

## W tym tygodniu

- **W tym tygodniu w centrum uwagi rynków będą informacje dotyczące postępów w negocjacjach dotyczących udzielenia pomocy finansowej dla Grecji.** Dzisiaj odbędzie się nadzwyczajny szczyt UE, na którym będą kontynuowane rozmowy dotyczące programu finansowego dla Grecji. Nasz scenariusz bazowy zakłada osiągnięcie porozumienia, jednak nastąpi ono najprawdopodobniej dopiero pod koniec miesiąca, kiedy Grecja będzie musiała spłacić 1,6 mld EUR zadłużenia wobec MFW oraz zakończy się udzielony jej dotychczasowy pakiet pomocowy. Oczekujemy, że wysokie prawdopodobieństwo braku postępu w negocjacjach w tym tygodniu przyczyni się do wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. Czynnikiem ograniczającym wzrost awersji do ryzyka może być podjęta w ubiegłym tygodniu przez EBC decyzja o podniesieniu limitu w ramach awaryjnego finansowania (ELA – *Emergency Liquidity Assistance*) dla greckiego sektora bankowego, co ogranicza ryzyko jego niewypłacalności w przypadku nasilenia odpływu depozytów prywatnych z sektora bankowego.
- **We wtorek opublikowane zostaną wstępne, czerwcowe wskaźniki koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się nieznacznie w czerwcu do 53,4 pkt. wobec 53,6 pkt. w maju, sygnalizując umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty. Na spadek indeksułoży się pogorszenie nastrojów we Francji oraz nieznaczna poprawa koniunktury w Niemczech. Na stabilizację nastrojów w Niemczech najprawdopodobniej wskaże również środowa publikacja czerwcowego indeksu Ifo (108,5 pkt., brak zmian w stosunku do maja). Publikacje wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach mogą być lekko pozytywne dla złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W środę zostanie opublikowany finalny odczyt amerykańskiego PKB w I kw. br. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę do -0,1% wobec -0,7% w drugim szacunku. Do rewizji przyczyniły się przede wszystkim wyższe wkłady eksportu netto i zmiany zapasów. We wtorek poznamy wstępny odczyt dynamiki zamówień na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zmniejszyły się w maju o 0,2% m/m wobec spadku o 1,0% w kwietniu (efekt niższych zamówień w firmie Boeing). Po wyłączeniu środków transportu zamówienia zwiększyły się o 0,6% m/m wobec spadku o 0,2% w kwietniu. Ponadto oczekujemy, że sprzedaż nowych domów zwiększyła się w maju do 523 tys. wobec 517 tys. w kwietniu, a sprzedaż domów na rynku wtórnym wzrosła do 5,26 mln z 5,04 mln w kwietniu. Dane potwierdzą zatem kontynuację ożywienia na rynku nieruchomości (patrz poniżej). Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (94,6 pkt. wobec 90,7 pkt. w maju) będzie odzwierciedlać poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem dobre odczyty z USA mogą przyczynić się do lekkiego osłabienia kursu złotego i spadku cen polskich obligacji.
- **We wtorek poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa.** W naszej ocenie zwiększył się on w czerwcu do 49,4 pkt. wobec 49,2 pkt. w maju. W kierunku poprawy koniunktury oddziaływało naszym zdaniem rozluźnienie polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin przeprowadzone w ostatnich miesiącach. Uważamy, że odczyt ten nie spotka się ze znaczącą reakcją rynków.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC, na którym, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, FED utrzymał status quo w polityce monetarnej.** Rezerwa Federalna opublikowała również najnowsze projekcje członków FOMC (patrz poniżej).

