

Stopy zabetonowane przynajmniej do końca 2023

Dziś w centrum uwagi:

- **Gołębie nastawienie Fed na wczorajszym posiedzeniu nie sprostало oczekiwaniom rynków akcji w USA** – po posiedzeniu wieczorem naszego czasu spadły ceny akcji spółek technologicznych. Dolar lekko umacniał się, a Treasuries pozostały w trendzie bocznym. **Dziś uwaga przesunie się na tygodniowe statystyki z amerykańskiego rynku pracy**, które potwierdzą, że wniosków wciąż jest ok. 4-5 razy więcej niż przed pandemią, ale ważny będzie kierunek zmiany wobec poprzedniego tygodnia.
- **Bank Anglii nie zmieni dziś parametrów polityki pieniężnej**. BoE zostawi sobie jednak zapewne furtkę do dalszych działań na wypadek coraz bardziej prawdopodobnego bezumownego brexitu. Coraz powszechniej oczekuje się, że kolejna faza luzowania polityki pieniężnej w Wielkiej Brytanii nastąpi w listopadzie i obok zwiększenia programu QE może też przynieść ujemne stopy.
- **Krajowe dane z rynku pracy za sierpień** pokażą wg naszych szacunków dalszą normalizację sytuacji po odmrożeniu gospodarki – wyhamowanie spadku zatrudnienia oraz dalszy lekki wzrost dynamiki płac.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **USA: Fed pozostawił stopy procentowe bez zmian** (przedział dla stopy fed funds 0,00-0,25%). Jednocześnie w [projekcjach](#) zasygnalizował, że stopy procentowe pozostaną na poziomie zbliżonym do zera przynajmniej do końca 2023. FOMC potwierdził w [komunikacie](#) po posiedzeniu, że polityka pieniężna pozostanie akomodacyjna dopóki inflacja nie wyniesie **średnio** 2%, a oczekiwania inflacyjne nie będą solidnie zakotwiczone na poziomie 2%. Co ciekawe, inflacja w prognozach Fed osiąga 2,0% dopiero w 2023, co oznacza, że na koniec 2023 średnia inflacja będzie nadal poniżej docelowego poziomu Fed (wg prognoz FOMC). To może oznaczać, że Fed pozwoli na przestrzelenie inflacji w kolejnych latach dopóki średnia wieloletnia nie powróci do 2,0%. Nie jest to precyzyjne sformułowanie celu inflacyjnego (nie wiemy np. średnią z ilu lat obserwować będzie Fed), a jego elastyczność zapewne oznacza, że bank będzie nadal wspierać politykę fiskalną (prognozy fiskalne Biura Budżetowego Kongresu, CBO, sugerują, że w kolejnych latach potrzeby finansowe budżetu federalnego USA będą „nienasycone”, a deficyty coraz większe). Wynik głosowania nie był jednomyślny. R.Kaplan (Dallas Fed) oraz N.Kashkari (Minneapolis Fed) byli bardziej gołębi. Opowiadali się za tym, aby Fed zaczekał z podwyżkami dopóki inflacja bazowa nie osiągnie 2% w sposób trwały. Fed podtrzymuje swoje zobowiązanie wykorzystania wszystkich narzędzi jakie ma do dyspozycji w celu wspierania

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

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

Marta Petka-Zagajewska

Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki

Ekonomista
tel. 22 521 54 50

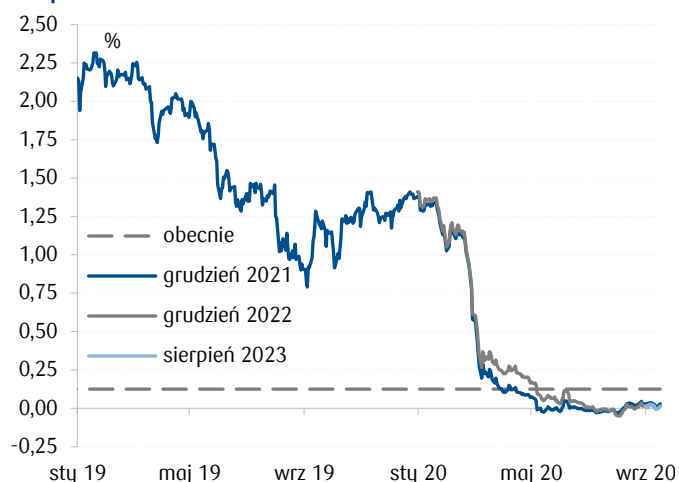
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

