

Bank Czech oczekuje wzrostu inflacji

Dziś w centrum uwagi:

- Dzisiaj uwaga rynków może nie koncentrować się na geopolityce i relacjach USA z Chinami, ale na realnej gospodarce, w tym przede wszystkim na **lipcowych danych z amerykańskiego rynku pracy**. Środowy raport ADP pokazał, że NFP (wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym) może być niższy od oczekiwań, ale uwaga powinna się naszym zdaniem skupić na stopie bezrobocia. Metodyka zbierania danych z amerykańskiego rynku pracy powoduje, że dane NFP obejmują pierwszą połowę miesiąca, podczas gdy spowolnienie tempa ożywienia i wzrost liczby nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych miały miejsce w drugiej części lipca. Może to oznaczać, że zbierane przez cały miesiąc dane o bezrobociu będą bardziej podatne na negatywną niespodziankę. Słabszy wzrost zatrudnienia (ograniczony powrót Amerykanów na niskopłatne stanowiska) może oznaczać, że spadek dynamiki wynagrodzeń nie będzie tak duży jak w poprzednich miesiącach.
- **Niemiecka produkcja przemysłowa za czerwiec** może pokazać, podobnie jak wczorajsze dane o zamówieniach, szybszą od oczekiwań poprawę kondycji tego sektora gospodarki. **Czerwcowe dane o handlu zagranicznym** pokażą jednak, że o ile popyt krajowy wrócił do przedpandemicznej normy, o tyle popyt zagraniczny wciąż jest bardzo ograniczony.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **GER: Zamówienia w przemyśle wyraźnie wzrosły w czerwcu** (-11,3% r/r wda, 27,9% m/m sa wobec odpowiednio -29,3% r/r i 10,4% m/m w maju), wyraźnie powyżej konsensusu. Struktura odczytu pokazała, że za wzrostem stały w szczególności zamówienia krajowe, które przebiły nawet przedpandemiczne poziomy (por. wykres). Zamówienia z zagranicy również wzrosły, ale wciąż były wyraźnie poniżej danych z początku roku i sugerują, że popyt zewnętrzny wciąż jest kulą u nogi niemieckiego ożywienia. Wyraźnie wzrosły zamówienia towarów inwestycyjnych (45,7% m/m), w szczególności w przemyśle samochodowym (66,5% m/m). Zamówienia dóbr pośrednich wzrosły o 10,6% m/m, a konsumpcyjnych o 1,1% m/m. Dane wskazują na relatywnie szybkie (wciąż V-kształtne) odbicie w niemieckiej gospodarce. W kolejnych miesiącach kluczowe będą jednak zamówienia z zagranicy, a więc także kształt krzywej zachorowań, w tym w Ameryce Północnej.
- **CZE: Bank Czech utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie** (główna:

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

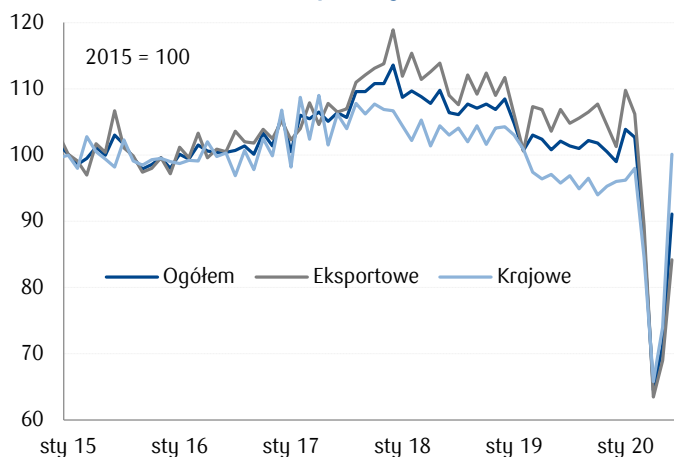
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

