

### Poprawa koniunktury w przemyśle

#### Dziś w centrum uwagi:

- **Dzienna liczba nowych przypadków zarażeń koronawirusem na świecie, która wynosi ok. 250 tys., nadal spędza inwestorom sen z powiek.** W USA liczba zgonów w całym lipcu wyniosła 25 tys., a liczba przypadków podwoiła się w 18 stanach. Szanse na spadek liczby zakażeń w okresie letnim są już tylko teoretyczne. Publikowane ostatnio dobre wyniki spółek z USA (84% spółek z S&P 500 opublikowało wyniki powyżej oczekiwań) kontrastują z wynikami europejskich banków tworzących kolejne odpisy obciążające wyniki (wczoraj HSBC).
- Dziś w kalendarzu znajdują się **dane drugoplanowe:** czerwcowe zamówienia fabryczne i na dobra trwałe z USA (uwzględnione już w szacunkach PKB za 2q20, gdzie spadek odnotowano we wszystkich komponentach za wyjątkiem wydatków rządu federalnego) oraz inflacja PPI ze strefy euro za czerwiec.

#### Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **EUR:** Finalne odczyty **PMI z przetwórstwa Niemiec i strefy euro** za lipiec potwierdziły, że przemysł w tych gospodarkach powrócił na ścieżkę wzrostową. Odczyt ze strefy euro wyniósł 51,8 pkt., a niemiecki wstępny szacunek został zrewidowany do góry o 1 pkt, do 51,0 pkt. Dane potwierdzają, że firmy uczestniczące w globalnych łańcuchach produkcji wznowiły aktywność i zaczynają odrabiać straty. PMI w Szwecji, równie silnie eksponowanej na światowy handel, także wzrósł powyżej neutralnego progu (do 51,0 pkt).
- **POL:** Krajowy **PMI w przetwórstwie** wzrósł do poziomu 52,8 pkt. (z 47,2 w czerwcu; powyżej oczekiwań). Indeks sygnalizuje, podobnie jak jego odpowiedniki ze strefy euro i Niemiec, że krajowe przetwórstwo powróciło do wzrostów. Z punktu widzenia RPP dane mają neutralny wydźwięk (więcej w Makro Flashu: „[PMI wystrzelił w górę](#)”).
- **POL:** Dane o wysokiej częstotliwości, zagregowane do naszego **tygodniowego proxy aktywności gospodarczej [PKO-PKB-T]** pokazały, że obserwowany w trakcie miesiąca spadek aktywności przestał się pogłębiać w ostatnim tygodniu lipca (por. wykres).
- **USA:** **ISM w przetwórstwie** wzrósł w lipcu do poziomu 54,2 pkt. (z 52,6 w czerwcu). Trzymiesięczna średnia ruchoma wskaźnika powróciła do poziomu neutralnego 50 pkt. sygnalizując, że PKB powróci w trakcie 3q20 do wzrostów (por. wykres). Na przeszkodzie ożywieniu w USA nadal stoi niepewność co do dalszego rozwoju pandemii. Liczba nowych przypadków wydaje się jednak stopniowo obniżać ze

#### Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

@PKO\_Research

#### Marta Petka-Zagajewska

Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

#### Marcin Czaplicki

Ekonomista  
tel. 22 521 54 50

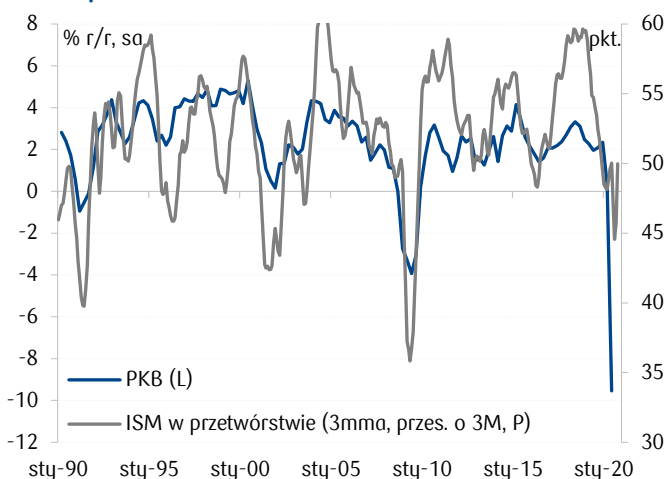
#### Urszula Kryńska

Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

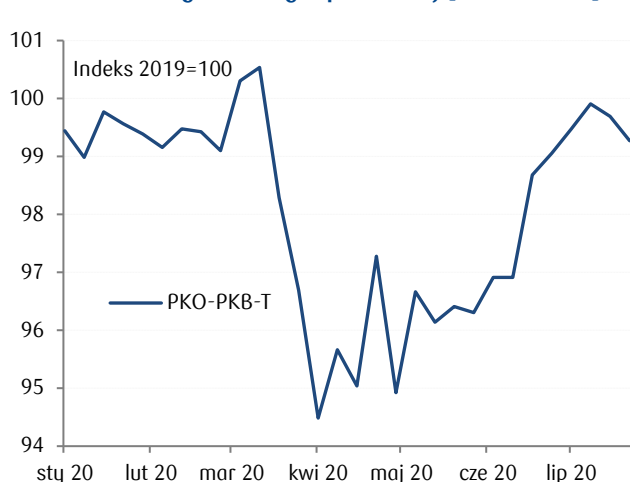
#### Michał Rot

Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

#### ISM w przetwórstwie USA



#### Wskaźnik aktywności gospodarczej [PKO-PKB-T]\*



Źródło: Datastream, Macrobond, PKO Bank Polski. \*wg danych do 29 lipca.

szczytów zanotowanych na początku lipca (por. wykres na str. 4) dając nadzieję, że druga fala zachorowań przeszła już przez większość stanów. Amerykański PMI w przetwórstwie także poprawił się, do 50,9 pkt. (z 49,8 pkt. poprzednio).

- **POL:** Wg ankiety NBP przedstawionej w najnowszym [Raporcie o sytuacji na rynku kredytowym](#) w 2q20 większość banków zastrzyła kryteria polityki kredytowej wobec przedsiębiorstw, silniej w przypadku sektora MSP. Zacieśnienie polityki kredytowej motywowane było głównie pogorszeniem się sytuacji gospodarczej, w tym branż wrażliwych na oddziaływanie pandemii. W przypadku kredytów mieszkaniowych wyraźnie zastrzyto politykę kredytową, głównie ze względu na niepewność otoczenia ekonomicznego, podwyższono wymagany wkład własny i marżę kredytową. Dla kredytów konsumpcyjnych w ankiecie odnotowano silne zastrzeżenie kryteriów przyznawania kredytów. W 3q20 banki spodziewają się wzrostu popytu na kredyty korporacyjne i mieszkaniowe. W przypadku kredytów konsumpcyjnych spodziewany jest spadek popytu. Jako jedną z przyczyn zmian polityki kredytowej w w/w segmentach wskazano decyzje NBP w zakresie polityki pieniężnej, tym samym pośrednio potwierdzając, że poluzowanie polityki pieniężnej (*ceteris paribus*) miało negatywny wpływ na podaż kredytu.
- **POL:** P.Borys (PFR) poinformował, że do tej pory wypłacono firmom 60,5 mld zł środków pomocowych. Z pomocy PFR skorzystało ponad 345 tys. firm zatrudniających ponad 3 mln osób.
- **POL:** Krajowa Rada Radiofonii i Telewizji poinformowała o podwyżce abonamentu RTV w 2021 o ok. 7% (radio) i 8% (TV). Wpływ decyzji na ścieżkę inflacji jest pomijalny (<0,1pp.)

#### Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL:** W poniedziałek poinformowano o 575 przypadkach zakażenia koronawirusem. Najwięcej nowych przypadków odnotowano w woj. śląskim (146), wielkopolskim (98), mazowieckim (82) oraz małopolskim (78). Wynik pozytywny dało 3,2% testów. W poniedziałek przez chorych zajęte było 1.841 łóżek szpitalnych, a hospitalizacji wymagało 17,0% chorych. Liczba aktywnych przypadków wzrosła do 10.856, wyzdrowiały 172 osoby, poinformowano o 1 zgonie. Łącznie z powodu infekcji koronawirusem zmarło w Polsce 1.732 osoby, co stanowi 3,6% wszystkich zakażonych, których było 47.469. Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach znajduje się na str. 4.

