

Deflacja w lecie coraz bardziej prawdopodobna

W tym tygodniu

- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie czwartkowa publikacja wstępnych majowych wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że wstępny odczyt indeksu PMI Composite w strefie euro zwiększy się do 54,4 pkt. w maju wobec 54,0 pkt. w kwietniu. Naszym zdaniem na wzrost wskaźnika złożyła się poprawa koniunktury we Francji oraz lekkie pogorszenie nastrojów w Niemczech. W piątek poznamy odczyt indeksu Ifo, obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że obniżył się on nieznacznie z 111,2 pkt. do 111,0 pkt. w maju, wskazując tym samym na stabilizację koniunktury w niemieckiej gospodarce. W naszej ocenie dane o wstępnych wskaźnikach PMI w strefie euro mogą przyczynić się do lekkiego osłabienia złotego.
- **W środę opublikowane zostaną Minutes z ostatniego posiedzenia FOMC.** W opisie dyskusji najistotniejszą informacją będą szczegóły dotyczące warunków utrzymywania stóp procentowych na niezmiennym poziomie (*forward guidance*). Ewentualne nowe informacje na ten temat mogą przyczynić się do podwyższonej zmienności na rynkach.
- **W tym tygodniu poznamy również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.** Oczekujemy, że sprzedaż nowych domów silnie wzrosła o 10,2% m/m w kwietniu z 384 tys. w marcu (efekt niskiej bazy). Z kolei sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się w kwietniu o 0,6% m/m do 4,62 mln. Dobre dane z USA będą oddziaływały w kierunku osłabienia złotego i spadku cen polskich obligacji.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną kwietniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że zatrudnienie wzrosło o 0,8% r/r wobec 0,5% w marcu. Z kolei przeciętne wynagrodzenie wzrosło w kwietniu o 3,6% r/r wobec 4,8%. Dane wskażą zatem na kontynuację trendu wzrostowego dla rocznej dynamiki zatrudnienia. W kierunku spowolnienia wzrostu płac będzie oddziaływało m.in. ustąpienie efektu związanego z wypłatami premii w branży tytoniowej. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w II kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **We wtorek poznamy dane o kwietniowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, iż wzrosła ona o 5,0% r/r wobec 5,4% w marcu. Wyraźny spadek wskaźnika koniunktury w przetwórstwie (PMI) w kwietniu stanowi wsparcie dla naszej prognozy spowolnienia produkcji przemysłowej. Naszym zdaniem publikacja danych o produkcji będzie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

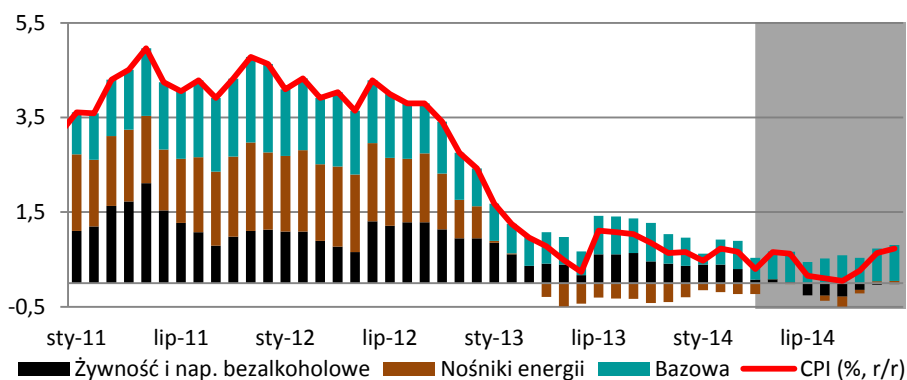
W zeszłym tygodniu

- **Kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro w I kw. br. pozostało na niezmiennym poziomie w stosunku do IV kw. 2013 r. i wyniosło 0,2%.** Złożyły się na to m.in. wyższe tempo wzrostu gospodarczego w Niemczech (0,8% kw/kw w I kw. wobec 0,4% w IV kw. ub. r.) i niższa dynamika PKB we Francji (0,0% wobec 0,3%). Pesymistycznym sygnałem płynącym z danych jest spowolnienie w południowych państwach strefy euro. Ponownie ujemne kwartalne dynamiki PKB odnotowano bowiem we Włoszech (-0,1% wobec 0,1% w IV kw.) oraz Portugalii (-0,7% wobec 0,5%). Dane o PKB wskazują, że wzrost gospodarczy strefie euro w I kw. charakteryzował się wciąż dużym zróżnicowaniem pod względem geograficznym. Uważamy, że różnice te ulegną zmniejszeniu w II kw. br., a południowe kraje strefy euro odnotują nieujemną dynamikę PKB, co sygnalizują również wskaźniki PMI.
- **Miesięczne dane z Chin wskazały na kontynuację spowolnienia w tej gospodarce.** Dynamika

