

Podwyżka stóp w „czarnym scenariuszu”

Dziś w centrum uwagi:

- Kluczowym wydarzeniem dla rynków będzie dziś **publikacja minutes EBC**. Gołębia większość była ostatnio milcząca, ale przemawiał za nią spadek inflacji. Jednocześnie, pojawiło się w ostatnich tygodniach kilka wypowiedzi z jastrzębiej frakcji (m.in. J.Weidmanna) nt. zasadności zakończenia QE w 2018. Minutes będą wskazówką, czy układ sił ulega zmianie. Nawet niuanse mogą mieć znaczenie wobec nerwowej reakcji globalnego rynku długu na decyzję BoJ sprzed kilku dni i informacje, że Chiny mogą ograniczyć zakupy Treasuries.
- **Dane o produkcji przemysłowej strefy euro za listopad** powinny potwierdzić utrzymanie solidnego wzrostu PKB w 4q17.
- **Pierwszy szacunek niemieckiego PKB**, potwierdzi przyspieszenie niemieckiej gospodarki w 2017 (konsensus: 2,4% r/r vs 1,9% r/r w 2016).

Przegląd wydarzeń:

- **RPP nie zmieniła stóp procentowych, a retoryka Rady pozostała wyraźnie gołębia** w ślad za ostatnimi danymi (więcej str. 2).
- **Inflacja CPI w Czechach** spadła w grudniu nieco silniej od oczekiwań (2,4% r/r z 2,6% r/r), odzwierciedlając efekty bazy (paliwa, żywność). Mimo niewielkiego wyhamowania, inflacja przekracza cel czeskiego banku centralnego (CNB), co jest argumentem za kontynuacją cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, z kolejną podwyżką prawdopodobnie już 1 lutego. Prezes CNB J.Rusnok w wywiadzie prasowym zapewnił, że **w tym roku bardzo prawdopodobne są przynajmniej 2 podwyżki o 25 pb**.
- W raporcie **Global Economic Prospects** Bank Światowy zrewidował w górę prognozy gospodarcze dla Polski. Szacunek na 2017 r. został podniesiony o 0,5pp do 4,5%. W 2018 r. wzrost ma wynieść 4,0%, a w 2019 3,5% (wobec 3,6% r/r i 3,4% r/r prognozowanych wcześniej). Rewizja prognoz dla Polski odzwierciedla lepszą niż oczekiwano sytuację gospodarczą w strefie euro oraz sprzyjające warunki dla wzrostu konsumpcji. Ekonomiści Banku Światowego zrewidowali również w górę szacunki globalnego wzrostu gospodarczego w 2017 (do 3,0% r/r) i prognozy na kolejne lata, oczekując osłabienia dynamiki PKB w gospodarkach rozwiniętych i przyspieszenia w rozwijających się.
- **Agencja S&P** oczekuje, że w 2018 wzrost PKB w Polsce „z łatwością przekroczy 4%”. W ocenie S&P polska gospodarka przegrzewa się, chociaż nie widać nierównowag zewnętrznych, a dług sektora prywatnego pozostaje niski.
- Luigi Di Maio, lider włoskiego Ruchu Pięciu Gwiazd, który prowadzi w sondażach przed marcowymi wyborami parlamentarnymi, **zapowiedział**, że wprowadzenie Włoch ze strefy euro nie jest już celem jego ugrupowania.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

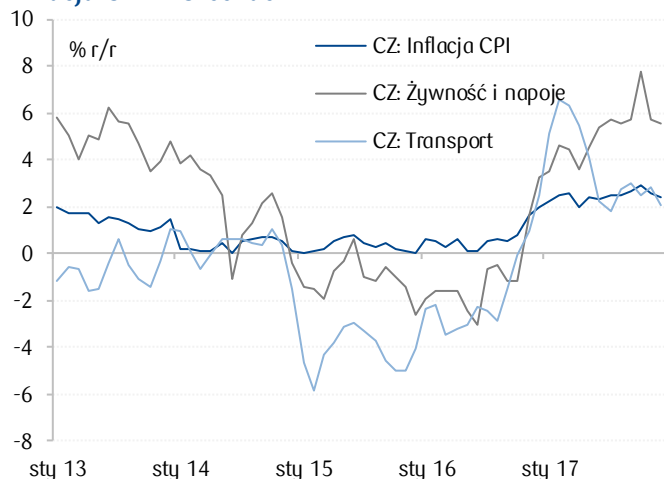
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel. 22 521 67 97

