

„Tylko dobry dług ratuje gospodarkę”

Dziś w centrum uwagi:

- Dane z krajowego rynku pracy za lipiec pokażą efekty wycofywania się firm z instrumentów wprowadzonych w ramach Tarczy Antykryzysowej. Oczekiwane przez nas wyhamowanie spadku zatrudnienia do -2,9% r/r z -3,3% r/r z czerwca, odzwierciedla stopniowy powrót pracowników do pełnego wymiaru etatu - badania ankietowe PIE wskazują, że odsetek osób z obniżonym etatem spadł z 30% na koniec czerwca do 22% pod koniec lipca. Odwilż na rynku pracy na razie jest zbyt słaba, aby podbić dynamikę płac. Prognozujemy, że wzrost przeciętnego wynagrodzenia pozostał anemiczny (2,9% r/r wobec 3,6% r/r w czerwcu).
- *Minutes* z ostatniego posiedzenia Fed nie pokażą nic przełomowego. Dla rynków finansowych kluczowe znaczenie ma obecnie nie polityka pieniężna, a losy pakietu fiskalnego w USA, który utknął w Kongresie.
- Przełożone z wczoraj **posiedzenie (wideokonferencja) OPEC+** prawdopodobnie nie przyniesie nowych redukcji wydobycia, ale pokaże w jakim stopniu państwa eksporterzy ropy dostosowały się do ustalonych wcześniej ograniczeń.
- **Zrewidowane dane HICP za lipiec** potwierdzą brak presji inflacyjnej w strefie euro.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **POL: Deficyt budżetowy po lipcu spadł do 16,3 mld PLN (o 0,8 mld PLN mniej niż po czerwcu).** W samym lipcu zauważalna była poprawa dochodów z VAT (9,8% r/r wobec -13,8% r/r w czerwcu), co należy wiązać zżywieniem konsumpcji i wzrostem inflacji w czerwcu oraz mniejszymi zwrotami podatku (we wcześniejszych miesiącach MinFin je przyspieszał, aby wspierać płynność przedsiębiorstw). Wydatki w samym lipcu wzrosły o 3,5% r/r. W okresie styczeń-lipiec wydatki były o 7,9% większe niż w analogicznym okresie 2019. Większość stymulacji fiskalnej związanej z pandemią odbywa się przy tym kanałami pozabudżetowymi. Dochody budżetowe ogółem w perspektywie 7 miesięcy tego roku wzrosły o 3,1% r/r, z czego dochody z VAT są wciąż o 6,5 mld PLN (6,3%) niższe niż w analogicznym okresie 2019, pokazując skalę spadku konsumpcji. Dochody z CIT wzrosły o 21,7% r/r, a z PIT spadły o 2,7% r/r. Dane budżetowe (ale także dane o wysokiej częstotliwości obrazujące aktywność gospodarczą) wskazują na wyższą od oczekiwań dynamikę gospodarki i szybkieżywienie. Relatywnie dobre wyniki budżetu po lipcu sugerują, że całoroczny deficyt nie będzie tak wysoki, jak zakłada konsensus rynkowy. Wczoraj KPRM ogłosiła, że podczas czwartkowego posiedzenia rząd zajmie się nowelizacją budżetu na 2020.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

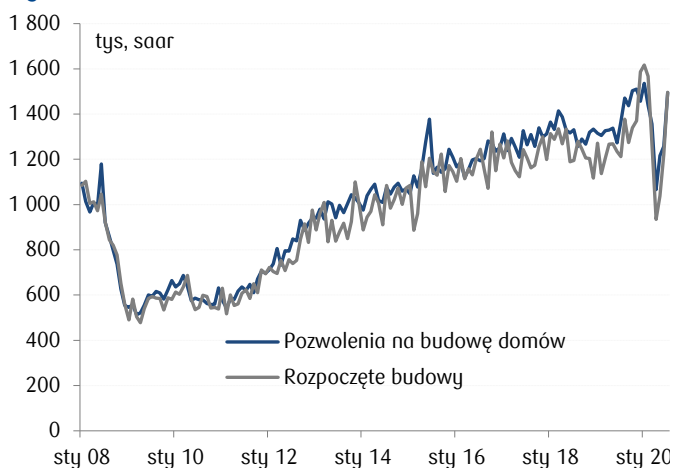
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

