

Nice TRY

Dziś w centrum uwagi:

- **Nastroje na rynkach uległy wczoraj pogorszeniu** pod wpływem dalszego pogorszenia sytuacji epidemicznej w USA (z nowymi restrykcjami). Optymizmowi nie sprzyjało również iskrzenie na linii Mnuchin-Powell ws. kontynuacji programów pomocowych z udziałem Fed oraz informacje o przerwaniu negocjacji brexitowych i sugestie z unijnej strony, aby zintensyfikować przygotowania na bezumowny brexit. Gwiazdą dnia była turecka lira, która odzyskała nieco sił po decyzji CBRT o podwyżce stóp procentowych aż o 475pb. Dziś rynek wypatrywać będzie serii wypowiedzi przedstawicieli EBC: Lagarde (2 razy), Guindos i Weidmann. W kalendarzu publikacji danych makro mamy wskaźnik nastrojów konsumentów ze strefy euro za listopad oraz kolejną porcję krajowych danych.
- **Krajowe dane nt. produkcji przemysłowej w październiku pokażą wg nas korzystny obraz sytuacji.** Co prawda szacujemy, że wzrost produkcji przemysłowej spowolnił (PKOe i konsensus: 1,0% r/r wobec 5,9% r/r we wrześniu), ale będzie to głównie wynikać z mniejszej liczby dni roboczych niż w ubiegłym roku (22 vs 23).
- Prognozujemy, że **inflacja PPI w październiku wzrosła do -0,8% r/r** (kons: -0,9% r/r) z -1,6% r/r we wrześniu za sprawą osłabienia złotego oraz wzrostu cen surowców.
- Zgodnie z zapowiedzią premiera M.Morawieckiego, dziś albo w poniedziałek rząd przedstawi informację na temat organizacji życia gospodarczego w najbliższych miesiącach, w tym na jakich zasadach zamrożone obecnie branże będą mogły funkcjonować.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **POL:** Dane z sektora przedsiębiorstw potwierdziły, że październik był wciąż dobrym miesiącem na rynku pracy. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 6 tys. etatów (0,1% m/m), zgodnie ze wzorcem sezonowym, a firmy prawdopodobnie wznowiły przyjęcia oraz kontynuowały powrót do pełnego wymiaru zatrudnienia. Przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 4,7% r/r (PKO: 5,1% r/r, kons.: 4,7% r/r) po wzroście o 5,6% r/r we wrześniu. Obserwowane w październiku i listopadzie gwałtowny wzrost zakażeń oraz antyepidemiczne obostrzenia będą widoczne dopiero w danych z rynku pracy za listopad. Już teraz jednak wiemy, że **w listopadzie nastąpiło wyraźne pogorszenie zarówno bieżącego (o 9,2 pkt) jak i wyprzedzającego (o 10,9 pkt) wskaźnika ufności konsumenckiej oraz wszystkich ich komponentów.** Więcej w Makro Flashu „[Pogodny październik, pochmurny listopad](#)”.

Departament Analiz Ekonomicznych

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel.: 22 521 81 34

@PKO_Research

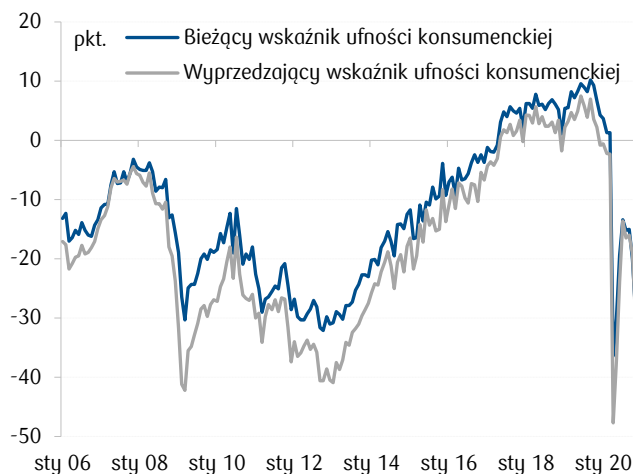
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

Wartość 2020-11-19	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:	
EURPLN	4,4721 0,1
USDPLN	3,7771 0,4
CHFPLN	4,1410 0,2
GBPPLN	4,9892 -0,2
EURUSD	1,1840 -0,3
Obligacje:	
PL2Y	0,04 2
PL5Y	0,45 1
PL10Y	1,18 1
DE10Y	-0,57 -2
US10Y	0,86 -3
Indeksy akcyjne:	
WIG	51 651,4 -1,1
DAX	13 086,2 -0,9
S&P500	3 581,9 0,4
Nikkei**	25 519,1 -0,8
Shanghai Comp.	3 363,1 0,5
Surowce:	
Złoto	1859,44 -1,1
Ropa Brent	44,27 -0,4

