

Gołębia nuta z Fed

W tym tygodniu w centrum uwagi:

- **W minionym tygodniu punktem zwrotnym w rynkowych nastrojach było posiedzenie FOMC** – giełdowe spadki, które po nim nastąpiły, kontynuowane były do końca tygodnia. „Namieszał” także Bank Anglii, który zaskakująco wprost zapowiedział możliwość wprowadzenia ujemnych stóp. W tym tygodniu bankierzy obydwu banków będą mieli szanse na sprecyzowanie swoich stanowisk. Czekają nas **seria wypowiedzi przedstawicieli Fed** (Powell w pon., wt., śr i czw., Brainard w pon., Evans we wt., śr. i czw., Williams we wt., czw. i pt., Kaplan we wt. oraz Mester i Quarles w śr.), a we wt. i czw. publicznie głos zabierze prezes BoE, A.Bailey.
- **Poza FOMC i BoE uwagę skraść też mogą inne banki centralne, bo przed nami tydzień obfitujący w decyzyjne posiedzenia.** Ożywienie gospodarek w Skandynawii oznacza, że tamtejsze banki centralne porzuciły już raczej chęć dalszego luzowania polityki pieniężnej, aczkolwiek w przypadku **Riksbanku** (wt.) nie można tego wykluczyć na 100%. W Norwegii odbicie cen ropy może nawet przybliżyć **Norges Bank** (czw.) do rozmyślań o podwyżce stóp (ale to pieśń dość odległej przyszłości). Wysoka inflacja nie wspiera luzowania polityki pieniężnej przez **Bank Węgier** (wt.), ale wcześniejsze decyzje pokazały, że przy podejmowaniu decyzji będzie się on kierował w większym stopniu oceną kondycji (odbudowującej się) gospodarki. Z kolei **Bank Czech** (śr.) pozostanie w trybie uśpienia, czekając na dalsze ruchy ze strony EBC. W czwartek **SNB** również nie zmieni stóp, a dyskusję mogą ożywić pytania o fuzję Credit Suisse i UBS, dwóch największych banków w sektorze, którego wielkość przekracza 500% szwajcarskiego PKB. Najwięcej uwagi przyciągnie posiedzenie **Banku Turcji** (czw.), który znajduje się pomiędzy młotem pogorszenia koniunktury i kowadłem osłabienia liry, której nie pomaga mniejszy napływ zagranicznych walut z uwagi na słabe obroty branży turystycznej.
- **Istotny wpływ na nastroje mogą mieć indeksy koniunktury za wrzesień.** Najważniejsze będą wstępne PMI (wt.), które mogą pokazać, że spadki w sierpniu były tylko jednorazowym wypadkiem przy pracy, a druga fala pandemii nie jest tak groźna dla gospodarki, jak pierwsza. Podobne wnioski mogą płynąć z niemieckiego Ifo (czw.) dla Niemiec. Z kolei koniunktura konsumencka w strefie euro (wt.) może znajdować się pod negatywnym wpływem utrzymującego się wysokiego bezrobocia.
- **Poza tym uwagę przyciągną kolejne krajowe wskaźniki aktywności gospodarczej za sierpień, w szczególności sprzedaż detaliczna, która mogła spowolnić marsz w górę** (PKO: 0,9% r/r, konsensus: 2,6% r/r). Z kolei **budownictwo** pogłębiło naszym zdaniem

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

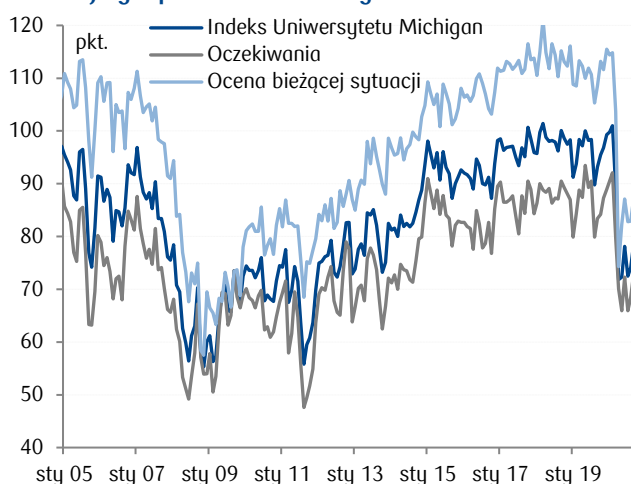
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