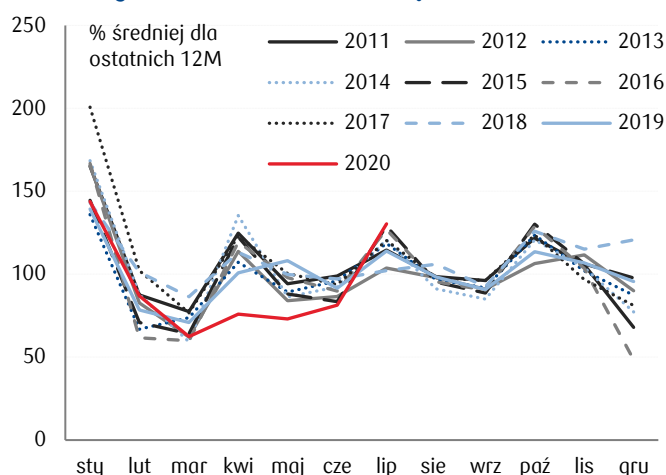
Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Rynek domów w USA



Dochody budżetowe z VAT (miesięcznie)



- **USA:** Liczba rozpoczętych inwestycji w zakresie budowy domów mieszkalnych w lipcu wyniosła 1,496 mln w ujęciu zannualizowanym (SAAR) wobec 1,220 mln w czerwcu. Liczba **wydanych nowych pozwoleń** na budowę domów wyniosła z kolei 1,495 mln SAAS wobec 1,258 mln miesiąc wcześniej. Rynek budowlany praktycznie odrobił już wywołane przez lockdown straty. Bardziej wyraźne od oczekiwań ożywienie aktywności na amerykańskim rynku budowlanym jest wypadkową rekordowo niskiego oprocentowania kredytów hipotecznych oraz względnie stabilnej sytuacji finansowej gospodarstw domowych z klasy średniej.
- **EU:** Były szef EBC **M.Draghi**, w swoim pierwszym poważnym wystąpieniu po zakończeniu kadencji, wezwał rządy do wykorzystania pandemicznego stymulusu do wzmocnienia gospodarki, w przeciwnym razie powstanie ryzyko kolejnego kryzysu zadłużeniowego. Podkreślił, że samo niskie oprocentowanie nie oznacza, że dług jest zrównoważony. Jednocześnie pochwalił finansowanie wspólnym długiem programu ratunkowego UE. W jego ocenie dobry dług, to taki, który jest wydawany na inwestycje w kapitał ludzki, infrastrukturę lub badania naukowe.

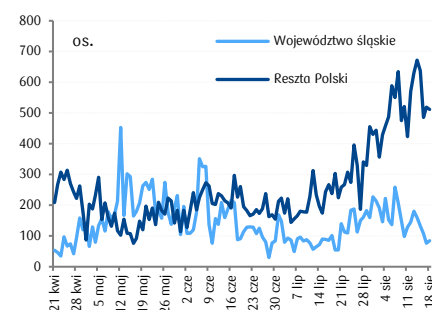
Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL:** Wczoraj w Polsce potwierdzono 597 przypadki zakażeń koronawirusem, a liczba nowych zakażeń od 3 dni stabilizuje się poniżej 600. W ujęciu 7-dniowej średniej najczęściej nowych zakażeń odnotowano w woj. małopolskim (133), śląskim (127) oraz mazowieckim (107). Od dwóch dni, po raz pierwszy od początku epidemii, średnia tygodniowa przekracza 100 w 3 województwach. Jedynie w woj. lubuskim średnia 7-dniowa liczba nowych przypadków jest mniejsza niż 10. Liczba osób aktualnie zakażonych wzrosła do nowego maksimum na poziomie 16.337, z czego 12,6% (2.057) wymaga hospitalizacji. W ciągu doby odnotowano kolejne 11 zgonów. Łącznie z powodu COVID-19 zmarło 1896 osób, czyli 3,3% wszystkich potwierdzonych przypadków (57.876). Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach znajduje się na str. 4.
- **POL:** Minister zdrowia **Ł.Szumowski** **złożył wczoraj dymisję**. Poinformował, że pozostaje posłem, chce też wrócić do wykonywania wyuczonego zawodu lekarza.
- **GER:** Według opublikowanych we wtorek rano danych zebranych przez Johns Hopkins University dobową **liczba nowych przypadków zakażeń koronawirusem** wyniosła w Niemczech 1693 i była najwyższa od końca kwietnia, jednak wciąż wyraźnie poniżej szczytowych odczytów na wiosnę (6000).
- **CZK:** Czesi planują wprowadzenie od 1 września obowiązku **zakrywania twarzy w zamkniętych pomieszczeniach i środkach komunikacji zbiorowej**. Przywrócenie obowiązku noszenia maseczek związane jest z rozpoczęciem nowego roku szkolnego.
- **FRA:** Od 1 września we Francji obowiązywać będzie **nakaz zakrywania ust i nosa w zamkniętych, wspólnych pomieszczeniach firm**, z wyjątkiem biur indywidualnych zajmowanych tylko przez jednego pracownika. Według danych Agencji Zdrowia Publicznego do prawie jednej czwartej nowych zakażeń SARS-CoV-2 we Francji dochodzi w miejscach pracy.

