

Przejęciowy wzrost inflacji

Dziś w centrum uwagi:

- Inwestorzy będą nadal uważnie śledzić **informacje o niekorzystnym rozwoju sytuacji epidemicznej w USA**, a poza tym istotne dla globalnych rynków będą **dane makro za czerwiec** (finalne PMI w strefie euro, ISM dla przemysłu USA oraz raport ADP na temat amerykańskiego rynku pracy), **minutes z posiedzenia FOMC w czerwcu oraz bieżące wypowiedzi przedstawicieli Fed** (Ch.Evans).
- Dla koneserów peryferyjnej polityki pieniężnej w Europie ciekawy będzie **wynik posiedzenia Riksbanku**. Zobaczymy, jak bardzo bankierzy centralni ze Szwecji są skłonni powrócić do polityki ujemnych stóp procentowych, porzuconej w obawie przed jej niepożądanymi skutkami niedługo przed pandemią.
- **PMI dla polskiego przemysłu w czerwcu** powinien pokazać dalsze wyraźne odbicie (PKO: 47,7; konsensus: 46,0) po przekraczającym najbardziej optymistyczne prognozy, rekordowym umocnieniu w maju (40,6).
- Według informacji agencji Reuters Chiny (PBOC) mają dziś obniżyć stopy procentowe o 25 pb, aby zmniejszyć koszty finansowania małych firm oraz obszarów wiejskich.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **POL: Inflacja CPI w czerwcu wzrosła do 3,3% r/r** (vs 2,9% r/r w maju) za sprawą odbicia cen paliw oraz wzrostu inflacji bazowej do najwyższego poziomu od końca 2001 (PKO: 4,1% r/r). Czerwcowy odczyt zmniejsza komfort RPP, która dokonała bezprecedensowego luzowania polityki pieniężnej. Sądzymy, że Rada będzie podkreślała domniemany przejściowy charakter przyspieszenia inflacji oraz dezinflacyjny oddziaływanie spowolnienia gospodarczego w średnim terminie. Więcej w Makro Flashu: „[Czerwiec pod znakiem stagflacji](#).”
- **POL: J.Żyżyński (RPP)** powiedział, że wyższa inflacja w czerwcu jest zjawiskiem przejściowym, związanym z odmrażaniem gospodarki po *lockdownie* i jest zbyt wcześnie by rozważać, kiedy możliwa byłaby podwyżka stóp procentowych.
- **EUR: Według wstępnych danych inflacja HICP w czerwcu wzrosła do 0,3% r/r** (vs 0,1% r/r w maju) i – podobnie jak krajowe dane o inflacji CPI – była wyraźnie wyższa od oczekiwań balansujących na pograniczu 0% r/r. Inflacja bazowa HICP obniżyła się do 0,8% r/r (z 0,9% r/r w maju). Za wzrostem inflacji ogółem stało ograniczenie skali spadku cen paliw w ujęciu rocznym. W kolejnych miesiącach inflacja HICP znajdzie się pod fundamentalną presją efektów drugiej rundy recesji pandemicznej (wzrost stopy bezrobocia, mniejsza presja na wzrost płac), dezinflacyjnie działać też będą obniżki

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

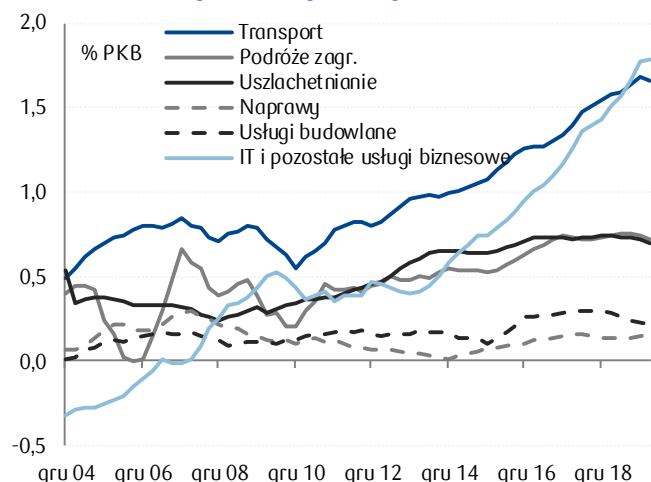
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

