

8 lipca 2020

Odrabianie pandemicznych strat

Dziś w centrum uwagi:

- Oprócz pandemii newsami istotnymi dla globalnych rynków będą wydarzenia związane z sytuacją w Hong Kongu: zmiana statusu politycznego miasta, manewry floty amerykańskiej i chińskiej na Morzu Południowochińskim, a także zablokowanie niektórych popularnych aplikacji i komunikatorów użytkowników w Hong Kongu.
- Wśród bankierów centralnych publicznie wypowiadać się będzie L.de Guindos z EBC.
- Dane o inflacji na Węgrzech za czerwiec będą tradycyjnie wskazówką co do trendu cen żywności w regionie.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- UE: Komisja Europejska (KE) zaktualizowała prognozy PKB i inflacji dla krajów UE.** KE podtrzymała ocenę, że z powodu pandemii europejska gospodarka znalazła się w głębokiej recesji, mimo szybkiej i kompleksowej reakcji ze strony władz fiskalnych i monetarnych, zarówno na poziomie krajowym, jak i unijnym. Poluzowanie restrykcji odbywa się w nieco wolniejszym tempie niż zakładano w wiosennej rundzie prognoz, co spowodowało, że KE obniżyła prognozy PKB na 2020. Spadek PKB w strefie euro w tym roku ma wynieść 8,7% (wobec 7,7% prognozowanych poprzednio), a wzrost PKB w strefie euro w 2021 ma wynieść 6,1% (6,3% poprzednio). PKB w całej UE w 2020 ma spaść o 8,3% (wobec 7,4% prognozowanych poprzednio), a w 2021 wzrosnąć o 5,8% (6,0% poprzednio). KE spodziewa się, że odbudowa gospodarki zacznie nabierać tempa w 2H20 (sygnalizują to dane za maj i czerwiec), ale będzie ona niepełna i będzie przebiegać w różnym tempie w poszczególnych krajach. Prognoza inflacji nie uległa większym zmianom wobec tej z maja, choć zmieniły się czynniki, które będą inflację powodować (większy wkład cen żywności i paliw, a mniejszy wkład inflacji bazowej). Inflacja HICP dla strefy euro ma wynieść 0,3% w 2020 oraz 1,1% w 2021, a w UE odpowiednio 0,6% i 1,3%. Bilans ryzyk jest ciągle asymetryczny w dół. Prognozy oparto o techniczne założenia, że nie będzie drugiej fali pandemii, a relacje UE - Wlk. Brytanii pozostaną niezmienione. KE nie zakłada również wprowadzenia Planu Odbudowy (nie jest on jeszcze formalnie zaakceptowany). Łącznie bilans ryzyka dla scenariusza KE oceniamy więc jako neutralny. Dla Polski KE prognozuje, że spadek PKB w 2020 wyniesie 4,6% (4,3% poprzednio). W 2021 wzrost PKB ma wynieść 4,3% (4,1% w poprzedniej rundzie). Prognozy KE implikują, że Polska będzie jednym z dwóch krajów (obok Malty), w którym PKB najszybciej powróci do poziomu zbliżonego do tego sprzed pandemii (por. wykres).

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

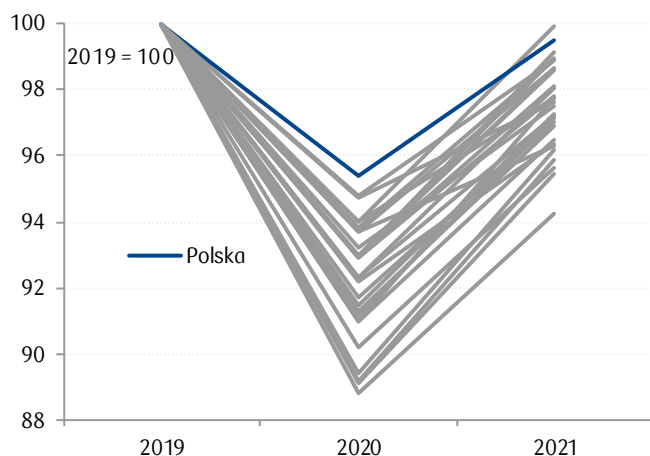
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

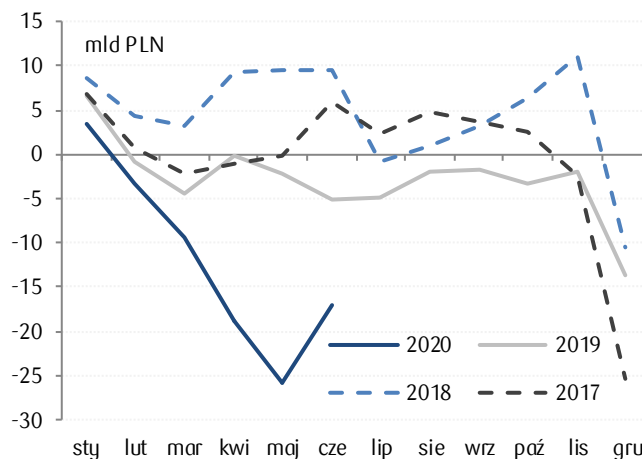
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Poziom PKB wg prognoz KE



Źródło: KE, PKO Bank Polski.

