

13 marca 2018

Rynek pracy głównym ryzykiem dla projekcji

Dziś w centrum uwagi:

- Tempo wzrostu inflacji w USA najprawdopodobniej wyhamowało w lut. (m/m) wraz z wygaśnięciem jednorazowych czynników, które na początku roku doprowadziły do wyraźnych wzrostów cen odzieży (surowa zima) i leków (epidemia grypy). W ujęciu rocznym infl. bazowa ustabilizowała się najprawdopodobniej na poziomie 1,8% r/r, wpisując się w oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych na przyszłotygodniowym posiedzeniu FOMC.

Przegląd wydarzeń:

- NBP opublikował szczegóły projekcji PKB i inflacji. W całym horyzoncie kreśli ona wyższą ścieżkę PKB (efekt wyższego punktu startowego). Ścieżka inflacji w 2018 znajduje się poniżej wskazań poprzedniej projekcji, w 2019 minimalnie ją przekracza, a w 2020 pokazuje inflację w okolicy 3,0%. Wg NBP luka popytowa domknęła się w połowie 2017, co będzie nasilać presję popytową i stymulować inflację bazową do 3,0% w 2020. NBP ocenia, że presję kosztową w kraju ograniczać będzie umiarkowana dynamika cen importu (suma zmian cen surowców i kursu złotego). Zakładane narastanie presji kosztowej będzie konsekwencją coraz bardziej napiętej sytuacji na rynku pracy i wzrostu jednostkowych kosztów pracy. NBP w horyzoncie projekcji spodziewa się relatywnie stabilnej dynamiki wynagrodzeń (nieco poniżej 7,0% r/r) pomimo oczekiwanego spadku bezrobocia wg BAEL do 3,3% w 2020. Napięcia na rynku pracy mają być łagodzone przez stopniowy wzrost aktywności zawodowej (pomimo obniżki wieku emerytalnego) oraz niska dynamika płac w sektorze publicznym. W ocenie NBP przyszły zasób siły roboczej w Polsce pozostaje największym wewnętrznym źródłem ryzyka dla scenariusza centralnego projekcji. W pełni się z tym zgadzamy, zwłaszcza, że w naszej ocenie, ryzyko wyraźnego przyspieszenia płac w gospodarce (zwłaszcza w bliskim horyzoncie projekcji) jest znaczące. W szczególności ryzykiem pozostaje wzrost presji płacowej w sektorze publicznym, gdzie zmiany wynagrodzeń nie nadążają za przeciętnymi tendencjami w całej gospodarce. Przedstawiona projekcja kreśli w naszej ocenie realną, choć optymistyczną w swoich założeniach ścieżkę inflacji. Jej realizacja wspierać będzie gołębie nastroje w Radzie potencjalnie przedłużając okres stabilizacji stóp.
- Dane o krajowym handlu zagranicznym w sty. wskazują na ryzyko w dół dla naszych prognoz rach. obr. bieżących (publikacja w pt). Minimalnemu przyspieszeniu eksportu towarzyszyło utrzymanie dużo silniejszego wzrostu importu. Dane wskazują na znaczące ożywienie w relacjach handlowych z EŚiW, przy wyhamowaniu wzrostów w obrotach z gosp. rozwiniętymi.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych analizy.makro@pkobp.pl

[@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)

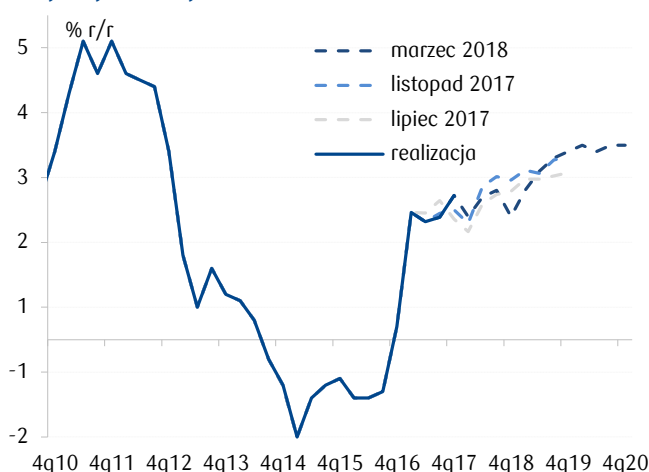
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
marcin.czaplicki@pkobp.pl
tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska
Ekonomistka
urszula.krynska@pkobp.pl
tel. 22 521 51 32

