

Pierwszy (i ostatni?) dołek za nami

Dziś w centrum uwagi:

- **Niekorzystny rozwój sytuacji pandemicznej w Europie zaczyna zmniejsza popyt na europejskie aktywa.** Inwestorzy nadal będą obserwować statystyki zakażeń - które potwierdzają, że druga fala zachorowań nadchodzi także do Europy - oraz reakcje rządów, które mogą ponownie wprowadzać obostrzenia na życie gospodarcze.
- **Krajowa inflacja w lipcu** najprawdopodobniej utrzymała się na podwyższonym poziomie, a napływające dane każą nam korygować dotychczasowy szacunek inflacji w górę (do 3,2-3,5%).
- Wczorajsze dane z Niemiec (zobacz niżej) w zasadzie ustawiły oczekiwania na dzisiejsze **dane ze strefy euro**: spadek PKB w 2q20 będzie dwucyfrowy, a inflacja CPI w lipcu może... zamienić się w deflację.
- Wśród danych z USA największe znaczenie ma **finalny odczyt nastrojów konsumentów Uniw. Michigan za lipiec** (będący wskazówką co dalej z konsumpcją w USA), a pozostałe dane za czerwiec (szczegóły por. kalendarz), po publikacji PKB za 2q20, mają już znaczenie historyczne.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **POL:** **A.Głapiński** (NBP) napisał w artykule dla Dziennika Gazety Prawnej, że gdyby rzeczywistość zweryfikowała negatywnie nadzieje na szybki powrót gospodarki na ścieżkę wzrostu, to **NBP ma jeszcze przestrzeń do dalszych działań antykrzysowych**, w tym **do dalszego poluzowania polityki pieniężnej**. Deklaracja Prezesa Głapińskiego nabiera nowego znaczenia w sytuacji, gdy dzienna liczba zakażeń koronawirusem w Polsce jest największa od początku pandemii. Choć rząd nie planuje obecnie drugiego lockdownu, to dla losów ożywienia gospodarczego kluczowe będzie być zachowanie konsumentów i firm w reakcji na wzrost zakażeń, a także reakcja rządów innych państw. W takiej sytuacji bilans ryzyka dla prognozy stabilizacji parametrów polityki pieniężnej przesuwają się w stronę dalszego poluzowania. W naszej ocenie najbardziej uzasadnione byłoby zwiększenie skali zakupu aktywów i/lub uruchomienie programu wsparcia akcji kredytowej (z uwzględnieniem takich elementów jak obniżony koszt finansowania dla banków, gwarancje ryzyka kredytowego i modyfikacje ram regulacyjno-podatkowych).
- **GER:** Według szybkiego szacunku PKB w 2q20 spadł o 11,7% r/r (vs -1,8% r/r w 1q20), nieco mocniej niż szacowano i był zbliżony z oczekiwaniami (-10,9%). Był to najgłębszy spadek PKB od 1970, czyli od momentu, gdy dostępne są dane kwartalne.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

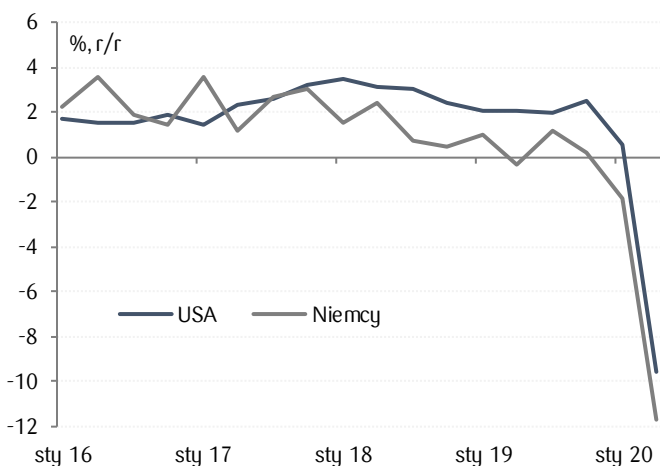
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

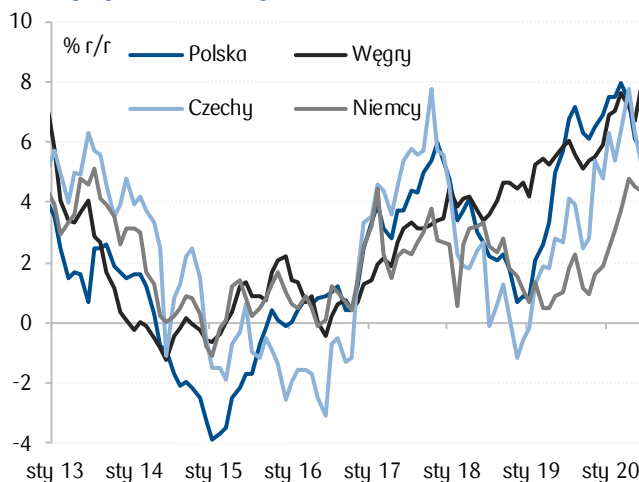
Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Dynamika PKB w Niemczech i w USA



Ceny żywności w regionie



Źródło: Datastream, Macrobond, PKO Bank Polski.