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w maju o 0,2% m/m wobec spadku o 0,5% w kwietniu. W kierunku zwiększenia miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływało wyższe tempo wzrostu produkcji w górnictwie oraz w kategorii „dostawa mediów”. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych obniżyło się w maju do 78,1% wobec 78,3% w kwietniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę zwiększyła się z 1140 tys. w kwietniu do 1275 tys. w maju, co jest jej najwyższym poziomem od sierpnia 2007 r. Z kolei liczba rozpoczętych budów wyniosła 1036 tys. wobec 1165 tys. w kwietniu, drugi miesiąc z rzędu kształtując się powyżej poziomu 1000 tys. Dane potwierdziły tym samym postępujące ożywienie na amerykańskim rynku nieruchomości po przejściowym spowolnieniu w I kw. br. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również mieszane wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Indeks NY Empire State zmniejszył się w czerwcu do -1,98 pkt. wobec 3,09 pkt. w maju, podczas gdy indeks Philadelphia FED zwiększył się do 15,2 pkt. wobec 6,7 pkt. w maju. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 2,1% wobec -0,1% w I kw.
- **W kwietniu już czwarty miesiąc z rzędu odnotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w Polsce, która wyniosła 1138 mln EUR wobec 1938 mln EUR w marcu.** Obniżenie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald na rachunkach dochodów pierwotnych, obrotów towarowych i usług (odpowiednio o 558 mln EUR, 547 mln EUR i 42 mln EUR niższe niż marcu). W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast wyższe saldo dochodów wtórnych (o 347 mln EUR wyższe niż w marcu). Utrzymujące się dodatnie saldo na rachunku dochodów wtórnych wynikało, podobnie jak w marcu, ze znaczącego napływu środków z Unii Europejskiej w ramach Wspólnej Polityki Rolnej (1 293 mln EUR). Dynamika eksportu zmniejszyła się w kwietniu do 8,7% r/r wobec 13,7% w marcu, a tempo wzrostu importu spadło do 8,0% r/r w kwietniu wobec 9,8% w marcu. Odnotowana w I kw. br. wysoka wartość relacji salda obrotów bieżących do PKB będzie oddziaływała w kierunku wzrostu skumulowanej wartości tego wskaźnika w całym 2015 r. Ponadto, oczekiwany nieujemnego wkładu eksportu netto do PKB we wszystkich kwartałach br. W konsekwencji, w całym 2015 r. spodziewamy się nieznacznej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (0,3%).
- **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w maju o 2,8% r/r wobec wzrostu o 2,3% w kwietniu.** Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu dynamiki produkcji pomiędzy kwietniem a majem było ustąpienie efektu statystycznego związanego z przesunięciem terminu świąt Wielkiejnocy oraz oddziaływanie efektu niskiej bazy sprzed roku w kategorii "górnictwo i kopalnictwo" (por. MAKROpuls z 18.06.2015). Dynamika produkcji budowlano-montażowej spadła w maju do 1,3% r/r wobec 8,5% w kwietniu. Spadek dynamiki wynikał w dużej mierze z niższego tempa wzrostu produkcji w kategorii "budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej", czyli robót prowadzonych głównie w ramach inwestycji infrastrukturalnych. Uważamy, że spadek ten miał charakter przejściowy i w kolejnych kwartałach br. będziemy mieć do czynienia z trwałym przyspieszeniem wzrostu produkcji budowlano-montażowej będącego efektem ożywienia w budownictwie mieszkaniowym i inwestycjach współfinansowanych ze środków unijnych.
- **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w maju o 1,8% r/r wobec spadku o 1,5% w kwietniu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż zwiększyła się w maju o 4,7% r/r wobec wzrostu o 1,5% w kwietniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki sprzedaży detalicznej w maju było ustąpienie efektu związanego z przesunięciem daty Świąt Wielkiejnocy, które znalazło odzwierciedlenie przede wszystkim w silnym zwiększeniu realnej dynamiki sprzedaży detalicznej w kategorii "żywność, napoje i wyroby tytoniowe" oraz w kategorii "sprzedaż detaliczna w niewyspecjalizowanych sklepach".