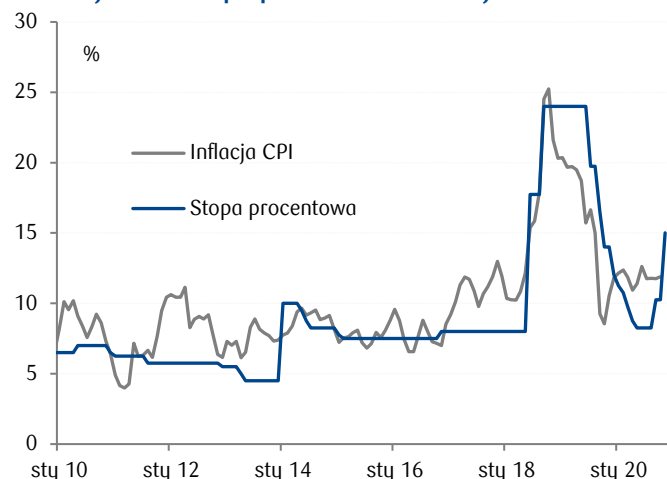
Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski: zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji.

Koniunktura konsumencka w Polsce



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI i stopa procentowa w Turcji



- **POL: J.Kropiwnicki (RPP)** powiedział, że inflacja może przekroczyć 3,5% w 2021, co oznacza, że w 2h21 możliwe są bardzo ostrożne podwyżki stóp procentowych. Jego zdaniem w dłuższej perspektywie wskazany byłby powrót stopy referencyjnej do poziomu 1,50%. J.Kropiwnicki opowiedział się przeciwko dalszemu obniżaniu stóp, a w szczególności przeciwko wprowadzeniu ujemnych stóp procentowych. Jego zdaniem w miejsce obniżek stóp można by rozważyć inne działania niestandardowe, np. zwiększenie skali skupu i rozszerzenie zakresu aktywów nabywanych przez NBP o obligacje firm o wysokim ratingu (podobne postulaty wysuwa E.Łon).
- **POL: E.Gatnar (RPP)** powiedział, że jeżeli inflacja po ograniczeniu pandemii nadal będzie podwyższona, to trzeba będzie szybko podnieść stopy do poziomu 0,50%. W jego ocenie, przy przeciągającej się pandemii można wydłużyć program skupu aktywów NBP, a uruchomienie TLTRO wsparłoby inwestycje. Jednocześnie całkowicie wykluczył poparcie dla ujemnych nominalnych stóp procentowych. Zdaniem Gatnara zniszczyłyby one oszczędności Polaków i polskich firm w bankach oraz rodzimy kapitał, a także mogłyby doprowadzić też do upadku sektora bankowego w Polsce.
- **EUR: C.Lagarde (EBC)** wezwała państwa UE do niezwłocznego przyjęcia i wdrożenia budżetu UE i funduszu odbudowy.
- **TUR: Bank centralny podniósł stopy oprocentowania tygodniowych transakcji repo o 475pb do 15%.** Pomimo, że ruch był oczekiwany, to wywołał wyraźne umocnienie tureckiej liry. Bank zapowiedział, że utrzyma wysokie stopy do momentu, gdy inflacja się ustabilizuje. Może to dać nadzieję rynkom finansowym na normalizację sytuacji w tureckiej polityce gospodarczej i niezależnienie polityki pieniężnej od prezydenta R.T.Erdogana.
- **USA: Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wzrosła do 742 tys.** z 711 tys. tydzień wcześniej (po rewizji). To pierwszy wzrost liczby zasiłków od 5 tygodni, co wskazuje na potencjalny negatywny wpływ kolejnej fali pandemii na amerykański rynek pracy.
- **USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym w październiku wzrosła do najwyższego poziomu od blisko 15 lat** (do 6,85 mln w skali roku) i była wyraźnie silniejsza od rynkowych oczekiwań. Obok niskich stóp procentowych czynnikiem zwiększającym popyt na nieruchomości mieszkaniowe jest także konieczność/możliwość pracy zdalnej, która stymuluje popyt na nieruchomości w obszarach podmiejskich.
- **BREXIT: Toczące się na wysokim szczeblu negocjacje co do postbrexitowych relacji handlowych między UE i Wlk. Brytanią zostały zawieszono** po tym, jak jeden z członków zespołów negocjacyjnych zakaził się koronawirusem. To studzi nieco ostatnie optymistyczne doniesienia o tym, że do uzgodnienia pełnej umowy między UE i Wlk. Brytanią miałyby dojść w najbliższych dniach. Unijni urzędnicy ostrzegają, że jeżeli umowa nie zostanie uzgodniona do końca tego tygodnia, to może zabraknąć czasu na proces jej ratyfikowania.
- **POL: GUS** podał, że na koniec 2019 poza Polską przebywało 2,415 mln emigrantów, o 40 tys. mniej niż rok wcześniej. Drugi rok z rzędu zmniejszała się liczba Polaków mieszkająca na stałe w Wielkiej Brytanii.
- **UE: Komisja Europejska** przedstawiła strategię UE dot. energii z morskich źródeł odnawialnych, która zakłada zwiększenie mocy morskiej energii wiatrowej z obecnego poziomu 12 GW do przynajmniej 60 GW do 2030 i do 300 GW do 2050. KE zamierza uzupełnić ją o 40 GW energii oceanicznej oraz o inne powstające technologie, takie jak pływające elektrownie wiatrowe i pływające instalacje fotowoltaiczne do 2050. Osiągnięcie tych celów to koszt blisko 800 mld EUR.