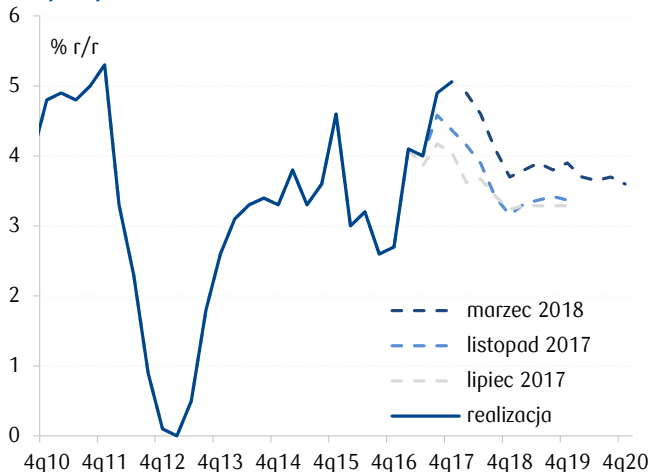
Michał Rot
Ekonomista
michal.rot@pkobp.pl
tel. 22 580 34 22

Projekcja inflacji



Źródło: Datastream, NBP, PKO Bank Polski.

Projekcja PKB



Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 9 marca						
GER: Produkcja przemysłowa (sty)	8:00	-0,5% m/m	0,5% m/m	--	-0,1% m/m	Słabość odczytów z Niemiec jest tylko pozorna. Szczegóły danych (solidne wyniki przetwórstwa, silny eksport w ramach strefy euro) nadal pozwalają optymistycznie patrzeć na perspektywę wzrostu niemieckiej gospodarki.
GER: Bilans handlowy (sty)	8:00	21,4 mld EUR	21,0 mld EUR	--	21,3 mld EUR	Wyhamowanie inflacji poniżej celu CNB spowodowane było widocznym w całym regionie spadkiem cen żywności.
CZE: Inflacja CPI (lut)	9:00	2,2% r/r	2,0% r/r	--	1,8% r/r	Roczna dynamika powróciła do trendu na poziomie ok. 3%.
UK: Przetwórstwo przemysłowe (sty)	10:30	1,4% r/r	2,8% r/r	--	2,7% r/r	Bardzo dobre warunki na rynku pracy w lutym (prawdop. wspierane przez obniżkę podatków), ale wciąż bez silnego wzrostu płac, których przyspieszenie w styczniu było zdarzeniem jednorazowym (pogoda).
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lut)	14:30	239 tys.	190 tys.	--	313 tys.	
USA: Stopa bezrobocia (lut)	14:30	4,1%	4,1%	--	4,1%	
USA: Przeciętna płaca (lut)	14:30	2,9% r/r	2,8 % r/r	--	2,6% r/r	
Wtorek, 13 marca						
USA: Inflacja bazowa (lut)	13:30	1,8% r/r	1,8% r/r	--	--	W kierunku stopniowego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach powinny oddziaływać silny wzrost gospodarczy oraz słaby USD.
USA: Inflacja CPI (lut)	13:30	2,1% r/r	2,2% r/r	--	--	
Środa, 14 marca						
CHN: Produkcja przemysłowa (lut)	3:00	6,2% r/r	6,1% r/r	--	--	Chińska gospodarka realizuje scenariusz „miękkiego lądowania” przy wzroście wagi popytu wewnętrznego.
GER: Inflacja CPI (rew., lut)	8:00	1,6% r/r	1,4% r/r	--	--	Wstępne dane pokazały wyhamowanie niemieckiej inflacji spowodowane przez spadkowe tendencje na rynku żywności (wspólne dla całego regionu).
GER: Inflacja HICP (rew., lut)	8:00	1,4% r/r	1,2% r/r	--	--	Słabsze od prognoz dane z Niemiec sugerują wyhamowanie wzrostów także w innych państwach.