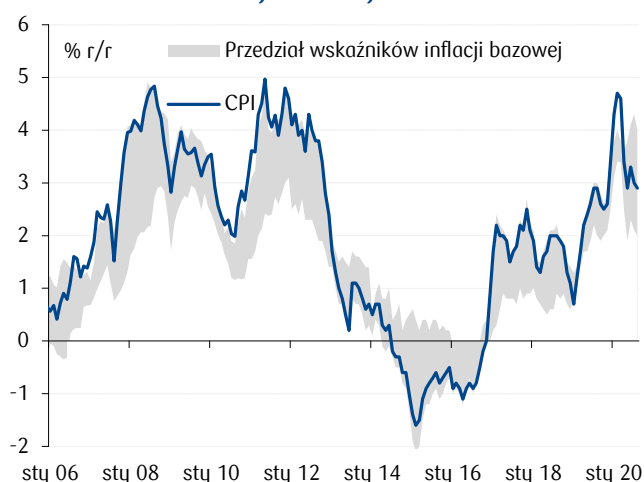
Michał Rot

Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Stopy fed funds w kontraktach futures



Przedział miar inflacji bazowej



ożywienia, m.in. zakupy obligacji rządowych i MBS-ów, w dotychczasowym tempie.

W najnowszych prognozach FOMC tylko 4 członków Komitetu przewiduje, że stopa fed funds będzie podniesiona przynajmniej jeden raz w 2023. Fed widzi, że recesja będzie płytsza niż się do tej pory wydawało, ale ożywienie ma być także nieco wolniejsze. Wzrost gospodarczy ma wynieść -3,7% w 2020, 4,0% w 2021, a potem 3,0% i 2,5% w 2022 i 2023. Stopa bezrobocia powróci do poziomu 4,0% (lekko poniżej poziomu długookresowego) dopiero w 2023. Inflacja będzie stopniowo zmierzać do poziomu 2% (1,2% w 2020, 1,7% w 2021, 1,8% w 2022 oraz 2,0% w 2023).

W trakcie konferencji J.Powell powiedział, że stymulacja fiskalna była niezbędna, aby osiągnąć postęp w ratowaniu gospodarki. Członkowie FOMC oczekują, że wkrótce zostaną podjęte dalsze działania fiskalne. Sam J.Powell stwierdził, że jeżeli stymulacja fiskalna będzie się opóźniać, wzrosną ryzyka dla wzrostu gospodarczego. Powell przyznał także, że szybsze od oczekiwań ożywienie niekoniecznie musi być nadal kontynuowane (to sugeruje, że Fed spodziewa się efektów „drugiego dna” kryzysu).

Wynik posiedzenia FOMC utwierdza nas w przekonaniu, że stopy procentowe Fed pozostaną niezmienione w przewidywalnej przyszłości (przynajmniej do końca 2022, a prawdopodobnie znacznie dłużej). Deklaracja FOMC zdejmuje presję z innych banków centralnych na świecie, zostawiając im miejsce na kontynuację dotychczasowego, w wielu przypadkach ultrałagodnego, kursu polityki pieniężnej.

Przy takim układzie globalnej polityki pieniężnej (ultra gołębi pozostaje również EBC) szanse na podwyżkę stóp procentowych NBP w przyszłym roku (postulowaną przez niektórych członków RPP) wydają się czysto teoretyczne. Bilans ryzyka dla naszego scenariusza stóp procentowych w Polsce staje się bardziej zrównoważony (z lekko asymetrycznego w stronę podwyżki).

- **USA: Sprzedaż detaliczna w sierpniu** wzrosła o 0,6% m/m (poniżej oczekiwań) wobec 0,9% m/m w lipcu. Sprzedaż detaliczna „bazowa” (bez żywności, pojazdów, materiałów budowlanych i paliw) spadła o 0,1% m/m. **Dane rozczarowały potwierdzając, że fala odłożonego przez lockdown popytu minęła, a konsumenci coraz mocniej odczuwają trudną sytuację na rynku pracy** oraz wygaśnięcie rządowej pomocy dla gospodarstw domowych i mikrofirm. Szansą dla wzrostu amerykańskiej konsumpcji jest szybkie uchwalenie kolejnego pakietu stymulacyjnego.
- **POL: Inflacja bazowa w sierpniu** obniżyła się do 4,0% r/r (z 4,3% r/r w lipcu) przełamując trend wzrostowy trwający od 1,5 roku. Przedział miar inflacji bazowej obniżył się z 2,1-4,3% do 2,0-4,0% (por. wykres). Dane wspierają bieżący, łagodny kurs polityki pieniężnej NBP.
- **JAP: Bank Japonii (BoJ)** nie zmienił parametrów polityki pieniężnej. W kolejnej rundzie prognoz BoJ przedstawił poprawiający się obraz gospodarki Japonii po raz pierwszy od wybuchu pandemii. Uwaga BoJ skupiona jest obecnie na wsparciu sektora przedsiębiorstw, a realizacja celu inflacyjnego zeszła na razie na drugi plan (w sierpniu Japonia ponownie odnotowała deflację). Zmiana na stanowisku premiera Japonii nie zmienia ogólnego obrazu polityki BoJ: spodziewamy się, że obecny kurs polityki pieniężnej będzie kontynuowany w przewidywalnej przyszłości.
- **POL: Wiceminister finansów S.Skuzo** poinformował, że według wstępnych szacunków, **deficyt budżetowy po sierpniu** może wynieść 2-3 mld mniej niż w lipcu (czyli 13,3-14,3 mld zł). Oceniał także, że dochody z VAT i akcyzy odbudowują się.
- **POL: Według danych GUS liczba turystów w Polsce** w lipcu spadła o 34,7% r/r, w tym zagranicznych o 68,2% r/r, a krajowych o 25,4% r/r.
- **UE: U.von der Leyen** zapowiedziała, że **20% z 750 mld euro funduszu obudowy** gospodarki po koronawirusie będzie przeznaczonych **na inwestycje cyfrowe**, w tym na rozwój infrastruktury szerokopasmowej.
- **POL: Agencja Moody's** oceniła, że dobre perspektywy wzrostu wspierają rating Polski, ale polska gospodarka stoi przed szeregiem wyzwań fiskalnych w postaci wysokiego deficytu strukturalnego i powrotu do reguł fiskalnych po pandemii. Do głównych wyzwań dotyczących ratingu Polski zaliczono relatywnie wysoki fiskalny deficyt strukturalny, średnioterminowe perspektywy wzrostu potencjału gospodarki oraz podwyższoną niepewność dotyczącą polityki gospodarczej.
- **ŚWIAT: OECD podwyższyła szacunki globalnego PKB w 2020** do -4,5% wobec -6,0%