Koronawirus:

- **CZK: Stan wyjątkowy w Czechach został przedłużony o 22 dni, do 12 grudnia.** Do tego czasu m.in. utrzymany zostanie zakaz działalności dla sklepów detalicznych, poza sklepami spożywczymi i drogeriami (działają jeszcze wielkopowierzchniowe sklepy w galeriach handlowych).
- **AUS: Władze stanu Australia Południowa** wprowadziły 6-dniowy pełny lockdown (tzw. *circuit breaker*). Mieszkańcy nie mogą wychodzić z domu, nawet w celu rekreacji albo wyprowadzenia psa na spacer. Domy mogą być opuszczane tylko raz dziennie przez

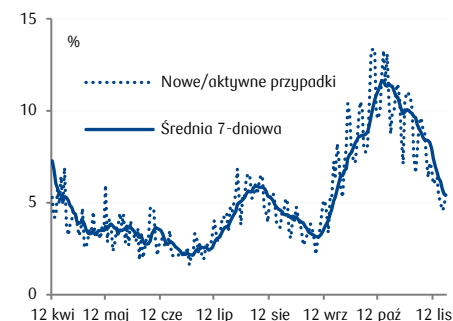
jednego mieszkańca w zw. z realizacją życiowych potrzeb. Zamknięto szkoły, uniwersytety, kawiarnie i restauracje oraz zabroniono organizacji wesel i pogrzebów.

- **USA:** Władze Nowego Jorku ostrzegły, że w ciągu najbliższych dni może zapaść decyzja o zamknięciu siłowni i pozwoleniu na serwowanie napojów i posiłków jedynie na wynos. W ramach działań przeciwepidemicznych w obliczu kolejnej fali wzrostu nowych zachorowań zamknięto już publiczne szkoły.
- **FRA:** Władze Francji rozważają opóźnienie tzw. Black Friday na okres, kiedy zniesione zostaną kluczowe restrykcje dotyczące handlu. Według wstępnych planów sklepy miałyby zostać otwarte 28 listopada.

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	jedn.	wczoraj	-7D	-28D
Chorzy				
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	23 975	22 683	12 107
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	22 186	24 974	9 255
Aktualnie chorzy (stan)	os.	422 824	378 067	108 463
Zajęte łóżka	szt.	22 536	21 899	10 091
Hospitalizowani/chorzy	%	5.3	5.8	9.3
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	60.3	65.1	65.1
Zajęte respiratory	szt.	2 080	2 008	812
Chorzy wymagający respiratora	%	9.2	9.2	8.0
Zajęte/dostępne respiratory	%	72.0	77.2	-
Testy				
Liczba testów w ciągu doby	szt.	58 011	57 249	50 200
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	50 336	59 929	46 323
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	44.1	41.7	20.0
Działania antyepidemiczne				
Osoby na kwarantannie	os.	434 034	404 352	378 348
Osoby na kwarantannie/chorzy	szt.	1.0	1.1	3.5
Zgony				
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	637	275	168
Średnia dzienna z 7 dni	os.	430	320	102
Śmiertelność łączna	%	1.5	1.4	1.9
Śmiertelność bieżąca*	%	2.2	2.4	4.2

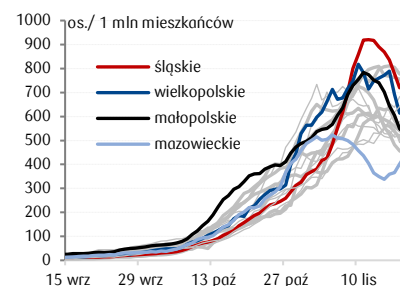
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. *Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

Dynamika zakażeń w Polsce



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Średnia dzienna liczba zakażeń* w województwach



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. *średnia dla 7 dni.

