

Fed nie próżnuje

Dziś w centrum uwagi:

- Kulminacyjnym momentem dnia będzie wieczorne **ogłoszenie wyniku dwudniowego posiedzenia Fed**. Nie spodziewamy się, aby doszło do zmian parametrów polityki pieniężnej w USA, po tym jak Fed już wczoraj ogłosił wydłużenie obowiązywania programów ratunkowych o 3 miesiące do końca roku. Po serii bezprecedensowych działań osłonowych podjętych przez Fed na początku pandemii, teraz przyszła pora na działania wspierające odbudowę gospodarki. W tym kontekście, w ostatnim miesiącu wypowiadało się już paru członków FOMC, którzy podkreślali, że odrabianie strat może potrwać latami. Sądzymy, że istotną kwestią poruszoną na posiedzeniu będzie rola *forward guidance* jako instrumentu polityki pieniężnej. Po części został on już poprzednio „uruchomiony”, gdy J.Powell powiedział, że Fed nawet „nie myśli o myśleniu o podwyżkach stóp procentowych”. Jednocześnie spodziewamy się odniesienia do polityki fiskalnej, w szczególności do właśnie negocjowanego w Kongresie kolejnego pakietu fiskalnego.
- Przy pustym dziś kalendarzu publikacji danych, rynki czekając na wynik posiedzenia FOMC będą nadal grać **scenariusz drugiej fali pandemii w USA i w Europie**. Rosnące prawdopodobieństwo wystąpienia drugiej fali w Niemczech, Francji, Hiszpanii czy Belgii jest coraz mocniej dyskutowane w cenach aktywów, a to zdejmuje presję wzrostową z kursu EURUSD. Dalszy wzrost EURUSD mógłby wzbudzać już niepokój władz monetarnych we Frankfurcie (nadmierne umocnienie mogłoby wykołować żywienie gospodarki krajów strefy euro) i w okolicach 1,20 należałoby spodziewać się werbalnych interwencji ze strony przedstawicieli EBC.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **USA:** W trakcie pierwszego dnia dwudniowego posiedzenia, **FOMC nie czekając na wyniki negocjacji w Kongresie ogłosił, że wydłuża działanie programów pożyczkowych do końca 2020** (Primary Dealer Credit Facility, Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, Primary Market Corporate Credit Facility, Secondary Market Corporate Credit Facility, Term Asset-Backed Securities Loan Facility, Paycheck Protection Program Liquidity Facility, Main Street Lending Program). Programy te miały wygasnąć z końcem 3q20. Wydłużenie wsparcia Fed powinno zmniejszyć niepewność wśród uczestników programów, że mogą się one skończyć zanim pandemia ustanie.
- **USA:** Indeks nastrojów konsumentów Conference Board w lipcu spadł głębiej niż

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

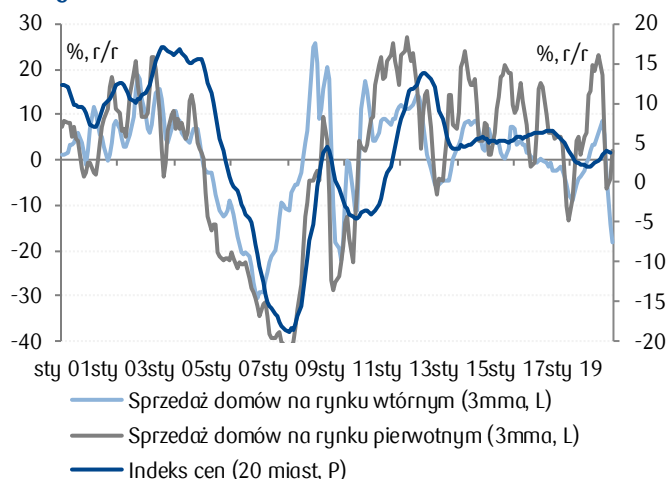
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

