Francuska gospodarka wsiadła do niemieckiego pociągu

W tym tygodniu

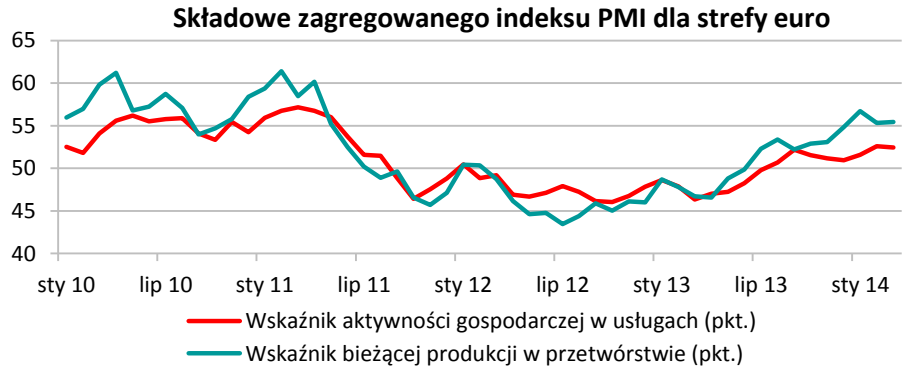
- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Oczekujemy, że EBC obniży główną stopę procentową o 10 pb do 0,15%. Wsparciem dla scenariusza dalszego łagodzenia polityki pieniężnej jest przewidywany przez nas spadek inflacji w strefie euro z 0,7% r/r w lutym do 0,5% w marcu (publikacja dziś o 11:00). Nasilające się oczekiwania rynkowe na gołębią reakcję EBC widoczne były już w ubiegłym tygodniu w postaci spadku kursu EURUSD oraz rentowności niemieckich i polskich obligacji. W przypadku braku reakcji EBC w tym tygodniu (wynikającego np. z mniejszego niż oczekiwanego przez nas spadku inflacji), uważamy, że prawdopodobieństwo łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro pozostanie wysokie. W przypadku obniżki głównej stopy procentowej na czwartkowym posiedzeniu EBC, złoty i polski dług mogą ulec umocnieniu.
- **W piątek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 225 tys. osób w marcu wobec 175 tys. w lutym, przy spadku stopy bezrobocia z 6,7% do 6,6%. Regionalne wskaźniki koniunktury w przemyśle i usługach sygnalizowały w ostatnim czasie umiarkowane tempo tworzenia nowych etatów. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia zatrudnienia było ustąpienie niekorzystnych warunków meteorologicznych. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczą raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 193 tys. wobec 139 tys. w lutym) oraz indeks ISM w przetwórstwie (oczekujemy wzrostu do 54,0 pkt. wobec 53,2 pkt.). Dobre dane z rynku pracy będą stanowiły argument za dalszym ograniczaniem skali programu QE3 przez FED, oddziałując tym samym w kierunku lekkiego wzrostu rentowności polskich obligacji i osłabienia złotego.
- **Jutro poznamy marcowe dane o koniunkturze w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI).** Oczekujemy spadku indeksu do 55,7 pkt. wobec 55,9 w lutym, do czego przyczyniło się odnotowane w marcu pogorszenie nastrojów w strefie euro i Niemczech oraz obawy o eskalację konfliktu na Ukrainie. Odczyt zgodny z naszymi oczekiwaniami będzie wsparciem dla naszej prognozy, zakładającej przyśpieszenie wzrostu PKB w I kw. do 3,0% r/r wobec 2,7% w IV kw.

