

Połowa Polski w czerwonej strefie

Dziś w centrum uwagi:

- Restrykcje wprowadzane w dużych miastach Europy (Paryż, Londyn, godzina policyjna w metropoliach francuskich) i zapowiedź zerwania rozmów z UE przez B. Johnsona negatywnie wpływają na nastroje na rynkach światowych. Pesymizm panuje także za oceanem – długo wyczekiwanego stymulusu fiskalnego w USA ciągle nie ma. Spadek cen akcji na światowych rynkach odzwierciedla zmniejszenie apetytu na ryzyko, co oznacza, że krajowe aktywa także znajdują się pod presją. Nastrojom w naszym regionie nie pomaga ciągły wzrost liczby zakażeń. Złoty kolejny dzień tracił na wartości, dołączając do tracących od początku tygodnia forinta i korony. Druga fala pandemii i ryzyko drugiego dna recesji uruchomiły wyobraźnię inwestorów, którzy zastanawiają się, czy **przed nami może być druga odłona reakcji polityki pieniężnej**. Pierwszym kandydatem do tego jest bank centralny Australii, którego prezes zasugerował dalsze obniżki stóp procentowych (obecnie główna stopa na poziomie 0,25%). Rentowności krajowych obligacji kolejny dzień obniżały się, a rynek stopy procentowej zaczyna wyceniać obniżkę stóp o 10 pb do zera.
- Dziś w kalendarzu największe znaczenie mają **dane z USA: sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa za wrzesień** pomogą lepiej ocenić kondycję amerykańskiej gospodarki, która minęła szczyt zakażeń w lipcu. Dane europejskie: inflacja HICP w strefie euro, krajowa inflacja bazowa (obie za wrzesień) mają znaczenie historyczne w obliczu rozpędzającej się drugiej fali pandemii.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- POL:** Ostateczne dane potwierdziły, że **inflacja CPI we wrześniu wzrosła do 3,2% r/r** (z 2,9% r/r w sierpniu) za sprawą cen paliw oraz wzrostu inflacji bazowej (szacujemy, że do 4,3% r/r z 4,0% w sierpniu, por. wykres). Wrześniowy odczyt nie neguje zakładanego przez nas spadku inflacji w kolejnych miesiącach. Inflacja nie jest obecnie zmartwieniem NBP, który bardziej skupia się na przywróceniu wzrostu gospodarczego. Więcej w Makro Flashu „[Łączność zatrzymała spadki inflacji](#)”.
- USA:** **Tygodniowe statystyki z amerykańskiego rynku pracy** okazały się gorsze od oczekiwań - liczba nowych wniosków wzrosła do 898 tys. (z 845 tys. poprzednio). Dane potwierdzają, że amerykański rynek pracy złapał zadyszkę, a ożywienie straciło impet. Nadzieje na dalszą, szybką poprawę sytuacji, które jeszcze pod koniec września sugerował postęp rozmów nad pakietem fiskalnym w USA rozmywają się wśród kampanii wyborczej i kolejnych niespodziewanych wypowiedzi przedstawicieli

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

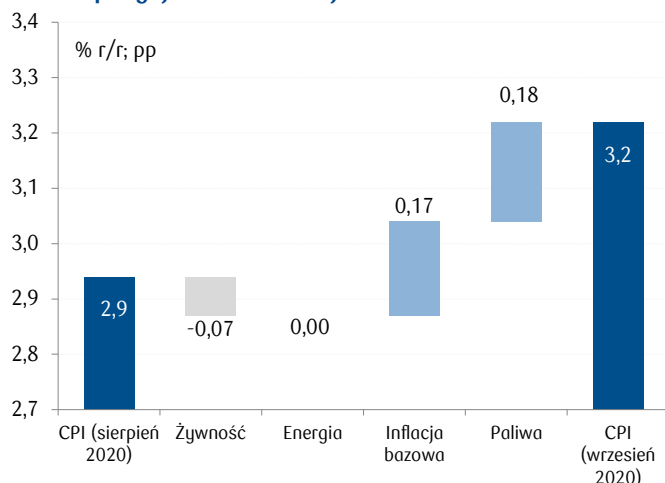
[@PKO_Research](#)

Notowania rynkowe:

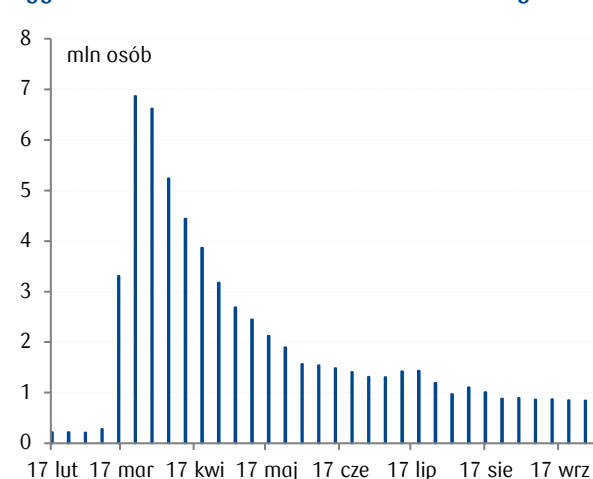
	Wartość 2020-10-15	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,5546	0,9
USDPLN	3,8930	1,4
CHFPLN	4,2605	1,2
GBPPLN	5,0218	0,4
EURUSD	1,1700	-0,5
Obligacje:		
PL2Y	0,01	-1
PL5Y	0,48	-1
PL10Y	1,27	0
DE10Y	-0,61	-4
US10Y	0,73	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	47 482,0	-2,3
DAX	12 703,8	-2,5
S&P500	3 483,3	-0,2
Nikkei**	23 434,3	-0,8
Shanghai Comp.	3 332,2	-0,3
Surowce:		
Złoto	1900,24	-0,5
Ropa Brent	43,26	-0,3

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

Dekompozycja zmian inflacji CPI



Tygodniowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



amerykańskiej administracji i kongresmenów.

- **USA:** Prezydent D.Trump powiedział, że zgodzi się na zwiększenie pakietu stymulacyjnego dla gospodarki powyżej 1,8 bln USD. Demokratyczna większość w Izbie Reprezentantów chce, by wynosił on 2,2 bln USD. Priorytety wydatkowe Demokratów i Republikanów także są inne.
- **UE:** Przewodniczący Parlamentu Europejskiego D.Sassoli wezwał przywódców unijnych na szczycie w Brukseli **do odblokowania negocjacji w sprawie wieloletniego budżetu UE.**
- **EUR:** Ch.Lagarde (EBC) powiedziała, że ryzyko stabilności sektora finansowego w strefie euro rośnie z powodu rosnących poziomów zadłużenia, ale banki mają odpowiednie bufory, aby absorbować straty i nie przerywać akcji kredytowej. Dodała, że EBC jest gotowy dalej luzować politykę pieniężną, jeżeli zajdzie taka potrzeba, gdyż niepewność związana z pandemią może dalej ograniczać siłę ożywienia.
- **BREXIT:** Przywódcy krajów UE powtórzyli na szczycie w Brukseli apel do Wlk. Brytanii, aby poszła na **dalsze ustępstwa ws sprawie relacji handlowych.** B.Johnson zapowiedział, że zdecyduje po zakończeniu szczytu w piątek, czy rozmowy będą kontynuowane. Chce także, aby UE zgodziła się na negocjacje w formule 24/7, aby osiągnąć porozumienie w ciągu 2 tygodni.
- **POL:** Według [szacunków](#) PIE, gdyby **stawki celne proponowane przez Wielką Brytanię** zostały przyjęte, oznaczałoby to **zmniejszenie eksportu z Polski** do tego kraju o 1,567 mld EUR. Średnia ważona stawka celna dla polskich towarów do tego kraju wzrosłaby z 0% do 7,3%. Branżą najbardziej eksponowaną na ten wzrost jest przemysł spożywczy.
- **USA:** R.Bostic (FOMC) wypowiadał się w kontekście nierówności mówiąc, że FOMC ma tylko część narzędzi, które będą skuteczne w ich redukcji. Istotną rolę jego zdaniem powinna odgrywać także polityka fiskalna, gdyż mandatem Kongresu jest także osiągnięcie maksymalizacji zatrudnienia. W podobnym tonie wypowiedział się N.Kashkari, który ocenił, że bez wdrożenia kolejnego pakietu fiskalnego tempo ożywienia gospodarczego w USA wyraźnie wyhamuje. Podkreślił, że działania polityki pieniężnej nie są skuteczne w mitygowaniu skutków utraty pracy i dochodów – do tego niezbędna jest polityka fiskalna. Wiceprzewodniczący Fed R.Quarles ocenił, że marcowy run na rynku pieniężnym był rozczarowaniem i prawdopodobnie rynek ten jak i inne źródła krótkoterminowej płynności potrzebuje więcej regulacji.
- **POL:** Według opinii rzecznik generalnej TSUE, **podatek od sprzedaży detalicznej** nie narusza prawa UE. Stwierdziła, że prawo dotyczące pomocy publicznej nie stoi na przeszkodzie progresywnemu opodatkowaniu przychodów przedsiębiorstw.

Koronawirus:

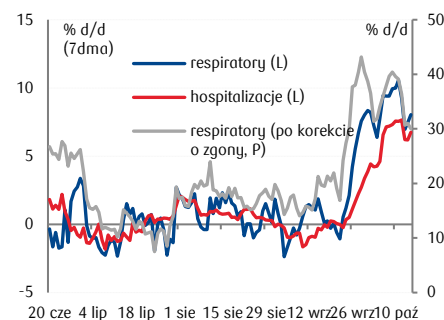
- **POL:** Od 17 października strefą czerwoną zostanie objęte 152 powiatów (wobec 38 w poprzednim tygodniu) w tym 11 miast wojewódzkich, włączając Warszawę. Najbardziej restrykcyjnymi obostrzeniami objęte jest około 70% ludności kraju. Jednocześnie zmieniły się obostrzenia obowiązujące w każdej ze stref. **W strefie żółtej** działalność gastronomi zostaje ograniczona do co drugiego stolika i godzin 6-21 (za wyjątkiem dostawy), komunikacja publiczna może działać przy 50% zajętych miejsc siedzących lub 30% miejsc ogółem. Limit gości na imprezach okolicznościowych i osób w zgromadzeniach wynosi 25, zakazana jest zabawa taneczna. Dodatkowo ograniczona jest liczba osób w miejscach kultu religijnego (1 osoba na 4m²) oraz w wydarzeniach kulturalnych (25%). Zawieszona jest działalność siłowni i basenów, a wydarzenia sportowe odbywają się bez publiczności. Szkoły wyższe i ponadpodstawowe przechodzą na tryb hybrydowy. **W strefie czerwonej** dodatkowo ogranicza się liczbę osób w placówkach handlowych (5 na kasę). Imprezy okolicznościowe są zakazane, limit osób w miejscach kultu to 1 osoba na 7m², a maksymalna liczebność zgromadzeń to 10 osób. Szkoły ponadpodstawowe i wyższe przechodzą na tryb zdalny. Skutki ograniczeń dla dotkniętych podmiotów będą nadal mogły być łagodzone przez Tarczę Antykryzysową i Tarczę Finansową, w ramach których nie wykorzystano jeszcze znacznej części środków. **Skutek gospodarczy wprowadzonych ograniczeń będzie w naszej ocenie znacznie mniejszy niż wiosenny lockdown, a działania rządu poszły w kierunku, na który wskazywaliśmy**

Podział powiatów na strefy epidemiczne



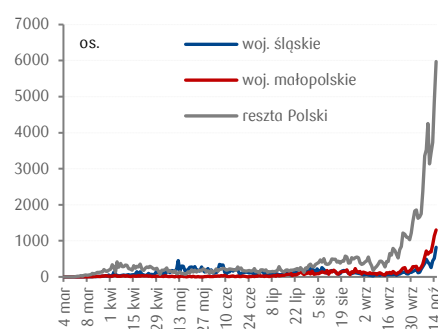
Źródło: KPRM.

Obłożenie służby zdrowia w zw. z Covid-19



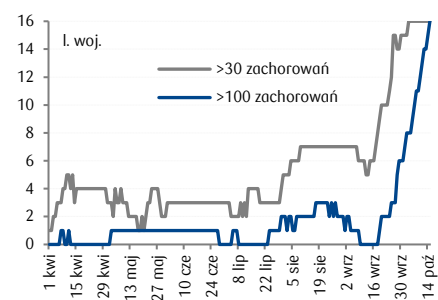
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Nowe zakażenia w Polsce



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Liczba województw z dzienną liczbą zakażeń* >30 i >100



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

w specjalnej publikacji Makro Focus: [Druga fala nie zatrzyma gospodarki?](#)

- **POL:** Premier M.Morawiecki ocenił, że rząd nadal ma przestrzeń w ramach obecnych instrumentów na ewentualne dalsze wsparcie gospodarki.
- **POL:** W czwartek poinformowano o 8099 nowych przypadkach zakażenia koronawirusem (kolejny rekord), najwięcej w województwach małopolskim, mazowieckim (w obu powyżej 1,3 tys.) oraz śląskim i wielkopolskim (w obu powyżej 0,8 tys.). Liczba aktywnych przypadków koronawirusa osiągnęła 61,0 tys. 6538 chorych wymagało hospitalizacji, wśród nich 508 wymaga pomocy respiratora (0,8% aktualnie chorych). Liczba zgonów powiązanych z Covid-19 wyniosła 91. Przeprowadzono 64,5 tys. testów, 12,6% z nich dało pozytywne wskazanie. Liczba osób znajdujących się na kwarantannie wzrosła do 296,0 tys. Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach znajduje się na str. 5.
- **UK:** Władze poinformowały, że od weekendu Londyn zostanie objęty drugą (w trzystopniowej skali) strefą epidemiczną.
- **CZE:** Władze czeskie planują budowę szpitali polowych (m.in. na stadionach) w celu zapewnienia miejsc chorym na SARS-Cov-2.
- **FRA:** Premier J.Castex poinformował, że stan zagrożenia epidemicznego zostanie wprowadzony we Francji o północy z piątku na sobotę. Minister Finansów B.leMaire zapowiedział, że wszystkie firmy zatrudniające poniżej 50 osób, które pracują w strefach godziny policyjnej i odnotowały spadek dochodów o 50% w porównaniu z 2019, będą mogły skorzystać z dodatkowej pomocy przez cały czas obowiązywania godziny policyjnej.