EUR: Produkcja przemysłowa (sty)	11:00	5,2% r/r	4,9% r/r	--	--	Oczekiwane odrańgowanie styczniowego spadku sprzedaży, w obliczu wciąż solidnych fundamentów (rynek pracy, optymistyczne nastroje konsumentów).
USA: Sprzedaż detaliczna (lut)	13:30	-0,3% m/m	0,3% m/m	--	--	
Czwartek, 15 marca						
SWI: Posiedzenie SNB (1q)	9:30	-0,75%	%	--	--	Obniżona inflacja i silny CHF oddalają perspektywę normalizacji polityki SNB.
NOR: Posiedzenie Norges Banku ()	10:00	0,50%	%	--	--	Dobre dane napływające z gospodarki zwiększają prawdopodobieństwo rewizji w górę ścieżki stóp procentowych Banku Norwegii.
POL: Inflacja CPI (rew., lut)	10:00	1,9% r/r	1,7% r/r	1,6% r/r	--	Oczekiwany (czasowy) spadek inflacji w okolicie dolnego ograniczenia celu inflacyjnego jest skutkiem zmian cen żywności.
Piątek, 16 marca						
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lut)	10:00	3,8% r/r	3,7% r/r	3,8% r/r	--	Utrzymanie bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy: solidny wzrost wynagrodzeń i przyrost zatrudnienia.
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lut)	10:00	7,3% r/r	7,3% r/r	7,2% r/r	--	
EUR: Inflacja HICP (rew., lut)	11:00	1,3% r/r	1,2% r/r	--	--	Wstępne dane wskazały na oddalanie się inflacji od celu EBC za sprawą cen żywności.
EUR: Inflacja bazowa HICP (lut)	11:00	1,2% r/r	1,2% r/r	--	--	
USA: Rozpoczęte budowy domów (lut)	13:30	1326 tys.	1280 tys.	--	--	Styczniowe dane pozytywnie zaskoczyły. Kolejny dobry odczyt potwierdzi, że sektor budowlany będzie wspierać utrzymanie ożywienia w gospodarce.
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sty)	14:00	-1152 mln EUR	1687 mln EUR	2620 mln EUR	--	Wyplata środków w ramach WPR przyczyną znaczącej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących.
POL: Inflacja bazowa (lut)	14:00	--	1,0% r/r	0,9% r/r	--	Inflacja bazowa wciąż niska, jednak wzrost presji płacowej przyczyni się do jej przyspieszenia w dalszej części roku.
USA: Produkcja przemysłowa (lut)	14:15	-0,1% m/m	0,2% m/m	--	--	Po dwóch miesiącach słabych odczytów zakładane odbicie o 0,2% m/m wydaje się być scenariuszem minimum.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wst., mar)	15:00	99,7 pkt.	97,0 pkt.	--	--	Zmienność na r. kapitałowym może nieco ograniczyć optymizm konsumentów.