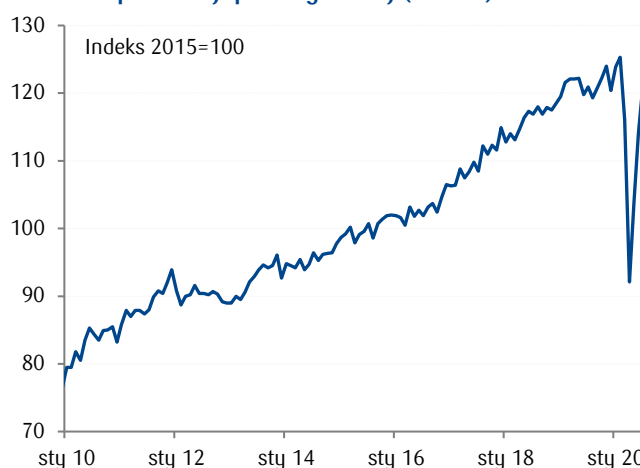
Michał Rot

Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Nastroje gospodarstw domowych w USA



Poziom produkcji przemysłowej (odsez.)



spadek (PKO: -12,5% r/r, konsensus: -9,5% r/r), ale już niedługo powinno zacząć odbijać wraz z oczekiwaną ekspansją inwestycji publicznych. We wtorek statystyki pieniężne za sierpień pokażą dalsze wyhamowywanie podaży pieniądza przy zatrzymaniu wzrostu depozytów w związku z zakończeniem wypłat z Tarcz Antykryzysowych. Jednocześnie dane z sektora bankowego mogą wskazać dalszy spadek akcji kredytowej, który nie wynika tylko z tego, że kredyty obrotowe w przedsiębiorstwach zostały wyparte przez Tarczę Finansową.

- **Dane o koniunkturze gospodarczej (wt.) i konsumenckiej (śr.) we wrześniu** znajdują się pod wpływem wyhamowania ożywienia w ostatnich tygodniach, wskazywanego m.in. przez nasz wskaźnik aktywności gospodarczej (PKO-PKB-T – jutro pokażemy jego kolejną aktualizację). Jeżeli w środę finalne dane o bezrobociu potwierdzą szacunek MRPiPS (6,1%), oznaczać to będzie 3 miesiąc jej stabilizacji, co będzie wspierać oczekiwania na łagodny wzrost bezrobocia do końca roku (wg nas do 7,4%).
- Na krajowym podwórku oprócz danych najciekawsze będą **rozmowy ws. dalszych losów rządzącej koalicji Zjednoczonej Prawicy**.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **POL: Produkcja sprzedana przemysłu w sierpniu wzrosła o 1,5% r/r** (PKO: 1,7% r/r, kons: 2,8% r/r) po wzroście o 1,1% r/r w lipcu. Po pierwszych silnych wzrostach, dalsze odbicie produkcji robi się coraz trudniejsze, ze względu na wyczerpanie się odroczonego popytu oraz słabość łańcuchów dostaw. **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w sierpniu spadły o 1,2% r/r** (PKO: 1,0% r/r, kons: -0,9% r/r), po tym jak w lipcu obniżyły się o 0,6% r/r. We wskaźniku widać import deflacji ze strefy euro oraz efekty kursowe i wpływ pogłębienia rocznego spadku cen surowców. Więcej w Makro Flashu „[Rośnie produkcja na eksport](#)”.
- **POL: C.Kochalski (RPP) powiedział, że argumentami za stabilizacją stóp procentowych w Polsce na obecnym, bardzo niskim poziomie są:** niepewność co do trwałości i tempa poprawy koniunktury, prawdopodobna niska presja inflacyjna oraz ograniczone możliwości szybkiej odbudowy aktywności gospodarczej. Jego zdaniem, dopóki nie wejdziemy na ścieżkę stabilnego i trwałego rozwoju stopy procentowe powinny pozostać na obecnym poziomie. Dodał, że polityka pieniężna w Polsce ma jeszcze możliwości elastycznego działania. Dodał, że TLTRO w Polsce nie jest możliwe ze względu na kwestie prawne. Wskazał, że zmiany kursu złotego są oceniane przez RPP w kontekście zmian zachodzących w gospodarce i dobrze by było, gdyby kurs przyczynił się do ożywienia gosp. i wspierał konkurencyjność gospodarki. Podkreślił, że nowe Założenia polityki pieniężnej na 2021 zasadniczo nie różnią się od poprzednich. Jego wypowiedź wpisuje się w nasze oczekiwania stabilizacji stóp przez najbliższe kwartały.
- **USA Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan za wrzesień** pokazał kontynuację normalizacji nastrojów amerykańskich konsumentów (78,9 pkt. wobec 74,1 pkt. w sierpniu), przy wyższych wskaźnikach zarówno oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Sugeruje to, że negatywny wpływ drugiej fali pandemii na amerykańską gospodarkę został już zneutralizowany. Malejące oczekiwania inflacyjne będą stanowić wyzwanie dla Rezerwy Federalnej, która (z uwagi na głęboką recesję) już teraz mierzy się z silnymi trendami dezinflacyjnymi.
- **USA: R.Bostic** (Atlanta Fed) powiedział, że przy swojej ocenie inflacji będzie zwracał uwagę na to jak szybko będzie ona przyspieszała, a nie jaki będzie jej poziom w konkretnym kwartale (nawet, gdy przekroczy 2%). Podkreślił jednocześnie, że będzie wolał poczekać na dowody przegrzania gospodarki zanim zacznie działać, co wspiera gołębi ton aktualnej polityki Rezerwy Federalnej. **J.Bullard** (St.Louis Fed) przedstawił optymistyczny scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej w USA. Jego zdaniem wzrost gospodarczy w 3q20 przekroczy 30% saar, bezrobocie na koniec roku spadnie do 6,5% (wobec mediany prognoz z ostatniej projekcji FOMC na poziomie 7,6%), co łącznie pomoże Fed wypełnić zredefiniowany cel inflacyjny. **N.Kashkari** (Minneapolis Fed) nie wierzy w szybką odbudowę inflacji. Podtrzymał swoje stanowisko o zasadności jeszcze bardziej gołębiego sformułowania forward guidance (brak podwyżek stóp do momentu trwałego powrotu inflacji bazowej do 2% r/r, gdzie „trwały” oznacza utrzymujący się co najmniej rok).