#### Znalezione w sieci:

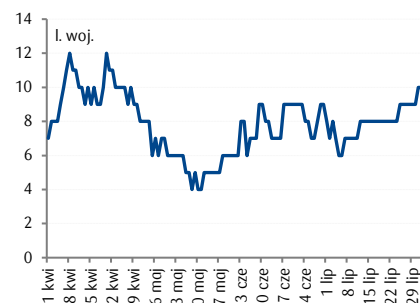
- Wyniki modelu rozwoju pandemii w Polsce (MIMUW): [Scenariusze rozwoju epidemii w sezonie jesień 2020.](#)
- Kolejne opracowanie, wskazujące, że zbyt niski poziom stóp procentowych (nawet powyżej zera) tworzy zagrożenia dla stabilności systemu finansowego (EBC): [What is the tipping point? Low rates 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 w Polsce



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

#### Liczba województw z dzienną liczbą zakażeń >10\*



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

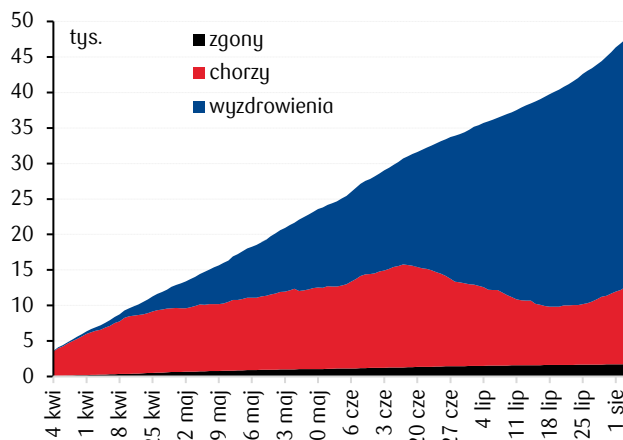
## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik                                      | Godz.        | Jednostka    | Poprzednio  | Konsensus   | PKO BP      | Odczyt      |
|---|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Piątek, 31 lipca</b>                       |              |              |             |             |             |             |
| CHN: PMI w przetwórstwie (lip)                | 3:00         | pkt.         | 50,9        | 51,0        | --          | 51,1        |
| <b>POL: Inflacja CPI (lip, wst.)</b>          | <b>10:00</b> | <b>% r/r</b> | <b>3,3</b>  | <b>3,1</b>  | <b>3,2</b>  | <b>3,1</b>  |
| EUR: Wzrost PKB (2q)                          | 11:00        | % r/r        | -3,1        | -13,9       | --          | -15,0       |
| EUR: Inflacja HICP (lip)                      | 11:00        | % r/r        | 0,3         | 0,2         | --          | 0,4         |
| USA: Dochody Amerykanów (cze)                 | 14:30        | % m/m        | -4,4        | 0,4         | --          | -1,1        |
| USA: Wydatki Amerykanów (cze)                 | 14:30        | % m/m        | 8,5         | 5,8         | --          | 5,6         |
| USA: Inflacja bazowa PCE (cze)                | 14:30        | % r/r        | 1,0         | 1,0         | --          | 0,9         |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip, rew.) | 16:00        | pkt.         | 78,1        | 74,0        | --          | 72,5        |
| <b>Poniedziałek, 3 sierpnia</b>               |              |              |             |             |             |             |
| CHN: PMI (Caixin) w przetwórstwie (lip)       | 3:45         | pkt.         | 51,2        | 51,5        | --          | 52,8        |
| <b>POL: PMI w przetwórstwie (lip)</b>         | <b>9:00</b>  | <b>pkt.</b>  | <b>47,2</b> | <b>50,3</b> | <b>51,0</b> | <b>52,8</b> |
| GER: PMI w przetwórstwie (lip, rew.)          | 9:55         | pkt.         | 45,2        | 50,0        | --          | 51,0        |
| EUR: PMI w przetwórstwie (lip, rew.)          | 10:00        | pkt.         | 47,4        | 51,1        | --          | 51,8        |
| USA: PMI w przetwórstwie (lip, rew.)          | 15:45        | pkt.         | 49,8        | 51,3        | --          | 50,9        |
| USA: ISM w przetwórstwie (lip)                | 16:00        | pkt.         | 52,6        | 53,6        | --          | 54,2        |
| <b>Wtorek, 4 sierpnia</b>                     |              |              |             |             |             |             |
| EUR: Inflacja PPI (cze)                       | 11:00        | % r/r        | -5,0        | --          | --          | --          |
| USA: Zamówienia fabryczne (cze)               | 16:00        | % m/m        | 8,0         | 4,8         | --          | --          |
| USA: Zamówienia na dobra trwałe (cze, rew.)   | 16:00        | % m/m        | 15,1        | 7,3         | --          | --          |
| <b>Środa, 5 sierpnia</b>                      |              |              |             |             |             |             |
| ROM: Posiedzenie banku centralnego (?)        | --           | %            | 1,75        | --          | 1,75        | --          |
| GER: PMI w usługach (lip, rew.)               | 9:55         | pkt.         | 47,3        | 56,7        | --          | --          |
| EUR: PMI w usługach (lip, rew.)               | 10:00        | pkt.         | 48,3        | 55,1        | --          | --          |
| EUR: Sprzedaż detaliczna (cze)                | 11:00        | % r/r        | -5,1        | --          | --          | --          |
| USA: Raport ADP (lip)                         | 14:15        | mln          | 2,369       | 2,25        | --          | --          |
| USA: Bilans handlowy (cze)                    | 14:30        | mld USD      | -54,6       | -50,3       | --          | --          |
| <b>Czwartek, 6 sierpnia</b>                   |              |              |             |             |             |             |
| GER: Zamówienia fabryczne (cze)               | 8:00         | % m/m        | 10,4        | 12,0        | --          | --          |
| GER: Zamówienia w przemyśle (cze)             | 8:00         | % r/r        | -29,3       | --          | --          | --          |
| UK: Posiedzenie BoE                           | 13:00        | %            | 0,10        | 0,10        | 0,10        | --          |
| CZE: Posiedzenie banku centralnego            | 14:30        | %            | 0,25        | 0,25        | 0,25        | --          |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (sie) | 14:30        | mln          | 1,434       | 1,5         | --          | --          |
| <b>Piątek, 7 sierpnia</b>                     |              |              |             |             |             |             |
| GER: Bilans handlowy (cze)                    | 8:00         | mld EUR      | 7,1         | --          | --          | --          |
| GER: Eksport (cze)                            | 8:00         | % m/m        | 9,0         | --          | --          | --          |
| GER: Import (cze)                             | 8:00         | % m/m        | 3,5         | --          | --          | --          |
| GER: Produkcja przemysłowa (cze)              | 8:00         | % m/m        | 7,8         | 8,0         | --          | --          |
| GER: Produkcja przemysłowa (cze)              | 8:00         | % r/r        | -19,3       | --          | --          | --          |
| USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lip)       | 14:30        | mln          | 4,8         | 2,26        | --          | --          |
| USA: Stopa bezrobocia (lip)                   | 14:30        | %            | 11,1        | 10,5        | --          | --          |
| USA: Przeciętna płaca godzinowa (lip)         | 14:30        | % r/r        | 5,0         | 4,5         | --          | --          |

