

10 sierpnia 2020

Ceny nieruchomości w Polsce zaczęły spadać

W tym tygodniu w centrum uwagi:

- Rynki finansowe będą uważnie śledzić **rozpoczynającą się w piątek kolejną rundę rozmów handlowych Chin z USA** (tym razem jej celem ma być ocena implementacji pierwszej fazy umowy handlowej). Uwagę przyciąga także **turecka lira**, która w ostatnim czasie doświadcza kolejnej fali silnej deprecjacji, zwiększając ryzyko, że podobnie jak w 2018, tą samą drogą pójdą waluty innych gospodarek wschodzących. Oprócz tradycyjnych już problemów gospodarczych Turcji pod rządami ekipy R.Erdogana, lirze szkodzi malejąca płynność dolarowa związana z gromadzeniem środków przez amerykański Departament Skarbu oraz z zapaścią odpowiadającej za 12% tureckiego PKB turystyki, która przeżywa problemy w zw. z epidemią koronawirusa i blokuje jeden z ważniejszych kanałów napływu dewiz. Warto podkreślić, że z uwagi na powiązania kapitałowe europejskich banków problemy tureckiego systemu finansowego mogą się łatwo przenieść na Europę.
- Nowy tydzień przyniesie pierwszą porcję twardych danych za lipiec i miękkich za sierpień.** Z punktu widzenia globalnej gospodarki bardzo ważne będą piątkowe publikacje **amerykańskiej i chińskiej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w lipcu**. Kontynuacja wzrostów w USA (w obliczu przyspieszenia pandemii) miałaby pozytywny wydźwięk dla perspektyw amerykańskiej gospodarki. Z kolei dane z Chin mogą już pokazać powrót gospodarki na przedpandemiczną ścieżkę wzrostu. **Czerwcowe dane o produkcji przemysłowej strefy euro (śr.) oraz finalny odczyt PKB za 2q (pt.)** potwierdzą, że 1) europejski dołek był głębszy niż amerykański, 2) produkcja wygrzebuje się z niego szybciej niż można było przypuszczać. **Dane inflacyjne za lipiec** (Węgry - wt., USA - śr., Niemcy i Czechy - czw.) pokażą brak wspólnego fundamentu dla zmian globalnej inflacji, sugerując, że wakacje są tym okresem, w którym czynniki podażowe (proinflacyjne) i popytowe (dezinflacyjne) walczą o pierwszeństwo. Naszym zdaniem ostatecznie (po wakacjach) przeważą te drugie.
- Podczas gdy **sierpniowy indeks Sentix w strefie euro** (pon.) ma potencjał do kontynuacji trendu wzrostowego, **indeks ZEW (wt.) dla Niemiec** (też za sierpień), swoje odbicie odnotował już jakiś czas temu i oczekiwaną przez analityków stabilizację będzie należało uznać za pozytywny sygnał z gospodarki. Z kolei **indeks Uniwersytetu Michigan** (pt.) najpewniej pokaże stabilizację nastrojów amerykańskich konsumentów w sierpniu. Na powrót optymizmu będziemy musieli poczekać do

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

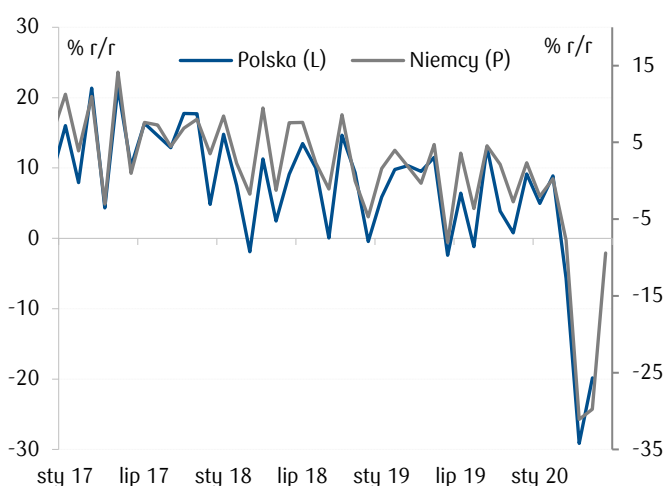
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Eksport Polski i Niemiec



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Relacja zatrudnienia do liczby ludności w wieku produkcyjnym w USA



uchwalenia przez Kongres nowego programu pomocowego (w USA to Kongres ma prawo do alokowania środków federalnych, co podważa moc sobotnich dekrety D.Trumpa) albo do wyraźnego wyhamowania dynamiki nowych zachorowań.

