

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Rezerwa Federalna utrzyma status quo w polityce pieniężnej chcąc poczekać na publikację kolejnych danych makroekonomicznych potwierdzających ożywienie gospodarcze w USA i stopniowy powrót inflacji do celu. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej we wrześniu br. W przypadku braku zmian w polityce pieniężnej USA, posiedzenie FED nie powinno spotkać się ze znaczącą reakcją inwestorów. Po posiedzeniu nie odbędzie się konferencja prasowa, co również będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia zmienności na rynkach.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W środę zostanie opublikowany wstępny szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się do 2,5% wobec -0,2% w I kw. Przyspieszenie będzie efektem ustąpienia przejściowych, negatywnych czynników ograniczających wzrost gospodarczy w I kw. (m.in. niekorzystne warunki atmosferyczne). Ponadto dziś opublikowane zostaną wstępne czerwcowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zwiększyły się one o 3,0% m/m wobec spadku o 2,2% w maju, co było efektem wyższych zamówień w firmie Boeing. Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board (spadek do 99,0 pkt. wobec 101,3 pkt. w czerwcu) podobnie jak zrewidowany w górę finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (94,5 pkt. wobec 96,1 pkt. w czerwcu) będą odzwierciedlać pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w lipcu. W naszej ocenie, dobre dane z USA mogą oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i spadku cen polskich obligacji.
- **W piątek poznamy wstępny odczyt inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, iż dynamika cen nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 0,2% r/r. W czwartek poznamy również wstępny szacunek lipcowej inflacji w Niemczech. Oczekujemy jej stabilizacji na poziomie z czerwca (0,1% r/r). Uważamy, że roczny wskaźnik inflacji w strefie euro utrzyma się na poziomie zbliżonym do zera do III kw. br. Naszym zdaniem reakcja rynków finansowych na te dane będzie ograniczona.
- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego.** Uważamy, że podobnie jak wskaźnik PMI (patrz poniżej) indeks Ifo obniży się do 106,9 pkt. w lipcu wobec 107,4 pkt. w czerwcu. Publikacja najprawdopodobniej nie spotka się ze znaczącą reakcją rynków.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne lipcowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zmniejszył się w lipcu do 53,7 pkt. wobec 54,2 pkt. w czerwcu. Do jego spadku przyczyniła się zarówno niższa wartość wskaźnika w Niemczech (53,4 pkt. wobec 53,7 pkt.), jak i we Francji (51,5 pkt. wobec 53,3 pkt.). W przypadku obu krajów pogorszenie koniunktury wynikało z osłabienia aktywności w sektorze usług oraz niższego tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie. Z kolei w pozostałych krajach strefy euro uwzględnianych w badaniu składowe dla produkcji oraz zatrudnienia ukształtowały się w lipcu na nieznacznie wyższych niż w czerwcu poziomach. Pomimo nieznacznego spadku, lipcowe dane wskazują na umiarkowanie wysokie tempo wzrostu aktywności gospodarczej w strefie euro, stanowiąc wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty nie zmieniła się w II kw. w stosunku do I kw. i wyniosła 0,4% w II kw.

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.** Sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się w czerwcu do 5,49 mln wobec 5,32 mln w maju, z kolei sprzedaż nowych domów wyniosła 482 tys. wobec 517 tys. w maju. W połączeniu z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu innymi czerwcowymi danymi z amerykańskiego rynku nieruchomości (por. MAKROmapa z 20.07.2015) odczyty potwierdzają, iż odnotowane na nim spowolnienie w I kw. miało przejściowy charakter. Dane stanowią tym samym wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej we wrześniu br.
- **Wstępny indeks PMI w chińskim przetwórstwie zmniejszył się w lipcu do 48,2 pkt. wobec 49,4 pkt. w maju i tym samym piąty miesiąc z rzędu ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej spadek od wzrostu aktywności.** Jednocześnie jest to najniższy poziom indeksu od kwietnia 2014 r. Silny spadek wskaźnika wynikał w naszej ocenie z załamania na chińskich giełdach, które obniżyło oczekiwania ankietowanych przedsiębiorców dotyczące przyszłego popytu konsumpcyjnego oraz dostępności finansowania dla inwestycji. Dane sygnalizują tym samym ryzyko w dół dla naszej prognozy chińskiego PKB, zgodnie z którą w III kw. jego roczna dynamika zwiększy się do 7,1% wobec 7,0% w II kw. Uważamy, że Ludowy Bank Chin zdecyduje się na dodatkową stymulację chińskiej gospodarki i w III kw. obniży stopę rezerw obowiązkowych o 50 bp do 18,0%. Oczekujemy, że pozostałe stopy Ludowego Banku Chin pozostaną na niezmiennym poziomie.