- **GER:** Ministerstwa gospodarki, finansów i spraw wewnętrznych poinformowały we wspólnym komunikacie, że rząd zwiększy i usprawni pomoc finansową dla poszkodowanych przez pandemię koronawirusa małych oraz średnich przedsiębiorstw (z maks. 150 tys. EUR miesięcznie do 200 tys. EUR miesięcznie, miałyby być to wypłacane do końca roku).
- **CHN:** Bank centralny Chin utrzymał stopy procentowe bez zmian (1-rocza stopa oprocentowania kredytów bankowych dla firm wynosi nadal 3,85%, 5-letnia stopa referencyjna kredytów hipotecznych bez zmian wynosi 4,65%).

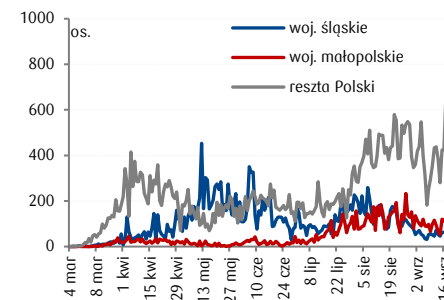
Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL:** W weekend poinformowano o 1912 nowych przypadkach zakażeń koronawirusem (1002 w sobotę – nowy rekord, 910 w niedzielę). Średnia 7-dniowa liczba nowych przypadków wzrosła do 727. W czołówce liczby nowych zakażeń pozostają woj. małopolskie (tygodniowa średnia 107,3 dziennie) i mazowieckie (105,3). W weekend przeprowadzono łącznie 39.028 testów (o 3.372 więcej niż przed tygodniem), a 3,1% z nich dało pozytywny wynik. Liczba aktywnych przypadków wynosi obecnie 12.645 osoby (o 1.340 więcej niż przed tygodniem). W niedzielę spadł natomiast odsetek chorych wymagających hospitalizacji (do 15,7%). **Nadal skokowo rośnie liczba osób objętych kwarantanną. W niedzielę było ich 118.864 – pomimo złagodzonych zasad kwarantanny jest to najwyższy wynik od 19 kwietnia.** W weekend poinformowano łącznie o 23 zgonach. Łącznie z powodu Covid-19 zmarły 2.293 osoby, co stanowi ok. 2,9% wszystkich potwierdzonych przypadków (79.240). Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach znajduje się na str. 5.
- **UK:** Minister Zdrowia M.Hancock ostrzegł, że Wielka Brytania znajduje się w kluczowym momencie z punktu widzenia trajektorii rozwoju pandemii i ostrzegł, że zwłaszcza w przypadku braku stosowania obowiązujących obecnie lokalnych obostrzeń, konieczne może być wprowadzenie ogólnokrajowych restrykcji. Rząd podwyższył kary za nieprzestrzeganie kwarantanny (z 1 tys. do 10 tys. funtów). Osoby o najniższych dochodach, które zostaną objęte kwarantanną, otrzymają zasiłek w kwocie 500 funtów.
- **ESP:** W części dzielnic Madrytu od dziś obowiązują ograniczenia możliwości poruszania się. Dopuszczalne jest jedynie opuszczanie najbliższego sąsiedztwa w drodze do pracy, czy szkoły lub ze względów zdrowotnych. Ograniczenia mają obowiązywać 2 tygodnie i stanowią próbę zapanowania nad gwałtownie przyrastającymi zachorowaniami.

