

Inflacyjny festiwal

Dziś w centrum uwagi:

- **Dane inflacyjne z Niemiec i USA za czerwiec** potwierdzą, że ceny ropy nadal wywierają istotny wpływ na inflację. W przeciwieństwie do Niemiec (i strefy euro) wysoka i wciąż rosnąca inflacja bazowa w USA (kons.: 2,3% r/r w czerwcu wobec 2,2% r/r w maju) wskazuje, że wpływ na inflację mają także czynniki popytowe. Dane z USA wspierają scenariusz dalszego zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed.
- **Optymistyczne prognozy co do wyników produkcji przemysłowej za maj dla strefy euro** (konsensus: 2,1% r/r) bazują na wcześniejszym zaskoczeniu dobrymi wynikami z niemieckiego przemysłu.

Przegląd wydarzeń:

- Zgodnie z oczekiwaniami **RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie** (główna: 1,50%). Tak jak sądziliśmy, nowa projekcja inflacyjna (w krótkim horyzoncie) została zrewidowana w dół dla inflacji, a w górę dla wzrostu gospodarczego. Nowa projekcja nie wpłynęła na ocenę RPP, że najbardziej optymalnym wyborem dla polityki pieniężnej pozostaje stabilizacja stóp w horyzoncie co najmniej do końca 2019 (więcej str 2).
- **Wzrost inflacji w Czechach był w cze. silniejszy od prognoz.** Dynamika cen przyspieszyła do 2,6% r/r z 2,2% r/r w maju (konsensus: 2,5% r/r) i była najwyższa od gru. 2017). Za wzrost inflacji odpowiadały w głównej mierze rosnące ceny paliw oraz energii elektrycznej. Proinflacyjnie oddziaływały także ceny żywności, która drożała o 2,7% r/r i 0,4% m/m, głównie za sprawą droższych jaj, nabiału, a także owoców. Skala wzrostu inflacji bazowej była mniejsza, niż całego koszyka (2,1% r/r z 2,0% r/r). Choć procesy cenowe w Czechach mają głównie egzogeniczny charakter sądzimy, że oddalanie się inflacji od celu CNB (2%) i od wytyczonej w majowej projekcji inflacyjnej prognozy, utwierdzać będzie bank w przekonaniu o zasadności kontynuowania podwyżek stóp procentowych. Następnej spodziewamy się pod koniec br.
- Wg szacunków MRPiPS w Polsce pracuje obecnie około 1,5 mln osób z państw trzecich. 400 tys. obcokrajowców opłaca składki w ZUS. Przyjmując powyższy szacunek, obcokrajowcy mogą stanowić około 8% ogółu pracujących w Polsce.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

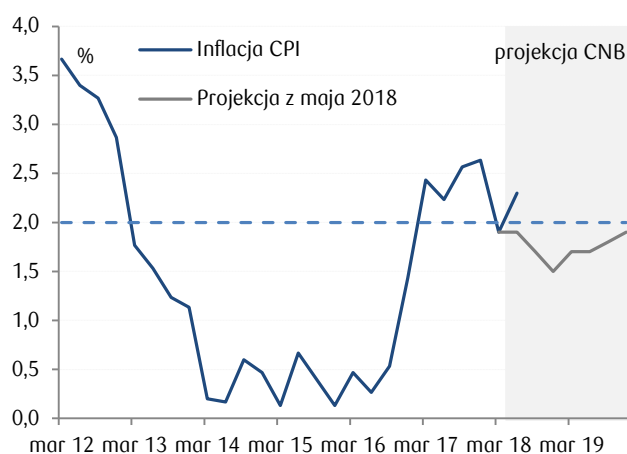
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel. 22 521 67 97