Drugim czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki sprzedaży w maju był silny wzrost realnej sprzedaży pojazdów samochodowych spowodowany oddziaływaniem efektu niskiej bazy sprzed roku związanej z niepewnością przedsiębiorców co do interpretacji nowych przepisów podatkowych (por. MAKROpuls z 18.06.2015). Dane stanowią wsparcie naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji zwiększy się w II kw. do 3,3% r/r wobec 3,1% w I kw.

- **Inflacja CPI w Polsce wzrosła w maju do -0,9% r/r wobec -1,1% w kwietniu.** Do zwiększenia wskaźnika przyczynił się wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, będący skutkiem oddziaływania efektu niskiej bazy sprzed roku (efekt dobrych ubiegłorocznych zbiorów oraz spadku eksportu żywności do Rosji i na Ukrainę). Zmniejszenie skali deflacji wynikało również ze spowolnienia spadku cen paliw (por. MAKROpuls z 15.06.2015). Inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii nie zmieniła się w stosunku do kwietnia i wyniosła 0,4% r/r. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach br., w kierunku wzrostu inflacji oddziaływać będzie wyższa dynamika cen żywności oraz cen paliw. Tym samym, prognozujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększy się do 0,3% r/r w IV kw. 2015 r.
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw spadła w maju do 3,2% r/r wobec 3,7% w kwietniu.** W kierunku zmniejszenia nominalnej dynamiki płac pomiędzy kwietniem a majem oddziaływał efekt wysokiej ubiegłorocznej bazy w dziale "produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej" związany przesunięciem zmiennych składników wynagrodzenia (por. MAKROpuls z 17.06.2015). Roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniosła 1,1%. W efekcie realne tempo wzrostu funduszu płac w przedsiębiorstwach zmniejszyło się do 5,3% r/r wobec 6,0% w kwietniu i 6,8% w I kw.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z oczekiwaniami rynku SNB utrzymał docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawił stopę depozytową na poziomie -0,75%. W komunikacie przedstawiona została ocena, zgodnie z którą frank szwajcarski jest znacząco przewartościowany. Znalazła się w nim również informacja, iż SNB w swojej polityce monetarnej uwzględni kurs franka szwajcarskiego oraz jego wpływ na sytuację gospodarczą w kraju. Dlatego też, zgodnie z komunikatem, w przypadku zaistnienia takiej potrzeby SNB pozostanie aktywny na rynku walutowym. Jednocześnie zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Nieznacznie w górę względem marcowej projekcji, z uwagi na wzrost cen paliw na światowych rynkach, zrewidowana została ścieżka inflacji, zgodnie z którą roczny wskaźnik inflacji osiągnie nieujemną wartość w I kw. 2017 r. Utrzymana została również prognoza tempa wzrostu PKB, zgodnie z którą w całym 2015 r. wyniesie ono średniorocznie nieznacznie poniżej 1,0%. Prognozujemy, że kurs EURCHF spadnie do 1,02 na koniec III kw. br., czemu sprzyjać będzie utrzymująca się wysoka awersja do ryzyka związana m.in. z sytuacją w Grecji. Zakładane przez nas jej pomyślne rozwiązanie będzie oddziaływać w kierunku uspokojenia sytuacji na rynkach i łagodnego odpływu kapitału Szwajcarii. W konsekwencji pod koniec br. kurs EURCHF osiągnie poziom 1,04. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN (patrz poniżej), oczekiwany przez nas kurs CHFPLN powinien kształtować się na poziomie 4,04 na koniec III kw., a następnie będzie się obniżał do 3,94 na koniec br.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech spadł w czerwcu do 31,5 pkt. wobec 41,9 pkt. w maju.** Do pogorszenia nastrojów przyczynił się m.in. impas w negocjacjach nt. pomocy finansowej dla Grecji oraz obawy o wzrost światowej gospodarki. Dane sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB zwiększy się w II kw. do 0,5% wobec 0,3% w I kw.