Znalezione w sieci:

- Przy otwieraniu szkół w okresie pandemii istotną rolę odgrywają maski, rozmiar klasy i przestrzeganie zasad higieny. (Nature) [How schools can reopen safely during the pandemic](#)
- Demograficzne spojrzenie daleko w przyszłość nie kreśli optymistycznych scenariuszy dla Europy i Polski. [Fertility, mortality, migration, and population scenarios for 195 countries and territories from 2017 to 2100: a forecasting analysis for the Global Burden of Disease Study.](#)
- Jakie skutki przyniosły i na ile były skuteczne wydatki UE promujące innowacyjność, transformację gospodarczą i wzrost konkurencyjności małych i średnich firm w Polsce? Ocena Banku Światowego: [Zwrot z publicznych inwestycji wsparcia MŚP i innowacji w Polsce.](#)

Nowe zakażenia w Polsce



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

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



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

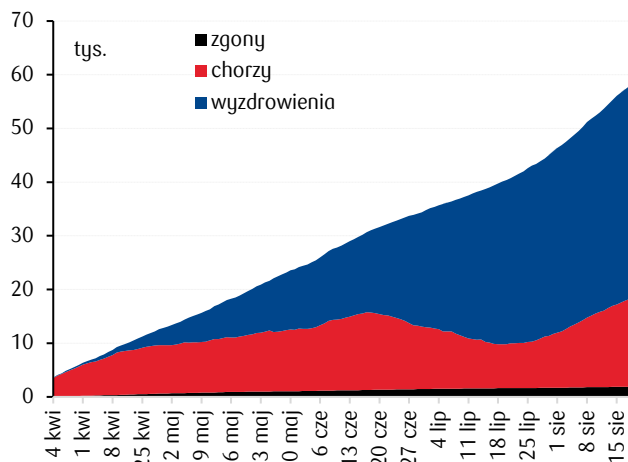
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 14 sierpnia						
POL: PKB (2q, flash)	10:00	% r/r	2,0	-8,4	-8,1	-8,2
POL: Inflacja CPI (lip, ost.)	10:00	% r/r	3,3	3,1	3,1	3,0
EUR: PKB (2q, flash)	11:00	% r/r	-3,1	-15,0	--	-15,0
USA: Sprzedaż detaliczna (lip)	14:30	% m/m	7,5	1,7	--	1,2
USA: Produkcja przemysłowa (lip)	15:15	% m/m	5,4	2,7	--	3,0
USA: Indeks nastrojów Uniw.Michigan (sie, wst.)	16:00	pkt.	72,5	71,0	--	72,8
Poniedziałek, 17 sierpnia						
POL: Inflacja bazowa (lip)	14:00	% r/r	4,1	4,2	4,2	4,3
Wtorek, 18 sierpnia						
USA: Rozpoczęte budowy domów (lip)	14:30	tys.	1220	1240	--	1496
Środa, 19 sierpnia						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lip)	10:00	% r/r	3,6	2,7	2,9	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lip)	10:00	% r/r	-3,3	-3,1	-2,9	--
EUR: Inflacja HICP (lip, rew.)	11:00	% r/r	0,3	0,3	--	--
USA: Minutes Fed (lip)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 20 sierpnia						
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	0,00	0,00	--	--
POL: Produkcja przemysłowa (lip)	10:00	% r/r	0,5	-2,1	0,7	--
POL: Inflacja PPI (lip)	10:00	% r/r	-0,8	-0,7	-0,2	--
EUR: Minutes EBC (lip)	13:30	--	--	--	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (sie)	14:30	tys.	963	1000	--	--
Piątek, 21 sierpnia						
GER: PMI w przetwórstwie (sie, wst.)	9:30	pkt.	51,0	53,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (sie, wst.)	10:00	pkt.	51,8	52,7	--	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lip)	10:00	% r/r	-2,4	-4,2	-5,1	--
POL: Sprzedaż detaliczna (lip)	10:00	% r/r	-1,3	-0,6	1,9	--
USA: PMI w przetwórstwie (sie, wst.)	15:45	pkt.	50,9	51,5	--	--