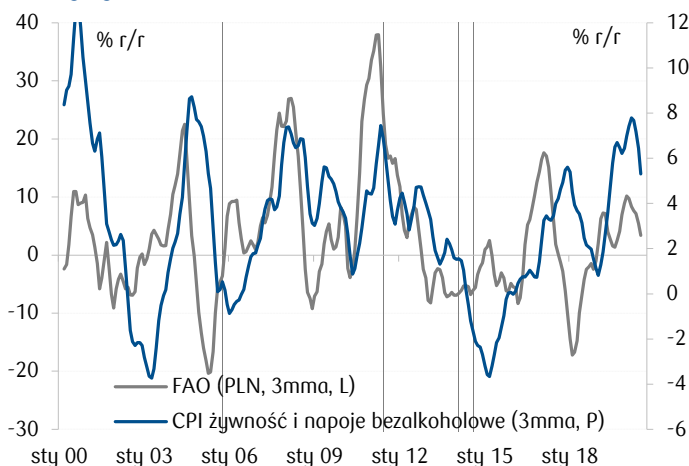
Michał Rot

Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Zamówienia w niemieckim przemyśle



Ceny żywności na świecie i w Polsce*



Źródło: Macrobond, FAO, NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski. * pionowe linie symbolizują momenty wprowadzenia lub zniesienia rosyjskiego embarga na import polskiej żywności.

0,25%). Pomimo oczekiwań wyraźnego wzrostu stopy bezrobocia, Prezes CNB, J. Rusnok stwierdził, że dalsze obniżki stóp w tym roku są bardzo mało prawdopodobne (zadecydowały oczekiwania wzrostu inflacji). Podczas posiedzenia zarząd banku nie dyskutował o wprowadzeniu niekonwencjonalnych instrumentów do swojego arsenału. Bank przedstawił również nowe prognozy makroekonomiczne oparte o założenie stabilizacji rynkowych stóp procentowych do połowy przyszłego roku a później ich stopniowego wzrostu. Podkreślono dużą niepewność związaną z przewidywaniami z uwagi na trwającą pandemię. W całym roku bank spodziewa się spadku PKB o 8%. Gospodarka powróci na ścieżkę wzrostu w przyszłym roku, ale poziom z 2019 osiągnie dopiero w 2022. Zdaniem banku inflacja pozostanie powyżej górnego przedziału odchyłań od celu do końca tego roku (ścieżka inflacji jest wyższa niż w poprzedniej prognozie). Zdaniem banku popyt konsumpcyjny pozostaje solidny a wzrost inflacji bazowej może wynikać z dążenia firm do pokrycia strat poniesionych w trakcie pandemii oraz rosnących kosztów. Zdaniem banku negatywny szok popytowy przeważa nad tymi czynnikami w 2h21 sprowadzając inflację w okolice celu CNB (2%).

- **USA:** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych tym razem była niższa od oczekiwań i wyniosła 1186 tys. wobec 1435 tys. tydzień wcześniej. Mogło mieć to związek z niezakończonymi negocjacjami w Kongresie nt. przedłużenia dodatku do zasiłku dla bezrobotnych, który wygasał z końcem lipca.
- **USA:** Raport firmy Challenger pokazał, że liczba zapowiadanych zwolnień pracowników wzrosła w lipcu o 576% r/r wobec ubiegłego roku, podczas gdy w czerwcu była wyższa od ubiegłorocznej o 305,5%. Jest to kolejny odczyt pokazujący wyhamowanie, a nawet odwrócenie trendu wzrostowego amerykańskiej gospodarki po drugiej fali pandemii.
- **UK:** Bank Anglii nie zmienił parametrów polityki pieniężnej (główna stopa: 0,10%, cel zakupów aktywów: 745 mld GBP) podkreślając, że nie zamierza zacieśniać polityki monetarnej dopóki nie pojawią się wyraźne dowody na to, że poczyniono znaczne postępy w eliminowaniu wolnych mocy produkcyjnych i w trwałym osiągnięciu celu inflacyjnego, co może nastąpić w ciągu 2 lat. BoE szacuje, że brytyjski PKB był w 2q o 20% niższy niż w 4q19. Bank ocenia, że nie przekroczy on poziomu z 4q19 aż do końca 2021.
- **ŚWIAT:** Indeks światowych cen żywności FAO odnotował nieznaczny wzrost w lipcu, głównie za sprawą cen nabiału i tłuszczów. Po uwzględnieniu zmian kursów walutowych wpływ światowych cen żywności na ceny w Polsce jest jednak deflacyjny, co w połączeniu z oczekiwaniami wyższych niż w ubiegłym roku plonów sugeruje, że tempo wzrostu cen żywności może nadal spowalniać.
- **POL:** NBP poinformował, że zysk netto sektora bankowego był po 6 miesiącach tego roku o 47,7% niższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Szczegółowe dane pokazały, że stoją za tym głównie odpisy dokonywane w zw. z trwającą recesją, ale widoczne jest także pogorszenie wyniku odsetkowego, stanowiącego główne źródło dochodów polskich banków. Jest to związane z obniżkami stóp procentowych (oraz w mniejszym stopniu z wakacjami kredytowymi) i osiągnięciem swoje apogeum na przełomie 3q/4q.
- **USA:** R. Kaplan (Fed) powiedział, że choć niekonwencjonalne narzędzia uruchomione przez Fed skutecznie stabilizują sytuację na rynkach finansowych, to sektor MSP nadal potrzebuje więcej wsparcia.