inwestycji w aglomeracjach miejskich obniżyła się z 17,6% r/r w marcu do 17,3% w kwietniu, produkcji przemysłowej z 8,8% do 8,7%, a sprzedaży detalicznej z 12,2% do 11,9%. Niewielka skala spowolnienia w kwietniu sygnalizuje, iż Chiny najprawdopodobniej osiągnęły dołek aktywności gospodarczej na przełomie I i II kw. br. W kierunku poprawy koniunktury w najbliższych miesiącach oddziaływać będzie uruchomienie przez rząd pakietu stymulującego popyt wewnętrzny, jednakże w naszej ocenie jego wpływ zmaterializuje się dopiero w II poł. br. Takie tendencje zasygnalizuje również czwartkowa publikacja wstępnego indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa. Oczekujemy, że jego wartość zwiększyła się tylko nieznacznie do 48,3 pkt. w maju wobec 48,1 pkt. w kwietniu.

- ▬ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z realnej sfery gospodarki USA.** Sprzedaż detaliczna spowolniła w kwietniu do 0,1% m/m wobec 1,5% w marcu, co w dużej mierze spowodowane było efektem wysokiej bazy sprzed miesiąca – w marcu sprzedaż detaliczna wzrosła najsilniej od marca 2010 r. Spadek odnotowała natomiast produkcja przemysłowa, która zmniejszyła się w kwietniu o 0,6% m/m wobec wzrostu o 0,9% w marcu. Pomimo miesięcznego spadku, produkcja przemysłowa wzrosła w ujęciu rocznym o 3,5%. Z kolei liczba rozpoczętych budów domów wzrosła w kwietniu do 1072 tys. wobec 947 tys. w marcu, podczas gdy liczba nowych pozwoleń na budowę wyniosła 1080 tys. wobec 997 tys. w marcu. Dobre dane z realnej sfery gospodarki w połączeniu z majowymi indeksami koniunktury sygnalizującymi poprawę w amerykańskim przetwórstwie (Philadelphia Fed i Empire State) wskazują, że w najbliższym czasie możemy oczekiwać kontynuacji ożywienia w USA.
- ▬ **Tempo wzrostu PKB Polsce w I kw. 2014 r. wyniosło 3,3% r/r wobec 2,7% w IV kw.** W ujęciu kwartalnym, oczyszczone z wpływu czynników sezonowych tempo wzrostu PKB przyśpieszyło do 1,1% z 0,6% w IV kw. ub. r. Dane o PKB potwierdzają, że polska gospodarka znajduje się w fazie wyraźnego ożywienia. Na uwagę zasługuje fakt, iż po raz pierwszy od I kw. 2012 r. jego głównym źródłem jest popyt wewnętrzny, który skompensował malejący wkład eksportu netto.
- ▬ **W marcu odnotowano nadwyżkę na rachunku bieżącym (517 mln EUR wobec -463 mln EUR w lutym).** W kierunku wzrostu salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływały przede wszystkim wyższe saldo transferów z Unią Europejską oraz nadwyżka w bilansie handlowym (475 mln EUR wobec 303 mln EUR). Dynamika eksportu wzrosła z 5,7% r/r w lutym do 10,9% w marcu, co prawdopodobnie odzwierciedlało wzrost popytu ze strefy euro. Z kolei dynamika importu obniżyła się z 6,9% r/r do 3,1%. Szacujemy, że obliczona dla czterech kwartałów relacja salda bilansu płatniczego do PKB zwiększyła się do -0,9% w I kw. z -1,3% w IV kw. Oczekujemy, iż dalsze stopniowe ożywienie popytu krajowego w najbliższych kwartałach przyczyni się do zwiększenia relacji deficytu w obrotach bieżących do PKB, jednakże pozostanie ona na relatywnie niskim poziomie, co będzie czynnikiem stabilizującym kurs złotego.
- ▬ **Inflacja CPI w Polsce spadła w kwietniu do 0,3% r/r wobec 0,7% w marcu.** Analizę tendencji zmian cen w kolejnych miesiącach przedstawiliśmy poniżej.