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

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

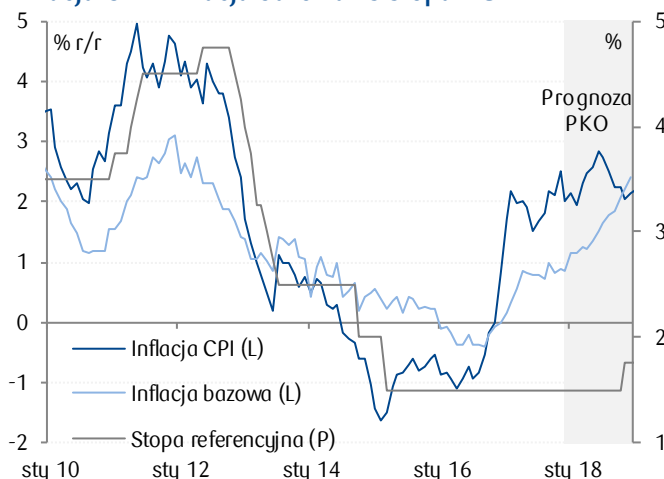
Michał Rot
Ekonomista
michal.rot@pkobp.pl
tel. 22 580 34 22

Inflacja CPI w Czechach



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

Inflacja CPI i inflacja bazowa vs stopa NBP



Rada konsekwentnie gołębia

RPP nie zmieniła głównych stóp procentowych NBP (stopa referencyjna: 1,50%), zgodnie z oczekiwaniami.

Wymowa **komunikatu** pozostała gołębia. NBP zwrócił uwagę na niski poziom inflacji bazowej, pomimo szybszej niż w ostatnich kwartałach dynamiki płac w przedsiębiorstwach. Jednocześnie Rada zauważyła, że w nadchodzących kwartałach utrzyma się korzystna koniunktura, chociaż dynamika PKB będzie niższa niż w 2h17 (gdy wg naszych szacunków wyniosła ok. 5% r/r). Powyższe sformułowanie odbiega od dotychczas przedstawianych przez Radę prognoz przewidujących (*explicite*) spowolnienie rocznej dynamiki PKB i może odzwierciedlać brak jednolitego stanowiska jej członków. Podczas konferencji E.Gatnar i J.Kropiwnicki zauważyli, że oczekują wzrostu w okolicach 4,5% r/r, podczas gdy Prezes A.Głapiński był mniej optymistyczny oczekując dynamiki PKB na poziomie 3,5%.

Podczas konferencji Prezes A.Głapiński po raz kolejny powtórzył, że jego zdaniem stopy NBP pozostaną bez zmian przynajmniej do końca 2018. Jednocześnie stwierdził, że **pytania o podwyżki stóp to pytania o „czarny scenariusz”**. Ponadto, powiedział, że na posiedzeniu Rady zaproponował nazywanie jej obecnego nastawienia mianem „*wait-and-support*”, co niemal wprost wskazuje, że **funkcja reakcji obecnej RPP jest wyraźnie przesunięta w stronę większej roli przypisywanej wspieraniu wzrostu gospodarczego**. Zdaniem Prezesa NBP nie ma danych (w szczególności inflacyjnych) skłaniających do myślenia o konieczności podwyżek, wobec czego NBP może realizować swój dodatkowy cel, to jest wspierać wzrost gospodarczy. Szef banku centralnego zauważył, że „tylko” 10% firm zgłasza problemy ze znalezieniem nowych pracowników. Dodał również, że aprecjacja złotego w ostatnim czasie działa efektywnie jak podwyżka stóp. Zaznaczył jednak, że z uwagi na dużą importochłonność nie przekłada się ona na jego spowolnienie eksportu.