Wśród komponentów PKB, spadki odnotowały wszystkie składowe za wyjątkiem konsumpcji publicznej. Szacunek po raz pierwszy ukazał się 30 dni po zakończeniu kwartału, którego dotyczy, ze względu na zapotrzebowanie na szybkie dane (w związku z dużą dynamiką sytuacji w trakcie pandemii). Niemiecki Urząd Statystyczny podał, że przyspieszenie publikacji zmniejszyło jednak dokładność szacunku.

- **USA: PKB w 2q20 spadł o 32,9% k/k saar.** Jedyne składową PKB, która rosła w tym okresie były wydatki rządu federalnego. Pozostałe komponenty PKB, w tym konsumpcja prywatna, odnotowały głębokie spadki (konsumpcja prywatna o 34,6% k/k saar). W ujęciu europejskim dołek aktywności gospodarki amerykańskiej był płytszy niż w Niemczech – PKB spadł o 9,6% r/r (por. wykres). Napływające dane miesięczne i o wysokiej częstotliwości potwierdzają, że pierwszy dołek w tej recesji jest już za nami. Kluczowym pytaniem teraz jest to, czy był to dołek ostatni.
- **EUR: Wskaźnik koniunktury ESI za lipiec** pokazał, że gospodarka strefy euro kontynuowała odbicie od pandemicznego dołka. Tempo poprawy wskaźnika było jednak niższe niż przed miesiącem (+6,5 pkt m/m wobec +8,3 pkt m/m w czerwcu). Poprawa sytuacji wyhamowała przez spadek subkomponentu nastrojów konsumentów oraz budownictwa. Dla Polski poprawa wskaźnika ESI była zbliżona do ubiegłomiesięcznej (wzrost o 10,6 pkt m/m do 68,2 pkt.) przy czym największą poprawę odnotował subkomponent handlu detalicznego (co jest spójne z sygnałami z naszych danych kartowych). Dalszy rozwój pandemii wyznaczy teraz ścieżkę ożywienia, przy czym pogorszenie indeksów nastrojów konsumenckich i wzrost liczby zakażeń w Europie nie wróżą dobrze kontynuacji szybkiego ożywienia aktywności.
- **USA: Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** w tygodniu zakończonym 25 lipca wzrosła do 1,434 mln (z 1,422 poprzednio). Dane z USA pokazują, że druga fala pandemii zahamowała ożywienie. O losach gospodarki amerykańskiej zadecyduje dalszy rozwój epidemii. Kluczowa będzie nie tylko reakcja władz, ale również samych gospodarstw domowych, które mogą zmienić swoje dotychczasowe zwyczaje.
- **CHN: PMI w przetwórstwie** w lipcu wzrósł do poziomu 51,1 pkt (z 50,0 poprzednio), sygnalizując dalszą kontynuację ożywienia aktywności. Wskaźnik poprawił się piąty miesiąc z rzędu. Utrzymanie takiego impetu wzrostowego będzie jednak trudne ze względu na powodzie oraz wzrost liczby zakażeń na świecie skutkujący słabszym popytem zewnętrznym (w szczególności w USA).
- **GER: Inflacja CPI w lipcu wyniosła -0,1% r/r** (wobec 0,9% r/r w czerwcu). Istotny wpływ na niemiecką inflację miała obniżka VAT począwszy od 1 lipca, która ma obowiązywać do końca roku. Spowodowała ona skokowy spadek inflacji towarów (do -1,4% r/r w lipcu z 0,2% r/r w czerwcu). Spadek cen będzie wspierać realną siłę nabywczą konsumentów i realny popyt.
- **POL: GUS poinformował, że zbiory zbóż w 2020 mogą wzrosnąć 11% r/r**, zbiory rzepaku i rzepiku o 12%, produkcja warzyw o 6% r/r, a owoców z drzew o 5%. Szacunki te zwiększają szanse na spadek cen żywności w dalszej części roku.
- **POL: Związek Banków Polskich ocenił, że aby uniknąć *credit crunch***, konieczna jest modyfikacja wymogów dotyczących udzielania kredytów, zwolnienie z podatku bankowego kredytów udzielonych po 15 marca i utworzenie instytucji typu Asset Management Company, której celem byłoby m.in. zwiększenie skuteczności działań systemowych związanych z restrukturyzacją i likwidacją banków zagrożonych niewypłacalnością.

Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL:** Wczoraj w Polsce stwierdzono **615 nowych zakażeń koronawirusem**, co jest najwyższym wynikiem od początku epidemii. Poprzedni „rekord” – 599 osób osiągnięto na początku czerwca, kiedy realizowano badania przesiewowe w śląskich kopalniach. Obecnie nowe przypadki są notowane we wszystkich województwach, a tylko w warmińsko-mazurskim średnia 7-dniowa liczba nowych zakażeń nie przekracza 5. Najwięcej nowych przypadków odnotowano w woj. śląskim (160) oraz małopolskim (133). W województwie małopolskim średnia 7-dniowa liczba nowych przypadków po raz pierwszy przekroczyła 100, a wzrost zakażeń w ostatnich dniach jest wiązany z ogniskami na weselach oraz w domu pomocy społecznej. W skali kraju, od początku lipca zauważalne jest przyspieszenie liczby nowych potwierdzonych

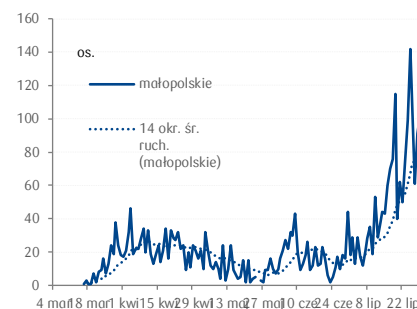
przypadków prawdopodobnie związane z wakacyjnym poluzowaniem dyscypliny, podróżami oraz ogniskami na weselach. Sytuacja nie jest jednak obecnie tak samo poważna jak w kwietniu, kiedy pozytywny wynik dawało nawet 7% przeprowadzanych testów, a w szpitalach przebywało ok. 3 tys. osób. Wczoraj, pomimo pewnego wzrostu w ostatnich dniach, tylko 2,7% (z 23 tys.) testów dało wynik pozytywny. Prawdopodobnie wykrywany jest więc większy odsetek wszystkich zakażeń. Przez chorych z koronawirusem zajęte jest 1.695 łóżek szpitalnych, a hospitalizacji wymaga 17,5% chorych. Liczba aktywnych przypadków wzrosła wczoraj o 147 do 9.679, wyzdrowiały 453 osoby. W ciągu ostatniej doby stwierdzono zgon 15 zakażonych. Łącznie z powodu infekcji koronawirusem zmarło w Polsce 1.709 osób, co stanowi 3,8% wszystkich zakażonych, których jest 45.031. Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach znajduje się na str. 5.

- **POL:** Premier M.Morawiecki poinformował, że rząd nie wyklucza **ponownego wprowadzenia obostrzeń sanitarnych**, żeby zapobiec rozprzestrzenianiu się epidemii. Premier zaznaczył, że nie ma w planach takiego lockdownu gospodarki, z jakim kraj miał do czynienia wiosną.
- **POL:** Premier M.Morawiecki poinformował, że rząd rozważa **wprowadzenie kwarantanny** dla osób wracających z niektórych państw; w tym kontekście obecnie analizowana jest sytuacja w krajach południowej Europy, w tym m. in. Hiszpanii.

Znalezione w sieci:

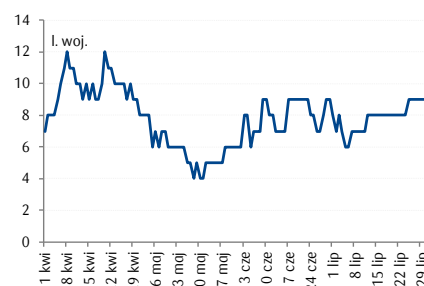
- Wyniki modelu rozwoju pandemii w Polsce (MIMUW): [Scenariusze rozwoju epidemii w sezonie jesień 2020.](#)
- Kolejne opracowanie, wskazujące, że zbyt niski poziom stóp procentowych (nawet powyżej zera) tworzy zagrożenia dla stabilności systemu finansowego (EBC): [What is the tipping point? Low rates and financial stability.](#)
- Według Banku Światowego polska gospodarka jest jedną z najlepiej przygotowanych na transformację energetyczną, dzięki stabilności makroekonomicznej, wysokiemu poziomowi rozwoju, dywersyfikacji i małej zależności od eksportu paliw kopalnych (Bank Światowy): [Diversification and Cooperation in a Decarbonizing World : Climate Strategies for Fossil Fuel-Dependent Countries.](#)
- Ile wynosi prawdziwa inflacja uwzględniająca zmiany struktury wydatków gospodarstw domowych wywołane przez pandemię? FT w artykule [Inflation is higher than the official numbers](#) przytacza dwie publikacje: [A.Cavallo - Inflation with Covid consumption baskets](#) i [A.Dixon - The measurement of inflation during the lockdown: A trial calculation](#), których autorzy próbują odpowiedzieć na to pytanie.