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

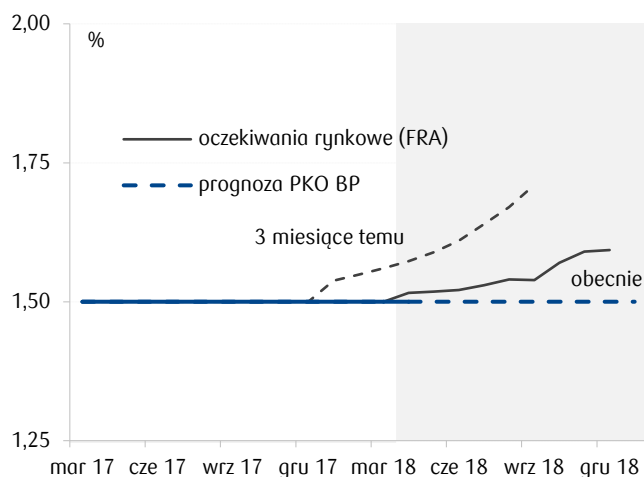
Polityka pieniężna

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

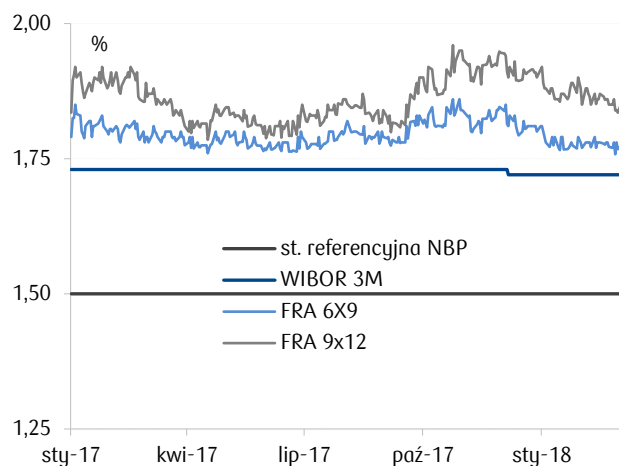
K. Zubelewicz	4,9	„Niestety wciąż pokutuje strach przed deflacją, niezależny od źródeł jej powstawania, oraz względnie wysoka tolerancja wobec inflacji, nawet wobec możliwości przejściowego utrzymywania się inflacji na poziomie 4% (...) W związku z tym nadal przypuszczam, że do końca 2019 r. nie uda się zbudować większości w Radzie Polityki Pieniężnej dla podwyżek stóp (...) W przyszłym roku spodziewamy się silniejszej presji inflacyjnej niż w tym roku, ale skala tych zmian nie powinna być istotna dla członków Rady” (23.02.2018, Reuters)
E. Gatnar	4,6	„ Jest zbyt wcześnie, żeby wykluczyć możliwość podwyżki stóp procentowych w tym roku. Jeśli inflacja przekroczy cel w drugiej połowie roku, na fali mocnego impulsu ze strony rosnących płac, Rada powinna rozważyć reakcję w tym roku, żeby wyprzedzić to, co wydarzy się w 2019 r. (...) Nie powinniśmy pozostawać „uśpieni” w strefie komfortu stworzonej przez obecne dane. Presja ze strony rynku pracy będzie się wzmacniać.” (19.02.2018, PAP / Bloomberg).
Ł. Hardt	4,2	„Biorąc pod uwagę niższą niż się spodziewałem inflację bazową w grudniu, w tym stabilną dynamikę cen usług uważam, że prawdopodobieństwo scenariusza braku podwyżki w tym roku wzrosło, co nie oznacza, że jest ona wykluczona (...)” (19.02.2018, PAP).
J. Osiatyński	3,3	„Nie podzielam optymizmu większości Rady Polityki Pieniężnej, że będziemy mogli czekać do końca przyszłego roku. Potrzeba zmiany nastawienia, i być może także decyzja o zacieśnieniu przyjdzie wcześniej (...) Jako że nic nie wskazuje, żeby dynamika płac mogła się kształtować poniżej produktywności pracy, wątpię, żeby Polska mogła bezpiecznie prosperować z tym samym poziomem stopy procentowej przez cały 2018 r. ” (20.11.2017, PAP) „Dynamika wynagrodzeń oraz kurcząca się podaż pracy to są te wyzwania, przed którymi stoimy. Jeśli sobie z nimi nie będziemy mogli poradzić, to obawiam się, że może nastąpić zachwianie tej dzisiejszej, stosunkowo niezłej równowagi makroekonomicznej, co będzie wymagało działań dostosowawczych zarówno w polityce fiskalnej, jak i w polityce pieniężnej. ” (15.12.2017, PAP).