Koronawirus – wybrane informacje:

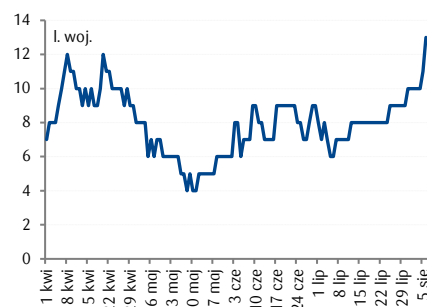
- **POL:** W czwartek odnotowano 726 nowych przypadków zakażenia koronawirusem. Najwięcej nowych przypadków potwierdzono w woj. śląskim (137). Liczba przypadków poza woj. śląskim ustanowiła kolejne maksimum na poziomie 589 (bijąc środowe: 488). W czwartek zajęte było 1.913 łóżek szpitalnych, a hospitalizacji wymagało 15,8% chorych. Liczba aktywnych przypadków wzrosła do 12.099, wyzdrowiało 321 osób, poinformowano o 18 zgonach. Łącznie z powodu infekcji koronawirusem zmarły w Polsce 1.774 osoby, co stanowi 3,6% wszystkich zakażonych, których było 49.515. Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach znajduje się na str. 5.

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.

- **POL:** Ministerstwo Zdrowia ogłosiło wprowadzenie (od soboty) dodatkowych obostrzeń w 19 powiatach z największym przyrostem zakażeń. Wyróżniono dwa poziomy obostrzeń: czerwony (zakaz funkcjonowania siłowni, kin, sanatoriów, ograniczenie liczby osób na weselach i pogrzebach do 50, a w kościołach do 1 osoby na 4 m², wprowadzony zostanie również nakaz noszenia maseczek wszędzie w przestrzeni publicznej) i żółty (możliwe imprezy sportowe i kulturalne, ale tylko z udziałem 25% uczestników, wesela i pogrzeby do 100 osób). Zmiany dotkną także transportu zbiorowego. Od 1 września wprowadzony ma zostać obowiązek posiadania zaświadczenia o przeciwwskazaniach medycznych do zasłaniania ust i nosa.

Znalezione w sieci:

- 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](#)
- 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.