Nowe zakażenia



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Liczba województw z dzienną liczbą zakażeń >10*



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

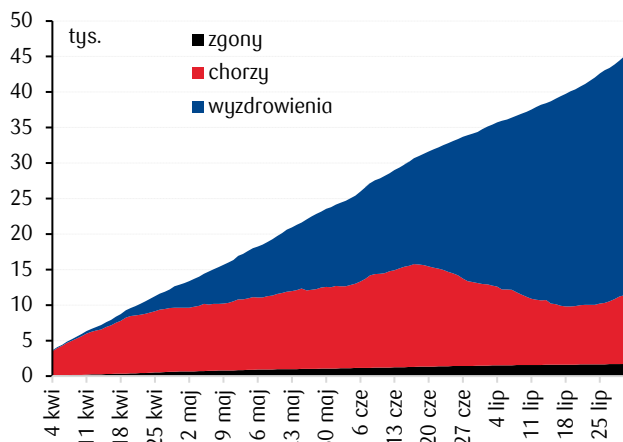
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 24 lipca						
GER: PMI w przetwórstwie (lip, wst.)	9:30	pkt.	45,2	48,0	--	50,0
GER: PMI w usługach (lip, wst.)	9:30	pkt.	47,3	50,5	--	56,7
EUR: PMI w przetwórstwie (lip, wst.)	10:00	pkt.	47,4	50,5	--	51,1
EUR: PMI w usługach (lip, wst.)	10:00	pkt.	48,5	51,0	--	55,1
USA: PMI w przetwórstwie (lip, wst.)	15:45	pkt.	49,8	51,5	--	51,3
USA: Sprzedaż nowych domów (cze)	16:00	tys.	682	701	--	776
Poniedziałek, 27 lipca						
EUR: Podaż pieniądza M3 (cze)	10:00	% r/r	8,9	9,3	--	9,2
GER: Indeks Ifo (lip)	10:00	pkt.	86,3	89,2	--	90,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (cze, wst.)	14:30	% m/m	15,1	7,0	--	7,3
Wtorek, 28 lipca						
USA: Ceny nieruchomości (maj)	15:00	% r/r	3,9	4,0	--	3,7
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lip)	16:00	pkt.	98,3	96,1	--	92,6
Środa, 29 lipca						
USA: Posiedzenie Fed (lip)	20:00	%	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25
Czwartek, 30 lipca						
GER: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	-1,9	-10,9	--	-11,7
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lip)	11:00	pkt.	75,8	82,0	--	82,3
GER: Inflacja CPI (lip, wst.)	14:00	% r/r	0,9	0,5	--	-0,1
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%k/k saar	-5,0	-34,0	--	-32,9
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%k/k saar	-6,9	-37,0	--	-34,6
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lip)	14:30	tys.	1422	1450	--	1434
Piątek, 31 lipca						
CHN: Manufacturing PMI (lip)	3:00	pkt.	50,9	51,0	--	51,1
POL: Inflacja CPI (lip, wst.)	10:00	% r/r	3,3	3,0	~3,2-3,3	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	-3,1	-13,9	--	--
EUR: Inflacja CPI (lip)	11:00	% r/r	0,3	0,2	--	--
USA: Dochody Amerykanów (cze)	14:30	% m/m	-4,2	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (cze)	14:30	% m/m	8,2	5,8	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (cze)	14:30	% r/r	1,0	1,0	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip, rew.)	16:00	pkt.	78,1	74,0	--	--

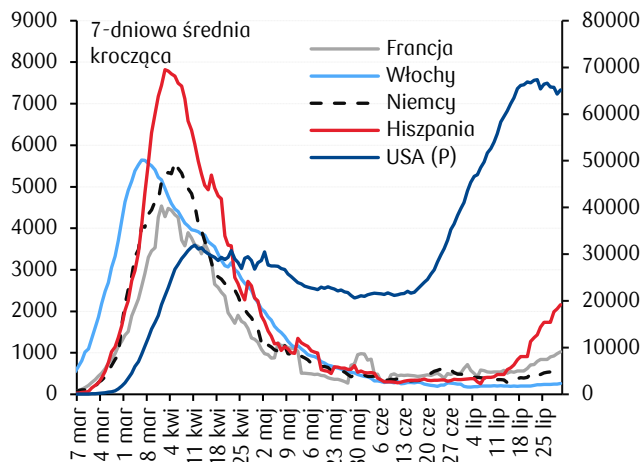
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

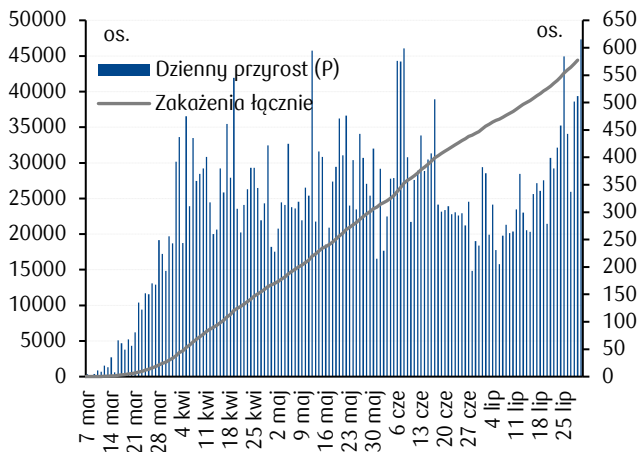
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



