

RPP odśladania karty

Dziś w centrum uwagi:

- Przy braku istotnych danych makro uwagę będą przyciągać informacje o odmrażaniu gospodarek, rozwoju sytuacji na linii USA-Chiny (wojna handlowa, Hong Kong) oraz doniesienia o postępach prac nad szczepionką na Covid-19.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- POL:** PMI dla przemysłu w maju wzrósł najmocniej w historii (8,7 pkt po rekordowo silnym spadku o 10,5 pkt w kwietniu). Mimo wyraźnego wzrostu, PMI wciąż wskazuje na recesję w krajowym przetwórstwie przemysłowym, ale przy wyhamowaniu tempa spadku. Więcej w Makro Flash: [Wzbiecie do lotu, czy odbicie od dna?](#)
- POL:** *Minutes* RPP z posiedzenia 8 kwietnia pokazały, że większość członków Rady oceniła, iż biorąc pod uwagę istotne pogorszenie perspektyw gospodarczych oraz wzrost ryzyka spadku inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie, stopy procentowe powinny zostać ponownie obniżone. Członkowie ci wskazywali, że taka decyzja przyczyni się bezpośrednio do dalszego obniżenia rat kredytów zaciągniętych w oparciu o zmienną stopę procentową przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Niższe koszty obsługi kredytów będą łagodziły negatywny wpływ restrykcji związanych z Covid-19 na sytuację finansową przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz będą ograniczały ryzyko ich niewypłacalności. W efekcie, obniżka stóp przyczyni się do ograniczenia efektów wtórnych epidemii Covid-19 – takich jak wzrost bezrobocia i silny spadek popytu konsumpcyjnego – poprawiając tym samym średniookresowe perspektywy krajowej koniunktury i wzmacniając stabilność systemu finansowego. Na posiedzeniu pojawiła się opinia, że poluzowanie polityki pieniężnej powinno odbyć się poprzez bezpośrednie oddziaływanie na dłuższy koniec krzywej dochodowości, a nie poprzez obniżkę stopy referencyjnej. Przyjęto wniosek o rozszerzenie skupu aktywów o papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa oraz papiery skarbowe o terminie zapadalności nie przekraczającym 1 roku. Odrzucono natomiast wniosek o wprowadzenie operacji repo z ponad 2-letnim okresem zapadalności.
- POL:** G.Ancyparowicz, jedyna osoba z RPP, która sugerowała w ostatnich tygodniach dalsze obniżki stóp procentowych, powiedziała, że szanse na wprowadzenie w Polsce ujemnych stóp procentowych są bardzo niskie, ale nie można całkowicie wykluczyć takiej możliwości. Stwierdziła, że Rada od początku była przygotowana na cykl kilku obniżek, nie mogła jednak w jednym posunięciu obniżyć stóp od razu o 140pb, więc rozłożyła ruch w czasie, obserwując po drodze reakcję gospodarki. Zdaniem członkini

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

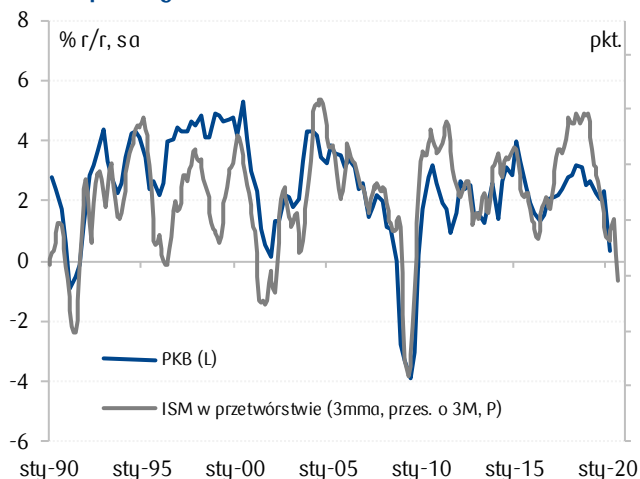
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

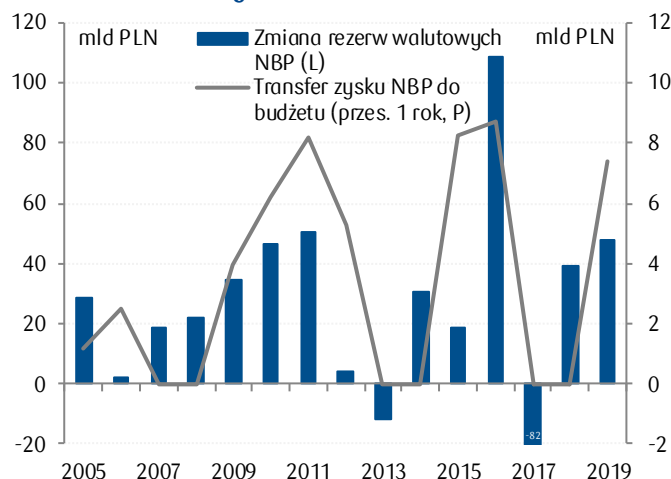
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

ISM w przemyśle a wzrost PKB w USA



Źródło: Datastream, NBP, PKO Bank Polski.

