RPP obniży stopy w trzecim kwartale

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na piątek publikacja majowej inflacji CPI w Polsce.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen wzrosła do 0,5% r/r wobec 0,3% w kwietniu. W kierunku zwiększenia inflacji oddziaływał efekt niskiej bazy sprzed roku w kategorii „paliwa" oraz wzrost inflacji bazowej, który nie został w pełni skompensowany przez spadek dynamiki cen żywności. W przypadku realizacji naszej prognozy, wyższej od oczekiwań rynkowych (0,4%), złoty może się umocnić, a ceny polskich obligacji mogą się obniżyć.
- **W piątek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację danych z Chin.** Oczekujemy, że roczne dynamiki sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej i inwestycji w aglomeracjach miejskich ukształtowały się w maju na poziomach zbliżonych do ubiegłego miesiąca. Tym samym dane z realnej sfery gospodarczej potwierdzą tendencje obserwowane w badaniach koniunktury – osiągnięcie przez Chiny dołka spowolnienia na przełomie I i II kw. br. Oczekujemy, że taki scenariusz został już w dużym stopniu zdyskontowany przez rynek, a tym samym piątkowa publikacja danych z Chin nie spotka się ze znaczącą reakcją inwestorów.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,8% m/m w maju wobec o 0,1% w kwietniu, co było częściowo wynikiem wyższej sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Po wyłączeniu tej kategorii wzrosła ona o 0,3% m/m wobec braku zmian w kwietniu. Ponadto opublikowane zostaną wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Oczekujemy, że wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan wzrósł w czerwcu do 83,0 pkt. wobec 81,9 pkt. w maju. Do poprawy nastrojów gospodarstw domowych przyczyniły się lepsze warunki na giełdach oraz stabilizacja cen paliw. Dobre sygnały dotyczące kształtowania się warunków makroekonomicznych w USA będą wsparciem dla naszego scenariusza zakładającego dalsze ograniczenie programu QE3 o 10 mld USD na kolejnych posiedzeniach FOMC.
- **W piątek opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego w kwietniu.** Oczekujemy kolejnej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących (569 mln EUR wobec 517 mln EUR w marcu), będącej wynikiem przede wszystkim wyższego salda obrotów towarowych (683 mln EUR wobec 475 mln EUR w marcu). Naszym zdaniem dane będą lekko pozytywne dla złotego i neutralne dla rynku długu.

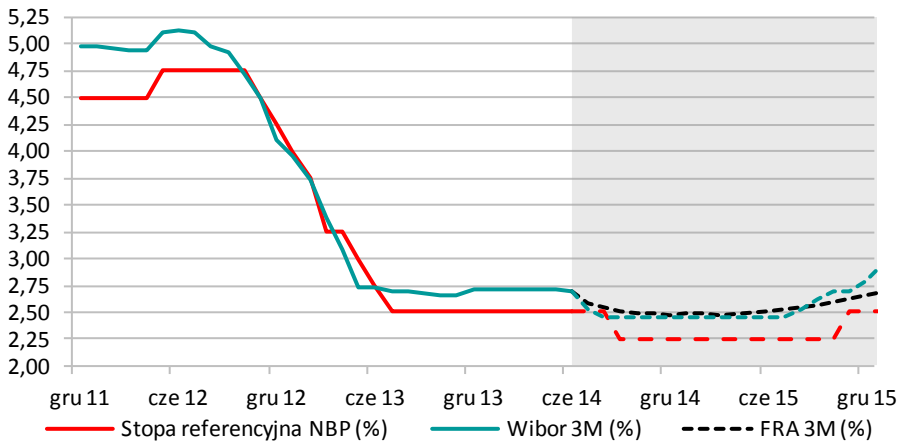
W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami EBC zdecydował się na dalsze łagodzenie polityki monetarnej poprzez wykorzystanie szeregu narzędzi.** Pierwszym z nich była obniżka głównej stopy procentowej o 15pb do poziomu 0,10%. Obniżone zostały także stopa depozytowa (z 0,00% do -0,10%) oraz stopa lombardowa (z 0,40% do 0,75%). EBC ogłosił również uruchomienie programu TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operations). Wartość planowanego ukierunkowanego LTRO ma wynieść 400 mld EUR przy zapadalności do 2018 r. Program zostanie wdrożony w dwóch etapach: we wrześniu i grudniu 2014 r. W komunikacie po posiedzeniu M. Draghi zasygnalizował także, iż zintensyfikowane zostały przygotowania do ewentualnego rozpoczęcia programu luzowania ilościowego w formie bezpośredniego skupu instrumentów ABS (Asset Backed Securities). Decyzja EBC oddziałuje w kierunku zwiększonego popytu na polskie obligacje i umocnienie złotego.
- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w maju o 217 tys. wobec 282 tys. w kwietniu (rewizja w dół z 288 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+63 tys.), usługach biznesowych (+55 tys.) oraz turystyce i rekreacji (+39 tys.). Z kolei jedyną branżą, w której zredukowano zatrudnienie były usługi informacyjne (-5,0 tys.). Stopa