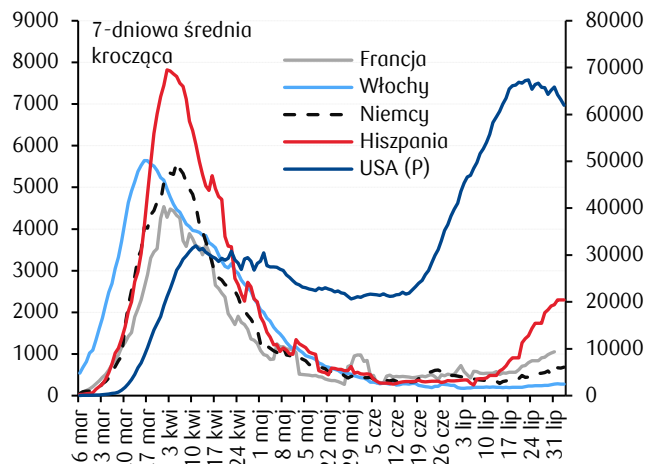
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji epidemicznej

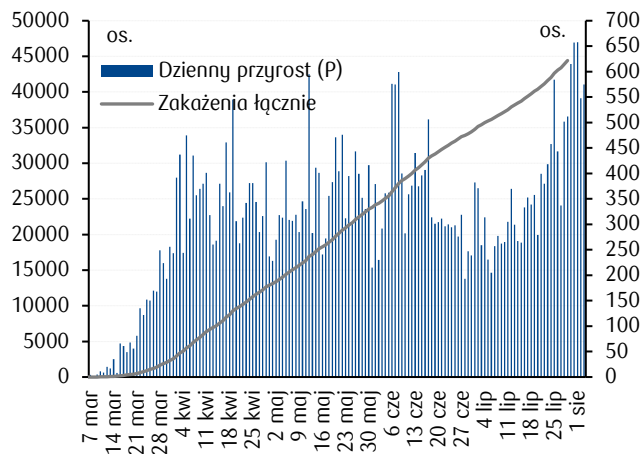
### Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



