

Wzrost za granicą hamuje

Dziś w centrum uwagi:

- **Włoski parlament ma zacząć obrady nad projektem budżetu na 2019.** Informacje płynące z rządu wskazują, że mimo ostrzegawczych sygnałów ze strony Komisji Europejskiej, Ruch Pięciu Gwiazd i Liga nie zamierzają wycofać się ze zwiększenia deficytu do 2,4% PKB.
- **Dane o niemieckim handlu zagranicznym w sierpniu** mogą zaskoczyć negatywnie. Wczorajsze niższe od prognoz wyniki niemieckiej produkcji przemysłowej mogą być zapowiedzią osłabienia niemieckiego eksportu.
- **Dane inflacyjne z Czech i Węgier za wrzesień** pokażą wg nas wzrost presji inflacyjnej w regionie EŚiW.

Przegląd wydarzeń:

- **Międzynarodowy Fundusz Walutowy opublikował [nową edycję](#) prognoz**, które wskazują na **osłabienie globalnego wzrostu w kolejnych latach** (po 3,7% w 2018-2019 vs po 3,9% wcześniej). Zdaniem MFW materializują się zagrożenia dla światowej gospodarki kreślone w kwietniowej edycji prognoz, w szczególności wzrost protekcjonizmu, który (wraz z zacieśniającymi się warunkami finansowymi) uderza w szczególności w gosp. wschodzące (w tym Chiny). Niższy popyt z tych gospodarek uderza w strefę euro, której prognozowany wzrost został silnie obcięty w 2018 (do 2,0% z 2,4%). MFW uważa, że wzrost protekcjonizmu to miecz obosieczny i odbija się na gospodarce USA (obniżył prognozę na 2020 z 2,7% do 2,5%). Fundusz podniósł prognozę wzrostu dla Polski (do 4,4% w 2018 z 4,1% wcześniej), ale naszym zdaniem jest ona wciąż zbyt niska (PKOe: 5,0%) biorąc pod uwagę siłę obecnej fazy cyklu.
- **Indeks Sentix dla strefy euro w październiku obniżył się**, głównie za sprawą oceny bieżącej sytuacji. Jeśli śladem tego wskaźnika podążą publikowane później indeksy koniunktury za październik (ZEW za tydzień, Ifo za dwa tygodnie), to sygnalizowałoby to kontynuację spowolnienia gospodarczego w strefie euro w 4q18.
- **Dane o produkcji przemysłu w Niemczech za sierpień zaskoczyły negatywnie**, mimo solidnego odczytu zamówień przemysł. w piątek. Co prawda silna korelacja niemieckiej produkcji z indeksem Ifo sugeruje kontynuację spadku dynamiki aktywności gosp., ale rosnące zamówienia na dobra inwestycyjne mogą ograniczać skalę spowolnienia. Kolejny miesiąc słabości przemysłu, wraz z rozczarowującymi wynikami sprzedaży detal., wskazuje na wyhamowanie dynamiki PKB w 3q18.
- **[Nagroda im. A.Nobla w dziedzinie ekonomii](#) została przyznana W.D.Nordhausowi i P.Romerowi** za włączenie zmian klimatycznych i innowacji technologicznych do analizy długookresowych procesów makroekonomicznych.
- **Dane o rentowności krajowego sektora bankowego za styczeń-sierpień** pokazały wzrost zysku o 11,6% r/r, głównie na skutek poprawy rentowności podstawowej działalności poprzez wzrost marży odsetkowej.

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

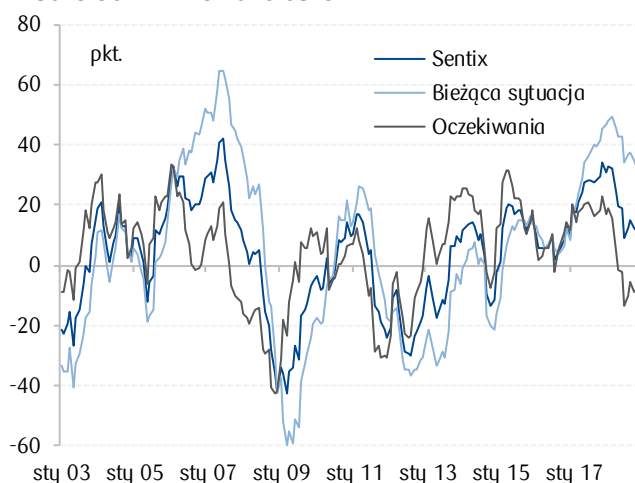
Marcin Czaplicki
Ekonomista
marcin.czaplicki@pkobp.pl
tel. 22 521 54 50