R. Sura	2,7	„W marcu będziemy się zapoznawać z kolejną projekcją inflacji i jeśli w niej będą zawarte dane wskazujące na niekorzystne tendencje w kwestii naszych procesów inflacyjnych, to będzie to powód do tego, żeby w drugiej połowie przyszłego roku myśleć nad ewentualną zmianą nastawienia. Podkreślam, że dotychczasowe dane nie dają podstaw do myślenia o zmianie stóp procentowych” (11.12.2017, PAP)
J. Kropiwnicki	2,4	„ Jeszcze przynajmniej przez rok nie wydaje mi się, żebyśmy byli w sytuacji, która pozwoli nam na podjęcie decyzji o podwyżce stóp procentowych ” (16.11.2017, PAP, Bloomberg)
G. Ancyparowicz	2,3	„Jeżeli nie pojawią się żadne sygnały, że mamy jakąś wybujałą akcję kredytową - a nic na to nie wskazuje, i wszystkie czynniki inflacyjne będą albo czynnikami bazy, albo będą wynikać z czynników niezależnych, to jest bardzo prawdopodobne, że stopy procentowe przez cały rok będą na tym poziomie jak teraz ” (17.01.2018, PAP)
A. Glapiński	1,1	„ Przewiduję, że do końca 2018 roku stopy procentowe nie będą musiały być podnoszone. Jeśli w przyszłości, w przyszłym roku, będą podnoszone, to znaczy, że gospodarka będzie się dobrze rozwijać i że nastąpi pewna sytuacja - czy to wzrost płac będzie za szybki ze względu na pewne elementy czy wzrost cen nastąpi z innych powodów kosztowych, bo np. niepokojąco zaczyna rosnąć cena ropy. Tylko takie powody, ale wewnętrznych przyczyn istotnych nie ma.” (24.01.2018, PAP)
J. Żyżyński	1,2	„ Nie ma popytu na kredyt takiego, żeby zmuszało to do podwyższania stóp procentowych. Naszym celem jest ustabilizowanie oczekiwań i na razie nie ma powodu, żeby te oczekiwania zmieniać.” (10.10.2017r., PAP)
E. Łon	1,1	„Trzeba też podkreślić związek między zachowaniem kursu złotego a faktycznym charakterem polskich uwarunkowań monetarnych. Jestem zwolennikiem tezy, że silne umocnienie złotego, z jakim mieliśmy do czynienia na przestrzeni ostatnich kilkunastu miesięcy, jest swoistym substytutem zaostrzania polskiej polityki pieniężnej (...) Z tego też powodu uważam, że w perspektywie najbliższych 12 miesięcy możliwe byłoby poparcie przeze mnie, w którymś momencie, wniosku o obniżkę stóp procentowych, gdyby np. okazało się, że uwarunkowania walutowe sprzyjają poparciu takiej decyzji” (29.01.2017, PAP)

