

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

25 marca 2019

**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

Ostatni tydzień pierwszego kwartału upłynie pod znakiem oczekiwania na informacje w kwestiach, które w tym roku niejednokrotnie decydowały o apetycie na ryzyko. W tym tygodniu powinno dojść do kolejnego głosowania w sprawie warunków opuszczenia Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię. Spekuluje się jednak, iż bardziej prawdopodobna od głosowania jest dymisja premier T.May, która skomplikowałoby i tak nietławą sytuację wokół brexitu. Tematem numer dwa tego tygodnia będą dalsze negocjacje handlowe pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a Chinami. Jakikolwiek zbliżenie stanowisk byłoby źródłem rynkowego optymizmu. Na krajowym rynku walutowym obraz notowań nie powinien się istotnie zmienić. Kurs EUR/PLN koncentrować się będzie wokół poziomu 4,2950. Publikacje krajowych danych nie będą miały przełożenia na wartość złotego, w przeciwieństwie do zaplanowanego na piątek przeglądu ratingu Polski przez agencję Fitch. Mimo, iż nie spodziewamy się zmian oceny wiarygodności kredytowej, ani jej perspektywy, to istotne w kwestii zaplanowanego przez rząd programu dodatkowych świadczeń społecznych będą komentarze dotyczące przewidywanej kondycji budżetu i finansów publicznych. W piątek poznamy ponadto plan podaży SPW na kwiecień oraz cały drugi kwartał.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

### Finalny szacunek PKB w USA bez wpływu na perspektywy gospodarcze

Dane makroekonomiczne w tym tygodniu nie powinny być głównym wyznacznikiem zmienności na rynkach finansowych. Warto jednak odnotować, że w czwartek poznamy finalny szacunek wzrostu PKB w 4Q w Stanach Zjednoczonych. Według ostatniego szacunku wyniósł on 2,4% kw/kw (w ujęciu zanualizowanym), po wzroście o 3,4% kw/kw w 3Q 2018. Dane te, o ile mogą się nieco różnić względem poprzedniego wyliczenia, to nie powinny zmienić pespektyw wzrostu gospodarczego w USA.

### Inflacja CPI kontynuuje wzrost

W piątek o godz. 10:00 opublikowany zostanie natomiast wstępny szacunek inflacji CPI w marcu. Spodziewamy się jej odbicia względem lutego, gdy dynamika cen konsumenta wyniosła 1,2% r/r, do czego przyczynia się efekt niskiej bazy z marca ubiegłego roku. Również w kolejnych miesiącach inflacji CPI powinna rosnać, aczkolwiek w 2019 r. najprawdopodobniej nie przekroczy celu inflacyjnego 2,5% r/r.

### Dane o inflacji nie zmieniają łagodnej retoryki EBC

W czwartek poznamy wstępny szacunek inflacji CPI w marcu w Niemczech. W piątek natomiast opublikowane zostanie pierwsze wyliczenie inflacji HICP w całej strefie euro. Konsensus rynkowy wskazuje na utrzymanie szacunków za luty, gdy wyniosły one 1,5% r/r, a więc kształtowały się poniżej celu inflacyjnego Europejskiego Banku Centralnego. Marcowe dane powinny potwierdzić, że presja inflacyjna w Eurolandzie pozostaje niska.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2970	-0,1%
USD/PLN	3,7848	-1,2%
CHF/PLN	3,7842	-0,2%
EUR/USD	1,1353	1,1%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,64	2
5Y	2,24	1
10Y	2,90	2

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,83	1
5Y	2,06	1
10Y	2,40	2

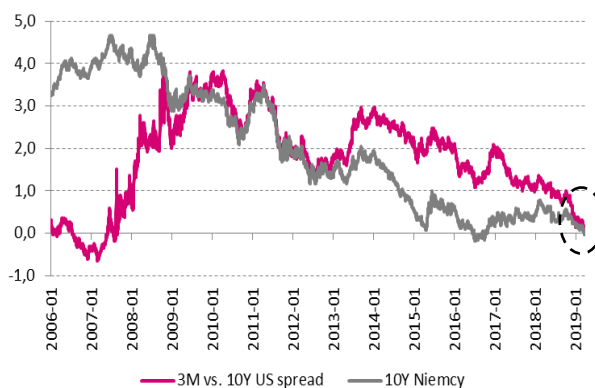
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,09	3
US 10Y	2,60	-4

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	60706,6	2,1
S&P 500	2822,5	2,9
Nikkei 225	19562,0	-3,0