Wynik budżetu państwa



- **POL:** Ministerstwo Finansów poinformowało (bez podawania pełnych danych), że **deficyt budżetu państwa po czerwcu wyniósł 17 mld zł, a dochody ogółem uzyskane w pierwszej połowie roku wzrosły o 3% wobec analogicznego okresu 2019.** Oznacza to, że po niższych niż w 2019 dochodach budżetu uzyskanych w maju, czerwiec przyniósł wyraźną poprawę. Łącznie w okresie pandemii (od kwietnia do czerwca) dochody budżetowe wyniosły 101,7 mld PLN i były tylko o 144 mln PLN niższe niż w analogicznym okresie 2019. Według MinFin w samym czerwcu odnotowano wzrost wpływów podatkowych w stosunku do maja (29,2 mld PLN w czerwcu vs 25,7 mld w maju). Łącznie w okresie pandemicznym (kwiecień-czerwiec) wpływy podatkowe były jednak wciąż o 14,6 mld niższe niż w analogicznym okresie 2019 (efekt dozwolonych opóźnień w płatnościach podatku i spadku bazy podatkowej). Ubytek w dochodach ograniczyła wpłata z zysku NBP, która w czerwcu zasiłała budżet kwotą 7,4 mld PLN i umożliwiła ograniczenie deficytu budżetowego do ok. 17 mld z 25,8 mld PLN miesiąc wcześniej. Pełna ocena zmian głównych kategorii budżetowych możliwa będzie po opublikowaniu szczegółowych danych (pokazujących też stronę wydatkową). Wzrost aktywności gospodarczej i wygasanie części elementów Tarczy Antykryzysowej (m.in. w obszarze płatności do US/ZUS) powinny w kolejnych miesiącach stymulować stronę dochodową sektora finansów publicznych. Nie zmienia to jednak faktu, że będący jego wycinkiem budżet zakończy rok z wyraźnym deficytem (szacujemy 60-70 mld PLN). Rzecznik rządu P.Muller ocenił wczoraj, że sierpień jest realnym terminem na nowelizację ustawy budżetowej.
- **GER: Produkcja przemysłowa w maju, podobnie jak zamówienia w przemyśle, odbiła, rosnąc o 7,8% m/m, po spadku w kwietniu o 17,5% m/m.** Odbicie nie wystarczyło jednak, aby poziom produkcji powrócił do tego sprzed kryzysu: po maju jest on niższy o 19% r/r. Najmocniej odbicie odczuli producenci dóbr kapitałowych, w nieco mniejszym stopniu odbiła produkcja dóbr pośrednich. Mimo tego potrzeba będzie zapewne jeszcze kilku(nastu) miesięcy, aby odrobić zaległości pandemiczne (w zależności od branży). Obecny wzorzec publikacji danych będzie się zapewne dalej powtarzał: wzrostom miesięcznym towarzyszyć będą jeszcze ujemne dynamiki roczne. Rosnący optymizm w firmach pozwala oczekiwać właśnie takiego scenariusza w krótkim terminie: wg ankiety instytutu Ifo, przedsiębiorstwa przemysłowe spodziewają się dalszego wzrostu produkcji w kolejnych trzech miesiącach. Wzrost wskaźnika produkcji w czerwcu był drugim najwyższym od czasu zjednoczenia Niemiec. Po raz pierwszy od trzech miesięcy firmy deklarują także, że chcą zwiększać produkcję. **Najwyższą ocenę przyszłej kondycji przedsiębiorstwa odnotowano m.in. w branżach, na które eksponowani są polscy eksporterzy: motoryzacja, przemysł spożywczy, produkcja mebli, przemysł farmaceutyczny oraz chemiczny.** Wsparcie dla przetwórstwa Niemiec płynie także ze strony rządu w Berlinie: minister gospodarki P.Altmeier poinformował, że w ramach wsparcia finansowania eksportu m.in. spadną stawki ubezpieczeniowe.
- **USA: Ankieta JOLTS pokazała, że w maju gospodarka amerykańska utworzyła 5,4 mln miejsc pracy.** Sektorami, w których utworzono ich najwięcej, były zakwaterowanie i gastronomia oraz handel detaliczny, a więc branże, które mocno ucierpiały w wyniku lockdownu. Powolny spadek liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w trakcie czerwca wskazuje, że poprawa sytuacji na amerykańskim rynku pracy nieco wyhamowała wskutek nawrotu pandemii.
- **POL:** P.Borys (PFR) ocenił, że **wzrost PKB w 3q20 wyniesie ok. 5% k/k.** Według szacunków PFR przychody polskich firm kształtują się na poziomie 85-90% sprzed pandemii.
- **POL:** IUNiG poinformował, że **susza rolnicza nadal występuje, ale bilans wody jest już dodatni.** Zasięg suszy zmniejszył się dla upraw zbóż jarych i ozimych, zwiększył natomiast dla upraw rzepaku i rzepiku, kukurydzy na ziarno i kiszonkę, krzewów owocowych oraz roślin strączkowych.
- **POL:** Według badania Randstad liczba osób **obawiających się utraty pracy** zmniejszyła się do 16% na koniec 2q20 z 26% na koniec 1q20.
- **POL:** P.Borys (PFR) poinformował, że łączne emisje PFR mogą wynieść o 10-15 mld mniej niż pierwotnie zakładane 100 mld zł.

- **ITA:** Sprzedaż detaliczna w maju wzrosła o 24,3% m/m pokazując silniejsze od oczekiwań odbicie odzwierciedlające odmrożenie gospodarki. Pomimo tak silnego wzrostu, w porównaniu do maja 2019 sprzedaż wciąż była niższa o ponad 10%.
- **USA/CHN:** Agencja Bloomberg donosi, że część doradców D.Trumpa rozważa plan w ramach którego miałyby zostać ograniczona możliwość zakupu dolarów amerykańskich przez banki z Hongkongu, czego skutkiem byłoby osłabienie mechanizmu zakotwiczenia lokalnej waluty do dolara. W rezultacie miałyby to uderzyć w Chiny.