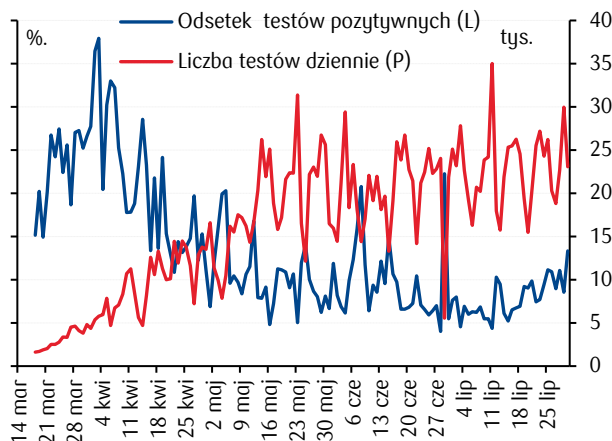
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



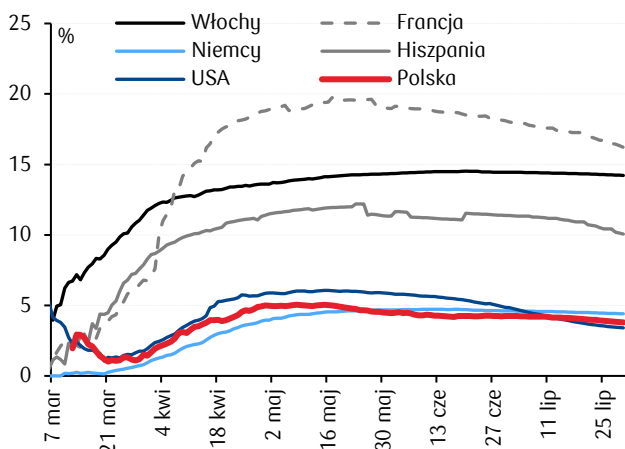
Potwierdzone zakażenia w Polsce



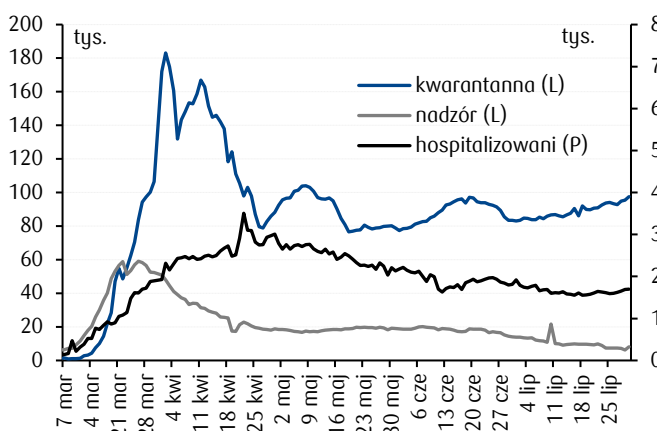
Liczba testów dziennie w Polsce



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



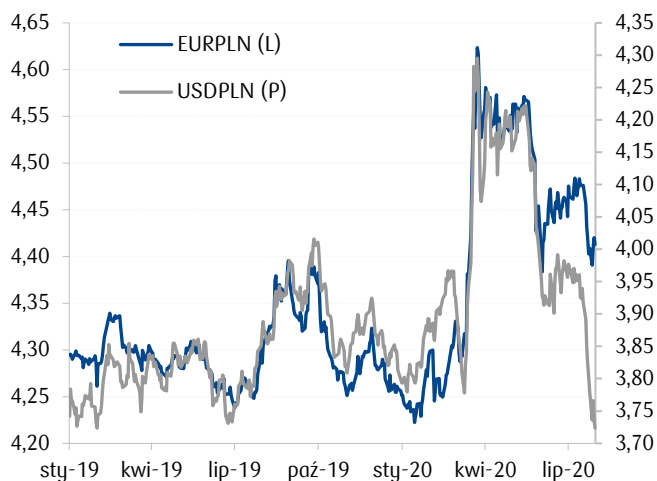
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