- **W obliczu wakacji w najważniejszych bankach centralnych warto będzie się wsłuchać w wystąpienia przedstawicieli Fedu:** M.Daly (wt.), E.Rosengren, R.Kaplan, M.Daly (śr.), którzy będą zapewne podkreślali konieczność oczekiwania na kształt i efekty nowego impulsu fiskalnego dla amerykańskiej gospodarki.
- **Z punktu widzenia polskiej gospodarki kluczowy będzie wstępny odczyt PKB za 2q (pt.),** który pokaże najgłębszy w nowoczesnej historii spadek aktywności gospodarczej. Duża niepewność towarzysząca temu odczytowi sprawia, że prognozy wahają się w przedziale od 6 do 12% spadku r/r. Uważamy, że spójny z naszą prognozą odczyt w okolicy 8% spadku zostałby przyjęty z optymizmem.
- **Czerwcowe dane z bilansu płatniczego po raz kolejny pokażą bardzo optymistyczny obraz równowagi zewnętrznej,** z eksportem, który już niemal zasypał całą spowodowaną przez koronawirusa wyrwę, importem ciągniętym w dół przez ceny ropy i kolejnym czterocyfrowym saldem obrotów bieżących, które w ujęciu 12-miesięcznym śrubuje kolejne rekordy (szczyty z 1995 roku są coraz bliżej).
- **Publikacja inflacji CPI za lipiec może potwierdzić jej spowolnienie do 3,1% r/r z 3,3% w czerwcu,** ale jednocześnie wskaże na przyspieszenie inflacji bazowej. Znowu więc będziemy się z uwagą przyglądali strukturze odczytu, która po raz kolejny pokaże zapewne (początkowo) proinflacyjny charakter pandemii koronawirusa.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **USA:** Zatrudnienie w amerykańskim sektorze pozarolniczym wzrosło w lipcu o 1.763 tys., powyżej oczekiwań, ale wciąż jest aż o 12,9 mln osób niższe niż w lutym (przed wybuchem pandemii). Wzrost zatrudnienia skoncentrował się w sektorach usługowych, w tym w sektorze publicznym.

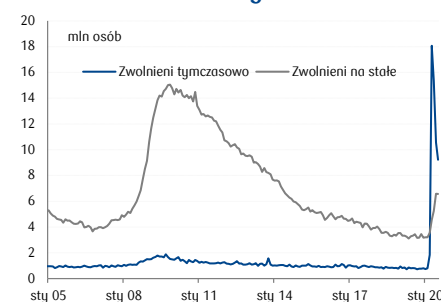
Stopa bezrobocia obniżyła się do 10,2% z 11,1% w czerwcu. Liczba osób aktywnych zawodowo spadła po raz pierwszy od kwietnia ciągnąc za sobą w dół stopę partycypacji (61,4% vs 61,5% w lipcu i 63,2% w lutym). Do 16,8% z 18,3% obniżyła się również stopa bezrobocia U6 obejmująca także pracowników, którzy (zrezygnowali) opuścili rynek pracy oraz tych, którzy musieli podjąć pracę na niepełny etat. Wyhamował jednak wzrost liczby osób zwolnionych na stałe.

Dynamika wynagrodzeń spadła mniej niż oczekiwano, do 4,8% r/r z 5,0% r/r w czerwcu. Spadek wynikał z powrotu do pracy części niżej opłacanych pracowników z branży hotelarskiej i gastronomicznej. Wzrosło wynagrodzenie w przetwórstwie, co przy relatywnie niskim przyroście zatrudnienia pozwala przypuszczać, że branża może mieć problemy ze znalezieniem pracowników (być może ze względu na hojne zasiłki).

Odczyt pokazał, że amerykański rynek pracy pozostał (w lipcu) relatywnie odporny na drugą falę pandemii koronawirusa. Dane o wysokiej częstotliwości publikacji wskazujące na spowolnienie aktywności gospodarczej pod koniec miesiąca sugerują jednak, że sierpień może nie być już tak korzystny. Nie skłoni to jednak Fed do działania, jeśli władze federalne wprowadzą kolejny program stymulacyjny. Należy jednak pamiętać, że im dłużej utrzymywać się będzie niższy poziom zatrudnienia (teraz wynosi on ok. 91,5% tego sprzed kryzysu) tym trudniej będzie je w pełni szybko odtworzyć, co może z kolei stanowić czynnik deflacyjny wymagający działań ze strony polityki pieniężnej już w nieodległej przyszłości.

- **USA:** D.Trump podpisał w sobotę rozporządzenie wykonawcze, wprowadzające kolejne środki pomocy dla osób najbardziej dotkniętych pandemią koronawirusa w Stanach Zjednoczonych. Sygnowany dokument nie wymaga głosowania w Kongresie, ale do rozdysponowania wskazanych w nim środków potrzebna jest współpraca władz stanowych, które już zmagają się z problemami budżetowymi wywołanymi przez trwającą recesję. Najważniejszym punktem rozporządzenia jest przedłużenie pomocy finansowej dla bezrobotnych w wysokości 400 dolarów tygodniowo (300 z budżetu federalnego i 100 z budżetów stanowych; do 31 lipca było to 600 USD). Wartość środków na ten cel wynosi 44 mld USD, co oznacza, że przy obecnym poziomie bezrobocia może się wyczerpać w 2 miesiące. Trump postanowił też o obniżeniu podatków dla osób zarabiających mniej niż 100 tys. USD rocznie.

Struktura bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Rozporządzenie mówi też o zawieszeniu spłat kredytów studenckich oraz o ochronie osób zagrożonych eksmisją. Decyzja Trumpa nie kończy impasu w amerykańskiej polityce, ponieważ to Kongres ma prawo do alokacji wydatków federalnych, co oznacza, że przez najbliższe dni dekret prezydencki będzie przedmiotem sporu konstytucyjnego.