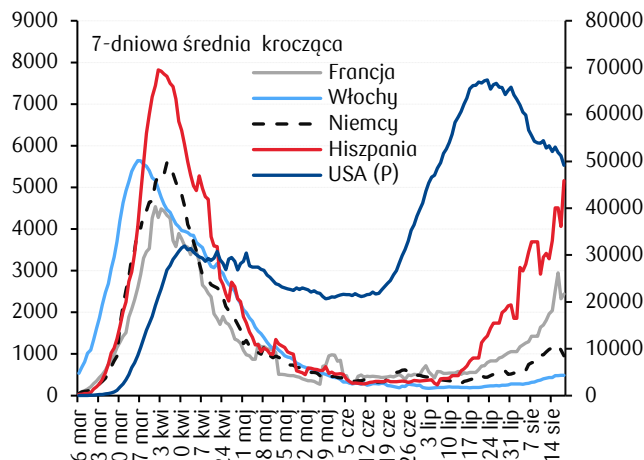
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

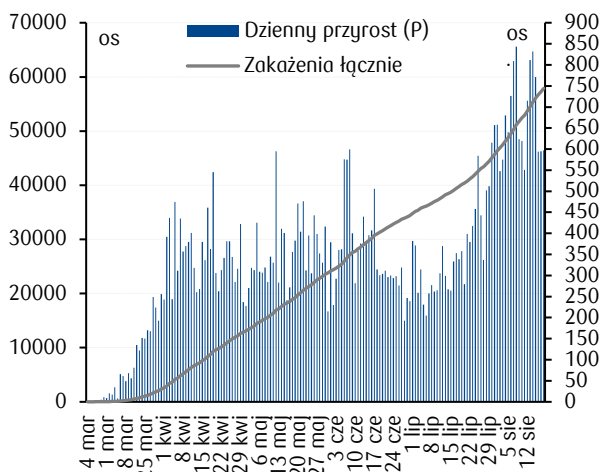
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



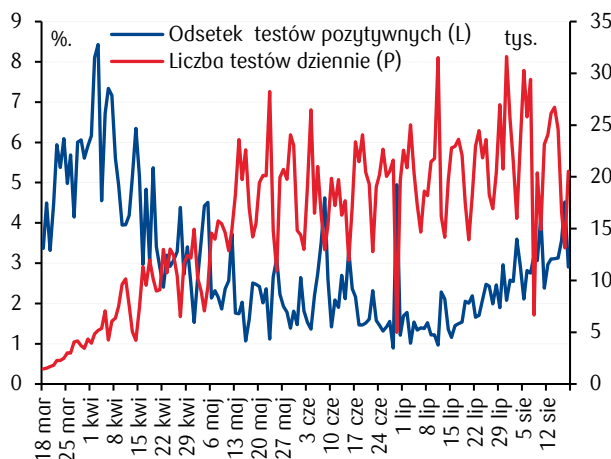
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