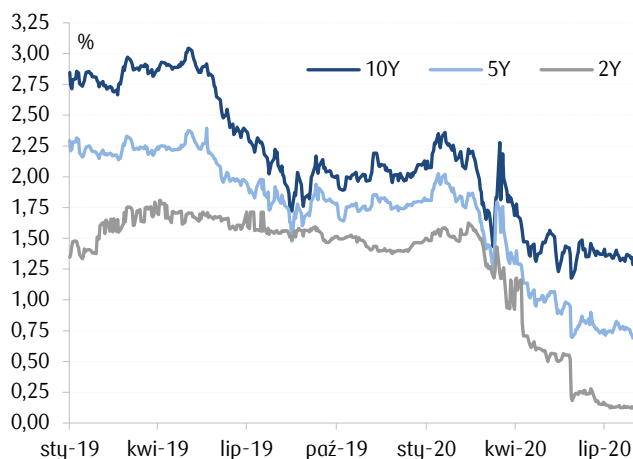
		Wartość 2020-07-30	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,4129	-0,17%	0,24%	-1,14%
	USDPLN	3,7415	-0,34%	-1,46%	-5,88%
	CHFPLN	4,1033	-0,04%	0,04%	-2,37%
	GBPPLN	4,8760	0,42%	0,64%	-1,49%
	EURUSD	1,1795	0,17%	1,72%	5,04%
	EURCHF	1,0755	-0,13%	0,20%	1,26%
	GBPUSD	1,3041	0,60%	2,33%	4,61%
	USDJPY	105,03	-0,08%	-1,84%	-2,42%
	EURCZK	26,28	0,08%	0,07%	-1,18%
	EURHUF	344,93	-0,21%	-0,48%	-1,88%
Obligacje	PL2Y	0,12	-1	-1	-3
	PL5Y	0,69	-2	-9	-2
	PL10Y	1,29	-6	-6	-7
	DE2Y	-0,71	-3	-4	-4
	DE5Y	-0,73	-4	-5	-5
	DE10Y	-0,55	-5	-7	-12
	US2Y	0,12	-1	-3	-3
	US5Y	0,23	-2	-4	-7
	US10Y	0,54	-4	-4	-13
Akcje	WIG20	1763,2	-3,4%	-3,1%	-2,3%
	S&P500	3246,2	-0,4%	0,3%	3,7%
	Nikkei**	21863,1	-2,1%	-3,9%	-1,3%
	DAX	12379,7	-3,5%	-5,5%	-1,8%
	VIX	24,76	2,7%	-5,1%	-10,5%
Surowce	Ropa Brent	43,8	0,0%	1,1%	1,4%
	Złoto	1940,1	-0,8%	2,8%	9,2%

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

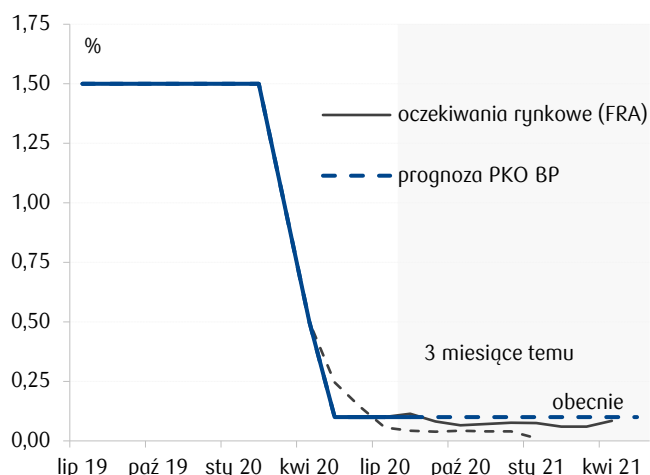
Notowania złotego wobec głównych walut



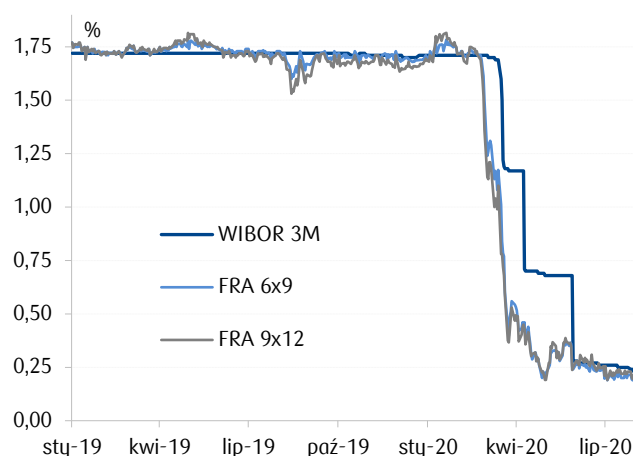
Rentowności polskich obligacji skarbowych



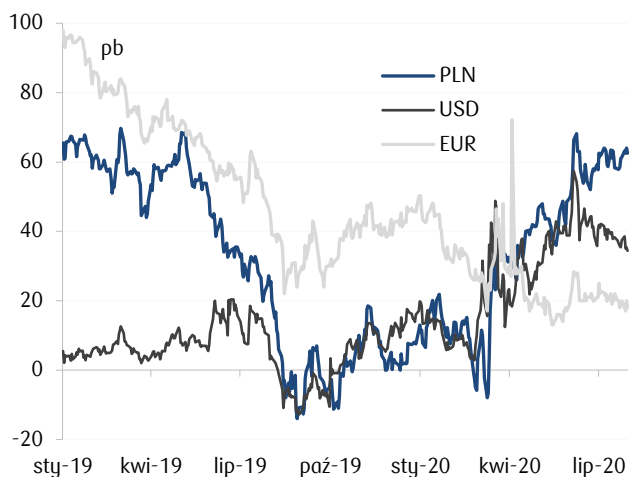
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