Zmiana rezerw a zysk NBP



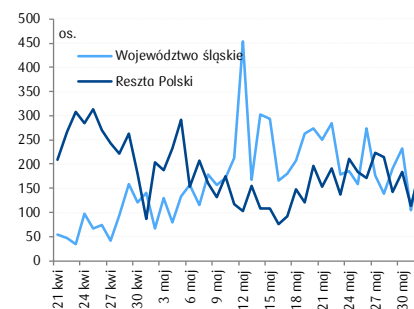
RPP stopy procentowe powinny być utrzymywane na obecnym poziomie i jeżeli nie będzie czarnego scenariusza, być może pozostaną tam, gdzie są na dłużej, a dotychczasowe decyzje RPP były optymalne. Jej zdaniem, na pewno w perspektywie najbliższych tygodni prawdopodobieństwo dalszych obniżek stóp jest praktycznie zerowe, ale zobaczymy co będzie potem. Z doświadczeń zachodnich wynika, że z polityki niskich stóp procentowych bardzo trudno jest się wycofać. Ekonomistka poinformowała, że Radzie nie zostały jeszcze zaprezentowane scenariusze makroekonomiczne, z uwagi na utrudnione możliwości prognozowania wskaźników makro w związku z pandemią. Członkowie Rady czekają więc na lipcową projekcję. G.Ancyparowicz dodała, że ostatnie decyzje Rady, nie były motywowane kwestiami kursowymi, a kurs złotego jest optymalny w obecnych warunkach.

- **POL: E.Łon (RPP) ostatnią obniżkę stóp o 40pb motywuje m.in. spadkiem inflacji z 4,7% w lutym do 2,9% w maju tego roku i wzrostem ryzyka pojawienia się „gangreny deflacyjnej”.** W jego ocenie, wprowadzić można było z tym posunięciem jeszcze czekać, ale w związku z sytuacją inflacyjną nie warto było zwlekać. Członek RPP dodał, że w okresie ostatnich 2 tygodni doszło do dość istotnego umocnienia kursu złotego, a czynnik ten także ma znaczenie dla banku centralnego prowadzącego politykę pieniężną. Umocnienie kursu krajowej waluty zwiększa prawdopodobieństwo redukcji stóp procentowych, gdyż nasila procesy antyinflacyjne.
- **POL: A.Głapiński (NBP) powiedział, że RPP zareagowała na pandemię, aby złagodzić jej wpływ na sytuację finansową Polaków, a trzykrotne obniżki stóp procentowych przełożyły się na niższe raty kredytowe, które szybko odczuli setki tysięcy kredytobiorców, zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.** A.Głapiński poinformował także, że dotychczas NBP przeprowadził siedem operacji skupu aktywów, nabywając papiery o wartości 90,77 mld zł (PAP).
- **POL: Zysk NBP za 2019 wyniósł 7,8 mld zł, z czego 7,4 mld zł zostanie przekazane do budżetu państwa.**
- **POL: Minister finansów T.Kościński zdecydował o ponownym przedłużeniu terminu przekazania zapłaty zaliczek na podatek oraz zryczałtowanego podatku dochodowego od wynagrodzeń pobranych w marcu i kwietniu.** Ministerstwo dodało, że Kościński zdecydował też o zastosowaniu tego rozwiązania dla firm w zakresie majowych zaliczek oraz zryczałtowanego podatku dochodowego. Po przesunięciu zaliczki i podatek pobrane w marcu podlegają wpłacie do 20 sierpnia 2020, pobrane w kwietniu podlegają wpłacie do 20 października 2020, a pobrane w maju podlegają wpłacie do 20 grudnia 2020.
- **USA: ISM w przemyśle w maju wzrósł do 43,1 pkt (z 41,5 w kwietniu) sygnalizując, że kwiecień był dołkiem aktywności w trakcie obecnego kryzysu.** Poprawa nie była równomierna, a niektóre sektory nadal silnie odczuwały skutki epidemii (przerwanie łańcuchów dostaw czy skutki uboczne dystansowania społecznego). Poprawił się indeks nowych zamówień, co daje nadzieję na poprawę w kolejnych miesiącach.
- **EUR: Finalny odczyt PMI w przemyśle za maj potwierdził, że przemysł strefy euro najgorsze spadki ma już za sobą.** Skala wzrostu wśród różnych krajów była zróżnicowana (Niemcy: 2,1 pkt, Hiszpania 7,5 pkt, Włochy: 14,3 pkt, Francja 9,1 pkt), co może oznaczać, że wyjście z recesji nie będzie przebiegać równomiernie.

Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL:** Wczoraj stwierdzono 380 nowych przypadków zakażeń COVID-19, ponownie ponad połowa z nich (196) pochodziło z województwa śląskiego. Na Śląsku, gdzie od początku epidemii stwierdzono już 8.448 przypadków (z 24.164 w całej Polsce), w ostatnich dniach zintensyfikowano jeszcze wysiłki w wykrywaniu wirusa, a w ciągu ostatniej doby wykonano 2.660 testów, z których 7,3% dało wynik pozytywny (wobec 10,1% średnio od początku epidemii). Dla całej Polski, przy 15,9 tys. przeprowadzonych w ciągu doby testów, odsetek pozytywnych wyniósł 2,4% (wobec 2,6% od początku epidemii). W ostatnich dniach widzimy pewne przyspieszenie liczby zachorowań w woj. łódzkim (wczoraj 57 nowych przypadków) oraz mazowieckim (47 zakażeń), w pozostałych regionach epidemia wygasa lub jest bardzo mało przypadków. Wczoraj w wyniku COVID-19 zmarło 10 osób (łącznie 1.074 zgony). Liczba zgonów w ostatnich dniach maleje. Śmiertelność COVID-19 w Polsce wynosi

Nowe zakażenia w Polsce



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

4,4% i jest już niższa niż w Niemczech (4,7%). Liczba aktywnych przypadków ponownie wczoraj wzrosła, do 11.642. W ciągu doby wyzdrowiało 178 osób, a łączna liczba ozdowieńców wynosi 11.449 (przebieg sytuacji epidemicznej na wykresach na str. 5).

- **POL:** Minister edukacji D.Piontkowski poinformował, że do końca roku szkolnego nie będzie wznowienia zajęć szkolnych w tradycyjnej formie.
- **GRE:** Rząd Grecji zniósł restrykcje dotyczące hoteli, kin i basenów na otwartej przestrzeni. Otwarte zostają szkoły podstawowe, a 15 czerwca otwarte zostaną dla lotów międzynarodowych, przy zachowaniu środków bezpieczeństwa, dwa główne lotniska kraju.

Znalezione w sieci:

- Rola maseczek kluczowa w zapobieganiu rozprzestrzeniania się COVID-19 (Science): [Reducing transmission of SARS-CoV-2](#)
- Dynamiczne ćwiczenia w zamkniętej przestrzeni sprzyjają rozprzestrzenianiu się koronawirusa, nawet jeśli są wykonywane w małych grupach (CDC): [Cluster of Coronavirus Disease Associated with Fitness Dance Classes, South Korea](#)
- Szacunki R0 dla województw Polski (MIMUW): [Estymacja R0 dla województw](#)
- Wpływ ujemnych stóp procentowych na transmisję polityki pieniężnej (EBC): [Negative rates and the transmission of monetary policy](#).
- Wpływ COVID-19 na ceny w Wlk. Brytanii okiem statystyków (ONS): [Coronavirus and the effects on UK prices](#).
- Kompleksowy opis stanu wiedzy na temat mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce (NBP): [Materiały i studia nr 337: Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2019 roku](#).

