

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

15 października 2018

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Mimo, iż złoty rozpoczyna tydzień od pozytywnej informacji - opublikowanej w piątek, lecz po zamknięciu rynków - o podwyższeniu ratingu przez agencję Standard and Poor's, to na horyzoncie pojawiają się zewnętrzne czynniki ryzyka. Dziś finalizowany będzie, krytykowany przez Komisję Europejską, budżet Włoch. Trzykrotnie wyższy od obiecywanego przez poprzedni rząd deficyt budżetowy (2,4% PKB) skutkowało przeceną włoskich aktywów oraz nerwowością na europejskich rynkach finansowych. Drugim źródłem wzrostu awersji do ryzyka jest sytuacja wokół brexitu. W tym tygodniu odbędzie się szczyt Rady Europejskiej, który - według wcześniejszych zapowiedzi - ma być rozstrzygającym momentem w negocjacjach w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Uzupelnieniem wydarzeń będą liczne publikacje krajowe. Nasze prognozy zbliżone są do mediany, stąd nie oczekujemy, by odczyty miały wpływ na wycenę krajowych aktywów.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Czy saldo rachunku bieżącego w sierpniu uległo poprawie?

Ten tydzień będzie bogaty w publikację istotnych danych z krajowej gospodarki. W poniedziałek o godz. 14:00 poznamy szacunki Narodowego Banku Polskiego dotyczące bilansu płatniczego w sierpniu. Nasza prognoza, jedna z niższych w ankiecie dziennika Parkiet wskazuje na poprawę deficytu na rachunku bieżącym do -705 mln EUR z -809 mln EUR w lipcu.

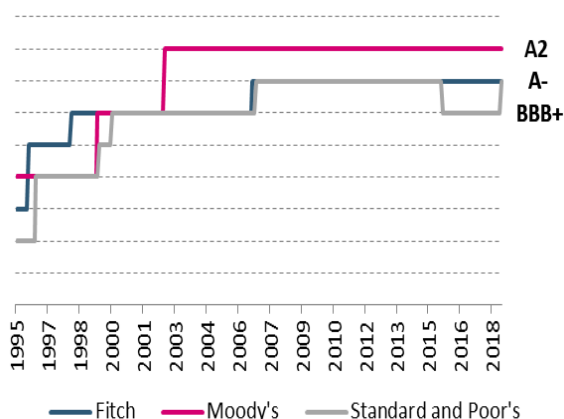
Oczekiwane przyspieszenie wzrostu płac we wrześniu

We wtorek o godz. 10:00 opublikowane zostaną wrześniowe dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw. Po spadku tempa wzrostu wynagrodzeń w sierpniu, oczekujemy jego niewielkiego odbicia do 7,2% r/r. Konsensus rynkowy jest zbliżony do naszej prognozy i wynosi 7,1% r/r. W przypadku dynamiki zatrudnienia nasza prognoza na poziomie 3,4% r/r jest równa medianie oczekiwań rynkowych. Sądzimy, że wrześniowe dane pokażą obraz stabilnie stabilnej sytuacji na rynku pracy, choć kolejne miesiące mogą przynieść spowolnienie wzrostu liczby pracujących.

Jaki koniec 3Q w sektorze produkcyjnym i handlu?

W środę GUS opublikuje natomiast dane o wzroście produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej we wrześniu. Nasze prognozy wynoszące odpowiednio 5,2% r/r oraz 19,1% są w dużej mierze zbliżone do sierpniowych szacunków, pomimo negatywnego dla tych kategorii wpływu liczby dni roboczych. Tym samym sektor przemysłowy i budowlany będzie wspierał wzrost gospodarczy w 3Q br. tylko nieznacznie słabiej niż w kwartale poprzedzającym. Z kolei piątkowe dane o sprzedaży detalicznej we wrześniu, według naszych oczekiwań (6,2% r/r), potwierdzą powolną normalizację koniunktury w handlu.