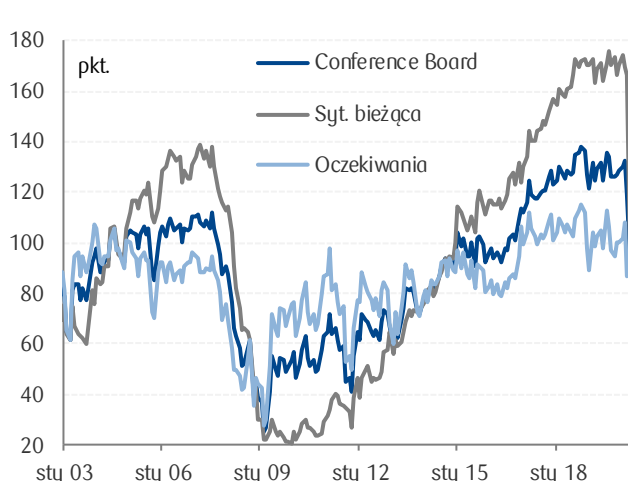
Ekonomista

tel. 22 580 34 22

Ceny nieruchomości w USA



Indeks Conference Board



Źródło: Datastream, Macrobond, PKO Bank Polski.

oczekiwano do poziomu 92,6 pkt. (z 98,3 pkt. poprzednio; kons.: 96,1). Poprawiła się ocena sytuacji bieżącej, a spadek wskaźnika wynika z pogorszenia się komponentu oczekiwań. Odczyt sygnalizuje, że druga fala pandemii, która właśnie przechodzi przez USA, może zatrzymać wątłe ożywienie gospodarcze. Szanse na V-kształtne ożywienie zmniejszyły się.

- **USA: Ceny nieruchomości w 20 aglomeracjach w maju** wzrosły o 3,7% r/r (wobec 3,9% r/r w kwietniu). Dane potwierdzają, że w obliczu pandemii (i spadku popytu) na rynku mieszkaniowym spada przede wszystkim wolumen transakcji, a reakcja cen jest opóźniona (por. wykres na str 1). Mimo rekordowej recesji w gospodarce USA, korekta cen może nie być wcale głęboka, gdyż przy słabszej sytuacji na rynku pracy wsparciem dla popytu na nieruchomości są rekordowo niskie stopy procentowe Fed.
- **POL: G.Ancyparowicz (RPP)** powiedziała w wywiadzie dla PAP, że wywołanie reakcji na kursie nie było celem prowadzonej przez NBP polityki, a mógł być to jedynie skutek uboczny prowadzonych działań. Głównym celem NBP było umożliwienie rządowi realizacji działań pomocowych dla gospodarki. Dodała, że podstawową sprawą było zapewnienie płynności i zapobieganie gwałtownemu zahamowaniu konsumpcji, inwestycji i bieżącego funkcjonowania przedsiębiorstw. Jej zdaniem 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. Oceniała, że nie widać argumentów za tym, że zbyt niskie stopy procentowe ograniczają zdolność banków do kredytowania gospodarki, a 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, straciła zdolność kredytową. Jej zdaniem obecnie nie trzeba kolejnych obniżek stóp procentowych, należy stabilizować sytuację i nie zwiększać oczekiwań na dalsze niestandardowe działania. Prof. Ancyparowicz dodała, że od najbliższego posiedzenia RPP w dniach 8-9 września ponownie organizowane będą konferencje prasowe.
- **POL: Rząd** przyjął założenia makroekonomiczne do budżetu państwa na 2021. Dynamika PKB w 2020 ma wynieść -4,6% (PKO: -3,9%), a wzrost PKB w 2021 sięgnie 4,0% (PKO: 4,1%). Głównym motorem wzrostu ma być popyt krajowy. Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec 2020 wzrośnie do 8,0% (PKO: 8,1%), a na koniec 2021 ma wynieść 7,5% (PKO: 7,5%). Wzrost nominalnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej ma wynieść 3,5% w 2020 (PKO: 4,0%) oraz 3,4% w 2021 (PKO: 3,3%). Założono inflację CPI 3,3% w 2020 (PKO: 3,3%) oraz 1,8% w 2021 (PKO: 1,8%). Wzrost płac w państwowej sferze budżetowej ma wynieść 0,0%, a wzrost minimalnego wynagrodzenia 7,7% (pensja minimalna ma wynieść 2.800 PLN). Przyjęte przez rząd założenia makroekonomiczne nie odbiegają znacząco od naszych prognoz na 2020 oraz 2021. Kluczowym czynnikiem niepewności pozostaje dalszy rozwój pandemii i jej wpływ na aktywność gospodarczą w kraju i za granicą. Stąd ocena założeń pod kątem przyszłorocznych planów budżetowych, tak jak to miało miejsce w ubiegłych latach, byłaby teraz nieadekwatna. Kluczowym czynnikiem, który może mieć wpływ na nasz scenariusz prognostyczny jest odejście od pierwotnych planów podnoszenia płacy minimalnej. Taka zmiana względem oczekiwanego przez nas rozkładu dochodów ludności oznaczać może nieco słabszy impuls popytowy niż zakładamy w scenariuszu bazowym. To, wraz z niedostatkiem mocy produkcyjnych w budownictwie (z poziomem produkcji jesteśmy tylko nieznacznie poniżej ubiegłorocznych maksimów) i ograniczoną możliwością stymulacji popytu przez inwestycje publiczne oznacza, że większy impuls pochodzić musi od sektora publicznego (wydatki „miękkie”) i/lub zagranicy. Możliwe, że ta „luka” w efektywnym popycie (względem naszych bieżących oczekiwań) zostanie uzupełniona przez wydatki publiczne „miękkie” sfinansowane przez napływ dodatkowych środków z UE w ramach Funduszu Odbudowy.
- **POL: P.Borys (PFR)** ocenił, że **aktywa PPK** zgromadzone w funduszach zdefiniowanej daty na koniec 2020 mogą wynieść 4-5 mld zł (wobec 1,43 mld zł na koniec 2q20).