W zeszłym tygodniu

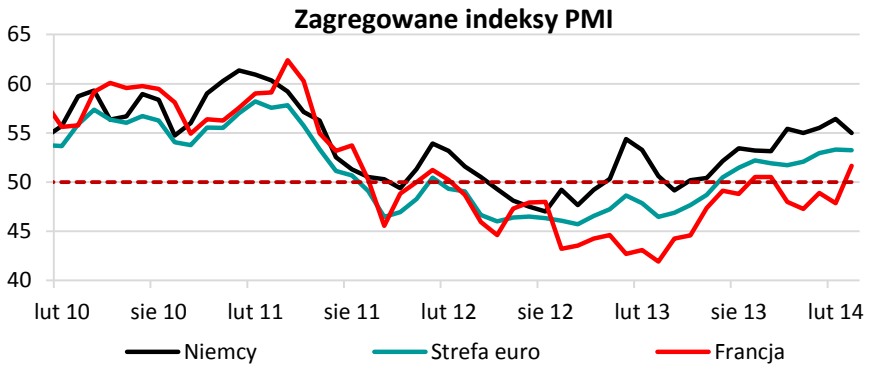
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wstępne marcowe wskaźniki koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach (patrz poniżej).**
- **Indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego obniżył się w marcu do 110,7 pkt. wobec 111,3 pkt. w lutym.** W naszej ocenie pogorszenie nastrojów wynikało przede wszystkim z niestabilnej sytuacji na Ukrainie oraz obaw o spowolnienie gospodarcze w Chinach, dlatego też oczekujemy, iż ma ono przejściowy charakter.
- **Zgodnie ze wstępnymi szacunkami inflacja w Niemczech obniżyła się do 0,9% r/r w marcu wobec 1,0% w lutym.** Spadek tempa wzrostu cen odnotowano także w Hiszpanii (-0,2% r/r wobec 0,1% r/r). Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy zgodnie z którą wstępny odczyt inflacji w strefie euro wyniesie w marcu 0,5% r/r wobec 0,7% w lutym, co może stanowić argument przemawiający za dalszym łagodzeniem polityki monetarnej przez EBC (patrz powyżej).

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Wskaźnik zaufania konsumentów – Conference Board zwiększył się w marcu do 82,3 pkt. wobec 78,3 pkt. w lutym, co spowodowane było silną poprawą oczekiwań amerykańskich konsumentów dotyczących kształtowania się przyszłej sytuacji gospodarczej. Zamówienia na dobra trwałe wzrosły w lutym o 2,2% m/m wobec spadku o 1,3% w styczniu. Po wyłączeniu środków transportu, zamówienia na dobra trwałe wzrosły 0,2% m/m wobec 0,9% w styczniu. Dane potwierdzają zatem ożywienie w przetwórstwie, sygnalizowane już wcześniej przez lutowy indeks ISM. W ubiegłym tygodniu opublikowano również finalny odczyt zannualizowanego tempa wzrostu PKB w IV kw., które zostało zrewidowane w górę do 2,6% wobec 2,4% w poprzednim szacunku. Do jego zwiększenia w największym stopniu przyczynił się wyższy wkład konsumpcji prywatnej (2,22 pp. wobec 1,73 pp.), odzwierciedlając tym samym coraz silniejszy popyt wewnętrzny w amerykańskiej gospodarce. W sumie ubiegłotygodniowe dane wskazały, iż negatywny wpływ niekorzystnych warunków meteorologicznych powoli ustępuje, a ożywienie w amerykańskiej gospodarce utrwala się.
- **Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących w Polsce wzrosła w lutym o 7,0% r/r wobec 4,8% w styczniu.** W kierunku zwiększenia jej dynamiki oddziaływała korzystna różnica w liczbie dni roboczych oraz bardzo wysoka sprzedaż samochodów z kratką, będąca przejściowym efektem luki w prawie podatkowym (por. MAKROpuls z 25.03.2014). W marcu oczekujemy utrzymania się relatywnie wysokiej dynamiki sprzedaży detalicznej, w dalszym ciągu wspieranej przez wysoką sprzedaż samochodów.
- **Stopa bezrobocia rejestrowanego w Polsce obniżyła się w lutym do 13,9% z 14,0% w styczniu.** Był to pierwszy od sześciu lat spadek stop bezrobocia w tym miesiącu. Potwierdza on utrzymującą się stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy, oddziałującą w kierunku poprawy nastrojów konsumenckich.
- **Członek Rady Polityki Pieniężnej, A. Kaźmierczak zaproponował obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej dla banków komercyjnych oraz czasowe jej zniesienie dla banków spółdzielczych** (stopa rezerwy obowiązkowej wynosi obecnie 3,50%). Uważa on, iż uwolnione w ten sposób fundusze banki powinny przeznaczyć na kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw. W naszej ocenie istnieje niskie prawdopodobieństwo przegłosowania pomysłu A. Kaźmierczaka przez RPP. Naszym zdaniem, jego propozycja nie miałaby istotnego wpływu na dynamikę kredytu dla sektora przedsiębiorstw. Po pierwsze, obecnie głównym czynnikiem wspierającym akcję kredytową w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw jest gwarancja *de minimis*. Przez rok trwania programu Bank Gospodarstwa Krajowego udzielił gwarancji o wartości 8,4 mld zł, co pozwoliło przedsiębiorcom na zaciągnięcie kredytów na łączną kwotę 15 mld zł (ok. 6% całego wolumenu kredytów dla przedsiębiorstw). Po drugie, rozmiar akcji kredytowej zależy głównie od czynników kształtujących popyt na kredyt (m. in. stóp procentowych, stopnia wykorzystania mocy wytwórczych) oraz podaży kredytu (oceny ryzyka kredytowego dokonywanej przez banki, relacji depozytów do kredytów). W efekcie, naszym zdaniem obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej nie spowoduje istotnego zwiększenia akcji kredytowej.
- **W ubiegłym tygodniu GUS opublikował dane o nakładach inwestycyjnych w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 50 osób.** Zgodnie z tymi danymi w IV kw. ub. r. nastąpiło wyraźne przyśpieszenie nominalnych inwestycji w tej grupie przedsiębiorstw (do 11,8% r/r z 3,8% w III kw.). W minionych latach inwestycje w dużych firmach były dobrym wyznacznikiem inwestycji przedsiębiorstw ogółem (współczynnik korelacji liniowej równy 97%). Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach nastąpi dalsze przyśpieszenie inwestycji przedsiębiorstw, które będzie wspierało wzrost dynamiki PKB.