*im wyższy wskaźnik tym bardziej „jastrzębie” poglądy. Z uwagi na brak wyników głosowań z udziałem członków „nowej” RPP uszeregowanie dokonane na podstawie wyników ankiety PAP (skala 1-5).

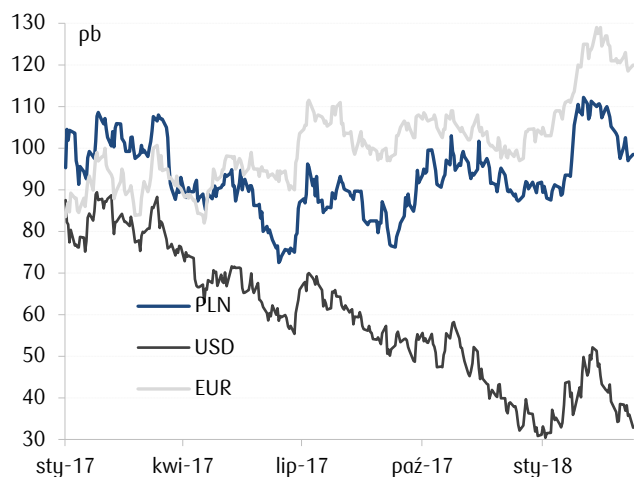
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



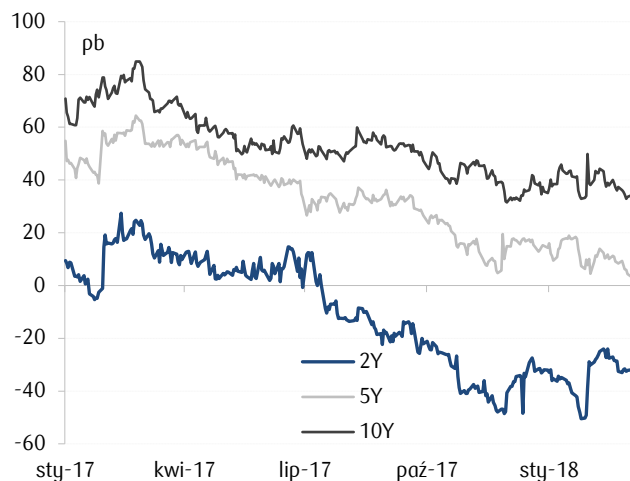
Krótkoterminowe stopy procentowe



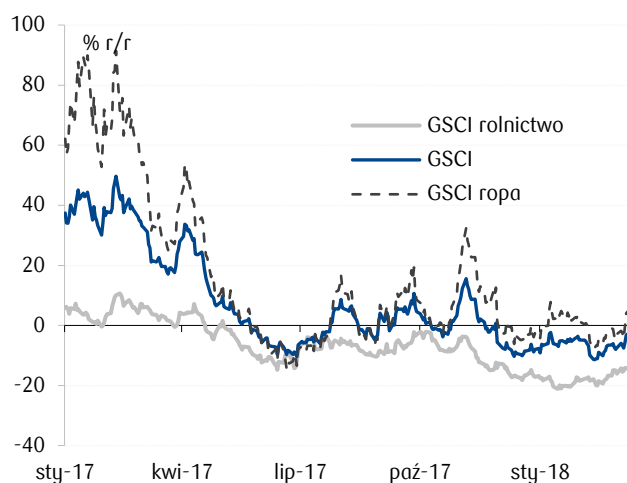
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



