




W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o czerwcowej inflacji w Polsce, która naszym zdaniem obniżyła się do 1,7% r/r wobec 1,9% w maju.** W kierunku spadku wskaźnika oddziaływała niższa dynamika cen paliw. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (1,9%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W piątek opublikowany zostanie również wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen zmniejszyła się do 1,2% r/r w czerwcu wobec 1,4% w maju. W czwartek poznamy wstępny szacunek czerwcowej inflacji HICP w Niemczech. Podobnie jak w przypadku strefy euro, spodziewamy się jej obniżenia do 1,2% r/r z 1,4% w maju. W obu przypadkach w kierunku spadku wskaźnika inflacji oddziaływała niższa inflacja bazowa. Oczekujemy, że publikacja danych o inflacji w strefie euro będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskiego długu.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W czwartek opublikowany zostanie finalny szacunek amerykańskiego PKB w I kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego nie zmieniło się w porównaniu do drugiego szacunku i wyniosło 1,2%. Prognozujemy, że miesięczna dynamika wstępnych zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w maju do -0,2% wobec -0,8% w kwietniu. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury konsumenckiej w czerwcu. Uważamy, że zarówno zrewidowany w górę finalny indeks Uniwersytetu Michigan (95,0 pkt. wobec 97,1 pkt. w maju), jak również indeks zaufania konsumentów Conference Board (115,0 pkt. wobec 117,9 pkt.) zasygnalizują nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w czerwcu. Naszym zdaniem zagregowany wpływ danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.
- **W piątek poznamy czerwcowy indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa wg CFLP.** Oczekujemy, że wskaźnik ten zmniejszył się nieznacznie do 51,1 pkt. wobec 51,2 pkt. w maju. Uważamy, że wyniki badań koniunktury w Chinach, wskazujące na stabilizację nastrojów w przetwórstwie przemysłowym, będą neutralne dla rynków.
- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego.** Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększy się do 115,1 pkt. w czerwcu z 114,6 pkt. w maju. Spadek indeksu PMI w Niemczech w czerwcu (patrz poniżej) stanowi ryzyko w dół dla naszej prognozy. Publikacja indeksu Ifo będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne czerwcowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zmniejszył się w czerwcu do 55,7 pkt. wobec 56,8 pkt. w maju. Na obniżenie wskaźnika złożyły się niższe wartości indeksu zarówno we Francji (55,3 pkt. w czerwcu wobec 56,9 pkt. w maju), jak i w Niemczech (56,1 pkt. wobec 57,4 pkt.). W obu gospodarkach odnotowano niższe tempo wzrostu aktywności w sektorze usług oraz obniżenie składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Lekkie pogorszenie koniunktury odnotowano również w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W strukturze danych dotyczących sytuacji w niemieckim przetwórstwie na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem, który sygnalizuje wysokie prawdopodobieństwo ponownego przyspieszenia wzrostu aktywności w niemieckim przetwórstwie w kolejnych miesiącach. Średnia wartość zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro wyniosła 56,4 pkt. w II kw. wobec 55,6 pkt. w I kw.

co stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro w II kw. obniży się do 0,5% wobec 0,6% w I kw.