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

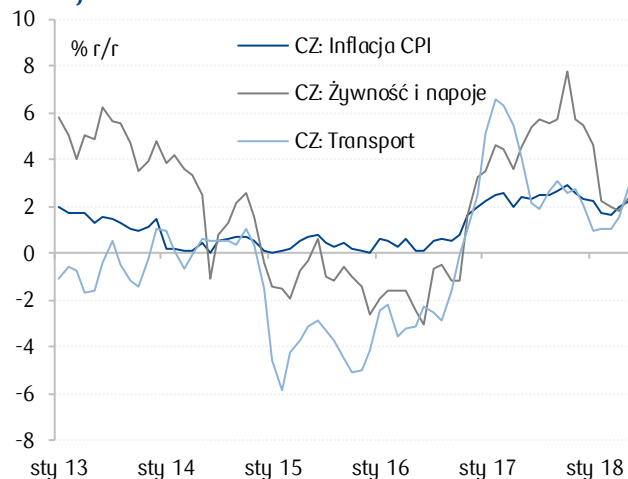
Urszula Kryńska
Ekonomistka
urszula.krynska@pkobp.pl
tel. 22 521 51 32

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

Inflacja vs prognozy CNB



Inflacja w Czechach



Źródło: Reuters Datastream, CNB, PKO Bank Polski.

Nowa projekcja, stara ścieżka

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

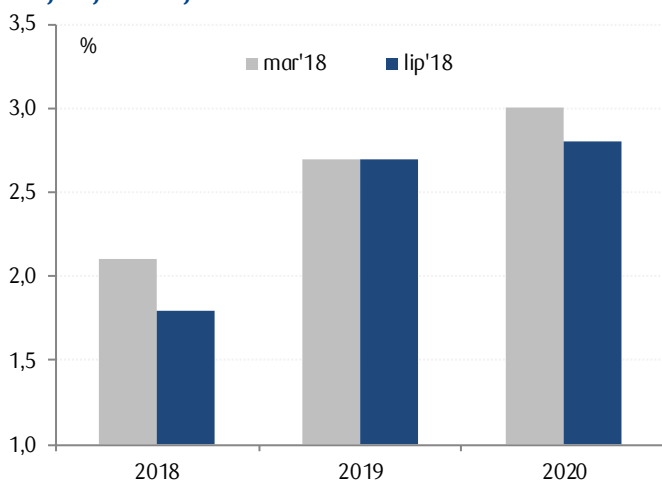
Komunikat po posiedzeniu RPP nie uległ większym zmianom, a jego wymowa pozostała gołębia. Rada podkreśliła, że nieco wyższa niż w poprzednich miesiącach inflacja CPI jest efektem wzrostu cen paliw, a inflacja bazowa pozostaje niska. Jednocześnie zwrócono uwagę na utrzymywanie się relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nowa projekcja inflacji na 2018 nakreśliła niższą (o 0,3pp) ścieżkę dynamiki cen, przy silniejszym od wcześniejszych założeń tempie wzrostu gosp. W dłuższej perspektywie (2020) nieznacznie obniżono zarówno ścieżkę PKB, jak i inflacji. W ocenie Prezesa NBP projekcja wskazuje, że zarówno inflacja CPI jak i inflacja bazowa będą się utrzymywały w pobliżu celu NBP oraz zapowiada utrzymanie „wysmienitej” kondycji krajowej gospodarki ze zbliżonym do naturalnego tempem wzrostu gosp., bardzo niskim bezrobociem i dynamiką wynagrodzeń, która nie powoduje nierównowag. **Wg A.Głapińskiego projekcja (jej szczegóły poznamy 16.07) zwiększa prawdopodobieństwo stabilizacji stóp procentowych także w 2020.**

Przekonania Prezesa NBP nie podzielił Ł.Hardt, w którego ocenie wciąż nie można w pełni wykluczyć konieczności zacieśnienia krajowej polityki pieniężnej jeszcze w 2019. Hardt - jeden z jastrzębich członków gremium - wskazał, że zarówno w otoczeniu globalnym (m.in. ze względu na protekcjonizm), jak i w krajowej gospodarce (np. wobec spadających, choć wciąż wysokich marż firm) mogą zacząć wygasać czynniki, które dotychczas oddziaływały deflacyjnie.