prognozowanych poprzednio. Jednocześnie obniżono prognozę globalnego wzrostu gospodarczego w 2021 do 5,0% z 5,2% prognozowanych poprzednio.

- **GER:** Rząd Niemiec zatwierdził projekt ustawy przedłużającej do 2 lat (nie dłużej niż do końca 2021) finansowanie przez państwo pracy w wymiarze skróconym.
- **UE:** PE przyjął opinię ustawodawczą ws. decyzji dotyczącej zasobów własnych UE w procedurze przyspieszonej. Ma to umożliwić Komisji Europejskiej wyjście na rynek finansowy po EUR 750 mld na fundusz odbudowy. Głosowanie umożliwi rozpoczęcie procesu ratyfikacji decyzji przez 27 krajów UE, co powinno umożliwić bezzwłoczne uruchomienie finansowania w ramach Planu Odbudowy.

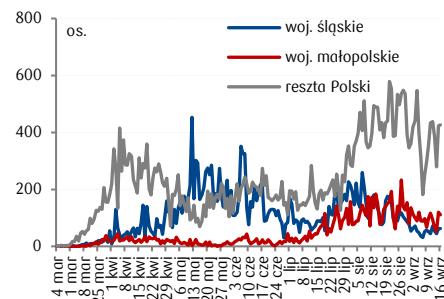
Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL:** W środę poinformowano o 600 przypadkach zakażeń koronawirusem. Średnia 7-dniowa liczba nowych przypadków (niwelująca efekt mniejszej liczby przypadków stwierdzanych w weekendy) wyniosła 541. W ujęciu tygodniowym najwięcej zakażeń odnotowano w województwie małopolskim (średnio 93,9 dziennie), mazowieckim (74,9) oraz śląskim (55,7). Liczba aktywnych przypadków wynosi obecnie 11.387 osób, 17,6% chorych wymaga leczenia szpitalnego, liczba hospitalizacji wynosi 2007 osób, zajętych jest 86 respiratorów. Spadła liczba osób objętych kwarantanną (do 94.273). W środę poinformowano o 10 zgonach. Łącznie z powodu Covid-19 zmarło 2.237 osób, co stanowi ok. 3% wszystkich potwierdzonych przypadków (75.734). Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach znajduje się na str. 5.

Znalezione w sieci:

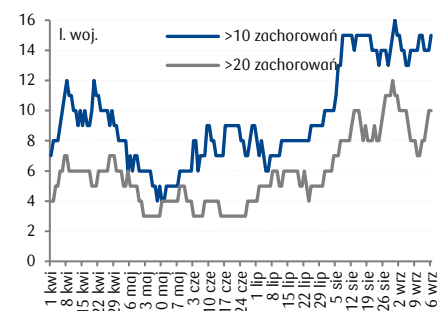
- Lockdown i epidemia spowodowały, że liczba imigrantów pracujących w Polsce zmniejszyła się o ok. 10%, czyli o ponad 100 tysięcy osób (Obserwator finansowy): [„Mniej imigrantów na polskim rynku pracy po lockdownie”](#).
- Popularność wyszukiwań objawów ze strony układu pokarmowego w Google pozwala przewidzieć ogniska Covid-19 (Massachusetts General Hospital): [Increased Internet Search Interest for GI Symptoms May Predict COVID-19 Cases in U.S. Hotspots](#).
- Imigranci w USA tworzą więcej miejsc pracy niż “zabierają” (NBER): [Immigration and Entrepreneurship in the United States](#).
- Wśród migrantów w Warszawie wciąż dominuje migracja krótkoterminowa, jednak coraz więcej osób chce zostać na stałe. (NBP) [Badania ankietowe imigrantów w aglomeracji warszawskiej \(2019-2020\) - najważniejsze wnioski](#)

