

## W tym tygodniu

- **Rozpoczęty w weekend szczyt Eurogrupy, podczas którego Grecja negocjowała z wierzycielami warunki przyznania pakietu pomocowego, zakończył się osiągnięciem porozumienia.** Według nieoficjalnych informacji, w trakcie posiedzenia Eurogrupy ustalono, że trzeci pakiet pomocowy dla Grecji powinien przewidywać finansowanie jej potrzeb pożyczkowych na poziomie 82-86 mld EUR, z czego co najmniej 10-25 mld EUR powinno być przeznaczone na dokapitalizowanie greckich banków. Dzisiaj EBC podejmie również decyzję dotyczącą limitu w ramach awaryjnego finansowania (ELA – *Emergency Liquidity Assistance*) dla greckiego sektora bankowego. Osiągnięte porozumienie jest naszym zdaniem pozytywne dla złotego i polskiego długu.
- **W środę i czwartek prezes FED J. Yellen przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Naszym zdaniem będzie ono szczególnie ważne w świetle ostatnich wydarzeń w Grecji oraz pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku akcji w Chinach. J. Yellen zaprezentuje ocenę Rezerwy Federalnej dotyczącą bieżącej sytuacji gospodarczej w USA i na świecie, a także perspektywy polityki monetarnej FED. Oczekujemy, że w swoim wystąpieniu odniesie się ona do stopniowego powrotu sytuacji na rynku pracy i inflacji do równowagi, uzasadniającego rozpoczęcie normalizowania polityki pieniężnej w br. Szczególnie interesujące w wystąpieniu Y. Yellen będą jej odpowiedzi na pytania dotyczące oczekiwanego tempa zacieśniania polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną. Choć nie należy oczekiwać precyzyjnych odpowiedzi ze strony szefowej FED, jej wypowiedzi mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach. Naszym zdaniem wpływ tych wypowiedzi będzie jednak ograniczony ze względu na utrzymującą się niepewność dotyczącą sytuacji w Grecji oraz wpływu bessy na chińskich giełdach na perspektywy wzrostu gospodarczego w Chinach.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z Chin.** Dziś opublikowane zostały dane nt. chińskiego bilansu handlu zagranicznego. Jego saldo zmniejszyło się z 59,5 mld USD w maju do 46,5 mld USD w czerwcu. Zmniejszenie nadwyżki bilansu handlowego miało miejsce przy wzroście dynamiki eksportu (2,8% r/r wobec -2,5% w maju) i jednocześnie silnym zwiększeniu dynamiki importu (-6,1% wobec -17,6% w maju). W środę poznamy kolejne odczyty z Chin. Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się do 1,8% kw/kw w II kw. br. z 1,3% w I kw. (6,8% r/r wobec 7,0% w I kw.). Ponadto pozostałe dane miesięczne (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich) wskażą w sumie na utrzymanie w czerwcu podobnego jak przed miesiącem tempa aktywności gospodarczej. Nasza prognoza dotycząca dynamiki PKB jest niższa od konsensusu (6,9% r/r), dlatego oczekujemy, iż sumaryczny wpływ powyższych publikacji może być lekko negatywny dla złotego.
- **Zaplanowane na środę posiedzenie EBC nie przyniesie najprawdopodobniej zmian w polityce pieniężnej w strefie euro.** Konferencja po posiedzeniu Rady Prezesów będzie poświęcona głównie wydarzeniom w Grecji, w tym w szczególności dalszym decyzjom EBC dotyczącym kształtowania limitu w ramach awaryjnego finansowania (ELA – *Emergency Liquidity Assistance*) dla greckiego sektora bankowego. Podczas trwania konferencji prasowej możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w czerwcu o 0,2% m/m wobec spadku o 0,2% w maju, co było spójne z poprawą wskaźników koniunktury w ub. miesiącu. Przewidujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,3% m/m w czerwcu wobec wzrostu o 1,3% w maju, co wynikało z niższej dynamiki sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Dane wskażą na kontynuację ożywienia na rynku nieruchomości. Oczekujemy wzrostu liczby rozpoczętych budów domów do 1090 tys. w czerwcu z 1036 tys. w maju oraz zmniejszenia liczby pozwoleń na budowę do 1100 tys. z 1250 tys. (efekt wysokiej bazy). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks NY Empire State zwiększył się w lipcu do 2,3 pkt. z -2,0 pkt. w czerwcu, a wskaźnik Philadelphia FED obniżył się w