bezrobocia w maju nie zmieniła się w stosunku do kwietnia i wyniosła 6,3%. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks ISM dla przemysłu wzrósł w maju do 55,4 pkt. wobec 54,9 pkt. w kwietniu. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje dalszy wzrost składowych dot. produkcji i nowych zamówień, świadczący o trwałości ożywienia w amerykańskim przetwórstwie. Dobre dane z amerykańskiego rynku pracy i wyniki badań koniunktury stanowią argument za dalszym ograniczaniem skali programu QE3 przez FED.

- **Nadwyżka w chińskim bilansie płatniczym wyniosła w maju 35,92 mld USD wobec 18,45 mld USD w kwietniu.** Złożyła się na to wyższa dynamika eksportu (7,0% r/r w maju wobec 0,9% w kwietniu) przy jednoczesnym spadku dynamiki importu (-1,6% r/r wobec 0,8%). Dane wskazują, iż podczas gdy zauważalne jest już ożywienie eksportu, popyt wewnętrzny pozostaje słaby. Prognozujemy, że wzrost PKB w Chinach wyniesie w 2014 r. 7,4% wobec 7,7% w 2013 r.
- **Indeks PMI w polskim przetwórstwie przemysłowym spadł w maju do 50,8 pkt. wobec 52,0 pkt. w kwietniu.** Zmniejszenie wartości wskaźnika PMI nastąpiło przy spadku trzech z pięciu jego składowych (dotyczących bieżącej produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia). Niepokojącym sygnałem jest spadek subindeksu dotyczącego nowych zamówień eksportowych poniżej granicy 50 pkt. a więc poziomu oddzielającego wzrost od spadku aktywności. Dlatego też dane te stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w II kw. obniży się do 3,3% r/r (z ryzykiem w dół dla tej prognozy) wobec 3,4% w I kw.
- **Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie (stopa referencyjna wynosi 2,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę zawartą w komunikacie sprzed miesiąca, że w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury przy jednocześnie ograniczonej presji inflacyjnej. Rada utrzymała również horyzont stabilnych stóp procentowych (*forward guidance*), które w jej ocenie powinny pozostać niezmienione co najmniej do końca III kw. br., sygnalizując jednocześnie spadek prawdopodobieństwa jego wydłużenia. Ponadto, prezes NBP M. Belka poinformował, że w dalszej perspektywie Rada nie wyklucza rozluźnienia polityki monetarnej (por. MAKROpuls z 03.06.2014). **W związku z powyższym zdecydowaliśmy się zrewidować nasz scenariusz stóp procentowych NBP.** Obecnie uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest jednorazowe dostosowanie stóp procentowych we wrześniu (obniżka o 25 pb.), po którym stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie (2,25%) do listopada 2015 r. (patrz poniżej).

RPP obniży stopy w trzecim kwartale



W ubiegłym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej komunikowała się w zaskakująco gołębim tonie. Rada utrzymała wprawdzie horyzont stabilnych stóp procentowych (*forward guidance*), które w jej ocenie "*powinny pozostać niezmienione do końca trzeciego kwartału br.*". RPP zasygnalizowała jednak spadek prawdopodobieństwa wydłużenia horyzontu *forward guidance*, rezygnując z zastosowanego przed miesiącem sformułowania "*w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału*". Naszym zdaniem, zmiana nastawienia Rady została spowodowana przede wszystkim niskim odczytem kwietniowej inflacji i związanym z tym wzrostem

ryzyka przejściowej deflacji w miesiącach letnich. Znalazło to odzwierciedlenie w zmianie treści komunikatu po posiedzeniu, w którym napisano, że w najbliższych kwartałach "*presja inflacyjna będzie bardzo niska*". W komunikacie po majowym posiedzeniu była mowa o "*ograniczone*j" presji inflacyjnej" (por. MAKROpuls z 03.06.2014). Poprzez taką zmianę komunikacji RPP zasygnalizowała możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej.