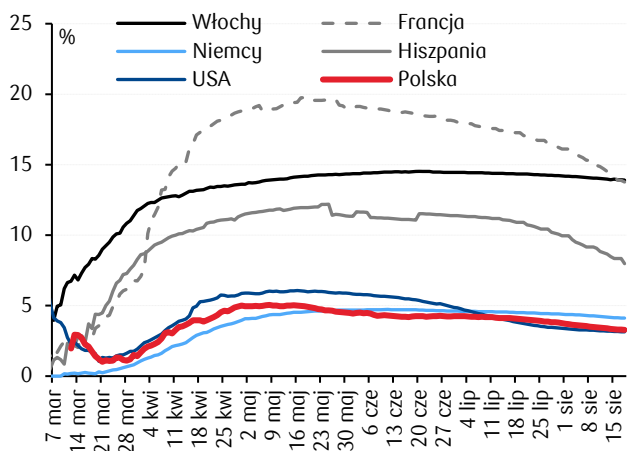
Potwierdzone zakażenia w Polsce



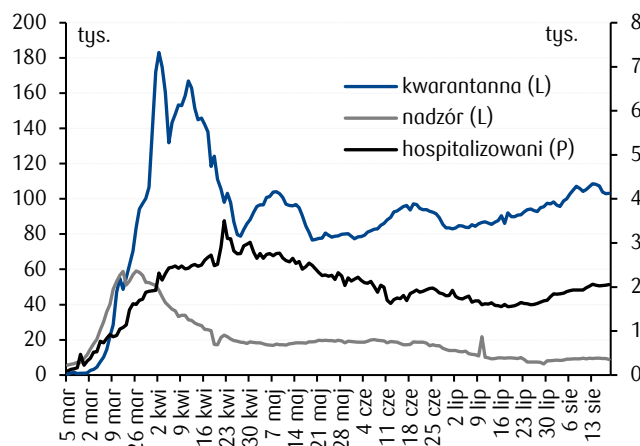
Liczba testów dziennie w Polsce



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



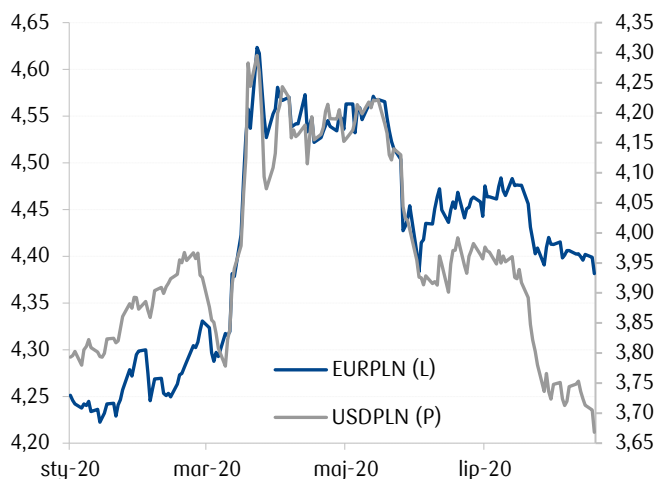
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