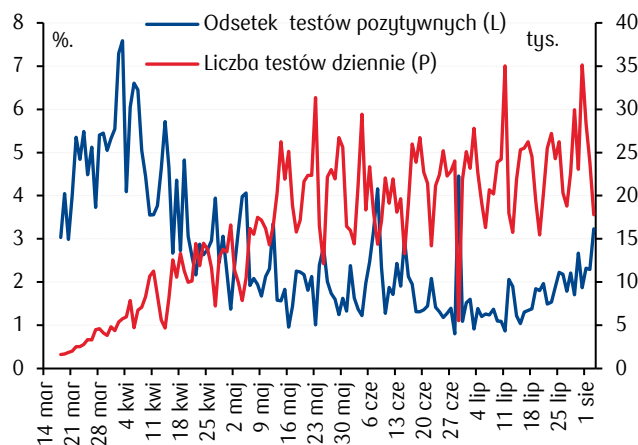
### Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



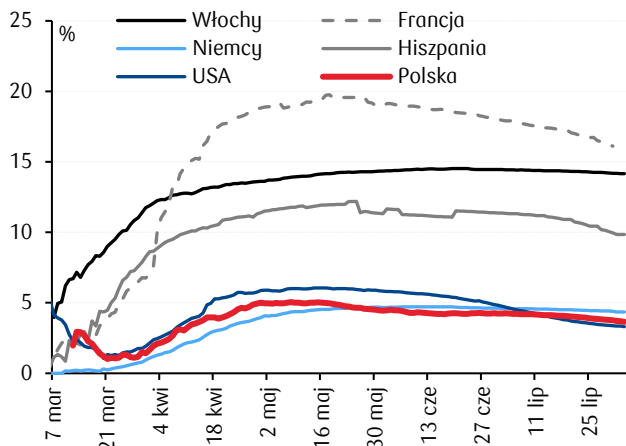
### Potwierdzone zakażenia w Polsce



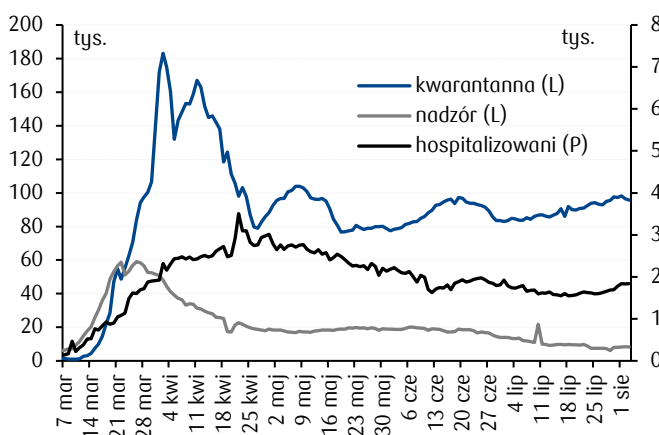
### Liczba testów dziennie w Polsce



### Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



### Działania sanitarne w Polsce



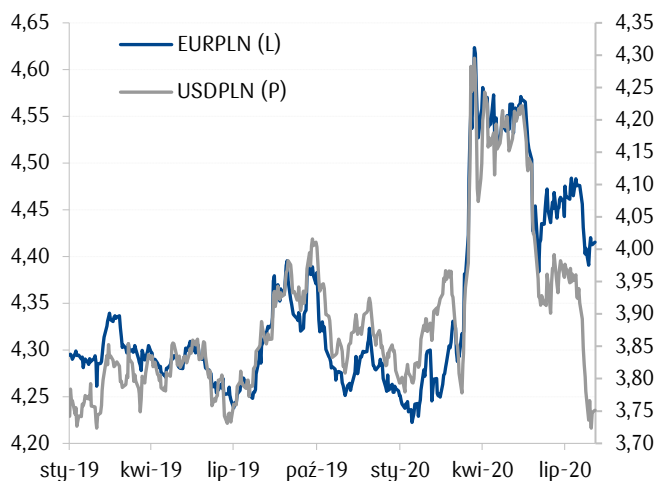
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