Znalezione w sieci:

- Raport na temat cyfrowego euro (EBC): [Report on a digital euro](#)
- O tym jak inwestycje publiczne powinny stymulować popandemiczne ożywienie gospodarcze (IMF): [Public Investment for the Recovery](#).
- O pandemicznym QE w gospodarkach wschodzących (Liberty Street Economics): [Should Emerging Economies Embrace Quantitative Easing during the Pandemic?](#)
- Ekonomiści z banków centralnych mają tendencję do wyolbrzymiania pozytywnych skutków QE (NBER): [Fifty Shades of QE: Conflicts of Interest in Economic Research](#).
- 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](#)

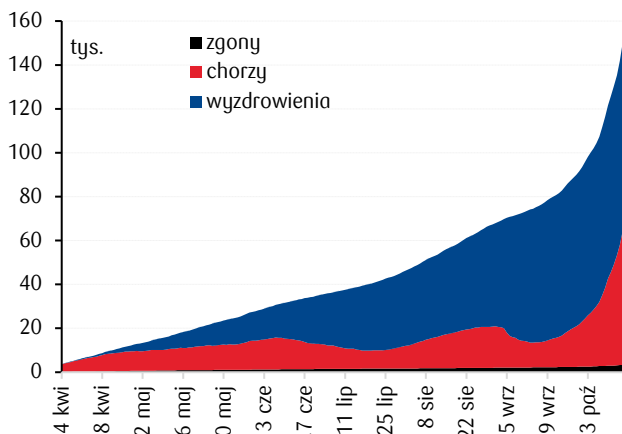
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 9 października						
POL: Minutes RPP (wrz)	13:00	--	--	--	--	--
Poniedziałek, 12 października						
CZ: Inflacja CPI (wrz)	9:00	% r/r	3,3	3,5	--	3,2
Wtorek, 13 października						
GER: Inflacja HICP (wrz, rew.)	8:00	% r/r	-0,1	-0,4	--	-0,4
GER: Inflacja CPI (wrz, rew.)	8:00	% r/r	0,0	-0,2	--	-0,2
GER: Indeks instytutu ZEW (paź)	11:00	pkt.	77,4	72,5	--	56,1
USA: Inflacja CPI (wrz)	14:30	% r/r	1,3	1,4	--	1,4
USA: Inflacja bazowa (wrz)	14:30	% r/r	1,7	1,8	--	1,7
Środa, 14 października						
EUR: Produkcja przemysłowa (sie)	11:00	% r/r	-7,1	-7,2	--	-7,2
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sie)	14:00	mld EUR	1,012	1200	0,736	947
POL: Eksport (sie)	14:00	% r/r	1,7	3,5	3,0	0,8
POL: Import (sie)	14:00	% r/r	-4,4	-1,6	-1,1	-5,1
USA: Inflacja PPI (wrz)	14:30	% t/t	-0,2	0,2	--	0,4
Czwartek, 15 października						
CHN: Inflacja PPI (wrz)	3:30	% r/r	-2,0	-1,9	--	-2,1
CHN: Inflacja CPI (wrz)	3:30	% r/r	2,4	1,9	--	1,7
POL: Inflacja CPI (wrz, rew.)	10:00	% r/r	2,9	3,2	3,2	3,2
USA: Tygodniowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	845	825	--	898
Piątek, 16 października						
EUR: Bilans handlowy (sie)	11:00	mld EUR	20,3	--	--	--
EUR: Inflacja HICP (wrz, rew.)	11:00	% r/r	-0,2	-0,3	--	--
EUR: Inflacja bazowa (wrz, rew.)	11:00	% r/r	0,4	0,2	--	--
POL: Inflacja bazowa (wrz)	14:00	% r/r	4,0	4,2	4,2	--
USA: Sprzedaż detaliczna (wrz)	14:30	% r/r	0,6	0,7	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (wrz)	14:30	% m/m	0,7	0,4	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (wrz)	15:15	% m/m	0,4	0,6	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paź, wst.)	16:00	pkt.	80,4	80,0	--	--

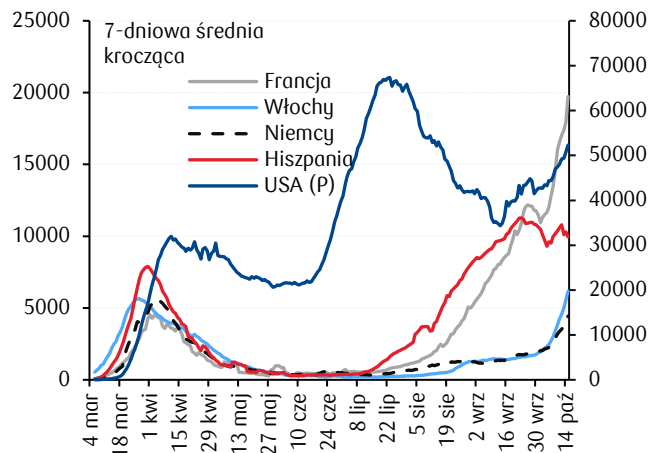
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