Źródło: Thomson Reuters

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

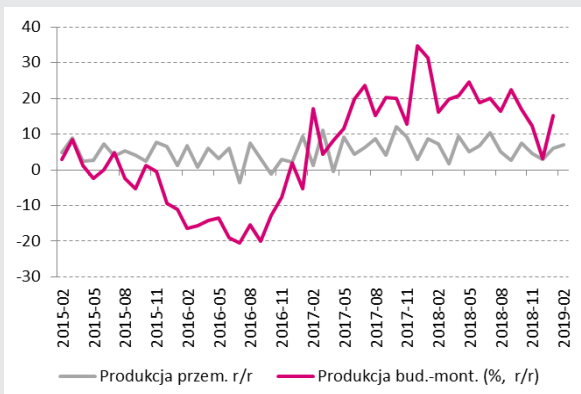
## Wykres tygodnia



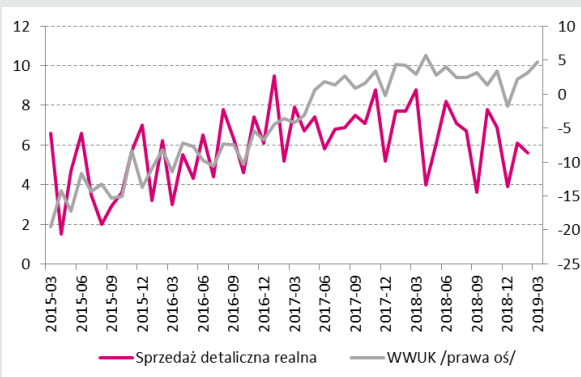
Rosnące obawy dotyczące spowolnienia na świecie znajdują odzwierciedlenie na rynku stopy procentowej. Dochodowość niemieckiej 10-latkki po raz pierwszy od końca 2016 roku obniżyła się do ujemnych poziomów. Ujemny - po raz pierwszy od 12 lat - jest także spread 3-miesięcznego bonu skarbowego USA i amerykańskiej 10-latkki. W przeszłości sygnalizował on recesję w USA.

## Makro - kraj

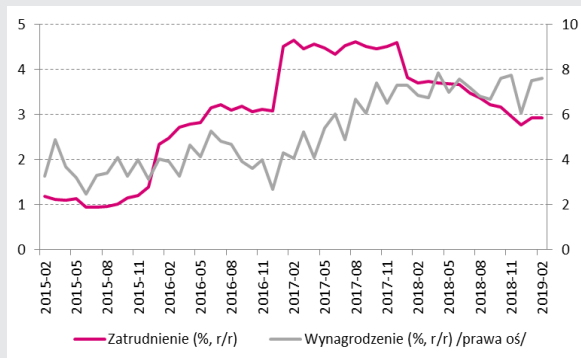
### Produkcja przemysłowa i budowlana [% , r/r]



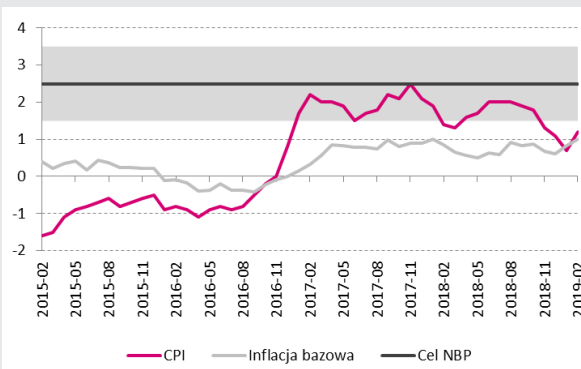
### Sprzedaż det. [% , r/r] i WWUK [pkt.]