Deflacja w lecie coraz bardziej prawdopodobna



Opublikowany w ubiegłym tygodniu odczyt inflacji w kwietniu (0,3% r/r) ukształtował się znacząco poniżej oczekiwań rynkowych (0,6%) i naszej prognozy (0,5%). Do spadku inflacji przyczyniło się przede wszystkim spowolnienie wzrostu cen żywności oraz spadek inflacji bazowej (por. MAKROpuls z 14.05.2014). Dane te wskazują na istotne zmniejszenie presji

inflacyjnej w Polsce. W związku powyższym przeanalizowaliśmy tendencje zmian cen w kolejnych miesiącach i zrewidowaliśmy naszą krótkoterminową prognozę inflacji w Polsce.

Uważamy, że w maju inflacja wzrosła do 0,7% r/r głównie ze względu na efekt niskiej bazy sprzed roku w kategoriach „paliwa” oraz „łączność” (obniżki cen w związku z wprowadzaniem nowych ofert na rynku telefonii stacjonarnej). Miesiąc ten będzie lokalnym maksimum rocznego tempa wzrostu cen. W kolejnych miesiącach oczekujemy stopniowego spadku inflacji. Taka tendencja będzie wypadkową kilka czynników.

Po pierwsze, oczekujemy, że do końca br. roczne tempo wzrostu cen żywności będzie kształtować się na ujemnym poziomie. Będzie to związane z utrzymaniem przez Rosję embarga na import żywności z Polski. Ponadto, oczekujemy wzrostu produkcji drobiu i spadku jego cen. Pod wpływem obniżek cen na rynkach światowych oczekujemy również niższych cen cukru. Spadki cen najprawdopodobniej wystąpią również na światowym i krajowym rynku mleka i przetworów mlecznych. Szacujemy, że oczekiwane przez nas zmiany cen żywności w okresie czerwiec-wrzesień obniżą wskaźnik inflacji CPI o ok. 0,4 pkt. proc.

Po drugie, prognozujemy, że wraz ze stopniowym spadkiem notowań cen ropy naftowej na światowych rynkach do końca br. będziemy mieli do czynienia ze spadkiem cen paliw w ujęciu rocznym. Będzie to oddziaływać w kierunku spadku inflacji w okresie czerwiec-wrzesień (łącznie o ok. 0,25 pkt. proc.).

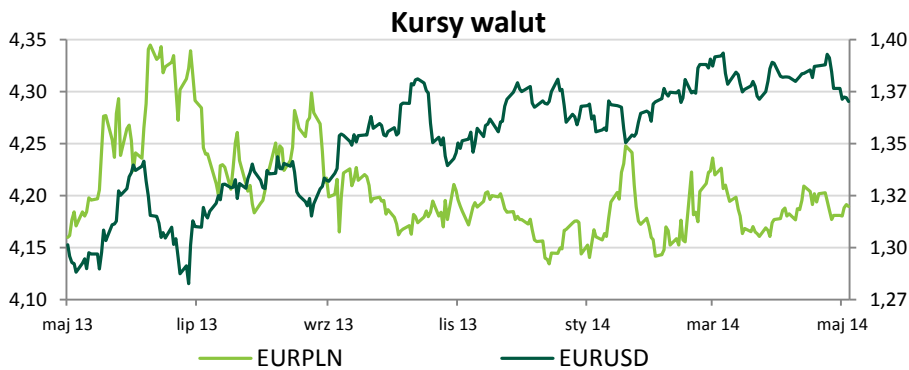
Dodatkowo do silnego spadku inflacji w lipcu przyczynią się efekty wysokiej bazy związane ze zmianą metodologii obliczania cen ziemniaków oraz podwyżką opłat związanych z wywozem nieczystości (w związku z wejściem w życie tzw. "ustawy śmieciowej" - por. MAKROpuls z 14.08.2013). Oczekujemy, że pod wpływem zarysowanych powyżej czynników inflacja osiągnie lokalne minimum równe 0,0% r/r we wrześniu br. Czynnikiem ryzyka w dół dla naszej prognozy inflacji jest rozszerzenie rosyjskiego embarga na import wybranych produktów żywnościowych z Polski oraz możliwość dalszego silnego złagodzenia polityki pieniężnej przez EBC w czerwcu, oddziałującego w kierunku silniejszego niż oczekujemy umocnienia złotego. W przypadku realizacji któregoś z powyższych scenariuszy prawdopodobieństwo wystąpienia deflacji we wrześniu istotnie wzrasta.