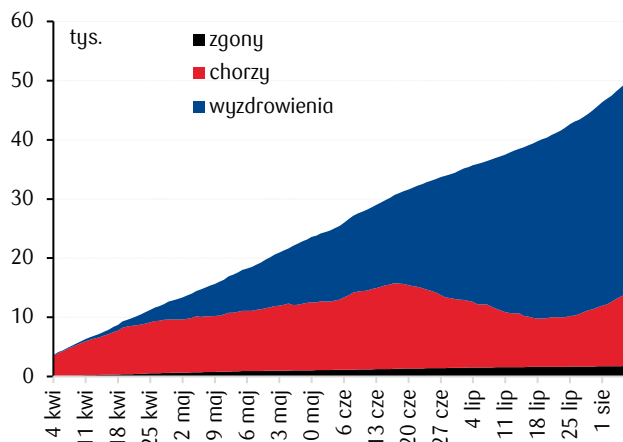
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 31 lipca						
CHN: PMI w przetwórstwie (lip)	3:00	pkt.	50,9	51,0	--	51,1
POL: Inflacja CPI (lip, wst.)	10:00	% r/r	3,3	3,1	3,2	3,1
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
Poniedziałek, 3 sierpnia						
CHN: PMI (Caixin) w przetwórstwie (lip)	3:45	pkt.	51,2	51,5	--	52,8
POL: PMI w przetwórstwie (lip)	9:00	pkt.	47,2	50,3	51,0	52,8
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
Wtorek, 4 sierpnia						
EUR: Inflacja PPI (cze)	11:00	% r/r	-5,0	-3,9	--	-3,7
USA: Zamówienia fabryczne (cze)	16:00	% m/m	8,0	4,8	--	6,2
USA: Zamówienia na dobra trwałe (cze, rew.)	16:00	% m/m	15,1	7,3	--	7,6
Środa, 5 sierpnia						
GER: PMI w usługach (lip, rew.)	9:55	pkt.	47,3	56,7	--	55,6
EUR: PMI w usługach (lip, rew.)	10:00	pkt.	48,3	55,1	--	54,7
EUR: Sprzedaż detaliczna (cze)	11:00	% r/r	-3,1	--	--	1,3
USA: Raport ADP (lip)	14:15	mld	4,3	1,5	--	0,2
USA: Bilans handlowy (cze)	14:30	mld USD	-54,6	-50,3	--	-50,7
Czwartek, 6 sierpnia						
GER: Zamówienia fabryczne (cze)	8:00	% m/m	10,4	12,0	--	27,9
GER: Zamówienia w przemyśle (cze)	8:00	% r/r	-29,3	-18,5	--	-11,3
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	0,10	0,10	0,10	0,10
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	0,25	0,25	0,25	0,25
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (sie)	14:30	mld	1,434	1,5	--	1,186
Piątek, 7 sierpnia						
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	mld	4,8	1,6	--	--
USA: Stopa bezrobocia (lip)	14:30	%	11,1	10,5	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lip)	14:30	% r/r	5,0	4,5	--	--

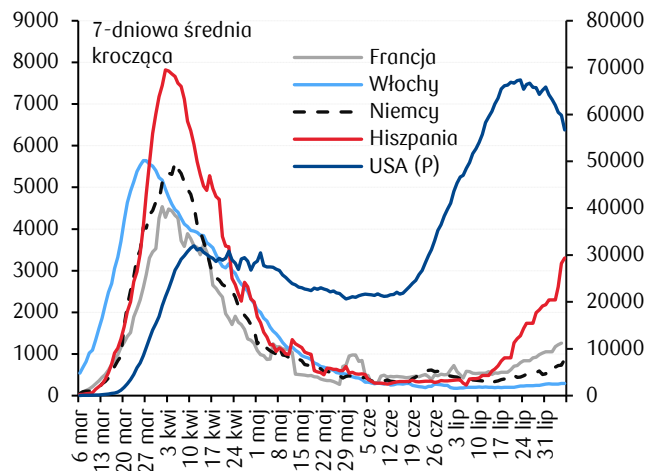
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

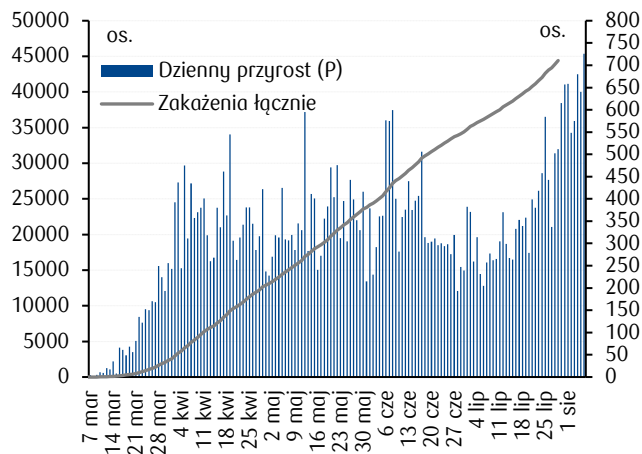
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