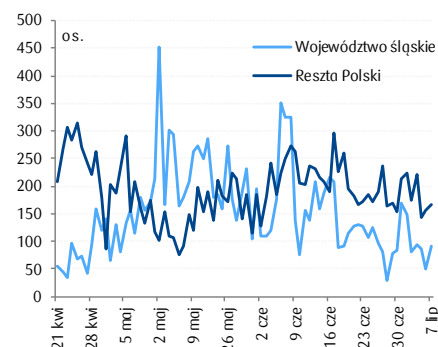
Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL:** We wtorek poinformowano o 257 przypadkach zakażeń koronawirusem i śmierci kolejnych 7 zarażonych nim osób. Łącznie liczba zgonów wynosi 1.528 i stanowi 4,2% ogółu potwierdzonych zakażeń. **21. dzień z rzędu spadła liczba aktywnych przypadków zachorowań** (obecnie wynosi 10,6 tys. wobec 14,5 tys. trzy tygodnie temu. Województwem o najwyższej dziennej liczbie nowych zakażeń pozostaje Górny Śląsk (91). Niewiele mniej przypadków odnotowano wczoraj w Wielkopolsce (75). Zaledwie 6 przypadków odnotowano wczoraj w woj. mazowieckim (najmniej od 17 marca). Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach na str. 5.
- **USA:** D.Trump oficjalnie wycofał USA ze Światowej Organizacji Zdrowia (WHO) zarzucając organizacji spóźnioną reakcję na pandemię koronawirusa.
- **BRA:** Prezydent J.Bolsonaro potwierdził, że jest zarażony koronawirusem.

Znalezione w sieci:

- Uniwersytet Oxfordzki prowadzi w wyścigu do szczepionki na koronawirusa (The Economist): [Oxford University is leading in the vaccine race.](#)
- Nakaz noszenia maseczek spowolniłby epidemię w sposób odpowiadający lockdownowi wartemu 5% PKB. [@JimPethokoukis](#) cytuje analizę Goldman Sachs.
- Ile wynosi prawdziwa inflacja uwzględniająca zmiany struktury wydatków gospodarstw domowych wywołane przez pandemię? FT w artykule [Inflation is higher than the official numbers](#) przytacza dwie publikacje: [A.Cavallo – Inflation with Covid consumption baskets](#) i [A.Dixon – The measurement of inflation during the lockdown: A trial calculation](#), których autorzy próbują odpowiedzieć na to pytanie.
- J.Powell powiedział, że miliony utraconych miejsc pracy mogą nie zostać odbudowane po pandemii. O tym, co w różnych sektorach determinowało spadek zatrudnienia, i które z nich mogą najbardziej ucierpieć na skutek trwałych zmian w zachowaniach wywołanych przez pandemię (Bloomberg): [Millions of Job Losses Are at Risk of Becoming Permanent.](#)
- Zebrane w Niemczech dane wskazują, że noszenie maseczek może zmniejszać rozprzestrzenianie się epidemii koronawirusa o 40% (Bloomberg): [Masks Can Reduce Covid Spread By 40%, German Study Suggests.](#)
- Dwa badania wskazujące na skuteczność lockdownu i innych niemedycznych interwencji w zapobieganiu wzrostowi zachorowań i zgonów (nawet o 3 mln w Europie) z powodu COVID-19 (Nature) [The effect of large-scale anti-contagion policies on the COVID-19 pandemic](#) [Estimating the effects of non-pharmaceutical interventions on COVID-19 in Europe.](#)

Nowe zakażenia w Polsce



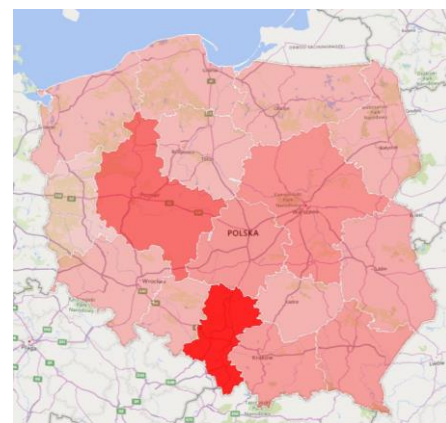
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Liczba województw z dzienną liczbą zakażeń >10*



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

Nowe zakażenia w Polsce*



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski; *średnia dzienna liczba nowych zakażeń w minionych 7 dniach. Im bardziej intensywny kolor, tym więcej zachorowań.

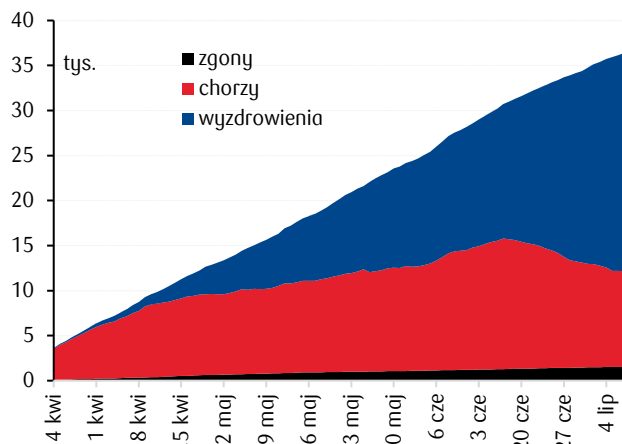
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 3 lipca						
GER: PMI w usługach (cze, rew.)	9:55	pkt.	32,6	45,9	--	47,3
EUR: PMI w usługach (cze, rew.)	11:00	pkt.	30,5	47,3	--	48,3
Poniedziałek, 6 lipca						
GER: Zamówienia w przemyśle (maj)	8:00	% r/r	-36,9	-26,0	--	-29,3
EUR: Indeks Sentix (lip)	10:00	pkt.	-24,8	-10,4	--	-18,2
EUR: Sprzedaż detaliczna (maj)	11:00	% r/r	-19,6	-6,5	--	-5,1
USA: ISM w usługach (cze)	16:00	pkt.	45,4	50,0	--	57,1
Wtorek, 7 lipca						
GER: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	-25,3	-21,2	--	-19,0
USA: Ankieta JOLTS (maj)	16:00	tys.	5046	4800	--	5400
Środa, 8 lipca						
HUN: Inflacja CPI (cze)	9:00	% r/r	2,2	3,0	--	--
Czwartek, 9 lipca						
CHN: Inflacja CPI (cze)	3:30	% r/r	2,4	2,5	--	--
GER: Saldo handlu zagranicznego (maj)	8:00	mld EUR	3,5	7,0	--	--
GER: Eksport (maj)	8:00	% m/m	-24,0	14,0	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	1427	1370	--	--
Piątek, 10 lipca						
CZE: Inflacja CPI (cze)	9:00	% r/r	2,9	2,9	--	--
USA: Inflacja PPI (cze)	14:30	% r/r	-0,8	-0,2	--	--