- **EUR:** Financial Times donosi, że wprowadzone pod koniec marca przez Komisję Europejską zawieszenie ograniczeń wydatków budżetowych państw członkowskich Unii Europejskiej będzie obowiązywać co najmniej do 2022 roku.
- **POL:** MRPiPS poinformowało, że stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się w lipcu na poziomie 6,1%, zgodnie z naszą prognozą, a poniżej konsensusu (6,2%). Wstępne dane pokazały wzrost liczby bezrobotnych o 3,7 tys., powyżej wzorca sezonowego (latem bezrobocie zazwyczaj spada), ale wyraźnie poniżej poziomów obserwowanych w poprzednich miesiącach.
- **POL:** J.Kropiwnicki (RPP) powiedział, że nieco słabszy złoty byłby wsparciem dla polskiego eksportu. Jego zdaniem nie ma jednak przestrzeni do dalszych obniżek stóp, a ich łagodne podwyżki nie zaszkodziłyby gospodarce.
- **POL:** E.Gatnar (RPP) powiedział, że obecny poziom stóp jest za niski i należy roważyć ich podwyżkę oraz wprowadzenie TLTRO na wzór EBC (dopiero po podwyżce stóp, oprocentowanie tych operacji miałoby być niższe od poziomu stopy referencyjnej). Potwierdził, że niskie stopy nie zachęcają też banków do udzielania kredytów.
- **POL:** NBP odnotował pierwszy od 4q17 spadek cen transakcyjnych nieruchomości na rynku pierwotnym na 7 największych rynkach nieruchomości (o 1,4% k/k). Ceny spadły m.in. w Warszawie (-3,9% k/k), Gdyni (-3,4% k/k), Wrocławiu (-3,8% k/k) i Rzeszowie (-5,1% k/k). Wysoki wzrost odnotowano zaś w Krakowie (4,3% k/k). W ujęciu rocznym tempo wzrostu cen spowolniło do 6,5% r/r z 10,7% r/r w 1q. Ceny transakcyjne na rynku wtórnym nadal rosły (2,0% k/k dla 7 największych miast), ale nieco wolniej niż w 1q (10,3% r/r wobec 11,2% r/r w 1q).
- **GER:** Niemiecka produkcja przemysłowa za czerwiec wzrosła (8,9% m/m sa, -5,0% r/r vs -24,9% r/r w maju), ale nie tak mocno, jak sugerowały to czwartkowe dane o zamówieniach, co oznacza, że kolejne miesiące mogą pokazać jej dalsze umocnienie. Podobnie jak w przypadku zamówień, najbardziej przyspieszyła produkcja dóbr inwestycyjnych (18,3% m/m sa), a najmniej konsumpcyjnych. Kolejny solidny wzrost (54,7% m/m sa) odnotowała produkcja branży motoryzacyjnej, co związane było z jej powrotem do pracy po przerwie wywołanej pandemią.
- **GER:** Czerwcowe dane o handlu zagranicznym pokazały wyraźne odbicie niemieckiego eksportu (14,9% m/m sa, -9,4% r/r vs -29,8% r/r w maju) oraz słabszy od oczekiwań wzrost importu (7,0% m/m sa, -10,0% r/r vs -21,7% r/r w maju). Struktura danych wskazuje na wciąż niski popyt z państw w największym stopniu dotkniętych przez pandemię (USA, Wlk. Brytania, Hiszpania, Włochy) oraz wyraźne odbicie sprzedaży do kierunków, które najlepiej radzą sobie z koronawirusem (Chiny, Szwajcaria). Jednocześnie wyhamował spadek niemieckiego importu z Polski, co przełożyło się na awans naszej gospodarki na podium wśród dostawców towarów do Niemiec (4,5 mld EUR w czerwcu, za Holandią, 6,8 mld EUR i Chinami, 9,7 mld EUR). Odczyt wspiera naszą prognozę solidnego wzrostu (m/m) eksportu i kolejnej bardzo wysokiej nadwyżki CA po czerwcu.
- **CHN:** Chińskie dane inflacyjne (wzrost inflacji CPI do 2,7% r/r w lipcu z 2,5% r/r w czerwcu) pokazały wpływ trwających powodzi, które utrudniły transport niektórych produktów przekładając się na wzrost cen żywności. Inflacja bazowa spadła do 0,5% r/r z 0,9% r/r w czerwcu osiągając najniższy poziom od 2010. Spadek odzwierciedlał malejące ceny usług wskazując na potencjał do dezinflacyjnego wpływu epidemii koronawirusa także w Europie (w tym w Polsce). Wzrost cen surowców nieznacznie podniósł inflację PPI, której stopa wciąż pozostaje ujemna.
- **CAN:** Rząd Kanady zdecydował o wprowadzeniu karnych ceł na towary z USA o wartości 3,6 mld CAD, w odpowiedzi na wprowadzenie 10% ceł na kanadyjskie aluminium. Ich wprowadzenie poprzedzą 30-dniowe konsultacje ze środowiskami biznesu. Na wstępnej liście znalazło się wiele towarów produkowanych z aluminium.

Jednocześnie lista obejmuje towary sprowadzane ze stanów, których produkcja jest szczególnie ważna w kontekście zbliżających się wyborów prezydenckich. Są to produkty z tzw. *swing states*, takie jak farby i odpady aluminiowe z Michigan, a także pralki i rowery, których głównym eksporterem do Kanady jest amerykański stan Wisconsin.