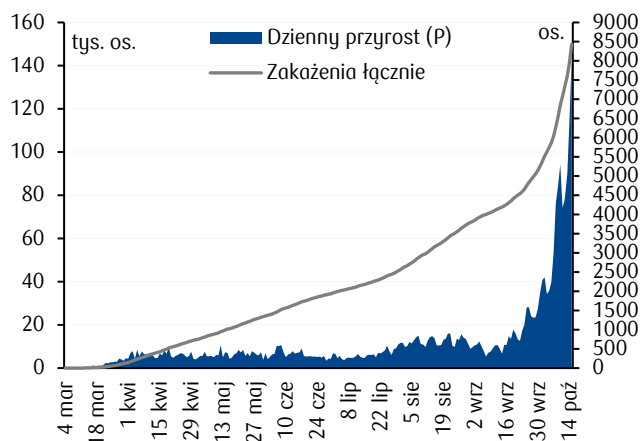
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



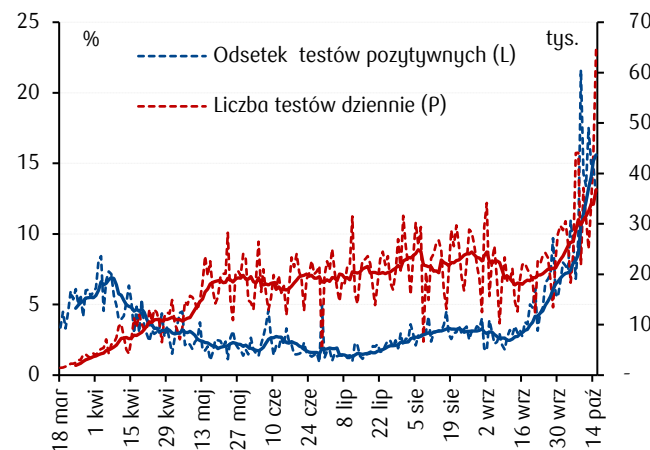
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



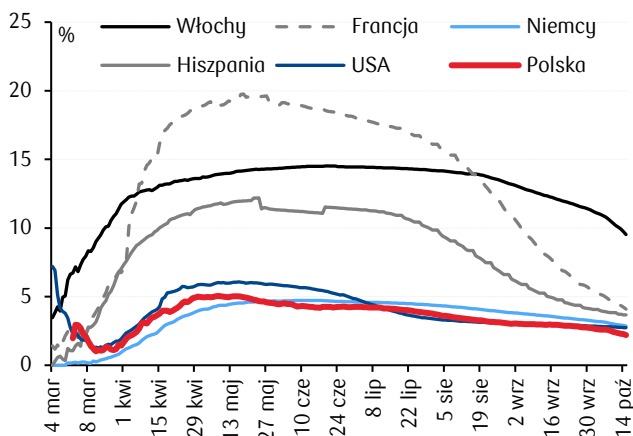
Potwierdzone zakażenia w Polsce



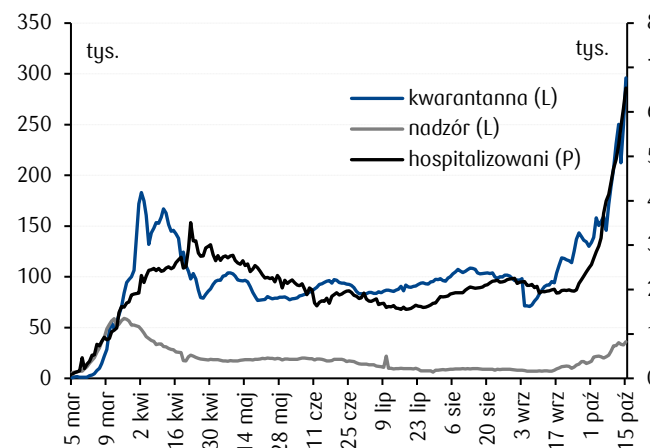
Liczba testów dziennie w Polsce (7D MA)



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



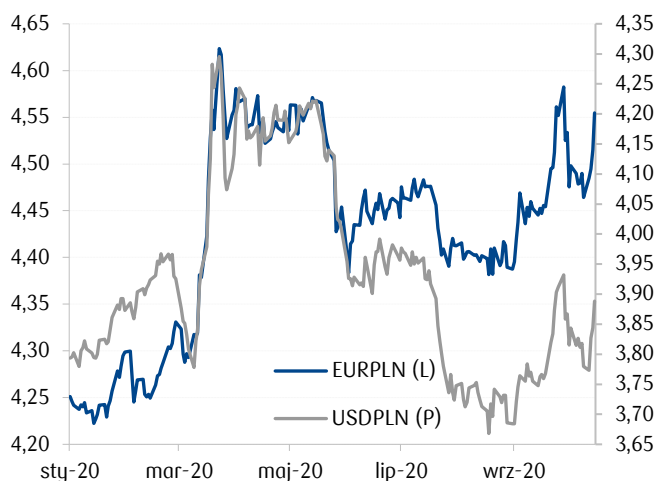
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