-  **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w maju o 9,1% r/r wobec spadku o 0,6% w kwietniu.** Główną przyczyną silnego wzrostu dynamiki produkcji pomiędzy kwietniem a majem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. W strukturze danych na uwagę zasługuje wysoka na tle innych kategorii dynamika produkcji w branżach wytwarzające towary stanowiące wsad do produkcji budowlano-montażowej. Sygnalizuje to pozytywny wpływ ożywienia w budownictwie na sytuację w przemyśle. Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w maju o 8,4% r/r wobec wzrostu o 4,3% w kwietniu. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja w budownictwie spadła o 3,2% m/m. Czynnikiem ograniczającym przyspieszenie produkcji w ujęciu rocznym w maju było niższe tempo wzrostu (3,3% r/r wobec 14,0% w kwietniu) w kategorii "roboty budowlane specjalistyczne". Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach produkcja budowlano-montażowa znajdzie się w trendzie wzrostowym, co będzie związane z oczekiwaną przez nas rosnącą absorpcją środków unijnych, znaczącym zwiększeniem publicznych nakładów na infrastrukturę oraz ożywieniem w budownictwie mieszkaniowym (por. MAKROpuls z 20.06.2017). Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w okresie kwiecień-maj stanowią wsparcie dla naszej prognozy dynamiki PKB w II kw. 2017 r. (spadek do 3,9% r/r wobec 4,0% r/r w I kw.).
-  **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w maju o 8,4% r/r wobec wzrostu o 8,1% w kwietniu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż zwiększyła się w maju o 7,4 % r/r wobec 6,7% w kwietniu. W kierunku zwiększenia dynamiki sprzedaży w maju oddziaływało ustąpienie wpływu anomalii pogodowych obserwowanych w kwietniu br., które przyczyniły się do spowolnienia tempa wzrostu sprzedaży w kategoriach "włókno, odzież, obuwie" oraz "pojazdy samochodowe, motocykle i części" w kwietniu. W przeciwnym kierunku oddziaływały efekty kalendarzowe związane z późniejszymi niż przed rokiem świętami Wielkiejnocy (por. MAKROpuls z 20.06.2017). Średnia dynamika sprzedaży detalicznej w okresie kwiecień-maj wyniosła 7,1% r/r wobec 7,5% w I kw., a tym samym ubiegłotygodniowe dane są spójne z naszym scenariuszem obniżenia tempa wzrostu konsumpcji prywatnej w II kw. br. do 4,2% r/r wobec 4,7% r/r w I kw. br.
-  **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w maju do 5,4% r/r wobec 4,1% w kwietniu.** W kierunku zwiększenia tempa wzrostu wynagrodzeń w maju oddziaływały efekty niskiej bazy sprzed roku m.in. w kategoriach "produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej" oraz "budownictwo" (por. MAKROpuls z 19.06.2017). Roczna dynamika zatrudnienia zmniejszyła się w maju do 4,5% r/r wobec 4,6% w kwietniu. W efekcie realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zwiększyło się w maju do 8,1% r/r wobec 6,7% w kwietniu. Wzrost zatrudnienia w maju był ograniczany przez rosnące trudności firm w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników. Według badań koniunktury GUS w II kw. odsetek przedsiębiorstw przetwórstwa raportujących ww. trudności był najwyższy w historii badań. W kolejnych miesiącach wraz ze stopniowym wyhamowaniem poprawy sytuacji na rynku pracy oczekujemy dalszego łagodnego obniżenia rocznej dynamiki zatrudnienia.



Uszczelnienie przyniesie co najmniej 8 mld zł dochodów z VAT

W maju br. Wicepremier M. Morawiecki ocenił, że poprawa ściągłości podatku od towarów i usług (VAT) może w tym roku wynieść ok. 15-20 mld zł. Dane Ministerstwa Finansów dotyczące wykonania budżetu państwa w br. wskazują na wyraźny wzrost dochodów z VAT. W okresie styczeń-kwiecień dochody z tego podatku wyniosły 56,8 mld zł i były wyższe o 33,5% niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Na podstawie opublikowanych w ubiegłym tygodniu szacunkowych danych o

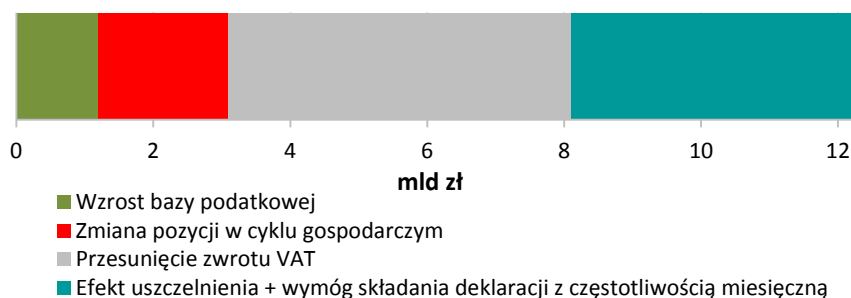
wykonaniu budżetu państwa za styczeń-maj szacujemy, że dochody z VAT (przybliżane przez dochody z podatków pośrednich pomniejszone o dochody z akcyzy) zwiększyły się w maju o 14,1% r/r. W poniższej analizie próbujemy odpowiedzieć na pytanie w jakim stopniu wzrost dochodów z podatku od towarów i usług w br. wynikał z uszczelnienia systemu podatkowego.