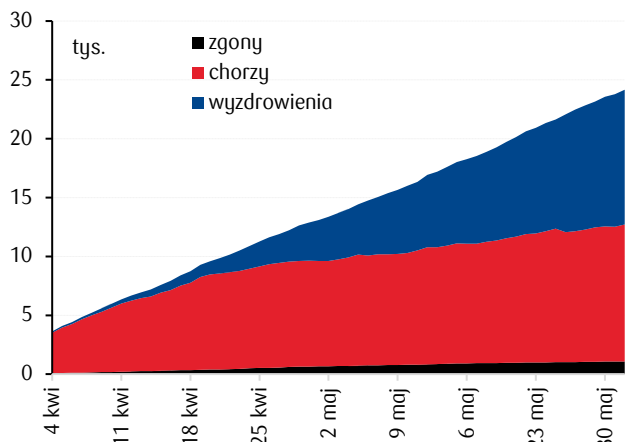
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 29 maja						
EUR: Podaż pieniądza M3 (kwi)	10:00	% r/r	7,5	8,1	--	8,3
POL: Wzrost PKB (1q)	10:00	% r/r	3,2	1,9	1,9	2,0
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	10:00	% r/r	3,4	2,8	2,9	2,9
EUR: Inflacja HICP (maj, wst.)	10:00	% r/r	0,3	0,1	--	0,1
EUR: Inflacja bazowa (maj, wst.)	11:00	% r/r	0,9	0,9	--	0,9
USA: Dochody Amerykanów (kwi)	14:30	% m/m	-2,2	-7,0	--	+10,5
USA: Wydatki Amerykanów (kwi)	14:30	% m/m	-6,9	-12,6	--	-13,6
USA: Inflacja bazowa PCE (kwi)	14:30	% r/r	1,7	1,1	--	1,0
USA: Indeks Uniw. Michigan (maj)	16:00	pkt.	71,8	73,7	--	72,3
USA: Wystąpienie J.Powella	17:00	--	--	--	--	--
Poniedziałek, 1 czerwca						
CHN: PMI w przetwórstwie (maj)	3:45	pkt.	49,4	49,6	--	50,7
POL: PMI w przetwórstwie (maj)	9:00	pkt.	31,9	35,2	35,5	40,1
GER: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	9:55	pkt.	34,5	36,8	--	36,6
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	10:00	pkt.	33,4	39,5	--	39,4
POL: Minutes RPP	14:00	--	--	--	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (maj)	16:00	pkt.	41,5	43,5	--	43,1
Środa, 3 czerwca						
USA: Raport ADP (maj)	14:15	--	--	--	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (kwi)	16:00	% m/m	-10,3	-15,0	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi, rew.)	16:00	% m/m	-17,2	--	--	--
Czwartek, 4 czerwca						
GER: PMI w usługach (maj, rew.)	9:55	pkt.	31,4	31,4	--	--
EUR: PMI w usługach (maj, rew.)	10:00	pkt.	28,7	28,7	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (kwi)	11:00	% r/r	-9,2	-23	--	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	13:45	%	0,00	0,00	0,00	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (maj)	14:30	tys.	2123	1800	--	--
Piątek, 5 czerwca						
GER: Zamówienia w przemyśle (kwi)	8:00	% r/r	-16	-30,8	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (maj)	14:30	tys.	-20537	-8000	--	--
USA: Stopa bezrobocia (maj)	14:30	%	14,7	19,5	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (maj)	14:30	r/r	7,9	8,9	--	--

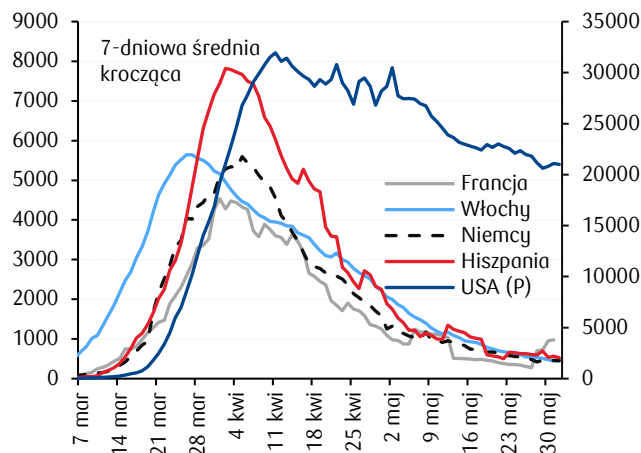
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

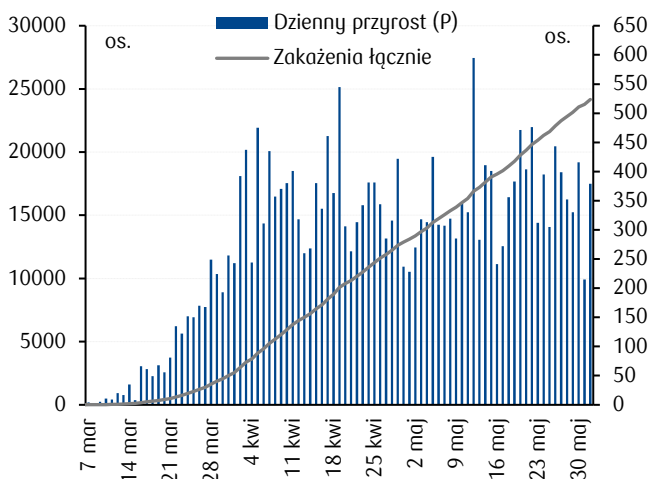
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