Francuska gospodarka wsiadła do niemieckiego pociągu



Zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i usług) w obszarze wspólnej waluty obniżył się z 53,3 pkt. w lutym do 53,2 pkt. w marcu. Pomimo niewielkiego spadku wskaźnika, przeciętna wartość indeksu w I kw. 2014 r. ukształtowała się na najwyższym poziomie od II kw. 2011 r., sygnalizując coraz większą skalę ożywienia w strefie euro. Niewielki spadek indeksu w marcu wynikał przede wszystkim z niższej wartości wskaźnika dotyczącego sektora usług (52,4 pkt. wobec 52,6 pkt. w lutym), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost indeksu dotyczącego bieżącej produkcji w przetwórstwie (55,4 pkt. wobec 55,3 pkt.). Odzwierciedla to zatem wciąż wyraźne zróżnicowanie ożywienia w strefie euro pod względem sektorowym. Jest ono bowiem skoncentrowane w sektorze przetwórstwa, co wynika przede wszystkim z silnego popytu zewnętrznego, podczas gdy w sektorze usług mamy do czynienia ze znacznie wolniejszym wzrostem, sygnalizującym wciąż słaby popyt wewnętrzny.



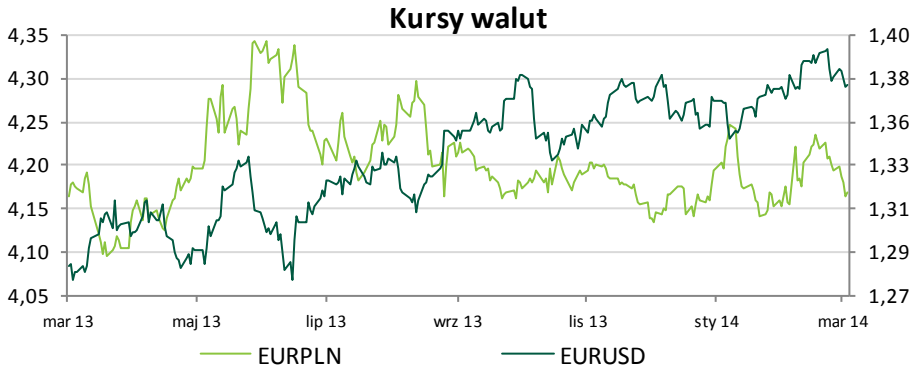
Pozytywną informacją płynącą z danych są coraz mniejsze rozbieżności w przebiegu koniunktury w dwóch największych gospodarkach obszaru wspólnej waluty. Zagregowany indeks PMI we Francji, w której skala ożywienia wyraźnie odstawała w ostatnim czasie od tej widocznej w Niemczech, wzrósł bowiem z 47,9 pkt. w lutym do 51,6 pkt. w marcu, co jest jego najwyższym poziomem od sierpnia 2011 r. Jednocześnie po raz pierwszy od 6 miesięcy przekroczył on granicę 50 pkt., oddzielający wzrost od spadku aktywności. Ankietowani przedsiębiorcy nie wskazali jednak jednoznacznej przyczyny tak gwałtownej poprawy koniunktury w marcu. Odnotowano ją zarówno w sektorze usług (indeks aktywności gospodarczej wzrósł do 51,4 pkt. wobec 47,2 pkt.) jak i w przetwórstwie (indeks PMI w przetwórstwie wzrósł do 51,9 pkt. wobec 49,7 pkt). Naszym zdaniem wspomniana poprawa jest efektem coraz lepszej koniunktury w Niemczech oraz południowych krajach strefy euro, która z opóźnieniem znalazła odzwierciedlenie we wzroście aktywności gospodarczej we Francji. Jest to szczególnie widoczne we wzrostach indeksów bieżącego poziomu produkcji, nowych zamówień oraz nowych zamówień eksportowych, będących składowymi indeksu PMI w przetwórstwie. Wyraźne opóźnienie ożywienia we Francji w stosunku do innych krajów regionu wynika przede wszystkim z niskiej relatywnie niskiej konkurencyjności tej gospodarki, która wolniej dostosowuje do nowych warunków makroekonomicznych. Dlatego też, choć poprawa koniunktury we Francji w najbliższych miesiącach będzie postępowała, oczekujemy, iż wskaźnik PMI dla tej gospodarki nadal będzie kształtował się jedynie nieznacznie powyżej granicy 50 pkt.