Wykres tygodnia



Agencja Standard and Poor's podwyższyła rating Polski do poziomu "A-" z perspektywą stabilną, wcześniej przyznając krajowemu zadłużeniu ocenę "BBB+" z perspektywą pozytywną. Z kolei agencja Fitch utrzymała rating na poziomie "A-" z perspektywą stabilną. Naszym zdaniem podniesienie ratingu S&P jest pewną normalizacją oceny po dość zaskakującej korekcie w dół w 2016 r.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2941	-0,3%
USD/PLN	3,7092	-1,2%
CHF/PLN	3,7542	-0,7%
EUR/USD	1,1577	1,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,64	0
WIBOR 3M	1,72	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,57	-3
5Y	2,54	-6
10Y	3,21	-10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	2,05	2
5Y	2,61	2
10Y	3,07	-1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,49	-4
US 10Y	3,15	-8

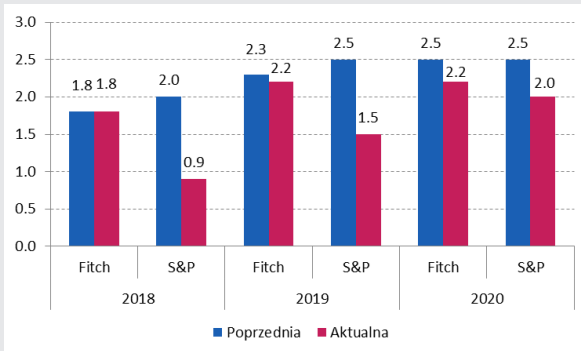
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	56516,0	-3,3
S&P 500	2767,1	-4,1
Nikkei 225	22271,7	-6,4

Źródło: Thomson Reuters

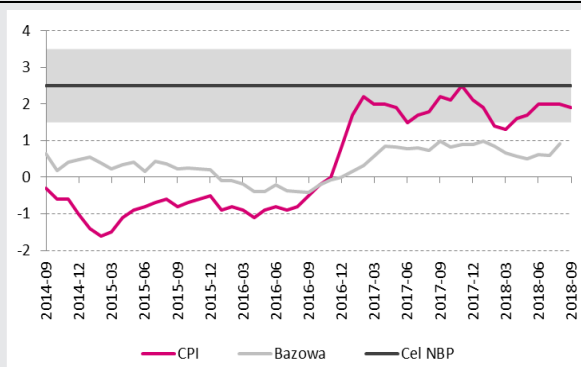
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

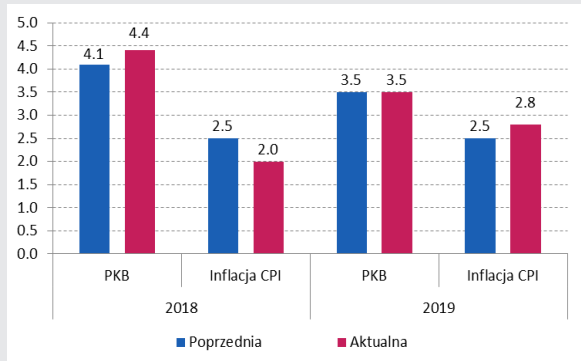
Prognoza deficytu SFP agencji Fitch i S&P [% PKB]



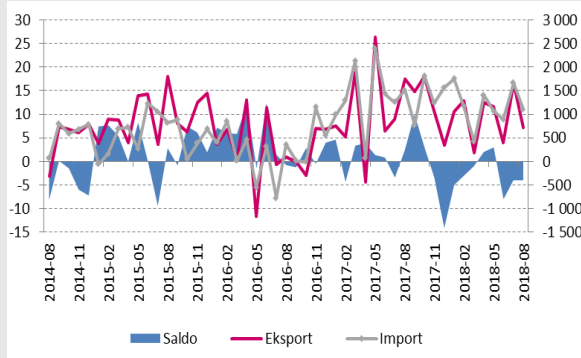
Inflacja w Polsce [% r/r]



Prognoza MFW dynamiki PKB dla Polski



Handel zagraniczny towarami [mln EUR, % r/r]