Uważamy, że spadek inflacji w miesiącach letnich będzie miał charakter przejściowy, a w grudniu roczna dynamika cen wyniesie 0,7%. W kierunku wzrostu inflacji w IV kw. br. będzie oddziaływał stopniowy wzrost dynamik cen wszystkich trzech składowych (inflacji bazowej, cen nośników energii oraz żywności). Tym samym oczekujemy, że średnioroczne tempo wzrostu cen ukształtuje się w 2014 r. na poziomie 0,5% wobec 0,9% w 2013 r., a w 2015 r. wyniesie 1,6%. Niższa inflacja w br. będzie oddziaływała w kierunku szybszego wzrostu konsumpcji. Jej wyższy wkład do wzrostu PKB zostanie skompensowany jednak przez niższy wkład eksportu netto (efekt przyspieszenia importu). Tym samym nie zmieniliśmy naszej prognozy wzrostu PKB w 2014 r. (3,5%).

Oczekujemy, że pomimo silnego wyhamowania inflacji następującego w warunkach przyspieszającego wzrostu gospodarczego i poprawiającej się sytuacji na rynku pracy Rada Polityki Pieniężnej nie zdecyduje się na obniżki stóp procentowych w 2014 r. Naszą ocenę wspiera ubiegłotygodniowa wypowiedź prezesa NBP, M. Belki, który po publikacji niższej od oczekiwań inflacji mówił, że dane te jedynie odsuwają w czasie moment pierwszej podwyżki stóp procentowych. Uważamy, że takie nastawienie RPP zostanie wyrażone w decyzji o wydłużeniu horyzontu stabilnych stóp procentowych (*forward guidance*) co najmniej do końca br. na posiedzeniu w lipcu. Oczekiwana przez nas niższa inflacja w horyzoncie kilku kwartałów w połączeniu z przedłużającym się kryzysem rosyjsko-ukraińskim stanowią ryzyko dla naszego scenariusza zakładającego pierwszą podwyżkę stóp procentowych w marcu 2015 r. Obecnie coraz bardziej prawdopodobne jest, że RPP zdecyduje się na późniejszy moment zacieśnienia polityki pieniężnej, a skala podwyżek w 2015 r. będzie mniejsza niż wcześniej zakładaliśmy. W kierunku wzrostu prawdopodobieństwa późniejszego rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych przez RPP będzie oddziaływać również dalsze złagodzenie polityki

pieniężnej przez EBC w czerwcu (oczekujemy obniżki głównej stopy procentowej o 10 pb., nie wykluczamy zastosowania również innych narzędzi).

Dane o PMI kluczowe dla kursu złotego

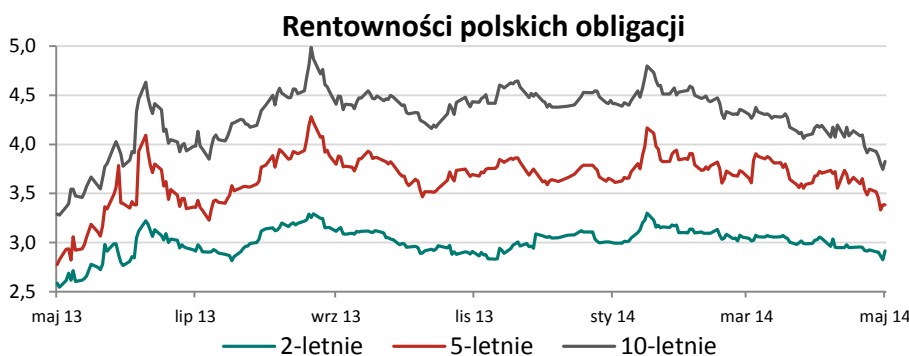


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1897 (osłabienie o 0,2%). W pierwszej części tygodnia kurs złotego pozostawał w lekkim trendzie deprecyjnym. W kierunku osłabienia polskiej waluty oddziaływały m.in. niepokój inwestorów o zaostrzenie konfliktu rosyjsko-ukraińskiego w związku z przeprowadzonymi referendum w

obwodach ługańskim i donieckim oraz niższy od oczekiwań odczyt krajowej inflacji. W czwartek po gorszych od oczekiwań danych o PKB we Francji i strefie euro oraz wyższym od konsensusu odczycie PKB w Polsce kurs EURPLN obniżył się w okolice poziomu 4,17. W piątek polska waluta lekko się umocniła. Skalę aprecjacji ograniczyły dobre dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie czwartkowa publikacja wskaźników koniunktury w strefie euro i Chinach. O ile rynek najprawdopodobniej nie zareaguje na oczekiwany przez nas wzrost indeksu PMI w Chinach, lepsze nastroje w obszarze wspólnej waluty mogą oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Dodatkowym czynnikiem wspierającym deprecjację złotego będą dobre dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Ponadto, publikacja *Minutes* z posiedzenia FOMC może przyczynić się do podwyższonej zmienności złotego. Krajowe dane z rynku pracy i o produkcji przemysłowej w naszej ocenie będą neutralne dla notowań polskiej waluty.