### Dane z rynku pracy w sektorze firm



### Inflacja CPI, bazowa i cel inflacyjny NBP



Źródło: Macrobond

### Bardzo dobre dane z gospodarki realnej w styczniu

Produkcja przemysłowa w ujęciu realnym wzrosła w lutym o 6,9% r/r po wzroście o 6,1% r/r przed miesiącem. Odczyt ten znacznie przewyższył konsensus rynkowy wynoszący 4,7% r/r. Dane o wzroście produkcji przemysłowej na początku 2019 r. są zbliżone do średniej wieloletniej, co stanowi pozytywną niespodziankę biorąc pod uwagę polskie dane PMI poniżej granicy 50 pkt. oznaczającej spowolnienie w sektorze. Ponadto struktura danych jest korzystna, gdyż wskazuje na mocne wzrosty produkcji w działach o wysokim udziale sprzedaży za granicę. Wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym spowolnił nieznacznie w lutym do 5,6% r/r w stosunku do skorygowanego w górę - do 6,1% z 5,2% r/r - odczytu za styczeń. Struktura wzrostu sprzedaży - jak w poprzednich okresach - pozostała zróżnicowana, aczkolwiek nadal potwierdza wysoką skłonność do konsumpcji oraz optymistyczne nastroje konsumenckie. Luty przyniósł ponadto wyraźne odreagowanie, po słabym odczycie za styczeń, dynamiki produkcji budowlano-montażowej, która była o 15,1% wyższa niż przed rokiem wobec wzrostu o 3,2% w pierwszym miesiącu tego roku i 12,2% r/r w grudniu 2018. Warto podkreślić, iż dwucyfrowe w ujęciu r/r wzrosty produkcji budowlano-montażowej w lutym odbywają się pomimo wysokiej bazy z roku ubiegłego oraz ograniczeń podaży w sektorze związanych z brakiem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach i wysokim wykorzystaniu mocy wytwórczych. Dane z gospodarki realnej w lutym wskazują, że jak dotąd spowolnienie gospodarcze na świecie oraz niepewność dotycząca polityki handlowej i brexitu wpłynęły na koniunkturę w Polsce w ograniczonym zakresie. Dla oceny trwałości tej tendencji należy jednak poczekać na odczyty z nadchodzących miesięcy, gdyż zaskakująco dobre dane za styczeń i luty mogą w pewnym stopniu wynikać z odreagowania po słabszy szacunkach z końca ub. roku.

### Ożywienie na rynku pracy nadal trwa

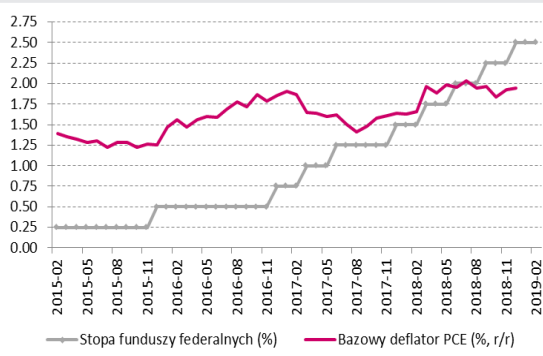
Dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymała się w lutym na poziomie 2,9% r/r. W skali miesiąca liczba etatów wzrosła o 9,6 tys., co wpisuje się w obraz wciąż rosnącego popytu na pracę, choć w nieco wolniejszym niż w roku ubiegłym tempie. W kolejnych miesiącach dynamika zatrudnienia będzie stopniowo wyhamowywać, w ślad za stopniowym spadkiem tempa wzrostu gospodarczego i podaży z ograniczeniami wzrostu zatrudnienia. Na mniejsze zapotrzebowanie na pracę wskazują też sami przedsiębiorcy w ramach badania koniunktury. Natomiast wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw nieznacznie przyspieszył w lutym do 7,6% r/r z 7,5% r/r w styczniu. W ujęciu realnym wzrost średniej płacy wyhamował do 6,3% r/r z 6,7% r/r miesiąc wcześniej. Wzrost płac pozostaje więc solidny, napędzany przez rekordowo niskie bezrobocie. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach tendencja ta będzie się utrzymywała. Przemawiają za tym wyniki Szybkiego Monitoringu NBP, według których przedsiębiorstwa będą zwiększać wynagrodzenia pracowników w skali odnotowanej w poprzednich miesiącach. Rynek pracy, w tym rosnące dochody gospodarstw domowych, stanowią wsparcie dla konsumpcji prywatnej, która pozostaje głównym motorem wzrostu gospodarki.

### Inflacja bazowa poniżej 1,5% r/r

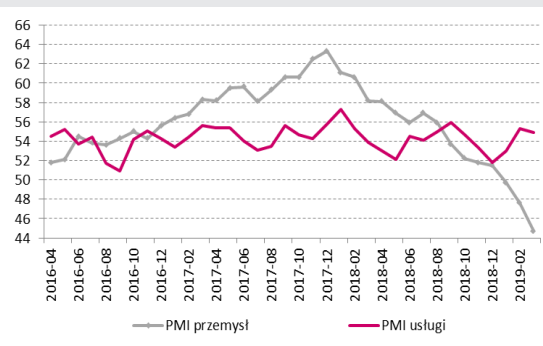
Dynamika NBP opublikował szacunki miar inflacji bazowej w styczniu i w lutym uwzględniające nowe wagi komponentów wskaźnika CPI. Wszystkie z czterech przedstawionych wskaźników wzrosły w lutym, aczkolwiek ukształtowały się poniżej dolnego ograniczenia przedziału dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego (1,5% r/r). W szczególności najszerzej analizowany wskaźnik, tj. indeks CPI po wyłączeniu cen żywności odbił do 1,0% r/r z 0,8% r/r w styczniu. Dane o inflacji bazowej potwierdzają nadal niską presję inflacyjną w krajowej gospodarce rosnących płac i stopy bezrobocia bliskiej rekordowego minimum.