Podczas gdy we Francji odnotowano zdecydowaną poprawę koniunktury, zagregowany indeks PMI dla niemieckiej gospodarki obniżył się z 56,4 pkt. do 55,0 pkt. w marcu. Spadek indeksu wynikał zarówno z gorszej koniunktury w sektorze usług (indeks aktywności gospodarczej spadł do 54,0 pkt. wobec 55,9 pkt.) jak i sektorze przetwórstwa (indeks PMI w przetwórstwie spadł do 53,8 pkt. wobec 54,8 pkt.). Naszym zdaniem, do pogorszenia koniunktury w niemieckiej gospodarce przyczyniły się zarówno niestabilna sytuacja na Ukrainie, jak i spowolnienie gospodarcze w Chinach. Znalazło to odzwierciedlenie w składowej indeksu PMI w przetwórstwie dotyczącej nowych zamówień eksportowych, która obniżyła się w marcu do 52,4 pkt. wobec 55,2 pkt. w lutym. Oczekujemy jednak, że wraz ze stabilizacją sytuacji na Ukrainie i perspektywą większej stymulacji popytu wewnętrznego przez chiński rząd, w najbliższym czasie możemy spodziewać się poprawy perspektyw niemieckiego eksportu.

PKB w cenach stałych, kw/kw %												
	2013				2014				2015			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Strefa euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,3**
Niemcy	0,0	0,7	0,3	0,4	**0,4**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,3**
Francja	-0,1	0,6	0,0	0,3	**0,1**	**0,3**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**

Oczekujemy, iż w najbliższych miesiącach rozbieżności w przebiegu koniunktury w dwóch największych gospodarkach będą się stopniowo zmniejszać. Oceniamy, iż ożywienie w strefie euro będzie coraz bardziej zrównoważone i tym samym bardziej trwałe. Marcowe wskaźniki koniunktury stanowią zatem wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w I kw. br. utrzyma się na niezmienionym w stosunku do IV kw. poziomie (0,3% kw/kw). Utrzymanie relatywnie wysokiej dynamiki PKB w obszarze wspólnej waluty naszym zdaniem nie wyklucza jednak dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC (np. w reakcji na dalszy spadek inflacji lub dalszego umocnienia się kursu EURUSD), co będzie oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.

