

### Słowna interwencja NBP

- RPP zgodnie z oczekiwaniami utrzymała bez zmian stopy procentowe NBP (referencyjna: 0,10%, depozytowa: 0,00%, lombardowa: 0,50%, dyskontowa: 0,12% i redyskonta weksli: 0,11%) po 3 obniżkach w poprzednich 3 miesiącach (łącznie o 140pb). Bieżąca polityka stóp procentowych ma być wspierana przez kontynuację skupu aktywów oraz kredyt wekslowy.
- W [informacji](#) po posiedzeniu RPP uwagę przykuwa stwierdzenie, że **tempo ożywienia gospodarczego może być (m.in.) ograniczane przez „brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP”**. Stwierdzenie, które można traktować jako swoistą słowną interwencję walutową, wpisuje się w wypowiedzi części przedstawicieli RPP, którzy uzasadniając dokonaną 28 maja nieoczekiwaną obniżkę stóp NBP wskazywali m.in. na zaskakująco silnego złotego i jego oddziaływanie na inflację (obniża) i ożywienie gospodarcze (hamuje). Drugim wskazywanym wówczas argumentem był szybki spadek inflacji CPI. Ten aspekt nie znajduje jednak rozbudowanego odniesienia w komunikacie RPP (podobnie jak miesiąc wcześniej Rada pisze jedynie o istotnym spadku inflacji).
- Drugą istotną zmianą w komunikacie jest wskazanie, że **zarówno w otoczeniu zewnętrznym, jak i w krajowej gospodarce, nastąpiła poprawa nastrojów wynikająca ze złagodzenia przeciwepidemicznych restrykcji**. Rada oczekuje, że ten pozytywny trend ożywienia aktywności gospodarczej będzie kontynuowany, m.in. dzięki wsparciu ze strony polityki gospodarczej, w tym pieniężnej.
- **Czwarty raz z rzędu decyzji Rady nie towarzyszyła tradycyjna konferencja prasowa**, co utrudnia prowadzenie skutecznej polityki komunikacyjnej, istotnej z punktu widzenia oddziaływania na oczekiwania rynkowe.
- **Podtrzymujemy ocenę, że dokonana na koniec maja obniżka stóp procentowych zakończyła cykl**. Komunikat wskazujący, że w ocenie Rady gospodarka minęła już dno obecnego kryzysu potwierdza, że na dziś ewentualne dyskusje o dalszych sposobach łagodzenia polityki pieniężnej mają charakter hipotetyczny. Złagodzenie mogłoby się zmaterializować jedynie w przypadku negatywnego scenariusza ekonomicznego (np. silna druga fala zachorowań). Nie sądzimy też, aby bez nadmiernego umocnienia złotego, słowne interwencje mogły się przerodzić w faktyczne oddziaływanie na kurs walutowy. Źródłem osłabienia eksportu nie jest utrata jego konkurencyjności, a brak popytu (wskazana przez RPP recesja w gospodarkach głównych partnerów handlowych), który jednak powoli zaczyna się odbudowywać. Warto też pamiętać, że silny złoty wspiera sytuację finansową gospodarstw domowych.

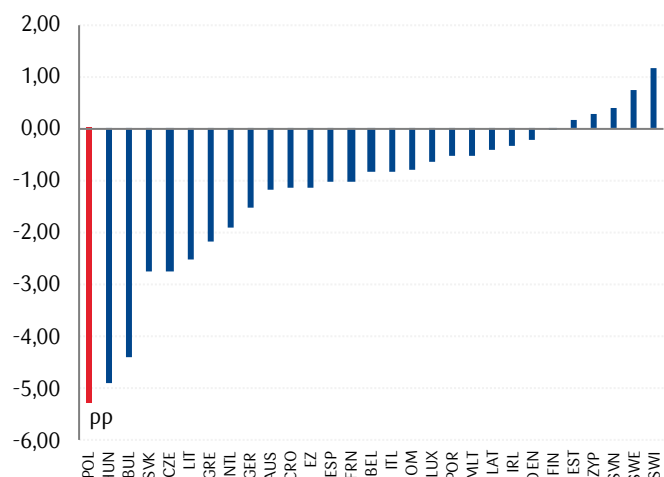
Zespół Analiz Makroekonomicznych  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

@PKO\_Research

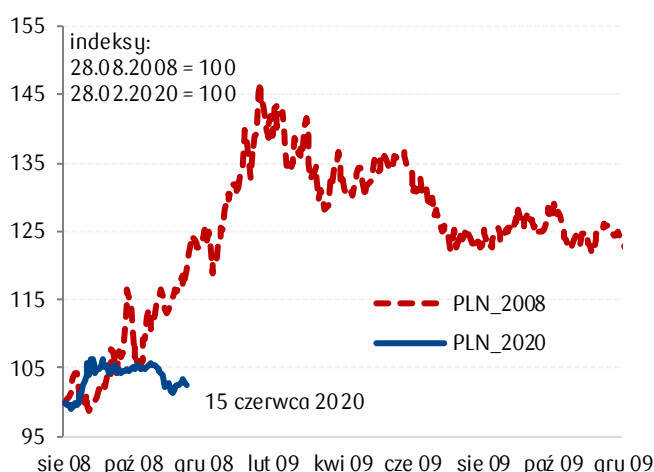
Marta Petka-Zagajewska

Kierownik Zespołu  
[marta.petka-zagajewska@pkobp.pl](mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl)  
 tel. 22 521 67 97

Zmiana realnej rynkowej stopy procentowej\*



EURPLN w dobie pandemii vs podczas kryzysu GFC



Źródło: Eurostat, Macrobond, Reuters Datastream, PKO Bank Polski; \*stopa rynkowa 3M (dla Bułgarii ON) deflowana HICP, porównanie kwiecień 2020 vs styczeń 2015,

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
t: (22) 521 80 84  
f: (22) 521 88 87  
email: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

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

### Zespół Analiz Sektorowych

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

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

### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki [marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl) 22 521 72 24

**Materiał zatwierdził(a):** 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.