lipcu do 13,0 pkt. wobec 15,2 pkt. Z kolei wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczną poprawę nastrojów gospodarstw domowych w lipcu (wzrost do 96,3 pkt. wobec 96,1 pkt. w czerwcu). Uważamy, że publikacje z USA znajdą się w cieniu wystąpienia J. Yellen przed Kongresem oraz wydarzeń w Grecji i Chinach, a tym samym ich wpływ będzie neutralny dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

- ✔ **We wtorek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w maju.** Oczekujemy utrzymania nadwyżki na rachunku obrotów bieżących (413 mln EUR wobec 1138 mln EUR w kwietniu). Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 8,7% r/r w kwietniu do 8,0% w maju, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 8,0% r/r do 6,8%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym, wskazujące na utrzymanie wyższej od oczekiwań rynkowych nadwyżki w obrotach bieżących, będą lekko pozytywne dla złotego i neutralne dla rynku długu.
- ✔ **W środę opublikowane zostaną dane o czerwcowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen wzrosła do -0,8% wobec -0,9% w maju. Na wzrost wskaźnika inflacji złożyły się wyższe dynamiki cen żywności i paliw oraz oddziałujący w przeciwnym kierunku spadek inflacji bazowej (0,2% r/r wobec 0,4%). Oczekujemy, że publikacja danych będzie neutralna dla rynków.
- ✔ **W czwartek poznamy zostaną czerwcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia obniżyła się do 1,0% r/r z 1,1% w maju. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia, ze względu na oddziaływanie efektów niskiej bazy, zwiększyła się w czerwcu do 4,0% r/r wobec 3,2% w maju. 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.
- ✔ **W piątek opublikowane zostaną krajowe dane o czerwcowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do 6,0% r/r wobec 2,8% w maju głównie ze względu na korzystną różnicę w liczbie dni roboczych. Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 3,2% r/r wobec 1,8% w maju, co spowodowane było m.in. poprawą nastrojów konsumenckich i wzrostem cen paliw. Oczekujemy, że sumaryczny wpływ tych publikacji będzie neutralny dla kursu złotego i rynku długu.

## W zeszłym tygodniu

- ✔ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych na lipcowym posiedzeniu (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Uzasadniając swoją decyzję Rada stwierdziła, iż oczekiwane utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy, ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Na konferencji po posiedzeniu przedstawiono wyniki lipcowej projekcji, które zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie zostały znacząco zrewidowane wobec scenariusza przedstawionego w projekcji marcowej (por. MAKROpuls z 08.07.2015). Na konferencji po posiedzeniu M. Belka podkreślił, że lipcowa projekcja NBP nie uwzględnia ostatniego nasilenia kryzysu w Grecji. Mimo, iż ma ono negatywny wpływ na inflację i wzrost gospodarczy w Polsce, zdaniem M. Belki nie jest on znaczący. Jednocześnie prezes NBP podkreślił, że nie spodziewa się, aby RPP musiała wrócić do rozważań o redukcji stóp procentowych, a prawdopodobieństwo zmiany stóp do końca kadencji Rady jest niewielkie. Treść komunikatu po posiedzeniu RPP, wyniki lipcowej projekcji NBP oraz przedstawione powyżej wypowiedzi M. Belki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp (o 25 pb) nastąpi w listopadzie 2016 r.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes z czerwcowego posiedzenia FOMC.** W opisie dyskusji znalazła się informacja, zgodnie z którą w kontekście danych napływających z amerykańskiej gospodarki członkowie FED uważają, że odnotowane w I kw. spowolnienie wzrostu gospodarczego w USA miało przejściowy charakter i w II kw. można oczekiwać