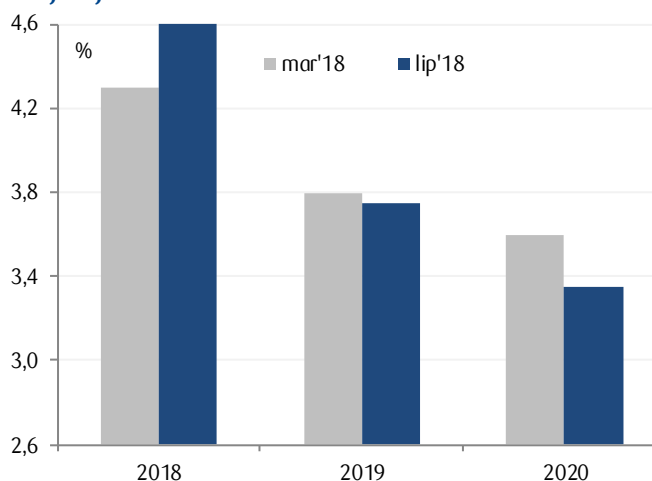
Spojrzenie RPP na przyszłość krajowej polityki pieniężnej nie zmienia się, podobnie jak oczekiwana przez NBP ścieżka głównych parametrów makroekonomicznych (głównym źródłem rewizji w projekcji był w naszej ocenie przesunięty punkt startowy). **Przy stopniowo spowalniającym wzroście gospodarczym Rada nie ma podstaw do obaw o przegrzanie gospodarki, czy też narastanie nierównowag. Stąd, w naszej ocenie, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp procentowych co najmniej do końca 2019.**