## ➤ Kiedy ceny żywności zaczną rosnąć ?

Zgodnie z danymi GUS, od maja 2014 r. mamy do czynienia z utrzymującą się deflacją żywności i napojów bezalkoholowych, tj. spadkiem cen tych produktów w ujęciu rocznym. Przedmiotem poniższej analizy jest odpowiedź na pytanie, jak długo będziemy mieli jeszcze do czynienia z ujemnym tempem wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych. W tym celu przeanalizowaliśmy tendencje zachodzące na rynkach odpowiadających za najważniejsze składowe cen żywności: owoce, warzywa, mleko, sery i jaja, mięso, pieczywo i produkty zbożowe oraz oleje i pozostałe tłuszcze. Stanowią one w sumie 76% całości towarów uwzględnianych w koszyku inflacyjnym w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe”.

Od 2014 r. mamy do czynienia ze znaczącą nadpodażą mleka i produktów mlecznych na światowym rynku oddziałującą w kierunku spadku ich cen. Jest ona konsekwencją silnego wzrostu produkcji wśród głównych eksporterów i producentów mleka takich jak Nowa Zelandia, Australia, Unia Europejska, USA oraz Argentyna przy jednoczesnym osłabieniu popytu ze strony największego światowego importera mleka i produktów mlecznych, jakim są Chiny. Obecnie nie ma wyraźnych sygnałów świadczących, iż w horyzoncie najbliższych miesięcy światowy rynek mleka wróci do równowagi. W okresie kwiecień-maj br. produkcja mleka wśród jego największych eksporterów była bowiem wyższa o 2,1% wobec analogicznego okresu roku poprzedniego, sygnalizując znaczące zwiększenie tempa wzrostu produkcji względem I kw. (0,1% r/r). Z kolei ostatnie załamanie na chińskim rynku akcji, skutkujące zmniejszeniem majątku, a w konsekwencji siły nabywczej chińskich konsumentów (por. MAKROmapa z 20.07.2015) jest czynnikiem oddziałującym w kierunku dalszego ograniczenia importu mleka i produktów mlecznych przez Chiny. W konsekwencji oczekujemy, iż ceny mleka i produktów mlecznych na światowych rynkach zaczną rosnąć dopiero w II poł. 2016 r., co wynikać będzie przede wszystkim ze zmniejszenia ich produkcji, która z uwagi na niskie ceny w przypadku części producentów stanie się nieopłacalna. Tym samym oczekujemy, że deflacja w kategorii „mleko, sery i jaja” w Polsce utrzyma się do I kw. 2016 r.

Susza z którą mamy obecnie do czynienia w Polsce dotknęła również inne europejskie kraje, m.in. Francję, Niemcy i Hiszpanię. Niewystarczające opady odnotowywane są również w Kanadzie. Z kolei w USA mamy do czynienia z ulewami opóźniającymi zasiewy. Niekorzystne warunki meteorologiczne