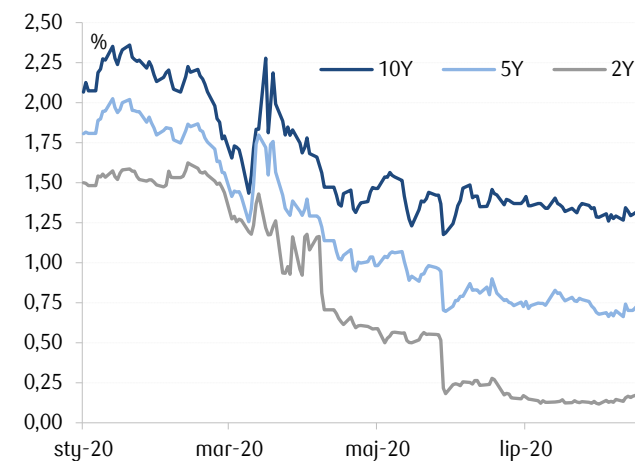
		Wartość 2020-08-18	Δ 1D	Δ (% , pb)*	
				Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4.3815	-0.39%	-0.48%	-1.12%
	USDPLN	3.6757	-0.84%	-1.78%	-4.71%
	CHFPLN	4.0669	-0.52%	-0.44%	-1.32%
	GBPPLN	4.8562	0.02%	-0.84%	-0.83%
	EURUSD	1.1921	0.45%	1.32%	3.76%
	EURCHF	1.0774	0.13%	-0.05%	0.20%
	GBPUSD	1.3218	0.91%	1.02%	3.67%
	USDJPY	105.45	-0.58%	-0.95%	-1.36%
	EURCZK	26.13	-0.03%	-0.06%	-0.93%
	EURHUF	349.01	0.07%	1.19%	-0.45%
Obligacje	PL2Y	0.19	1	4	5
	PL5Y	0.81	6	7	5
	PL10Y	1.39	5	4	6
	DE2Y	-0.66	0	2	1
	DE5Y	-0.66	0	2	0
	DE10Y	-0.46	-1	2	0
	US2Y	0.15	-1	-2	0
	US5Y	0.28	-1	-1	1
	US10Y	0.67	-1	1	6
Akcje	WIG20	1840.3	-1.2%	-0.4%	-0.3%
	S&P500	3389.8	0.2%	1.7%	4.1%
	Nikkei**	23104.0	0.2%	1.6%	1.0%
	DAX	12881.8	-0.3%	-0.5%	-2.2%
	VIX	21.51	0.7%	-10.5%	-13.4%
Surowce	Ropa Brent	45.5	0.1%	1.9%	2.5%
	Złoto	1995.6	0.6%	2.3%	8.6%

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

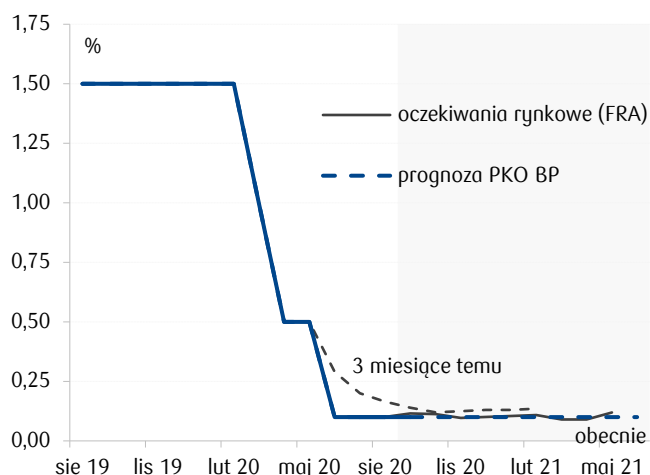
Notowania złotego wobec głównych walut



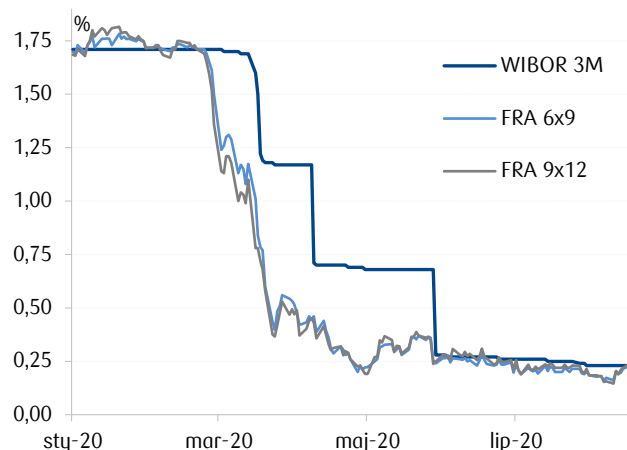
Rentowności polskich obligacji skarbowych



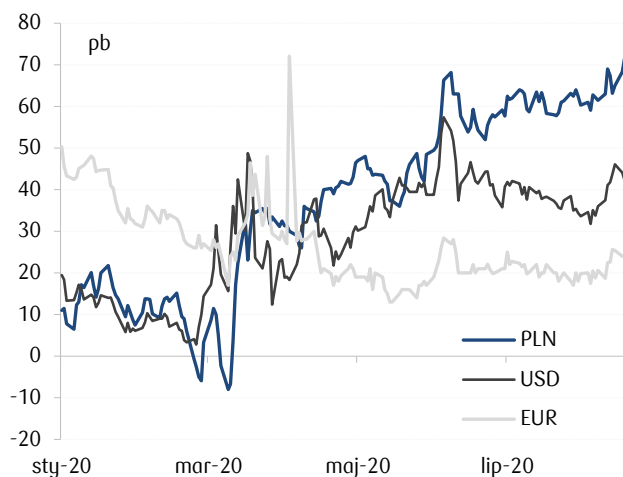
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