Projekcja inflacji CPI



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Projekcja wzrostu PKB



Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 6 lipca						
GER: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	-1,3% m/m	0,3% m/m	--	2,6% m/m	Odbicie produkcji potwierdza, że negatywny wpływ spadku popytu spoza strefy euro jest neutralizowany przez mocny popyt wewnętrzny z rynku krajowego i strefy euro.
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (cze)	14:30	244 tys.	195 tys.	--	213 tys.	Rynek pracy nie powinien być przeszkodą dla Fed w zacieśnianiu polityki pieniężnej.
USA: Stopa bezrobocia (cze)	14:30	3,8%	3,8%	--	4,0%	
Poniedziałek, 9 lipca						
GER: Eksport (maj)	8:00	-0,3% m/m	0,7% m/m	--	1,8% m/m	Dane napływające ze strefy euro (w szczególności z Niemiec) wskazują na zatrzymanie trwającego w pierwszych miesiącach roku spowolnienia dynamiki PKB i jej stabilizację w najbliższych miesiącach.
GER: Import (maj)	8:00	2,2% m/m	-0,3% m/m	--	0,7% m/m	
EUR: Indeks Sentix (lip)	10:30	9,3 pkt.	8,2 pkt.	--	12,1 pkt.	
Wtorek, 10 lipca						
CHN: Inflacja PPI (cze)	3:30	4,1% r/r	4,5% r/r	--	4,7% r/r	Inflacja cen producentów pozostaje w trendzie wzrostowym w głównej mierze odzwierciedlając rosnące ceny surowców. Inflacja CPI pozostaje wyraźnie niższa. Za jej wzrost w cze. odpowiadały przede wszystkim ceny żywności. Przekroczenie celu przez inflację oraz presja na osłabienie forinta mogą wpływać na złagodzenie ultragołej retoryki przez MNB.
CHN: Inflacja CPI (cze)	3:30	1,8% r/r	1,9% r/r	--	1,9% r/r	Pomimo słabych danych o przetwórstwie, silne wzrosty w usługach sugerują, że dynamika PKB lekko odbiła w 2q.
HUN: Inflacja CPI (cze)	9:00	2,8% r/r	3,1% r/r	--	3,1% r/r	Publikacja przypomina, że niepewność co do perspektyw europejskiej gospodarki, w szczególności w zw. z rosnącym protekcjonizmem, odbija swoje piętno na nastrojach.
UK: Przetwórstwo przemysłowe (maj)	10:30	0,9% r/r	2,0% r/r	--	1,1% r/r	Rosnące nierównowagi na amerykańskim rynku pracy powinny przekładać się na wzrost dynamiki wynagrodzeń.
GER: Indeks instytutu ZEW (lip)	11:00	-16,1 pkt.	-18,2 pkt.	--	-24,7 pkt.	
USA: Raport JOLTS (maj)	16:00	--	--	--	--	
Środa, 11 lipca						
CZE: Inflacja CPI (cze)	9:00	2,2% r/r	2,5% r/r	--	2,6% r/r	Chociaż wzrost inflacji ma głównie egzogeniczny charakter, będzie wspierał dalsze zacieśnianie pol. pieniężnej przez CNB.
POL: Stopa referencyjna NBP	--	1,50%	1,50%	--	1,50%	Nowa projekcja inflacyjna wspiera zapowiadaną przez RPP stabilizację stóp procentowych co najmniej do końca 2019.
Czwartek, 12 lipca						
GER: Inflacja CPI (rew., cze)	8:00	2,1% r/r	2,1% r/r	--	--	Dane potwierdzą istotny wpływ cen ropy na inflację.
GER: Inflacja HICP (rew., cze)	8:00	2,1% r/r	2,1% r/r	--	--	
EUR: Produkcja przemysłowa (maj)	11:00	1,7% r/r	2,1% r/r	--	--	Lepsze od prognoz wyniki produkcji z Niemiec zwiększyły optymizm co do wyników przemysłu w całej strefie euro.
USA: Inflacja bazowa (cze)	14:30	2,2% r/r	2,3% r/r	--	--	Rosnąca inflacja potwierdza scenariusz podwyżek stóp w USA (spodziewamy się jeszcze dwóch w tym roku).
USA: Inflacja CPI (cze)	14:30	2,8% r/r	2,9% r/r	--	--	
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	231 tys.	--	--	--	Amykański rynek pracy nadal blisko historycznych rekordów.
Piątek, 13 lipca						
CHN: Eksport (cze)	--	12,6% r/r	10,2% r/r	--	--	Obroty handlowe Chin będą w centrum uwagi ze względu na eskalację napięć na linii USA-Chiny, a także ze względu na wzrost obaw o kondycję gospodarki Chin.
CHN: Import (cze)	--	26,0% r/r	22,0% r/r	--	--	
POL: Inflacja CPI (cze)	10:00	1,7% r/r	2,0% r/r	1,9% r/r	--	Odczyt flash pokazał, że presja cenowa nie rośnie.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wst., lip)	16:00	99,3 pkt.	98,1 pkt.	--	--	Nastroje konsumentów będą testem, na ile mocny wzrost konsumpcji utrzymuje się na początku 3q.

