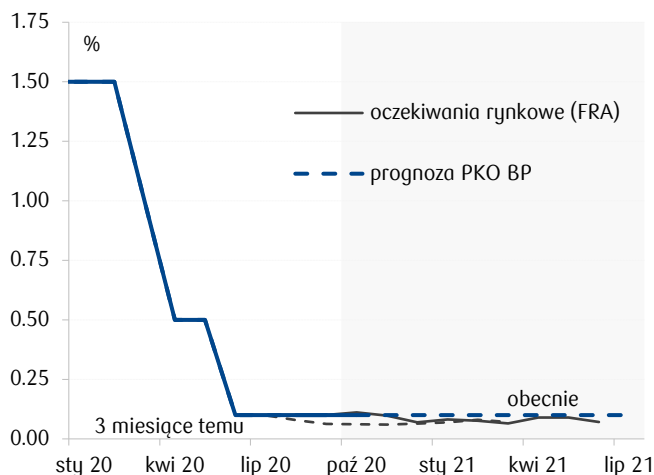
Notowania złotego wobec głównych walut



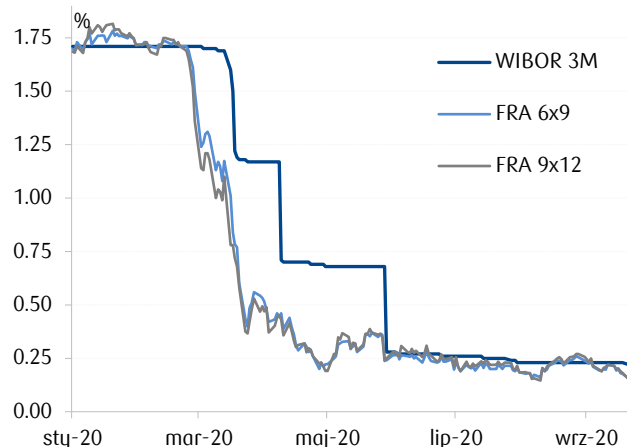
Rentowności polskich obligacji skarbowych



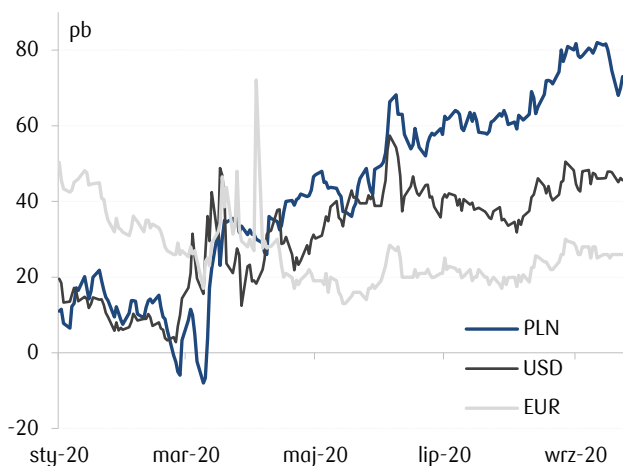
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



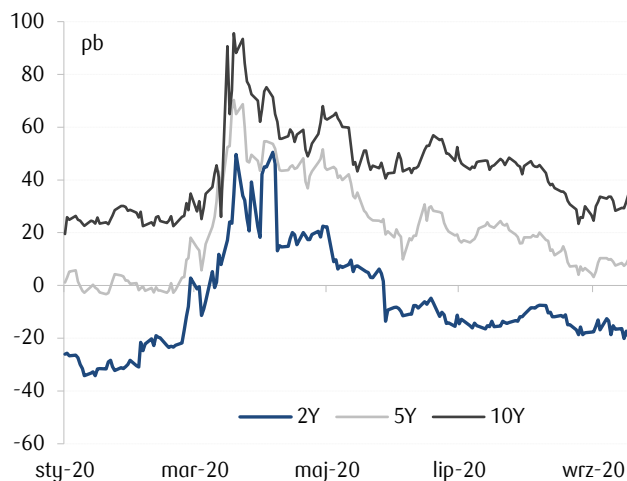
Krótkoterminowe stopy procentowe



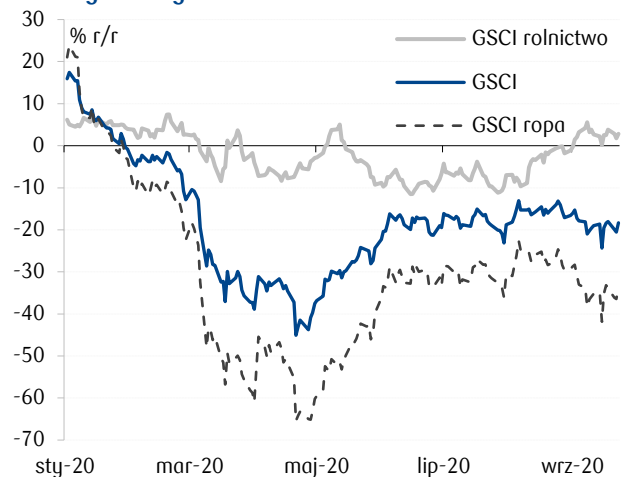
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