Znalezione w sieci:

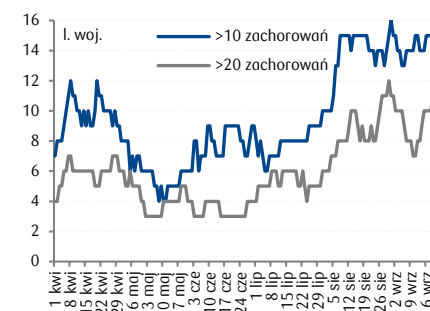
- Lockdown i epidemia spowodowały, że liczba imigrantów pracujących w Polsce zmniejszyła się o ok. 10%, czyli o ponad 100 tysięcy osób (Obserwator finansowy): [„Mniej imigrantów na polskim rynku pracy po lockdownie”](#).
- Popularność wyszukiwań objawów ze strony układu pokarmowego w Google pozwala przewidzieć 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.

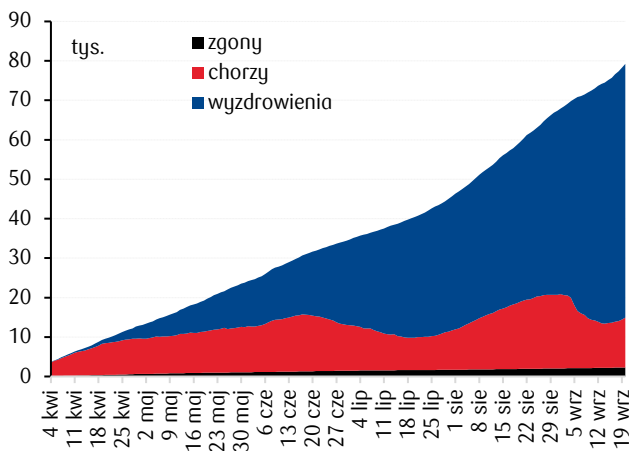
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 18 września		%			--	--
POL: Produkcja przemysłowa (sie)	10:00	% r/r	1,1	2,8	1,7	1,5
POL: Inflacja PPI (sie)	10:00	% r/r	-0,6	-0,9	-1,0	-1,2
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, wst.)	16:00	pkt.	74,1	74,8	--	78,9
Poniedziałek, 21 września						
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie)	10:00	% r/r	-10,9	-9,5	-12,5	--
POL: Sprzedaż detaliczna (sie)	10:00	% r/r	3,0	2,6	0,9	--
Wtorek, 22 września					--	--
SE: Posiedzenie Riksbanku (wrz)	9:30	%	0,00	0,00	--	--
POL: Koniunktura w gospodarce	10:00	--	--	--	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (sie)	14:00	% r/r	16,8	16,3	16,3	--
HUN: Posiedzenie MNB (wrz)	14:00	%	0,60	0,60	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz)	16:00	pkt.	-14,7	-14,6		
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie)	16:00	mln	5,86	5,95	--	--
Środa, 23 września					--	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	9:30	pkt.	52,2	52,8	--	--
GER: PMI w usługach (wrz, wst.)	9:30	pkt.	52,5	53,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	10:00	pkt.	51,7	51,9	--	--
EUR: PMI w usługach (wrz, wst.)	10:00	pkt.	50,5	51,0	--	--
POL: Stopa bezrobocia (sie)	10:00	%	6,1	6,1	6,2	--
POL: Koniunktura konsumencka	10:00	--	--	--	--	--
CZ: Posiedzenie banku centralnego (wrz)	14:30	%	0,25	0,25	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	15:45	pkt.	53,1	53,2		
Czwartek, 24 września		r			--	--
SWI: Posiedzenie SNB (wrz)	9:30	%	-0,75	-0,75	--	--
NO: Posiedzenie Norges Banku (wrz)	10:00	%	0,00	0,00	--	--
GER: Indeks Ifo (wrz)	10:00	pkt.	92,6	94,0	--	--
TUR: Posiedzenie Banku Turcji (wrz)	13:00	%	8,25	8,25	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (wrz)	14:30	tys.	860	845	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (sie)	16:00	tys.	901	875	--	--
Piątek, 25 września					--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (sie)	10:00	% r/r	10,2	10,5	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie, wst.)	14:30	m/m	11,4	1,8	--	--