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

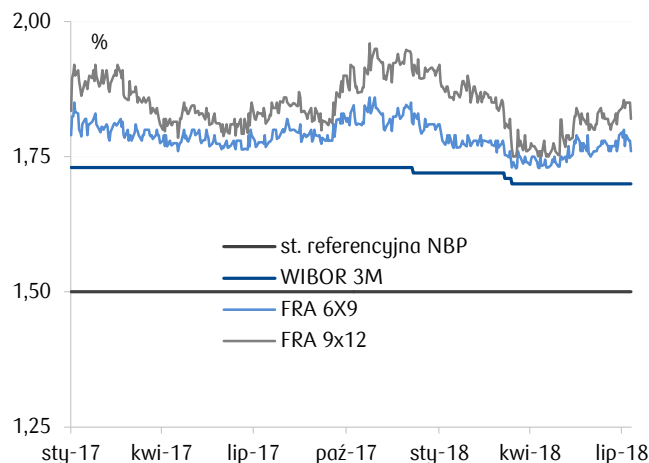
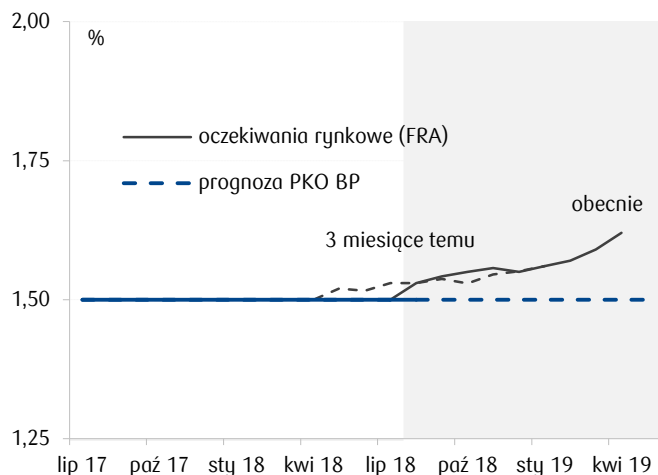
Polityka pieniężna