zwiększenia jego dynamiki. Przedmiotem dyskusji był również wpływ spowolnienia w sektorze naftowym oraz umocnienia dolara na amerykańską gospodarkę. Część członków FED wyraziło ponadto obawy o niekorzystne oddziaływanie sytuacji w Grecji oraz spowolnienia w Chinach na amerykańską gospodarkę. Z uwagi na fakt, iż posiedzenie miało miejsce trzy tygodnie temu uważamy, że dynamiczny rozwój sytuacji w Grecji i Chinach w pewnym stopniu zdezaktualizował treść *Minutes*. Naszym zdaniem w tym tygodniu istotne informacje nt. perspektyw polityki monetarnej FED dostarczy wystąpienie szefowej FED J. Yellen przed Kongresem (patrz wyżej).

✔ **Indeks ISM poza przetwórstwem w USA zwiększył się w czerwcu do 56,0 pkt. wobec 55,7 pkt. w maju.** W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe składowe indeksu dotyczące aktywności biznesowej, nowych zamówień oraz czasu dostaw. W połączeniu z odczytami innych wskaźników koniunktury za czerwiec (por. MAKROmapa z 06.07.2015) dane wskazują na wyraźny wzrost aktywności w amerykańskiej gospodarce w II kw. względem I kw. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą zannualizowane tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 2,1% wobec -0,2% w I kw.

✔ **Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w Niemczech zmniejszyła się w maju do 0,0% wobec 0,6% w kwietniu.** Spadek wskaźnika wynikał z niższego tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie oraz energetyce, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa dynamika produkcji w budownictwie. Dane stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB zwiększy się w II kw. do 0,4% wobec 0,3% w I kw.

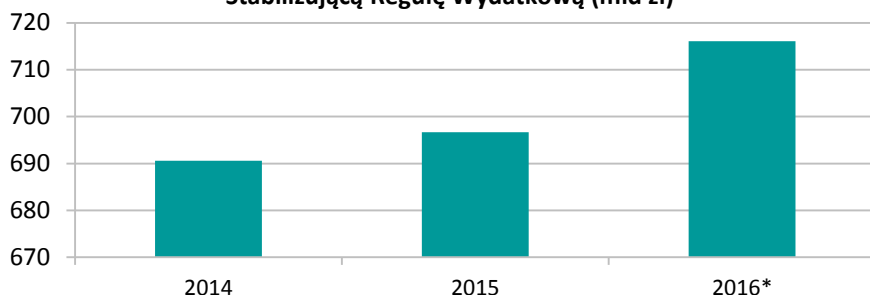
## ✔ Czy Polsce grozi scenariusz węgierski ?

**We ciągu najbliższych tygodni poznamy projekt ustawy budżetowej na 2016 r. W poniższej analizie oceniamy możliwą przestrzeń do ekspansji fiskalnej wyznaczoną przez istniejące regulacje krajowe i europejskie określające maksymalny dopuszczalny poziom wydatków i deficytu sektora finansów publicznych.**

Obecnie limit wydatkowy sektora instytucji rządowych i samorządowych (*General Government* – GG) na każdy rok wyznacza stabilizująca reguła wydatkowa. Reguła obejmuje ok. 90% wydatków sektora GG (wyłączone są wydatki budżetu środków europejskich, wydatki finansowane środkami z bezzwrotnej pomocy unijnej i EFTA oraz wydatki jednostek, które nie mają zdolności do generowania wysokich deficytów). Zgodnie z regułą, kwota wydatków sektora GG rośnie zasadniczo w średniookresowym realnym tempie wzrostu PKB skorygowanym o prognozowaną inflację CPI. Ponadto, we wzorze reguły znajduje się korekta wynikająca z błędnych prognoz inflacji oraz prognozowanych działań dyskrejonalnych po stronie dochodowej o znaczącej skali (np. zwiększenie podatków) umożliwiających wzrost wydatków. Zgodnie z regułą, w przypadku stwierdzenia nierównowagi w finansach publicznych (nadmierny deficyt lub dług publiczny) dynamika kwoty wydatków jest odpowiednio korygowana w dół.