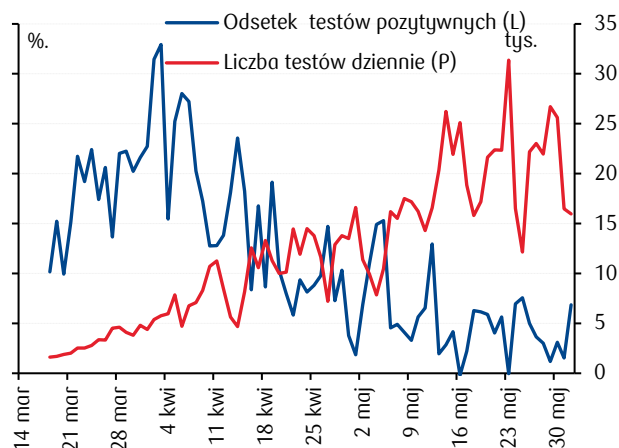
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



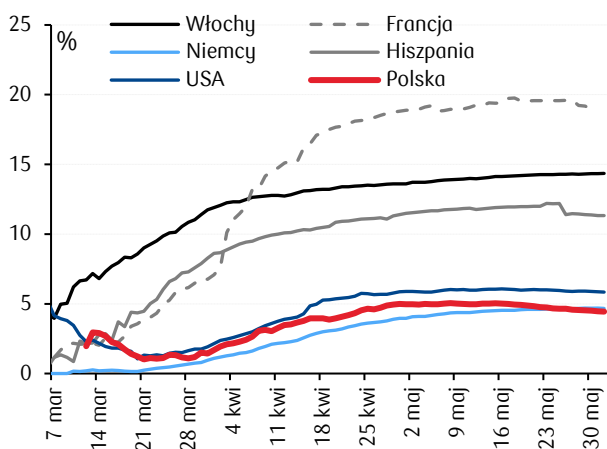
Potwierdzone zakażenia w Polsce



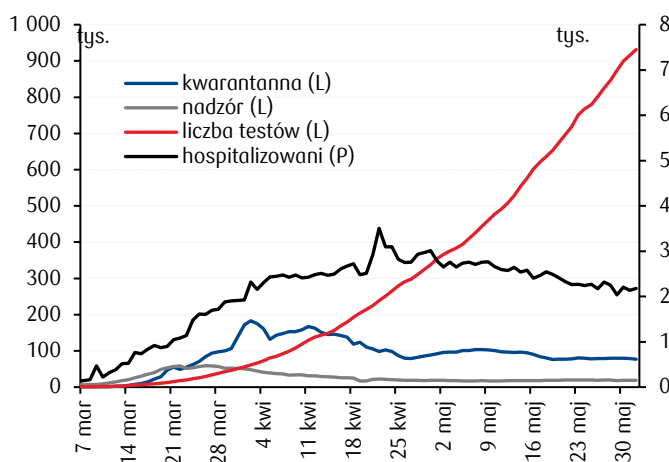
Liczba testów dziennie w Polsce



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



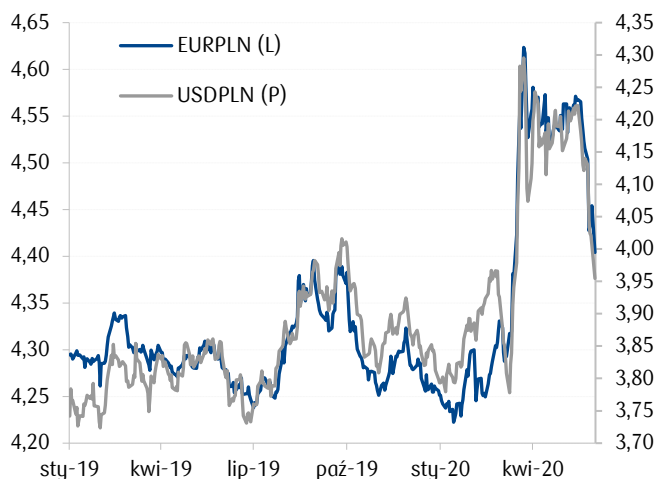
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