Członkowie RPP	Jastrzębiomierz*	Wybrane wypowiedzi
K. Zubelewicz	4,6	„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 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	4,3	„Jestem zwolennikiem działań wyprzedzających. Nie potrafię teraz dokładnie powiedzieć kiedy powinny one zostać podjęte, ale druga połowa roku może być odpowiednia. Według mnie, wtedy powinna pojawić się wyraźniejsza presja inflacyjna, co będzie uzasadniało podwyżkę stóp. (...) Bardziej się boję spóźnienia z reakcją niż minimalnego wyprzedzenia właściwego momentu. Grozi to bowiem tym, że trzeba będzie podwyższać stopy w czasie gdy gospodarka będzie zwalniać, i może się to nałożyć na cykl wyborczy, co nie jest pożądaną sytuacją.” (20.03.2018, PAP).
Ł. Hardt	3,5	„Wydaje się, że prawdopodobieństwo konieczności reakcji po stronie polityki pieniężnej w tym roku w tym momencie zbiega prawdopodobnie do zera (...) Widzę scenariusz stabilnych stóp procentowych, bo znowu tej transmisji (z wynagrodzeń na inflację bazową - PAP) może nie być (...) i scenariusz jednak reakcji, czyli podwyżki stóp również jest na stole. Wydaje mi się, że nie ma na stole w przyszłym roku scenariusza obniżki stóp procentowych. Mamy więc dwa scenariusze, których prawdopodobieństwa są podobne (...) Długoterminowe utrzymywanie inflacji powyżej celu byłoby dla mnie ciężkie do zaakceptowania i, w mojej ocenie, niezgodne z mandatem RPP.” (17.04.2018, PAP).
J. Osiatyński	3,1	„ W sprawie najważniejszej – nacisku płac na inflację – jestem bardziej ostrożny niż wielu moich kolegów z Rady (...) Takie przekonanie, że do 2020 będziemy sobie pływali na 'spokojnych wodach', wydaje mi się ryzykowne. Bardzo bym tego chciał, ale dobrze nie tworzyć sobie ułudę, że tak na pewno będzie.. (...) Nie chodzi o to, jaka będzie inflacja za pół roku. Chodzi o to, jakie będą nasze prognozy inflacji za pół roku.” (19.03.2018, Reuters).
R. Sura	2,6	„Odczyty inflacji za luty i marzec są niższe niż przewidywała projekcja i większość analityków. Na pewno dają nam większy komfort w prowadzeniu polityki pieniężnej i raczej oddalają perspektywę podwyżek stóp procentowych, o której się mówiło jeszcze w końcówce ubiegłego roku. (...) Z całą pewnością można powiedzieć, że w najbliższych 12 miesiącach nie zaistnieją przesłanki, które mogłyby nas skłonić do podwyżki ” (20.04.2018, PAP).
J. Kropiwnicki	2,4	„Według mnie podwyżki stóp procentowych są tak samo prawdopodobne jak ich obniżki, chociaż w tej chwili wydaje mi się, że bardziej prawdopodobne będzie postulowanie obniżek, ale raczej nie w tym roku (...) Przyszedł czas, że mamy na tyle oddechu, że możemy się zastanawiać nad tym, jakie skutki niestandardowych działań, różnego rodzaju, miały miejsce w krajach zachodnich, w Europie, poza Europą i które z nich i w jakich warunkach dałoby się zastosować w Polsce ” (18.04.2018, PAP).
G. Ancyparowicz	1,9	„Stopa referencyjna jest na najlepszym możliwym poziomie i nie powinna być zmieniana w horyzoncie projekcji, która pokazuje przyzwyczajony wzrost i inflację w ryżach (...) Jakakolwiek rozmowa o obniżkach nie jest nawet teoretyczna - to czysta fantazja. Obniżka prawdopodobnie i tak nie miałaby pożądanego efektu i Rada musiałaby "sięgnąć po niestandardowe narzędzia" ” (20.04.2018, PAP).
A. Glapiński	1,5	„Zaryzykowałbym tezę, że w perspektywie 2 lat nie widzę żadnych chmur, które zmusiłyby nas do zmiany stóp procentowych, poza niespodziewanym rozwojem sytuacji (...) My cały czas czekamy, czekaliśmy, na moment, że te stopy trzeba będzie wreszcie podnosić. W tej chwili tak daleko wydłuża się ten okres, (...) że może ostatecznie nastąpić taki moment, że działanie w przeciwnym kierunku byłoby wskazane. Gdzieś tam w przyszłości, może po w wielu latach, im później tym lepiej, gdyby koniunktura w Polsce uległa istotnemu obniżeniu (...), to trzeba by prowadzić intensywne prace analityczne, koncepcyjne nad innymi metodami pobudzania gospodarki. (...) Obniżanie stóp w Polsce to zawsze jest pewien problem, związany ze strukturą naszego systemu bankowego” (11.04.2018, 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	1,0	„Aktualna sytuacja gospodarcza w naszym kraju nie wymaga na razie zmiany stóp procentowych. (...) stabilność jest naszym atutem i prawdopodobnie w najbliższych kilku miesiącach będzie kontynuowana (...) W dalszej przyszłości możliwe są różne scenariusze, w tym scenariusz złagodzenia polityki pieniężnej dopuszczający także obniżenie stóp procentowych, gdyby okazało się, że pojawiają się symptomy pogorszenia nastrojów uczestników życia gospodarczego. Na razie jednak nie zanoszą się na pojawienie się tego typu zjawisk. Trzeba być czujnym i elastycznym.” (07.05.2018, 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).