- **JPN:** Agencja Fitch obniżyła perspektywę ratingu Japonii do negatywnej motywując swoją decyzję pogorszenie perspektyw gospodarczych wywołane przez epidemię koronawirusa. Ocena długoterminowego długu w walucie obcej została utrzymana na poziomie „A”.

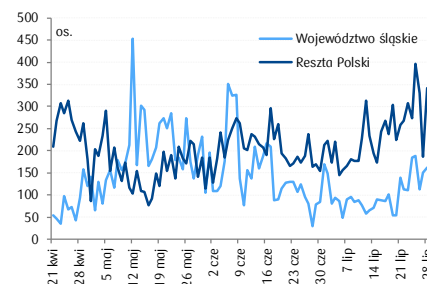
Koronawirus – wybrane informacje:

- **POL:** We wtorek liczba nowych zakażeń koronawirusem wzrosła do 502, zmarło 6 osób. Łącznie od początku pandemii liczba zakażeń wynosi 43.904, a zgonów 1.682 (3,8% ogółu przypadków). Najwięcej nowych przypadków odnotowano w woj. śląskim (161) oraz małopolskim (91). Do grona ozdowieńców dołączyło 187 osób (łącznie od wybuchu pandemii za ozdowieńców uznano ponad 33,0 tys. osób). **Liczba chorych wyniosła 9.179**, z czego 1.655 (18,0%) objętych jest opieką szpitalną, a 61 (0,7%) wymaga respiratora. Przegląd sytuacji epidemicznej na wykresach znajduje się na str. 5.

Znalezione w sieci:

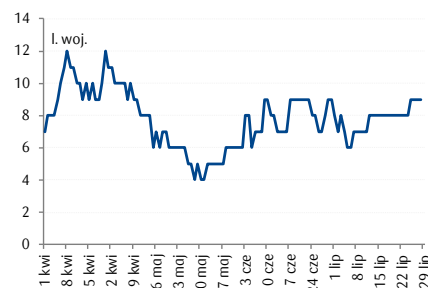
- Kolejne opracowanie, wskazujące, że zbyt niski poziom stóp procentowych (nawet powyżej zera) tworzy zagrożenia dla stabilności systemu finansowego (EBC): [What is the tipping point? Low rates and financial stability.](#)
- Według Banku Światowego polska gospodarka jest jedną z najlepiej przygotowanych 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.