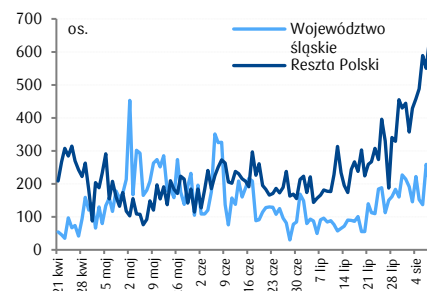
Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL:** W weekend odnotowano łącznie 1.467 nowych przypadków zakażenia koronawirusem (843 – nowy rekord w sobotę, 624 w niedzielę). Najwięcej nowych przypadków nadal rejestrowanych jest w woj. śląskim (łącznie w weekend 357). Ponad 200 przypadków przez weekend odnotowano w woj. małopolskim i w woj. mazowieckim. Wg danych z niedzieli zajętych było 1.930 łóżek szpitalnych, a hospitalizacji wymagało 14,5% aktualnie chorych. Liczba aktywnych przypadków wzrosła do 13.293. Przez weekend do grona ozdowieńców dołączyło 650 osób, a łącznie wyzdrowiało już 36.691 osób. W weekend poinformowano o 20 zgonach. Łącznie z powodu infekcji koronawirusem zmarło w Polsce 1.807 osób, co stanowi 3,5% wszystkich zakażonych, których było 51.791. Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach znajduje się na str. 6.
- **POL:** Min. Zdrowia poinformowało, że podawana dotychczas łączna liczba przeprowadzonych w Polsce testów na koronawirusa była zawyżona o około 230 tys. ze względu na niewłaściwe raportowanie jednej ze stacji sanitarno-epidemiologicznych. Testy, stanowiące około 10% raportowanej dotychczas puli, zostały odjęte od danych.

Znalezione w sieci:

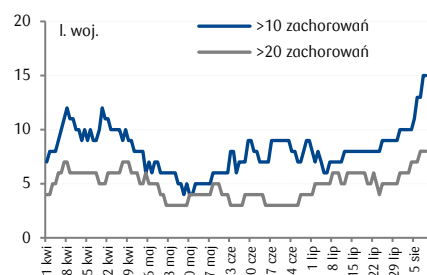
- Demograficzne spojrzenie daleko w przyszłość nie kreśli optymistycznych scenariuszy dla Europy i Polski. [Fertility, mortality, migration, and population scenarios for 195 countries and territories from 2017 to 2100: a forecasting analysis for the Global Burden of Disease Study.](#)
- Jakie skutki przyniosły i na ile były skuteczne wydatki UE promujące innowacyjność, transformację gospodarczą i wzrost konkurencyjności małych i średnich firm w Polsce? Ocena Banku Światowego: [Zwrot z publicznych inwestycji wsparcia MŚP i innowacji w Polsce](#)
- Wyniki modelu rozwoju pandemii w Polsce (MIMUW): [Scenariusze rozwoju epidemii w sezonie jesień 2020.](#)
- Kolejne opracowanie, wskazujące, że zbyt niski poziom stóp procentowych (nawet powyżej zera) tworzy zagrożenia dla stabilności systemu finansowego (EBC): [What is the tipping point? Low rates and financial stability.](#)
- Według Banku Światowego polska gospodarka jest jedną z najlepiej przygotowanych na transformację energetyczną, dzięki stabilności makroekonomicznej, wysokiemu poziomowi rozwoju, dywersyfikacji i małej zależności od eksportu paliw kopalnych (Bank Światowy): [Diversification and Cooperation in a Decarbonizing World: Climate Strategies for Fossil Fuel-Dependent Countries.](#)
- 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.

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.