Źródło: Macrobond, MFW, PAP

S&P podwyżka rating Polski

Agencja Standard and Poor's podwyższyła rating Polski do poziomu "A-" z perspektywą stabilną, wcześniej przyznając krajowemu zadłużeniu ocenę "BBB+" z perspektywą pozytywną. Z kolei agencja Fitch utrzymała w piątek dotychczasowy rating na poziomie "A-" z perspektywą stabilną. Tym samym ratingi obu agencji kształtują się ponownie na równoważnych poziomach, po tym jak S&P obniżył swoją ocenę na początku 2016 r. Standard and Poor's w komunikacie zwraca uwagę, że wyższy rating wskazuje na zrównoważony wzrost gospodarki, jej konkurencyjność oraz „rozwagę fiskalną” odzwierciedloną m.in. przez spadający w odniesieniu do PKB dług publiczny oraz zadłużenie zagraniczne. Agencja obniżyła przy tym swoje oczekiwania dotyczące deficytu sektora finansów publicznych (w stosunku do PKB) na lata 2018-2020 - do 0,9%, 1,5% oraz 2,0% odpowiednio z 2,0%, 2,5% i 2,5%. S&P wskazuje ponadto na oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w tych latach oraz możliwość negatywnego w dłuższym terminie oddziaływania na niego reform wymiaru sądownictwa (głównie poprzez ograniczenie środków Unii Europejskiej współfinansujących inwestycje oraz pogorszenie działalności biznesowej). Obecnie jednak bilans niepewności dla ratingu jest zrównoważony, co odzwierciedla stabilna perspektywa oceny. Podobnego zdania jest agencja Fitch. Naszym zdaniem podniesienie ratingu S&P jest pewną normalizacją oceny po dość zaskakującej korekcie w dół w 2016 r. Wskazywane przez agencje scenariusze makroekonomiczne wydają się realistyczne, sądzymy zatem, że w nadchodzących kwartałach ratingi trzech największych agencji: Fitch, Moody's i S&P nie ulegną zmianie.

Inflacja CPI dla Polski

GUS zrewidował w górę inflację CPI, która według finalnego wyliczenia wyniosła we wrześniu 1,9% r/r wobec 1,8% r/r szacowanego wcześniej. Inflacja cen żywności i energii nie uległa istotnym korektom, a więc finalny szacunek dynamiki cen konsumpcyjnych wskazuje na nieco wyższą w stosunku do wstępnych danych inflację bazową we wrześniu. Według naszych obliczeń wyniosła ona ok. 0,8-0,9% r/r wobec 0,9% r/r przed miesiącem, co potwierdza nadal niską presję inflacyjną w Polsce pomimo szybkiego wzrostu gospodarczego i historycznie niskiej stopy bezrobocia. W październiku inflacja CPI powinna pozostać zbliżona do odnotowanej we wrześniu, po czym obniży się do ok. 1,5-1,6% r/r w ostatnich miesiącach tego roku.

MFW podwyższa prognozę wzrostu PKB dla Polski na 2018 r.

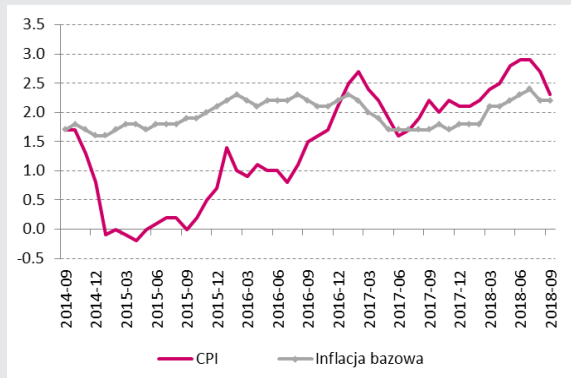
Międzynarodowy Fundusz Walutowy w swoim najnowszym raporcie World Economic Outlook podwyższył w stosunku do rundy kwietniowej prognozę wzrostu gospodarczego w Polsce w 2018 r. do 4,4% z 4,1%, przy utrzymaniu oczekiwań na 2019 r. na poziomie 3,5%. Biorąc pod uwagę dane o wzroście gospodarczym w Polsce w I półroczu tego roku należy uznać oczekiwania na ten rok jako bardzo konserwatywne, gdyż ich zrealizowanie oznaczałoby spowolnienie wzrostu gospodarczego w okresie lipiec-grudzień poniżej 4,0% r/r. Obniżono natomiast prognozę inflacji CPI na 2018 r. z 2,5% do 2,0%, przy korekcie w górę oczekiwań do 2019 r. do 2,8%, tj. o 0,3 pkt. proc. MFW oczekuje poprawy krótkookresowych perspektyw wzrostu PKB w Polsce pomimo nieco niższych prognoz aktywności gospodarczej w otoczeniu zewnętrznym. Zgodnie z październikową prognozą wzrost światowego PKB w latach 2018-2019 wyniesie ma bowiem 3,7% wobec 3,9% prognozowanych w kwietniu.