Korzystając z „Założeń projektu budżetu państwa na rok 2016” przedstawionych przez rząd w czerwcu br. oraz formuły stabilizującej reguły wydatkowej obliczyliśmy maksymalny poziom wydatków sektora GG w 2016 r. Nasze wyliczenia uwzględniają przedstawioną w „Wieloletnim Planie Finansowym Państwa na lata 2015-2018” (WPF) prognozowaną na rok 2016 wartość działań dyskrejonalnych po stronie dochodowej wynoszącą 3,2 mld zł, na którą złożą się efekt wdrożenia rozwiązań zwiększających efektywność egzekwowania należności podatkowych, a także ograniczenie możliwości odliczania VAT przy nabyciu pojazdów samochodowych i ponoszeniu innych wydatków związanych z tymi pojazdami. W efekcie maksymalna kwota wydatków sektora GG w 2016 r. wynikająca ze stabilizującej reguły wydatkowej to 712,8 mld zł wobec 696,7 mld zł przedstawionych w ustawie budżetowej na 2015 r.

**Maksymalny poziom wydatków sektora GG wyznaczony przez Stabilizującą Regułę Wydatkową (mld zł)**

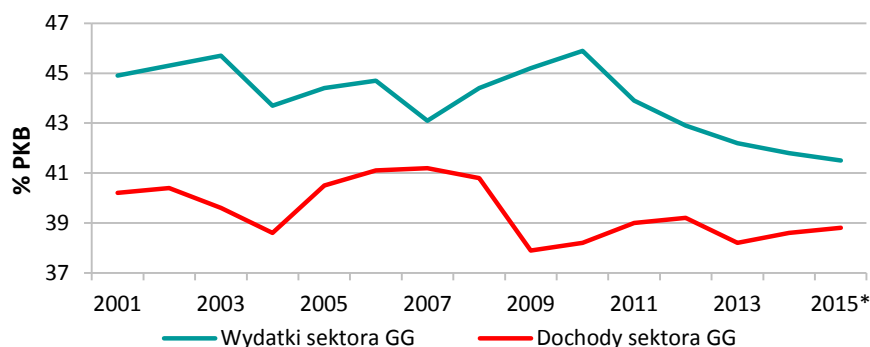


Źródło: MF, Credit Agricole \*szacunki Credit Agricole

finansach publicznych zakładający powiększenie maksymalnego poziomu wydatków o wydatki Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Przyjęcie tego projektu zwiększyłoby wydatki sektora GG w 2016 r. o 3,3 mld zł i w efekcie podniosłoby deficyt finansów publicznych w relacji do PKB o 0,2 pkt. proc. do 2,5%.

Zgodnie ze stabilizującą regułą wydatkową dopuszczalne jest zwiększenie wydatków, jeśli po stronie dochodowej zaplanowane są równoważące działania dyskrecjonalne (np. podniesienie podatków). Tym samym, biorąc pod uwagę zapowiedzi zawarte w programie gospodarczym Prawa i Sprawiedliwości, dość prawdopodobna jest sytuacja jednoczesnego zwiększenia wydatków i dochodów sektora GG w 2016 r. poprzez przeprowadzenie nowelizacji budżetu po jesiennych wyborach.