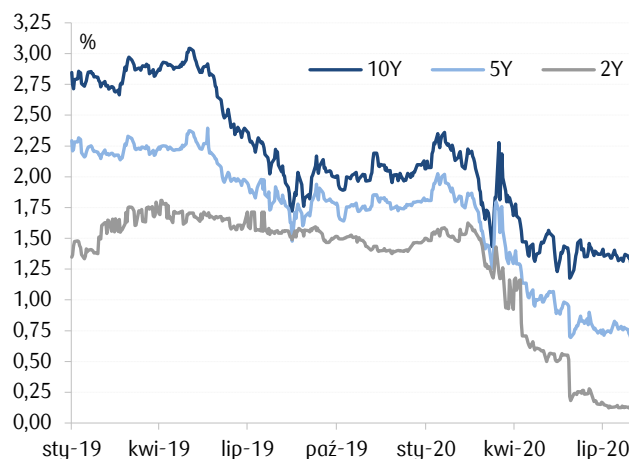
|                  |              | Wartość<br>2020-08-03 | Δ 1D   | Δ (% , pb)*<br>Δ 1W | Δ 4W   |
|------------------|--------------|-----------------------|--------|---------------------|--------|
| <b>Waluty</b>    | EURPLN       | 4.4155                | 0.06%  | 0.57%               | -1.02% |
|                  | USDPLN       | 3.7617                | 0.81%  | 0.91%               | -4.57% |
|                  | CHFPLN       | 4.0829                | -0.46% | 0.65%               | -2.66% |
|                  | GBPPLN       | 4.9046                | 0.01%  | 1.90%               | -0.56% |
|                  | EURUSD       | 1.1738                | -0.74% | -0.34%              | 3.72%  |
|                  | EURCHF       | 1.0815                | 0.53%  | -0.09%              | 1.68%  |
|                  | GBPUSD       | 1.3031                | -0.72% | 1.05%               | 4.16%  |
|                  | USDJPY       | 106.10                | 0.35%  | 0.90%               | -1.28% |
|                  | EURCZK       | 26.30                 | 0.12%  | 0.37%               | -1.39% |
|                  | EURHUF       | 345.15                | 0.20%  | -0.05%              | -2.04% |
| <b>Obligacje</b> | PL2Y         | 0.14                  | 2      | 1                   | 0      |
|                  | PL5Y         | 0.69                  | 1      | -7                  | -6     |
|                  | PL10Y        | 1.31                  | 2      | -5                  | -6     |
|                  | DE2Y         | -0.70                 | 2      | -3                  | -2     |
|                  | DE5Y         | -0.71                 | 2      | -3                  | -3     |
|                  | DE10Y        | -0.52                 | 1      | -3                  | -9     |
|                  | US2Y         | 0.12                  | 0      | -4                  | -5     |
|                  | US5Y         | 0.23                  | 1      | -6                  | -8     |
|                  | US10Y        | 0.56                  | 3      | -5                  | -12    |
|                  | <b>Akcje</b> | WIG20                 | 1804.4 | 2.1%                | -1.4%  |
| S&P500           |              | 3294.6                | 0.7%   | 1.7%                | 3.6%   |
| Nikkei**         |              | 22566.9               | 1.7%   | -0.7%               | -0.6%  |
| DAX              |              | 12647.0               | 2.7%   | -1.5%               | -0.7%  |
| VIX              |              | 24.28                 | -0.7%  | -1.9%               | -13.1% |
| <b>Surowce</b>   | Ropa Brent   | 44.2                  | 2.0%   | 1.5%                | 2.4%   |
|                  | Złoto        | 1973.7                | -0.1%  | 1.7%                | 10.7%  |

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

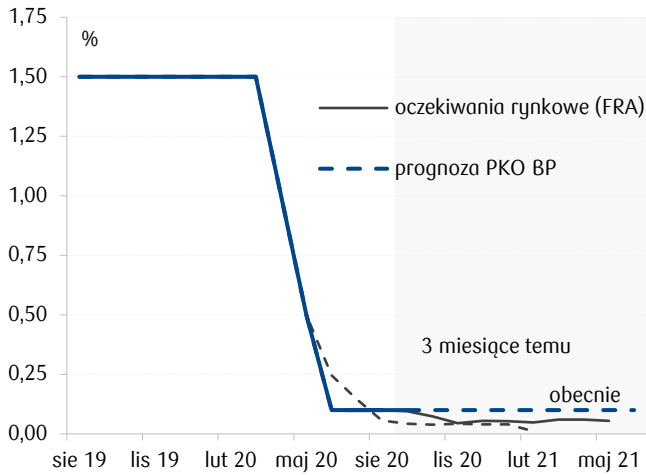
## Notowania złotego wobec głównych walut



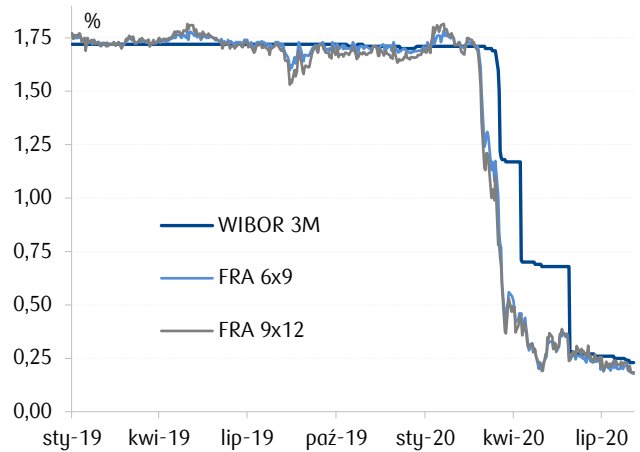
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