## Nastawienie FED bardziej łagodne

W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami FED pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Utrzymana została również dotychczasowa formuła *forward guidance*: „Rezerwa przewiduje, że odpowiednim terminem pierwszej podwyżki stóp procentowych będzie moment, w którym zaobserwuje ona dalszą poprawę na rynku pracy oraz będzie przekonana, że inflacja powróci do celu na poziomie 2% w średnim okresie”.

Wraz z komunikatem po posiedzeniu FOMC opublikowane zostały także czerwcowe projekcje FED. W porównaniu do marcowej projekcji tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. br. zostało obniżone do 1,8-2,0% r/r z 2,3%-2,7%, co w dużej mierze wynikało z uwzględnienia niższego punktu startowego dla prognozy (spadek PKB w I kw. br.). Jednocześnie ścieżka dynamiki PKB w latach 2016-2017 została zrewidowana lekko w górę, co sygnalizuje optymizm członków FED dotyczący perspektyw wzrostu gospodarczego. Oczekiwany przez przedstawicieli FED poziom stopy bezrobocia w IV kw. br. został podniesiony do 5,2-5,3% z 5,0-5,2%, co najprawdopodobniej było wynikiem wzrostu wskaźnika aktywności zawodowej w ostatnich miesiącach. Pozostałe prognozy bezrobocia i inflacji bazowej nie uległy znaczącej rewizji w stosunku do marcowej projekcji.

Czerwcowe projekcje makroekonomiczne członków FED				
Wskaźnik	2015	2016	2017	Długi okres
<b>Wysokość stóp procentowych</b>				
Projekcja czerwcowe	0,625%	1,625%	2,875%	3,75%
Projekcja marcowe	0,625%	1,875%	3,125%	3,75%
Prognoza Credit Agricole	[0,50-0,75%]	1,75%	3,00%	
<b>Zmiana realnego PKB</b>				
Projekcja czerwcowe	1,8 - 2,0	2,4 - 2,7	2,1 - 2,5	2,0 - 2,3
Projekcja marcowe	2,3 - 2,7	2,3 - 2,7	2,0 - 2,4	2,0 - 2,3
Prognoza Credit Agricole	2,1	2,5	2,3	
<b>Stopa bezrobocia - średnia z 4 kw.</b>				
Projekcja czerwcowe	5,2 - 5,3	4,9 - 5,1	4,9 - 5,1	5,0 - 5,2
Projekcja marcowe	5,0 - 5,2	4,9 - 5,1	4,8 - 5,1	5,0 - 5,2
Prognoza Credit Agricole	5,1	5,0	4,9	
<b>Inflacja bazowa</b>				
Projekcja czerwcowe	1,3 - 1,4	1,6 - 1,9	1,9 - 2,0	
Projekcja marcowe	1,3 - 1,4	1,5 - 1,9	1,8 - 2,0	

**Źródło:** Rezerwa Federalna, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

Prognozy wzrostu realnego PKB oraz inflacji bazowej PCE dotyczą rocznej zmiany pomiędzy IV kw. roku poprzedniego i oznaczonego w projekcji. Prognozy stopy bezrobocia dotyczą przeciętnego poziomu stopy bezrobocia w IV kw. Prognozy stóp procentowych stanowią medianę indywidualnych prognoz członków FOMC na koniec danego roku.