## Makro - zagranica

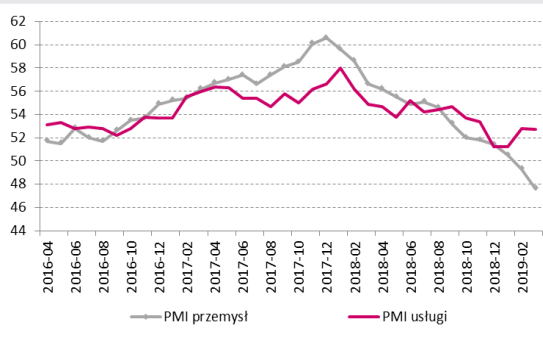
### Polityka pieniężna w USA



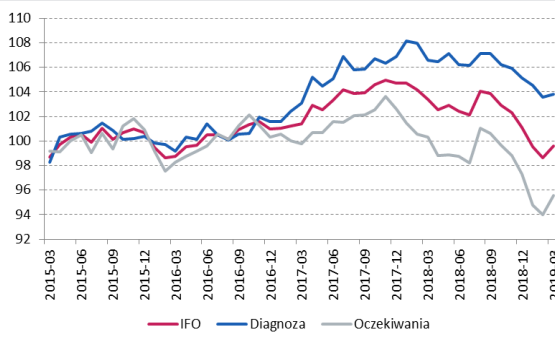
### Indeksy PMI w Niemczech



### Indeksy PMI w strefie euro



### Indeks IFO



Źródło: Macrobond

### Fed oczekuje braku podwyżek stóp w USA w tym roku

Zgodnie z oczekiwaniami amerykański Fed jednogłośnie utrzymał główną stopę procentową na poziomie 2,25-2,50% redukując jednakże w stosunku do grudnia swoje oczekiwania dotyczące dalszej ścieżki zacieśniania polityki pieniężnej. Uaktualniona wersja wykresu *dot-plot* wskazuje bowiem na brak podwyżek stóp procentowych do końca tego roku, podczas gdy wcześniej oczekiwano wzrostu stóp o 50 bps. Prognoza na 2020 r. nie uległa natomiast zmianie - 1 podwyżka o 25 bps. Utrzymano również oczekiwania braku modyfikacji stóp procentowych w 2021 r. Jednocześnie bankierzy centralni w USA skorygowali w dół swoje oczekiwania dotyczące dynamiki PKB i deflatora PCE - podstawowej miary inflacji dla Fed, aczkolwiek rewizje nie miały dużej skali. Obecnie prognozy wskazują na spowolnienie wzrostu PKB z 2,9% w ub. roku do 2,1% w 2019 r. i do 1,9% w 2020 r. W grudniu prognozy te wynosiły dla lat 2019-2020 odpowiednio 2,3% i 2,0%. Oczekiwania dla inflacji PCE obniżono w marcu o 0,1 pkt proc. w całym horyzoncie. Bieżące prognozy wynoszą zatem 1,8% dla 2019 r. i 2,0% dla 2020 r., co oznacza że spodziewana dynamika cen konsumenta jest w dużej mierze zgodna z celem inflacyjnym Fed (2,0%). Bankierzy centralni ogłosili również, że proces zmniejszenia sumy bilansowej Fed zostanie zakończony do końca września tego roku.