W ramach polityki uszczelniania podatku VAT wprowadzono szereg przepisów mających na celu ograniczenie nadużyć związanych z wyłudzeniem zwrotów ww. podatku oraz ułatwienie przeprowadzania kontroli przez urzędy podatkowe. Jednym z rozwiązań administracyjnych jest wprowadzenie tzw. Jednolitego Pliku Kontrolnego (JPK), stanowiącego system kontroli danych z ksiąg podatkowych w wersji elektronicznej. Dużych przedsiębiorców sporządzających księgi w wersji elektronicznej JPK obowiązuje od 1 lipca 2016 r., z kolei małych i średnich (w ograniczonym zakresie) od 1 stycznia 2017r. Wprowadzona 15 lipca 2016 r. klauzula obejścia prawa podatkowego pozwala urzędnikom na zanegowanie korzyści podatkowych z tytułu działań, których celem jest jedynie obniżenie opodatkowania, mimo iż są legalne. 1 sierpnia 2016 r. wprowadzony został tzw. pakiet paliwowy, dotyczący koncesjonowania obrotu paliwami z importu oraz zasad ich opodatkowania podatkiem VAT. Pozostałe rozwiązania, wprowadzone od 1 stycznia 2017 r. to m.in.: doprecyzowanie warunków wykreślenia podatnika z rejestru VAT oraz wprowadzenie przesłanek do odmowy jego rejestracji, solidarna odpowiedzialność pełnomocnika rejestrującego podatnika VAT za zaległości związane z tym podatkiem, wprowadzenie wymogu elektronicznego składania deklaracji VAT (z pewnymi wyjątkami), wprowadzenie nowych sankcji za nierzetelne rozliczanie podatku lub wystawianie tzw. pustych faktur, a także rozszerzenie tzw. odwróconego VAT m.in. o niektóre usługi budowlane. Ponadto 1 marca 2017 r. wprowadzono regulacje, zgodnie z którymi fałszowanie faktur VAT o wysokiej wartości będzie zagrożone karą więzienia w wymiarze nawet do 25 lat.

W celu oszacowania wpływu uszczelnienia systemu podatkowego na wysokość dochodów budżetu państwa z tytułu podatku VAT konieczne jest określenie bazy podatkowej czyli dóbr i usług podlegających opodatkowaniu. Przyjęliśmy, że wysokość bazy podatkowej w uproszczeniu równa jest sumie konsumpcji prywatnej, spożycia publicznego oraz inwestycji publicznych. Do bazy podatkowej powinniśmy włączyć również inwestycje gospodarstw domowych, jednak dane dotyczące tego wskaźnika nie zostały jeszcze zrewidowane w bazie Eurostat (w przeciwieństwie do inwestycji publicznych), co prowadziłoby do braku spójności z pozostałymi szeregami. Następnie oszacowaliśmy efektywną stawkę VAT, czyli odsetek bazy podatkowej jaka trafia do budżetu państwa. Z przeprowadzonej przez nas analizy wynika, że poza wahaniem sezonowymi ($\pm 0,5$ pkt. proc. w zależności od kwartału) efektywna stawka VAT jest zmienną procykliczną, co oznacza, że rośnie wraz z dynamiką PKB i dochodami społeczeństwa, co może być naszym zdaniem związane ze zwiększaniem udziału wydatków na dobra luksusowe w koszyku gospodarstw domowych i mniejszym zakresem szarej strefy w górnej fazie cyklu koniunktury.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej zależności zbudowaliśmy model ekonometryczny, w którym efektywna stawka VAT została objaśniona przez nominalną dynamikę popytu krajowego, sezonowe zmienne zero-jedynkowe oraz zmienną binarną reprezentującą wpływ uszczelniania systemu – przyjmuje ona wartość „1” w okresie I kw. 2016 – I kw. 2017 r. Na podstawie tego modelu jesteśmy w stanie zdekomponować różnicę pomiędzy wysokością dochodów VAT w I kw. br. i I kw. 2016 r. (12,2 mld zł). W naszej analizie jesteśmy zmuszeni do pominięcia informacji o dochodach z podatku od towarów i usług za okres kwiecień-maj, gdyż nie są jeszcze dostępne dane dotyczące rachunków narodowych pozwalające na wyznaczenie bazy podatkowej w tym okresie. W I kw. br. baza podatkowa zwiększyła się o 6,4% w porównaniu do I kw. ub. r., co przy braku zmian efektywnej stawki podatkowej prowadziłoby do takiego samego względnego wzrostu dochodów z VAT (1,2 mld zł). Jednocześnie mieliśmy do czynienia z silnym przyspieszeniem wzrostu popytu krajowego w I kw. br., co zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego przyczyniło się do wzrostów dochodów VAT o 1,9 mld zł. Oznacza to, że dochody VAT w I kw. br. zwiększyły się o 3,1 mld zł tylko w wyniku wzrostu gospodarczego.