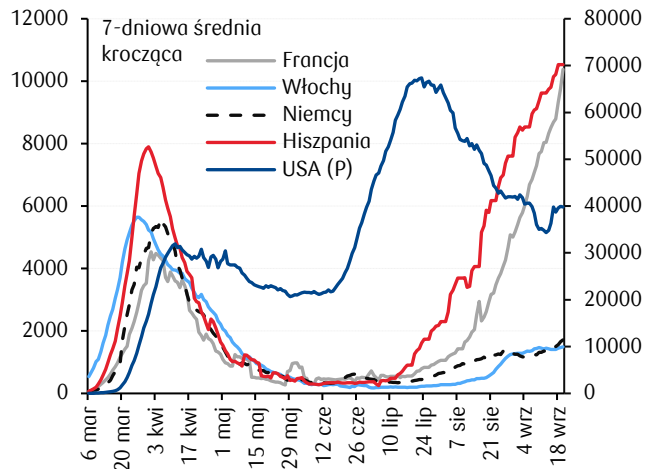
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

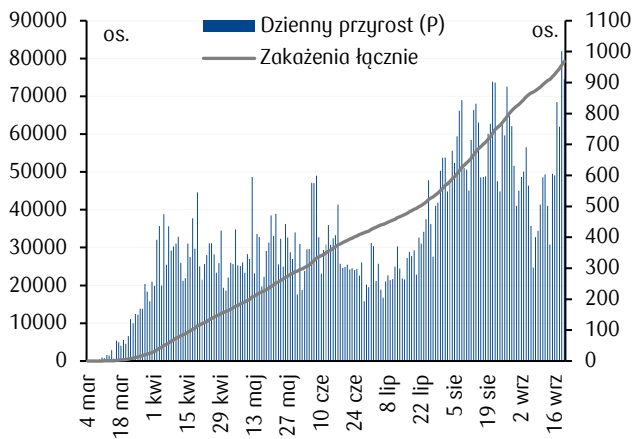
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



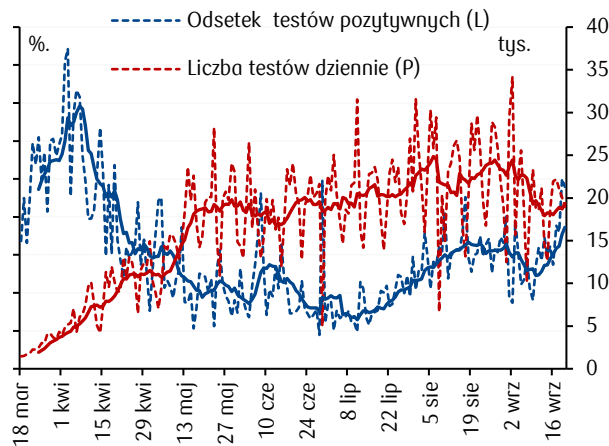
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



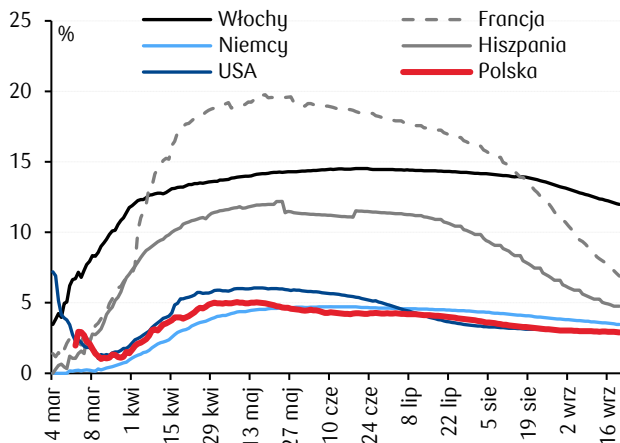
Potwierdzone zakażenia w Polsce



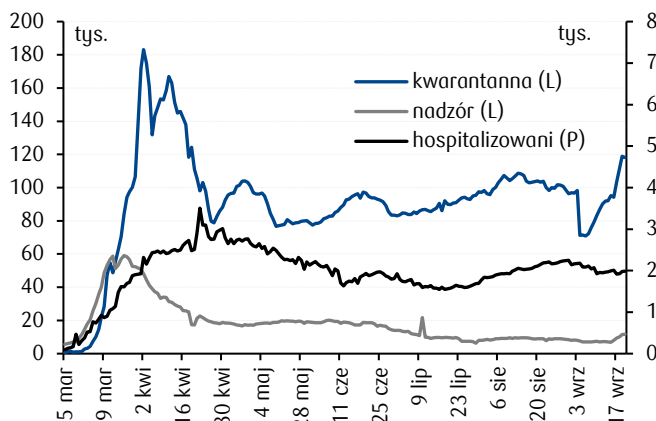
Liczba testów dziennie w Polsce (7D MA)