### Coraz silniejsze spowolnienie w przemyśle w Eurolandzie

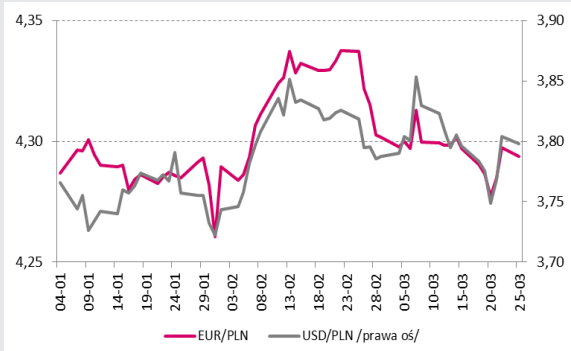
Opublikowane w piątek dane PMI wskazały na wyraźne pogorszenie nastrojów w europejskim przemyśle. Indeks dla sektora przemysłu strefy euro spadł w marcu do 47,6 pkt. z 49,3 pkt., co jest wynikiem znacznie słabszym od oczekiwań na poziomie 49,5 pkt. Znacznie gorszy od oczekiwań był także odczyt indeksu PMI dla niemieckiego przemysłu, który w marcu wyniósł 44,7 pkt. wobec 47,6 pkt. w lutym, a konsensus rynkowy wskazywał na jego wyżkę do 48,0 pkt. To najniższy poziom wskaźnika od połowy 2012 r., a jednocześnie trzeci miesiąc z rzędu, kiedy indeks dla niemieckiego przemysłu znajduje się poniżej granicy 50 pkt., wskazując na recesję w sektorze. Stanowi to potencjalne ryzyko także dla polskiego przemysłu. Lepsze nastroje widoczne są w sektorze usług. Odzwierciedlający je indeks dla strefy euro wyniósł w marcu 52,7 pkt. wobec 52,8 pkt. w poprzednim miesiącu, natomiast w Niemczech 54,9 pkt. wobec 55,3 pkt. w lutym. Odczyty indeksów PMI potwierdzają pogorszenie perspektywy wzrostu europejskiej gospodarki. Negatywne tendencje w sektorze przemyśle łagodzone będą częściowo przez sektor usług, gdzie koniunktura wciąż utrzymuje się na korzystnym poziomie. Potwierdza to wzrost w marcu wskaźnika IFO, który obrazuje aktywność w całości gospodarki. Wyniósł on bowiem 99,6 pkt. wobec 98,7 pkt. w lutym, przy czym na poprawę złożył się zarówno komponent bieżący jak i składowa oczekiwań. Niemniej dostępne dane ze strefy euro utrwalają oczekiwania na utrzymanie łagodnej retoryki przez Europejski Bank Centralny.



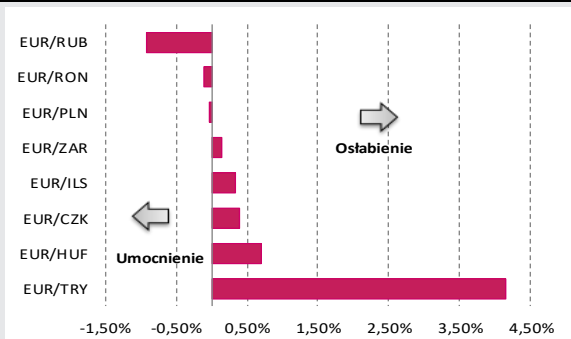
## Rynek walutowy

Pierwsza połowa ubiegłego tygodnia upłynęła pod znakiem umocnienia złotego w relacji do euro, po którym kurs EUR/PLN zniżył się do minimum z początku lutego tj. 4,2750. Polska waluta wykorzystywała scenariusz opóźnienia brexitu oraz możliwość dalszego złagodzenia retoryki amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Co ciekawe napływ kapitału - towarzyszący wzrostowi apetytu na ryzyko - widoczny był także w pozostałych walutach regionu, lecz momentami to polska waluta zyskiwała najsilniej w relacji do euro. Dodatkowym źródłem umocnienia polskiej waluty była rewizja w górę prognoz dotyczących wzrostu gospodarczego w Polsce w tym i przyszłym roku przez agencję ratingową Fitch, jako konsekwencja zapowiedzianego w tym roku pakietu stymulacji fiskalnej. Na bazowych rynkach długu na uwagę w ubiegłym tygodniu zasługiwało wybicie się górą notowań eurodolara z obowiązującego od początku roku kanału spadkowego. Była to reakcja na wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej, który okazał się dla rynków dużym zaskoczeniem. Mimo, iż inwestorzy nie oczekiwali w tym roku żadnej podwyżki stóp procentowych to uznawali, że Fed będzie stopniowo aplikował taki scenariusz w swoich prognozach. Tymczasem amerykańscy bankierzy centralni zdecydowali o całkowitej redukcji tegorocznych podwyżek stóp procentowych - wobec dwóch podwyżek w 2019 roku oczekiwanych w grudniowym zestawie prognoz - oraz zakończeniu redukcji sumy bilansowej banku z końcem września tego roku. W reakcji kurs EUR/USD zwyżkował do poziomu 1,1450. Sytuacja odwróciła się jednak pod koniec tygodnia za sprawą rozczarowujących wstępnych danych PMI w niemieckim przemyśle, po których eurodolar powrócił poniżej bariery 1,13.