Zgodnie z odpowiedzią Ministerstwa Finansów na interpelację poselską, faktyczne zwroty podatku VAT w grudniu 2016 r. wyniosły 13,8 mld zł i były wyższe o ok. 5,0 mld zł niż w tym samym miesiącu lat 2014-2015. Uważamy, że był to efekt działania rządu polegającego na przesunięciu zwrotów VAT w celu wygładzenia ścieżki deficytu sektora finansów publicznych. Takie przesunięcie zwrotu VAT oddziałuje bowiem w kierunku podwyższenia deficytu sektora w 2016 r. i jego obniżenia w 2017 r. Oznacza to również, że dochody VAT w grudniu ub. r. zostały zaniżone o ok. 5 mld zł, a te w I kw. zostały zawyżone o podobną kwotę w porównaniu do sytuacji, gdyby te przesunięcia nie występowały.

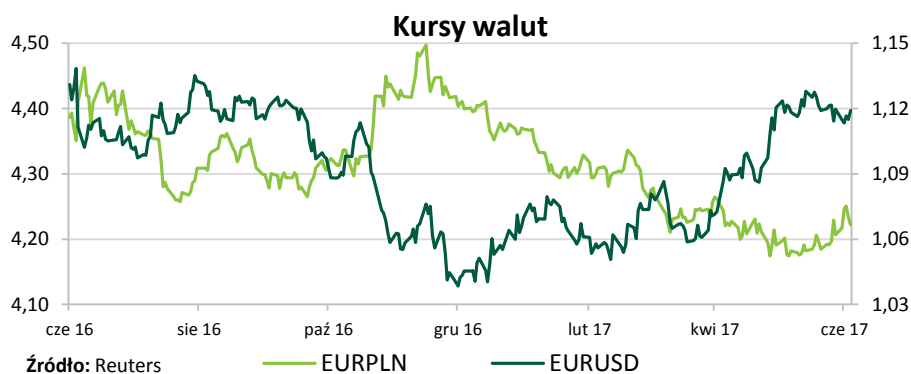
Rozbicie wzrostu dochodów z VAT (I kw. br. wobec I kw. 2016 r.)


Źródło: Credit Agricole

Powyższe rozumowanie prowadzi do wniosku, że 8,1 mld zł z 12,2 mld zł wzrostu dochodu z VAT w I kw. br. w porównaniu do I kw. ub. r. można przypisać wpływowi czynników, które nie były związane z działaniami rządu polegającymi na uszczelnieniu systemu podatkowego. Pozostałe 4,1 mld zł należy jeszcze dodatkowo skorygować o wpływ nowej regulacji, która weszła w życie od stycznia br., polegającej na wprowadzeniu wymogu składania deklaracji VAT co miesiąc (zamiast kwartalnie) dla podatników których sprzedaż w poprzednim roku przekroczyła równowartość 1,2 mln EUR. Na podstawie naszych obliczeń opartych o dane z bazy Pontinfo wymóg ten będzie dotyczył płatników, którzy odpowiadają za dominującą część płaconego podatku VAT (ponad 96%). Oznacza to, że firmy, które w 2016 r. rozliczały VAT za I kw. w całości w kwietniu, w 2017 r. były zmuszone do rozłożenia tej płatności na luty, marzec i kwiecień. Prowadzi to do zwiększenia wpływów do budżetu z tytułu VAT w I kw. w br. w porównaniu do ub. r. Należy jednak zauważyć, że już przed wejściem w życie tej regulacji, znacząca część firm dobrowolnie płaciła VAT z częstotliwością miesięczną. Oznacza to, że skala oddziaływania tego czynnika nie była znacząca.