Scenariusz wystąpienia przejściowej deflacji w miesiącach letnich jest bardzo prawdopodobny – oczekujemy, że w sierpniu i wrześniu roczny wskaźnik inflacji ukształtuje się poniżej granicy 0,0%. W kierunku spadku inflacji będą oddziaływały m.in. niska inflacja w strefie euro, niższe ceny żywności (będące wynikiem rosyjskiego embarga oraz dobrych zbiorów owoców i warzyw) oraz silniejsze niż zakładaliśmy złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC na ubiegłotygodniowym posiedzeniu, oddziałujące w kierunku szybszego niż oczekiwaliśmy umocnienia złotego. Uważamy, że krótkoterminowe perspektywy inflacji, w tym wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia deflacji skłonią Radę do obniżki stóp procentowych o 25 pb. we wrześniu br. (na tym posiedzeniu Rada będzie dysponowała już ekspercką prognozą sierpniowej inflacji, wskazującą najprawdopodobniej na spadek cen w ujęciu rocznym). Obecnie rynek kontraktów FRA wycenia obniżkę stóp procentowych o ok. 20 pb.

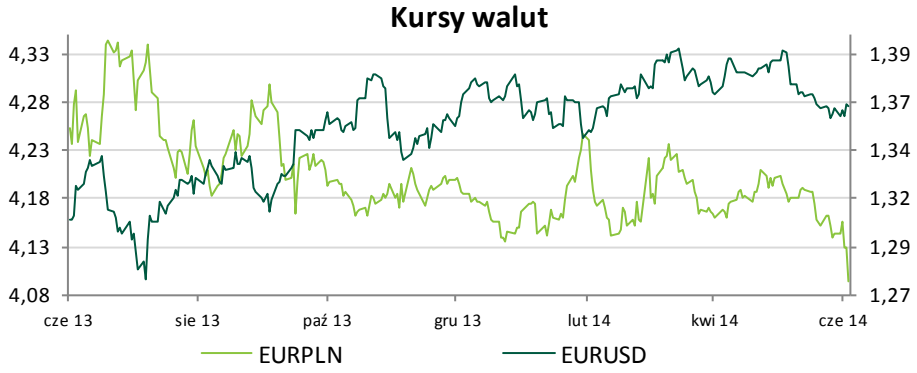
Naszym zdaniem, obniżka stóp będzie podyktowana obawami o zmniejszenie wiarygodności władz monetarnych. Niepodjęcie decyzji o dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej w warunkach nawet przejściowej deflacji i długotrwałego utrzymywania się inflacji poniżej 1% może być przez rynki zinterpretowane jako brak determinacji Rady w realizacji celu inflacyjnego. Ponadto, w przypadku utrzymywania się bardzo niskiej inflacji (lekkiej deflacji) i braku reakcji RPP, może dojść do zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych sektora prywatnego na bardzo niskim poziomie, co dodatkowo utrudni osiągnięcie celu inflacyjnego w przyszłości.

Kolejnym czynnikiem uzasadniającym reakcję RPP jest silniejsze niż oczekiwaliśmy złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC na ubiegłotygodniowym posiedzeniu (nasz scenariusz bazowy zakładał tylko obniżkę głównej stopy procentowej). Decyzja EBC zwiększyła dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro, oddziałując tym samym w kierunku silniejszego napływu kapitału portfelowego (*carry trade*). Czynnikiem wspierającym te transakcje jest obserwowana w ostatnim czasie stabilizacja kursu złotego. Obniżka stóp przez RPP będzie czynnikiem hamującym aprecjację złotego, ograniczając tym samym jej antyinflacyjny wpływ.

Oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu gospodarczego w II kw. br. do 3,3% r/r (z ryzykiem w dół sygnalizowanym przez majowe dane o PMI) wobec 3,4% w I kw. będzie dla Rady dodatkowym argumentem za jednorazowym łagodzeniem polityki pieniężnej.