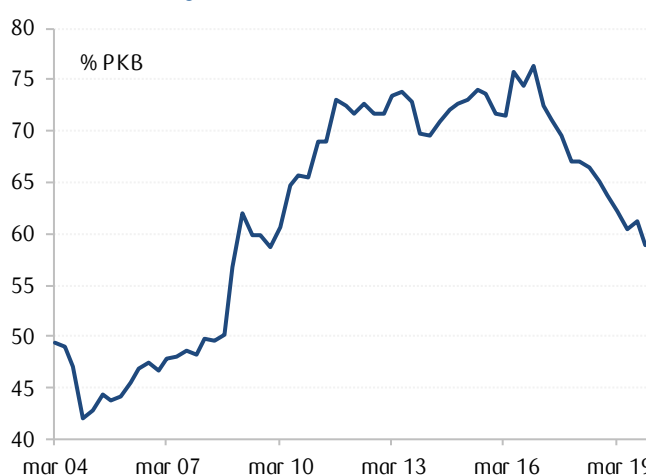
Michał Rot

Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Saldo handlu zagranicznego usługami w Polsce



Zadłużenie zagraniczne Polski



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

podatku VAT w Niemczech (z 19% na 16% od lipca). Oznacza to, że prawdopodobnym scenariuszem dla strefy euro jest deflacja. Byłoby to wsparciem dla bieżącego, ekspansywnego kursu polityki pieniężnej EBC.