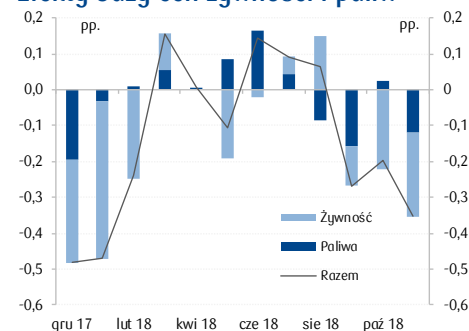
Mniej optymistyczny co do perspektyw braku konieczności podwyżek stóp był E.Gatnar, ale jego dotychczas relatywnie jastrzębie stanowisko uległo złagodzeniu ze względu na większy niż zakładał spadek inflacji CPI w grudniu. Jako źródło niepewności wskazuje on wciąż rynek pracy, biorąc pod uwagę możliwość podwyżek wynagrodzeń w sektorze publicznym. Podkreślił, że ważna dla niego będzie w tym kontekście marcowa projekcja inflacji.

J.Kropiwnicki zauważył, że dynamika wynagrodzeń w dalszym ciągu nie nadąża za wzrostem wydajności pracy.

Obecni na konferencji nie chcieli się wypowiadać na temat zysku NBP, ale kierunek zmian kursu PLN w 2017 sugeruje, że może on być wyraźnie niższy niż w 2016.

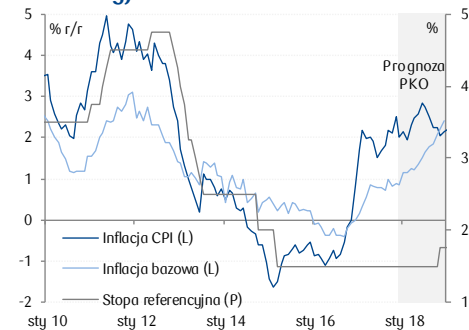
Mimo wzmocnienia gołębiej retoryki RPP, na razie utrzymujemy w bazowym scenariuszu, że pierwsza podwyżka stóp procentowych NBP może nastąpić przed końcem 2018, ale nie wcześniej, niż w listopadzie. Jednocześnie, **widzimy wzrost prawdopodobieństwa, że zmiana parametrów krajowej polityki pieniężnej nastąpi po 2018.**

Efekty bazy cen żywności i paliw



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI i inflacja bazowa vs stopa referencyjna NBP