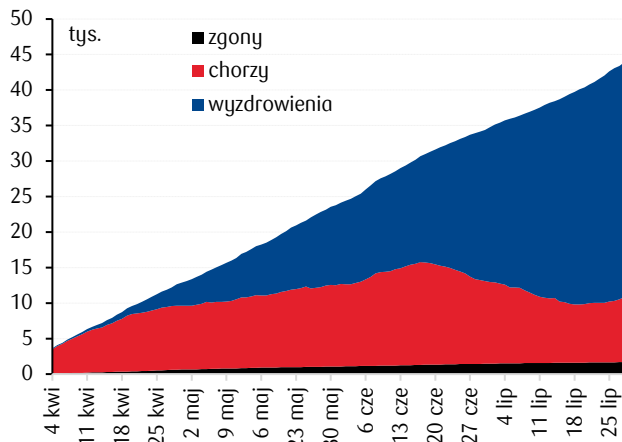
Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 24 lipca						
GER: PMI w przetwórstwie (lip, wst.)	9:30	pkt.	45,2	48,0	--	50,0
GER: PMI w usługach (lip, wst.)	9:30	pkt.	47,3	50,5	--	56,7
EUR: PMI w przetwórstwie (lip, wst.)	10:00	pkt.	47,4	50,5	--	51,1
EUR: PMI w usługach (lip, wst.)	10:00	pkt.	48,5	51,0	--	55,1
USA: PMI w przetwórstwie (lip, wst.)	15:45	pkt.	49,8	51,5	--	51,3
USA: Sprzedaż nowych domów (cze)	16:00	tys.	682	701	--	776
Poniedziałek, 27 lipca						
EUR: Podaż pieniądza M3 (cze)	10:00	% r/r	8,9	9,3	--	9,2
GER: Indeks Ifo (lip)	10:00	pkt.	86,3	89,2	--	90,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (cze, wst.)	14:30	% m/m	15,1	7,0	--	7,3
Wtorek, 28 lipca						
USA: Ceny nieruchomości (maj)	15:00	% r/r	3,9	4,0	--	3,7
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lip)	16:00	pkt.	98,3	96,1	--	92,6
Środa, 29 lipca						
USA: Posiedzenie Fed (lip)	20:00	%	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25	--
Czwartek, 30 lipca						
GER: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	-1,9	-10,9	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lip)	11:00	pkt.	75,7	82,0	--	--
GER: Inflacja CPI (lip, wst.)	14:00	% r/r	0,9	0,5	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%k/k saar	-5,0	-34,0	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%k/k saar	-6,8	-37,0	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lip)	14:30	tys.	1416	--	--	--
Piątek, 31 lipca						
CHN: Manufacturing PMI (lip)	3:00	pkt.	50,9	51,0	--	--
POL: Inflacja CPI (lip, wst.)	10:00	% r/r	3,3	3,0	3,0	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	-3,1	-13,9	--	--
EUR: Inflacja CPI (lip)	11:00	% r/r	0,3	0,2	--	--
USA: Dochody Amerykanów (cze)	14:30	% m/m	-4,2	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (cze)	14:30	% m/m	8,2	5,8	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (cze)	14:30	% r/r	1,0	1,0	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip, rew.)	16:00	pkt.	78,1	74,0	--	--

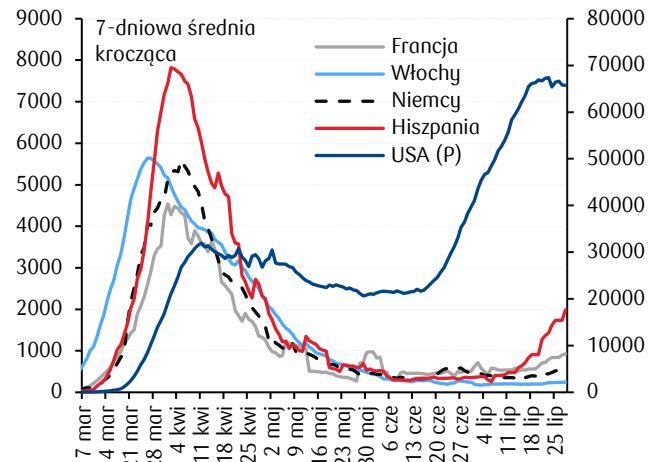
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