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



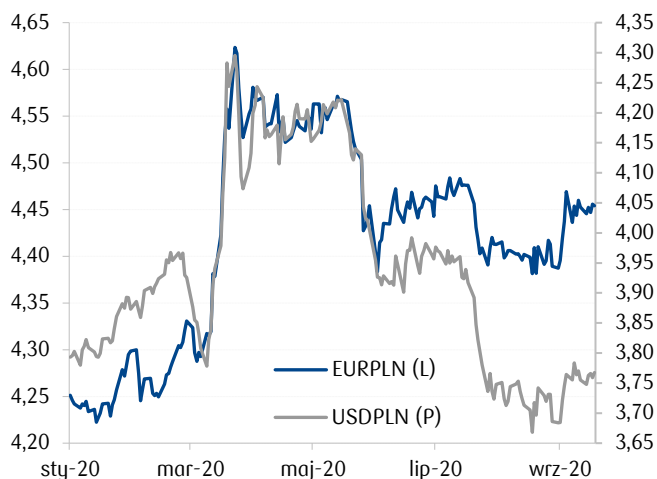
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

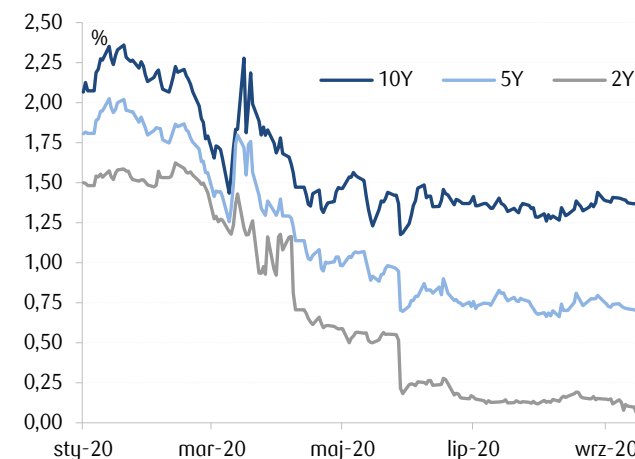
		Wartość 2020-09-20	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4.4542	-0.04%	0.04%	1.00%
	USDPLN	3.7556	-0.48%	-0.21%	0.31%
	CHFPLN	4.1286	-0.42%	-0.25%	0.63%
	GBPPLN	4.8666	-0.22%	1.28%	-0.64%
	EURUSD	1.1860	0.44%	0.25%	0.68%
	EURCHF	1.0789	0.38%	0.28%	0.36%
	GBPUSD	1.2961	0.09%	1.39%	-0.86%
	USDJPY	104.33	-0.37%	-1.77%	-1.54%
	EURCZK	26.72	-0.10%	0.47%	2.36%
	EURHUF	360.21	-0.12%	0.75%	2.68%
Obligacje	PL2Y	0.03	-3	-7	-12
	PL5Y	0.68	-1	-3	-5
	PL10Y	1.35	-2	-2	3
	DE2Y	-0.69	1	0	-1
	DE5Y	-0.69	1	1	1
	DE10Y	-0.48	1	0	2
	US2Y	0.14	1	1	-1
	US5Y	0.28	1	3	1
	US10Y	0.69	1	3	5
	Akcje	WIG20	1731.8	-0.8%	-2.3%
S&P500		3319.5	-1.1%	-0.6%	-2.3%
Nikkei**		23360.3	0.0%	-0.2%	1.9%
DAX		13116.3	-0.7%	-0.7%	2.8%
VIX		25.83	-2.4%	-3.9%	14.6%
Surowce	Ropa Brent	43.2	-0.3%	8.2%	-2.8%
	Złoto	1954.7	0.3%	0.4%	0.8%