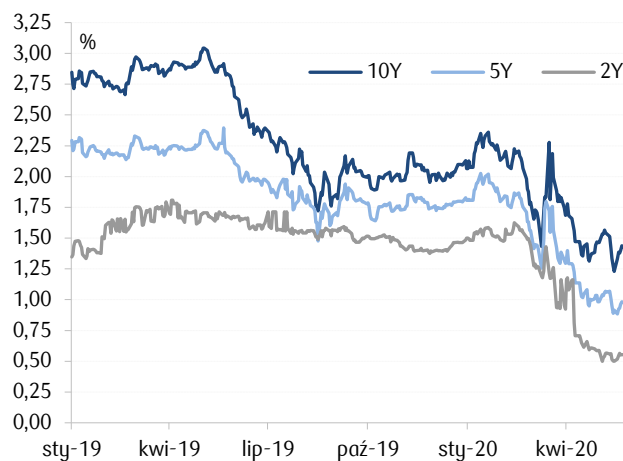
		Wartość 2020-06-01	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,4042	-1,12%	-2,21%	-3,48%
	USDPLN	3,9544	-1,24%	-4,35%	-5,39%
	CHFPLN	4,1172	-1,22%	-3,26%	-4,98%
	GBPPLN	4,9413	-0,09%	-1,85%	-4,79%
	EURUSD	1,1138	0,13%	2,24%	2,02%
	EURCHF	1,0697	0,10%	1,08%	1,59%
	GBPUSD	1,2483	0,97%	2,35%	0,50%
	USDJPY	107,56	-0,17%	-0,13%	0,59%
	EURCZK	26,80	-0,44%	-1,60%	-1,07%
	EURHUF	345,09	-0,36%	-1,70%	-2,54%
Obligacje	PL2Y	0,24	6	-32	-26
	PL5Y	0,73	3	-24	-31
	PL10Y	1,24	6	-18	-29
	DE2Y	-0,65	0	3	10
	DE5Y	-0,62	2	6	13
	DE10Y	-0,39	5	10	17
	US2Y	0,16	0	-1	-2
	US5Y	0,30	0	-3	-6
	US10Y	0,66	2	0	3
	Akcje	WIG20	1733,5	0,6%	5,4%
S&P500		3055,7	0,4%	3,4%	7,5%
Nikkei**		22382,9	1,5%	7,9%	14,1%
DAX		11586,9	0,0%	1,7%	10,7%
VIX		28,23	2,6%	0,2%	-21,5%
Surowce	Ropa Brent	38,4	8,5%	9,2%	40,5%
	Złoto	1738,0	0,4%	0,4%	2,0%

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

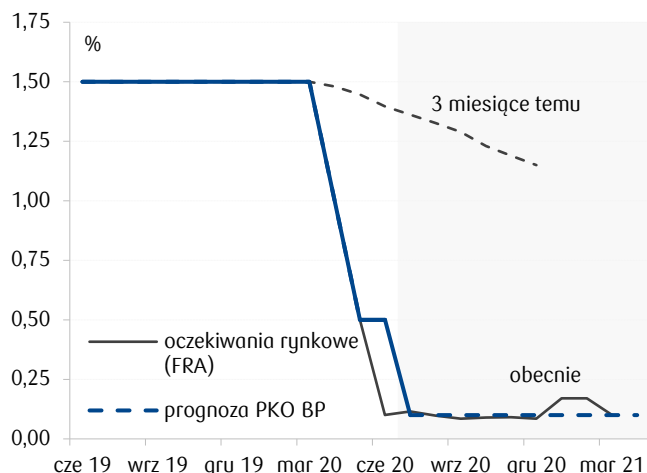
Notowania złotego wobec głównych walut



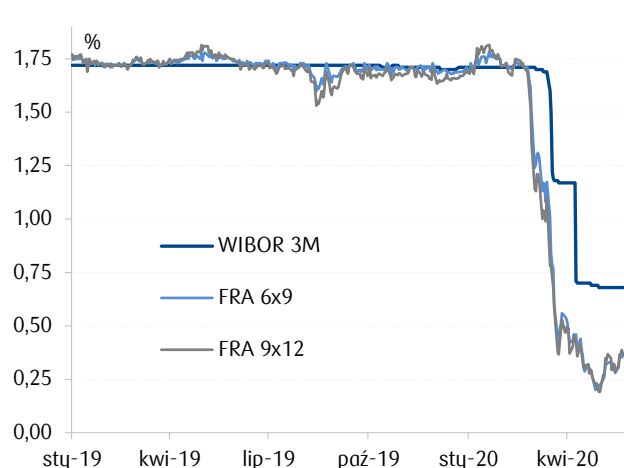
Rentowności polskich obligacji skarbowych



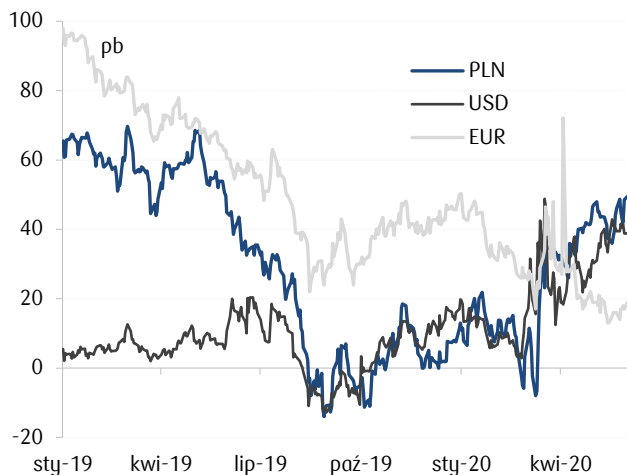
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