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

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

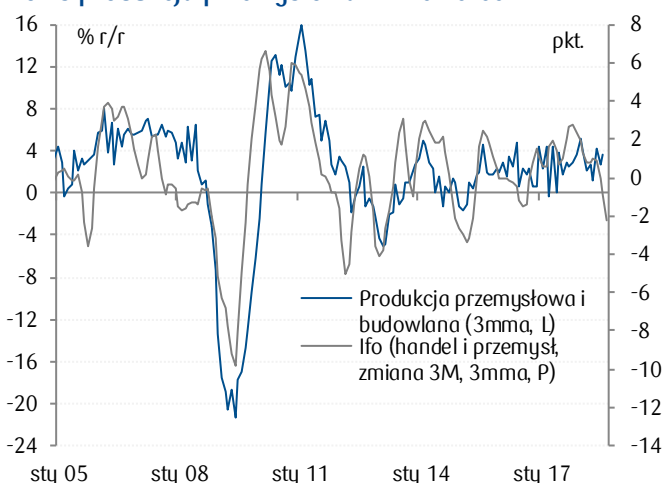
Mateusz Sosiński
Stażysta
mateusz.sosinski2@pkobp.pl
tel. 22 521 96 08

Indeks Sentix w strefie euro



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Ifo vs produkcja przemysłowa w Niemczech



Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 5 października						
GER: Zamówienia fabryczne (sie)	8:00	-0,9% m/m	1,0% m/m	--	2,0% m/m	Odreagowanie negatywnego efektu kalendarzowego z lipca.
GER: Inflacja PPI (sie)	8:00	2,9% r/r	2,9% r/r	--	3,1% r/r	Ceny energii podbijają inflację producentów.
SWI: Inflacja CPI (wrz)	9:15	1,2% r/r	1,1% r/r	--	1,0% r/r	Po obniżeniu prognozy inflacji w ostatniej projekcji, SNB jeszcze długo będzie utrzymywał stopy na obecnym poziomie.
SWI: Inflacja bazowa (wrz)	9:15	0,5% r/r	0,6% r/r	--	0,4% r/r	
USA: Bilans handlowy (sie)	14:30	-50,0 mld	-50,7 mld	--	-53,2 mld USD	Pierwsze efekty wojen celnych okazują się niekorzystne dla USA (m.in. spadek eksportu soi i samolotów).
USA: Zatrudnienie poza roln. (wrz)	14:30	270 tys	188 tys	--	134 tys	Obecna bardzo dobra kondycja rynku pracy, a szczególnie spadające bezrobocie wspierają retorykę FOMC dotyczącą dalszego podnoszenia stóp (jeszcze w tym roku).
USA: Stopa bezrobocia (wrz)	14:30	3,9%	3,8%	--	3,7%	
USA: Przeciętna płaca godz.(wrz)	14:30	2,9% r/r	2,8% r/r	--	2,8% r/r	
Poniedziałek, 8 października						
GER: Produkcja przemysłowa (sie)	8:00	5,3% r/r	--	--	-0,2% r/r	Silna korelacja niemieckiej produkcji przemysłowej z indeksem Ifo sugeruje kontynuację spadku aktywności gosp. ale rosnące zamówienia na dobra inwestycyjne mogą ograniczać gwałtowność spowolnienia.
Wtorek, 9 października						
GER: Saldo handlu zagr. (sie)	8:00	16,5 mld EUR	16,3 mld EUR	--	--	Uwagę przyciągać będą wyniki eksportu, wskazujące, na ile protekcjonizm wpływa na gospodarki największych światowych eksporterów.
GER: Eksport (sie)	8:00	-0,8% m/m	0,5% m/m	--	--	
GER: Import (sie)	8:00	2,8% m/m	-0,2% m/m	--	--	
CZE: Inflacja CPI (wrz)	9:00	2,5% r/r	2,5% r/r	--	--	Kolejne odczyty inflacji z naszego regionu rzucą więcej światła na dwa przeciwstawne trendy na rynku cen żywności: presja na spadek cen z rynku globalnego vs efekty suszy pchające w górę ceny żywności.
HUN: Inflacja CPI (sie)	9:00	3,4% r/r	3,5% r/r	--	--	
Środa, 10 października						
UK: Produkcja przemysłowa (sie)	10:30	0,9% r/r	--	--	--	Wygaśnięcie efektów osłabienia funta przestało wspierać brytyjski przemysł, a rosnąca niepewność dot. Brexitu także nie będzie mu sprzyjać. Dane zmniejszą szanse na kolejne podwyżki stóp BoE.
USA: Inflacja PPI (wrz)	14:30	2,8% r/r	2,7% r/r	--	--	Inflacja cen producentów nadal sugeruje, że inflacja w USA będzie się utrzymywać powyżej celu Fed.
Czwartek, 11 października						
EUR: Minutes EBC (wrz)	13:30	--	--	--	--	Czekamy na odniesienia do polityki reinwestycyjnej EBC a także do bilansu ryzyk dla wzrostu PKB.
USA: Inflacja CPI (wrz)	14:30	2,7% r/r	2,4% r/r	--	--	Odczyty inflacji z USA (powyżej długookresowego celu Fed) wspierają scenariusz kolejnych podwyżek stóp procentowych.
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrob.	14:30	--	--	--	--	Dane powinny potwierdzić brak oznak słabości amerykańskiego rynku pracy.
Piątek, 12 października						
CHN: Saldo handlu zagranicznego (wrz)	--	27,9 mld USD	24,6 mld USD	--	--	Wyniki chińskiego eksportu będą zapewne uważnie obserwowane przez administrację USA w kontekście nałożonych cel a także przez władze Chin, które neutralizowały ich negatywny wpływ m.in. osłabiając walutę.
GER: Inflacja CPI (wrz)	8:00	2,0% r/r	2,3% r/r	--	--	Dane wstępne potwierdzą presję ze strony suszy na ceny żywności i inflację ogółem.
GER: Inflacja HICP (wrz)	8:00	1,9% r/r	2,2% r/r	--	--	Inflacja bazowa jest nadal niska.
EUR: Produkcja przemysłowa (sie)	11:00	-0,1% r/r	-0,1% r/r	--	--	Do końca roku przemysł znajdzie się pod presją słabnącej koniunktury na świecie.
USA: Nastroje konsumentów U.Mich. (poż, wst.)	16:00	100,1 pkt.	100,8 pkt.	--	--	Rosnące stopy procentowe będą wkrótce coraz większym ciężarem dla konsumentów w USA.
POL: Rating Polski (S&P)	--	BBB+	--	BBB+	--	Nie spodziewamy się zmiany ratingu przez agencje, choć widzimy pewną przestrzeń do poprawy oceny przez S&P.
POL: Rating Polski (Fitch)	--	A-	--	A-	--	