Nowe zakażenia w Polsce



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Liczba województw z dzienną liczbą zakażeń* >10 i >20



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

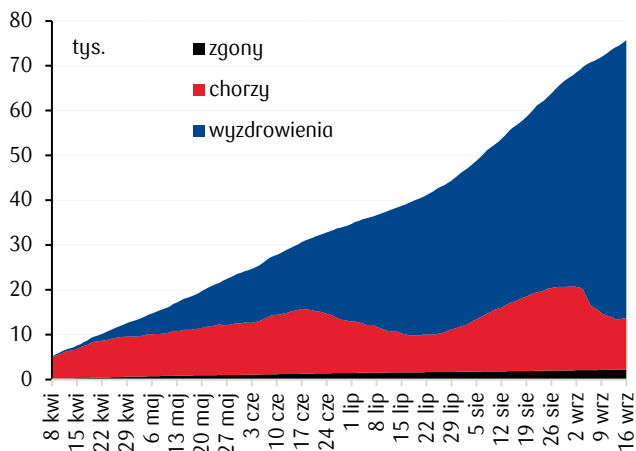
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 11 września						
POL: Aktualizacja ratingu (Moody's)	--	--	--	--	--	--
GER: Inflacja CPI (sie, rew.)	8:00	% r/r	-0,1	0,0	--	0,0
USA: Inflacja CPI (sie)	14:30	% r/r	1,0	1,2	--	1,3
USA: Inflacja bazowa (sie)	14:30	% r/r	1,6	1,6	--	1,7
Poniedziałek, 14 września						
EUR: Produkcja przemysłowa (lip)	11:00	% r/r	-12,0	-8,2	--	-7,7
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip)	14:00	mIn EUR	2842	1797	1797	1620
POL: Eksport (lip)	14:00	% r/r	3,0	2,4	-0,3	2,7
POL: Import (lip)	14:00	% r/r	-10,7	-8,7	-10,5	-3,9
Wtorek, 15 września						
POL: Inflacja CPI (sie, rew.)	10:00	% r/r	3,3	2,9	2,9	2,9
GER: Indeks instytutu ZEW (wrz)	11:00	pkt.	71,5	70,0	--	77,4
USA: Produkcja przemysłowa (sie)	15:15	% m/m	3,5	1,0	--	0,4
POL: Stopa referencyjna NBP (wrz)	--	%	0,10	0,10	0,10	0,10
Środa, 16 września						
POL: Inflacja bazowa (sie)	14:00	% r/r	4,3	4,1	4,1	4,0
USA: Sprzedaż detaliczna (sie)	14:30	% m/m	0,9	1,0	--	0,6
USA: Posiedzenie Fed (wrz)	20:00	%	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25
Czwartek, 17 września						
JAP: Posiedzenie BoJ	--	%	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	10:00	% r/r	3,8	4,0	4,1	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	10:00	% r/r	-2,3	-1,7	-1,3	--
EUR: Inflacja HICP (sie, rew.)	11:00	% r/r	0,4	-0,2	--	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	0,10	0,10	0,10	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie)	14:30	mln	1,5	1,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	884	880	--	--
Piątek, 18 września						
POL: Produkcja przemysłowa (sie)	10:00	% r/r	1,1	2,8	1,7	--
POL: Inflacja PPI (sie)	10:00	% r/r	-0,6	-0,9	-1,0	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, wst.)	16:00	pkt.	74,1	74,8	--	--

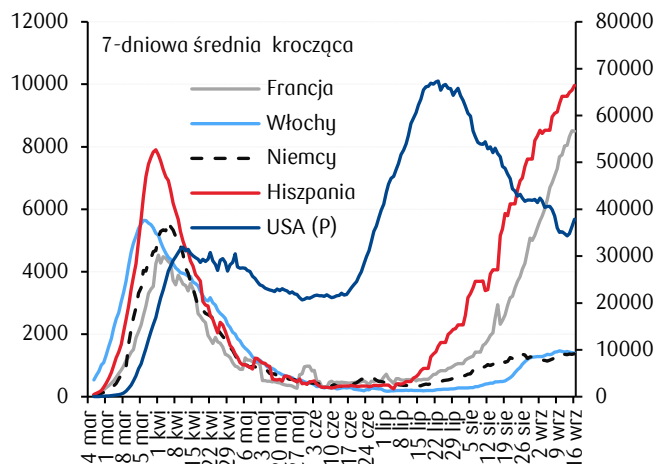
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