Dwa tygodnie temu podczas konferencji programowej PiS, B. Szydło - kandydatka PiS na premiera - wśród propozycji mających na celu zwiększenie dochodów do budżetu wymieniła uszczelnienie systemu podatkowego (wzrost dochodów o 52 mld zł), zwiększenie ściągalności podatku VAT (9 mld zł), zahamowanie wyprowadzania podatków do rajów podatkowych (4 mld zł), wprowadzenie podatku bankowego (5 mld zł) oraz opodatkowanie sklepów wielkopowierzchniowych (3 mld zł). W ocenie B. Szydło wzrost wpływów do budżetu pozwoliłoby na zwiększenie wydatków publicznych zakładających m.in. wypłatę dodatków na dzieci, obniżenie wieku emerytalnego oraz podniesienie kwoty wolnej od podatku. Zgodnie z wypowiedzią B. Szydło, powyższe działania wiązałyby się ze zwiększeniem wydatków publicznych o 39 mld zł.



Źródło: Eurostat, MF, Credit Agricole \* Wieleletni Plan Finansowy Państwa na lata 2015-2018

wydatków bez jednoczesnego zrównoważenia ich po stronie dochodowej wiązałyby się z silnym rozluźnieniem polityki fiskalnej i – w efekcie – wzrostem deficytu sektora finansów publicznych powyżej 3% PKB.

Pakt Stabilności i Wzrostu wymaga utrzymywania deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB. Realizacja większego deficytu w 2016 r. oznaczałaby ponowne objęcie Polski procedurą nadmiernego deficytu w 2017 r. oraz znaczące ryzyko wstrzymania wypłaty środków unijnych, co oddziaływałoby w

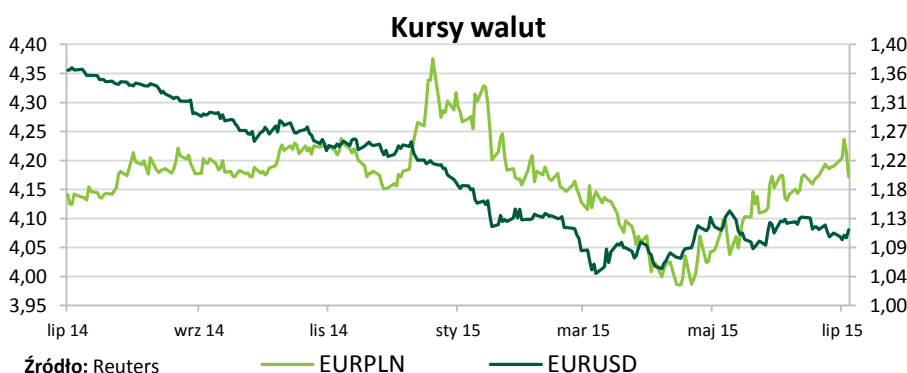
Maksymalny poziom wydatków w 2016 r. przedstawiony w WPF jest spójny z oczekiwanym poziomem deficytu sektora GG również zaprezentowanym w tym dokumencie (2,3% PKB w 2016 r.). Oczekujemy, że w ostatecznym projekcie budżetu limit wydatków sektora GG zostanie zwiększony. Obecnie w Sejmie rozpatrywany jest bowiem projekt zmiany ustawy o

W naszej ocenie działania po stronie dochodowej zostały ocenione przez PiS zbyt optymistycznie. Uważamy, że jedynie dodatkowe przychody z tytułu opodatkowania banków i hipermarketów zostały oszacowane realistycznie, a zwiększenie ściągalności podatków nie jest możliwe do zrealizowania w tak dużej skali. W efekcie realizacja planu znaczącego zwiększenia

kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego, osłabienia oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp procentowych i osłabienia kursu złotego. W 2012 r. Komisja Europejska podjęła decyzję o wstrzymaniu wypłaty tych środków Węgrom, po tym jak zaplanowany przez nich deficyt finansów publicznych miał w 2013 r. przekroczyć granicę 3,0% PKB. Wypłata funduszy unijnych została wznowiona dopiero po kilku miesiącach, po przedstawieniu znowelizowanego budżetu z obniżonym poziomem deficytu finansów publicznych.