Saldo handlu zagranicznego towarami w sierpniu z deficytem

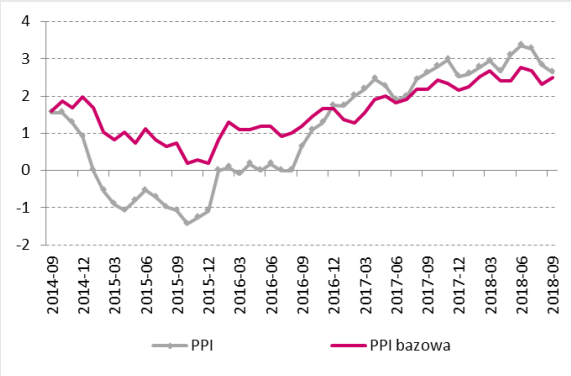
Zgodnie z danymi Głównego Urzędu Statystycznego deficyt w obrotach towarowych z zagranicą wyniósł w sierpniu 400 mln EUR, podobnie jak w miesiącu poprzedzającym. Dynamika eksportu obniżyła się (licząc w EUR) silnie - do 7,1% r/r z 16,7% r/r w lipcu. Spowolnił również wzrost importu towarów: do 11,1% r/r z 16,7% r/r. Dane za lipiec i sierpień wskazują, że w 3Q 2018 eksport netto wspierał wzrost gospodarczy w mniejszej skali niż miało to miejsce w okresie kwiecień-czerwiec. Oczekujemy, że również w całym roku obroty handlowe z zagranicą będą mniej korzystne dla krajowego PKB niż w 2017 r.

Makro - zagranica

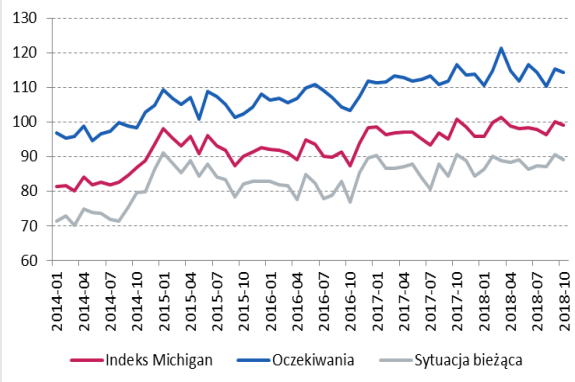
Inflacja konsumentów w USA [% , r/r]



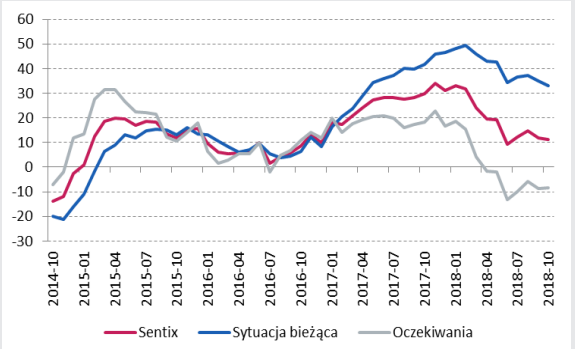
Inflacja produkcyjna w USA [% , r/r]



Indeks Michigan [pkt.]



Indeks Sentix [pkt.]



Źródło: Macrobond

Spadek inflacji CPI we wrześniu w Stanach Zjednoczonych

Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych wyniosła we wrześniu 2,3% r/r. Szacunek ten jest nieco niższy od konsensusu rynkowego, który wskazywał na jej spadek do 2,4% r/r z 2,7% r/r w sierpniu. Indeks bazowy (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) wzrósł natomiast o 2,2% r/r, podobnie jak przed miesiącem. Wrześniowe dane potwierdzają umiarkowaną presję inflacyjną w gospodarce amerykańskiej pomimo szybkiego wzrostu gospodarczego i stopy bezrobocia na najniższym poziomie od blisko 50 lat.