Dane zza granicy mogą osłabić polski dług



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,866 (spadek o 1pb), obligacji 5-letnich do poziomu 3,333 (spadek o 16pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,776 (spadek o 13pb). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej

ze względu na oczekiwania rynku na dalsze łagodzenie polityki przez EBC na posiedzeniu w czerwcu. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen polskiego długu był również wyższy od oczekiwań spadek inflacji w Polsce. W piątek rentowności polskich obligacji lekko wzrosły, wspierane przez dobre dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się cen polskiego długu będzie czwartkowa publikacja wskaźników PMI w strefie euro. Oczekujemy, że publikacja ta może przyczynić się do wzrostu rentowności polskich papierów. Pod koniec tygodnia ceny obligacji mogą dodatkowo obniżyć

się po dobrych danych z amerykańskiego rynku nieruchomości. Krajowe dane z rynku pracy i o produkcji przemysłowej w naszej ocenie będą neutralne dla polskiej waluty. Publikacja *Minutes* z posiedzenia FOMC może spowodować wzrost zmienności cen polskich obligacji.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	maj 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	2,50
Kurs EURPLN*	4,16	4,28	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,20
Kurs USDPLN*	3,16	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
Kurs CHFPLN*	3,40	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,44
Inflacja CPI (r/r, %)	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,8	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,6	
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	6,6	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	14,0	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	12,8	
Saldo ROB (mln EUR)	569	-176	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-825	-572	517		
Eksport (r/r, % EUR)	11,0	0,3	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,7	3,4	10,9		
Import (r/r, % EUR)	1,6	-6,1	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	5,6	3,1		

* 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)	3,3	3,3	3,8	3,9	4,0	3,9	3,9	4,0	1,6	3,5	4,0	
Konsumpcja (% r/r)	2,4	2,6	2,9	3,1	2,8	3,3	3,4	3,5	0,8	2,7	3,2	
Inwestycje (% r/r)	5,7	5,2	5,5	7,1	7,4	7,6	7,4	8,9	-0,2	6,1	8,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,8	9,0	8,3	9,5	8,6	9,1	9,3	11,2	4,6	8,9	9,9	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,0	8,8	8,3	8,9	10,5	8,0	11,7	13,9	1,2	8,0	11,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	1,6	1,8	1,6	1,8	2,0	2,1	1,8	0,5	1,7	1,9
	Inwestycje (pp.)	0,7	0,9	1,0	1,9	0,9	1,3	1,3	2,3	0,0	1,1	1,5
	Eksport netto (pp.)	1,5	0,4	0,2	0,4	-0,8	0,9	-0,8	-0,9	1,6	0,5	-0,2
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	2,72	2,72	2,80	3,22	3,47	3,64	3,80	2,71	2,80	3,80	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,50	2,50	2,50	3,50	
EURPLN**	4,17	4,15	4,10	4,05	4,00	3,95	3,90	3,85	4,15	4,05	3,85	
USDPLN**	3,03	2,99	2,99	3,07	3,08	3,06	3,05	3,03	3,02	3,07	3,03	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 19.05.2014r.						
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	4,8	3,6	4,0
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	0,5	0,8	0,8
Wtorek 20.05.2014r.						
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	-1,3	-0,6	-0,7
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Kwiecień	5,4	5,0	5,0
Środa 21.05.2014r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Marzec	21,9		23,0
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	-8,7		-8,2
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Maj			
Czwartek 22.05.2014r.						
3:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	48,1	48,3	
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	54,1	53,8	54,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Maj	53,1	53,5	53,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	53,4	53,6	53,2
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Maj			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	297		310
15:45	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	55,4		55,6
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Kwiecień	4,59	4,62	4,69
Piątek 23.05.2014r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,8	0,8	0,8
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Maj	111,2	111,0	110,9
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Kwiecień	384	423	425

* 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.