- **EUR: I.Schnabel** (EBC) powiedziała, że EBC jest gotowy dostosować skalę stymulacji do postępów ożywienia gospodarczego w strefie euro. Na razie, w jej ocenie, ożywienie następuje powoli.
- **EUR: L.de Guindos** (EBC) powiedział, że po kryzysie koronawirusa Europa „zostanie ze stertą długu” publicznego i korporacyjnego, ale stopy procentowe, które na długo pozostaną niskie, pozwolą zmniejszyć jego ciężar.
- **POL: Kwartałne dane o bilansie płatniczym w 1q20** pokazały, że saldo rachunku obrotów bieżących wyniosło 1,0% PKB (wobec 1,2% PKB przed rewizją, ujęcie 4kw. skumul.). Saldo wymiany towarowej w 1q20 zostało zrewidowane w górę (0,7% PKB vs 0,6% PKB poprzednio), a saldo usług oraz saldo dochodów zostały zrewidowane w dół (do odpowiednio 4,7%PKB i -4,4% PKB wobec odpowiednio 4,8% oraz -4,1% poprzednio). Szczegółowe dane o saldzie usług pokazały, że w 1q20, obejmującym pierwsze dwa tygodnie pandemii, najgłębiej spadł eksport usług turystycznych oraz ubezpieczeniowych. Saldo usług transportowych (jako %PKB) pogorszyło się po raz pierwszy od 3q14, choć dynamika przychodów z eksportu usług transportowych w 1q20 była ciągle dodatnia. Saldo usług IT i usług biznesowych, rosnące szybko od początku 2014, wyhamowało (por. wykres na str 1). Relacja długu zagranicznego do PKB po 1q20 nieznacznie wzrosła (do 59,1% z 58,8% po 4q19, por. wykres na str 1). W trakcie 2020 relacja ta prawdopodobnie nieznacznie wzrośnie wskutek spadku PKB.
- **POL: Według wstępnych danych zadłużenie sektora publicznego (ESA) na koniec 1q20 wyniosło 1103 mld zł, czyli 47,9% PKB (wzrost o 1,9% PKB wobec 4q19).** Wzrost zadłużenia wynika ze zwiększonych potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa w związku z wybuchem pandemii.
- **POL: Rentowność emitowanych przez MF 3-letnich obligacji benchmarkowych nominowanych w euro o terminie wykupu 7 lipca 2023 wyniosła -0,11%.** Podsumowując dane za maj Ministerstwo Finansów poinformowało, że zaangażowanie inwestorów zagranicznych w krajowe obligacje skarbowe wzrosło o 2,5 mld PLN do 142 mld PLN. Łączny udział nierezydentów w zadłużeniu z tytułu krajowych SPW spadł do 18,1% z 18,2% w kwietniu i 23,4% na koniec 2019.
- **POL: T.Kościński** zapewnił, że **MinFin nie ma w planach podwyższania podatków.** Podkreślił, że w obecnej sytuacji najważniejsze jest pobudzenie gospodarki do wzrostu, a w tym podwyżki podatków by nie pomogły.
- **USA: Dynamika cen nieruchomości w kwietniu wyniosła 4,0% r/r** (wobec 3,9% r/r w marcu), a **indeks nastrojów konsumentów Conference Board w czerwcu** poprawił się do 98,1 pkt. (powyżej oczekiwań). Napływ kolejnych dobrych danych z amerykańskiej gospodarki będzie sprawiał, że zabarwienie wypowiedzi członków FOMC powinno ewoluować w kierunku większego optymizmu. Na razie w wypowiedziach dominuje ostrożność: **J.Williams** powiedział, że choć gospodarka USA minęła dołek, to z kryzysu wychodzić będzie latami.
- **USA: J.Powell** powtórzył, że **ścieżka rozwoju gospodarki jest wyjątkowo niepewna i będzie w dużej mierze zależeć od postępów w powstrzymywaniu pandemii koronawirusa.** Jego zdaniem pełne odrodzenie gospodarcze jest mało prawdopodobne, dopóki ludzie nie będą pewni, że można bezpiecznie ponownie zaangażować się w szeroki zakres działań. Ścieżka rozwoju gospodarczego będzie zależała od działań politycznych podejmowanych na wszystkich szczeblach rządowych, w celu zapewnienia pomocy i wspierania ożywienia tak długo, jak to konieczne. Fed pozostaje zobowiązany do wykorzystania wszystkich swoich narzędzi tak długo, jak będzie to konieczne.
- **CHN: PMI w przetwórstwie wzrósł wbrew oczekiwaniom, do 51,2 pkt. w czerwcu z 50,7 pkt. w maju.** Pomimo wciąż ograniczonego popytu zewnętrznego firmy po raz pierwszy od stycznia odnotowały wzrost nowych zamówień. Pomogło w tym dalsze luzowanie restrykcji przeciwepidemicznych.
- **GER: Sprzedaż detaliczna wzrosła o 3,8% r/r w maju** wobec -6,5% r/r w kwietniu, powyżej oczekiwań (-3,5% r/r). Podobnie jak w Polsce, poza zakupami

w supermarketach (głównie żywność) wyraźnie rosła sprzedaż dóbr trwałych związanych z wyposażeniem mieszkania (oraz materiałów budowlanych).

- **UK-UE:** Główny unijny negocjator w sprawie brexitu M.Barnier odrzucił brytyjskie propozycje co do pobrexitowych regulacji dla sektora usług finansowych i oskarżył Londyn, że próbuje zachować jak najwięcej przywilejów pomimo opuszczenia wspólnego unijnego rynku. Pomimo toczących się od marca negocjacji, UE i Wlk. Brytania są wciąż dalekie od uzgodnienia zasad wzajemnych relacji, które miałyby obowiązywać od przyszłego roku.