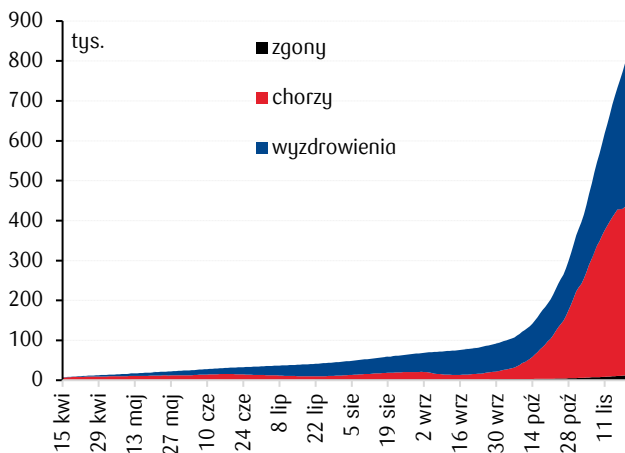
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 13 listopada						
POL: Wzrost PKB (3q, flash)	10:00	% r/r	-8,4	-1,9	-1,7	-1,6
POL: Inflacja CPI (paź)	10:00	% r/r	3,2	3,0	3,0	3,1
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz)	14:00	mIn EUR	947	1275	1619	1072
POL: Eksport (wrz)	14:00	% r/r	2,5	3,1	3,4	4,6
POL: Import (wrz)	14:00	% r/r	-4,9	-0,7	0,5	1,5
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis, wst.)	16:00	pkt.	81,8	81,5	--	77,0
Poniedziałek, 16 listopada						
POL: Inflacja bazowa (paź)	14:00	% r/r	4,3	4,2	4,3	4,2
Wtorek, 17 listopada						
HUN: Posiedzenie MNB (lis)	14:00	%	0,60	0,60	0,60	0,60
USA: Sprzedaż detaliczna (paź)	14:30	% m/m	1,6	0,5	--	0,3
USA: Produkcja przemysłowa (paź)	15:15	% m/m	-0,4	1,0	--	1,1
Środa, 18 listopada						
EUR: Inflacja HICP (paź, rew.)	11:00	% r/r	-0,3	-0,3	--	-0,3
EUR: Inflacja bazowa (paź, rew.)	11:00	% r/r	0,2	0,2	--	0,2
USA: Rozpoczęte budowy domów (paź)	14:30	tys.	1459	1440	--	1530
Czwartek, 19 listopada						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (paź)	10:00	% r/r	5,6	4,7	5,1	4,7
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (paź)	10:00	% r/r	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0
POL: Koniunktura konsumencka (lis)	10:00	pkt.	-20,0	--	--	-29,2
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lis)	14:30	tys.	711	707	--	742
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (paź)	16:00	tys.	6570	6450	--	6850
Piątek, 20 listopada						
POL: Produkcja przemysłowa (paź)	10:00	% r/r	5,9	1,0	1,0	--
POL: Inflacja PPI (paź)	10:00	% r/r	-1,6	-0,9	-0,8	--

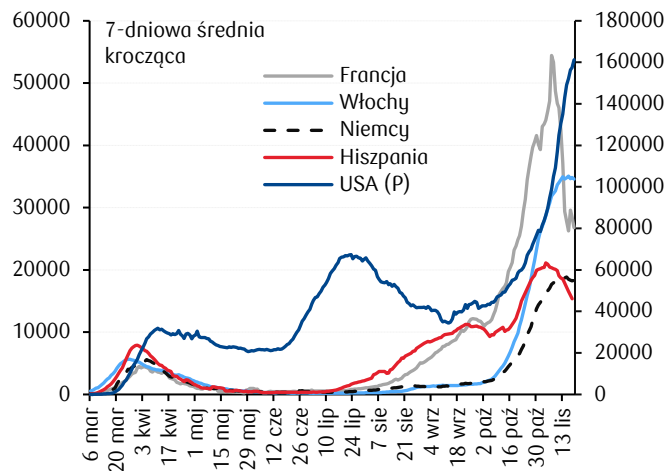
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