Szacując dodatkowe dochody z VAT będące efektem uszczelnienia trzeba również uwzględnić fakt niepełnego dopasowania modelu do danych empirycznych (błąd modelu). Błąd ten wynosi ok. 7 mld zł w skali całego roku. Biorąc pod uwagę skalę tego błędu, a także kierując się zasadą ostrożnego szacunku uznaliśmy, że obecnie bardziej prawdopodobne jest odchylenie w dół od prognozowanej wielkości dodatkowych wpływów z VAT będących rezultatem uszczelnienia systemu podatkowego. W efekcie, szacujemy, że w skali całego roku wpływy te wyniosą 8-15 mld zł. Oznacza to, że prawdopodobne jest osiągnięcie wpływów równych dolnej granicy celu wskazanego przez M. Morawieckiego. Nasze szacunki mogą ulec zmianie po opublikowaniu raportu o wykonaniu dochodów z VAT za okres styczeń-czerwiec oraz publikacji danych dotyczących rachunków narodowych pozwalających na wyznaczenie bazy podatkowej w II kw.

Krajowe dane o inflacji negatywne dla złotego



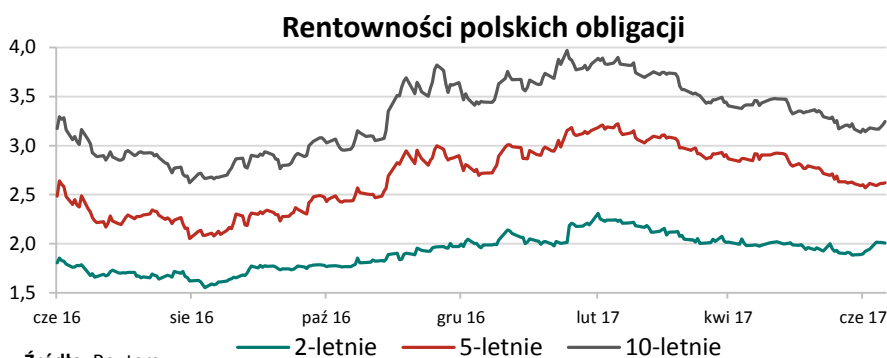
Źródło: Reuters

— EURPLN — EURUSD

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2218 (osłabienie złotego o 0,4%). Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia z lekkim osłabieniem złotego. Deprecjację polskiej waluty wspierały oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych w USA oraz spadek cen ropy. Krajowe dane nt. produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej miały ograniczony wpływ na kurs złotego. W czwartek doszło do odwrócenia trendu, obniżenia światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej spadkiem indeksu VIX i umocnienia złotego. Aprecjacji polskiej waluty sprzyjały również gorsze od oczekiwań wyniki badań koniunktury w strefie euro (PMI) opublikowane w piątek.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą wstępne dane o krajowej inflacji, które w przypadku realizacji naszej prognozy mogą przyczynić się do jego osłabienia. Uważamy, że lekko pozytywne dla złotego będą natomiast publikacje wstępnych danych o inflacji w Niemczech oraz strefie euro. Oczekujemy, że dane z USA nie spotkają się ze znaczącą reakcją rynku. Neutralna dla złotego będzie w naszej ocenie także publikacja wyników badań koniunktury w chińskim przetwórstwie (PMI) i Niemczech (Ifo).