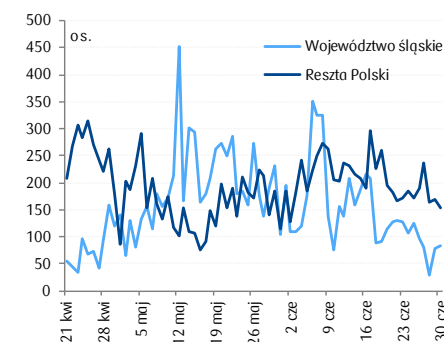
Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL:** We wtorek potwierdzono 239 nowych zakażeń koronawirusem, a także poinformowano o śmierci 19 zarażonych. Liczba ozdowień wyniosła 384. Łącznie wyzdrowiało już 21,3 tys. osób, tj. 61,9% ogółu potwierdzonych przypadków koronawirusa w Polsce. W 4 województwach liczba nowych przypadków utrzymała się powyżej 20 (śląskie 84; małopolskie 44; wielkopolskie 26; mazowieckie 21). Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach na str. 5.
- **ŚWIAT:** Światowa Organizacja Zdrowia ostrzegła, że koniec pandemii jeszcze nie nastąpił, a najgorsze jest dopiero przed nami.
- **USA:** W Arizonie i New Jersey **zwiększono restrykcje** związane z korzystaniem z miejsc publicznych (bary, restauracje). A.Fauci powiedział w przesłuchaniu przed Senatem, że jeżeli zachowanie ludności się nie zmieni to z obecnych ok. 40 tys. zachorowań dzienna liczba nowych zakażeń wzrośnie do 100 tys.
- **CHN:** Chiny opublikowały wyniki badań stwierdzające, że mutacja wirusa H1N1 obecnego u świń może przenosić się na ludzi. Ryzyko wybuchu kolejnej pandemii jest jednak, zdaniem ekspertów, ograniczone.

Znalezione w sieci:

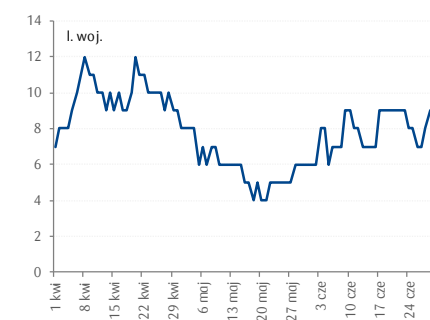
- Nakaz noszenia maseczek spowolniłby epidemię w sposób odpowiadający lockdownowi wartemu 5% PKB. [@JimPethokoukis](#) cytuję analizę Goldman Sachs.
- Ile wynosi prawdziwa inflacja uwzględniająca zmiany struktury wydatków gospodarstw domowych wywołane przez pandemię? FT w artykule [Inflation is higher 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](#).

Nowe zakażenia w Polsce



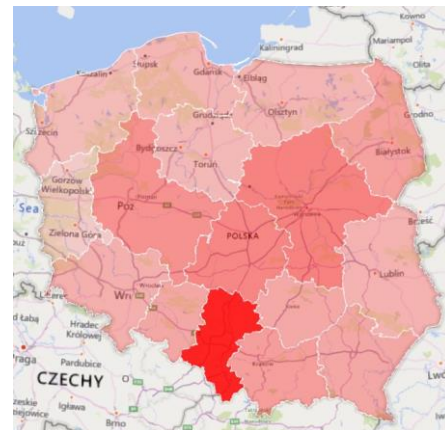
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

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.

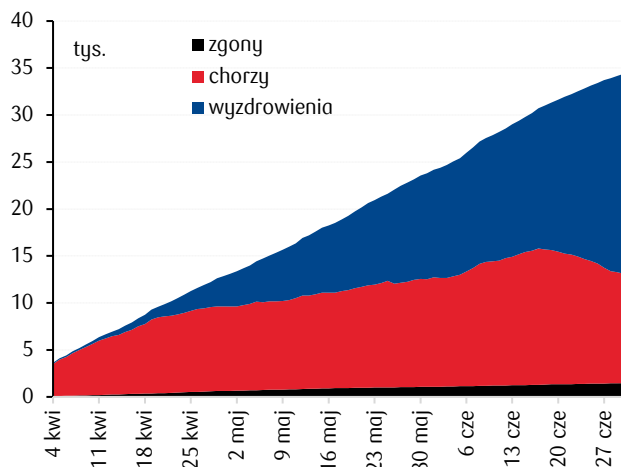
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