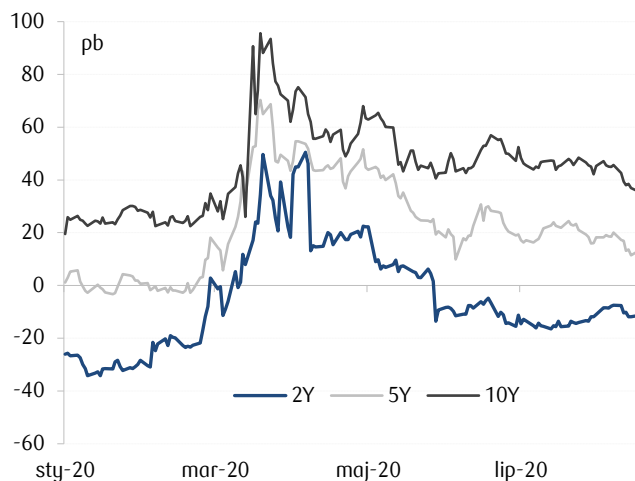
Krótkoterminowe stopy procentowe



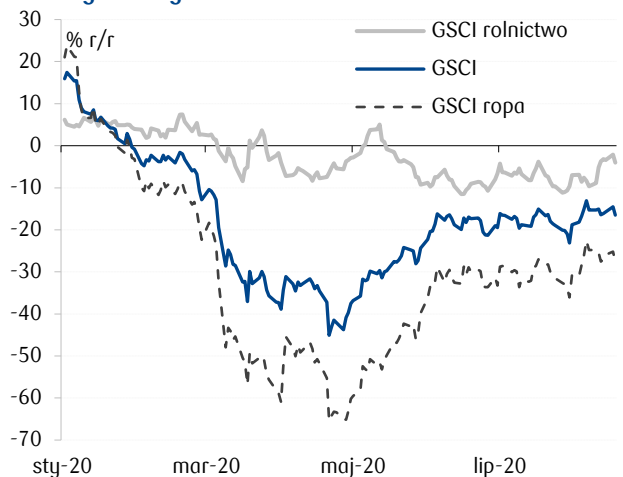
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



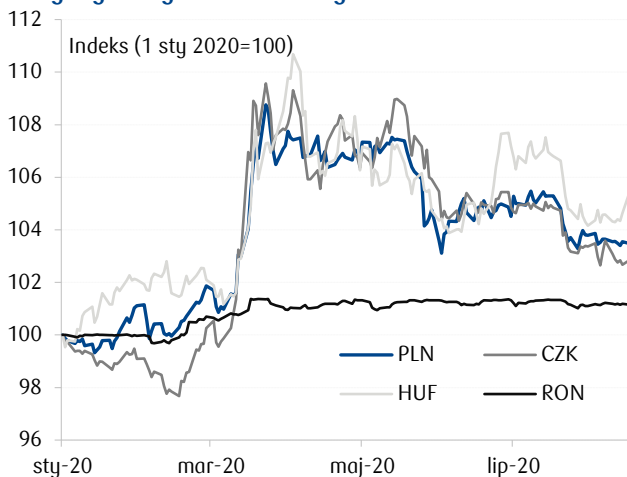
Spread asset swap dla PLN



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 (znaczący spadek nominalnej dynamiki PKB) oraz jednorazowych (za transfer aktywów OFE oraz częstotliwości 5G i prawa do emisji CO ₂) istotnie zwiększą deficyt fiskalny (wg Aktualizacji Programu Konwergencji do 8,4% PKB). Dobra sytuacja wyjściowa z 2019 oznacza dużą przestrzeń do absorpcji szoku gospodarczego przez finanse publiczne i wzrost relacji długu publicznego do PKB.
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	0,10	W reakcji na wybuch pandemii NBP obniżył stopy procentowe, aby obniżyć koszty obsługi długu, oraz zaczął wykorzystywać niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, aby zapewnić niezakłócone finansowanie rządowego programu antykryzysowego. Ostatnie cięcie, o nietypowej skali do poziomu 0,10% jest wg nas sygnałem, że 0,00% jest granicą, której RPP nie chce przekroczyć.