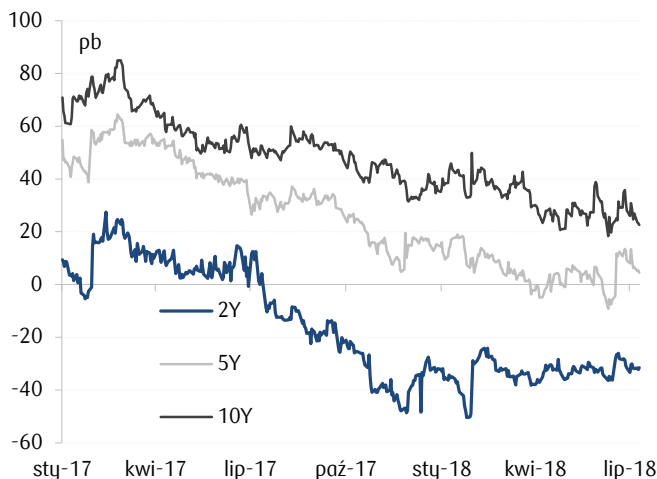
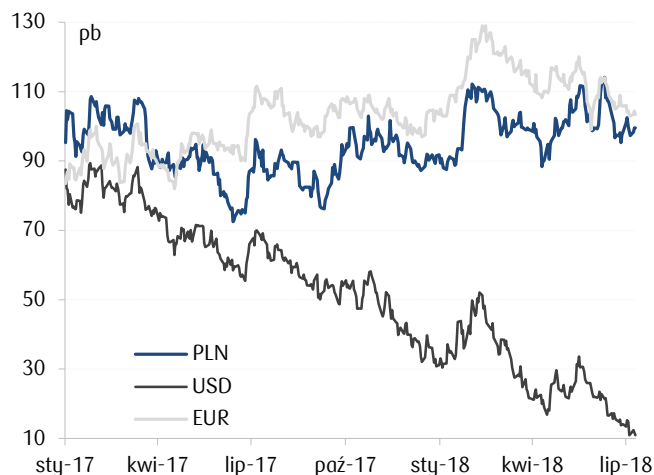
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe

Krótkoterminowe stopy procentowe



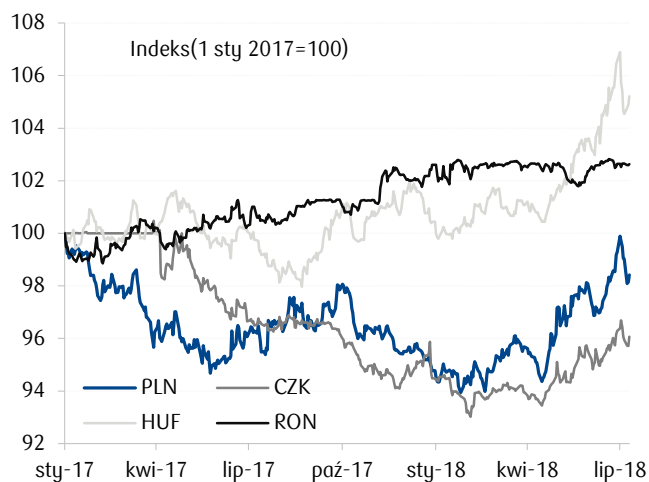
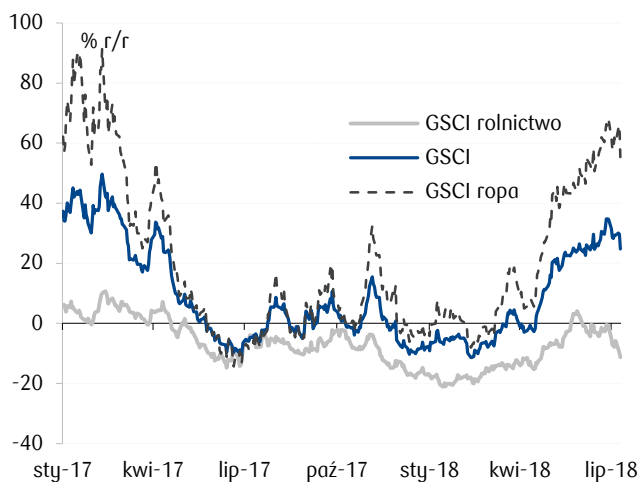
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*