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 5 stycznia						
GER: Sprzedaż detaliczna (lis)	8:00	-0,9% r/r	2,5% r/r	--	4,4% r/r	Po przejściowym wyhamowaniu sprzedaż detaliczna wróciła do solidnego trendu wzrostowego.
EUR: Inflacja HICP (wst., gru)	11:00	1,5% r/r	1,3% r/r	--	1,4% r/r	Efekty bazy w cenach energii i żywności doprowadziły do spadku inflacji. Wciąż niska pozostaje także inflacja bazowa.
EUR: Inflacja bazowa HICP (wst., gru)	11:00	0,9% r/r	0,9% r/r	--	0,9% r/r	
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (gru)	14:30	252 tys.	185 tys.	--	148 tys.	Dane za grudzień nieco rozczarowały, ale przyrost zatrudnienia jest wystarczający do stabilizacji stopy bezrobocia na obecnym, niskim poziomie.
USA: Stopa bezrobocia (gru)	14:30	4,1%	4,1%	--	4,1%	Pomimo wysokiego popytu na pracowników dynamika wynagrodzeń nie przyspiesza, co ogranicza presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce.
USA: Przeciętna płaca (gru)	14:30	2,5% r/r	2,5% r/r	--	2,5% r/r	
USA: Zamówienia na dobra trwałe (rew., lis)	16:00	-1,2% m/m	1,3% m/m	--	1,3% m/m	Wzrost zamówień wspiera oczekiwania co do kontynuacji ożywienia inwestycji w 4q17.
USA: Zamówienia fabryczne (lis)	16:00	0,4% m/m	1,1% m/m	--	1,3% m/m	
Poniedziałek, 8 stycznia						
ROM: Posiedzenie Banku Centralnego	--	1,75%	1,75%	--	2,00%	Podwyżka głównej stopy procentowej najprawdopodobniej zapoczątkuje serię dalszych ruchów zacieśniających politykę pieniężną w Rumunii.
GER: Zamówienia w przemyśle (lis)	8:00	0,7% m/m	0,8% m/m	--	-0,4% m/m	Pomimo spadku miesięcznej dynamiki, roczne tempo wzrostu przyspieszyło przy wzmocnieniu zamówień krajowych i zagranicznych.
SWI: Inflacja CPI (gru)	9:15	0,8% r/r	0,8% r/r	--	0,8% r/r	Słaby frank i ceny ropy podniosły inflację, ale cel SNB nie zostanie osiągnięty do 2020 r.
EUR: Indeks Sentix (sty)	10:30	31,1 pkt.	31,2 pkt.	--	32,9 pkt.	Dobra koniunktura i luźna polityka pieniężna sprzyjają dobrym nastrojom inwestorów.
EUR: Sprzedaż detaliczna (lis)	11:00	0,2% r/r	2,2% r/r	--	2,8% r/r	Optymizm europejskich konsumentów wspiera wzrost sprzedaży detalicznej.
EUR: Koniunktura konsumencka (ost., gru)	11:00	0,0 pkt.	0,5 pkt.	--	0,5 pkt.	
EUR: Koniunktura ESI (gru)	11:00	114,6 pkt.	114,8 pkt.	--	116,0 pkt.	Nastroje w gospodarce strefy euro są najlepsze od 17 lat, co odzwierciedla szerokie ożywienie gospodarcze (sektory i państwa).
Wtorek, 9 stycznia						
GER: Produkcja przemysłowa (lis)	8:00	-1,2% m/m	1,8% m/m	--	3,4% r/r	Po przejściowym spowolnieniu solidne ożywienie w przemyśle Niemiec nadal trwa.
GER: Eksport (lis)	8:00	-0,4% m/m	1,2% m/m	--	4,1% r/r	Napływ nowych zamówień, zwłaszcza z Azji, przekłada się na wzrost eksportu.
USA: Raport JOLTS (lis)	16:00	--	--	--	--	Pomimo rosnących napięć na rynku pracy w USA presja płacowa pozostaje umiarkowana.
Środa, 10 stycznia						
CHN: Inflacja PPI (gru)	2:30	5,8% r/r	4,8% r/r	--	4,9% r/r	Pomimo spowolnienia dynamiki cen producentów, w obliczu umocnienia kursu juana, Chiny pozostają eksporterem inflacji.
CHN: Inflacja CPI (gru)	2:30	1,7% r/r	1,9% r/r	--	1,8% r/r	
CZE: Inflacja CPI (gru)	9:00	2,6% r/r	2,5% r/r	2,5% r/r	2,4% r/r	Inflacja powyżej celu prawdopodobnie skłoni CNB do kolejnych podwyżek stóp..
POL: Posiedzenie RPP	--	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	Bardziej gołębia retoryki Rady zwiększa prawdopodobieństwo przesunięcia pierwszej podwyżki stóp na 2019 r.
Czwartek, 11 stycznia						
EUR: Produkcja przemysłowa (lis)	11:00	3,7% r/r	3,2% r/r	--	--	Dane miesięczne sugerują utrzymanie solidnego wzrostu PKB pod koniec 2017r.
EUR: Protokół z posiedzenia EBC	13:30	--	--	--	--	Minutes EBC potwierdzą, że część jego przedstawicieli opowiada się za zakończeniem programu QE w 2018r.
Piątek, 12 stycznia						
HUN: Inflacja CPI (gru)	9:00	2,5% r/r	2,3% r/r	--	--	Pomimo przyspieszającej inflacji MNB kontynuuje niestandardowe luzowanie polityki pieniężnej.
USA: Inflacja bazowa (gru)	14:30	1,7% r/r	1,7% r/r	--	--	Inflacja bazowa pozostaje stłumiona, nieco poniżej celu Fed.
USA: Inflacja CPI (gru)	14:30	2,2% r/r	2,1% r/r	--	--	
USA: Sprzedaż detaliczna (gru)	14:30	0,8% m/m	0,5% m/m	--	--	Sytuacja na rynku pracy i dobre nastroje konsumentów to solidne przesłanki dla wzrostu amerykańskiej konsumpcji.