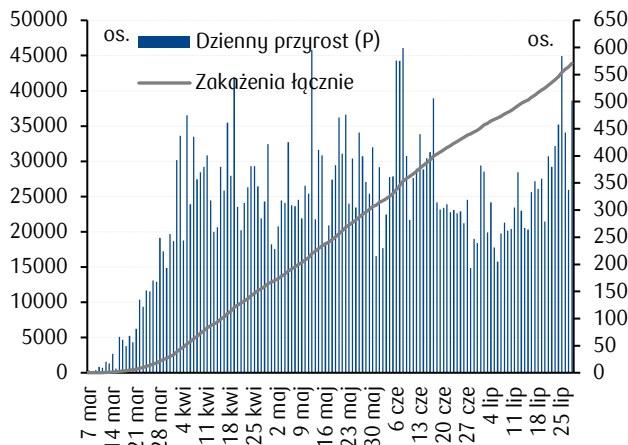
Rozwój epidemii COVID-19 w Polsce



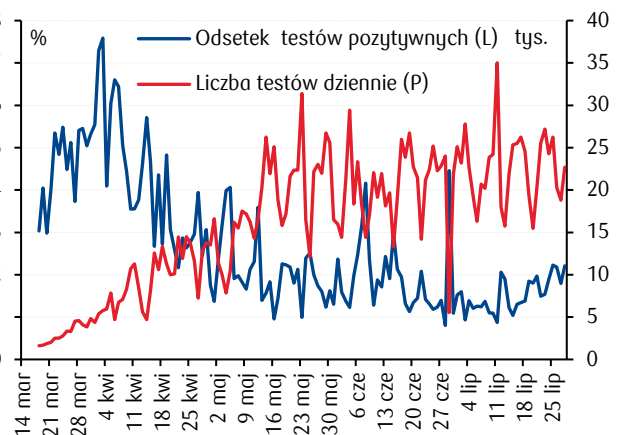
Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



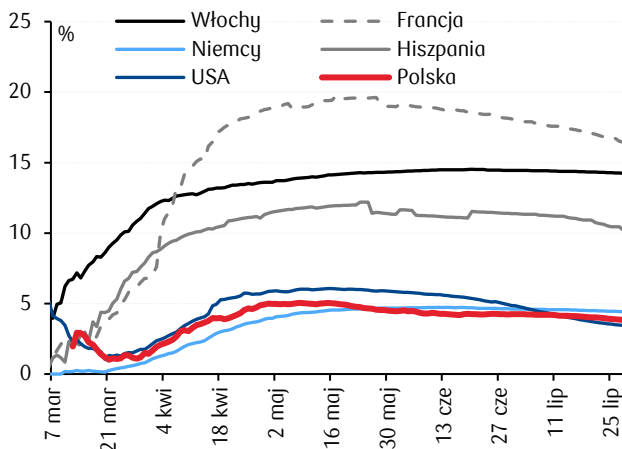
Potwierdzone zakażenia w Polsce



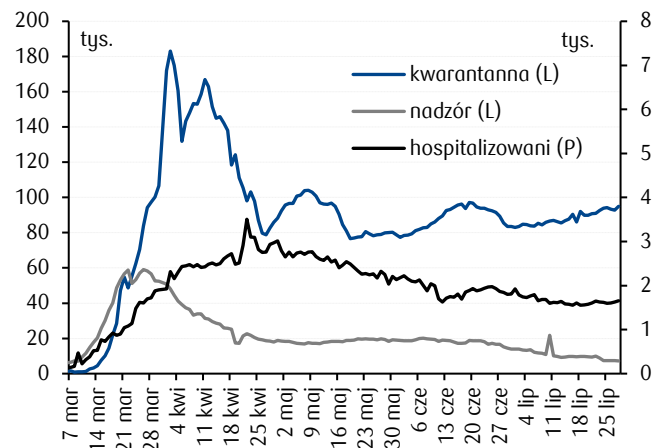
Liczba testów dziennie w Polsce



Relacja liczby zgonów do liczby potwierdzonych zakażeń



Działania sanitarne w Polsce



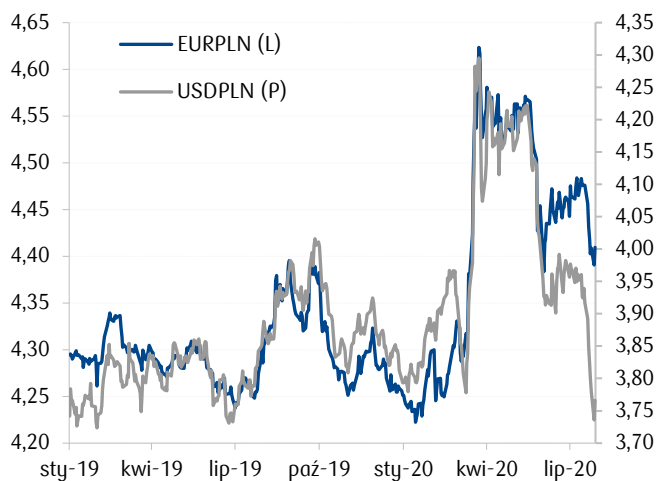
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