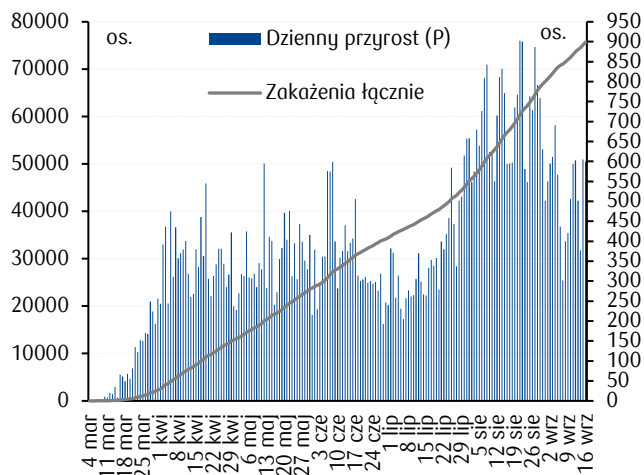
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



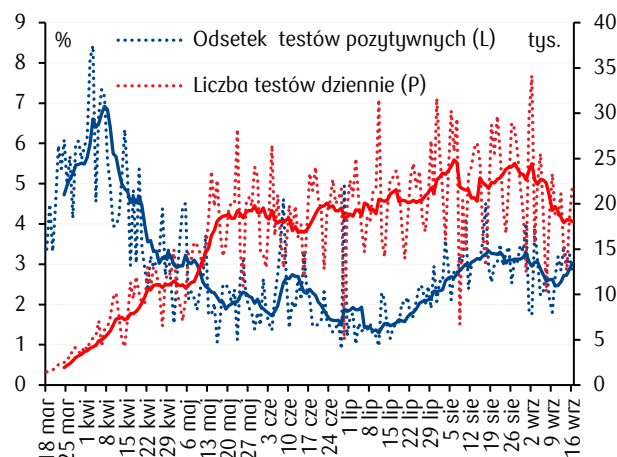
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



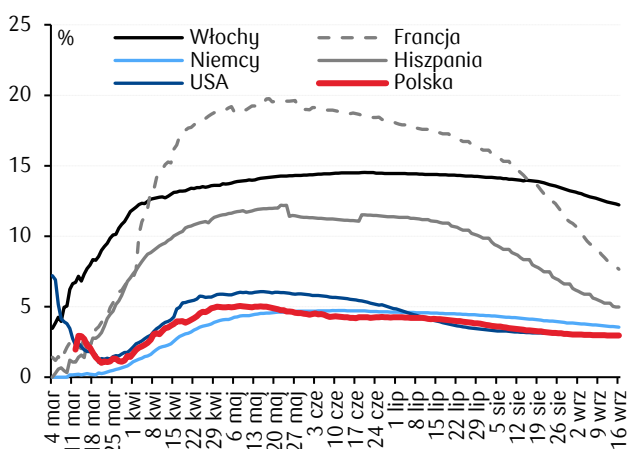
Potwierdzone zakażenia w Polsce



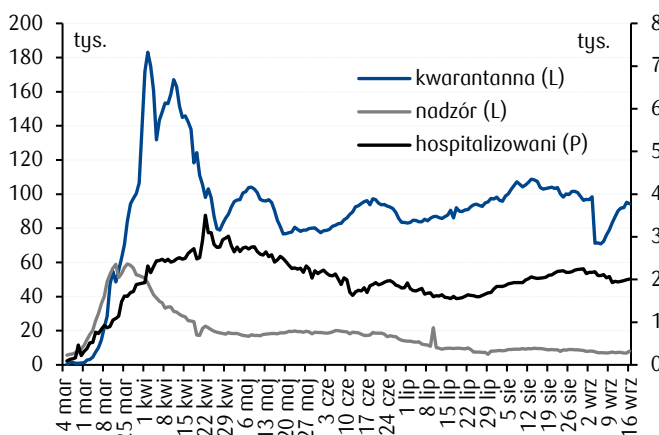
Liczba testów dziennie w Polsce (7D MA)



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



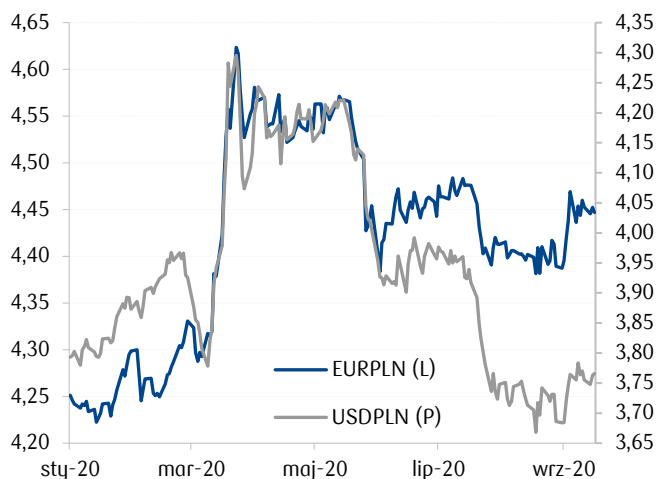
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

