

15 maja 2018

Wzrost na 5 z plusem?

Dziś w centrum uwagi:

- Oczekujemy, że dzięki silnemu popytowi wewnętrznemu **krajowy wzrost gospodarczy w 1q18 osiągnął cykliczny szczyt** (PKO: 5,3% r/r, konsensus: 4,8% r/r). Dane o PKB z innych państw UE (w tym Niemcy, gospodarki naszego regionu) pokażą na ile silnie na ich kondycję przełożyły się czynniki jednorazowe i osłabienie globalnego popytu.
- Krajowe dane inflacyjne** nie powinny dostarczyć niespodzianek potwierdzając wstępny szacunek wzrostu inflacji w kwietniu powyżej dolnego ograniczenia pasma odchyleń od celu NBP (1,6% r/r).
- Stabilizacja nastrojów w Niemczech** (indeks ZEW za maj) i **przyspieszenie produkcji przemysłowej w EZ** pokażą, że ciężące europejskim gospodarkom negatywne czynniki jednorazowe wygasają.
- Amerykańska sprzedaż detaliczna w kwietniu** (prognozowany silny odczyt pomimo przesunięcia zakupów wielkanocnych z kwietnia na marzec) powinna wspierać oczekiwania na wyraźne odbicie konsumpcji w 2q18.

Przegląd wydarzeń:

- Solidny start 2q18 w Chinach** (por. kalendarium na str. 3) potwierdza, że prawdopodobieństwo scenariusza „twardego lądowania” pozostaje niskie.
- Słabnący eksport sprawił, że w marcu na krajowy rachunek obrotów bieżących** (w ujęciu 12M) **powrócił deficyt** (-0,1% PKB, więcej na str. 2).
- F.Villeroy de Galhau** (Prezes Banku Francji) **powiedział**, że pierwsza podwyżka stóp procentowych w strefie euro będzie miała miejsce w przeciągu kilku kwartałów (a nie lat) od zakończenia QE. Taki kierunek będzie jego zdaniem już niedługo komunikowany przez bank.
- S.Lautenschlaeger** (EBC) **oceniła**, że europejska gospodarka wciąż rośnie zgodnie z prognozami EBC, a bank potrzebuje więcej danych, aby stwierdzić, czy spowolnienie wzrostu w 1q miało przejściowy charakter. Podobnego zdania był P.Praet. Jego zdaniem (biorąc pod uwagę ostatnie wzrosty cen ropy) inflacja będzie się poruszała w następnych miesiącach w okolicach 1,5%. Wypowiedzi decydentów EBC wskazują, że **słabsze dane z gospodarki i niższa inflacja nie przestraszyły EBC, które jest na drodze do zakończenia programu QE z końcem tego roku**. Pewna doza ostrożności związana z obawą o trwałość spowolnienia wzrostu gosp. może jednak spowodować, że **decyzja o dalszym kształcie QE (po wrześniu) zapadnie dopiero w lipcu**.
- Kolejna fala wyprzedaży dotknęła argentyńskie peso**, które traciło wczoraj wobec USD 8%, a łącznie w ciągu miesiąca ponad 20%. MFW poinformował, że w tym tygodniu rozpoczną się rozmowy o udzieleniu Argentynie wsparcia.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

 @PKO_Research

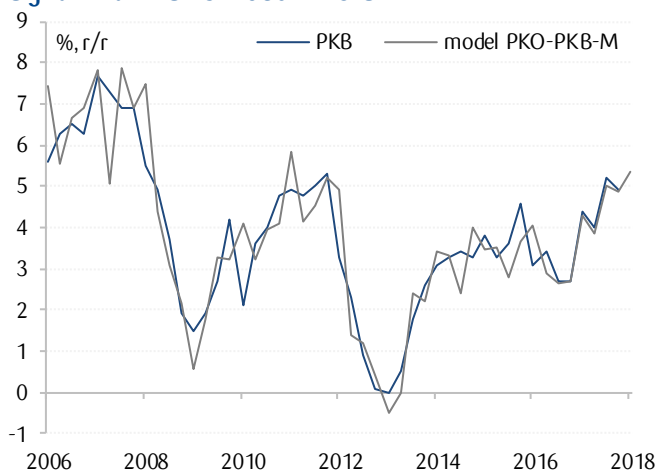
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel. 22 521 67 97