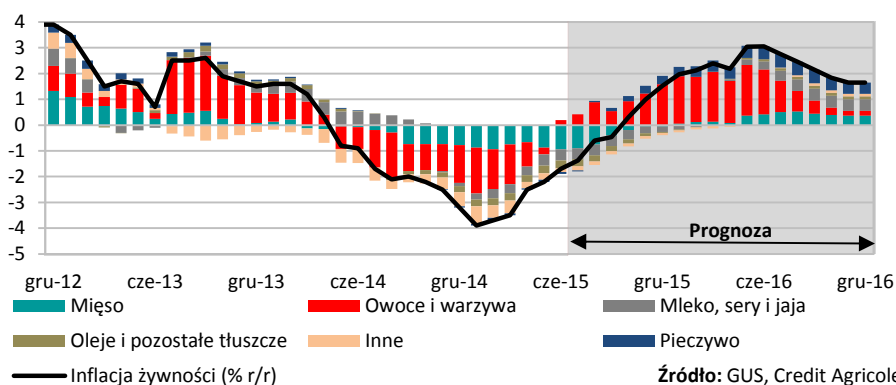
obejmujące swoim zasięgiem najważniejszych światowych producentów zbóż znalazły pod koniec czerwca br. odzwierciedlenie w obniżeniu światowych prognoz zbiorów najważniejszych gatunków zbóż m.in. przez IGC (International Grains Council) oraz USDA (U.S. Department of Agriculture). W przypadku ich realizacji produkcja zbóż w sezonie 2015/2016 będzie niższa od konsumpcji po raz pierwszy od sezonu 2012/2013. Istotnym czynnikiem ograniczającym wzrost cen pozostają jednak rekordowe zapasy końcowe z sezonu 2014/2015, kiedy współczynnik zapasy końcowe/konsumpcja wyniósł zgodnie z szacunkami IGC ponad 22,1% wobec 20,8% w sezonie 2013/2014. Tym samym uważamy, że wzrost cen zbóż, a w konsekwencji pieczywa i produktów zbożowych w Polsce będzie ograniczony. Niemniej jednak oczekujemy, że w połączeniu z efektami niskiej bazy roczne tempo wzrostu cen w tej kategorii będzie stopniowo rosnąć, a w sierpniu br. przyjmie dodatnią wartość.

Wspomniane wyżej niekorzystne warunki meteorologiczne mogą podbić ceny roślin oleistych. Zgodnie z prognozą USDA z lipca br. (U.S. Department of Agriculture) w sezonie 2015/2016 będziemy mieć do czynienia z nieznacznym zmniejszeniem produkcji nasion i owoców najważniejszych roślin oleistych, która spadnie o 0,8% w stosunku do poprzedniego sezonu. Niemniej jednak czynnikiem ograniczającym wzrost cen roślin oleistych są wysokie zapasy końcowe z sezonu 2014/2015. Co więcej, w kierunku zmniejszenia ich cen może dodatkowo oddziaływać ostatni spadek cen ropy naftowej na światowym rynku związany z oczekiwanym wzrostem jej podaży z uwagi na osiągnięcie porozumienia przez światowe mocarstwa (Stany Zjednoczone, Wielką Brytanię, Chiny, Francję, Niemcy i Rosję) z Iranem w sprawie irańskiego programu atomowego i zniesienia sankcji nałożonych na ten kraj. Niższe ceny ropy będą bowiem czynnikiem ograniczającym popyt na biopaliwa poprzez obniżenie ich relatywnej konkurencyjności cenowej względem paliw konwencjonalnych. W konsekwencji, po uwzględnieniu efektów niskiej bazy sprzed roku prognozujemy, że roczne tempo wzrostu cen w kategorii „oleje i tłuszcze” będzie dodatnie w grudniu br.

Utrzymujące się od marca 2014 r. ujemne roczne tempo wzrostu cen mięsa w Polsce jest przede wszystkim konsekwencją spadku cen na światowym rynku mięsa. W Polsce spadek cen mięsa został dodatkowo pogłębiony przez wprowadzone na początku ub. r. embargo na polską wieprzowinę przez jej kluczowych importerów w reakcji na wykrycie przypadków ASF (Afrkański Pomór Świń) w Polsce, co doprowadziło do powstania znaczącej nadpodaży tego gatunku mięsa na krajowym rynku. W ostatnich miesiącach widoczne jest jednak wyhamowanie spadku cen mięsa na światowych rynkach. Ponadto prognozowany przez nas wzrost cen zbóż i roślin oleistych będzie oddziaływał w kierunku wzrostu cen pasz, a w konsekwencji również cen mięsa. Ponadto do wzrostu cen mięsa wołowego i drobiowego w Polsce może przyczynić się zniesienie pod koniec ub. r. zakazu uboju rytualnego, które w średnim okresie, poprzez zwiększenie eksportu polskiego mięsa, będzie najprawdopodobniej oddziaływało w kierunku zmniejszenia jego podaży na krajowym rynku. Wpływ ten, z uwagi na potrzebę odbudowania relacji handlowych będzie w naszej ocenie przesunięty w czasie. W konsekwencji prognozujemy, że w połączeniu z efektami niskiej bazy sprzed roku roczne tempo wzrostu cen mięsa w Polsce będzie stopniowo rosnąć i w styczniu 2016 r. przyjmie dodatnią wartość.