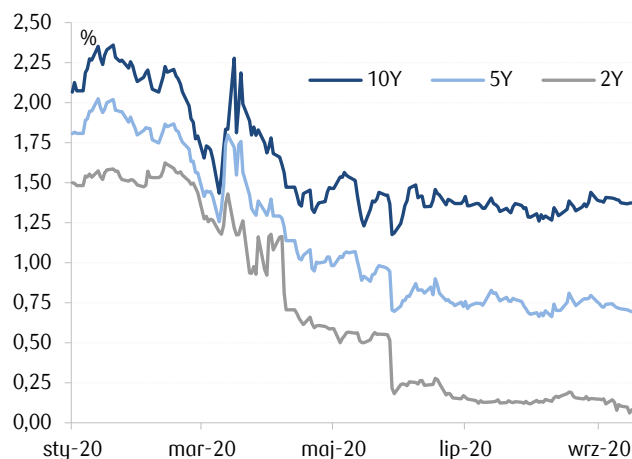
		Wartość 2020-09-16	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,4470	-0,12%	0,07%	0,86%
	USDPLN	3,7596	0,06%	-0,09%	1,47%
	CHFPLN	4,1404	0,06%	0,52%	1,70%
	GBPPLN	4,8835	0,71%	-0,21%	0,28%
	EURUSD	1,1829	-0,19%	0,17%	-0,61%
	EURCHF	1,0741	-0,18%	-0,44%	-0,83%
	GBPUSD	1,3002	1,16%	0,02%	-1,38%
	USDJPY	104,84	-0,61%	-1,32%	-0,77%
	EURCZK	26,68	-0,28%	0,61%	2,26%
	EURHUF	358,85	0,29%	0,59%	2,81%
Obligacje	PL2Y	0,08	2	0	-11
	PL5Y	0,69	-1	-3	-9
	PL10Y	1,37	0	-2	1
	DE2Y	-0,68	1	1	-2
	DE5Y	-0,68	1	0	0
	DE10Y	-0,48	0	-2	-1
	US2Y	0,14	0	-1	0
	US5Y	0,27	1	0	0
	US10Y	0,69	1	-2	1
Akcje	WIG20	1738,1	-0,3%	-2,0%	-5,2%
	S&P500	3385,5	-0,5%	-0,4%	0,3%
	Nikkei**	23325,4	-0,6%	1,3%	0,9%
	DAX	13255,4	0,3%	0,1%	2,1%
	VIX	26,04	1,8%	-9,6%	15,5%
Surowce	Ropa Brent	40,6	0,0%	-0,5%	-10,5%
	Złoto	1966,8	0,7%	1,1%	0,2%

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

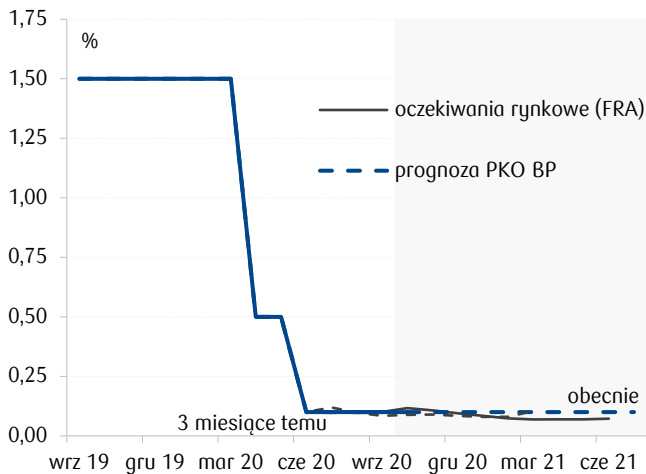
Notowania złotego wobec głównych walut



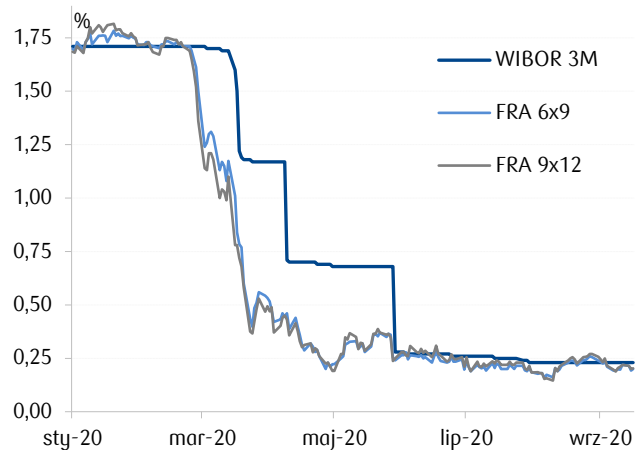
Rentowności polskich obligacji skarbowych