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	--	75,7
EUR: Koniunktura konsumencka (cze, rew.)	11:00	pkt.	-18,8	--	--	-14,7
GER: Inflacja CPI (cze, wst.)	14:00	% r/r	0,6	0,5	--	0,9
Wtorek, 30 czerwca						
POL: Inflacja CPI (cze, wst.)	10:00	% r/r	2,9	2,9	2,8	3,3
EUR: Inflacja HICP (cze)	11:00	% y/y	0,1	-0,1	--	0,3
USA: Ceny nieruchomości (kwi)	15:00	% y/y	3,9	3,7	--	4,0
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (cze)	16:00	pkt.	85,9	90,0	--	98,1
Środa, 1 lipca						
CHN: PMI w przetwórstwie (cze)	3:45	pkt.	50,7	50,6	--	51,2
POL: PMI w przetwórstwie (cze)	9:00	pkt.	40,6	46,0	47,7	--
SWE: 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	--	--

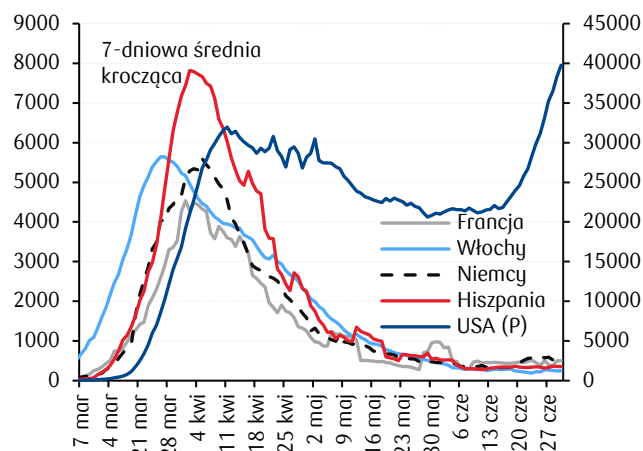
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

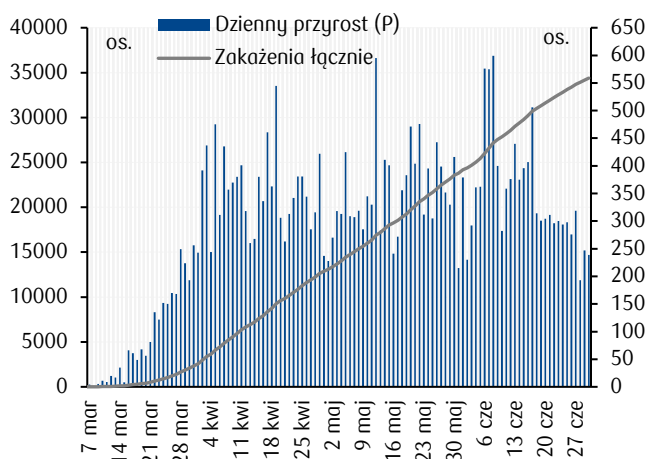
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



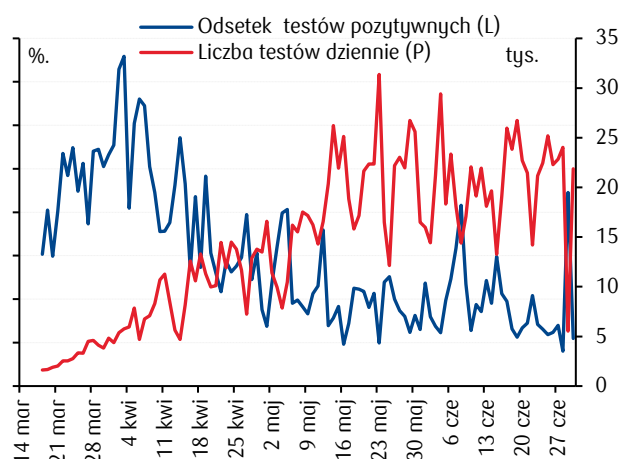
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