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

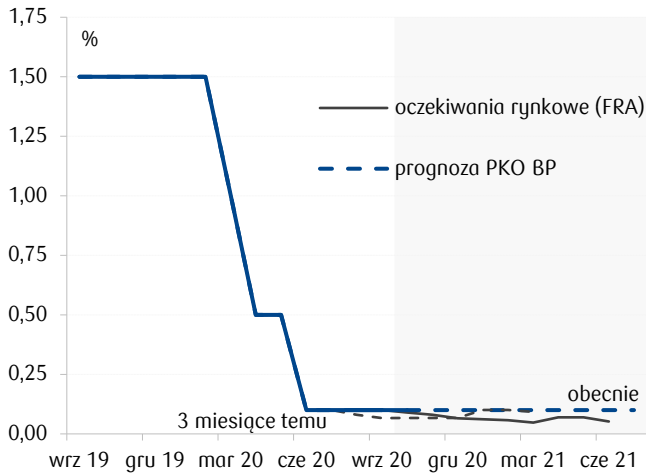
Notowania złotego wobec głównych walut



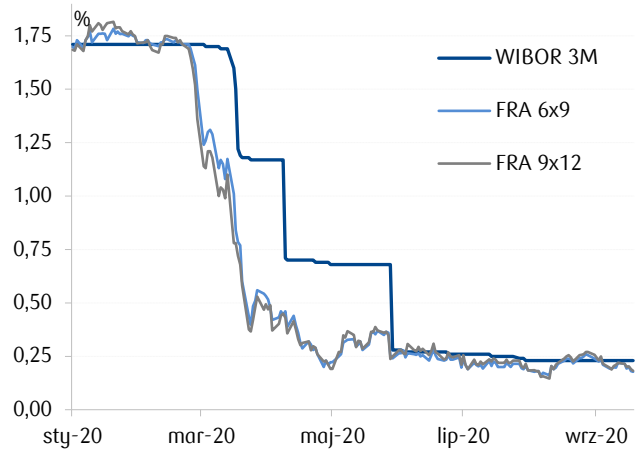
Rentowności polskich obligacji skarbowych



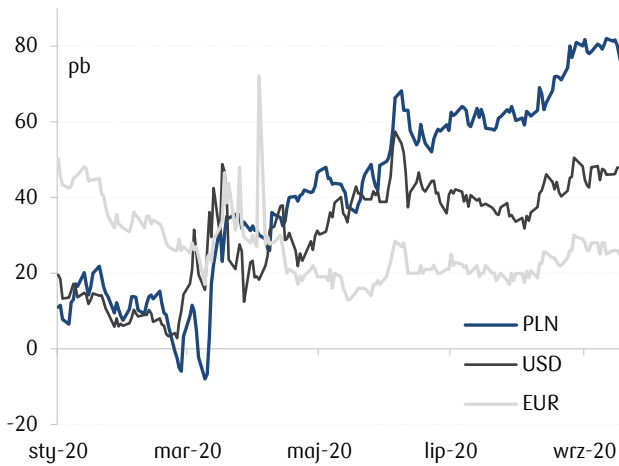
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



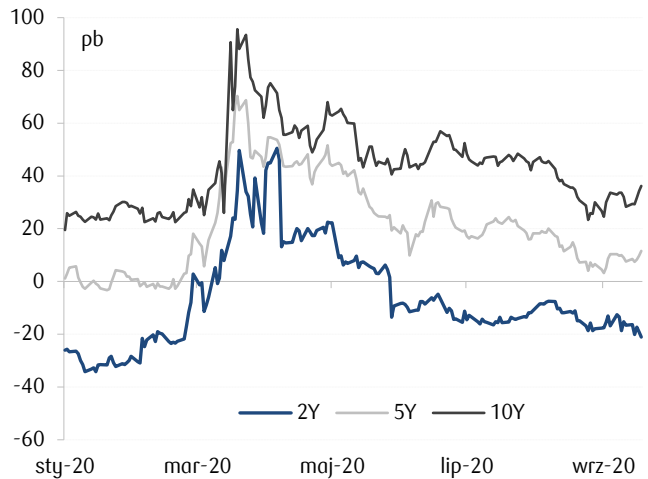
Krótkoterminowe stopy procentowe



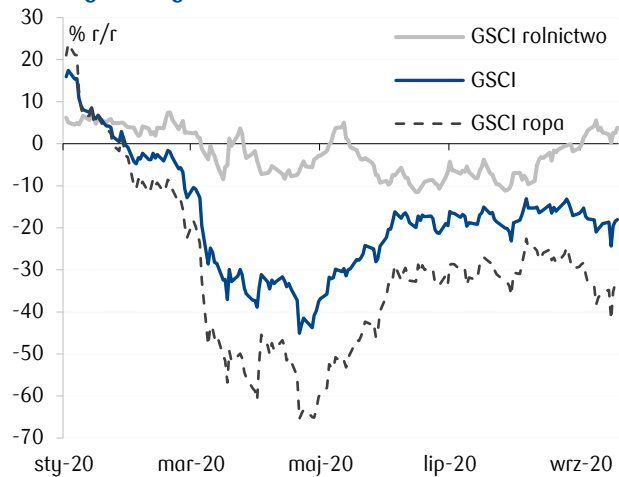
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