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

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 równowagę gospodarki (ograniczenie roli eksportu we wzroście przy zwiększeniu roli popytu krajowego). Dodatkowym wyzwaniem dla władz w średnim terminie będzie deglobalizacja i większa dywersyfikacja geograficzna produkcji w ramach globalnych łańcuchów.
- inflacja CPI (%)	2,5	3,1	

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

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	„Łącznie skuteczność zastosowanych w okresie pandemii instrumentów polityki pieniężnej oceniam dobrze, ale moim zdaniem główna stopa procentowa NBP jest za niska. Na obecnym poziomie uniemożliwia uruchomienie długoterminowych operacji repo, tzw. TLTRO, które mogłyby być szczególnie teraz pomocne. Te operacje miałyby sens, gdyby ich oprocentowanie było niższe od stopy referencyjnej, ale ona wynosi obecnie 0,1 proc. Dlatego według mnie należy rozważyć jej podwyżkę, bo trudno znaleźć jakiegokolwiek pozytywne skutki utrzymywania jej na tym poziomie, pomijając spadek rentowności obligacji skarbowych.” (10.08.2020, 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 obniżyliśmy stopy procentowe za bardzo i szkoda, że nie poszliśmy w bardziej niestandardowe działania , z uwagi między innymi na wysoką inflację (23.07.2020, PAP)
G. Ancyparowicz	2,5	„Wyższe stopy procentowe utrudniłyby możliwość terminowej obsługi już zaciągniętych zobowiązań przez firmy i podmioty gospodarcze. Główna idea cyklu obniżek stóp procentowych nie była więc taka, żeby zachęcać do brania nowych kredytów – chodziło przede wszystkim o to, by podmioty, które już miały zobowiązania, nie wpadały w spiralę zadłużenia i żeby obsługa już zaciągniętych kredytów była stosunkowo tania (...) Nie widać argumentów za tym, że zbyt niskie stopy procentowe ograniczają zdolność banków do kredytowania gospodarki. Według mnie, nieco mniejsza dynamika kredytów wynika z tego, że w trakcie kryzysu znacząco wzrosła niepewność co do rozwoju sytuacji gospodarczej, a co za tym idzie część podmiotów, czy to konsumenci, czy firmy, straciło zdolność kredytową” (28.07.2020, PAP)
C. Kochalski	2,4	„(...) mamy w Polsce coraz mniejszą przestrzeń do cięcia stóp (...) po drugiej tegorocznej obniżce stóp procentowych, Dzisiaj jesteśmy po trzeciej, która istotnie tę przestrzeń wypełniła. (...) Nie widzę w tej chwili przesłanek, by dyskutować o ujemnych stopach procentowych. ” (03.06.2020, PAP)
J. Kropiwnicki	2,4	„Nie należy tego robić (podnosić stóp proc. - PAP) w jednym pociągnięciu, tylko łagodnie w kilku pociągnięciach, żeby powrócić do tego poziomu, który dobrze nam służył przez ostatnie kilka lat, a także jak się okazało stanowił dobry zapas, gdy przyszła pora, by stopę procentową obniżyć. Dzisiaj można powiedzieć dzisiaj takiego zapasu już nie ma. Jeżeli tę stopę procentową będziemy dosyć łagodnie podnosili to skutków negatywnych dla gospodarki specjalnie bym się nie obawiał” (07.08.2020, PAP)
R. Sura	2,2	„Przy takim, a nie innym instrumentarium NBP, zastosowanym w ostatnich 3 miesiącach, uważam że przez najbliższy kwartał należy szczegółowo monitorować wpływ stosowanych narzędzi na gospodarkę i obserwować otoczenie , a dopiero po tym okresie wprowadzać ewentualne korekty, gdy zajdzie taka potrzeba.” (02.06.2020, PAP)
A. Glapiński	1,9	„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 odchyień 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.