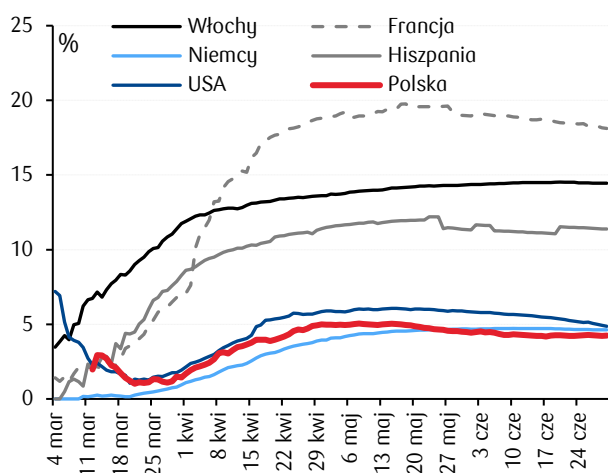
Potwierdzone zakażenia w Polsce



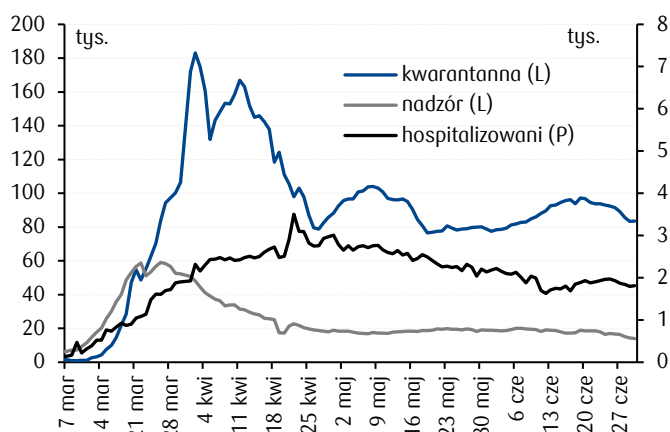
Liczba testów dziennie w Polsce



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



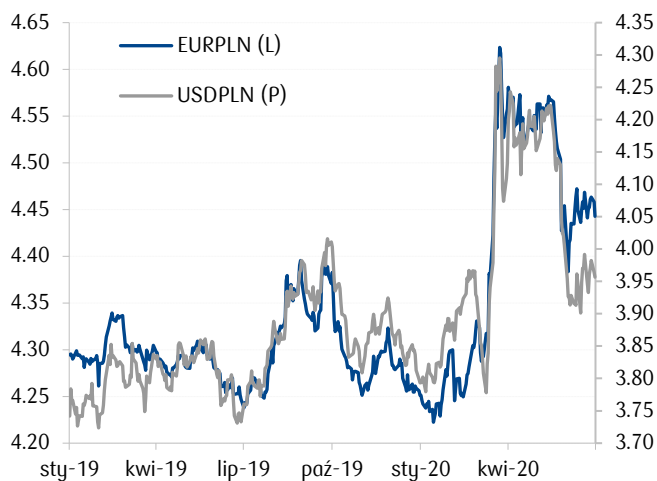
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

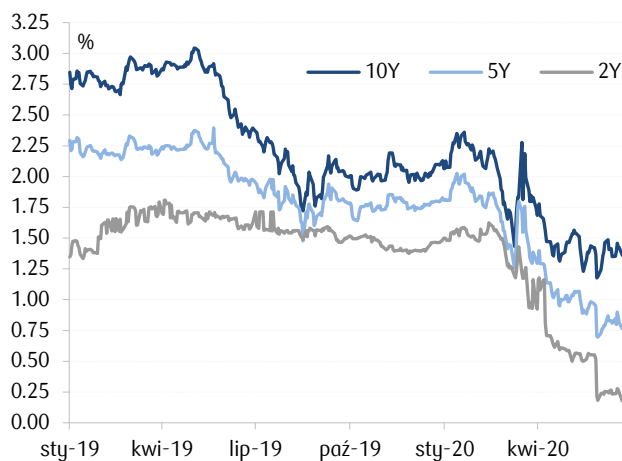
		Wartość 2020-06-30	Δ 1D	Δ (% pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4.4428	-0.35%	-0.18%	1.36%
	USDPLN	3.9557	-0.22%	0.72%	0.92%
	CHFPLN	4.1746	0.03%	0.22%	2.31%
	GBPPLN	4.9067	0.65%	-0.34%	-0.42%
	EURUSD	1.1232	-0.13%	-0.90%	0.43%
	EURCHF	1.0643	-0.38%	-0.40%	-0.93%
	GBPUSD	1.2356	0.72%	-1.34%	-1.60%
	USDJPY	107.89	0.16%	1.55%	-0.64%
	EURCZK	26.64	-0.57%	0.19%	0.44%
Obligacje	EURHUF	354.44	-0.48%	1.40%	2.63%
	PL2Y	0.17	2	-1	-7
	PL5Y	0.73	-3	-4	-4
	PL10Y	1.39	2	-1	9
	DE2Y	-0.69	1	-3	-4
	DE5Y	-0.70	0	-5	-8
	DE10Y	-0.46	1	-6	-5
	US2Y	0.15	-1	-4	-1
	US5Y	0.29	1	-4	-3
Akcje	US10Y	0.65	2	-6	-3
	WIG20	1758.8	-0.6%	-3.7%	1.3%
	S&P500	3100.3	1.5%	-1.0%	0.6%
	Nikkei**	22136.1	-0.7%	-1.8%	-0.8%
	DAX	12310.9	0.6%	-1.7%	2.4%
Surowce	VIX	30.43	-4.2%	-3.0%	13.4%
	Ropa Brent	41.2	-1.3%	-3.7%	3.7%
	Złoto	1783.7	0.6%	0.9%	2.5%