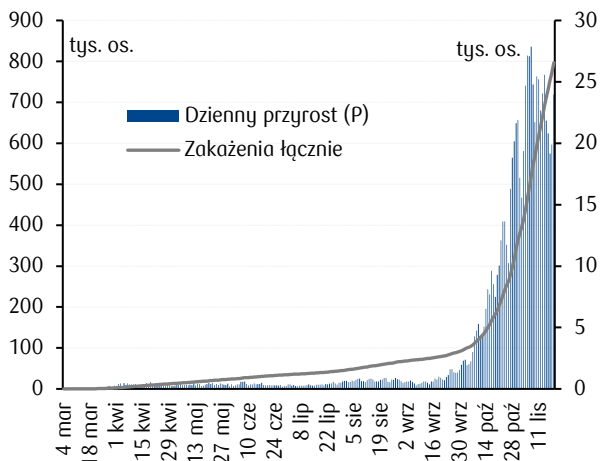
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



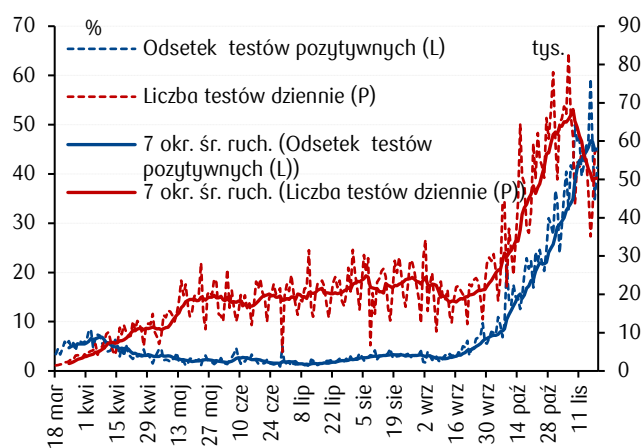
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



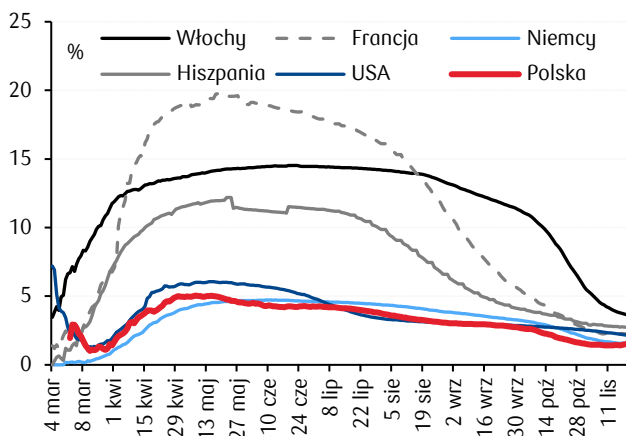
Potwierdzone zakażenia w Polsce



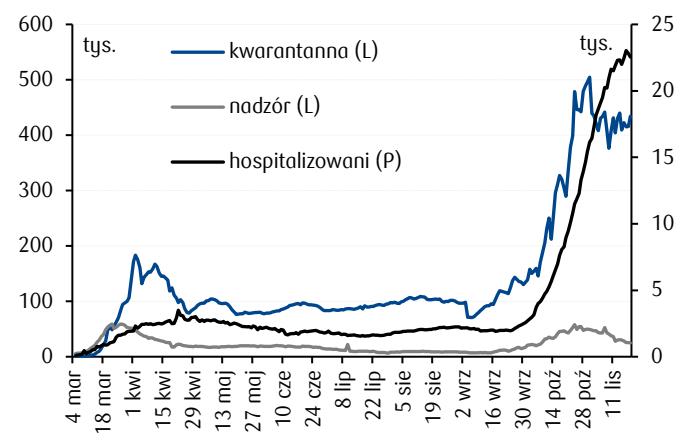
Liczba testów dziennie w Polsce (7D MA)