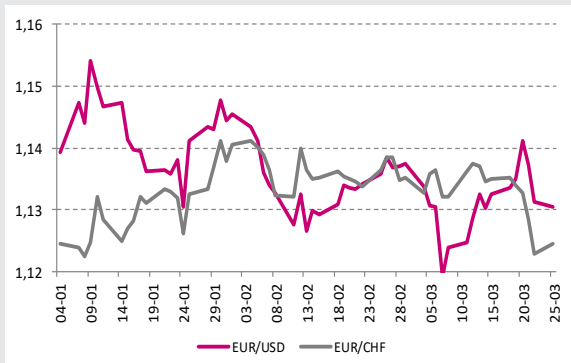
### Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



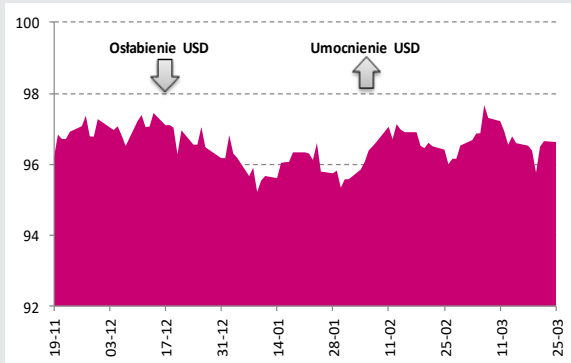
### Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



### Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



### Notowania indeksu dolarowego

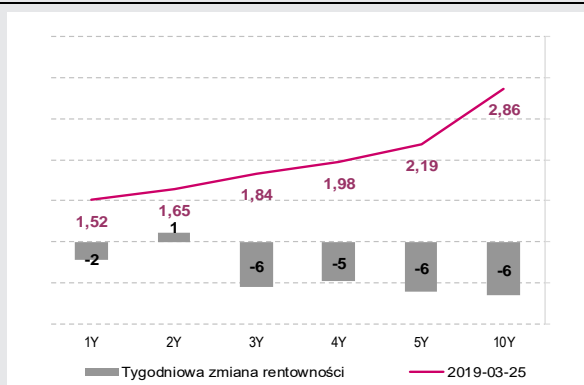


Źródło: Thomson Reuters Datastream

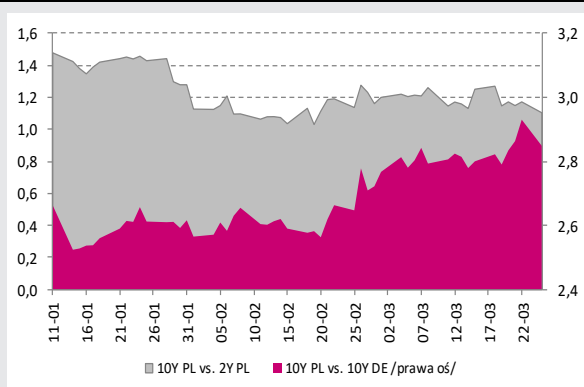
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Nasze oczekiwania na ten tydzień zakładają kontynuację stabilizacji wyceny złotego na poziomie 4,30 za EUR. Czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu notowań wokół 200-dniowej średniej ruchomej będzie oczekiwanie na dalsze losy brexitu oraz negocjacji handlowych USA-Chiny. Wpływ danych krajowych oceniamy niezmiennie jako marginalny. Nie będzie on w stanie zmienić zarówno retoryki Rady Polityki Pieniężnej, jak i rynkowych oczekiwań, co do kondycji krajowej gospodarki. Istotne okazać się natomiast mogą ewentualne komentarze dotyczące sytuacji fiskalnej Polski agencji Fitch publikowane wraz z piątkową rewizją ratingu kraju.
USD/PLN	↑	Wzrost awersji do ryzyka sprzyja zwiększaniu zaangażowania w amerykańską walutę, co powinno sprzyjać zwyżce kursu USD/PLN w tym tygodniu. Zakres potencjalnego ruchu wzrostowego jest jednak ograniczony w naszej ocenie poziomem 3,8220.
EUR/USD	↓	Dyskontowanie przez rynki recesyjnego scenariusza w światowej gospodarce oznacza zwiększone zainteresowanie bardziej bezpiecznymi aktywami, do których zalicza się dolar. Z tego powodu liczymy się z możliwością niewielkiej zniżki eurodolara w tym tygodniu. Potencjał do spadków pozostaje jednak ograniczony z uwagi na oczekiwanie na rozstrzygnięcia w kwestii brexitu oraz wojen handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a Chinami. Kalendarium istotnych danych makroekonomicznych jest puste i dodatkowo sprzyja ograniczeniu notowań.