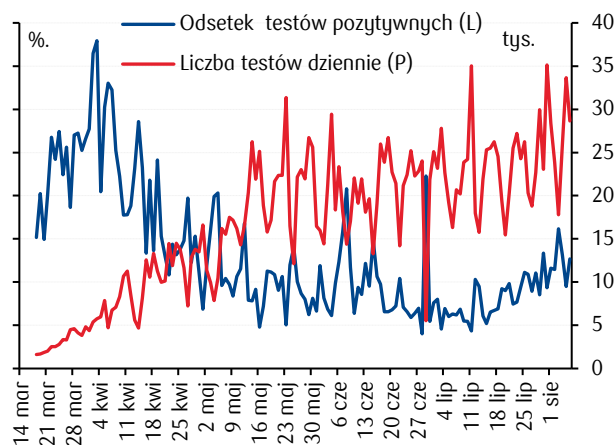
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



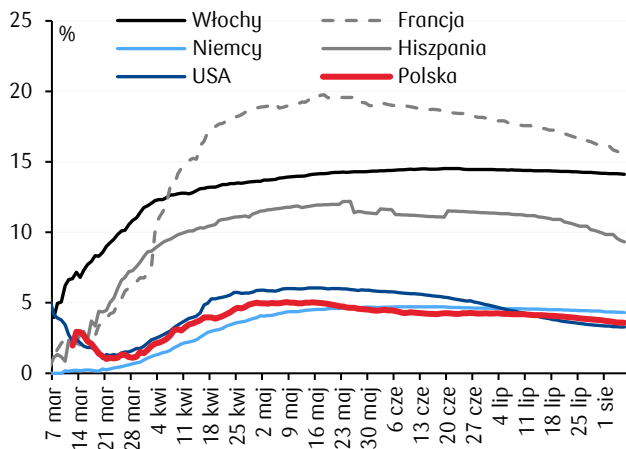
Potwierdzone zakażenia w Polsce



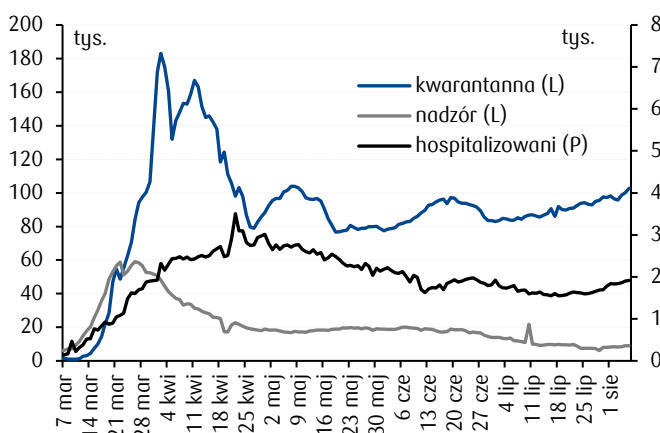
Liczba testów dziennie w Polsce



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



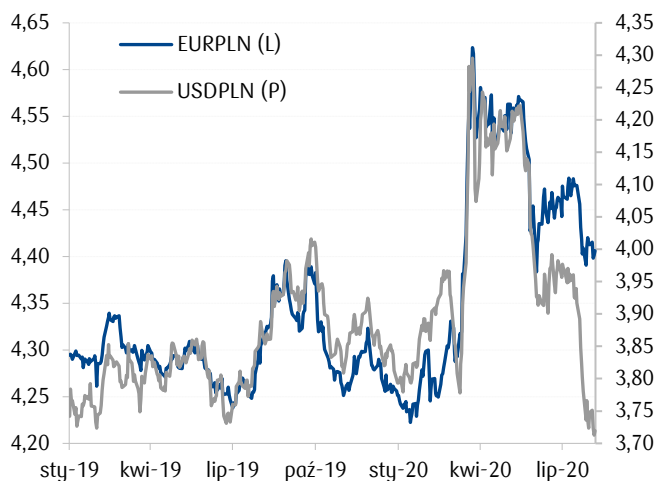
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