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



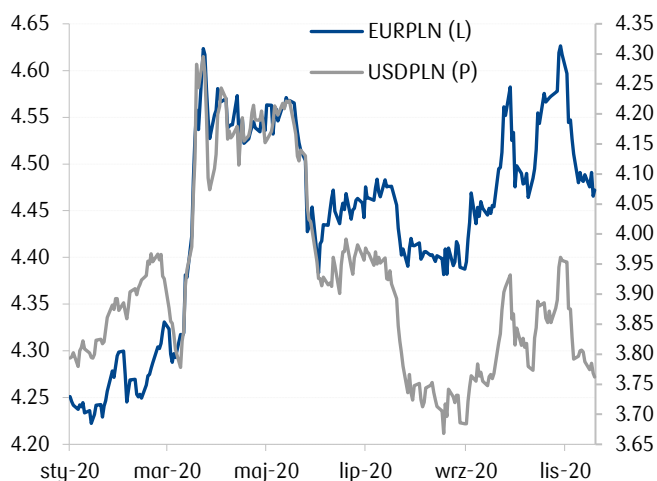
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

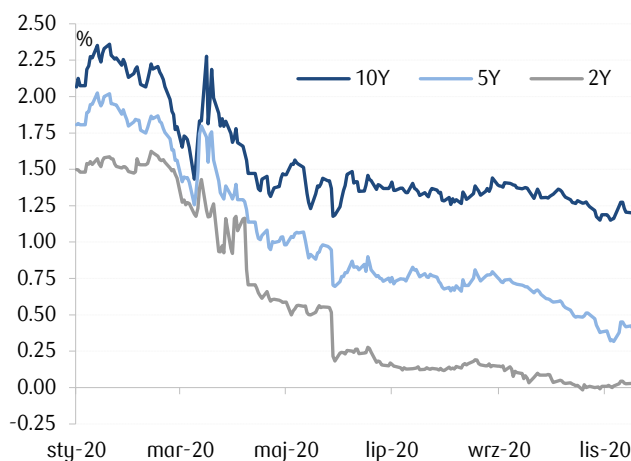
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2020-11-19	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,4721	0,1	-0,2	-2,2	4,1	5,8
	USDPLN	3,7771	0,4	-0,5	-2,3	-2,7	5,0
	CHFPLN	4,1410	0,2	-0,3	-2,8	5,9	14,0
	GBPPLN	4,9892	-0,2	0,0	-1,5	-0,5	4,5
	EURUSD	1,1840	-0,3	0,2	0,1	7,0	0,8
	EURCHF	1,0800	0,0	0,0	0,7	-1,7	-7,2
	GBPUSD	1,3223	-0,6	0,7	1,0	2,4	-0,3
	USDJPY	103,90	0,2	-1,2	-0,9	-4,4	-7,6
	EURCZK	26,35	0,0	-0,5	-3,1	3,2	3,1
EURHUF	359,35	-0,4	1,4	-1,4	7,9	15,0	
Obligacje	PL2Y	0,04	2	1	4	-136	-157
	PL5Y	0,45	1	2	-6	-135	-219
	PL10Y	1,18	1	-5	-8	-87	-226
	DE2Y	-0,74	-1	-2	3	-11	-3
	DE5Y	-0,75	-1	-2	3	-14	-40
	DE10Y	-0,57	-2	-4	0	-22	-93
	US2Y	0,17	-1	-1	1	-140	-159
	US5Y	0,39	-1	-1	1	-120	-171
	US10Y	0,86	-3	-3	1	-88	-152
Akcje	WIG	51 651,4	-1,1	0,8	7,8	-11,0	-18,8
	WIG20	1 789,8	-1,1	1,0	9,0	-18,4	-27,5
	S&P500	3 581,9	0,4	1,3	3,7	15,2	38,7
	NASDAQ100	11 985,4	0,8	1,3	2,8	44,7	90,0
	Shanghai Composite	3 363,1	0,5	0,7	1,5	15,5	-0,9
	Nikkei**	25 519,1	-0,8	0,0	8,7	10,2	14,6
	DAX	13 086,2	-0,9	0,3	4,3	-0,5	0,2
	VIX	23,11	-3,1	-8,8	-17,8	80,8	117,0
Surowce	Ropa Brent	44,3	-0,4	1,6	4,1	-29,3	-28,6
	Ropa WTI	41,6	-0,2	1,5	2,6	-26,8	-26,3
	Złoto	1859,4	-1,1	-1,1	-2,1	26,6	44,6