Złoty w oczekiwaniu na decyzję EBC

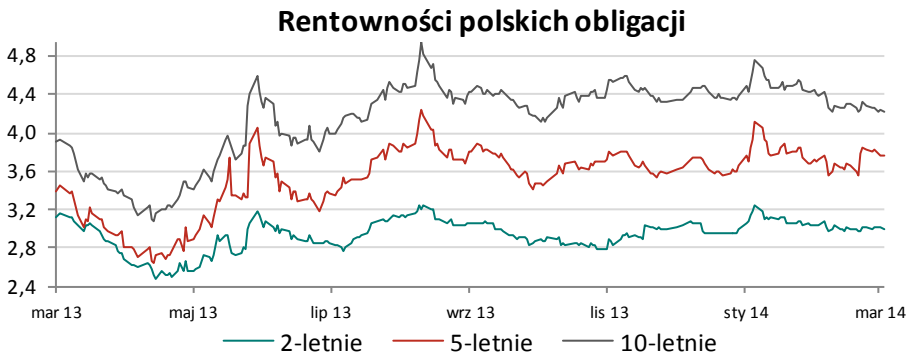


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1686 (umocnienie złotego o 0,6%). Przez cały ubiegły tydzień, w związku ze wzrostem apetytu na ryzyko wywołanym przez stabilizację sytuacji na Ukrainie oraz brak sankcji gospodarczych względem Rosji, mieliśmy do czynienia z aprecjacją złotego. Kurs EURPLN dodatkowo wyraźnie obniżył się w reakcji na słabszy od oczekiwań finalny odczyt amerykańskiego PKB w IV kw. Krajowe, lepsze od konsensusu rynkowego dane nt. sprzedaży detalicznej oraz stopy bezrobocia były lekko pozytywne dla złotego, jednakże z uwagi na fakt, iż kurs polskiej waluty zdominowany był przez czynniki globalne, ich wpływ miał krótkotrwały charakter.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem z punktu widzenia kształtowania się kursu złotego będzie czwartkowa decyzja. Do tego czasu możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynku, szczególnie gdy poniedziałkowy odczyt inflacji w strefie euro okaże się niższy od oczekiwań. W przypadku realizacji naszego scenariusza, zgodnie z którym EBC obniży główną stopę procentową o 10 pb, oczekujemy aprecjacji złotego. We wtorek poznamy dane nt. koniunktury w chińskim przetwórstwie (finalny odczyt indeksu HSBC PMI oraz odczyt oficjalnego indeksu PMI), które w naszej ocenie będą lepsze od oczekiwań rynku, co może przyczynić się do umocnienia złotego. We wtorek poznamy także nieco słabszy odczyt

indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa, jednakże uważamy, iż będzie on neutralny dla kursu złotego. W piątek opublikowane zostaną dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA, które w przypadku realizacji naszej prognozy, wyższej od oczekiwań rynku, mogą spowodować osłabienie złotego.

Czy decyzja EBC zwiększy popyt na polski dług?