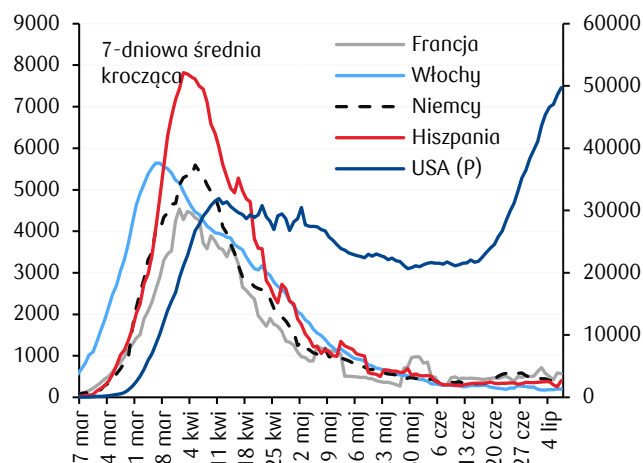
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

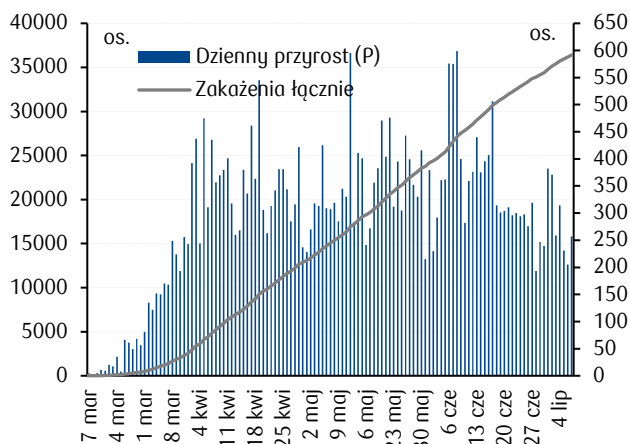
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



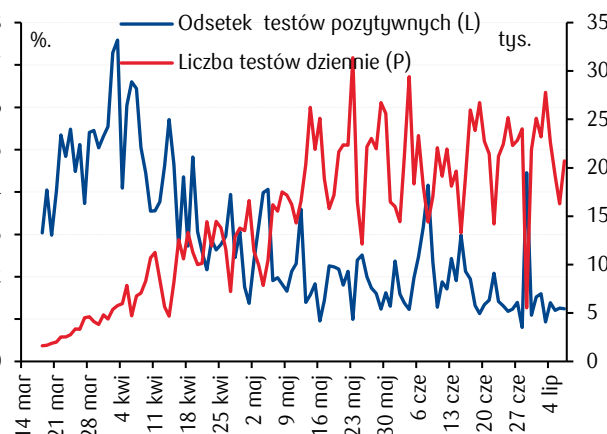
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