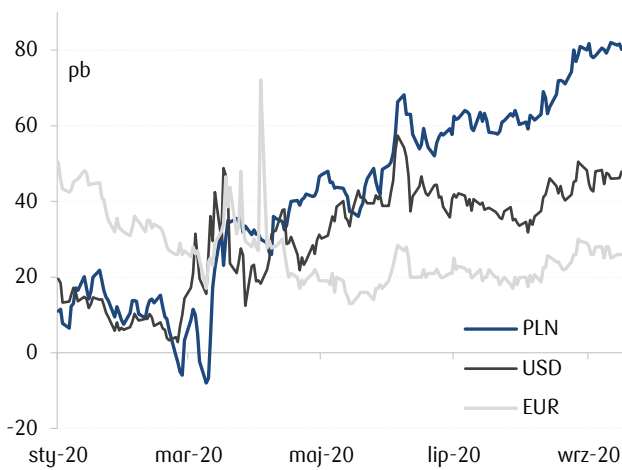
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



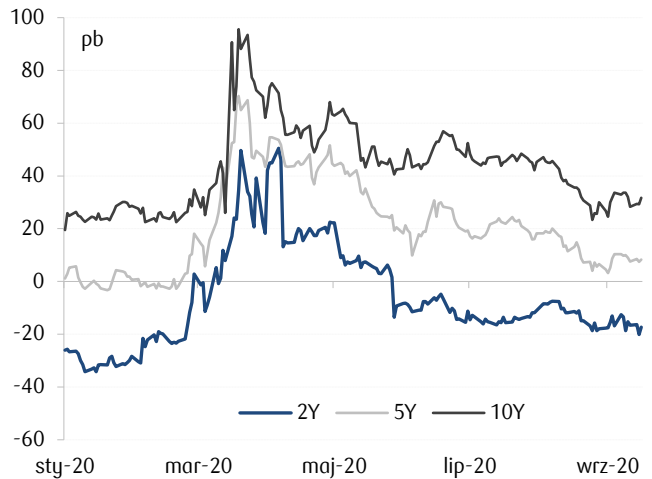
Krótkoterminowe stopy procentowe



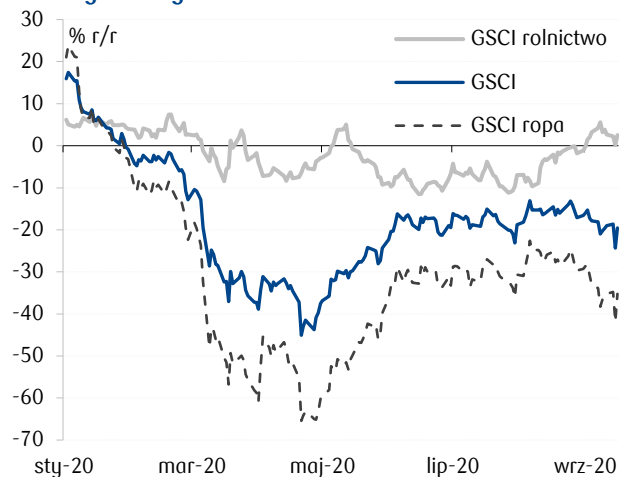
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



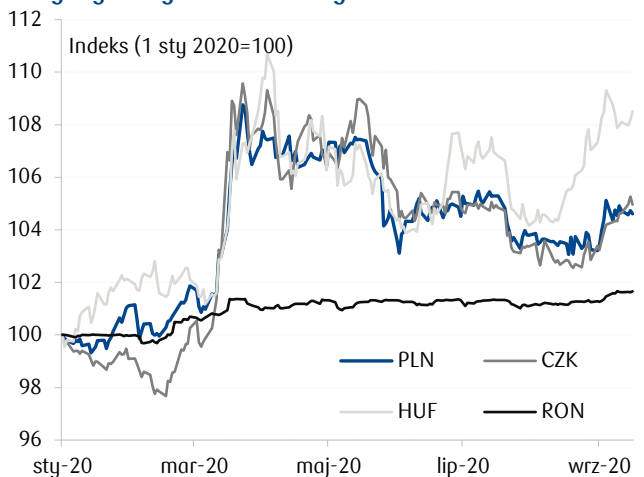
Spread asset swap dla PLN



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 anytepidemiczne 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 wybicie 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 nadwyżka w obrotach bieżących widocznie wzrośnie za sprawą rosnącego eksportu netto towaru (odporność eksportu i spadek cen ropy) oraz spadku deficytu dochodów pierwotnych (niższe wypłaty zysku).
Polityka fiskalna			
- saldo fiskalne (% PKB)	-0,7	-8,4	Koszty Tarczy Antykryzysowej oraz utrata dochodów podatkowych (znaczący spadek nominalnej dynamiki PKB) oraz jednorazowych (za transfer aktywów OFE oraz częstotliwości 5G i prawa do emisji CO ₂) istotnie zwiększą deficyt fiskalny (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. *w trakcie rewizji.