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

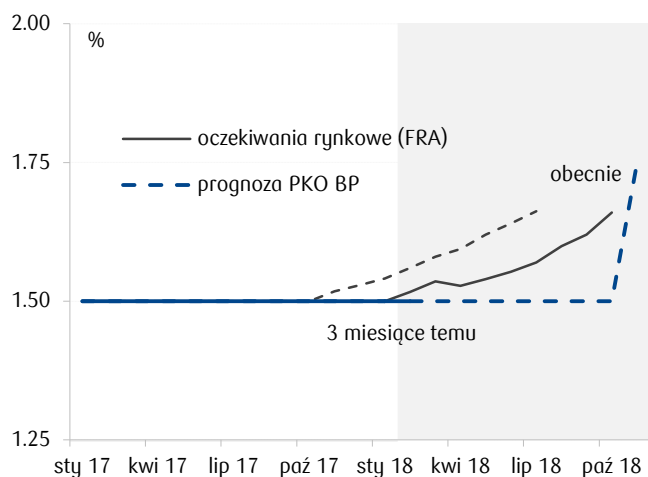
Polityka pieniężna

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

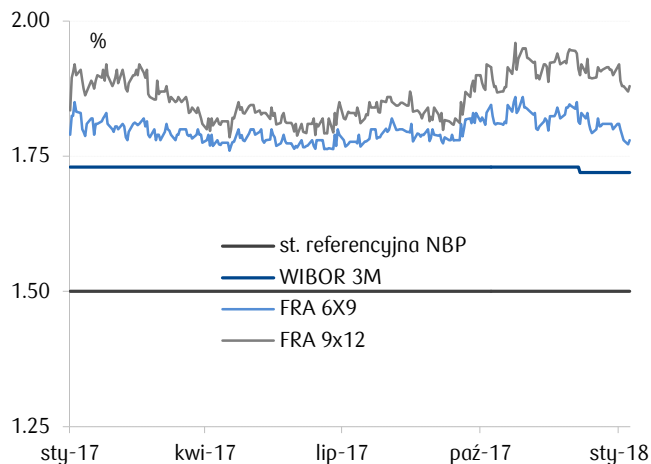
K. Zubelewicz	4,9	„Od początku swojego członkostwa w RPP uważałem i nadal uważam, że lepiej jest zacząć wcześniej podwyższać stopy procentowe małymi krokami niż być później zmuszonym do skokowych, większych podwyżek ” (18.12.2017, PAP)
E. Gatnar	4,6	„Głębszy spadek inflacji w grudniu - spodziewaliśmy się go - to wysoka baza, umocnienie złotego, które zamortyzowało wzrost cen paliw i żywności importowanej. Te czynniki spowodowały głębszy spadek inflacji niż nam się wydawało, co (...) karze mi poczekać na projekcję marcową, ponieważ nie jestem pewien, czy nie ujawnia się jakiś proces, który będzie skutkować obniżeniem ścieżki inflacyjnej, jaka była w projekcji listopadowej.” (10.01.2018, PAP)
Ł. Hardt	4,2	„Nowe prognozy DAE NBP pokazują, że w 2019 roku inflacja będzie powyżej celu i będzie w trendzie wzrostowym, choć nadal będzie w paśmie odchyień od celu. Jeśli na początku 2018 roku wszystko będzie wskazywało na to, że ten scenariusz się materializuje, to będzie moment na rozważenie niewielkiej podwyżki stóp. To, że na konferencji w listopadzie powiedziałem, że jest za wcześnie na podnoszenie stóp, nie oznacza, że za wcześnie będzie też w lutym albo w marcu (...) Podjęcie decyzji o podwyżce byłoby łatwiejsze w przypadku zmiany polityki przez EBC, ale brak zmian we Frankfurcie sam w sobie podwyżkę stóp też nie wyklucza ” (15.11.2017, 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 II 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	„Jeśli nie nastąpią nieoczekiwane wydarzenia, to można przyjąć, że prezes Glapiński ma rację i w 2018 r. nie dojdzie do podwyżki stóp proc., bo nie ma do niej obecnie żadnych podstaw. (...) Zbyt wczesna podwyżka stóp proc. byłaby zabójcza dla gospodarki, szczególnie jeśli byłaby gwałtowna i niezapowiedziana. Spowodowałaby skokowy, niewspółmiernie duży wzrost ceny kredytu i mogłaby wpędzić wiele gospodarstw domowych w pułapkę zadłużenia, bo banki komercyjne podwyższyłyby i tak już wysoką, rzeczywistą stopę oprocentowania kredytów” (14.12.2017, PAP)
A. Glapiński	1,1	„Moje prywatne oczekiwania są takie, tego się spodziewam, że do końca 2018 r. stopy pozostaną bez zmian. Nie widzę powodu, żeby przy obecnych danych (...), i przypuszczam, że te stopy nie ulegną zmianie.” (04.10.2017, 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	„Treść opublikowanej ostatnio projekcji inflacji oraz PKB zwiększa szanse na to, że stopy procentowe NBP mogą pozostać na dotychczasowym poziomie przez okres co najmniej 12 najbliższych miesięcy(...) Zachowanie kursu złotego powinno być więc bardzo dokładnie analizowane, zwłaszcza w kontekście pary walutowej euro do złotego. Z tego też powodu warto obserwować politykę EBC i starać się tak postępować, aby przeciwdziałać ewentualnym zagrożeniom mogącym pojawić się w przypadku znacznego ryzyka dalszego umocnienia kursu złotego wobec euro. (...)” (27.11.2017, 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).