Inflacja PPI w USA we wrześniu zgodna z oczekiwaniami

Indeks cen produkcji sprzedanej (po usunięciu wahań sezonowych) w Stanach Zjednoczonych wzrósł we wrześniu o 0,2% m/m po spadku o 0,1% m/m przed miesiącem. Szacunek ten okazał się zgodny z oczekiwaniami rynkowymi. W ujęciu rocznym inflacja PPI wyniosła natomiast 2,6% r/r wobec 2,8% r/r w sierpniu. Dane te wpisują się w scenariusz umiarkowanego, względnie stabilnego wzrostu cen producenta w USA.

Wskaźnik Michigan

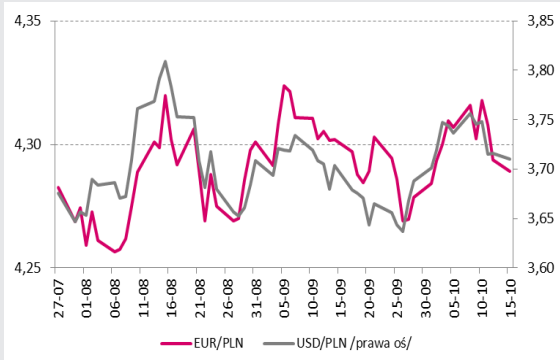
Według wstępnego wyliczenia indeks Uniwersytetu Michigan obrazujący koniunkturę konsumencką w Stanach Zjednoczonych obniżył się w październiku do 99,0 pkt. z 100,4 pkt. przed miesiącem. Odczyt ten był nieco niższy od oczekiwań rynkowych wynoszących 100 pkt. Jest on jednak wyższy od średniej dla 3Q 2018, co potwierdza nadal bardzo dobrą koniunkturę konsumencką w Stanach Zjednoczonych. Przemawia to, obok korzystnej sytuacji na amerykańskim rynku pracy, za oczekiwaniami silnego wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych.

Niewielki spadek indeksu Sentix w październiku

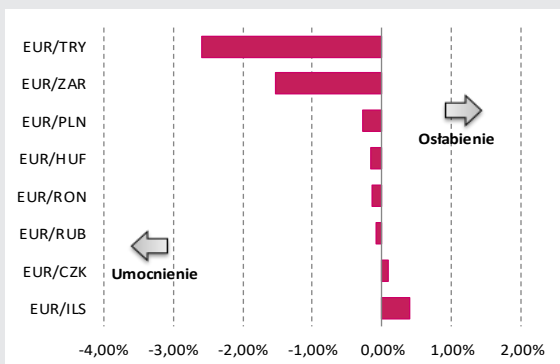
Indeks Sentix obrazujący nastroje wśród inwestorów w strefie euro obniżył się w październiku do 11,4 pkt. z 12,0 pkt. przed miesiącem. Spadek ten okazał się nieco silniejszy niż wskazywał konsensus rynkowy wynoszący 11,6 pkt. Obniżenie się wskaźnika wynikało ze zniżki subindeksu bieżącego, komponent oczekiwań uległ natomiast poprawie. Spadek indeksu nie jest znaczący i naszym zdaniem wpisuje się w scenariusz pewnej stabilizacji koniunktury w strefie euro w najbliższych miesiącach. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że w przeszłości indeks ten znajdował się pod silnym wpływem niepewności związanej z eskalacją wojen handlowych i sytuacją polityczną w Unii Europejskiej, co, pomimo jej wzrostu w ostatnim okresie nie znalazło silnego odzwierciedlenia w październikowym wyliczeniu.

Rynek walutowy

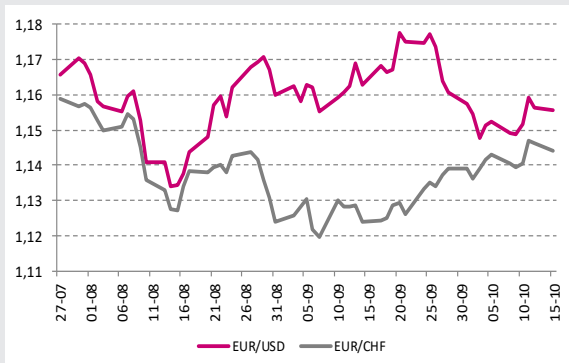
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