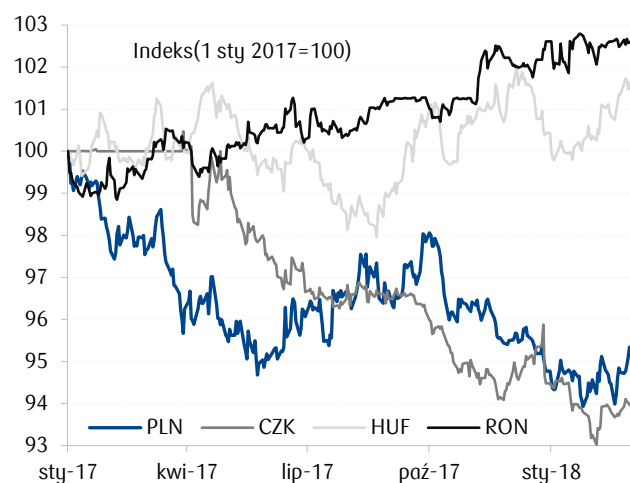
Spread asset swap dla PLN



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

	2017	2018	Komentarz
Sfera realna			
- realny PKB (%)	4,6	4,6	Dynamika PKB utrzyma się na wysokim poziomie dzięki silnemu ożywieniu inwestycji (w szczególności publicznych) przy umiarkowanym spowolnieniu wzrostu konsumpcji (wzrost inflacji i stopy oszczędzania). Mocny popyt zagraniczny i strukturalna ekspansja eksportu usług zapewnią względnie neutralny wkład eksportu netto do dynamiki PKB, mimo ożywienia importu za sprawą mocnego popytu krajowego.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	2,0	2,0	Inflacja bazowa będzie systematycznie rosła w trakcie 2018 za sprawą rosnących napięć na rynku pracy (wzrostowy trend dynamiki jednostkowych kosztów pracy) i mocnego popytu (coraz większa dodatnia luka popytowa). Inflacja CPI będzie jednak przez większość 2018 poniżej celu za sprawą relatywnie niskich cen surowców i efektów wysokiej bazy.
Agregaty monetarne			
- podaż pieniądza M3 (%)	4,6	6,7	Dobra koniunktura stymuluje wzrost popytu na kredyt, ale podaż kredytów będzie ograniczana przez rosnące potrzeby kapitałowe i strukturalnie obniżoną rentowność banków. Dynamika podaży pieniądza M3 może odbić wraz ze wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych i przyspieszeniem dynamiki depozytów.
Równowaga zewnętrzna			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,1	0,4	Wzrost popytu krajowego oraz cen surowców przekładać się będzie na odbicie dynamiki importu. Jednocześnie jednak ożywienie światowego handlu sprzyjać będzie dalszej ekspansji polskiego eksportu i utrzymaniu nadwyżki w handlu towarami. Zmiany strukturalne (w tym napływ inwestycji w centra usług biznesowych) przyczyniać się będą do dalszego wzrostu nadwyżki w handlu usługami, która umożliwi utrzymanie nadwyżki na całym rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego.
Polityka fiskalna			
- deficyt fiskalny (% PKB)	-1,7	-1,9	Kontynuacja mocnego wzrostu konsumpcji i ożywienie importu (ekspansja bazy podatkowej) oraz dalsza poprawa ściągalskości podatków pozwolą utrzymać niski deficyt sektora finansów publicznych, mimo znacznego wzrostu inwestycji publicznych oraz wydatków związanych z obniżeniem wieku emerytalnego.
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	Zmiana funkcji reakcji RPP (większa waga wzrostu PKB) oraz efektywne zaostrzenie warunków monetarnych przez aprecjację PLN w ostatnich kwartałach ograniczają w naszej ocenie prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych NBP w 2018.

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, PKO Bank Polski. *prognozy w trakcie rewizji.

Zagranica w makro-pigułce

	2017	2018	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,3	2,7	Przyspieszenie dynamiki PKB (wspierane dodatkowo przez wchodzący w życie plan podatkowy Republikanów i D.Trumpa) oznacza, że FOMC będzie kontynuował podwyżki stóp w 2018. Spodziewamy się łącznie 4 podwyżek stóp Fed w 2018, co oznacza, że na koniec roku stopa fed funds osiągnie długoterminowy poziom równowagi ze wskazań członków FOMC.
- inflacja CPI (%)	2,1	2,2	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	2,5	2,3	Ożywienie popytu wewnętrznego, który stał się ważnym motorem gospodarki strefy euro, zapowiada, że solidna ekspansja (z dynamiką PKB powyżej 2%) będzie kontynuowana w 2018. Poprawa koniunktury stanowi argument za odejściem od ultra-łagodnej polityki pieniężnej EBC, ale proces ten może być ograniczany przez aprecjację EUR oraz uporczywie niską inflację.
- inflacja HICP (%)	1,4	1,5	
Chiny			
- realny PKB (%)	6,9	6,5	Chiny będą kontynuować scenariusz „miękkiego lądowania”. Jednocześnie, z uwagi na wzrost cen surowców oraz problemy demograficzne (i wzrost wynagrodzeń) Chiny stały się eksporterem inflacji. Kluczowe dla przyszłości chińskiej gospodarki będzie ustabilizowanie długu sektora prywatnego, w tym struktury aktywów banków. Na razie chińskie władze, w tym bank centralny, stosują głównie działania doraźne, a w mniejszym stopniu reformy strukturalne, co utrzymuje ryzyko „twardego lądowania” w kolejnych latach.
- inflacja CPI (%)	1,5	2,3	