Zagranica w makro-pigułce

	2019	2020*	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,3	-5,7	Wskutek wprowadzonych restrykcji związanych w pandemią 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. *w trakcie rewizji.

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	„Jeżeli gospodarka utrzyma obecne tempo powrotu na ścieżkę wzrostu, to inflacja będzie utrzymywać się na podwyższonym poziomie, więc od początku 2021 r. należałoby rozważyć stopniową normalizację polityki monetarnej.” (02.09.2020, Reuters)
Ł. Hardt	4,1	„Inflacja w Polsce jest w tym momencie najwyższa w Unii Europejskiej. To też jest pytanie i dodatkowy problem dla polityki pieniężnej w Polsce. W strefie euro EBC bardzo mocno luzuje politykę pieniężną, ale w ostatnich miesiącach nie obniżył stopy podstawowej, ale ściął stopę od długoterminowych TLTRO i zwiększył zakupy aktywów. (...)W Polsce (...) nie powinniśmy w dłuższej perspektywie zapominać o inflacji, bo taki jest też cel RPP. (...) Inflacja jest na podwyższonym poziomie i być może będzie się na tym podwyższonym poziomie utrzymywała. (...) Uważam, że obniżyliśmy stopy procentowe za bardzo i szkoda, że nie poszliśmy w bardziej niestandardowe działania , z uwagi między innymi na wysoką inflację (23.07.2020, PAP)
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 przesłanki, 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	„Stopy procentowe są na właściwym poziomie – nie ma żadnej wątpliwości. Ustabilizowały naszą sytuację, zapobiegły większej zapaści gospodarczej w okresie kryzysu, który mamy już za sobą. (...) W miarę tego, jak będzie nasz wzrost gospodarczy się nasilał i gdy będziemy na etapie przyspieszenia wzrostu gospodarczego, na stabilnej ścieżce, to, oczywiście, te stopy kiedyś, zgodnie z zasadami, wzrosną ” (11.09.2020, ISBnews)
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	„Polska polityka pieniężna powinna być tak jak dotychczas silnie ofensywna i odważna. Oznacza to, że stopy procentowe powinny jeszcze przez bardzo długi czas pozostawać na obecnym poziomie. Warto utrwać wśród uczestników życia gospodarczego przekonanie, że łagodna polityka pieniężna powinna stać się w najbliższych latach trwałym elementem rzeczywistości gospodarczej w naszym kraju”. (24.08.2020, radiomaryja.pl)

* Uszeregowanie dokonane na podstawie wyników ankiety PAP wśród ekonomistów bankowych (skala 1-5, gdzie 1 to skrajnie „gołębie” poglądy, a 5 to skrajnie „jastrzębie” poglądy).

Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	2019^(%)	2020^*(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
USA					
Stopa fed funds	0,00-0,25	1,50-1,75	0,00-0,25	-100pb (marzec 2020)	Prognozy FOMC wskazują, że stopy procentowe Fed pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2023.
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w styczniu 2016	W ramach wsparcia dla gospodarki bank ogłosił zwiększone zakupy obligacji korporacyjnych oraz program kredytowy dla firm.
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (marzec 2016)	Europejski Bank Centralny nie zmienił głównych stóp procentowych oraz utrzymał <i>forward guidance</i> , wprowadził jednak szeroki wachlarz działań, które wspierają gospodarkę i sektor finansowy. Dodatkowo wprowadził Pandemiczne QE o wartości 1,35 bln EUR (po decyzji czerwcowej o rozszerzeniu programu), a w kwietniu dodał kolejną serię operacji finansujących banki (PELTRO).
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,10	0,75	0,10	-15pb (marzec 2020)	Bank Anglii rozszerzył program skupu aktywów w czerwcu, o kolejne 100 mld GBP (do 745 mld). Cel skupu ma zostać osiągnięty do końca 2020, BoE 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)	Bank ocenia, że stopy pozostaną na obecnym poziomie przez kilka lat, po 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	0,90	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. *w trakcie rewizji.

Departament Analiz Ekonomicznych

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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

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

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl 22 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl 22 521 81 22
 dr Mariusz Dziwulski mariusz.dziwulski@pkobp.pl 22 521 81 88
 Michał Koleśnikow michal.kolesnikow@pkobp.pl 22 521 81 23
 Piotr Krzysztofik piotr.krzysztofik@pkobp.pl 22 521 81 25
 Wojciech Matysiak wojciech.matysiak@pkobp.pl 22 521 51 80
 Katarzyna Piętka-Kosińska katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl 22 521 65 15
 Filip Romanowski filip.romanowski@pkobp.pl 22 521 87 39
 Anna Senderowicz anna.senderowicz@pkobp.pl 22 521 81 24

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki marcin.morawiecki@pkobp.pl 22 521 72 24

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r, uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul, Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m, st, Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.