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

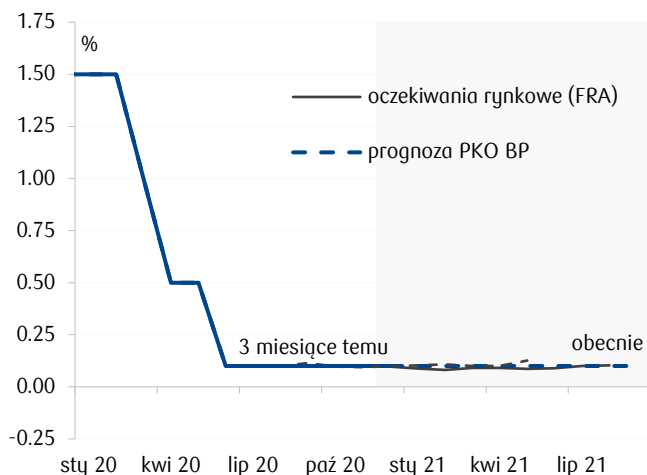
Notowania złotego wobec głównych walut



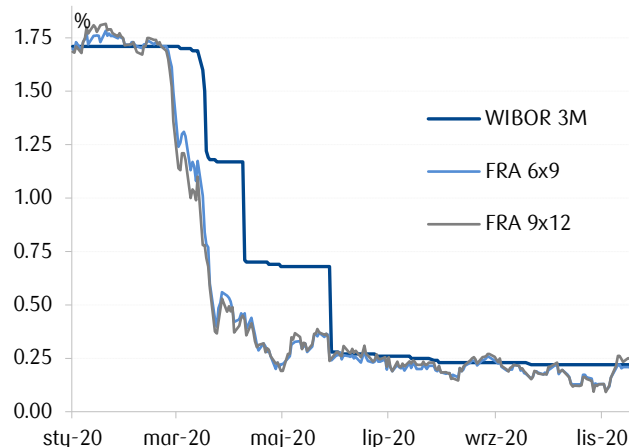
Rentowności polskich obligacji skarbowych



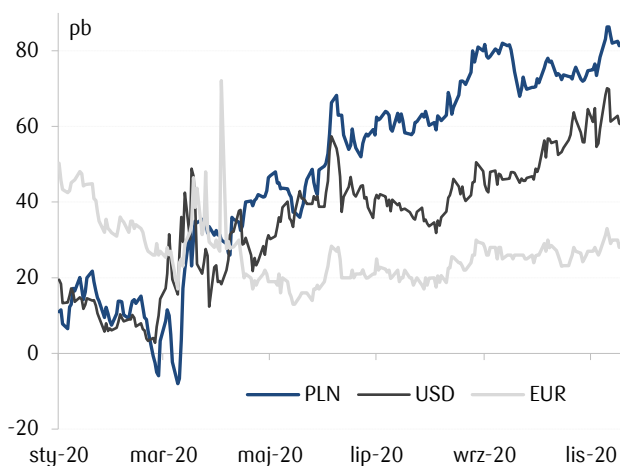
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



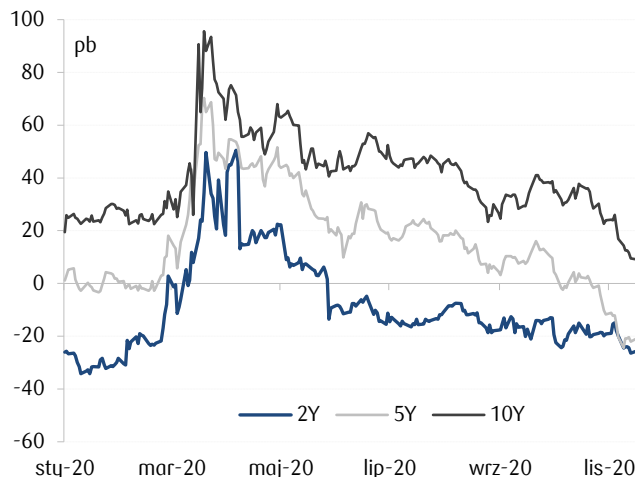
Krótkoterminowe stopy procentowe



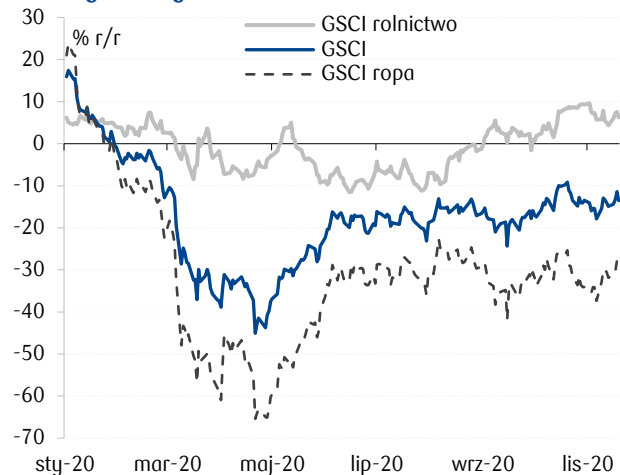
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