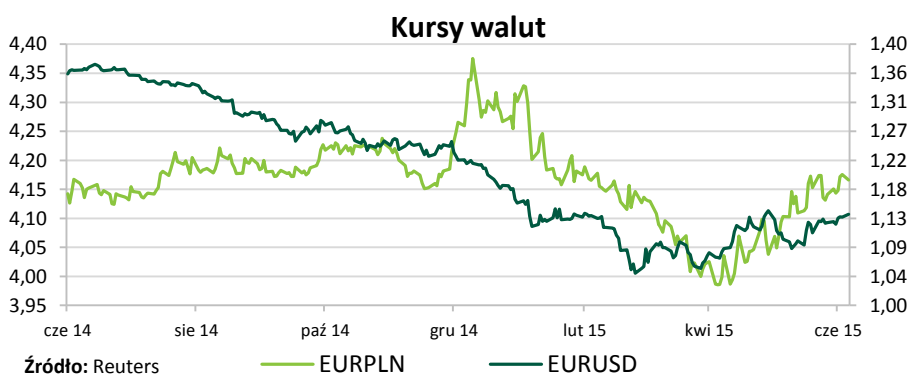
Liczba członków FED uważająca, że 2015 r. jest odpowiednim momentem do pierwszej podwyżki stóp (15 z 17) nie zmieniła się w stosunku do marcowej projekcji. Również mediana oczekiwań co do wysokości stóp procentowych na koniec 2015 r. pozostała na niezmiennym poziomie (0,625%), co oznaczałoby podwyżkę stóp procentowych o 50 pb do końca br. Czterech członków FED przesunęło jednak swoje oczekiwania w kierunku tylko jednej podwyżki w tym roku, co jest spójne z głoszonym wcześniej przez niektórych członków FOMC poglądem ostrożnego, stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej w USA. Taką ocenę potwierdza również obniżenie ścieżki oczekiwanego poziomu stóp procentowych (mediana prognoz członków FED) o 25 pb w latach 2016-2017. Prezes FED, J. Yellen zaznaczyła na konferencji prasowej, iż minie jeszcze kilka lat, zanim stopy procentowe wrócą do

normalnego poziomu, zgodnego z równowagą długookresową. Dodała również, że ważniejsze od terminu pierwszej podwyżki stóp procentowych będzie to, że polityka pieniężna będzie zaostrzana w sposób stopniowy. W efekcie wydzwięk konferencji po posiedzeniu został odebrany przez rynki jako mniej jastrzębi od oczekiwań, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście kursu EURUSD, spadku rentowności obligacji amerykańskich oraz spadku notowań kontraktów FRA nominowanych w USD.

Uważamy, że FED, zanim rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej, będzie chciał poczekać na publikację danych z II kw. aby upewnić się, że spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego odnotowane w I kw. br. miało przejściowy charakter, a prawdopodobieństwo powrotu inflacji do celu w średnim okresie jest wysokie. Oczekiwana przez nas dalsza poprawa na rynku pracy w II poł. br. będzie oddziaływała w kierunku osiągnięcia stanu pełnego zatrudnienia. Przyczyni się to do dalszego przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń, co będzie wsparciem dla konsumpcji oraz przyczyni się do zwiększenia inflacji. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę, że pierwsza podwyżka stóp procentowych (o 25 pb) będzie miała miejsce we wrześniu br. W październiku FED utrzyma status quo w polityce monetarnej i ponownie podniesie stopy procentowe na posiedzeniu w grudniu br., ustalając docelowy przedział wahań dla stopy funduszy Rezerwy Federalnej jako [0,50%; 0,75%].

Obecnie nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się przyszłej ścieżki stóp procentowych FED kształtują się powyżej konsensusu rynkowego, który zakłada późniejsze rozpoczęcie zacieśniania polityki monetarnej. Oznacza to, że w przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego bardziej jastrzębie nastawienie FED w polityce monetarnej może dojść do osłabienia złotego i umocnienia dolara w II poł. br., co jest spójne z naszą kwartalną prognozą kursów EURPLN i USDPLN (patrz poniżej).