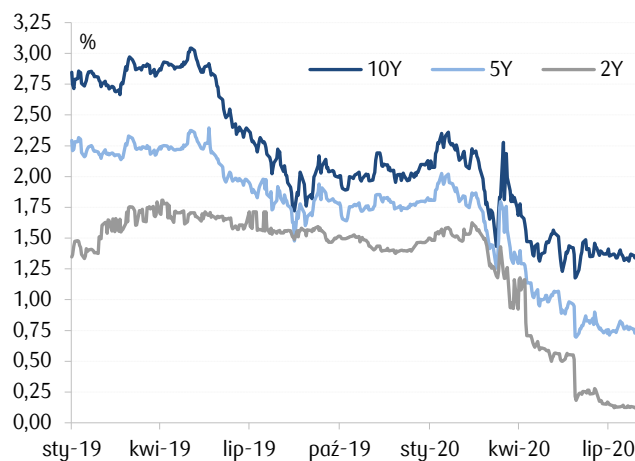
		Wartość 2020-07-28	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4.4097	0.43%	-0.49%	-0.75%
	USDPLN	3.7598	0.85%	-2.53%	-4.95%
	CHFPLN	4.0988	1.04%	-0.55%	-1.82%
	GBPPLN	4.8703	1.19%	-0.54%	-0.74%
	EURUSD	1.1729	-0.42%	2.09%	4.43%
	EURCHF	1.0759	-0.61%	0.06%	1.09%
	GBPUSD	1.2945	0.38%	1.53%	4.76%
	USDJPY	104.98	-0.16%	-1.81%	-2.70%
	EURCZK	26.27	0.25%	-0.41%	-1.41%
	EURHUF	347.15	0.53%	-0.98%	-2.06%
Obligacje	PL2Y	0.12	-1	-2	-5
	PL5Y	0.73	-3	-3	0
	PL10Y	1.34	-2	2	-5
	DE2Y	-0.69	-1	-2	1
	DE5Y	-0.70	-2	-4	0
	DE10Y	-0.51	-2	-5	-5
	US2Y	0.14	-1	0	-1
	US5Y	0.27	-2	-1	-2
	US10Y	0.58	-3	-3	-7
Akcje	WIG20	1823.5	-0.4%	-1.2%	3.7%
	S&P500	3218.4	-0.6%	-1.2%	3.8%
	Nikkei**	22382.2	-1.2%	-2.2%	0.4%
	DAX	12835.3	0.0%	-2.6%	4.3%
	VIX	25.44	2.8%	2.4%	-16.4%
Surowce	Ropa Brent	43.3	-0.5%	-2.6%	4.9%
	Złoto	1950.0	0.4%	6.1%	9.3%