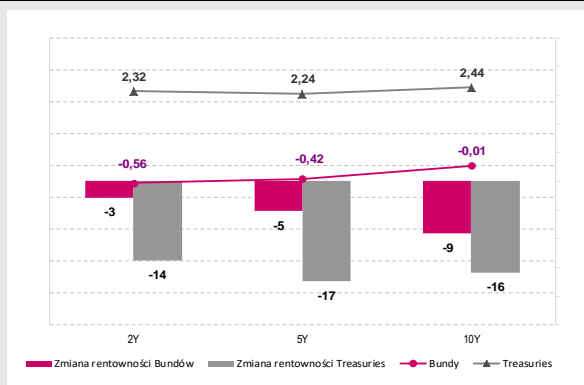
## Rentowność obligacji krajowych [%]



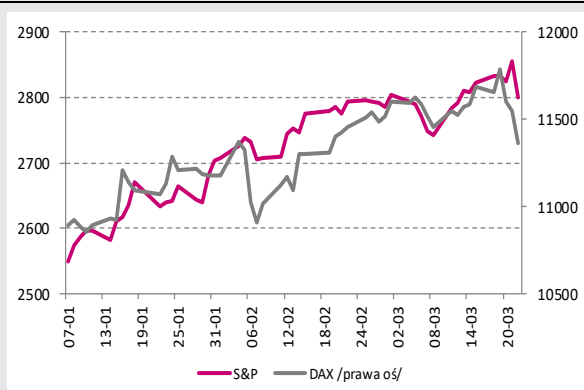
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



## Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

## Rynek obligacji

Przez zdecydowaną większość ubiegłego tygodnia notowania krajowego długu miały spokojny przebieg. Dochodowość 10-latki koncentrowała się wokół poziomu 2,91%, a 2-latki na 1,64%. Sytuacja zmieniła się pod koniec ubiegłego tygodnia wraz z publikacją rozczarowujących danych o koniunkturze w niemieckim sektorze przemysłowym. W reakcji na spadek dochodowości Bunda obniżyła się także rentowność krajowego długu. W rezultacie polska 10-latka zakończyła tydzień na poziomie 2,85%, a Bund - po raz pierwszy od końca 2016 roku - obniżył się do ujemnych poziomów rentowności. Obawy inwestorów dotyczące recesji nie ominęły także amerykańskiego długu, gdzie piątek krzywa dochodowości odwróciła się. Oznacza to sytuację, gdy rentowność 3-miesięcznego bonu skarbowego USA była wyższa niż 10-letniej obligacji. Taka sytuacja ostatni raz miała miejsce w 2007 roku, przed początkiem kryzysu gospodarczego. Wydarzeniem tygodnia na pierwotnym rynku długu był przetarg zamiany, na którym Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje czterech serii (OK0419, PS0719, DS1019 i WZ0120) za 7,1 mld PLN i sprzedało papiery pięciu serii (OK0521, PS0424, WZ0524, WZ0528 i DS1029) za 7,2 mld PLN. Resort poinformował, że po aukcji zamiany stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto 2019 roku wynosi 64%.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	<p>W wydarzeniu tego tygodnia na krajowym rynku długu będzie ogłoszenie podaży na kwiecień oraz cały drugi kwartał, a także rewizja ratingu Polski przez agencję Fitch. Kluczowy w obliczu braku oczekiwań zmiany oceny wiarygodności kredytowej Polski będzie ewentualny komentarz agencji w sprawie wskaźników fiskalnych. Z kolei kontynuacja sprawnej realizacji tegorocznych potrzeb pożyczkowych przyczyni się do utrzymywania dochodowości SPW na bieżących poziomach. Wpływ krajowych danych - mimo publikacji inflacji CPI - oceniamy jako marginalny. Wpływ czynników zewnętrznych na wycenę SPW sprowadzać się będzie do zmian w poziomie apetytu na ryzyko związanego z dyskontowaniem obecnie przez rynki scenariuszem spowolnienia gospodarczego w USA i Europie.</p>
10Y DE (%)	<p>Rentowność Bunda oscyluje wokół poziomu 0,00%. O kierunku jego notowań w tym tygodniu decydować będzie poziom awersji do ryzyka, który po ubiegłotygodniowych publikacjach PMI wyraźnie wzrósł. W tym tygodniu trudno jednak będzie o dodatkowy impuls ze strony kalendarium, które jest ubogie, stąd za najbardziej prawdopodobny scenariusz uznajemy stabilizację notowań 10-latki niemieckiej. Liczne wystąpienia przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego nie powinny zmienić dotychczasowej narracji banku, a tym samym przekładać się na zmienność Bunda.</p>
10Y US (%)	<p>Także w przypadku amerykańskiego długu za najbardziej prawdopodobny scenariusz uznajemy stabilizację wyceny Treasuries w tym tygodniu. Sprzyjać temu będzie brak istotnych danych makroekonomicznych oraz oczekiwanie na informacje w sprawie negocjacji handlowych USA - Chiny.</p>