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	1,5	Inflacja bazowa będzie systematycznie rosła w dalszej części 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 cały 2018 poniżej celu za sprawą malejącej dynamiki cen żywności 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)	0,2	0,1	Wzrost popytu krajowego oraz cen surowców przekładać się będzie na odbicie dynamiki importu. W połączeniu ze spadkiem popytu eksportowego oznaczać to będzie utrwalenie deficytu obrotów towarowych. Zmiany strukturalne (w tym napływ inwestycji w centra usług biznesowych) przyczyniać się będą do dalszego wzrostu nadwyżki w handlu usługami, która umożliwi utrzymanie zbilansowanego rachunku obrotów bieżących.
Polityka fiskalna			
- deficyt fiskalny (% PKB)	-1,5	-1,9	Kontynuacja mocnego wzrostu konsumpcji i ożywienie importu (ekspansja bazy podatkowej) oraz dalsza poprawa ściągальności 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), brak narastania nierównowag na rynku pracy (stabilizacja dynamiki wynagrodzeń) i wciąż jedynie umiarkowana inflacja znacząco ograniczają w naszej ocenie prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych NBP w 2018 i 2019.

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

Zagranica w makro-pigułce

	2017	2018	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,3	2,8	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 zbliży się do długoterminowego poziomu równowagi ze wskazań członków FOMC.
- inflacja CPI (%)	2,1	2,6	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	2,5	2,2	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	1,7	
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.

Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	2017^(%)	Prognoza 2018^(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
USA					
Stopa fed funds	1,75-2,00	1,25-1,50	2,25-2,50	+25pb (cze 2018)	Trwa cykl podwyżek stóp procentowych. Spodziewamy się jeszcze dwóch (o 25 pb) w tym roku i dwóch w pierwszej połowie 2019.
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w styczniu 2016	Szanse na odejście od ultra-łagodnej polityki pieniężnej poczyniwszy od 2019 zmalały. Bank Japonii na czerwcowym posiedzeniu obniżył oczekiwaną ścieżkę inflacji (choć nadal jest ona rosnąca).
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (mar 2016)	Zakładamy zgodnie z intencją EBC, że QE zostanie całkowicie zakończone do końca 2018, ale stopy pozostaną bez zmian przynajmniej do końcówki 2019. Wcześniej możliwa będzie ewentualnie korekta ujemnej stopy depozytowej.
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,50	0,50	0,50	+25pb (lis 2017)	Pomimo jastrzębiej wymowy posiedzenia w czerwcu sądzimy, że odwrócenie efektów deprecjacji funta ograniczające inflację, spadek cen nieruchomości sugerujący słabszy wzrost inwestycji oraz słabość sfery realnej oznaczają, że do podwyżek stóp BoE nie dojdzie przynajmniej do końca tego roku.
Szwajcaria					
Cel dla 3M Libor CHF	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-50pb (sty 2015)	Wg projekcji SNB inflacja ma powrócić do celu w 4q20. Podwyżki stóp SNB przed 2019 (lub wyraźnie przed EBC) są wg nas mało prawdopodobne.
Szwecja					
Stopa refinansowa	-0,50	-0,50	-0,50	-15pb (lut 2016)	Obawy przed słabnącą konsumpcją i wzrostem PKB oraz przeceną na rynku nieruchomości powodują, że Riksbank może zacząć stopniowe podwyżki stóp procentowych dopiero w 2h19 w korelacji z działaniami EBC.
Norwegia					
Stopa bazowa	0,50	0,50	0,75	-25pb (mar 2016)	W czerwcu bank potwierdził, że jest na najlepszej drodze do podwyżki stóp we wrześniu.
Czechy					
Stopa refinansowa	1,00	0,50	1,25	+25pb (cze 2018)	Słabsza korona, inflacja powyżej celu oraz groźba przegrzania rynku pracy (w ocenie CNB) skłoniła Bank do wznowienia cyklu podwyżek stóp. Kolejnej podwyżki spodziewamy się pod koniec roku.
Węgry					
Stopa bazowa	0,90	0,90	0,90	-15pb (maj 2016)	Bank podkreśla, że jego podstawowym celem jest stabilność cen i utrzymuje swoje łagodne nastawienie. Niewykluczona rezygnacja z ultra luźnej polityki w horyzoncie 5-8 kwartałów.

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

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.