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

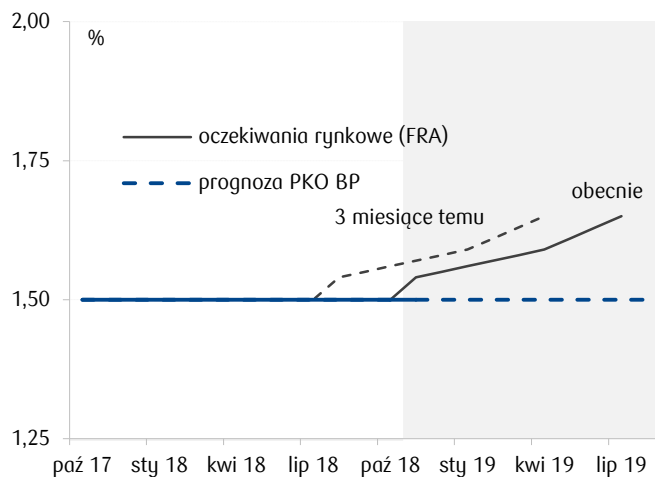
Polityka pieniężna

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

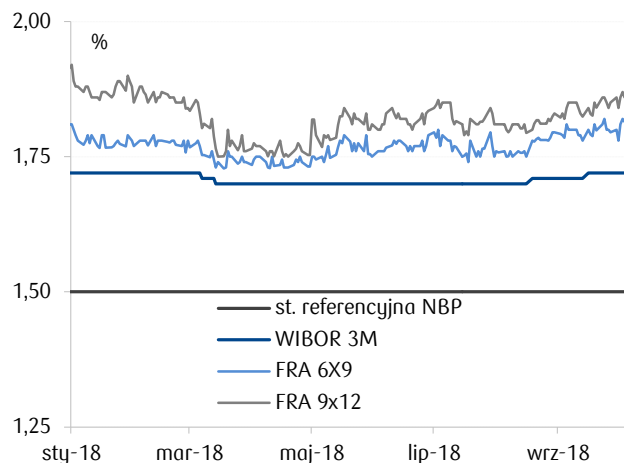
K. Zubelewicz	4,6	„Jeżeli prognozowana inflacja przekroczy 3,5 procent i pojawią się sygnały dalszych jej wzrostów, to moim zdaniem podwyżka stóp będzie bardzo szybka i zauważalna. Rada mogłaby się wstrzymać z decyzją co najwyżej jedną projekcją, żeby upewnić się, czy przewidywany wzrost inflacji jest trwały. (...)” (21.09.2018, Reuters)
E. Gatnar	4,6	„Obecnie nie mamy żadnego ruchu, bo obniżanie stóp z obecnego poziomu jest niemożliwe. Najprawdopodobniej wpłynęłoby to negatywnie na stabilność systemu bankowego w Polsce, a szczególnie na sytuację małych banków. (...) Mamy miejsce na dwie podwyżki po 25pb (...) na razie większych ruchów nie potrzeba. (...) Retorykę można by zmieniać już jesienią, bo wtedy, wraz z początkiem cyklu wyborczego, zobaczymy bardziej wyraźne żądania płacowe, a pierwszy sygnał w postaci podwyżki o 25 pb Rada powinna wysłać na początku przyszłego roku.” (19.07.2018, PAP)
Ł. Hardt	3,8	„Na razie najlepszą strategią jest brak zmiany stopy procentowej, natomiast nie wykluczam konieczności reakcji w górę w przyszłym roku , jeżeli czynniki proinflacyjne przeważą i, co istotne, jeżeli politykę zacząłby zmieniać Europejski Bank Centralny. Jest natomiast zbyt wcześnie, by poruszać kwestię poziomu stóp procentowych w 2020 r.” (24.09.2018, PAP)
J. Osiatyński	2,9	„W sprawie najważniejszej – nacisku płac na inflację – jestem bardziej ostrożny niż wielu moich kolegów z Rady. (...) Takie przekonanie, że do 2020 będziemy sobie pływać na 'spokojnych wodach', wydaje mi się ryzykowne. (...) 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	2,8	„(...) prawdopodobieństwo stabilizacji stóp proc. przez cały 2019 jest bardzo duże. (...) Zbliża się seria wyborów i związki zawodowe na pewno będą próbowały formułować roszczenia płacowe . Dużo będzie zależeć od reakcji rządu, bo może to mieć przełożenie na całą gospodarkę. (...) Perspektywa normalizacji stóp proc. w strefie euro to ważny czynnik w naszym procesie decyzyjnym, ale nie zakładam tutaj szybkiego przełomu. (...) stopy w strefie euro są na dużo niższym poziomie niż u nas, więc jedna podwyżka stóp proc. przez EBC nie musi oznaczać, że będziemy automatycznie podwyższać stopy w Polsce. ” (30.07.2018, PAP)