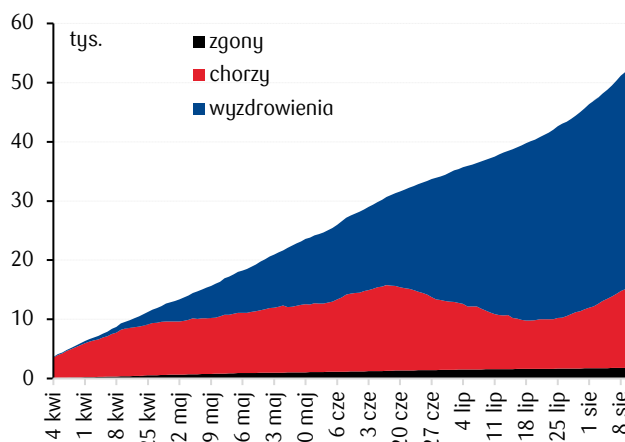
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 7 sierpnia						
GER: Bilans handlowy (cze)	8:00	mld EUR	7,5	11,3	--	14,5
GER: Eksport (cze)	8:00	% m/m	8,9	14,4	--	14,9
GER: Import (cze)	8:00	% m/m	3,6	10,6	--	7,0
GER: Produkcja przemysłowa (cze)	8:00	% m/m	7,4	8,2	--	8,9
GER: Produkcja przemysłowa (cze)	8:00	% r/r	-19,5	-11,4	--	-11,7
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lip)	14:30	mln	4,8	1,5	--	1,8
USA: Stopa bezrobocia (lip)	14:30	%	11,1	10,6	--	10,2
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lip)	14:30	% r/r	5,0	4,2	--	4,8
Poniedziałek, 10 sierpnia						
CHN: Inflacja CPI (lip)	3:30	% r/r	2,5	2,6	--	2,7
EUR: Indeks Sentix (sie)	10:30	pkt.	-18,2	--	--	--
USA: Ankieta JOLTS (lip)	16:00	tys.	5397	--	--	--
Wtorek, 11 sierpnia						
HUN: Inflacja CPI (lip)	9:00	% r/r	2,9	3,3	--	--
GER: Indeks ZEW (sie)	11:00	pkt.	59,3	60,0	--	--
Środa, 12 sierpnia						
EUR: Produkcja przemysłowa (cze)	11:00	% r/r	-20,9	-11,4	--	--
USA: Inflacja CPI (lip)	14:30	% r/r	0,6	0,7	--	--
USA: Inflacja bazowa (lip)	14:30	% r/r	1,2	1,1	--	--
Czwartek, 13 sierpnia						
GER: Inflacja CPI (lip, ost.)	8:00	% r/r	0,9	-0,1	--	--
CZE: Inflacja CPI (lip)	9:00	% r/r	3,3	3,1	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze)	14:00	mln EUR	2455	1599	2625	--
POL: Eksport (cze)	14:00	% r/r	-19,8	-4,1	-0,7	--
POL: Import (cze)	14:00	% r/r	-27,2	-7,6	-7,7	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	1186	1100	--	--
Piątek, 14 sierpnia						
POL: PKB (2q, flash)	10:00	% r/r	2,0	-8,4	-8,1	--
POL: Inflacja CPI (lip, ost.)	10:00	% r/r	3,3	3,1	3,1	--
EUR: PKB (2q, flash)	11:00	% r/r	-3,1	-15,0	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (lip)	14:30	% m/m	7,5	1,7	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (lip)	15:15	% m/m	5,4	2,7	--	--
USA: Indeks nastrojów Uniw.Michigan (sie, wst.)	16:00	pkt.	72,5	71,0	--	--

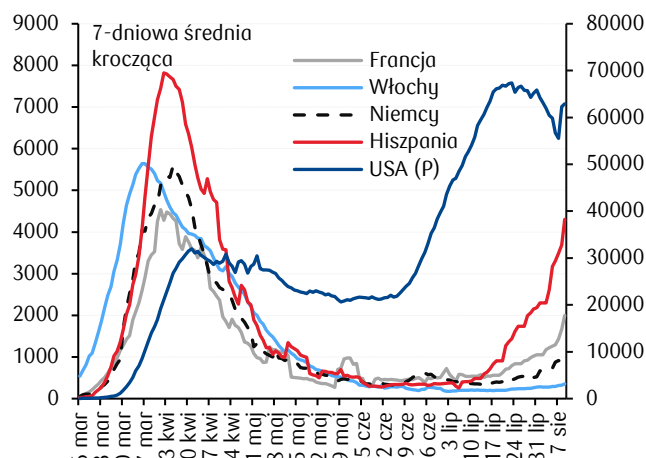
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

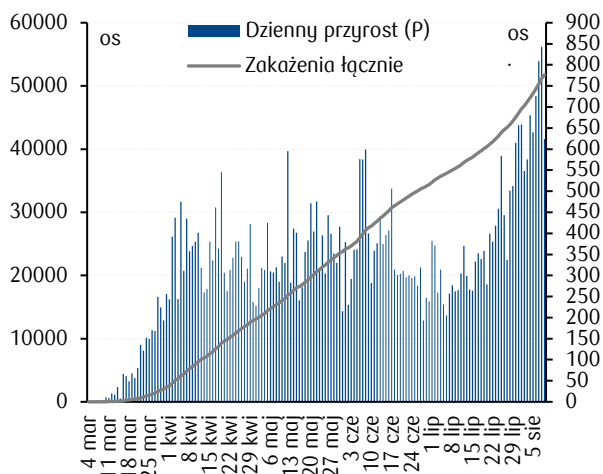
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



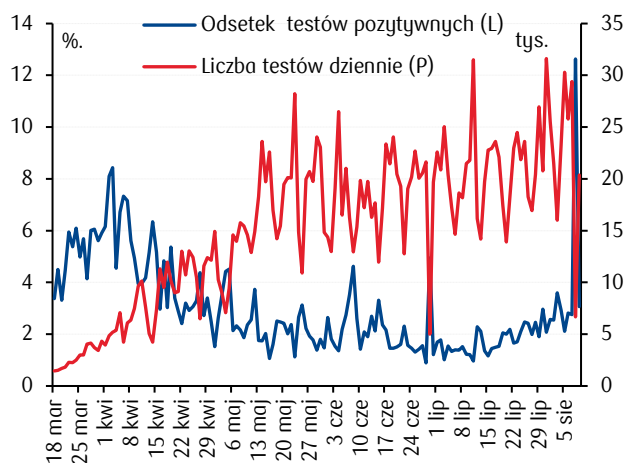
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