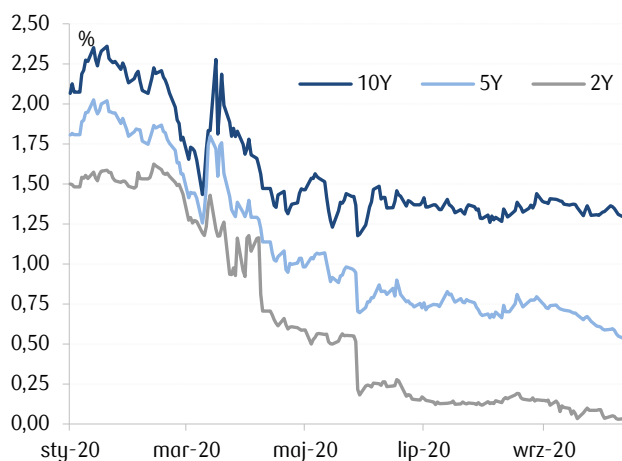
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2020-10-15	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,5546	0,9	1,4	2,2	6,4	7,6
	USDPLN	3,8930	1,4	1,9	3,2	1,1	8,5
	CHFPLN	4,2605	1,2	2,3	2,8	9,3	15,8
	GBPPLN	5,0218	0,4	1,7	3,0	1,2	5,6
	EURUSD	1,1700	-0,5	-0,4	-0,9	5,2	-0,8
	EURCHF	1,0691	-0,3	-0,9	-0,5	-2,6	-7,1
	GBPUSD	1,2909	-1,0	-0,2	-0,3	0,5	-2,8
	USDJPY	105,29	0,2	-0,7	0,5	-3,1	-5,7
	EURCZK	27,36	0,3	0,6	2,3	6,5	6,2
	EURHUF	365,05	0,4	2,2	1,2	10,4	18,5
Obligacje	PL2Y	0,01	-1	-2	-5	-150	-169
	PL5Y	0,48	-1	-8	-21	-129	-215
	PL10Y	1,27	0	-6	-11	-75	-201
	DE2Y	-0,77	-3	-6	-7	-12	-4
	DE5Y	-0,79	-4	-7	-10	-15	-46
	DE10Y	-0,61	-4	-9	-12	-21	-99
	US2Y	0,14	0	-1	1	-146	-140
	US5Y	0,31	1	-1	4	-126	-164
	US10Y	0,73	1	-3	5	-102	-158
	Akcje	WIG	47 482,0	-2,3	-4,5	-5,1	-17,1
WIG20		1 627,6	-2,6	-5,4	-6,8	-25,1	-35,8
S&P500		3 483,3	-0,2	1,1	3,8	16,2	36,2
NASDAQ100		11 898,6	-0,7	3,0	7,4	49,8	94,6
Shanghai Composite		3 332,2	-0,3	3,5	1,9	11,9	-1,4
Nikkei**		23 445,0	-0,8	-0,9	0,5	4,4	10,3
DAX		12 703,8	-2,5	-2,6	-3,8	0,4	-2,3
VIX		26,97	2,2	2,3	1,9	95,6	172,1
Surowce	Ropa Brent	43,3	-0,3	-0,4	-0,3	-26,7	-25,2
	Ropa WTI	40,8	-0,2	-0,6	-0,4	-24,3	-21,3
	Złoto	1900,2	-0,5	0,6	-2,5	27,4	45,7

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

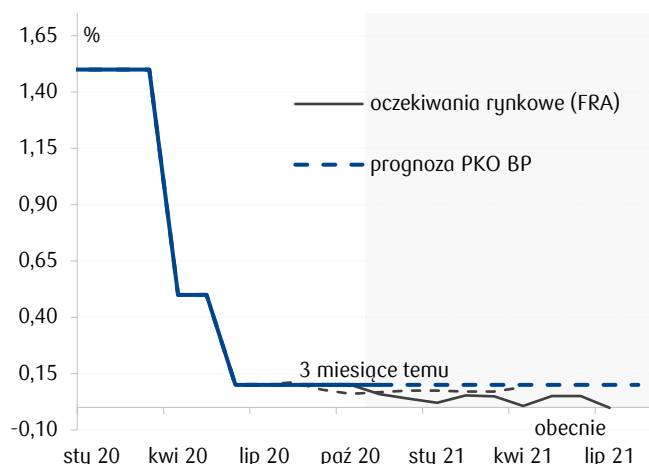
Notowania złotego wobec głównych walut



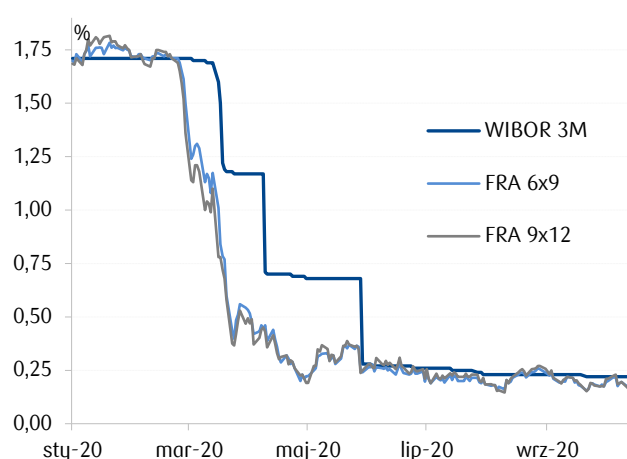
Rentowności polskich obligacji skarbowych