Uważamy, że wynik wyborów prezydenckich (por. MAKROmapa z 25.05.2015) oraz najnowsze wyniki sondaży poparcia partii politycznych wskazują na wysokie prawdopodobieństwo zwycięstwa PiS w jesiennych wyborach parlamentarnych. Należy zatem brać pod uwagę scenariusz, w którym inwestorzy będą w najbliższych miesiącach interpretować proponowane przez PiS zmiany w polityce fiskalnej jako czynnik ryzyka dla stabilności finansów publicznych. W konsekwencji, ryzyko polityczne w Polsce pozostanie – oprócz spodziewanego przez nas zaostrzenia polityki pieniężnej przez FED we wrześniu br. – istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności obligacji.

## Kurs złotego pod wpływem negocjacji ws. Grecji i wydarzeń w Chinach

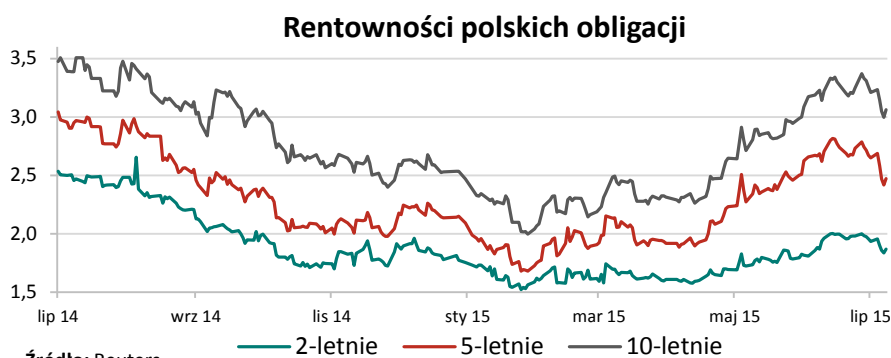


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1720 (umocnienie złotego o 0,4%).** Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia z osłabieniem złotego, który pozostawał pod wpływem negatywnych nastrojów związanych z negocjacjami nt. pomocy finansowej dla Grecji oraz pęknięciem bańki na chińskiej

giełdzie. W rezultacie w środę wieczorem kurs EURPLN osiągnął swoje maksimum tygodniowe i ukształtował się nieznacznie poniżej poziomu 4,24. W czwartek wyhamowanie spadków na chińskich giełdach doprowadziło do odwrócenia trendu i złoty zaczął się umacniać. W piątek od samego rana mieliśmy do czynienia ze znaczącą aprecjacją polskiej waluty (o 1,0%) oraz innych walut rynków wschodzących, gdyż zwiększyły się oczekiwania rynku na osiągnięcie porozumienia Grecji z wierzycielami.

W tym tygodniu oczekujemy kontynuacji umocnienia złotego w reakcji na osiągnięte porozumienie w sprawie pomocy finansowej dla Grecji. Bogaty kalendarz makroekonomiczny będzie sprzyjał podwyższonej zmienności kursu złotego. W kierunku osłabienia złotego może oddziaływać seria odczytów z Chin (PKB, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich), które w przypadku realizacji naszych prognoz wskażą na spowolnienie aktywności w Państwie Środka. Podwyższoną zmienność kursu złotego może wywołać naszym zdaniem również konferencja po posiedzeniu EBC. Pozytywne dla złotego będą z kolei dane nt. bilansu płatniczego w Polsce. Pozostałe krajowe dane (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, inflacja) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Oczekujemy również, że wystąpienie szefowej FED J. Yellen w Kongresie, podobnie jak publikacje odczytów z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, indeks NY FED, indeks Philadelphia FED, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) pozostaną w cieniu informacji dotyczących sytuacji w Grecji i w Chinach.