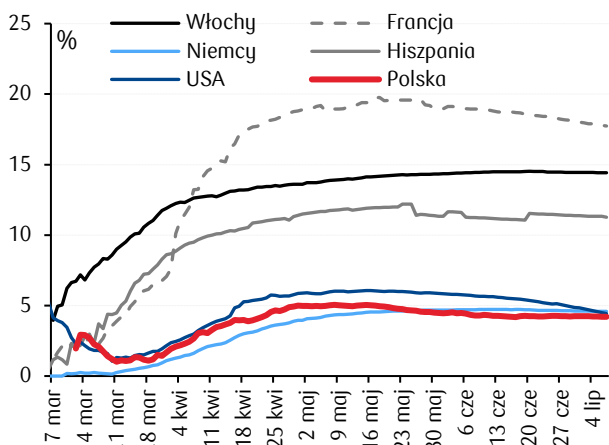
Potwierdzone zakażenia w Polsce



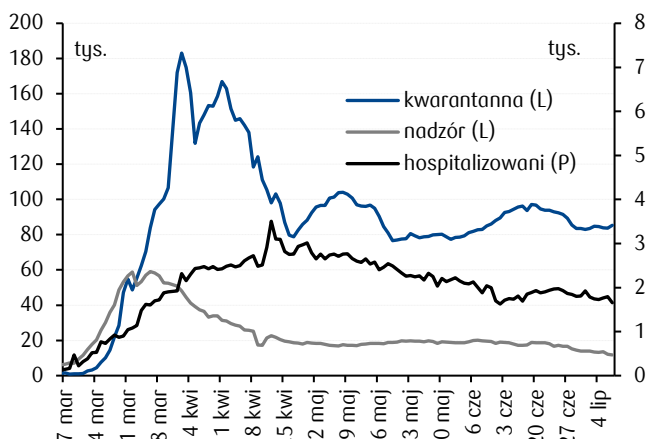
Liczba testów dziennie w Polsce



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



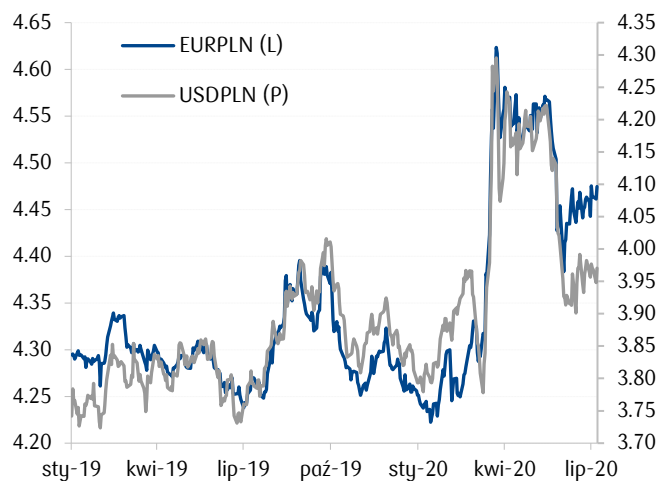
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

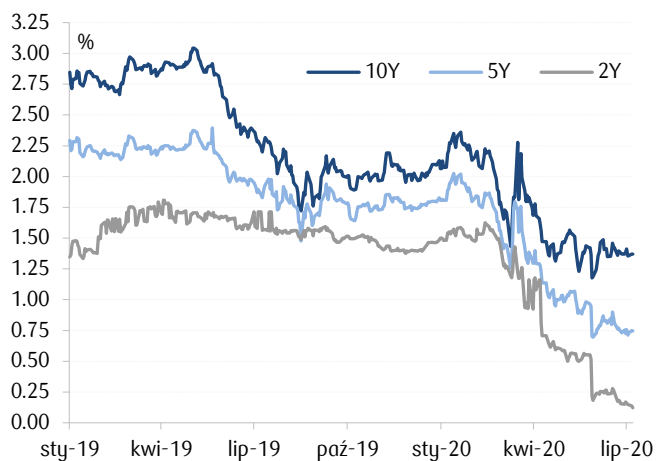
		Wartość 2020-07-07	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4.4746	0.30%	0.71%	0.54%
	USDPLN	3.9649	0.58%	0.23%	1.15%
	CHFPLN	4.2108	0.39%	0.87%	1.96%
	GBPPLN	4.9798	0.96%	1.49%	-0.22%
	EURUSD	1.1286	-0.28%	0.48%	-0.61%
	EURCHF	1.0627	-0.08%	-0.15%	-1.39%
	GBPUSD	1.2575	0.52%	1.77%	-1.16%
	USDJPY	107.56	0.07%	-0.31%	-0.15%
	EURCZK	26.69	0.08%	0.18%	0.66%
Obligacje	EURHUF	354.36	0.57%	-0.02%	3.01%
	PL2Y	0.12	-2	-5	-12
	PL5Y	0.75	0	2	-8
	PL10Y	1.37	0	-1	-4
	DE2Y	-0.67	2	2	-5
	DE5Y	-0.66	2	4	-9
	DE10Y	-0.42	1	4	-11
	US2Y	0.17	0	1	-4
	US5Y	0.29	-1	1	-11
Akcje	US10Y	0.65	-4	-1	-18
	WIG20	1800.9	-1.0%	2.4%	-1.9%
	S&P500	3145.3	-1.1%	1.5%	-1.9%
	Nikkei**	22463.0	-0.7%	0.8%	-2.7%
	DAX	12616.8	-0.9%	2.5%	0.0%
Surowce	VIX	29.43	5.3%	-3.3%	6.7%
	Ropa Brent	43.1	0.0%	4.4%	4.4%
	Złoto	1794.0	0.6%	0.6%	4.4%

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

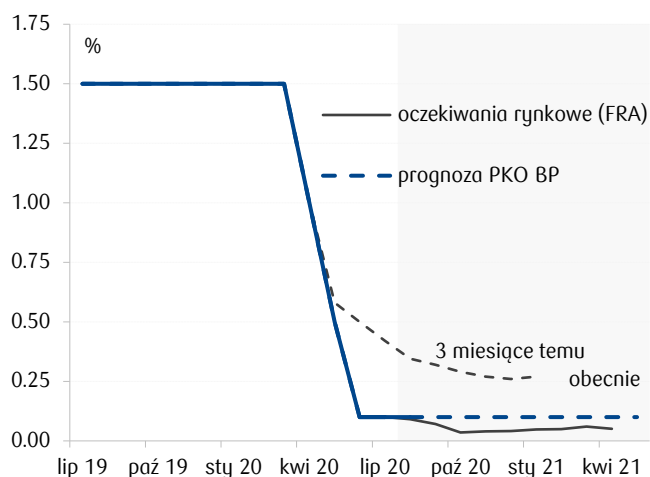
Notowania złotego wobec głównych walut



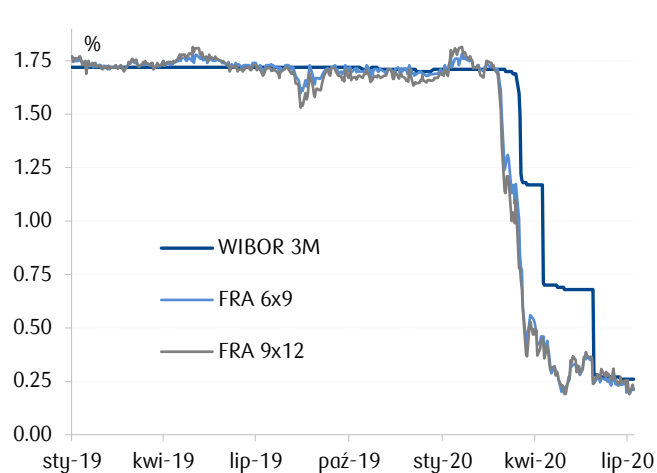
Rentowności polskich obligacji skarbowych