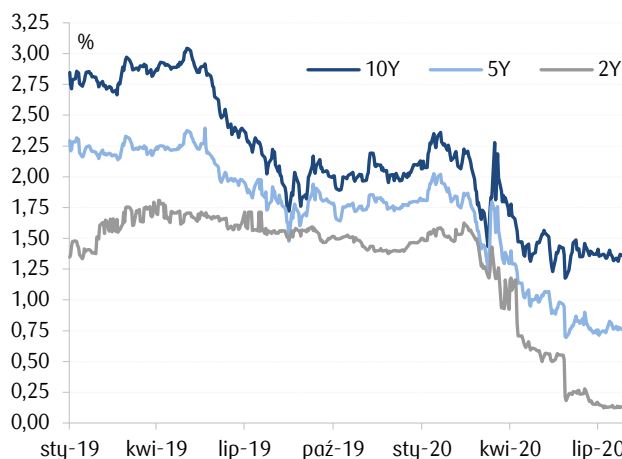
		Wartość 2020-08-06	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,4061	0,11%	-0,15%	-1,43%
	USDPLN	3,7204	0,44%	-0,56%	-6,01%
	CHFPLN	4,0844	-0,03%	-0,46%	-3,00%
	GBPPLN	4,8911	0,45%	0,31%	-2,04%
	EURUSD	1,1843	-0,33%	0,41%	4,87%
	EURCHF	1,0788	0,14%	0,31%	1,62%
	GBPUSD	1,3143	0,00%	0,78%	4,18%
	USDJPY	105,53	-0,04%	0,48%	-1,64%
	EURCZK	26,21	0,46%	-0,26%	-1,79%
	EURHUF	345,81	0,28%	0,26%	-2,15%
Obligacje	PL2Y	0,13	-1	1	0
	PL5Y	0,67	-2	-2	-6
	PL10Y	1,28	-2	-1	-6
	DE2Y	-0,70	-1	1	-2
	DE5Y	-0,72	-2	1	-6
	DE10Y	-0,53	-2	2	-7
	US2Y	0,12	0	0	-3
	US5Y	0,21	0	-2	-6
	US10Y	0,54	-1	-1	-7
Akcje	WIG20	1818,6	-0,8%	3,1%	1,5%
	S&P500	3349,2	0,6%	3,2%	6,3%
	Nikkei**	22229,0	-0,8%	-0,5%	-1,3%
	DAX	12591,7	-0,5%	1,7%	0,8%
	VIX	22,65	-1,5%	-8,5%	-22,6%
Surowce	Ropa Brent	45,3	0,0%	5,2%	6,6%
	Złoto	2052,5	0,2%	5,8%	13,9%

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

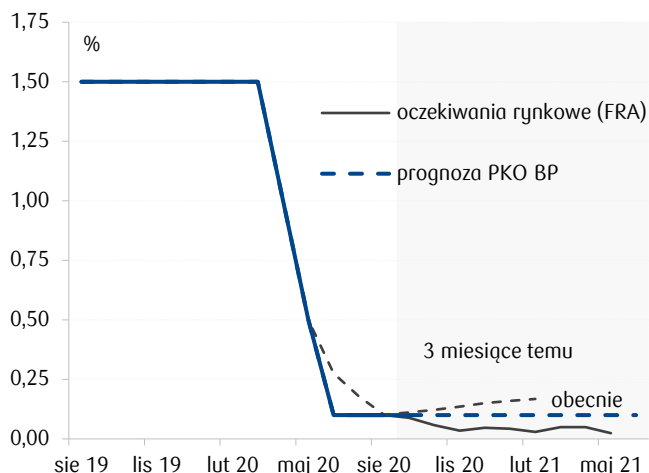
Notowania złotego wobec głównych walut



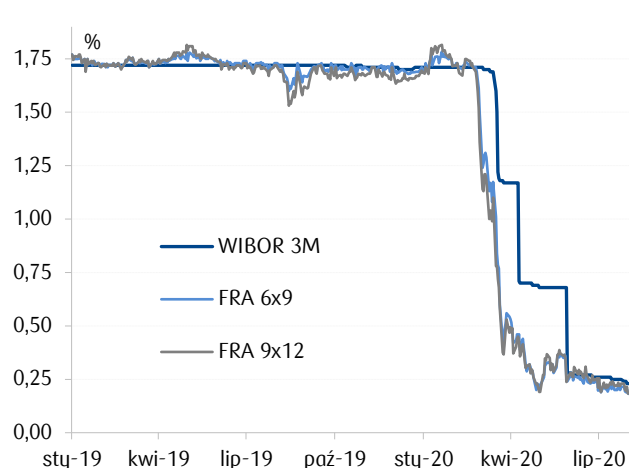
Rentowności polskich obligacji skarbowych