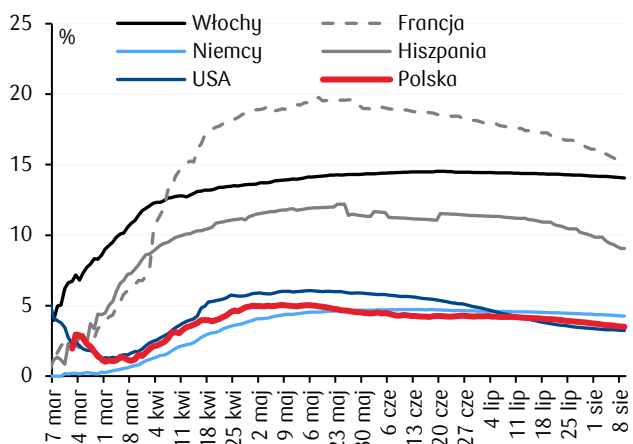
Potwierdzone zakażenia w Polsce



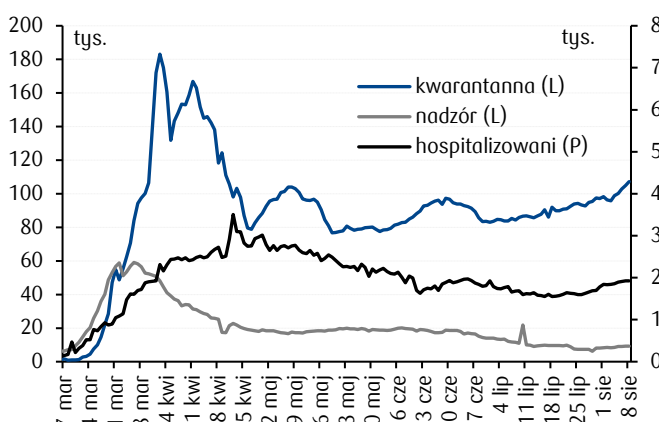
Liczba testów dziennie w Polsce



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



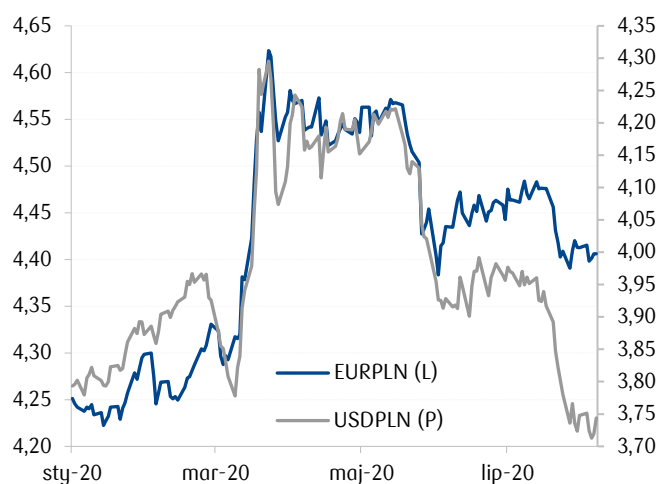
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

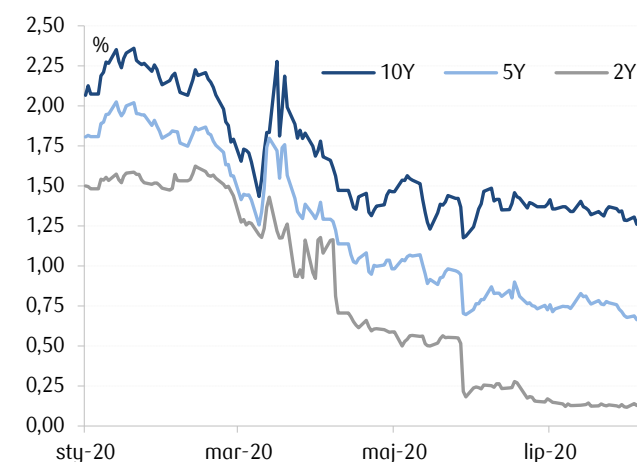
		Wartość 2020-08-09	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4.4063	0.00%	-0.15%	-1.31%
	USDPLN	3.7378	0.47%	0.16%	-5.25%
	CHFPLN	4.0955	0.27%	-0.16%	-2.48%
	GBPPLN	4.8871	-0.08%	-0.35%	-2.02%
	EURUSD	1.1789	-0.46%	-0.31%	4.15%
	EURCHF	1.0759	-0.26%	0.01%	1.20%
	GBPUSD	1.3051	-0.70%	-0.56%	3.08%
	USDJPY	105.89	0.34%	0.15%	-0.81%
	EURCZK	26.33	0.45%	0.21%	-1.25%
	EURHUF	345.88	0.02%	0.42%	-1.99%
Obligacje	PL2Y	0.15	2	3	2
	PL5Y	0.70	3	2	-6
	PL10Y	1.29	2	1	-5
	DE2Y	-0.68	2	3	1
	DE5Y	-0.69	3	4	-1
	DE10Y	-0.51	2	3	-4
	US2Y	0.13	1	2	-3
	US5Y	0.23	2	2	-7
	US10Y	0.56	3	3	-7
Akcje	WIG20	1817.2	-0.1%	2.8%	1.1%
	S&P500	3351.3	0.1%	2.5%	5.2%
	Nikkei**	22329.9	0.0%	2.9%	0.2%
	DAX	12674.9	0.7%	2.9%	0.3%
	VIX	22.21	-1.9%	-9.2%	-18.6%
Surowce	Ropa Brent	44.4	-1.5%	2.9%	2.3%
	Złoto	2039.1	-0.7%	3.2%	13.2%