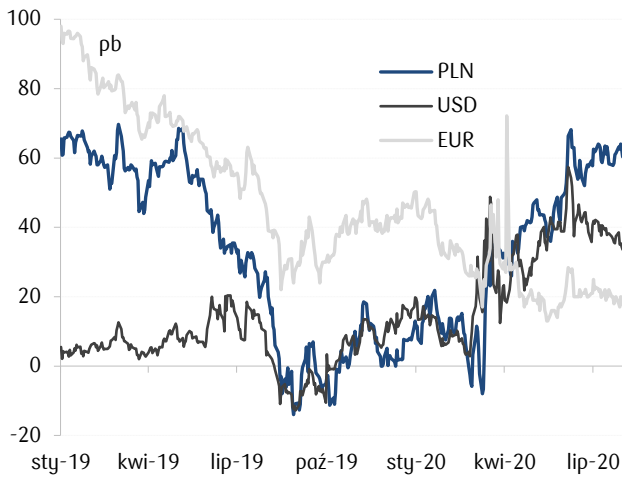
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



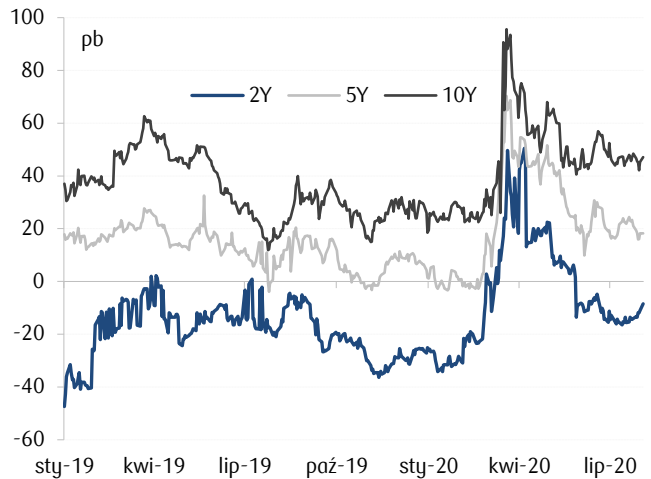
Krótkoterminowe stopy procentowe



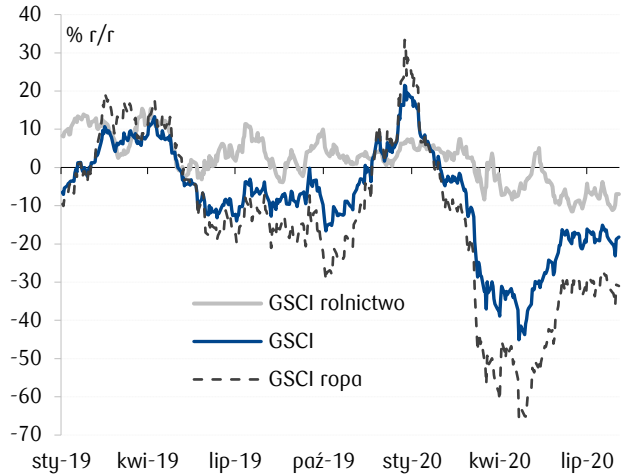
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