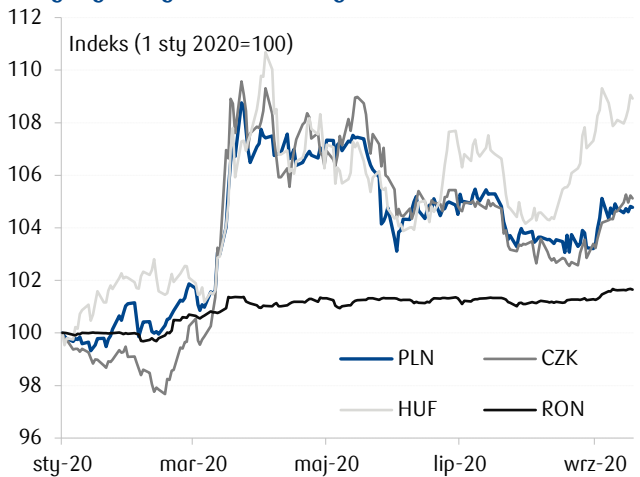
Spread asset swap dla PLN



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 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 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. *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	„Stopy procentowe są na właściwym poziomie. Wobec negatywnych skutków pandemii należało poluzować politykę pieniężną i tak uczynił nasz bank centralny. Trwałość i tempo poprawy koniunktury po szoku wywołanym pandemią charakteryzuje się niepewnością. Prawdopodobna niska presja inflacyjna oraz ograniczone możliwości szybkiej odbudowy aktywności gospodarczej to argumenty za nie podejmowaniem decyzji o zmianie stóp. Dopóki one występują, stopy procentowe nie powinny być zmieniane.” (21.09.2020, PAP)
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	„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	1,9	„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 odchylenia inflacji od celu - PAP), w zasadzie w ramach ścieżki, a potem się ustabilizuje na niższym poziomie w ramach celu inflacyjnego (...) póki co nie ma specjalnej potrzeby ani sensu (żeby dalej obniżać stopy - PAP). Lepiej mieć niewiele na plusie, ale dodatnio niż całkiem zerową stopę” (16.07.2020, PAP)
E. Łon	1,0	„Polska polityka pieniężna powinna być tak jak dotychczas silnie ofensywna i odważna. Oznacza to, że stopy procentowe powinny jeszcze przez bardzo długi czas pozostawać na obecnym poziomie. Warto utrwać wśród uczestników życia gospodarczego przekonanie, że łagodna polityka pieniężna powinna stać się w najbliższych latach trwałym elementem rzeczywistości gospodarczej w naszym kraju”. (24.08.2020, radiomaryja.pl)

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

Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	2019^(%)	2020^*(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
USA					
Stopa fed funds	0,00-0,25	1,50-1,75	0,00-0,25	-100pb (marzec 2020)	Prognozy FOMC wskazują, że stopy procentowe Fed pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2023.
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w styczniu 2016	W ramach wsparcia dla gospodarki bank ogłosił zwiększone zakupy obligacji korporacyjnych oraz program kredytowy dla firm.
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (marzec 2016)	Europejski Bank Centralny nie zmienił głównych stóp procentowych oraz utrzymał <i>forward guidance</i> , wprowadził jednak szeroki wachlarz działań, które wspierają gospodarkę i sektor finansowy. Dodatkowo wprowadził Pandemiczne QE o wartości 1,35 bln EUR (po decyzji czerwcowej o rozszerzeniu programu), a w kwietniu dodał kolejną serię operacji finansujących banki (PELTRO).
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,10	0,75	0,10	-15pb (marzec 2020)	Bank Anglii rozszerzył program skupu aktywów w czerwcu, o kolejne 100 mld GBP (do 745 mld). Cel skupu ma zostać osiągnięty do końca 2020. BoE we wrześniu wyraźnie zasygnalizował, że może rozważyć wprowadzenie ujemnych stóp procentowych w obliczu odrodzenia pandemii i twardego brexitu.
Szwajcaria					
Stopa bazowa	-0,75	-0,75	-0,75	-50pb (styczeń 2015)	SNB 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.