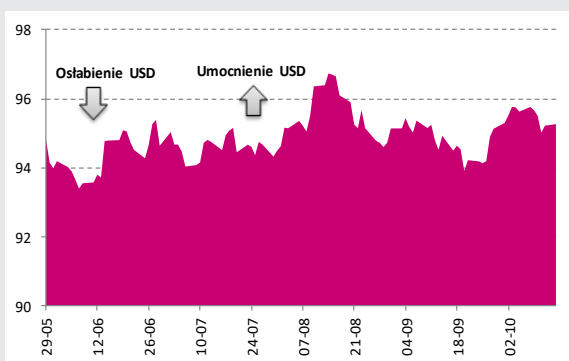
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



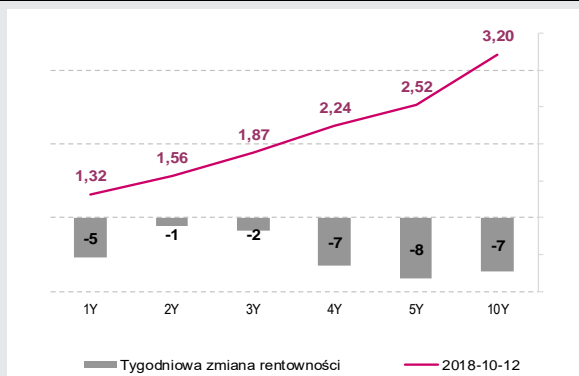
Źródło: Thomson Reuters Datastream

Przez większość ubiegłego tygodnia kurs EUR/PLN poruszał się w wąskim przedziale 4,30 - 4,32. Polska waluta pozostawała przy tym odporna na czynniki zewnętrzne. Mimo, iż nastroje na świecie psuły obawy o globalny wzrost gospodarczy, po tym jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył prognozy dla światowej koniunktury w tym i przyszłym roku tłumacząc to nasilającym się protekcjonizmem w handlu oraz turbulencjami na rynkach wschodzących, to zmienność EUR/PLN wyniosła zaledwie grosz. Amplitudy wahań nie zwiększyła także największa od lutego przecena na amerykańskiej giełdzie. Równie stabilne co złoty były w ubiegłym tygodniu notowania węgierskiego forinta. Sytuacja zmieniła się dopiero w piątek, który był dniem wiadomości sprzyjających poprawie nastrojów na rynkach finansowych. W rezultacie kurs EUR/PLN, po raz pierwszy od tygodnia, zniżył poniżej bariery 4,30. Złoty umacniał się po informacjach o planowanym na szczycie G20 spotkaniu przywódców USA i Chin, niustających negocjacji Wielkiej Brytanii i Unii Europejskiej w sprawie brexitu oraz zwolnieniu z aresztu domowego w Turcji amerykańskiego pastora oskarżanego przez władze w Ankarze o szpiegostwo i udział w udaremnionym puczu w 2016 roku. Z powyższych powodów pod koniec ubiegłego tygodnia z trendu horyzontalnego wybiły się także notowania eurodolara. Kurs EUR/USD osiągnął poziom 1,16.

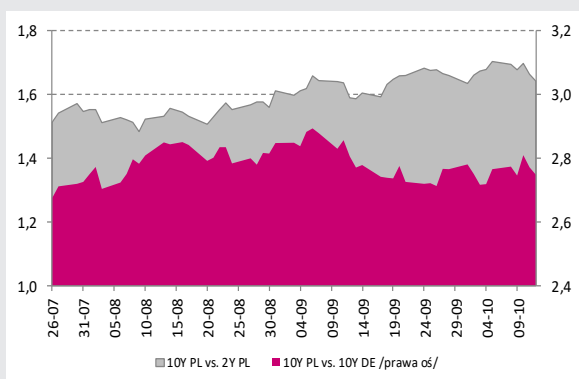
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Decyzja agencji Standard and Poor's niewątpliwie stanowi argument za umocnieniem złotego, w szczególności, iż wpłynęła ona na zmianę układu technicznego na wykresie EUR/PLN. Na horyzoncie pojawiają się jednak czynniki ryzyka, które mogą skutecznie hamować apetyt na bardziej ryzykowne aktywa. Najpoważniejszym jest kwestia brexitu w związku z zaplanowanym na ten tydzień szczytem „ostatniej szansy” Unii Europejskiej. Uzupelnieniem wydarzeń będą liczne publikacje makroekonomiczne, które jednak nie powinny w istotny sposób wpływać na nastroje. Nasze prognozy są bowiem zbliżone do rynkowego konsensusu.
USD/PLN	↓	W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem na rynku amerykańskim będzie publikacja opisu ostatniego posiedzenia Fed. Nie oczekujemy jednak, by mogła ona wnieść coś istotnego do dotychczasowej oceny perspektyw polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej, stąd w obliczu niewielkiej presji na umocnienie złotego, o kierunku notowań USD/PLN zadecyduje przebieg rozmów w sprawie brexitu.
EUR/USD	↑	Kurs EUR/USD wybił się w ubiegłym tygodniu z trendu boczego. W tym tygodniu o kontynuacji pozytywnych dla wspólnej waluty nastrojów zadecydują informacje w sprawie szczytu poświęconego brexitowi. Wpływ danych makroekonomicznych będzie drugoplanowy, gdyż publikacje nie będą miały wpływu na perspektywy polityki pieniężnej w USA i strefie euro.