Krótkoterminowe stopy procentowe



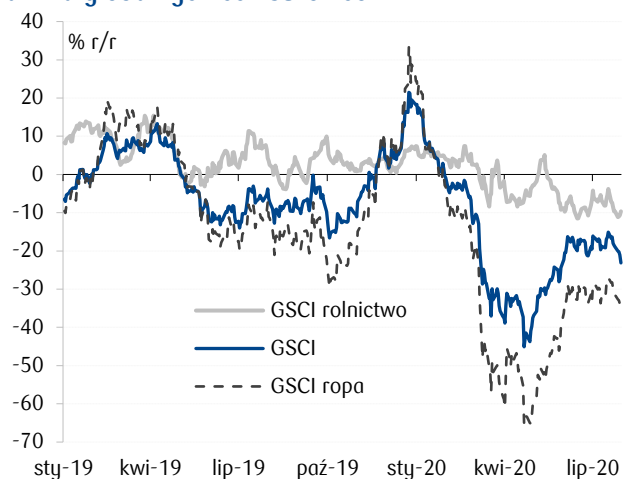
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



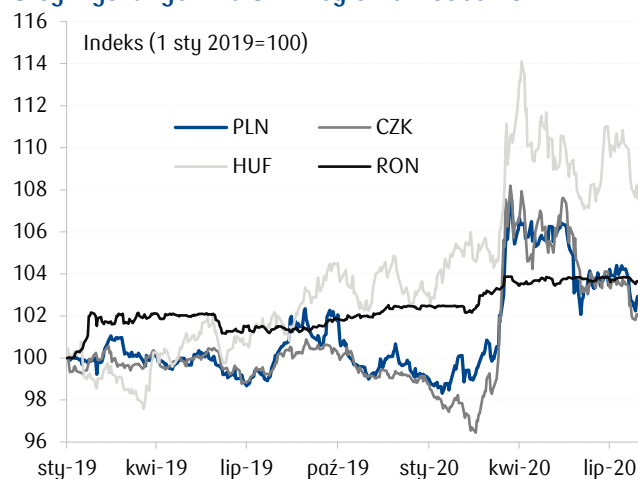
Spread asset swap dla PLN



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 saldo rachunku obrotów bieżących pozostanie dodatnie, utrwalając trend redukcji nierównowagi polskiej gospodarki. Saldo handlu towarami i usługami pogorszy się, ale zrównoważy to spadek deficytu rachunku dochodów pierwotnych (mniejsze zyski firm oraz spadek transferów zarobkowych Ukraińców).
Polityka fiskalna			
- saldo fiskalne (% PKB)	-0,7	-8,4	Koszty Tarczy Antykryzysowej oraz utrata dochodów podatkowych (znaczny spadek nominalnej dynamiki PKB) oraz jednorazowych (za transfer aktywów OFE oraz częstotliwości 5G i prawa do emisji CO ₂) istotnie zwiększą deficyt fiskalny (wg Aktualizacji Programu Konwergencji do 8,4% PKB). Dobra sytuacja wyjściowa z 2019 oznacza dużą przestrzeń do absorpcji szoku gospodarczego przez finanse publiczne i wzrost relacji długu publicznego do PKB.
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	0,10	W reakcji na wybuch pandemii NBP obniżył stopy procentowe, aby obniżyć koszty obsługi długu, oraz zaczął wykorzystywać niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, aby zapewnić niezakłócone finansowanie rządowego programu antykryzysowego. Ostatnie cięcie, o nietypowej skali do poziomu 0,10% jest wg nas sygnałem, że 0,00% jest granicą, której RPP nie chce przekroczyć.