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

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

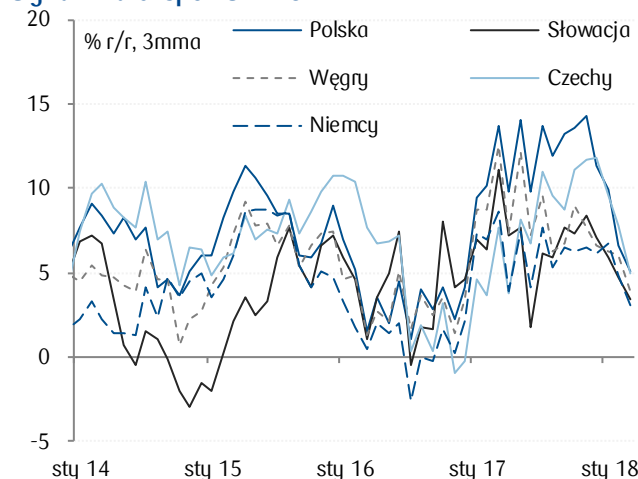
Michał Rot
Ekonomista
michal.rot@pkobp.pl
tel. 22 580 34 22

Dynamika PKB vs model PKO BP



Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Dynamika eksportu w EŚiW



Obroty bieżące znów pod wodą

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) spadło w marcu do -982 mln EUR z -972 mln EUR w lutym. W ujęciu 12-miesięcznym saldo rachunku spadło do -0,1% PKB z 0,1% PKB po lutym.

Do powrotu deficytu na rach. obrotów bieżących przyczyniło się w szczególności saldo towarowe, które obniżyło się do -0,2% PKB z 0,0% PKB po lutym. Nadwyżka w handlu usługami pozostała stabilna (4,0% PKB), podobnie jak deficyty w dochodach pierwotnych (-3,8% PKB) i wtórnych (-0,1% PKB).

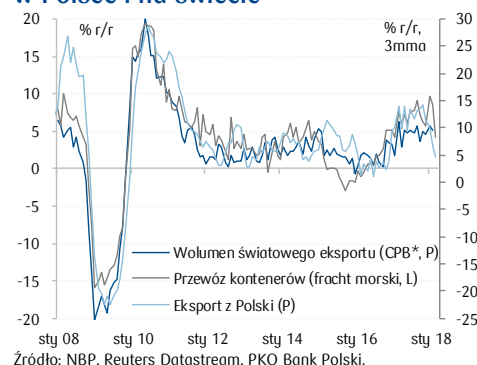
Główną przyczyną spadku salda handlowego jest spowolnienie dynamiki eksportu wynikające z zatrzymania światowego popytu eksportowego (por. wykres). Od kilku miesięcy widoczna jest malejąca sprzedaż samochodów za granicę, co może być związane z brexitem oraz fuzjami i przejęciami na rynku motoryzacyjnym. **Marzec przyniósł również osłabienie importu** (silniejsze niżby wynikało z negatywnego efektu kalendarzowego). Opublikowane wcześniej dane GUS pokazały, że w marcu silnie rosły jedynie obroty z Rosją / Białorusią i Mołdawią, co należy łączyć z rosnącymi cenami ropy. Kwietniowe dane z Chin pokazują, że **dynamika importu powinna wrócić na wysokie poziomy już w kolejnym miesiącu**. Nie bez znaczenia dla wysokiego wzrostu importu w najbliższym okresie będą: silny popyt wewn., wzrosty cen ropy oraz zdarzenia jednorazowe (zakupy samolotów, widoczne również w marcowych danych).

Od kilku miesięcy zauważalne jest **wyhamowanie trendu wzrostowego dynamiki eksportu usług**. Ponieważ w poprzednich kwartałach NBP potrafił istotnie rewidować te dane wstrzymujemy się do końca czerwca (publikacja danych kwartalnych) z ew. rewizją naszych prognoz (wzrostu salda usług).

Saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych wzrosło do 0,9% PKB (z 0,6%) przekładając się na spadek deficytu na rachunku finansowym. Nadwyżka na rachunku kapitałowym pozostała stabilna (1,4%).

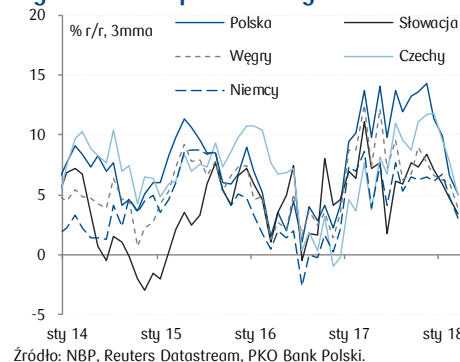
Oczekujemy, że saldo rachunku obrotów bieżących utrzyma się w okolicy (nieznacznie poniżej) 0,0% PKB w pierwszej połowie roku (spodziewamy się, że dane za 1q18 mogą zostać zrewidowane w górę), a w drugiej jego części zacznie rosnąć. Oznacza to, że pomimo spowolnienia eksportu Polska zamknie rok nadwyżką na rach. obrotów bieżących.