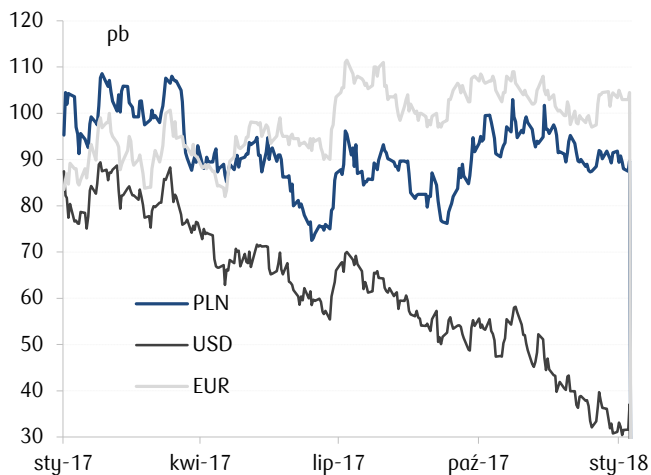
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



Krótkoterminowe stopy procentowe



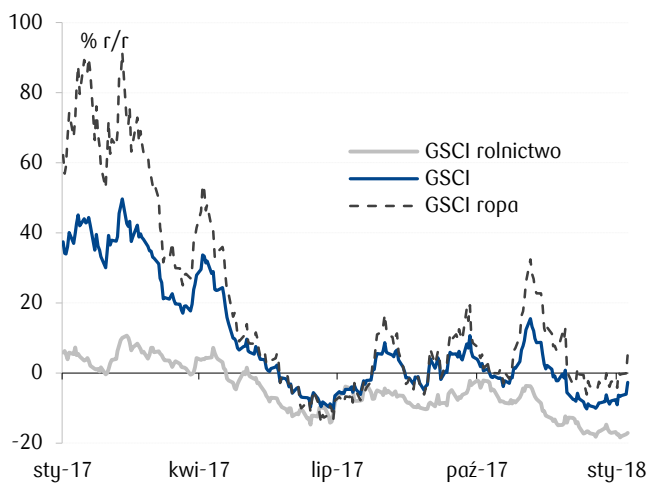
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