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

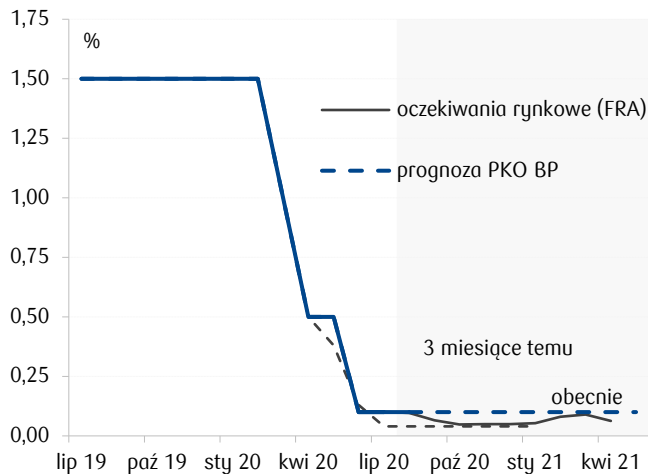
Notowania złotego wobec głównych walut



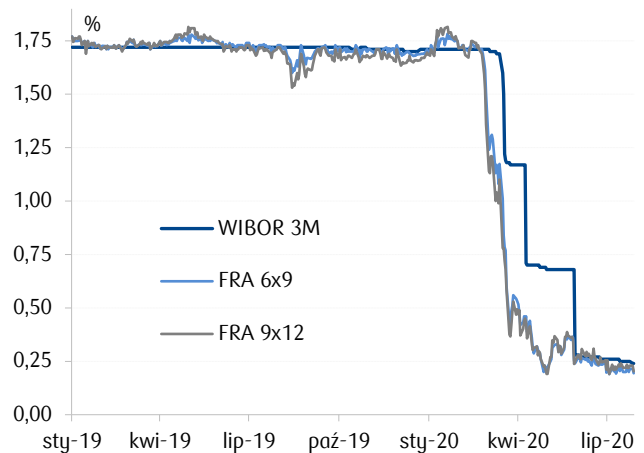
Rentowności polskich obligacji skarbowych



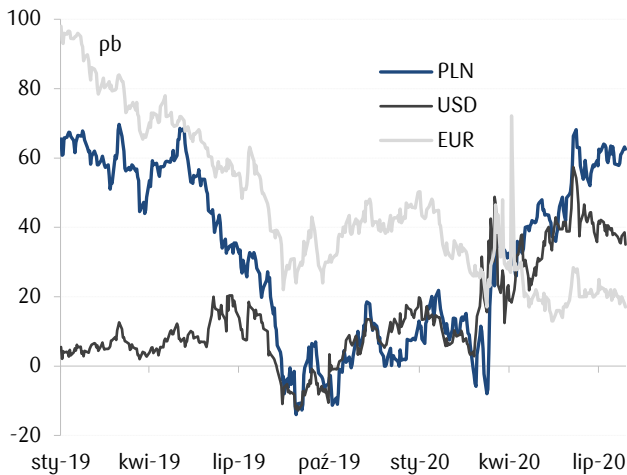
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



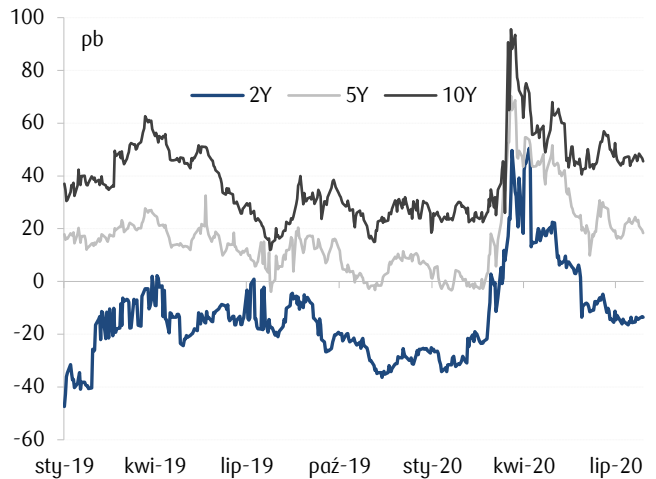
Krótkoterminowe stopy procentowe



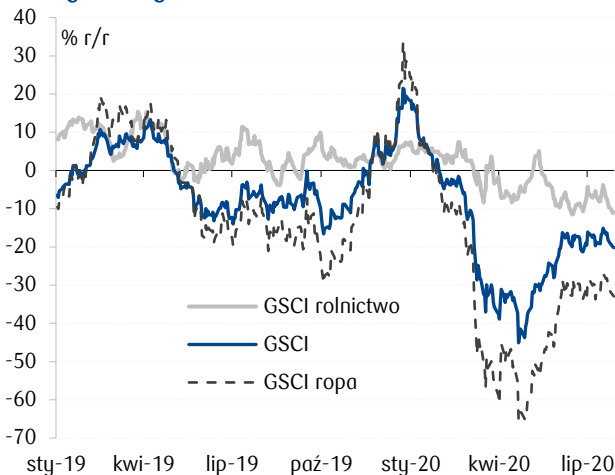
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