Dynamika obrotów towarowych w Polsce i na świecie



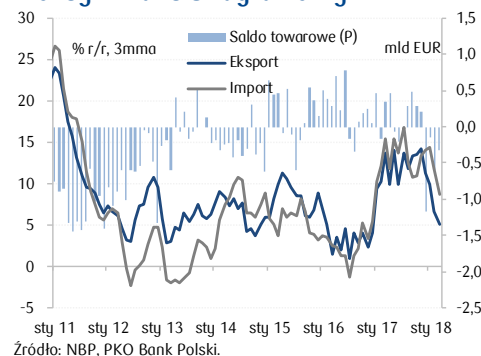
Źródło: NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Dynamika eksportu w regionie



Źródło: NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Trendy w handlu zagranicznym



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 11 maja						
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wst., maj)	16:00	98,8 pkt.	99,5 pkt.	--	98,8 pkt.	Solidny indeks Uniw. Michigan sugeruje przyspieszenie konsumpcji w USA w 2q do 3-4% k/k saar.
Poniedziałek, 14 maja						
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar)	14:00	-972 mln EUR	-918 mln EUR	-1363 mln EUR	-982 mln EUR	Główną przyczyną pojawienia się deficytu (12-mies.) na rach. obrotów bież. jest osłabienie salda handlowego wynikające ze spowolnienia dynamiki eksportu.
Wtorek, 15 maja						
CHN: Produkcja przemysłowa (kwi)	4:00	6,0% r/r	6,4% r/r	--	7,0% r/r	Chińska gospodarka utrzymuje trend wzrostowy mimo niesprzyjającej sytuacji w handlu zagranicznym.
CHN: Sprzedaż detaliczna (kwi)	4:00	10,1% r/r	10,0% r/r	--	9,4% r/r	
GER: Wzrost PKB (wst., 1q)	8:00	2,3% r/r	1,8% r/r	--	--	Oslabienie wzrostu oprócz słabnącego eksportu miało wiele przyczyn jednorazowych, co oznacza, że w kolejnych kwartałach nie powinniśmy obserwować tak silnych spadków dynamiki PKB. Widzimy szanse na przyspieszenie PKB w oparciu o silny popyt krajowy. W 1q dynamika PKB osiągnęła najpewniej swój cykliczny szczyt. Wstępny odczyt pokazał przyspieszenie inflacji przy pozytywnej kontrybucji cen paliw i żywności.
POL: Wzrost PKB (wst., 1q)	10:00	5,1% r/r	4,8% r/r	5,3% r/r	--	
POL: Inflacja CPI (kwi)	10:00	1,3% r/r	1,6% r/r	1,6% r/r	--	
GER: Indeks instytutu ZEW (maj)	11:00	-8,2 pkt.	-8,2 pkt.	--	--	
EUR: Wzrost PKB (wst., 1q)	11:00	2,5% r/r	2,5% r/r	--	--	
EUR: Produkcja przemysłowa (mar)	11:00	2,9% r/r	3,6% r/r	--	--	Dane potwierdzą najprawdopodobniej wstępny odczyt. Solidne wzrosty z Niemiec i Francji wzmacniają optymistyczne oczekiwania.
USA: Sprzedaż detaliczna (kwi)	14:30	0,6% m/m	0,4% m/m	--	--	
Środa, 16 maja						
POL: Stopa referencyjna NBP (maj)	--	1,50%	1,50%	1,50%	--	Pomimo powrotu inflacji do przedziału odchyleń od celu, RPP utrzyma swoje gołębie nastawienie. Najbliższe posiedzenia pokażą rosnącą skłonność Rady do stabilizacji stóp w długim okresie.
GER: Inflacja CPI (rew., kwi)	8:00	1,6% r/r	1,6% r/r	--	--	
GER: Inflacja HICP (rew., kwi)	8:00	1,5% r/r	1,4% r/r	--	--	Pomimo sygnałów rosnącej presji inflacyjnej w niektórych gospodarkach „rdzenia” Unii, brak presji inflacyjnej w całej strefie euro będzie stanowił przesłankę za utrzymaniem luźnej polityki pieniężnej przez długi czas.
EUR: Inflacja HICP (rew., kwi)	11:00	1,3% r/r	1,2% r/r	--	--	
EUR: Inflacja bazowa HICP (kwi)	11:00	1,0% r/r	0,7% r/r	--	--	
POL: Inflacja bazowa (kwi)	14:00	0,7% r/r	0,6% r/r	0,7% r/r	--	Wstępne dane GUS sugerują ryzyko niższego od zakładanego przez nas odczytu inflacji. Główną przyczyną może być wysoka baza cen biletów lotniczych sprzed roku. 2q18 pokaże, że wbrew czynnikom jednorazowym (huragany, sroga zima) amerykańska gospodarka wkroczyła w kolejną fazę ożywienia.
USA: Rozpoczęte budowy domów (kwi)	14:30	1319 tys.	1323 tys.	--	--	
USA: Produkcja przemysłowa (kwi)	15:15	0,5% m/m	0,6% m/m	--	--	
Czwartek, 17 maja						
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	211 tys.	--	--	--	Silny amerykański rynek pracy wspiera gospodarstwa domowe i amerykańską konsumpcję, która będzie jednym z głównych motorów ożywienia w 2018.
Piątek, 18 maja						
GER: Inflacja PPI (kwi)	8:00	1,9% r/r	1,8 % r/r	--	--	Brak silnej presji inflacyjnej mimo odbicia cen ropy. Dane z rynku pracy pokazują, że pomimo silnego wzrostu gospodarczego i trwających procesów demograficznych presja płacowa (póki co) nie rośnie.
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (kwi)	10:00	3,7% r/r	3,7% r/r	3,7% r/r	--	
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (kwi)	10:00	6,7% r/r	7,2% r/r	7,2% r/r	--	

Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski. *dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters. ^przed publikacją danych o CPI.

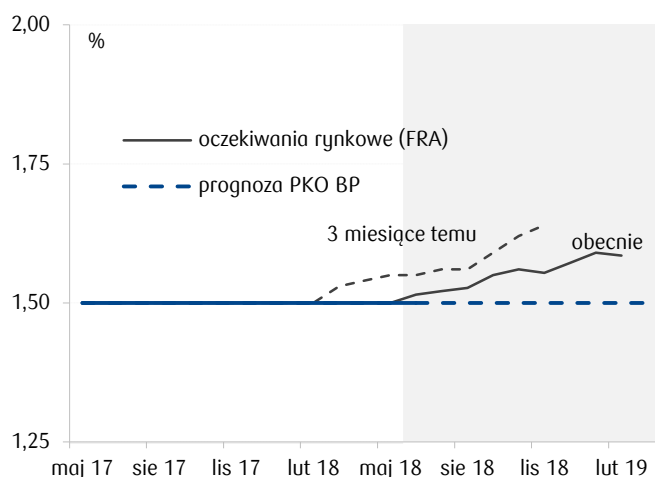
Polityka pieniężna

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

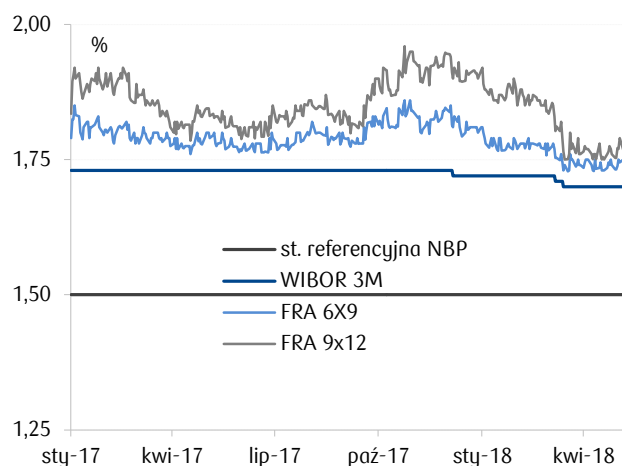
K. Zubelewicz	4,6	„Niestety wciąż pokutuje strach przed deflacją, niezależny od źródeł jej powstawania, oraz względnie wysoka tolerancja wobec inflacji, nawet wobec możliwości przejściowego utrzymywania się inflacji na poziomie 4% (...) W związku z tym naadal przypuszczam, że do końca 2019 nie uda się 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 ułud, 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 przyzwolity 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 zanoszę 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).