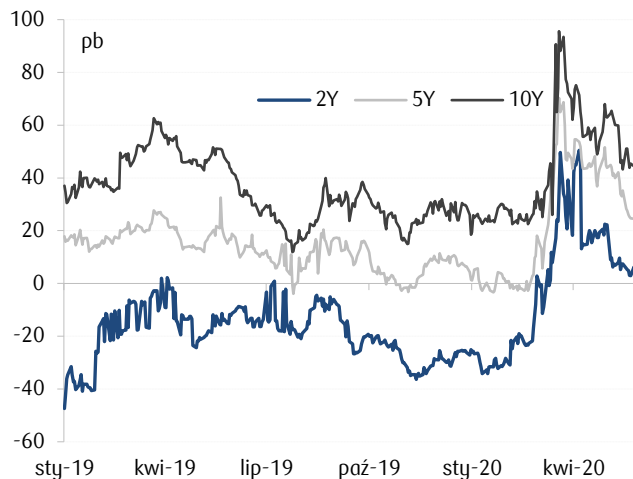
Krótkoterminowe stopy procentowe



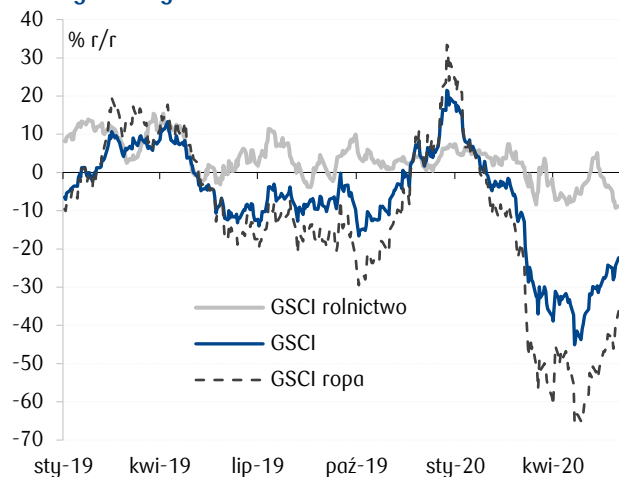
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