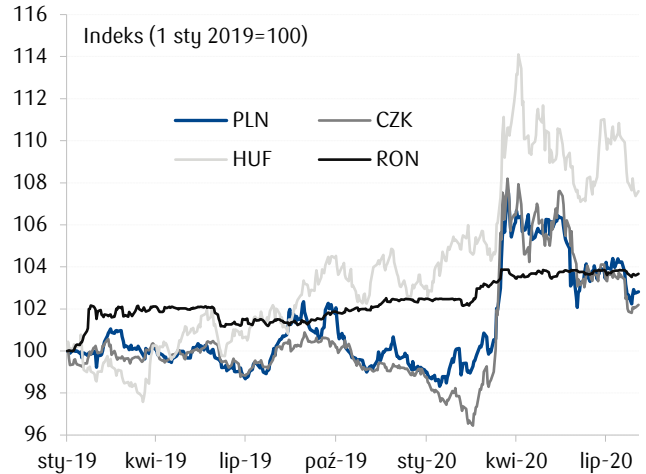
Spread asset swap dla PLN



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  |
|-----------------------------------|---------|----------|--|
| <b>Sfera realna</b>               |         |          |  |
| - 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”.       |
| <b>Procesy inflacyjne</b>         |         |          |  |
| - 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).   |
| <b>Agregaty monetarne</b>         |         |          |  |
| - 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.         |
| <b>Równowaga zewnętrzna</b>       |         |          |  |
| - 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).  |
| <b>Polityka fiskalna</b>          |         |          |  |
| - 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 <sub>2</sub> ) 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. |
| <b>Polityka pieniężna</b>         |         |          |  |
| - 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  |
|---------------------|------|------|--|
| <b>USA</b>          |      |      |  |
| - 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  |  |
| <b>Strefa euro</b>  |      |      |  |
| - 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  |  |
| <b>Chiny</b>        |      |      |  |
| - 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 <b>obniżyliście stopy procentowe za bardzo i szkoda, że nie poszliśmy w bardziej niestandardowe działania</b> , 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. <b>Nie widzę w tej chwili przesłanek, by dyskutować o ujemnych stopach procentowych.</b> ” (03.06.2020, PAP)   |
| J. Kropiwnicki  | 2,4 | „W 2021 r. trzeba będzie się zastanawiać nad podwyżką stóp procentowych, jeżeli nie na początku, to na pewno w środku roku. <b>Stopy powinny stopniowo zacząć rosnąć do poziomu ok. 1,50%</b> , który przez kilka lat dobrze służył polskiej gospodarce. Nie wynika to jedynie z zagrożenia inflacją. Obniżki stóp procentowych ujawniły kilka dobrych efektów, ale też kilka negatywnych” (31.07.2020, PAP)   |
| R. Sura         | 2,2 | „Przy takim, a nie innym instrumentarium NBP, zastosowanym w ostatnich 3 miesiącach, <b>uważam że przez najbliższy kwartał należy szczegółowo monitorować wpływ stosowanych narzędzi na gospodarkę i obserwować otoczenie</b> , 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 <b>ma jeszcze przestrzeń do dalszych działań antykryzysowych, w tym dalszego poluzowania polityki pieniężnej.</b> (...) 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 (...) <b>póki co nie ma specjalnej potrzeby ani sensu (żeby dalej obniżać stopy - PAP).</b> 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. (...) <b>Kształowanie się stóp procentowych na niskim poziomie ma na celu między innymi przeciwdziałanie temu, aby kurs złotego nie był zbyt mocny.</b> ” (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  |
|---|--------------------|-----------|-----------|-----------------------------------|--|
| <b>USA</b>                              |                    |           |           |                                   |  |
| Stopa fed funds                         | 0,00-0,25          | 1,50-1,75 | 0,00-0,25 | -100pb<br>(marzec 2020)           | Prognozy FOMC wskazują, że stopy procentowe Fed pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2022.  |
| <b>Japonia</b>                          |                    |           |           |                                   |  |
| 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.  |
| <b>Strefa euro</b>                      |                    |           |           |                                   |  |
| Stopa refinansowa                       | 0,00               | 0,00      | 0,00      | -5pb<br>(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). |
| <b>Wielka Brytania</b>                  |                    |           |           |                                   |  |
| Stopa bazowa                            | 0,10               | 0,75      | 0,10      | -15pb<br>(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.  |
| <b>Szwajcaria</b>                       |                    |           |           |                                   |  |
| Stopa bazowa                            | -0,75              | -0,75     | -0,75     | -50pb<br>(styczeń 2015)           | SNB w czerwcu nie zmienił wysokości stóp procentowych, deklarując, że będzie nadal osłabiał franka interweniując na rynku walutowym.   |
| <b>Szwecja</b>                          |                    |           |           |                                   |  |
| Stopa refinansowa                       | 0,00               | 0,00      | 0,00      | +25pb<br>(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.  |
| <b>Norwegia</b>                         |                    |           |           |                                   |  |
| Stopa bazowa                            | 0,00               | 1,50      | 0,00      | -25pb<br>(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.  |
| <b>Czechy</b>                           |                    |           |           |                                   |  |
| Stopa refinansowa                       | 0,25               | 2,00      | 0,25      | -75pb<br>(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.   |
| <b>Węgry</b>                            |                    |           |           |                                   |  |
| Stopa bazowa                            | 0,90               | 0,90      | 0,60      | -15pb<br>(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](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

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

### Zespół Analiz Sektorowych

[analizy.sektorowe@pkobp.pl](mailto:analizy.sektorowe@pkobp.pl) 22 521 81 22

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

### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki [marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl) 22 521 72 24

**Materiał zatwierdził(a):** Marta Petka-Zagajewska

#### 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.