## Brak postępów w negocjacjach w sprawie Grecji może osłabić złotego



Źródło: Reuters

— EURPLN — EURUSD

**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1757 (osłabienie złotego o 0,8%).** Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością złotego i innych walut rynków wschodzących, których kursy kształtowane były przez wahania nastrojów na rynkach globalnych, zdominowanych przez

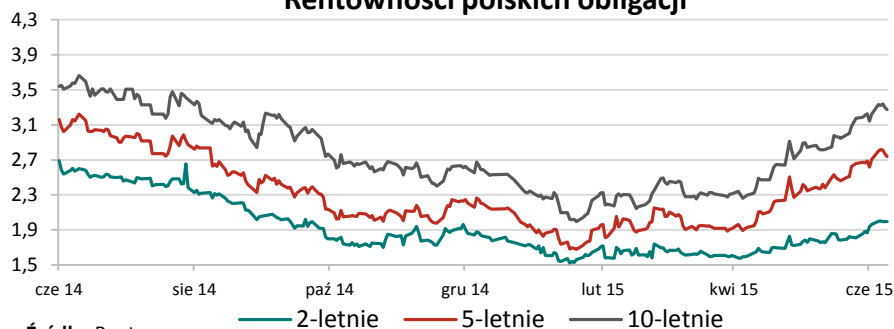
oczekiwanie inwestorów na środowe posiedzenie FOMC. W poniedziałek lokalnym czynnikiem oddziałującym w kierunku przejściowego osłabienia złotego były niższe od konsensusu rynkowego dane nt. krajowej inflacji. Mimo zgodnej z oczekiwaniami rynku decyzji FOMC o utrzymaniu status quo w polityce monetarnej, relatywnie gołębi wydzwięk konferencji po posiedzeniu doprowadził do umocnienia złotego i innych walut rynków wschodzących. W czwartek w centrum uwagi rynku były negocjacje w ramach posiedzenia Eurogrupy w sprawie pomocy finansowej dla Grecji. Brak sygnałów świadczących o postępach w rozmowach przez cały dzień oddziaływał w kierunku osłabienia złotego. W piątek, przy braku istotnych publikacji makroekonomicznych, deprecjacja złotego była kontynuowana.

W tym tygodniu największy wpływ na kształtowanie się kursu polskiej waluty będą miały w naszej ocenie negocjacje w sprawie pomocy finansowej dla Grecji. W przypadku braku postępu w rozmowach, które kontynuowane będą na dzisiejszym szczycie UE, oczekujemy wzrostu awersji do ryzyka, a w konsekwencji osłabienia złotego. Istotne dla kształtowania się kursu polskiej waluty będą również wyniki badań koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach. W przypadku realizacji naszej

prognozy oczekujemy lekkiego umocnienia złotego. Negatywny dla złotego może być natomiast sumaryczny wpływ danych z USA (PKB, zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan). Odczyt indeksu PMI w chińskim przetwórstwie będzie w naszej ocenie neutralny dla rynku.

## Negocjacje w sprawie Grecji istotne dla rentowności obligacji

Rentowności polskich obligacji



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,997 (wzrost o 4pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,739 (wzrost o 3pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,275 (wzrost o 5pb). W poniedziałek ceny polskich obligacji traciły na wartości, kontynuując spadki sprzed tygodnia. We wtorek doszło