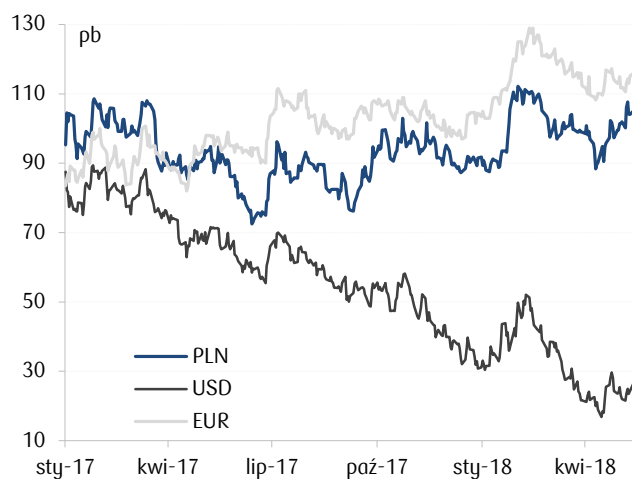
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



Krótkoterminowe stopy procentowe



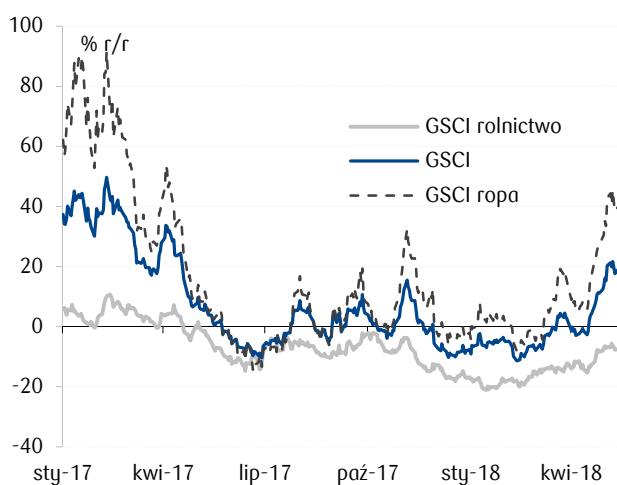
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



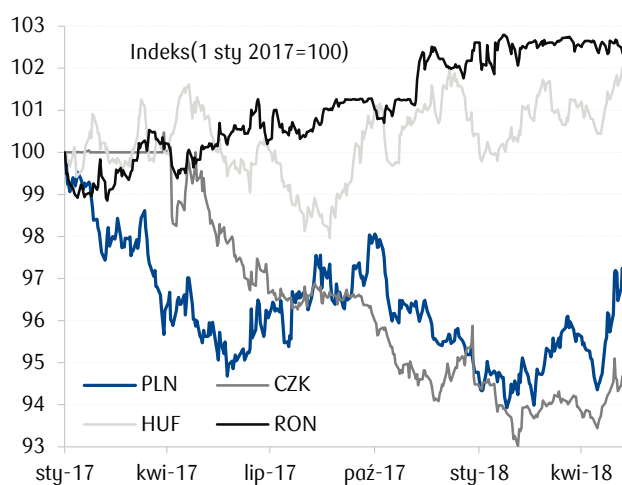
Spread asset swap dla PLN



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	1,7	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 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)	0,3	0,4	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 nadwyżki na całym rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego.
Polityka fiskalna			
- deficyt fiskalny (% PKB)	-1,5	-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 zbliży się do długoterminowego poziomu równowagi ze wskazań członków FOMC.
- inflacja CPI (%)	2,1	2,6	
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.

Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	2017^(%)	Prognoza 2018^(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
USA					
Stopa fed funds	1,50-1,75	1,25-1,50	2,25-2,50	+25pb (mar 2018)	Podkreślenie symetryczności celu inflacyjnego (w majowym komunikacie) oznacza, że FOMC może tolerować inflację nieznacznie powyżej celu Fed, ale nie zmienia oczekiwań na kontynuację podwyżek stóp (kolejna w czerwcu).
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 ograniczanie 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)	Odwroćenie efektów deprecjacji funta ograniczające inflację, spadek cen nieruchomości sugerujący słabszy wzrost inwestycji oraz niepewność dotycząca Brexitu oznaczają naszym zdaniem, 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 3q20. 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 marcowym raporcie inflacyjnym Norges Bank podniósł oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych sygnalizując, że pierwszych podwyżek należy się spodziewać w 3q18 (wobec końca 2018 w poprzedniej edycji dokumentu). Napływ słabszych danych z gosp. wskazuje na ryzyko przesunięcia podwyżki na 4q18.
Czechy					
Stopa refinansowa	0,75	0,50	1,00	+25pb (lut 2018)	Silna presja inflacyjna (w ocenie CNB) oznacza powrót do podwyżek stóp na przełomie 2018/2019.
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 („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 którejkolwiek 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 którejkolwiek instrumentów finansowych, usługi 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 którejkolwiek 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. Powołana 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.