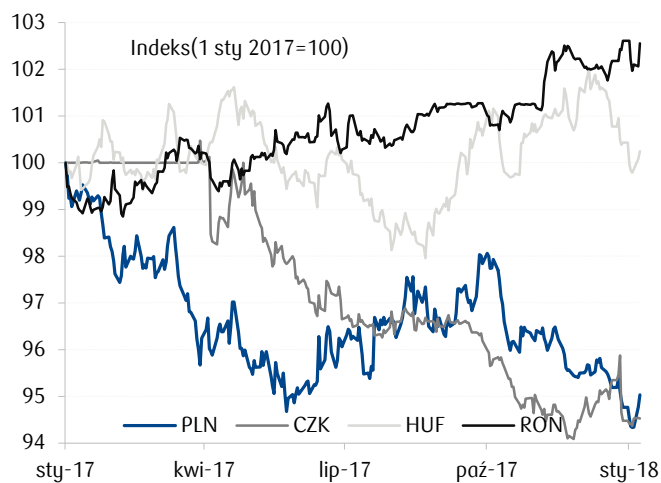
Spread asset swap dla PLN



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	4,3	Pomimo spowolnienia dynamiki konsumpcji wzrost PKB utrzyma się na solidnym poziomie dzięki ożywieniu inwestycji (w szczególności publicznych) oraz silnemu popytowi eksportowemu, który (pomimo rosnącego importu) przyczyni się do jedynie nieznacznego spadku kontrybucji eksportu netto.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	2,0	2,4	Po przejściowym spowolnieniu na przełomie roku inflacja zacznie szybko odżywać przy coraz większej roli czynników bazowych. Druga połowa roku przyniesie osłabienie trendu wzrostowego cen w wyniku wyraźnego spadku dynamiki cen towarów (w szczególności żywności).
Agregaty monetarne			
- podaż pieniądza M3 (%)	4,6	6,7	Utrzymujące się szybkie tempo wzrostu gospodarczego powinno wspierać wzrost popytu na kredyt, niemniej podaż kredytów będzie ograniczana przez rosnące potrzeby kapitałowe banków. Dynamika podaży pieniądza M3 może odbić wraz ze wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych i przyspieszeniem dynamiki depozytów. Środowisko niskich stóp procentowych będzie jednak wspierało tendencje demonetyzacyjne.
Równowaga zewnętrzna			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,3	-0,6	Wzrost popytu krajowego oraz cen surowców w coraz większym stopniu przekładać się będzie na odbicie importu. Jednocześnie jednak ożywienie światowego handlu sprzyjać będzie dalszej ekspansji eksporterów, a tym samym saldo obrotów towarowych będzie się obniżać jedynie powoli. To, wraz z rosnącymi transferami zarobkowymi za granicę, będzie powodować osłabienie salda rachunku obrotów bieżących.
Polityka fiskalna			
- deficyt fiskalny (% PKB)	-1,7	-1,9	W 2017 r. deficyt fiskalny powinien być niższy niż w 2016r. dzięki wyraźnej poprawie dochodów (efekty cykliczne, widoczne m.in. w wyższych wpływach podsektora ubezpieczeń społecznych oraz efekty wzrostu ścisłości podatków) oraz niskiej dynamice wydatków, szczególnie na szczeblu budżetu państwa. Kontynuacja ekspansji gospodarczej oraz dalsza poprawa ścisłości podatków pozwolą utrzymać niski deficyt SFP także w 2018 r. mimo wzrostu wydatków związanych z obniżeniem wieku emerytalnego.
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,75	Przy wciąż ograniczonej presji inflacyjnej stopy procentowe NBP pozostaną stabilne przynajmniej do 4q18, nawet mimo znacznego wzrostu dynamiki PKB. Rozkład ryzyka dla prognozy pozostaje asymetryczny (wśród scenariuszy alternatywnych najwyższe prawdopodobieństwo przyjmuje scenariusz przesunięcia podwyżek na 2019 r.).