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

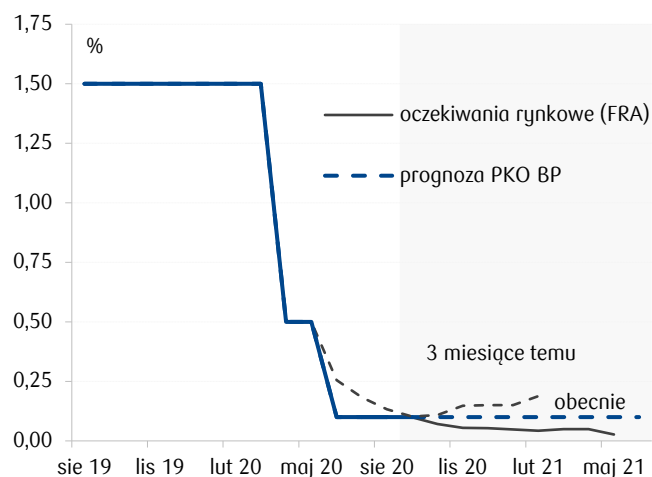
Notowania złotego wobec głównych walut



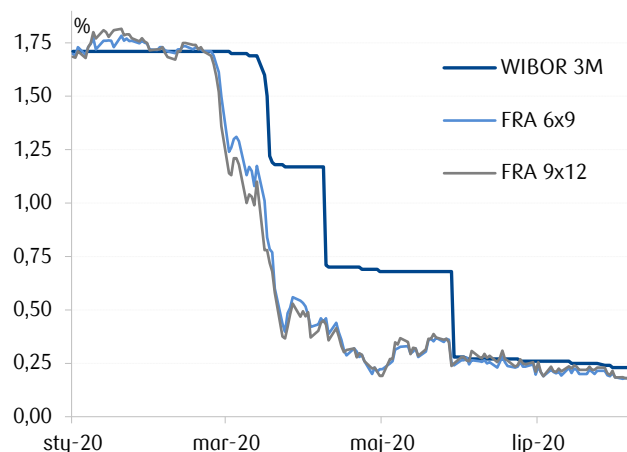
Rentowności polskich obligacji skarbowych



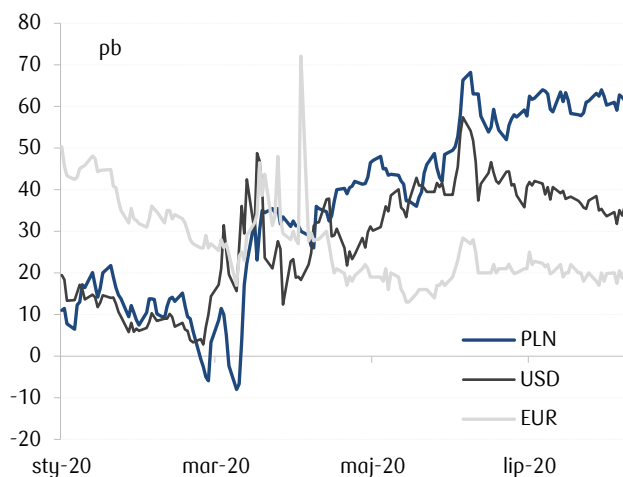
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



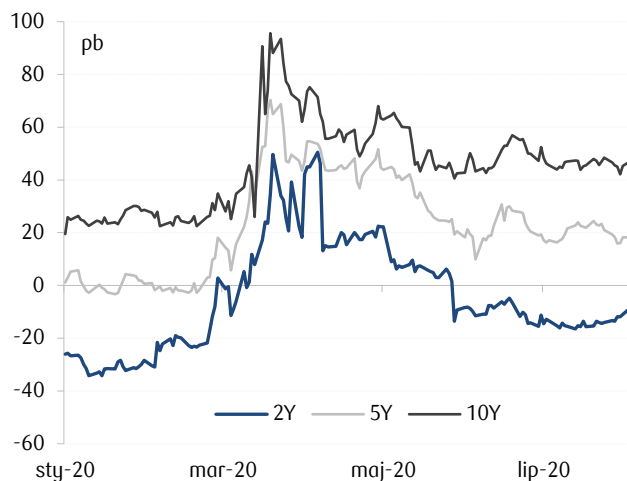
Krótkoterminowe stopy procentowe



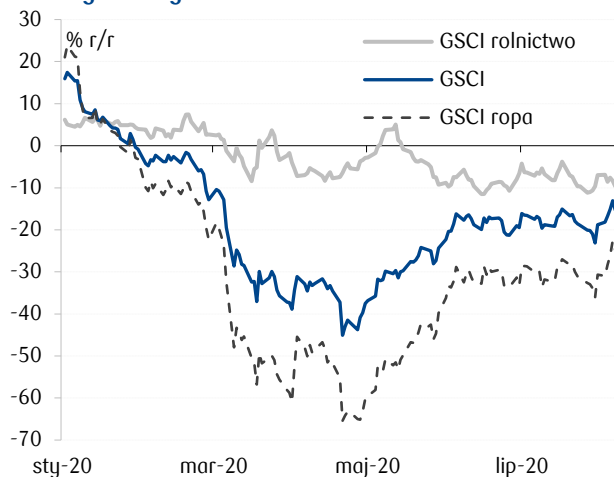
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