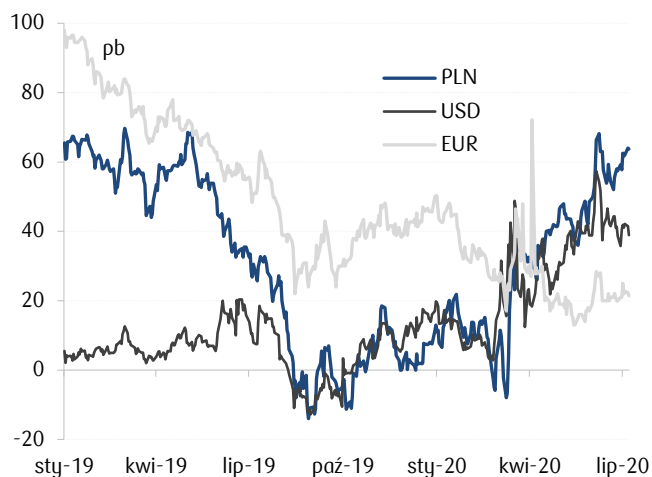
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



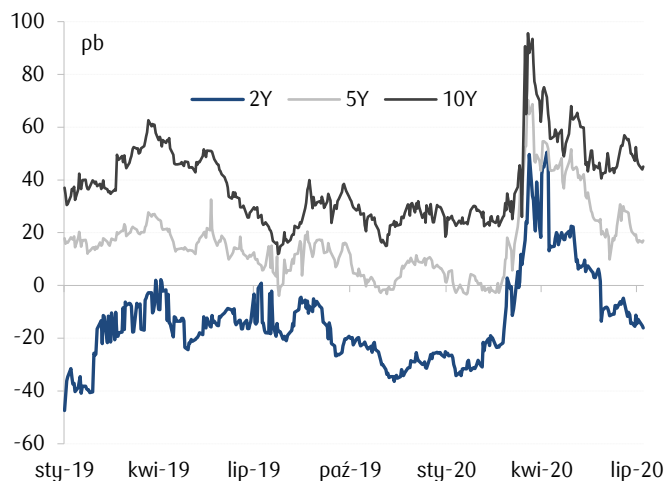
Krótkoterminowe stopy procentowe



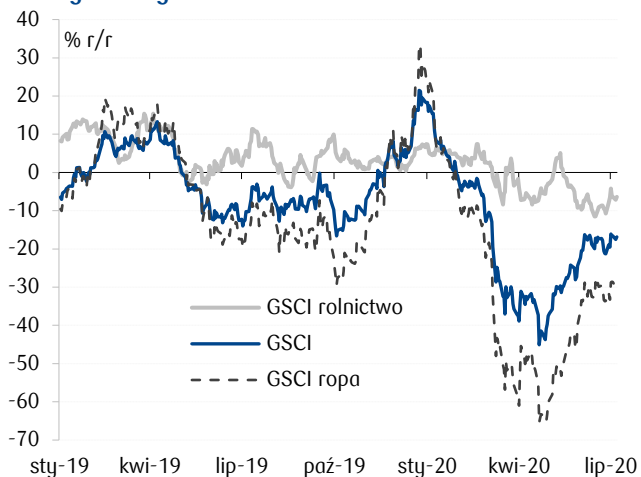
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



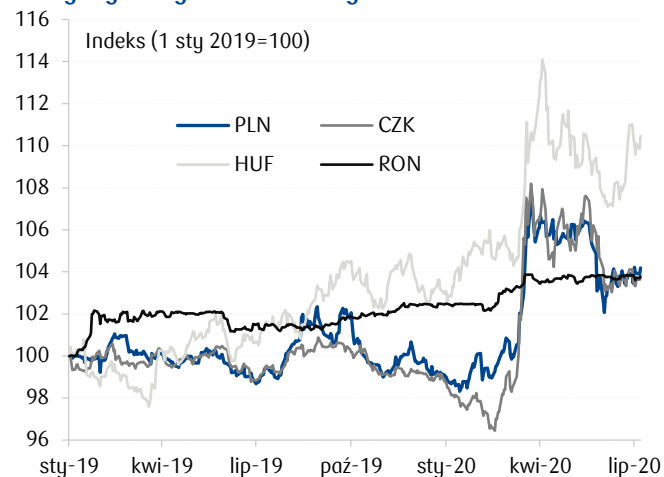
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne. *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Polska w makro-pigułce