## Wystąpienie J. Yellen może wywołać podwyższoną zmienność na rynku



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,869 (spadek o 6pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,472 (spadek o 18pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,063 (wzrost o 15pb). Od poniedziałku do piątku rentowności polskiego długu spadały na całej długości krzywej

dochodowości, co związane był w naszej ocenie ze stopniowym zmniejszeniem awersji do ryzyka ze względu na wzrost oczekiwań inwestorów na postępy w negocjacjach w sprawie Grecji. Wsparcie dla takiej oceny stanowi spadek spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi i amerykańskimi obligacjami na całej długości krzywej dochodowości. W czwartek miały miejsce aukcja długu oraz aukcja uzupełniająca, na których Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 5- i 9- letnich terminach zapadalności za 2,2 mld zł przy popycie równym 4,3 mld zł. Aukcja nie miała znaczącego wpływu na krzywą dochodowości.

W tym tygodniu spadek rentowności polskich obligacji może być kontynuowany, co związane będzie z poprawą nastrojów inwestorów z uwagi na osiągnięte porozumienie w sprawie Grecji. Naszym zdaniem informacje napływające z Grecji i Chin ograniczą wpływ wystąpienia szefowej FED J. Yellen na rentowności obligacji. Podwyższoną zmienność na rynku długu może natomiast wywołać konferencja po posiedzeniu EBC. Oczekujemy, że publikacje zarówno danych z chińskiej gospodarki (PKB, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich), jak i krajowych danych nie spotkają się ze znaczącą reakcją rynku.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lip 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	1,50
Kurs EURPLN*	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,22
Kurs USDPLN*	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,84
Kurs CHFPLN*	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	4,05
Inflacja CPI (r/r, %)	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,8
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	6,0	6,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,2	-1,8	-1,8
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,2	3,2
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	4,0	4,0
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Stopa bezrobocia rej.* (%)	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,2	10,8	10,4	10,4
Saldo ROB (mln EUR)	-927	-729	-1063	12	-371	-181	-1414	37	225	1938	1138	413	413	413
Eksport (r/r, % EUR)	5,7	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	5,2	10,8	13,7	8,7	8,0	8,0	8,0
Import (r/r, % EUR)	7,5	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-1,3	3,8	9,8	8,0	6,8	6,8	6,8

\* 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	-0,9	-0,5	0,3	1,3	1,5	1,5	1,8	0,0	-0,7	1,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,87	2,03	2,06	1,70	2,03	
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	4,19	4,12	4,10	4,05	4,00	3,95	3,90	4,29	4,10	3,90	
USDPLN**	3,79	3,76	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	PROGNOZA*		
				POPZEDNIA WARTOŚĆ	CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 13.07.2015r.</b>						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Czerwiec	59,5	52,7	55,7
<b>Wtorek 14.07.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,1	0,3	0,2
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Lipiec	31,5		30,0
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,7</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Maj</b>	<b>1138</b>	<b>413</b>	<b>283</b>
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	1,2	0,3	0,3
<b>Środa 15.07.2015r.</b>						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	II kw.	7,0	6,8	6,9
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	10,1	10,2	10,1
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	6,1	6,1	6,0
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Czerwiec	11,4	11,1	11,2
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	-2,0	2,3	3,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	-0,2	0,2	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Czerwiec	78,1	78,1	78,1
<b>Czwartek 16.07.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	0,2	0,2	0,2
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Lipiec	0,05	0,05	0,05
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
16:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Lipiec	15,2	13,0	12,0
<b>Piątek 17.07.2015r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Sprzedaż detaliczna (% r/r)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja PPI (% r/r)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>2,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,6</b>
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Czerwiec	1036	1090	1114
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Czerwiec	1250	1100	1150
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Czerwiec	0,4	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Czerwiec	0,1	0,2	0,2
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	96,1	96,3	96,4

\* 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