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 25 marca</b>					
10:00 Indeks IFO	Niemcy	Luty	98.5		
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Luty	6.1%	6.1%	6.1%
<b>Wtorek 26 marca</b>					
15:00 Indeks Conference Board	USA	Marzec	131.4	132.0	
<b>Środa 27 marca</b>					
13:30 Bilans handlowy	USA	Styczeń	-59.8b		
<b>Czwartek 28 marca</b>					
13:30 Finalne PKB r/r	USA	Q4	3.4%	2.4%	
14:00 Szacunek inflacji CPI r/r	Niemcy	Marzec	1.5%	1.5%	
<b>Piątek 29 marca</b>					
<b>Decyzja Fitch w sprawie ratingu</b>	<b>Polska</b>				
10:00 Szacunek inflacji CPI r/r	Polska	Marzec	1.2%		
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Marzec	1.5%	1.5%	
13:30 Dochody prywatne	USA	Luty			
13:30 Wydatki prywatne	USA	Luty			
13:30 Inflacja PCE r/r	USA	Luty			
14:00 Saldo rachunku bieżącego	Polska	Q4	-2532m		
15:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Marzec	93.8	97.8	
<b>Poniedziałek 30 marca</b>					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Marzec	55.7		
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Marzec	47.6	44.7	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Marzec	49.3	47.6	
15:45 PMI w przemyśle	USA	Marzec	53.0		
16:00 ISM w przemyśle	USA	Marzec	54.2		
16:00 ISM nowych zamówień	USA	Marzec	55.5		

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

## Dane i prognozy

	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419
PKB	4,8	5,1	3,6	5,2	5,1	5,1	4,9	4,3	4,2	3,2	3,3
Stopa bezrobocia	6,6	5,8	5,8	6,6	5,9	5,7	5,8	6,1	5,5	5,5	5,9
Inflacja CPI (% r/r) **	2,0	1,6	2,1	1,5	1,8	2,0	1,4	1,5	2,0	2,2	2,3
Ropa naftowa Brent **	54,2	71,7	67,0	66,9	74,0	79,0	72,2	62,0	64,0	70,0	72,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (%)	1,65	1,64	1,85	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,65	1,66
WIBOR 3M (%)	1,72	1,72	1,90	1,70	1,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
WIBOR 6M (%)	1,81	1,79	2,00	1,78	1,78	1,79	1,79	1,78	1,78	1,79	1,79
Obligacja 2-letnia (%)	1,71	1,33	1,65	1,50	1,63	1,58	1,33	1,45	1,50	1,55	1,65
Obligacja 10-letnia (%)	3,30	2,82	3,00	3,17	3,21	3,24	2,82	2,85	2,90	2,90	3,00
EUR/PLN	4,17	4,30	4,29	4,21	4,36	4,27	4,30	4,30	4,29	4,29	4,31
USD/PLN	3,48	3,76	3,70	3,41	3,74	3,68	3,76	3,75	3,74	3,70	3,65
GBP/PLN	4,70	4,79	4,90	4,80	4,93	4,81	4,79	4,75	4,80	4,85	4,90
EUR/USD	1,13	1,14	1,16	1,23	1,17	1,16	1,14	1,15	1,15	1,16	1,18
EURIBOR 3M	-0,33	-0,31	-0,25	-0,33	-0,32	-0,35	-0,31	-0,34	-0,30	-0,25	-0,25
LIBOR 3M USD	1,69	2,81	3,28	2,31	2,34	2,40	2,81	2,60	2,65	2,85	2,85

\* 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 dotożył 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.