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

Zagranica w makro-pigułce

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

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

Monitor RPP

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

K. Zubelewicz	4,9	„Obecnie bank centralny sięga po niestandardowe działania w niestandardowej sytuacji, Istotą problemu jest zatem to, czy wraz z normalizacją sytuacji gospodarczej bank centralny przestanie korzystać z niestandardowych narzędzi. Sposób przywracania tradycyjnej polityki pieniężnej będzie testem faktycznej niezależności banku centralnego, To właśnie niezależność banku centralnego pozwala na minimalizację kosztów niestandardowych operacji, Bank centralny powinien reprezentować interesy posiadaczy złotego, a te z definicji mogą być odmienne od interesów Ministerstwa Finansów, zainteresowanego przecież ich przejęciem.” (21.05.2020, PAP)
E. Gatnar	4,7	„Jeśli chodzi o dokonaną przez RPP redukcję stóp procentowych, to uważam ją za zbyt głęboką, Wystarczyłaby sumaryczna obniżka o 50 pb, przede wszystkim ze względów psychologicznych. (...) Mogą one [ujemne stopy procentowe - PKO] osłabić zaufanie do polskiej waluty, spowodować wycofywanie depozytów, i zachęcać do ucieczki do obcych walut, Mogą także doprowadzić do poważnej destabilizacji sektora bankowego (...) Uważam, że byłoby zasadne uruchomienie polskiego TLTRO, podobnie jak robi to EBC.” (09.06.2020, PAP)
Ł. Hardt	4,1	„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 obniżyliście 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. Mamy w tej chwili stopy procentowe na bardzo niskim poziomie i jednocześnie bank centralny podejmuje inne niestandardowe działania. Nie widzę w tej chwili przesłanek, by dyskutować o ujemnych stopach procentowych. ” (03.06.2020, PAP)
J. Kropiwnicki	2,4	„W kolejnym roku kalendarzowym musimy ostrożnie, stopniowo, łagodnie wrócić ze stopami procentowymi banku centralnego do poziomów z 2019 r., które przez wiele lat dobrze służyły gospodarce. (...) Choć makroekonomiczne skutki obniżania stóp procentowych zawsze wzbudzały moje wątpliwości, to ich podwyższanie wydaje mi się bardziej efektywne, zarówno na poziomie makro, jak i mikro.” (24.06.2020, PAP)
R. Sura	2,2	„Przy takim, a nie innym instrumentarium NBP, zastosowanym w ostatnich 3 miesiącach, uważam że przez najbliższy kwartał należy szczegółowo monitorować wpływ stosowanych narzędzi na gospodarkę i obserwować otoczenie , a dopiero po tym okresie wprowadzać ewentualne korekty, gdy zajdzie taka potrzeba.” (02.06.2020, PAP)
A. Glapiński	1,9	„Jednak gdyby rzeczywistość zweryfikowała negatywnie nasze nadzieje [PKO: na szybkie ożywienie gospodarki], to NBP ma jeszcze przestrzeń do dalszych działań antykryzysowych, w tym dalszego poluzowania polityki pieniężnej. (...) Czynnikiem, który mógłby stanowić dodatkowe wsparcie dla gospodarki i ograniczyć ryzyko deflacji byłoby silniejsze dostosowanie kursu złotego w reakcji na globalny wstrząs wywołany pandemią oraz poluzowanie polityki pieniężnej NBP.” (31.07.2020, 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 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	„Skala redukcji stóp procentowych była adekwatna do wyzwań makroekonomicznych, przed którymi stoi Polska. (...) Moim zdaniem tak znaczna skala obniżek stóp procentowych była potrzebna głównie dlatego, aby uspokoić nastroje konsumenckie, które po wybuchu epidemii znacznie się pogorszyły. (...) Warto utrzymywać kurs walutowy na poziomie korzystnym dla polskiego eksportu. (...) Można powiedzieć, że dbałość o dobrą sytuację w handlu zagranicznym stanowi trwały strategiczny element polskiej polityki pieniężnej. (...) Kształowanie się stóp procentowych na niskim poziomie ma na celu między innymi przeciwdziałanie temu, aby kurs złotego nie był zbyt mocny. ” (21.07.2020, radiomaryja.pl)

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

Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	2019^(%)	2020^*(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
USA					
Stopa fed funds	0,00-0,25	1,50-1,75	0,00-0,25	-100pb (marzec 2020)	Prognozy FOMC wskazują, że stopy procentowe Fed pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2022.
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w styczniu 2016	W ramach wsparcia dla gospodarki bank ogłosił zwiększone zakupy obligacji korporacyjnych oraz program kredytowy dla firm.
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (marzec 2016)	Europejski Bank Centralny nie zmienił głównych stóp procentowych oraz utrzymał <i>forward guidance</i> , wprowadził jednak szeroki wachlarz działań, które wspierają gospodarkę i sektor finansowy. Dodatkowo wprowadził Pandemiczne QE o wartości 1,35 bln EUR (po decyzji czerwcowej o rozszerzeniu programu), a w kwietniu dodał kolejną serię operacji finansujących banki (PELTRO).
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,10	0,75	0,10	-15pb (marzec 2020)	Bank Anglii rozszerzył program skupu aktywów w czerwcu, o kolejne 100 mld GBP (do 745 mld). Cel skupu ma zostać osiągnięty do końca 2020, BoE nie odniósł się do polityki ujemnych stóp procentowych.
Szwajcaria					
Stopa bazowa	-0,75	-0,75	-0,75	-50pb (styczeń 2015)	SNB w czerwcu nie zmienił wysokości stóp procentowych, deklarując, że będzie nadal osłabiał franka interweniując na rynku walutowym.
Szwecja					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	+25pb (grudzień 2019)	Przed pandemią Riksbank wycofał się z polityki ujemnych stóp. W obliczu pandemii szwedzki bank centralny rozszerzył QE i nie wykluczył powrotu do NIRP.
Norwegia					
Stopa bazowa	0,00	1,50	0,00	-25pb (maj 2020)	Norges Bank dokonał jastrzębiej rewizji prognoz, spodziewając się trzech podwyżek stóp do końca 2023 sygnalizując chęć jak najszybszej normalizacji polityki pieniężnej ze względu m.in. na ryzyko przegrzania rynku nieruchomości.
Czechy					
Stopa refinansowa	0,25	2,00	0,25	-75pb (maj 2020)	CNB ponownie zaskoczył w maju obniżając stopy procentowe, aby łagodzić negatywne oddziaływanie epidemii koronawirusa na gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, nie wykluczył też zakupów aktywów gdyby to było konieczne.
Węgry					
Stopa bazowa	0,90	0,90	0,60	-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.

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.