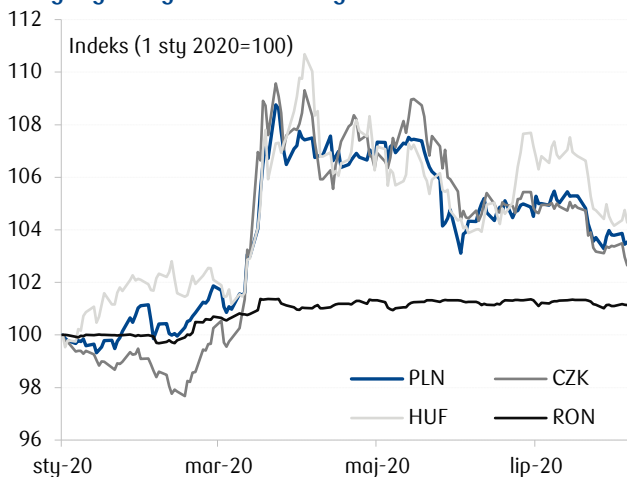
Spread asset swap dla PLN



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 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 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 równowagę gospodarki (ograniczenie roli eksportu we wzroście przy zwiększeniu roli popytu krajowego). Dodatkowym wyzwaniem dla władz w średnim terminie będzie deglobalizacja i większa dywersyfikacja geograficzna produkcji w ramach globalnych łańcuchów.
- inflacja CPI (%)	2,5	3,1	

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

Monitor RPP

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

K. Zubelewicz	4,9	„Obecnie bank centralny sięga po niestandardowe działania w niestandardowej sytuacji, Istotą problemu jest zatem to, czy wraz z normalizacją sytuacji gospodarczej bank centralny przestanie korzystać z niestandardowych narzędzi. Sposób przywracania tradycyjnej polityki pieniężnej będzie testem faktycznej niezależności banku centralnego, To właśnie niezależność banku centralnego pozwala na minimalizację kosztów niestandardowych operacji, Bank centralny powinien reprezentować interesy posiadaczy złotego, a te z definicji mogą być odmienne od interesów Ministerstwa Finansów, zainteresowanego przecież ich przejęciem.” (21.05.2020, PAP)
E. Gatnar	4,7	„Łącznie skuteczność zastosowanych w okresie pandemii instrumentów polityki pieniężnej oceniam dobrze, ale moim zdaniem główna stopa procentowa NBP jest za niska. Na obecnym poziomie uniemożliwia uruchomienie długoterminowych operacji repo, tzw. TLTRO, które mogłyby być szczególnie teraz pomocne. Te operacje miałyby sens, gdyby ich oprocentowanie było niższe od stopy referencyjnej, ale ona wynosi obecnie 0,1 proc. Dlatego według mnie należy rozważyć jej podwyżkę, bo trudno znaleźć jakiegokolwiek pozytywne skutki utrzymywania jej na tym poziomie, pomijając spadek rentowności obligacji skarbowych.” (10.08.2020, PAP)
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	„(...) mamy w Polsce coraz mniejszą przestrzeń do cięcia stóp (...) po drugiej tegorocznej obniżce stóp procentowych, Dzisiaj jesteśmy po trzeciej, która istotnie tę przestrzeń wypełniła. (...) Nie widzę w tej chwili przesłanek, by dyskutować o ujemnych stopach procentowych. ” (03.06.2020, 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	„Jednak gdyby rzeczywistość zweryfikowała negatywnie nasze nadzieje [PKO: na szybkie ożywienie gospodarki], to NBP ma jeszcze przestrzeń do dalszych działań antykryzysowych, w tym dalszego poluzowania polityki pieniężnej. (...) Czynnikiem, który mógłby stanowić dodatkowe wsparcie dla gospodarki i ograniczyć ryzyko deflacji byłoby silniejsze dostosowanie kursu złotego w reakcji na globalny wstrząs wywołany pandemią oraz poluzowanie polityki pieniężnej NBP.” (31.07.2020, 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 odchyłań 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	„Skala redukcji stóp procentowych była adekwatna do wyzwań makroekonomicznych, przed którymi stoi Polska. (...) Moim zdaniem tak znaczna skala obniżek stóp procentowych była potrzebna głównie dlatego, aby uspokoić nastroje konsumenckie, które po wybuchu epidemii znacznie się pogorszyły. (...) Warto utrzymywać kurs walutowy na poziomie korzystnym dla polskiego eksportu. (...) Można powiedzieć, że dbałość o dobrą sytuację w handlu zagranicznym stanowi trwały strategiczny element polskiej polityki pieniężnej. (...) Kształtowanie się stóp procentowych na niskim poziomie ma na celu między innymi przeciwdziałanie temu, aby kurs złotego nie był zbyt mocny. ” (21.07.2020, 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 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 powrotu do NIRP.
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	0,60	-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.

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): Marta Petka-Zagajewska

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 któregośkolwiek 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 któregośkolwiek 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.