W świetle powyższych czynników uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest jednorazowe dostosowanie stóp procentowych we wrześniu (obniżka o 25 pb.). Wariant alternatywny polegający na obniżeniu stóp procentowych już w lipcu br. (w odpowiedzi na wyniki lipcowej projekcji inflacji, która zapewne potwierdzi wysokie ryzyko przejściowej deflacji w III kw.) jest naszym zdaniem mało prawdopodobny – wskazuje na to utrzymanie przez RPP *forward guidance* do końca III kw. Zgodnie z naszą prognozą, po jednej obniżce, stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie (2,25%) do listopada 2015 r. Łagodna polityka pieniężna będzie oddziaływała w kierunku wolniejszej aprecjacji złotego. Oczekujemy, że kurs EURPLN wyniesie 4,15 na koniec br. i 3,90 na koniec 2015 r.

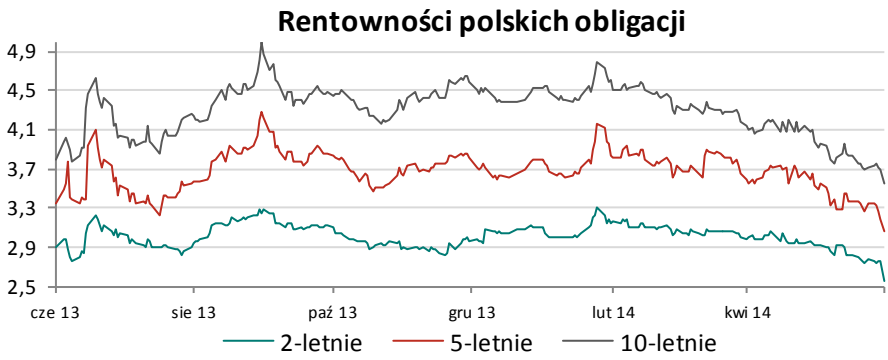
Inflacja w Polsce w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,0940 (umocnienie o 1,2%). Przez cały ubiegły tydzień złoty umacniał się w związku z oczekiwaniami inwestorów na rozluźnienie polityki pieniężnej przez EBC. Decyzja banku centralnego (obniżka głównej stopy procentowej i stopy depozytowej oraz uruchomienie programu TLTRO), poprzez zwiększenie popytu na polski dług, przyczyniła się do silnej aprecjacji złotego, dzięki czemu kurs EURPLN osiągnął najniższą wartość od stycznia 2013 r.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie piątkowa publikacja danych nt. inflacji w Polsce. W przypadku realizacji naszej prognozy, wyższej od oczekiwań rynku złoty może się umocnić, gdyż zmniejszą się oczekiwania inwestorów na ewentualne dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez RPP. Piątkowe dane nt. polskiego bilansu płatniczego nie spotkają się w naszej ocenie z reakcją rynku. W piątek poznamy także liczne odczyty z chińskiej gospodarki (inwestycje w aglomeracjach miejskich, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna). Choć oczekujemy sygnałów świadczących o poprawie koniunktury w Chinach, zostały już one zdyskontowane przez rynek, dlatego też nie spodziewamy się jego znaczącej reakcji. W całym tygodniu możemy mieć do czynienia z podwyższonym popytem na polski dług w związku z ubiegłotygodniową decyzją EBC, co może dodatkowo oddziaływać w kierunku umocnienia złotego.

Popyt na polskie obligacje będzie dalej rosnąć



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,507 (spadek o 23pb), obligacji 5-letnich do poziomu 3,022 (spadek o 28pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,504 (spadek o 17pb). Odnotowany w ostatnich dniach silny wzrost popytu na polskie obligacje był związany z czwartkową decyzją EBC o dalszym łagodzeniu polityki monetarnej przez EBC, co spowodowało spadek ich rentowności na całej długości krzywej. W czwartek miała też miejsce udana aukcja polskich obligacji o 10-, 11-, 14-letnich terminach zapadalności (po przeprowadzonym przetargu rentowności obligacji na długim końcu krzywej obniżyły się).