J. Kropiwnicki	2,5	„(...) nie widzę na razie żadnej konieczności ruchu w górę. Jeżeli nic dramatycznego się nie stanie, to do końca 2018 r. nie przewiduję konieczności zmiany stóp procentowych. Co więcej perspektywa, w której mogłaby powstać konieczność podwyżki stóp proc., oddala się do końca 2019 r. ” (25.09.2018, PAP)
G. Ancyparowicz	2,4	„Jeżeli nie będzie żadnych zagrożeń zewnętrznych, a raczej ich nie widzę, to w polityce pieniężnej nie powinny nastąpić żadne zmiany i Rada może utrzymać stabilne stopy procentowe przez całą kadencję (...) Szanse na stabilne stopy proc. w przyszłym roku oceniam na 80 proc. (...) Nie dopuszczam możliwości obniżenia stóp proc. pod żadnym pozorem. Bardziej możliwa jest podwyżka jeśli tempo wzrostu PKB będzie wynosiło ok. 3 proc., a inflacja będzie na takim samym poziomie z perspektywą wzrostu do 4 proc. Wtedy należałoby zrobić wcześniej sygnalizowane, delikatne podwyżki - może nawet nie o 25 pb, a o 10 pb. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniam jako niskie.” (16.07.2018, PAP)
A. Glapiński	1,8	„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	1,3	„Obniżenie stóp proc. (służy temu) by pobudzić gospodarkę, podwyższenie by ją przyhamować - nie widzimy jak dotąd powodów ani do jednego, ani do drugiego, w horyzoncie którym się zajmujemy. (...) Jesteśmy poniżej (celu inflacyjnego). Nie ma powodu, by ingerować w to co się dzieje w gospodarce ” (05.09.2018r., PAP)
E. Łon	1,1	„Osobiście uważam, że należy być bardzo czujnym, aczkolwiek oczywiście trzeba zakładać utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie za scenariusz bazowy (...) Nie wykluczam jednak pojawienia się u mnie silnego wzrostu skłonności do myślenia o obniżce stóp procentowych w przypadku, gdyby okazało się, że szybkość i skala ochłodzenia gospodarczego na całym świecie jest stosunkowo duża” (03.08.2018, 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).