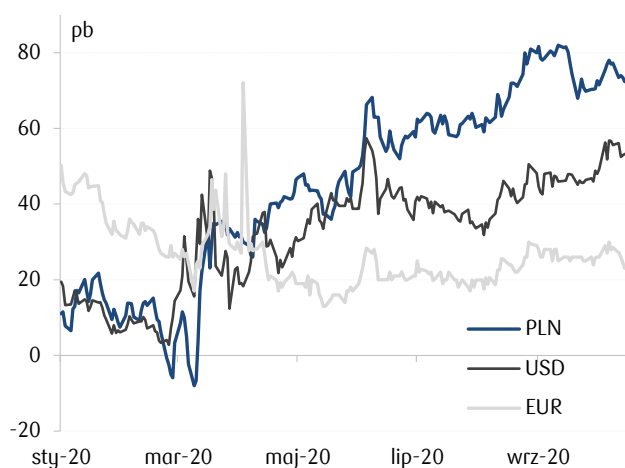
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



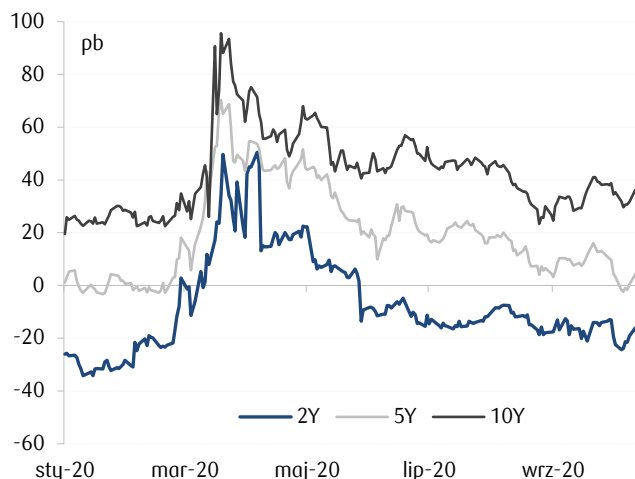
Krótkoterminowe stopy procentowe



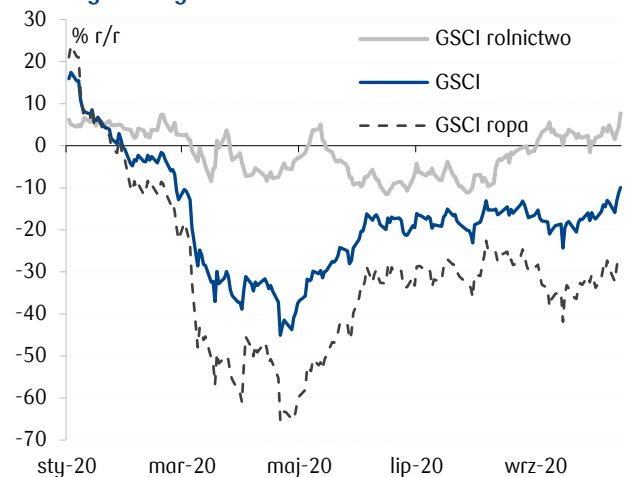
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