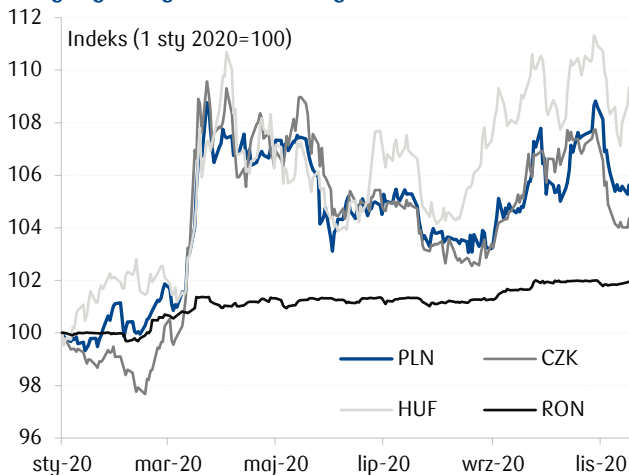
Spread asset swap dla PLN



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. W 3q20 odnotowaliśmy szybkie, V-kształtne ożywienie (+7,7% k./k.). 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 przyniesie ponowny 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	-9,6	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. 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	Aprecjacja 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	„Polityka monetarna, po ograniczeniu pandemii, powinna zacząć z powrotem uwzględniać sytuację inflacyjną i jeżeli wzrost cen będzie nadal podwyższony, jak obecnie, to stopy procentowe trzeba jak najszybciej podnieść do poziomu 0,5 proc. ” (20.11.2020, PAP)
Ł. Hardt	4,1	„ Ujemne stopy procentowe byłyby nieuzasadnione ekonomicznie i niekorzystne dla stabilności systemu finansowego. (...) Mogłyby one nawet budzić wątpliwości w świetle Konstytucji i ustawy o NBP” (16.11.2020, PAP/Bloomberg)
J. Kropiwnicki	3,6	„Widać szereg czynników, których łączne oddziaływanie może sprawić, że przyszłoroczna inflacja przebijie 3,5%. W takim scenariuszu trzeba się będzie zastanawiać w II połowie 2021, czy nie przystąpić do stopniowych podwyżek stóp procentowych. Cykl podwyżek trzeba będzie przeprowadzić bardzo ostrożnie, więc nie widzę w 2021 możliwości powrotu stopy referencyjnej do 1,50%. Natomiast w dalszej perspektywie wskazany byłby powrót stóp do takich poziomów, które nam dobrze służyły przez ostatnie kilka lat.” (19.11.2020, 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	„Cięcia stóp były wystarczające, ale musi upłynąć trochę czasu zanim efekty obniżek przełożą się na sytuację w realnej gospodarce. Dalsze luzowanie nie miałyby sensu ” (17.11.2020, Bloomberg)
C. Kochalski	2,1	„Przestrzeń do dalszego cięcia stóp jest bardzo mała, co prowadzi do pytania, czy ujemne stopy procentowe przyniosłyby jakiegokolwiek pozytywne efekty. Dla mnie osobiście ciężko byłoby zauważyć takie efekty, biorąc pod uwagę, w jakim stanie znajduje się obecnie polska gospodarka.” (18.11.2020, PAP)
A. Głapiński	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	„Według obecnych ocen polityka pieniężna powinna pozostać stabilna, bez zmian parametrów, przez dłuższy czas. Nie widzę perspektyw na zacieśnienie polityki pieniężnej w trakcie kadencji obecnej Rady (...) Osobiście trudno byłoby mi wyobrazić sobie ujemne nominalne stopy procentowe w Polsce. Gdyby jednak trzeba było dodać wsparcia dla gospodarki, choć nie widać na razie takiej konieczności, zawsze możemy zwiększyć skup aktywów na rynku wtórnym.” (26.10.2020, 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 utrwalac 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 150 mld GBP (do 895 mld). Bank sukcesywnie studzi oczekiwania na obniżkę stóp, ale nie można jej wykluczyć w zw. z rosnącym ryzykiem twardego brexitu i gospodarczymi skutkami pandemii.
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 S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (kierownik)	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

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum
Analiz

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.