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie piątkowa publikacja danych nt. inflacji w Polsce. W przypadku realizacji naszej prognozy, wyższej od oczekiwań rynku, może dojść do wzrostu rentowności polskich obligacji, gdyż zmniejszą się oczekiwania inwestorów na ewentualne dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez RPP. Piątkowe dane nt. polskiego bilansu płatniczego i dane z chińskiej gospodarki nie spotkają się w naszej ocenie z reakcją rynku. W całym tygodniu możemy mieć do czynienia z podwyższonym popytem na polski dług w związku z dalszym złagodzeniem polityki monetarnej przez EBC.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Kurs EURPLN*	4,28	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	**4,11**
Kurs USDPLN*	3,28	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	**3,02**
Kurs CHFPLN*	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	**3,37**
Inflacja CPI (r/r, %)	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	**0,5**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	**0,9**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	**4,8**	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	**-0,7**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	**6,9**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	**4,0**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	**0,7**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	**12,6**	
Saldo ROB (mln EUR)	-176	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-825	-463	517	**569**		
Eksport (r/r, %, EUR)	0,3	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,7	5,7	10,9	**6,7**		
Import (r/r, %, EUR)	-6,1	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	6,9	3,1	**6,6**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2014				2015				2013	2014	2015
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		3,4	**3,3**	**3,7**	**3,8**	**4,0**	**3,9**	**3,9**	**4,0**	1,6	**3,5**	**4,0**
Konsumpcja (%, r/r)		2,6	**2,7**	**2,9**	**3,1**	**2,8**	**3,3**	**3,4**	**3,5**	0,8	**2,8**	**3,2**
Inwestycje (%, r/r)		10,7	**8,0**	**8,9**	**9,6**	**10,3**	**11,8**	**12,5**	**13,2**	-0,2	**9,2**	**12,0**
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		7,6	**7,8**	**8,0**	**8,1**	**8,3**	**8,5**	**8,7**	**8,9**	4,6	**7,9**	**8,6**
Import (ceny stałe, %, r/r)		6,9	**7,8**	**8,3**	**8,9**	**9,5**	**10,0**	**11,7**	**13,9**	1,2	**8,0**	**11,3**
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,7	**1,7**	**1,8**	**1,6**	**1,8**	**2,0**	**2,1**	**1,8**	0,5	**1,7**	**2,0**
	Inwestycje (pp.)	1,2	**1,3**	**1,6**	**2,5**	**1,3**	**2,0**	**2,3**	**3,7**	0,0	**1,7**	**2,6**
	Eksport netto (pp.)	0,5	**0,3**	**0,1**	**-0,2**	**-0,3**	**-0,4**	**-1,2**	**-2,1**	1,6	**0,2**	**-1,3**
Saldo obrotów bieżących***		-0,9	**-1,1**	**-1,4**	**-1,8**	**-2,0**	**-1,8**	**-2,0**	**-2,2**	-1,3	**-1,8**	**-2,2**
Stopa bezrobocia (%)**		13,5	**12,7**	**12,1**	**12,4**	**13,2**	**12,2**	**11,7**	**12,0**	13,4	**12,4**	**12,0**
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		4,2	**4,0**	**4,0**	**4,3**	**3,6**	**3,7**	**4,3**	**4,6**	3,4	**4,1**	**4,1**
Inflacja CPI(%)*		0,6	**0,5**	**0,1**	**0,5**	**1,0**	**1,4**	**1,9**	**1,9**	0,9	**0,5**	**1,6**
Wibor 3-miesięczny (%)**		2,71	**2,70**	**2,45**	**2,45**	**2,45**	**2,45**	**2,62**	**2,78**	2,71	**2,45**	**2,78**
Stopa referencyjna NBP (%)**		2,50	**2,50**	**2,25**	**2,25**	**2,25**	**2,25**	**2,25**	**2,50**	2,50	**2,25**	**2,50**
EURPLN**		4,17	**4,11**	**4,15**	**4,15**	**4,08**	**4,03**	**4,00**	**3,90**	4,15	**4,15**	**3,90**
USDPLN**		3,03	**3,02**	**3,03**	**3,14**	**3,14**	**3,12**	**3,13**	**3,07**	3,02	**3,14**	**3,07**

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

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 09.06.2014r.				
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Czerwiec	12,8		13,2
		Wtorek 10.06.2014r.				
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	-2,0	-1,5	-1,5
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Maj	1,8	2,1	2,4
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Kwiecień	1,1		0,5
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Kwiecień	1,4		0,8
		Czwartek 12.06.2014r.				
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	-0,3	0,3	0,4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	0,1	0,8	0,6
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Kwiecień	0,4	0,0	0,4
		Piątek 13.06.2014r.				
7:30	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Maj	11,9	12,2	12,1
7:30	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	8,7	8,9	8,8
7:30	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Maj	17,3	17,1	17,1
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	I kw.	-0,5		
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (% r/r)**	**Maj**	**5,4**	**5,6**	**5,5**
14:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Maj**	**0,3**	**0,5**	**0,4**
14:00	**Polska**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)**	**Kwiecień**	**517**	**569**	**461**

* 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.