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

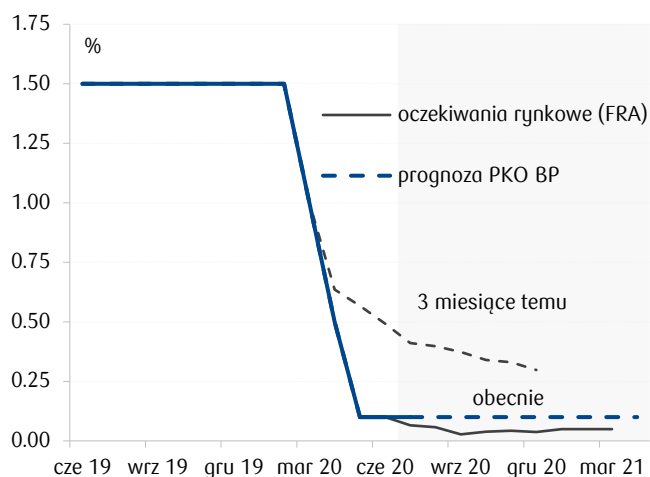
Notowania złotego wobec głównych walut



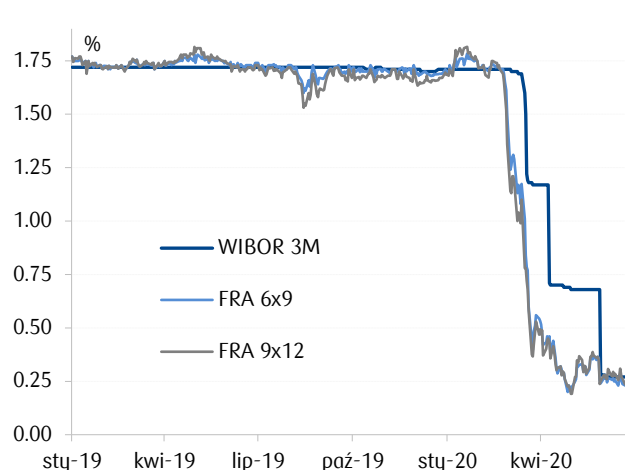
Rentowności polskich obligacji skarbowych



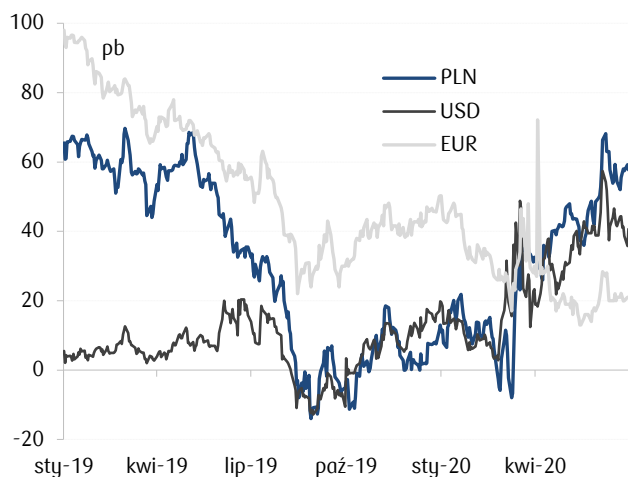
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