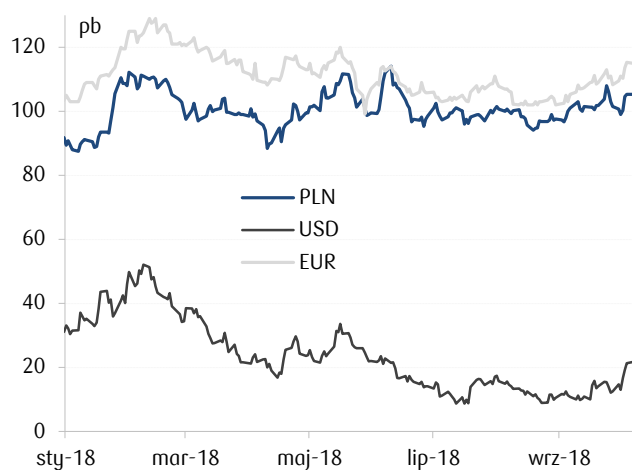
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



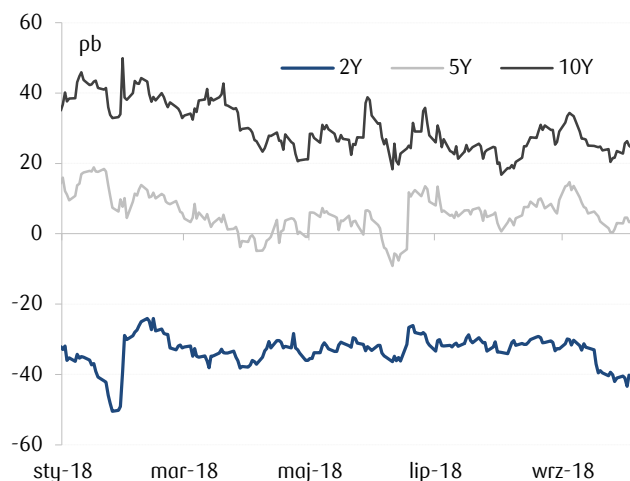
Krótkoterminowe stopy procentowe



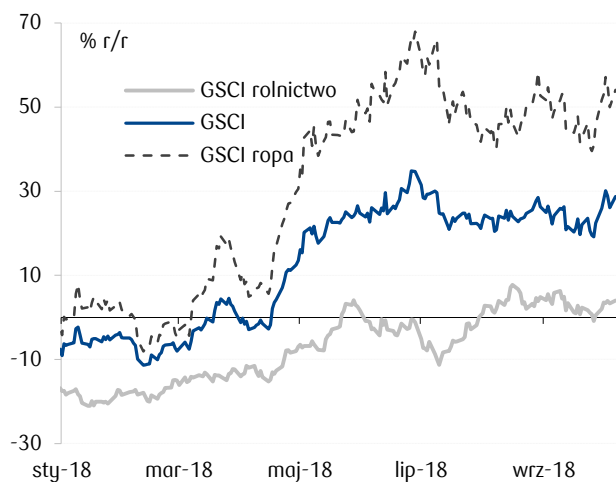
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



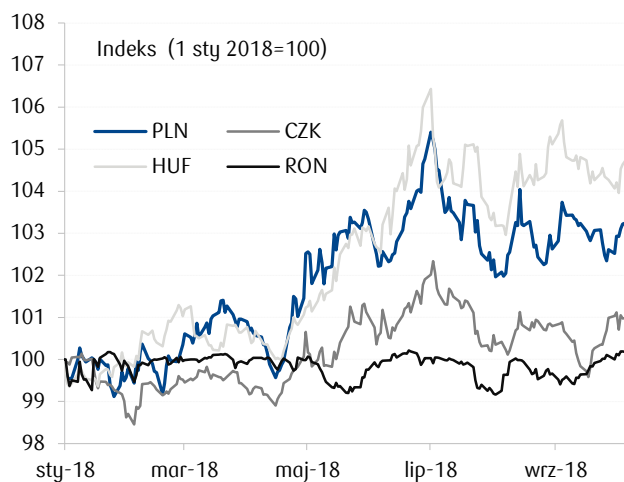
Spread asset swap dla PLN



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	5,0	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 dalszej części 2018 za sprawą intensyfikacji 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	0,0	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	-1,5	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 (%)	2,2	2,9	Przyspieszenie dynamiki PKB (wspierane dodatkowo przez 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	6,6	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	

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

Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	2017^(%)	Prognoza 2018^(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
USA					
Stopa fed funds	2,00-2,25	1,25-1,50	2,25-2,50	+25pb (wrz 2018)	Trwa cykl podwyżek stóp procentowych. Spodziewamy się jeszcze jednej (o 25 pb) do końca 2018 i dwóch w pierwszej połowie 2019 w tej samej skali.
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 zmalały. W lipcu bank ponownie obniżył oczekiwaną ścieżkę inflacji (choć nadal jest ona rosnąca) i wprowadził <i>forward guidance</i> .
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 ostatnich miesięcy 2019. Wcześniej możliwa będzie ewentualnie korekta ujemnej stopy depozytowej.
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,75	0,50	0,75	+25pb (sie 2018)	Spodziewamy się, że po sierpniowej podwyżce BoE nie zmieni poziomu stóp przynajmniej do brexitu (marzec 2019). Oprócz rosnącej niepewności co do sposobu wyjścia Wlk. Brytanii z UE taką prognozę będzie wspierać malejąca presja inflacyjna i stagnacja na rynku nieruchomości.
Szwajcaria					
Cel dla 3M Libor CHF	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-50pb (sty 2015)	Według projekcji SNB inflacja ma powrócić do celu dopiero w 2q21. Podwyżki stóp SNB przed 2h19 (lub wyraźnie przed EBC) są naszym zdaniem 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	0,75	0,50	0,75	+25pb (wrz 2018)	Bank zapowiada kolejną podwyżkę stóp procentowych w 1q19, a sprzyjać temu będzie słabość NOK.
Czechy					
Stopa refinansowa	1,50	0,50	1,75	+25pb (wrz 2018)	Słabsza korona, inflacja powyżej celu oraz groźba przegrzania rynku pracy (w ocenie CNB) skłoniła Bank do kontynuacji cyklu zaostrzania polityki pieniężnej. Decyzja o kolejnej podwyżce może zapaść po publikacji nowej projekcji inflacyjnej (w listopadzie), kluczowy pozostaje kurs walutowy.
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 jest rezygnacja z ultra-łuznej 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, usług 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.