Na podstawie obserwowanych w br. warunków meteorologicznych w Polsce szacujemy, że zbiory owoców i warzyw będą zbliżone do średniej wieloletniej, a tym samym niższe niż przed rokiem, kiedy były one wyjątkowo wysokie ze względu na urodzaj. Jednocześnie wprowadzone w sierpniu ub.r. rosyjskie embargo na polską żywność skłoniło część producentów do ograniczenia produkcji. Te dwa czynniki będą oddziaływały w kierunku spadku podaży i wzrostu rocznej dynamiki cen tych produktów. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki cen owoców i warzyw w II poł. br. będzie efekt niskiej bazy związany z wprowadzonym przed rokiem rosyjskim embargiem.

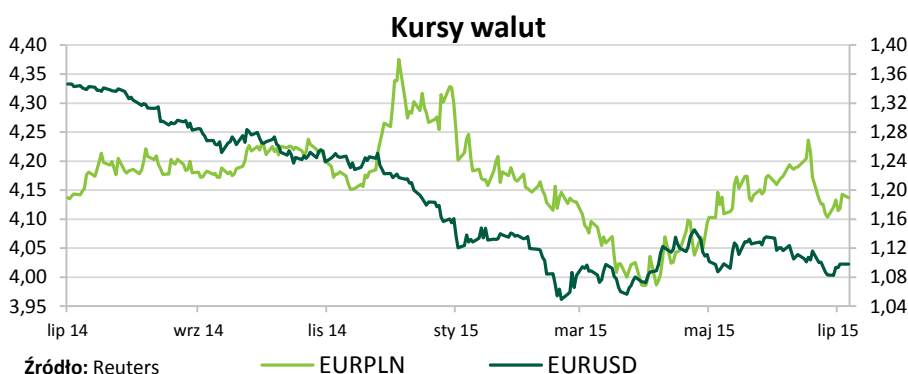
## Kiedy ceny żywności zaczną rosnąć ?



Źródło: GUS, Credit Agricole

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen żywności przyjmie nieujemną wartość w październiku br. a w grudniu br. ukształtuje się na poziomie ok. 1,5%. W 2016 r. będziemy mieli do czynienia ze znacznym wzrostem dynamiki cen żywności, która w II kw. osiągnie swoje maksimum lokalne (2,7%). W II poł. 2016 r. roczna dynamika cen będzie się stopniowo obniżać i w IV kw. wyniesie 1,6%. Zaprezentowana powyżej ścieżka dynamiki cen żywności, stanowi wsparcie dla naszej prognozy wzrostu rocznego wskaźnika inflacji z -0,9% r/r w II kw. do 0,3% w IV kw. oraz 1,5% średniorocznie w całym 2016 r. (por. tabela kwartalna). Głównym czynnikiem ryzyka w dół dla naszej prognozy jest kontynuacja odnotowanego w ostatnich miesiącach spadku cen ropy naftowej. Cena ropy Brent wynosi obecnie ok. 54 USD za baryłkę, podczas gdy w kwietniu br. kształtowała się ona średnio na poziomie 63,75 USD za baryłkę (spadek o 15%). Niższe ceny ropy naftowej mogą obniżyć koszty produkcji rolnej, a konsekwencji oddziaływać w kierunku spadku cen żywności.

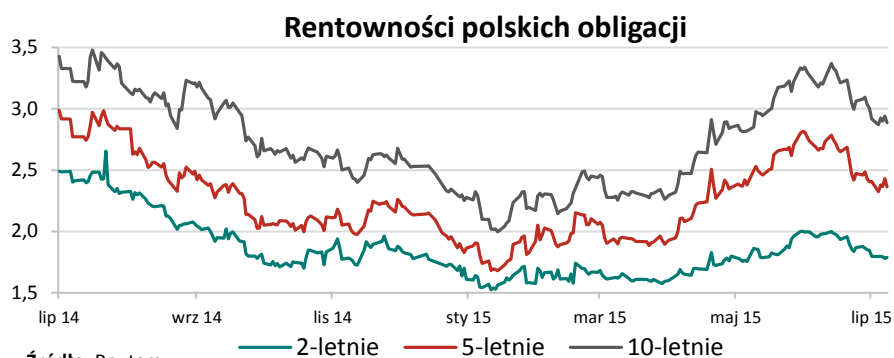
## Sumaryczny wpływ danych z USA negatywny dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1429 (osłabienie złotego o 1,0%). Z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny przez pierwszą część tygodnia kurs złotego kształtowany był przez nastroje na rynkach globalnych i zmieniał się w ślad za kursem EURUSD w przedziale 4,10-4,14. W czwartek w kierunku