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

Zagranica w makro-pigułce

	2017	2018	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,3	2,5	Przyspieszenie dynamiki PKB (wspierane dodatkowo przez wchodzący w życie plan podatkowy Republikanów i D.Trumpa) oznacza, że FOMC będzie kontynuował podwyżki stóp w 2018 r. Uważamy, że z uwagi na zmianę Przewodniczącego z kolejną wstrzyma się do połowy roku. W całym roku Fed dostarczy naszym zdaniem trzech podwyżek, co oznacza, że stopa fed funds osiągnie swój długoterminowy poziom równowagi.
- inflacja CPI (%)	2,1	2,2	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	2,4	2,2	Wyraźna poprawa wyników ankietowych badań koniunktury oraz twardych danych sugerują silne przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro w 2017 r. Wzrost popytu wewnętrznego, który stał się ważnym motorem europejskiej gospodarki zapowiada, że ożywienie będzie kontynuowane w 2018 r. Poprawa koniunktury stanowi argument za odejściem od ultra-łagodnej polityki pieniężnej EBC, ale proces ten może być ograniczany przez uporczywie niską inflację.
- inflacja HICP (%)	1,5	1,5	
Chiny			
- realny PKB (%)	6,8	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	2,1	

Zródło: 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 Fed podtrzymał perspektywę trzech podwyżek stóp w 2018r. Niepewność dla tego scenariusza generuje nie tylko kondycja gospodarki (siła USD, kształt pol. fiskalnej) ale także liczne zmiany personalne w FOMC.
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w styczniu 2016	Utrzymująca się poniżej celu inflacja sprawia, że Bank nie rozważa wyjścia z ultraekspansywnej polityki pieniężnej. Wstępem do podwyżki stóp procentowych będzie ograniczanie QE, które jednak także nie wydaje się prawdopodobne w horyzoncie najbliższych 4 kwartałów.
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (mar 2016)	Ograniczenie i przedłużenie QE do września 2018 i deklaracja, że program nie zostanie zakończony w sposób gwałtowny wskazują, że szanse na podwyżki stóp pojawiają się najwcześniej w 2019 r., przy czym najpierw obejmą one jedynie st. depozytową.
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,50	0,50	0,50	+25pb (lis 2017)	Obawy o kondycję gospodarki (brexit) i wygasające skutki osłabienia funta sprawiają, że listopadowa podwyżka nie przerodzi się w cykl podwyżek.
Szwajcaria					
Cel dla 3M Libor CHF	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-50pb (sty 2015)	W grudniowej projekcji banku inflacja po raz pierwszy od 2011 zbliża przekracza cel SNB (2%), jednak dopiero w 2020. Podwyżki stóp przed 2019 (lub wyraźnie przed EBC) są 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 nadmiernym umocnieniem waluty. W pierwszym rządzie kanałem normalizacji polityki pieniężnej będzie wygaszanie programu QE. W 2h18 Riksbank może zacząć decydować o stopniowych podwyżkach 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 2020r. Mimo tego Bank spodziewa się pierwszych podwyżek stóp procentowych pod koniec 2018 r. (wobec połowy 2019 r. w poprzednim raporcie).
Czechy					
Stopa refinansowa	0,50	0,50	1,00	+25pb (lis 2017)	Wyraźne ożywienie koniunktury i narastające napięcia na rynku pracy skłaniają CNB do zacieśniania polityki pieniężnej. Potencjalne podwyżki hamować może umocnienie korony.
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.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny, jest przeznaczony wyłącznie dla klientów Grupy PKO Banku Polskiego i nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługi doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Grupa PKO BP SA dołożyła wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Klienci Grupy PKO BP SA ponoszą odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych, podjętych z uwzględnieniem informacji zamieszczonych w niniejszym materiale. Niniejszy materiał został przygotowany i/lub przekazany przez Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.