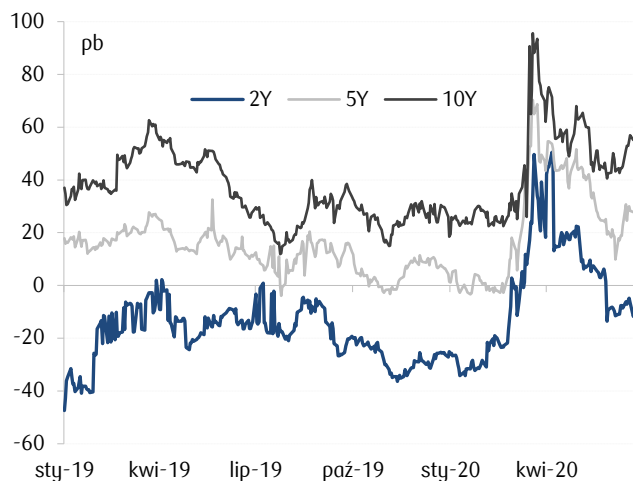
Krótkoterminowe stopy procentowe



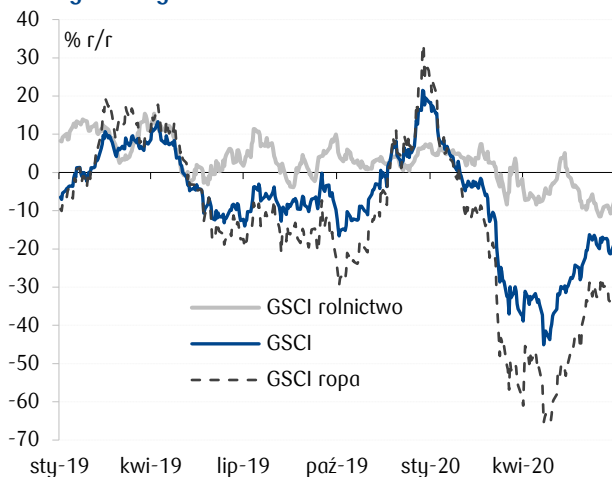
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



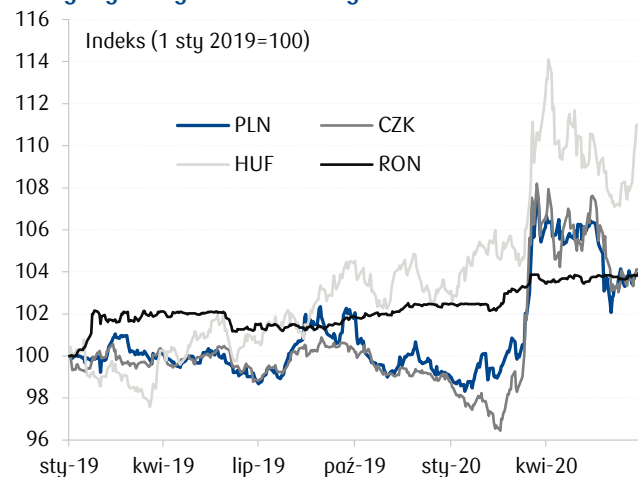
Spread asset swap dla PLN



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	3,3	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 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	0,5	Przewidujemy, że saldo rachunku obrotów bieżących pozostanie dodatnie, utrwalając trend redukcji nierównowagi polskiej gospodarki. Saldo handlu towarami i usługami pogorszy się, ale zrównoważy to 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 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.

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	„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 gospodarkę 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	„Wyższa inflacja w czerwcu jest zjawiskiem przejściowym, związanym z odmrażaniem gospodarki po lockdownie (...) jest zbyt wcześnie by rozważać, kiedy możliwa byłaby podwyżka stóp procentowych.” (30.06.2020, Bloomberg)
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.