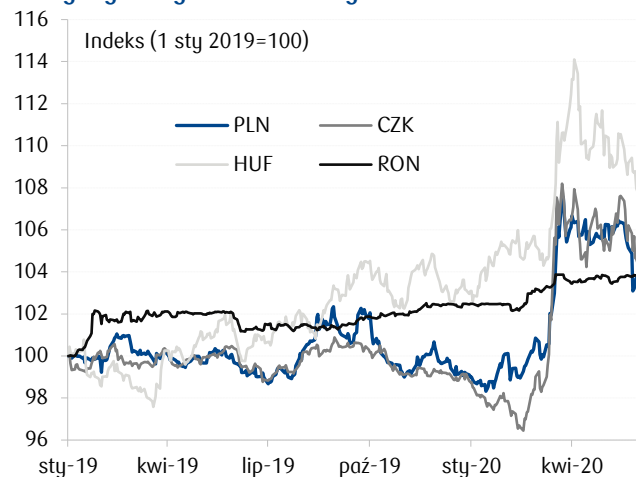
Spread asset swap dla PLN



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 5-10%, 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.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	2,3	3,4	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	3,2 / 6,4	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 nie spowolni wyraźnie z powodu nowej stymulacji fiskalnej oraz zakupów obligacji rządowych przez NBP na rynku wtórnym.
Równowaga zewnętrzna			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,5	0,6	Saldo obrotów bieżących pogorszy się wyraźnie w nadchodzących miesiącach z powodu spadku eksportu (przede wszystkim usług) wynikającego z restrykcji wprowadzonych na czas pandemii. Osłabienie rachunku obrotów bieżących będzie amortyzowane częściowo przez spadek transferów zarobkowych imigrantów.
Polityka fiskalna			
- deficyt fiskalny (% 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 CO2) 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 0,0% 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	-4,8	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 przejęciem” (21.05.2020, PAP)
E. Gatnar	4,7	„Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w dwóch krokach stopy procentowe, z 1,5 proc. do 0,5 proc., czyli najniższego poziomu w historii. To pozwoli zmniejszyć obciążenia kredytobiorców, czyli przedsiębiorstw, które będą pozbawione możliwości działania oraz konsumentów, zagrożonych utratą pracy. Powinno spowodować także obniżenie rentowności obligacji rządowych. Jednocześnie, niestety, wpłynie to na pogorszenie dochodowości i osłabienie pozycji kapitałowej małych banków działających w Polsce.” (02.05.2020, Gazeta Bankowa)
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	„Rada ma jeszcze przestrzeń do dalszych obniżek, chociaż coraz mniejszą. Oczywiście pamiętam o ryzyku tzw. pułapki płynności, że przy poziomie zerowych nominalnych stóp procentowych ograniczone są możliwości stymulowania popytu. Szczególnie ważne są teraz nadzwyczajne instrumenty polityki pieniężnej. (...) Ratowanie gospodarki za pomocą polityki pieniężnej jest kosztowne, i aby je zrealizować - nie wystarczą zmiany stóp procentowych.” (14.04.2020, PAP).
J. Kropiwnicki	2,4	„Nie mówię, że od razu w jednym ruchu, ale przy rozłożeniu podwyżek na kilka etapów, co 2-3 miesiące, być może w ciągu bieżącego roku lub w nieco dłuższym okresie można byłoby wracać ze stopami procentowymi do poziomów, które do całkiem niedawna, przez kilka dobrych lat, dobrze służyły polskiej gospodarce. Oczywiście jest za wcześnie, by na najbliższym posiedzeniu RPP 28 maja składać wniosek o podwyżkę stóp. Należy ze spokojem obserwować gospodarkę i reagować adekwatnie do sytuacji” (20.05.2020, PAP)
R. Sura	2,2	„Rada w marcu i kwietniu obniżyła stopy procentowe łącznie o 100 punktów bazowych, co natychmiastowo zmniejszyło koszty obsługi dotychczasowego zadłużenia dla firm i gospodarstw domowych. Takie działanie (...) daje natychmiastową ulgę kredytobiorcom, jednocześnie sprzyjając utrzymaniu ich wypłacalności, przez co wzmacnia także wyniki sektora bankowego oraz stabilność finansową.” (07.05.2020, PAP)
A. Glapiński	1,9	„Tak, więc już teraz NBP zasilł banki w środki wystarczające do wspierania przeciwdziałania skutkom epidemii, a możliwe jest jeszcze nawet kilkukrotne zwiększenie skali tego finansowania.” (20.04.2020, Dziennik Gazeta Prawna)
J. Żyżyński	1,9	„Przestrzeń do dalszego cięcia stóp procentowych jest niewielka. Zawsze byłem zwolennikiem posiadania bufora w polityce monetarnej, co okazało się w obecnej sytuacji bardzo przydatne. Nie jestem za tym, by stopa procentowa spadła do zera, utrudniłoby to prowadzenie polityki monetarnej. Jestem przeciwny temu, by pieniądź był dostępny za darmo.” (15.04.2020, PAP)
E. Łon	1,0	„Skoro znajdujemy się w sytuacji kryzysowej i rząd będzie emitował obligacje skarbowe po to, aby sfinansować wydatki publiczne, to warto czynić wszystko co tylko możliwe, aby koszt obsługi długu publicznego był jak najniższy. W tej sytuacji NBP powinien, moim zdaniem, utrzymywać stopy procentowe na obecnym, bardzo niskim poziomie przez okres dłuższy niż rok. Taka postawa banku centralnego powinna sprzyjać utrzymywaniu rentowności obligacji skarbowych na bardzo niskim poziomie” (18.05.2020, PAP, Radio Maryja)

* 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)	Dwie obniżki w marcu na dwóch niestandardowych posiedzeniach łącznie o 150pb sprowadziły stopy w USA do poziomu z ostatniego kryzysu.
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 750 mld EUR 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 zasignalizował, że może rozszerzyć program skupu aktywów w czerwcu. W BoE ożyła dyskusja na temat polityki ujemnych stóp procentowych.
Szwajcaria					
Stopa bazowa	-0,75	-0,75	-0,85	-50pb (styczeń 2015)	SNB w marcu nie zmienił wysokości stóp procentowych, podniósł próg zwalniający banki z ujemnego oprocentowania oraz analizuje dalsze kroki wspierające gospodarkę w obliczu pandemii koronawirusa.
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 obniżenia stóp procentowych.
Norwegia					
Stopa bazowa	0,00	1,50	0,00	-25pb (maj 2020)	W obliczu pandemii oraz spadających cen ropy naftowej Norges Bank obniżył stopę bazową do zera zapowiadając, że jest to koniec cyklu obniżek stóp.
Czechy					
Stopa refinansowa	0,25	2,00	0,25	-75pb (maj 2020)	CNB ponownie zaskoczył 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	0,90	-15pb (maj 2016)	MNB jako jedyny bank w regionie de facto zacieśnił politykę pieniężną wprowadzając jednotygodniowe przetargi na depozyty po stopie 0,9% (wobec jednodniowych operacji po stopie -0,05%) w reakcji na odpływ kapitału.

Źródło: Banki centralne, Reuters, PKO Bank Polski. ^koniec okresu; *w związku z pandemią koronawirusa rewidujemy prognozy.

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.