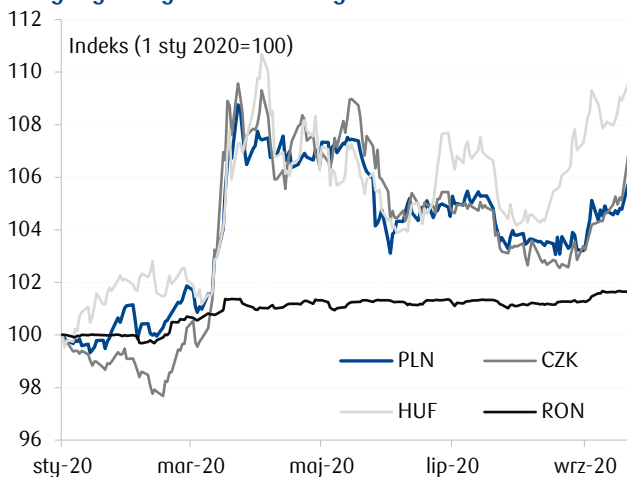
Spread asset swap dla PLN



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 wybicie z dołka będzie raczej „U-kształtne”.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	2,3	3,3	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 podażowych 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	0,5	Przewidujemy, że nadwyżka w obrotach bieżących widocznie wzrośnie za sprawą rosnącego eksportu netto towaru (odporność eksportu i spadek cen ropy) oraz spadku deficytu dochodów pierwotnych (niższe wypłaty zysku).
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. *w trakcie rewizji.

Zagranica w makro-pigułce

	2019	2020*	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,3	-5,7	Wskutek wprowadzonych restrykcji związanych w pandemią 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 równoważenie 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. *w trakcie rewizji.