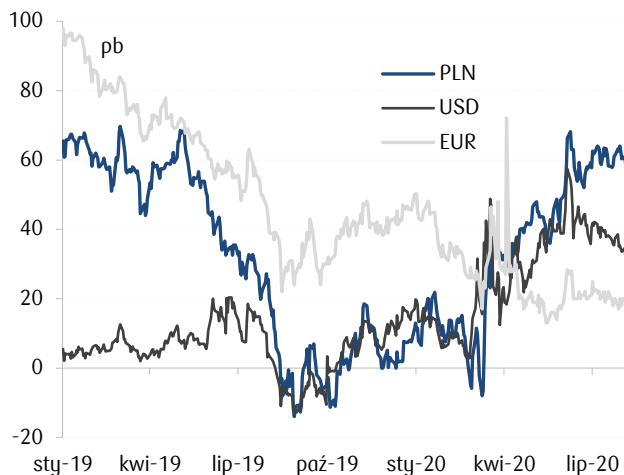
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



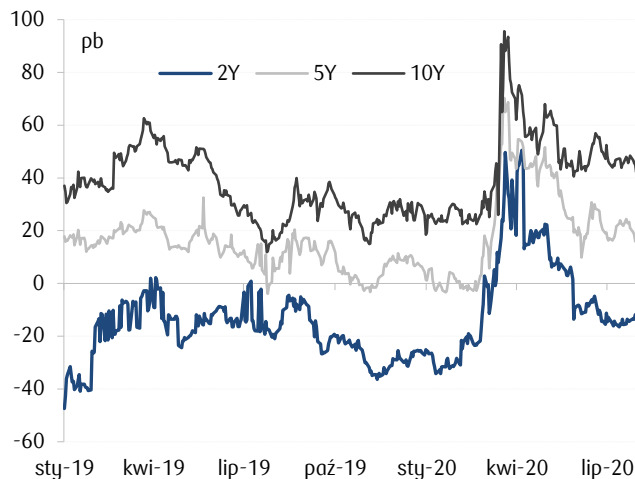
Krótkoterminowe stopy procentowe



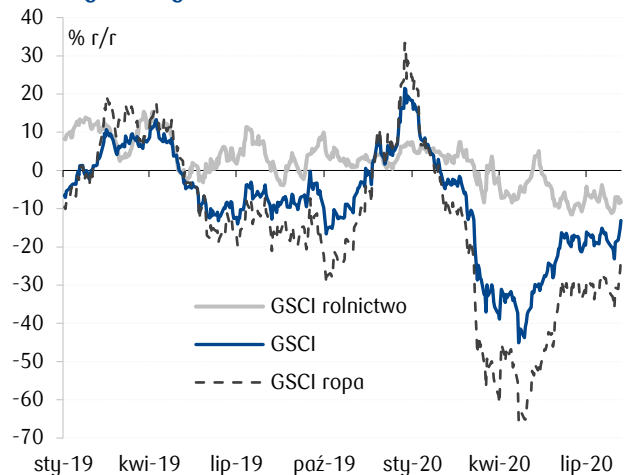
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



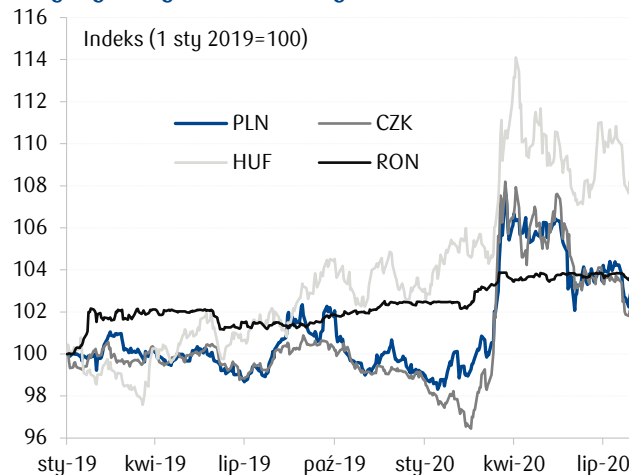
Spread asset swap dla PLN



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, utralając 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 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 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. 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 2021 r. trzeba będzie się zastanawiać nad podwyżką stóp procentowych, jeżeli nie na początku, to na pewno w środku roku. Stopy powinny stopniowo zacząć rosnąć do poziomu ok. 1,50% , 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, 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): 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.