do odwrócenia trendu na całej długości krzywej. Mająca miejsce w ostatnich tygodniach przecena długu sprawiła bowiem, że stał się on atrakcyjny dla inwestorów o większym apetycie na ryzyko. W czwartek dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku rentowności polskich obligacji była śródowa decyzja FOMC o utrzymaniu status quo w polityce monetarnej. Mimo, iż była ona zgodna z oczekiwaniami rynku, stosunkowo gołębi wydźwięk konferencji po posiedzeniu przyczynił się do wzrostu cen aktywów rynków wschodzących, w tym polskich obligacji. Niemniej jednak w drugiej połowie dnia ceny polskich obligacji zaczęły spadać z uwagi na sygnały świadczące o braku postępów w negocjacjach w sprawie pomocy finansowej dla Grecji. W piątek wzrost rentowności polskich obligacji był kontynuowany.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą negocjacje w sprawie pomocy finansowej dla Grecji. Będą one dzisiaj kontynuowane podczas nadzwyczajnego szczytu UE. W przypadku przedłużającego się braku porozumienia oczekujemy wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej. Negatywny dla cen polskiego długu może być również sumaryczny wpływ danych z USA (zamówienia na dobra trwałe, PKB, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan). W kierunku wzrostu cen polskich obligacji mogą oddziaływać natomiast wstępne odczyty indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek, które w przypadku realizacji naszej prognozy wskażą na nieznaczne pogorszenie koniunktury w strefie euro.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	<b>4,07</b>
Kurs USDPLN*	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	<b>3,91</b>
Kurs CHFPLN*	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	<b>4,03</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,3	2,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,6	-2,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,2	<b>10,8</b>	
Saldo ROB (mIn EUR)	-161	-927	-729	-1063	12	-371	-181	-1414	37	225	1938	1138		
Eksport (r/r, % EUR)	10,4	5,7	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	5,2	10,8	13,7	8,7		
Import (r/r, % EUR)	11,8	7,5	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-1,3	3,8	9,8	8,0		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,6	3,7	3,8	4,0	3,5	3,0	2,8	2,4	3,4	3,8	2,9	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,3	3,4	3,5	3,4	3,4	3,2	2,8	3,1	3,3	3,2	
Inwestycje (% r/r)	11,4	11,5	11,7	12,4	6,3	4,9	4,1	3,4	9,2	11,7	4,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,0	8,0	8,1	8,1	5,8	5,0	4,8	3,6	5,7	8,0	4,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,0	5,7	7,5	8,3	6,6	6,2	6,4	6,7	9,1	6,9	6,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	2,0	2,0	1,8	2,2	2,1	1,9	1,4	1,8	2,0	1,9
	Inwestycje (pp.)	1,4	2,0	2,2	3,4	0,9	0,9	0,8	1,0	1,7	2,5	0,9
	Eksport netto (pp.)	1,1	1,2	0,4	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-1,4	-1,4	0,7	-0,7
Saldo obrotów bieżących***	-0,6	-0,2	0,2	0,3	-0,3	-0,9	-1,5	-2,2	-1,4	0,3	-2,2	
Stopa bezrobocia (%)**	11,7	10,4	10,1	10,5	10,8	9,5	9,2	9,6	11,5	10,5	9,6	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,5	3,6	3,7	3,7	4,0	4,2	4,4	3,6	3,7	4,1	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,8	-0,5	0,3	1,3	1,5	1,5	1,8	0,0	-0,6	1,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,68	1,68	1,68	1,68	1,68	1,85	2,01	2,06	1,68	2,01	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,75	
EURPLN**	4,07	4,07	4,12	4,10	4,05	4,00	3,95	3,90	4,29	4,10	3,90	
USDPLN**	3,79	3,91	4,08	4,10	3,93	3,81	3,69	3,64	3,54	4,10	3,64	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 22.06.2015r.</b>						
16:00	USA	Sprzedż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Maj	5,04	5,26	5,26
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	-4,6		-5,8
<b>Wtorek 23.06.2015r.</b>						
3:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	49,2	49,4	49,4
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	51,1	51,3	51,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Czerwiec	53,8	53,4	53,6
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	52,2	52,3	52,2
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Czerwiec	53,6	53,4	53,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Maj	-1,0	-0,2	-0,5
16:00	USA	Sprzedż nowych domów (tys.)	Maj	517	523	525
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Czerwiec	1,0		
<b>Środa 24.06.2015r.</b>						
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Maj</b>	<b>11,2</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Czerwiec	108,5	108,5	108,1
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	I kw.	-0,7	-0,1	-0,2
<b>Czwartek 25.06.2015r.</b>						
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Maj	0,0	0,4	
<b>Piątek 26.06.2015r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	5,3		5,4
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	94,6	94,6	94,6

\* 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