	2019	2020	Komentarz
Sfera realna			
- realny PKB (%)	4,1	-3,9	Restrykcje antyepidemiczne spowodują spadek PKB w 2q20 o 8-10%, ale zakładając zniesienie większości restrykcji do końca czerwca, od 3q20 dynamika PKB zacznie się poprawiać. Utrzymywanie się zaostrzonego rygoru sanitarnego również i trwale pogorszone nastroje konsumentów będą jednak spowalniać odbudowę aktywności gospodarczej. Utrzymywanie się podwyższonej niepewności sprawi, że odbudowa popytu i wybiecie z dołka będzie raczej „U-kształtne”.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	2,3	3,3	Inflacja CPI będzie od kwietnia spadać za sprawą spadku inflacji bazowej (przejście z dodatniej do ujemnej luki popytowej) oraz dynamiki cen paliw (załamanie cen ropy), ale presja inflacyjna będzie się w pewnym stopniu utrzymywać za sprawą ograniczeń podaży na rynku żywności (susza oraz potencjalnego problemu z dostępnością pracowników sezonowych).
Agregaty monetarne			
- kredyty/depozyty (%)	5,1/8,2	4,0/13,6	Mimo gwarancji rządowych wzrost kredytów ogółem spowolni w średnim terminie z powodu niższej rentowności banków wynikającej z niższych stóp procentowych i wzrostu kosztów ryzyka kredytowego, mimo efektywnego obniżenia wymogu kapitałowego. Wpływ na dynamikę będzie ograniczany przez osłabienie PLN oraz wakacje kredytowe. Wzrost depozytów ogółem przyspieszy wskutek nowej stymulacji fiskalnej oraz zakupów obligacji przez NBP na rynku wtórnym.
Równowaga zewnętrzna			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,5	0,5	Przewidujemy, że saldo rachunku obrotów bieżących pozostanie dodatnie, utrwalając trend redukcji nierównowagi polskiej gospodarki. Saldo handlu towarami i usługami pogorszy się, ale zrównoważy to spadek deficytu rachunku dochodów pierwotnych (mniejsze zyski firm oraz spadek transferów zarobkowych Ukraińców).
Polityka fiskalna			
- saldo fiskalne (% PKB)	-0,7	-8,4	Koszty Tarczy Antykryzysowej oraz utrata dochodów podatkowych (znaczny spadek nominalnej dynamiki PKB) oraz jednorazowych (za transfer aktywów OFE oraz częstotliwości 5G i prawa do emisji CO ₂) istotnie zwiększą deficyt fiskalny (wg Aktualizacji Programu Konwergencji do 8,4% PKB). Dobra sytuacja wyjściowa z 2019 oznacza dużą przestrzeń do absorpcji szoku gospodarczego przez finanse publiczne i wzrost relacji długu publicznego do PKB.
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	0,10	W reakcji na wybuch pandemii NBP obniżył stopy procentowe, aby obniżyć koszty obsługi długu, oraz zaczął wykorzystywać niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, aby zapewnić niezakłócone finansowanie rządowego programu antykryzysowego. Ostatnie cięcie, o nietypowej skali do poziomu 0,10% jest wg nas sygnałem, że 0,00% jest granicą, której RPP nie chce przekroczyć.

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

Zagranica w makro-pigułce

	2019	2020	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,3	-5,7	Wskutek wprowadzonych restrykcji związanych w pandemię amerykańska gospodarka straciła impet i w 1q20 wpadła w recesję, tracąc w ciągu trzech tygodni tyle miejsc pracy, ile utworzyła od kryzysu finansowego 2008-09. W reakcji na zatrzymanie gospodarki Fed obniżył stopy procentowe do zera oraz uruchomił program w zasadzie nieograniczonego skupu papierów wartościowych. Reakcja amerykańskich władz monetarnych jest bezprecedensowa.
- inflacja CPI (%)	1,8	0,8	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	1,2	-6,4	W wyniku pandemii strefa euro znalazła się w recesji, która w pierwszej kolejności dotknęła sektor usług. Spadek aktywności w niektórych krajach strefy dotkniętych najmocniej epidemią (np. Włochy) jest największy w historii. Wyzwaniem dla strefy euro pozostaje koordynacja polityki fiskalnej, po złagodzeniu polityki monetarnej EBC. Na przeszkodzie stanąć może niechęć niektórych krajów do akceptacji wspólnotowych obligacji.
- inflacja HICP (%)	1,3	0,4	
Chiny			
- realny PKB (%)	6,2	1,5	Chiny po dwóch miesiącach zamknięcia i pierwszym od 40 lat spadku PKB w 1q20 stopniowo normalizują aktywność gospodarki, Szok popytowy utrudnia równoważenie gospodarki (ograniczenie roli eksportu we wzroście przy zwiększeniu roli popytu krajowego). Dodatkowym wyzwaniem dla władz w średnim terminie będzie deglobalizacja i większa dywersyfikacja geograficzna produkcji w ramach globalnych łańcuchów.
- inflacja CPI (%)	2,5	3,1	