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich nie zmieniły się i wyniosły 3,007, obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 3,7600 (spadek o 7pb), a obligacji 10-letnich obniżyły się do poziomu 4,236 (spadek o 4pb). Przez większość tygodnia, w związku ze wzrostem apetytu na ryzyko wywołanym przez stabilizację sytuacji na Ukrainie oraz brak sankcji gospodarczych względem Rosji, mieliśmy do czynienia z wzrostem cen polskiego długu, szczególnie w przypadku obligacji o średnich i długich terminach zapadalności. W kierunku spadku rentowności polskich obligacji oddziaływał także wyższy popyt ze strony inwestorów zagranicznych, gdyż na rynkach zwiększyły się obawy, iż EBC na czwartkowym posiedzeniu zdecyduje się obniżyć główną stopę procentową. Krajowe, lepsze od oczekiwań dane nt. sprzedaży detalicznej oraz stopy bezrobocia okazały się lekko negatywne dla polskiego długu.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie czwartkowa decyzja EBC nt. wysokości stóp procentowych. Do tego czasu możemy mieć do czynienia z jego podwyższoną zmiennością, szczególnie gdy poniedziałkowy odczyt inflacji w strefie euro okaże się niższy od oczekiwań. W przypadku realizacji naszego scenariusza, zgodnie z którym EBC obniży główną stopę procentową o 10 pb, oczekujemy spadku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej. We wtorek poznamy dane nt. koniunktury w chińskim przetwórstwie (finalny odczyt indeksu HSBC PMI oraz odczyt oficjalnego indeksu PMI), które w naszej ocenie będą lepsze od oczekiwań rynku, co może przyczynić się do dalszego wzrostu wartości polskich obligacji. W piątek poznamy dane z amerykańskiego rynku pracy. W przypadku realizacji naszej prognozy wyższej od konsensusu rynkowego, możemy mieć do czynienia ze spadkiem cen polskiego długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	**2,50**
Kurs EURPLN*	4,17	4,16	4,28	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	**4,18**	**4,16**
Kurs USDPLN*	3,25	3,16	3,28	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	**3,05**	**3,06**
Kurs CHFPLN*	3,43	3,40	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	**3,43**	**3,41**
Inflacja CPI (r/r, %)	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	**0,6**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,8	0,9	**0,9**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	**5,9**	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	**-1,2**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	**5,9**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	**3,5**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	**0,5**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	14,3	14,0	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	**13,6**	
Saldo ROB (mln EUR)	-272	569	-176	100	-661	-533	-877	-213	-957	-843	-1135	**-952**		
Eksport (r/r, %, EUR)	-1,2	11,0	0,3	5,4	6,6	1,9	8,1	0,7	1,7	10,6	10,6	**9,7**		
Import (r/r, %, EUR)	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	2,8	-0,9	3,2	2,8	-0,7	1,6	6,6	**9,5**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2013				2014				2012	2013	2014	2015
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (%, r/r)		0,5	0,8	1,9	2,7	**3,0**	**3,2**	**3,3**	**3,5**	1,9	1,6	**3,3**	**3,8**
Konsumpcja (%, r/r)		0,0	0,2	1,0	2,1	**2,2**	**2,4**	**2,5**	**2,7**	1,2	0,8	**2,1**	**2,9**
Inwestycje (%, r/r)		-2,1	-3,2	0,6	1,3	**1,8**	**2,9**	**5,0**	**6,4**	-1,7	-0,4	**3,8**	**8,0**
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		1,3	3,2	6,4	6,3	**6,5**	**6,8**	**6,5**	**6,4**	3,9	4,3	**7,3**	**7,0**
Import (ceny stałe, %, r/r)		-1,6	-1,9	3,4	2,9	**3,6**	**4,7**	**5,6**	**6,6**	-0,7	0,7	**5,5**	**7,0**
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	0,1	0,6	1,1	**1,5**	**1,4**	**1,5**	**1,4**	0,8	0,5	**1,5**	**1,7**
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,6	0,1	0,4	**0,2**	**0,5**	**0,9**	**1,7**	-0,3	0,0	**0,8**	**1,5**
	Eksport netto (pp.)	1,3	2,5	1,4	1,5	**1,5**	**1,2**	**0,6**	**0,0**	2,0	1,7	**0,8**	**0,2**
Saldo obrotów bieżących***		-3,1	-2,3	-1,9	-1,5	**-1,4**	**-2,1**	**-2,3**	**-2,3**	-3,4	-1,5	**-2,3**	**-3,1**
Stopa bezrobocia (%)**		14,3	13,2	13,0	13,4	**13,6**	**12,8**	**12,6**	**12,8**	13,4	13,4	**12,8**	**12,5**
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		2,6	3,3	4,0	3,6	**3,6**	**3,6**	**3,9**	**3,8**	3,7	3,4	**3,7**	**4,2**
Inflacja CPI(%)*		1,3	0,5	1,1	0,7	**0,8**	**1,3**	**1,2**	**1,6**	3,7	0,9	**1,3**	**2,6**
Wibor 3-miesięczny (%)**		3,39	2,73	2,67	2,71	**2,71**	**2,71**	**2,88**	**3,04**	4,11	2,71	**3,04**	**4,03**
Stopa referencyjna NBP (%)**		3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	**2,50**	**2,50**	**2,75**	4,25	2,50	**2,75**	**3,75**
EURPLN**		4,17	4,32	4,22	4,15	**4,18**	**4,15**	**4,10**	**4,05**	4,09	4,15	**4,05**	**3,85**
USDPLN**		3,25	3,32	3,12	3,02	**3,05**	**3,07**	**3,08**	**3,12**	3,08	3,02	**3,12**	**3,08**

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 31.03.2014r.				
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	0,7	0,5	0,6
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Marzec	59,8		59,0
		Wtorek 01.04.2014r.				
3:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	48,1	48,4	48,1
9:00	**Polska**	**Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)**	**Marzec**	**55,9**	**55,7**	
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	53,8	53,8	53,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	53,0	53,0	53,0
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Luty	12,0	12,0	12,0
15:43	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	55,5		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	53,2	53,8	54,0
		Środa 02.04.2014r.				
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	-1,4		-1,6
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Marzec	139		193
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Luty	-0,7	1,3	1,2
		Czwartek 03.04.2014r.				
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Marzec	52,4	52,4	52,4
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	1,6		-0,6
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Kwiecień	0,25	0,15	0,25
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	311		316
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Marzec	54,6		55,2
		Piątek 04.04.2014r.				
12:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Luty	1,2		0,1
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Marzec	6,7	6,6	6,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Marzec	175	225	200

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.
** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI	Główny Ekonomista	tel.: 22 573 18 40	jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krystian JAWORSKI	Ekonomista	tel.: 22 573 18 41	krystian.jaworski@credit-agricole.pl
	Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny "MAKROmapa" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau:		mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.