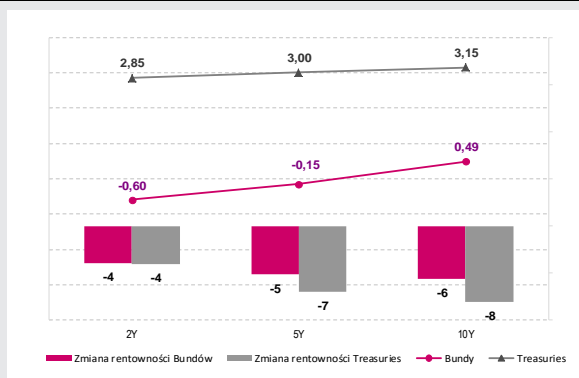
Rentowność obligacji krajowych [%]



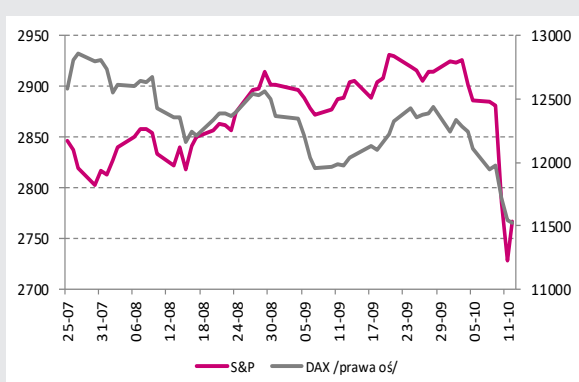
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Rynek obligacji