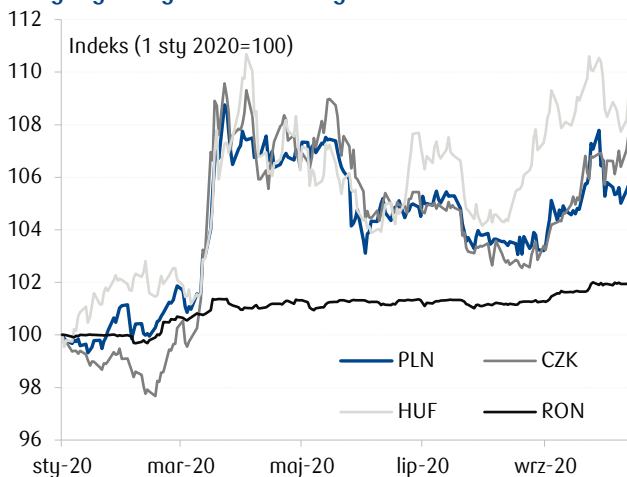
Spread asset swap dla PLN



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 (%)	4,5	-2,9	Spadek PKB o 8,2% r/r w 2q20, z dwucyfrowymi spadkami konsumpcji prywatnej i inwestycji, wyznaczył dno obecnego kryzysu. Dane o wysokiej częstotliwości publikacji wskazują na szybkie, V-kształtne ożywienie w 3q20. Jego utrzymanie w 4q będzie jednak trudne ze względu na wyraźny wzrost liczby zachorowań oraz wyczerpywanie się prostych rezerw wzrostu. W związku z tym po szybkim odbiciu w 3q, ostatni kwartał roku może przynieść niewielki spadek PKB (w ujęciu k/k sa).
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	2,3	3,3	W procesach cenowych zaczynają dominować trendy deflacyjne. Spadek inflacji bazowej będzie efektem niższego popytu i ograniczenia presji kosztowej na rynku pracy. Inflację obniżą także ceny żywności. Skala deflacji nie będzie jednak w Polsce tak duża jak w innych krajach.
Agregaty monetarne			
- kredyty/depozyty (%)	5,1/8,2	2,2/14,5	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	3,0	Eksport towarów zaskakuje swoją odpornością i tempem pokryzysowej odbudowy. W efekcie nadwyżka w obrotach handlowych stała się nową normalnością. W połączeniu z ograniczeniem deficytu w dochodach pierwotnych oznacza to trwałe nadwyżki na całym rachunku obrotów bieżących i przestrzeń do spadku zadłużenia zagranicznego.
Polityka fiskalna			
- saldo fiskalne (% PKB)	-0,7	-11,1	Koszty Tarczy Antykryzysowej oraz utrata dochodów podatkowych (znaczący spadek nominalnej dynamiki PKB) oraz jednorazowych (za transfer aktywów OFE oraz częstotliwości 5G i prawa do emisji CO ₂) istotnie zwiększą deficyt fiskalny. 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 okresie marzec-maj RPP zdecydowanie obniżyła stopy procentowe (bazowa z 1,50% do 0,10%), a dodatkowym wsparciem dla gospodarki stał się program nabywania aktywów. Gołębi i umiarkowani członkowie RPP wskazują, że obecnie nie ma potrzeby rozważań o ujemnych nominalnych stopach procentowych. Niepewność co do trwałości ożywienia oraz polityka pieniężna na świecie zamykają drzwi do rozważań o podwyżkach. Bazowym scenariuszem jest więc stabilizacja stóp procentowych na niezmiennym poziomie co najmniej do końca 2021.

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

Zagranica w makro-pigułce

	2019	2020	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,2	-5,4	W USA spory polityczne przejściowo związały ręce polityce fiskalnej. Niedobory aktywności po stronie fiskalnej są w amerykańskim policy-mix kompensowane przez bardzo ekspansywną politykę Fed, która szybko i skutecznie złagodziła warunki finansowe. FOMC zadeklarował utrzymanie ekspansywnej polityki pieniężnej w USA na lata.
- inflacja CPI (%)	1,8	1,0	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	1,3	-7,7	Apresiasi EUR sprawiła, że warunki finansowe w strefie euro są ostrzejsze niż przed wybuchem pandemii. Perspektywy powrotu inflacji do celu EBC oddalają się, a druga fala pandemii sprawia, że o powrót wzrostu gospodarczego także będzie niełatwo. To częściowo neutralizuje skuteczność antykryzysowych działań i sugeruje, że EBC jeszcze w tym roku ponownie zwiększy program PEPP. Nadzieją dla strefy euro jest ciągle polityka fiskalna.
- inflacja HICP (%)	1,2	0,4	
Chiny			
- realny PKB (%)	6,1	2,0	Chiny jako jedne z pierwszych wśród głównych gospodarek na świecie wyszły z pandemii obronną ręką przywracając aktywność gospodarczą. Powrót do poziomów wzrostu gospodarczego sprzed pandemii zależeć będzie jednak od tego, jak kształtować się będzie popyt na świecie (ograniczany przez drugą falę pandemii m.in. w USA i w strefie euro). Dodatkowym wyzwaniem są powodzie w dorzeczu Jangcy, które zakłócają normalizację aktywności na znacznych obszarach kraju.
- inflacja CPI (%)	2,9	2,8	

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

Monitor RPP

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

K. Zubelewicz	4,7	„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	4,6	„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)
J. Kropiwnicki	3,6	„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	„Głęboko wierzę w odpowiedzialność Polaków, co pozwala mi patrzeć z optymizmem w przyszłość, myślę że nie będzie potrzeby szerszego zamykania gospodarki. Ufam, że będziemy wychodzić z recesji, a jeżeli tak, to nie widzę potrzeby zmian parametrów polityki pieniężnej w dającej się przewidzieć przyszłości. Polityka pieniężna musi pozostać luźna w dłuższym okresie, by umożliwić odbudowę gospodarki. ” (14.10.2020, PAP)
G. Ancyparowicz	2,1	„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	2,1	„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)
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	1,6	„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 utrwać 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 we wrześniu nie zmienił wysokości stóp procentowych ale zadeklarował, że będzie nadal osłabiał franka poprzez interwencje 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 czym 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	0,75	0,90	0,75	+15pb^ (wrz 2020)	Narodowy Bank Węgier nieoczekiwanie podniósł 1-tygodniową depozytową stopę procentową o 15pb do 0,75% dwa dni po regularnym posiedzeniu w reakcji na gwałtowne osłabienie forinta, który przy globalnym wzroście awersji do ryzyka, radził sobie gorzej niż inne waluty regionu.

Źródło: Banki centralne, Reuters, PKO Bank Polski. ^koniec okresu. *w trakcie rewizji; ^brak formalnej podwyżki stóp.

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.