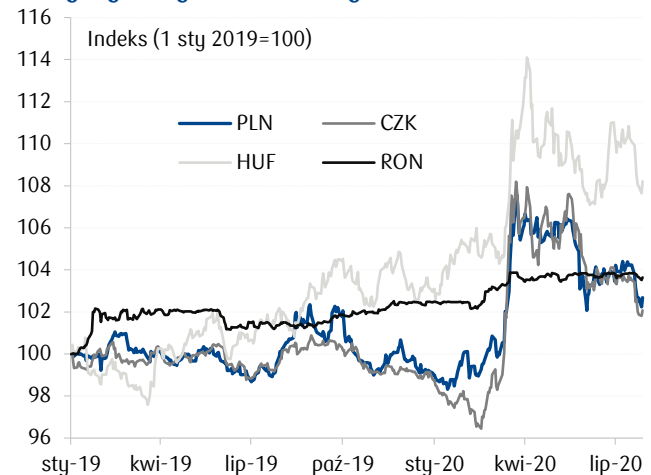
Spread asset swap dla PLN



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 (załamania 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	„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 kolejnym roku kalendarzowym musimy ostrożnie, stopniowo, łagodnie wrócić ze stopami procentowymi banku centralnego do poziomów z 2019 r., które przez wiele lat dobrze służyły gospodarce. (...) Choć makroekonomiczne skutki obniżania stóp procentowych zawsze wzbudzały moje wątpliwości, to ich podwyższanie wydaje mi się bardziej efektywne, zarówno na poziomie makro, jak i mikro.” (24.06.2020, PAP)
R. Sura	2,2	„Przy takim, a nie innym instrumentarium NBP, zastosowanym w ostatnich 3 miesiącach, uważam że przez najbliższy kwartał należy szczegółowo monitorować wpływ stosowanych narzędzi na gospodarkę i obserwować otoczenie , a dopiero po tym okresie wprowadzać ewentualne korekty, gdy zajdzie taka potrzeba.” (02.06.2020, PAP)
A. Glapiński	1,9	„Byliśmy świadomi, że pandemia może silnie ograniczyć aktywność gospodarczą na świecie i w Polsce, a także obniżyć inflację, więc zdecydowaliśmy się na natychmiastową reakcję, by złagodzić jej wpływ na sytuację finansową Polaków. Trzykrotnie obniżyliśmy stopy procentowe, w tym główną stopę procentową NBP do historycznie niskiego poziomu 0,1 proc. , czego efekty w postaci niższych rat kredytowych szybko odczuły setki tysięcy kredytobiorców, zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.” (01.06.2020, PAP)
J. Żyżyński	1,9	„Jak na razie wszelkie prognozy i oceny, którymi dysponujemy wskazują na to, że będzie lekki skok (inflacji - PAP) w granicach lub nieco ponad ścieżkę (dopuszczalne pasmo odchyłań inflacji od celu - PAP), w zasadzie w ramach ścieżki, a potem się ustabilizuje na niższym poziomie w ramach celu inflacyjnego (...) póki co nie ma specjalnej potrzeby ani sensu (żeby dalej obniżać stopy - PAP) . Lepiej mieć niewiele na plusie, ale dodatnio niż całkiem zerową stopę” (16.07.2020, PAP)
E. Łon	1,0	„Skala redukcji stóp procentowych była adekwatna do wyzwań makroekonomicznych, przed którymi stoi Polska. (...) Moim zdaniem tak znaczna skala obniżek stóp procentowych była potrzebna głównie dlatego, aby uspokoić nastroje konsumenckie, które po wybuchu epidemii znacznie się pogorszyły. (...) Warto utrzymywać kurs walutowy na poziomie korzystnym dla polskiego eksportu. (...) Można powiedzieć, że dbałość o dobrą sytuację w handlu zagranicznym stanowi trwały strategiczny element polskiej polityki pieniężnej. (...) Kształowanie się stóp procentowych na niskim poziomie ma na celu między innymi przeciwdziałanie temu, aby kurs złotego nie był zbyt mocny. ” (21.07.2020, radiomaryja.pl)

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

Polityka pieniężna za granicą

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

Źródło: Banki centralne, Reuters, PKO Bank Polski. ^koniec okresu.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA
ul, Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: (22) 521 80 84
f: (22) 521 88 87
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

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

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl 22 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl 22 521 81 22
dr Mariusz Dziwulski mariusz.dziwulski@pkobp.pl 22 521 81 88
Michał Koleśnikow michal.kolesnikow@pkobp.pl 22 521 81 23
Piotr Krzysztofik piotr.krzysztofik@pkobp.pl 22 521 81 25
Wojciech Matysiak wojciech.matysiak@pkobp.pl 22 521 51 80
Katarzyna Piętko-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.