Podwyższona zmienność towarzyszyła wycenie krajowego długu. Rentowność, w szczególności długiego końca krzywej, dynamicznie zniżkowała, nawiązując do sytuacji na rynkach bazowych, co w obliczu panującej na świecie awersji do ryzyka oznaczało, że inwestorzy nie traktują naszego długu jako aktywo bezpieczne w chwilach zawirowań. W rezultacie spread pomiędzy 10-latką USA i Polski niemal się nie zmienił i wyniósł zaledwie 12 bps. Ciekawy przebieg miały także notowania węgierskiego długu, gdzie rentowność 10-latek wzrosła do 3-letniego maksimum wspierana silniejszym od oczekiwań wzrostem inflacji CPI na Węgrzech. Przecena na amerykańskiej giełdzie, połączona z informacjami o możliwych słabszych wynikach spółek w związku z wojną handlową oraz narastającą presją na normalizację polityki pieniężnej na świecie skutkowało dynamicznym spadkiem dochodowości długu USA i Niemiec.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) ↓	Notowania krajowego długu poruszają się w rytm sytuacji na rynkach bazowych, gdzie obligacje zyskują na wartości. Sprzyja temu oczekiwanie na wynik szczytu w sprawie brexitu. Krajowy dług - poza podażowymi przesłankami - zyskał także argument w postaci decyzji agencji Standard and Poor's, która w piątek podwyższyła rating Polski. Z tego powodu - oraz wykupu obligacji OK1018 - spodziewamy się utrzymania zainteresowania krajowymi obligacjami w tym tygodniu, a być może także i w całym miesiącu.
10Y DE (%) ↓	Obowiązujący od maja przedział 0,3% - 0,5% dla rentowności Bunda ponownie zaczął obowiązywać, z uwagi na zwiększone zainteresowanie inwestorów bezpiecznym długiem, po informacjach w sprawie większego od oczekiwań deficytu włoskiego budżetu oraz kolejnej rundy negocjacji w sprawie opuszczenia Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię.
10Y US (%) ↑	Nie widzimy powodów do głębszej zniżki dochodowości 10-letniego długu USA. Najpoważniejszym - wzorem ubiegłego tygodnia - wydaje się być korekta na amerykańskiej giełdzie, ale niedawny, największy od lutego spadek indeksów, chwilowo zatrzymał presję na korektę we wzrostowym trendzie. W naszej ocenie notowania Treasuries powinny utrzymywać się wokół ubiegłotygodniowych maksimum tj. poziomu 3,20%. Wsparciem, choć już niewielkim, będzie jastrzębia retoryka przedstawicieli Fed, wsparta publikacją opisu z ostatniego posiedzenia Rezerwy Federalnej.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 15 października					
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Wrzesień	2.0%	1.8%	1.8%
14:00 Rachunek obrotów bieżących	Polska	Sierpień	-809m	-386m	-705m
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Wrzesień	0.3%		
Wtorek 16 października					
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Wrzesień	6.8%	7.1%	7.2%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Wrzesień	3.4%	3.4%	3.4%
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Październik	-10.6	-10.8	
14:00 Inflacja bazowa	Polska	Wrzesień	0.9%	1.0%	0.9%
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Wrzesień	0.4%	0.3%	
Środa 17 października					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Wrzesień	5.0%	4.8%	5.2%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Wrzesień	3.0%	2.8%	2.9%
11:00 Inflacja CPI	EZ	Wrzesień	2.0%	2.1%	
14:30 Liczba nowych budów	USA	Wrzesień	1282k	1218k	
20:00 Opis posiedzenia banku centralnego	USA	Wrzesień			
Czwartek 18 października					
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Sierpień	2.7%	2.4%	
Piątek 19 października					
10:00 Sprzedaż detaliczna realna r/r	Polska	Wrzesień	6.7%	6.2%	6.2%
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Wrzesień	5.34m	5.31m	
Poniedziałek 22 października					
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Wrzesień	7.5%	7.5%	7.4%

Źródło: Bloomberg, Parkiet, Bank Millennium S.A.

Dane i prognozy

	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419
PKB	4,6	4,7	3,9	5,2	5,1	4,9	4,4	4,1	3,8	3,8	3,7
Stopa bezrobocia	6,6	5,8	5,7	6,6	5,9	5,8	5,9	6,0	5,4	5,4	5,8
Inflacja CPI (% r/r) **	2,0	1,7	2,3	1,5	1,8	2,0	1,6	1,9	2,1	2,3	2,5
Ropa naftowa Brent **	54,2	72,0	76,0	66,9	74,0	79,0	80,0	82,0	84,0	86,0	86,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
WIBOR 1M (%)	1,65	1,64	1,85	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,67	1,85
WIBOR 3M (%)	1,72	1,71	1,90	1,70	1,70	1,72	1,71	1,70	1,70	1,72	1,90
WIBOR 6M (%)	1,81	1,79	2,00	1,78	1,78	1,79	1,79	1,78	1,78	1,79	2,00
Obligacja 2-letnia (%)	1,71	1,60	1,85	1,50	1,63	1,58	1,60	1,61	1,65	1,68	1,85
Obligacja 10-letnia (%)	3,30	3,35	3,50	3,17	3,21	3,24	3,35	3,35	3,40	3,45	3,50
EUR/PLN	4,17	4,26	4,22	4,21	4,36	4,27	4,28	4,26	4,25	4,23	4,22
USD/PLN	3,48	3,60	3,55	3,41	3,74	3,68	3,65	3,65	3,60	3,57	3,55
GBP/PLN	4,70	4,72	4,80	4,80	4,93	4,81	4,88	4,90	4,85	4,85	4,80
EUR/USD	1,13	1,21	1,19	1,23	1,17	1,16	1,17	1,17	1,18	1,19	1,19
EURIBOR 3M	-0,33	-0,35	-0,25	-0,33	-0,32	-0,35	-0,35	-0,34	-0,30	-0,25	-0,25
LIBOR 3M USD	1,69	2,65	3,28	2,31	2,34	2,40	2,65	2,70	2,90	3,05	3,28

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie
 Źródło: GUS, NBP, Thomson Reuters, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dążył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.