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

Banki centralne w pigułce

	Bieżący poziom (%)	2017^(%)	Prognoza 2018^(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
USA					
Stopa fed funds	1,25-1,50	1,25-1,50	2,00-2,25	+25pb (gru 2017)	W grudniowej projekcji FOMC podtrzymał perspektywę 3 podwyżek stóp w 2018, ale najnowsze sygnały ze strony nowego szefa Fed, J.Powell'a, i innych członków FOMC wskazują na wzrost prawdopodobieństwa 4 podwyżek stóp w tym roku (nasz bazowy scenariusz).
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w styczniu 2016	Prezes BoJ zasugerował możliwość odejścia od ultra-łagodnej polityki pieniężnej poczynsz od 2019. Wstępem do podwyżki stóp procentowych będzie ograniczenie QE, które jednak nie wydaje się prawdopodobne przed końcem 2018.
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (mar 2016)	Przewidujemy, że QE zostanie całkowicie zakończone do końca 2018, ale będzie to połączone ze wzmocnieniem deklaracji utrzymania stóp procentowych bez zmian długo po zakończeniu programu (tj. nawet do 2h19). Wcześniej możliwa będzie korekta ujemnej stopy depozytowej.
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,50	0,50	0,50	+25pb (lis 2017)	BoE coraz mniej martwi się o kondycję gospodarki, co w obliczu nadmiernie wysokiej inflacji może prowadzić do ponownych podwyżek stóp w 2018. W naszej ocenie sfera realna może jednak ponownie rozczarować.
Szwajcaria					
Cel dla 3M Libor CHF	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-50pb (sty 2015)	W grudniowej projekcji SNB inflacja po raz pierwszy od 2011 przekracza cel na poziomie 2%, ale dopiero w 2020. Podwyżki stóp SNB przed 2019 (lub wyraźnie przed EBC) są wg nas mało prawdopodobne.
Szwecja					
Stopa refinansowa	-0,50	-0,50	0,00	-15pb (lut 2016)	Rozgrzany rynek nieruchomości budzi coraz większe obawy banku, ale priorytetem pozostaje obawa przed nadmierną aprecjacją SEK. W pierwszym rządzie kanałem normalizacji polityki pieniężnej będzie wygaszanie programu QE. W 2h18 Riksbank może zacząć stopniowe podwyżki stóp procentowych.
Norwegia					
Stopa bazowa	0,50	0,50	0,50	-25pb (mar 2016)	Grudniowy raport inflacyjny zapowiada kontynuację stopniowego ożywienia koniunktury, ale wskazuje, że inflacja może nie powrócić do celu (2,5%) aż do 2020. Mimo tego, Norges Bank spodziewa się pierwszych podwyżek stóp procentowych już pod koniec 2018 (wobec połowy 2019 w poprzednim raporcie).
Czechy					
Stopa refinansowa	0,75	0,50	1,00	+25pb (lut 2018)	Wyraźne ożywienie koniunktury i narastające napięcia na rynku pracy skłaniają CNB do zacieśniania polityki pieniężnej. Potencjalne podwyżki hamować może umocnienie CZK.
Węgry					
Stopa bazowa	0,90	0,90	0,90	-15pb (maj 2016)	MNB deklaruje, że głównym narzędziem kształtowania polityki pieniężnej są obecnie nie stopy procentowe, a instrumenty niestandardowe. Sugeruje to stabilizację stóp w dłuższym horyzoncie.

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