umocnienia złotego oddziaływało zaakceptowanie w nocy z środy na czwartek przez grecki parlament drugiej z czterech części pakietu reform, będących warunkiem uruchomienia programu pomocowego. Piątkowe słabsze od oczekiwań dane nt. koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach doprowadziły do przejściowego umocnienia złotego. W dalszej części dnia złoty tracił na wartości.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kursu złotego będzie środowe posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że Rezerwa Federalna utrzyma status quo w polityce monetarnej, co w przypadku realizacji naszej prognozy nie spotka się ze znaczącą reakcją rynku. Dodatkowym czynnikiem ograniczającym zmienność na rynku będzie brak konferencji po posiedzeniu. Negatywny dla złotego może być sumaryczny wpływ danych z USA (wstępny szacunek amerykańskiego PKB, zamówienia na dobra trwałe, wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board oraz finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan). Wstępny odczyt inflacji w strefie euro, a także publikacja indeksu Ifo będą miały w naszej ocenie ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.


**Posiedzenie FOMC w centrum uwagi polskiego rynku długu**


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,788 (spadek o 1pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,364 (spadek o 4pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,887 (spadek o 3pb). Przez cały tydzień ceny polskiego długu były względnie stabilne z uwagi na ubogi kalendarz ekonomiczny. We wtorek mieliśmy

do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji w reakcji na informację Ministerstwa Finansów o relatywnie wysokiej podaży na czwartkowej aukcji długu. Ostatecznie Ministerstwo sprzedało na niej obligacje o 5- i 10-letnich terminach zapadalności za 5,85 mld zł przy popycie równym 7,56 mld zł. Aukcja doprowadziła do przejściowego wzrostu rentowności polskich obligacji widocznego na długim końcu krzywej. W piątek rano odnotowano wzrost cen polskiego długu w reakcji na słabsze od oczekiwań dane nt. koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie śródowe posiedzenie FOMC. Oczekujemy, iż Rezerwa Federalna nie wprowadzi zmian w polityce monetarnej, co w przypadku realizacji naszej prognozy będzie neutralne dla polskiego rynku długu. Negatywny dla cen polskich obligacji może być zagregowany wpływ danych z amerykańskiej gospodarki (wstępny szacunek amerykańskiego PKB, zamówienia na dobra trwałe, wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board oraz finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan). Wstępny odczyt inflacji w strefie euro oraz publikacja indeksu Ifo nie spotkają się naszym zdaniem 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	4,12
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	3,78
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	3,95
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	
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	
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	7,6	
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	-1,6	
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	3,8	
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	2,5	
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	0,9	
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	10,3	
Saldo ROB (mln EUR)	-827	-730	-1063	14	-374	-24	-1245	-60	-7	1743	1129	1184		
Eksport (r/r, % EUR)	5,3	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	4,4	10,2	13,9	9,2	9,7		
Import (r/r, % EUR)	8,4	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-2,1	2,6	7,8	7,8	0,0		

\* 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	10,3	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	
Wzrost 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	4,09	4,05	4,00	3,95	4,29	4,10	3,95	
USDPLN**	3,79	3,76	3,89	3,94	3,93	3,86	3,74	3,59	3,54	3,94	3,59	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 27.07.2015r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Lipiec	107,4	106,9	107,2
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	5,0		5,1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Czerwiec	-2,2	3,0	3,0
<b>Wtorek 28.07.2015r.</b>						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Maj	0,3		0,3
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Lipiec	6,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumentckiej (pkt.)	Lipiec	101,4	99,0	100,0
<b>Środa 29.07.2015r.</b>						
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Lipiec	0,25	0,25	0,25
<b>Czwartek 30.07.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Lipiec	0,10		0,15
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Czerwiec	11,1		11,1
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	0,1	0,1	0,1
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	II kw.	-0,2	2,5	2,7
<b>Piątek 31.07.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	0,2	0,2	0,2
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Lipiec	49,4		50,5
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	93,3	94,5	94,0

\* 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