Wstępne dane o czerwcowej inflacji w strefie euro pozytywne dla długu



Źródło: Reuters

— 2-letnie — 5-letnie — 10-letnie

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 2,007 (wzrost o 6pb), obligacji 5-letnich nie zmieniły się i wyniosły 2,621, a obligacji 10-letnich zwiększyły się do poziomu 3,246 (wzrost o 7pb). Od wtorku mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji w środkowym odcinku i na długim końcu krzywej dochodowości. Z kolei ceny długu na krótkim końcu krzywej pozostawały relatywnie stabilne. W kierunku wzrostu rentowności obligacji oddziaływały oczekiwania rynków na zacieśnianie polityki pieniężnej w USA oraz podwyższona awersja do ryzyka odzwierciedlana zwiększeniem spreadu wobec rentowności na rynkach bazowych. W czwartek Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję zamiany długu, na której odkupiło zapadające w 2017 r. i 2018 r. obligacje za 4,16 mld zł przy popycie 5,16 mld zł sprzedając obligacje o 2-,5-,9- i 10-letnich terminach zapadalności za 4,03 mld zł. Aukcja miała ograniczony wpływ na rynek.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą wstępne dane o inflacji w Polsce. W przypadku realizacji naszej prognozy oczekujemy wzrostu cen polskich obligacji. Pozytywny wpływ na ceny polskiego długu może mieć również publikacja wstępnych danych o czerwcowej inflacji w strefie

euro. Oczekujemy, że publikacje danych z USA, jak również indeksu Ifo i wskaźnika PMI w Chinach będą neutralne dla cen polskiego długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,20
Kurs USDPLN*	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,77
Kurs CHFPLN*	3,96	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,87
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,2	2,2	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,3	2,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,3	
Saldo ROB (mln EUR)	1392	-723	-503	-729	-858	-179	-128	-56	2576	-825	-738	-275		
Eksport (r/r, %, EUR)	1,4	6,0	-5,3	9,3	3,1	-0,5	5,8	5,2	13,9	4,9	14,9	0,6		
Import (r/r, %, EUR)	2,5	0,8	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,1	9,9	18,9	3,4		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2017				2018				2016	2017	2018	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,0	3,9	4,1	4,1	3,4	3,8	3,6	3,9	2,7	4,0	3,7	
Konsumpcja (% r/r)	4,7	4,2	3,2	3,1	3,3	3,3	3,0	3,2	3,8	3,8	3,2	
Inwestycje (% r/r)	-0,4	3,9	6,1	8,2	8,8	6,8	5,2	4,1	-7,9	5,4	5,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,3	8,5	9,6	10,1	8,1	7,2	8,8	8,9	9,0	9,1	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	9,4	10,6	11,7	10,1	9,1	8,1	7,9	8,9	10,1	8,8	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,5	1,9	1,5	2,1	2,0	1,8	1,6	2,3	2,2	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,6	1,1	2,0	1,0	1,1	0,9	1,0	-1,6	1,0	1,0
	Eksport netto (pp.)	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	0,6	0,7	0,3	-0,2	0,0
Saldo obrotów bieżących***	0,0	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	-1,3	-1,2	-1,0	-0,3	-0,5	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	8,1	7,1	7,0	7,3	7,6	6,8	7,0	7,3	8,3	7,3	7,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,1	1,5	1,3	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	1,9	1,4	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	4,4	4,9	4,6	4,9	5,2	5,4	5,5	3,8	4,5	5,2	
Inflacja CPI (%)*	2,0	2,0	2,0	1,9	1,3	1,6	1,3	1,3	-0,6	2,0	1,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,90	1,98	1,73	1,73	1,98	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,75	
EURPLN**	4,23	4,20	4,18	4,16	4,15	4,12	4,10	4,07	4,40	4,16	4,07	
USDPLN**	3,97	3,77	3,77	3,71	3,71	3,61	3,50	3,45	4,18	3,71	3,45	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 26.06.2017r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Czerwiec	114,6	115,1	114,4
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Maj	7,7	7,3	7,4
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Maj	-0,8	-0,2	-0,6
Wtorek 27.06.2017r.						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Kwiecień	0,9		0,5
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Czerwiec	1,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	117,9	115,0	116,0
Środa 28.06.2017r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	4,9		5,0
Czwartek 29.06.2017r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Czerwiec	0,90		0,96
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	1,4	1,2	1,3
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	I kw.	1,2	1,2	1,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	241		240
Piątek 30.06.2017r.						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Czerwiec	51,2	51,1	51,0
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	1,4	1,2	1,2
14:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	1,9	1,7	1,9
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Maj	0,2		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Czerwiec	59,4		58,0
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	94,5	95,0	94,5

* 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