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

Monitor RPP

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

K. Zubelewicz	4,9	„Obecnie bank centralny sięga po niestandardowe działania w niestandardowej sytuacji, Istotą problemu jest zatem to, czy wraz z normalizacją sytuacji gospodarczej bank centralny przestanie korzystać z niestandardowych narzędzi. Sposób przywracania tradycyjnej polityki pieniężnej będzie testem faktycznej niezależności banku centralnego, To właśnie niezależność banku centralnego pozwala na minimalizację kosztów niestandardowych operacji, Bank centralny powinien reprezentować interesy posiadaczy złotego, a te z definicji mogą być odmienne od interesów Ministerstwa Finansów, zainteresowanego przecież ich przejściem.” (21.05.2020, PAP)
E. Gatnar	4,7	„Jeśli chodzi o dokonaną przez RPP redukcję stóp procentowych, to uważam ją za zbyt głęboką, Wystarczyłaby sumaryczna obniżka o 50 pb, przede wszystkim ze względów psychologicznych. (...) Mogą one [ujemne stopy procentowe - PKO] osłabić zaufanie do polskiej waluty, spowodować wycofywanie depozytów, i zachęcać do ucieczki do obcych walut, Mogą także doprowadzić do poważnej destabilizacji sektora bankowego (...) Uważam, że byłoby zasadne uruchomienie polskiego TLTRO, podobnie jak robi to EBC.” (09.06.2020, PAP)
Ł. Hardt	4,1	„W reakcji na gospodarcze skutki pandemii polityka pieniężna NBP (...) musiała zostać złagodzona, ale podstawowa stopa procentowa nie powinna być obniżana aż o 100 punktów bazowych. Wystarczyłaby jej niewielka redukcja, bo kluczowe znaczenie ma i tak uruchomienie programu skupu skarbowych papierów wartościowych, a potencjalnie też udostępnienie kredytu wekslowego. Wejście NBP na wtórny rynek SPW w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku jest słuszne, oparte na mocnych podstawach prawnych i korzystne dla płynności rynku i zachowania drożności transmisji monetarnej.” (12.05.2020, PAP)
G. Ancyparowicz	2,5	„Rada od początku była przygotowana na cykl kilku obniżek, nie mogliśmy w jednym posunięciu obniżyć stóp od razu o 140 pb., więc rozłożyliśmy to w czasie, obserwując po drodze reakcję gospodarki, Według mojej oceny stopy procentowe powinny być utrzymywane na obecnym poziomie i jeżeli nie będzie czarnego scenariusza, być może pozostaną tam, gdzie są na dłużej - w tej chwili wydaje się, że decyzje, które podjęliśmy były optymalne. Na pewno w perspektywie najbliższych tygodni prawdopodobieństwo dalszego cięcia stóp jest praktycznie zerowe, ale zobaczymy co będzie potem, Mówiąc bardziej ogólnie, z doświadczeń zachodnich wynika, że z polityki niskich stóp procentowych bardzo trudno jest się wycofać.” (01.06.2020, PAP)
C. Kochalski	2,4	„(...) mamy w Polsce coraz mniejszą przestrzeń do cięcia stóp (...) po drugiej tegorocznej obniżce stóp procentowych, Dzisiaj jesteśmy po trzeciej, która istotnie tę przestrzeń wypełniła. Mamy w tej chwili stopy procentowe na bardzo niskim poziomie i jednocześnie bank centralny podejmuje inne niestandardowe działania. Nie widzę w tej chwili przesłanek, by dyskutować o ujemnych stopach procentowych.” (03.06.2020, PAP)
J. Kropiwnicki	2,4	„W kolejnym roku kalendarzowym musimy ostrożnie, stopniowo, łagodnie wrócić ze stopami procentowymi banku centralnego do poziomów z 2019 r., które przez wiele lat dobrze służyły gospodarce. (...) Choć makroekonomiczne skutki obniżania stóp procentowych zawsze wzbudzały moje wątpliwości, to ich podwyższanie wydaje mi się bardziej efektywne, zarówno na poziomie makro, jak i mikro.” (24.06.2020, PAP)
R. Sura	2,2	„Przy takim, a nie innym instrumentarium NBP, zastosowanym w ostatnich 3 miesiącach, uważam że przez najbliższy kwartał należy szczegółowo monitorować wpływ stosowanych narzędzi na gospodarkę i obserwować otoczenie, a dopiero po tym okresie wprowadzać ewentualne korekty, gdy zajdzie taka potrzeba.” (02.06.2020, PAP)
A. Glapiński	1,9	„Byliśmy świadomi, że pandemia może silnie ograniczyć aktywność gospodarczą na świecie i w Polsce, a także obniżyć inflację, więc zdecydowaliśmy się na natychmiastową reakcję, by złagodzić jej wpływ na sytuację finansową Polaków. Trzykrotnie obniżyliśmy stopy procentowe, w tym główną stopę procentową NBP do historycznie niskiego poziomu 0,1 proc., czego efekty w postaci niższych rat kredytowych szybko odczuły setki tysięcy kredytobiorców, zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.” (01.06.2020, PAP)
J. Żyżyński	1,9	„Wyższa inflacja w czerwcu jest zjawiskiem przejściowym, związanym z odmrażaniem gospodarki po lockdownie (...) jest zbyt wcześnie by rozważać, kiedy możliwa byłaby podwyżka stóp procentowych.” (30.06.2020, Bloomberg)
E. Łon	1,0	„Wyrażam przekonanie, że stabilizacja poziomu stóp procentowych na obecnym bardzo niskim poziomie byłaby dobrą strategią w polskiej polityce pieniężnej. Utrwałoby to bowiem przekonanie wśród uczestników życia gospodarczego, że nasz bank centralny stara się czynić co tylko możliwe, aby nie zaszkodzić fali ożywienia gospodarczego, z której początkami mamy obecnie do czynienia. Z tego powodu uważam, że zaostrzenie polityki pieniężnej w drugiej połowie tego roku lub nawet w roku przyszłym byłoby posunięciem zbyt ryzykownym.” (06.07.2020, 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	0,75	-15pb (cze 2020)	MNB nieoczekiwanie po raz pierwszy od 4 lat obniżył stopę procentową zapowiadając, że jest to ruch jednorazowy a nie początek cyklu. Jednocześnie MNB potwierdził, że pozostaje w trybie <i>data-driven</i> , tzn. będzie reagować na napływające z gospodarki dane.

Źródło: Banki centralne, Reuters, PKO Bank Polski. ^koniec okresu.

Departament Analiz Ekonomicznych

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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

Zespół Analiz Sektorowych

	analizy.sektorowe@pkobp.pl	22 521 81 22
dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek	agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl	22 521 81 22
dr Mariusz Dziwulski	mariusz.dziwulski@pkobp.pl	22 521 81 88
Michał 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 Pięta-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.