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 przejęciem.” (21.05.2020, PAP)
E. Gatnar	4,7	„Jeżeli gospodarka utrzyma obecne tempo powrotu na ścieżkę wzrostu, to inflacja będzie utrzymywać się na podwyższonym poziomie, więc od początku 2021 r. należałoby rozważyć stopniową normalizację polityki monetarnej.” (02.09.2020, Reuters)
Ł. Hardt	4,1	„Inflacja w Polsce jest w tym momencie najwyższa w Unii Europejskiej. To też jest pytanie i dodatkowy problem dla polityki pieniężnej w Polsce. W strefie euro EBC bardzo mocno luzuje politykę pieniężną, ale w ostatnich miesiącach nie obniżył stopy podstawowej, ale ściął stopę od długoterminowych TLTRO i zwiększył zakupy aktywów. (...)W Polsce (...) nie powinniśmy w dłuższej perspektywie zapominać o inflacji, bo taki jest też cel RPP. (...) Inflacja jest na podwyższonym poziomie i być może będzie się na tym podwyższonym poziomie utrzymywała. (...) Uważam, że obniżyliśmy stopy procentowe za bardzo i szkoda, że nie poszliśmy w bardziej niestandardowe działania , z uwagi między innymi na wysoką inflację (23.07.2020, PAP)
G. Ancyparowicz	2,5	„Wyższe stopy procentowe utrudniłyby możliwość terminowej obsługi już zaciągniętych zobowiązań przez firmy i podmioty gospodarcze. Główna idea cyklu obniżek stóp procentowych nie była więc taka, żeby zachęcać do brania nowych kredytów – chodziło przede wszystkim o to, by podmioty, które już miały zobowiązania, nie wpadały w spiralę zadłużenia i żeby obsługa już zaciągniętych kredytów była stosunkowo tania (...) Nie widać argumentów za tym, że zbyt niskie stopy procentowe ograniczają zdolność banków do kredytowania gospodarki. Według mnie, nieco mniejsza dynamika kredytów wynika z tego, że w trakcie kryzysu znacząco wzrosła niepewność co do rozwoju sytuacji gospodarczej, a co za tym idzie część podmiotów, czy to konsumenci, czy firmy, straciło zdolność kredytową” (28.07.2020, PAP)
C. Kochalski	2,4	„Stopy procentowe są na właściwym poziomie. Wobec negatywnych skutków pandemii należało poluzować politykę pieniężną i tak uczynił nasz bank centralny. Trwałość i tempo poprawy koniunktury po szoku wywołanym pandemią charakteryzuje się niepewnością. Prawdopodobna niska presja inflacyjna oraz ograniczone możliwości szybkiej odbudowy aktywności gospodarczej to argumenty za nie podejmowaniem decyzji o zmianie stóp. Dopóki one występują, stopy procentowe nie powinny być zmieniane.” (21.09.2020, PAP)
J. Kropiwnicki	2,4	„Nie należy tego robić (podnosić stóp proc. - PAP) w jednym pociągnięciu, tylko łagodnie w kilku pociągnięciach, żeby powrócić do tego poziomu, który dobrze nam służył przez ostatnie kilka lat, a także jak się okazało stanowił dobry zapas, gdy przyszła pora, by stopę procentową obniżyć. Dzisiaj można powiedzieć dzisiaj takiego zapasu już nie ma. Jeżeli tę stopę procentową będziemy dosyć łagodnie podnosili to skutków negatywnych dla gospodarki specjalnie bym się nie obawiał” (07.08.2020, 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 gospodarkę i obserwować otoczenie , a dopiero po tym okresie wprowadzać ewentualne korekty, gdy zajdzie taka potrzeba.” (02.06.2020, PAP)
A. Glapiński	1,9	„I choć najgorsze już za nami, to w najbliższych kwartałach musimy nadal wspierać gospodarkę. Aktywność gospodarcza jest bowiem wciąż niższa od jej potencjału, bezrobocie wyższe niż przed kryzysem, a dalsze postępy w odbudowie koniunktury mogą być trudniejsze do osiągnięcia niż dotychczas (...) Ponadto stopniowo wygasać będą rządowe programy antykryzysowe, które podtrzymywały sytuację finansową wielu firm i gospodarstw domowych. Wreszcie utrzymuje się niepewność dotycząca dalszego rozwoju pandemii oraz sytuacji gospodarczej, a perspektywy inflacji wskazują na jej dalsze obniżenie. Z tego punktu widzenia widać wyraźnie, że polityka pieniężna musi pozostać akomodacyjna. ” (18.09.2020, DGP)
J. Żyżyński	1,9	„Jak na razie wszelkie prognozy i oceny, którymi dysponujemy wskazują na to, że będzie lekki skok (inflacji - PAP) w granicach lub nieco ponad ścieżkę (dopuszczalne pasmo odchylenia inflacji od celu - PAP), w zasadzie w ramach ścieżki, a potem się ustabilizuje na niższym poziomie w ramach celu inflacyjnego (...) póki co nie ma specjalnej potrzeby ani sensu (żeby dalej obniżać stopy - PAP). Lepiej mieć niewiele na plusie, ale dodatnio niż całkiem zerową stopę” (16.07.2020, PAP)
E. Łon	1,0	„Polska polityka pieniężna powinna być tak jak dotychczas silnie ofensywna i odważna. Oznacza to, że stopy procentowe powinny jeszcze przez bardzo długi czas pozostawać na obecnym poziomie. Warto utrwałać wśród uczestników życia gospodarczego przekonanie, że łagodna polityka pieniężna powinna stać się w najbliższych latach trwałym elementem rzeczywistości gospodarczej w naszym kraju”. (24.08.2020, radiomaryja.pl)

* 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 2023.
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 we wrześniu wyraźnie zasygnalizował, że może rozważyć wprowadzenie ujemnych stóp procentowych w obliczu odrodzenia pandemii i twardego brexitu.
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 powrotu do NIRP.
Norwegia					
Stopa bazowa	0,00	1,50	0,00	-25pb (maj 2020)	Bank ocenia, że stopy pozostaną na obecnym poziomie przez kilka lat, po rozpocznie się ich stopniowe podnoszenie.
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	0,60	-15pb (lip 2020)	MNB po raz drugi w tym roku obniżył stopę procentową. Zwiększył także skup papierów o zapadalności powyżej 15 lat. Ostatnie decyzje MNB sugerują, że <i>de facto</i> prowadzi on politykę kontroli krzywej dochodowości.

Źródło: Banki centralne, Reuters, PKO Bank Polski. ^koniec okresu. *w trakcie rewizji.

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): 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.