

# Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

10 czerwca 2016

**Grzegorz Maliszewski**

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Urszula Kryńska**

Ekonomistka  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**

Analitik rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

## Podsumowanie miesiąca

- Polska gospodarka wytraciła w Q1 impet, jednak dane miesięczne sugerują, że było to tymczasowe. Dynamika Produktu Krajowego Brutto wyhamowała w Q1 2016r. do 3,0% r/r z 4,3% r/r w Q4 2015r. W ujęciu kwartał do kwartału odnotowano spadek PKB po odsezonowaniu o 0,1%, co oznacza zannualizowaną dynamikę -0,4%. Ujemny odczyt odnotowano po raz pierwszy od Q4 2012r. Po raz pierwszy od Q3 2013r. spadły natomiast nakłady na środki trwałe. Inwestycje zmniejszyły się w ujęciu realnym o 1,8% r/r, po wzroście o 4,4% r/r w Q4. Dane odzwierciedlają ograniczenie inwestycji publicznych, w oczekiwaniu na uruchomienie środków z nowej perspektywy finansowej UE oraz spadek inwestycji przedsiębiorstw, związany z czynnikami bazowymi, m.in. w energetyce. Motorem wzrostu PKB pozostaje konsumpcja wspierana przez rekordowo niskie bezrobocie i rosnące realne dochody oraz przez perspektywę uruchomienia środków z programu Rodzina 500+. Po spowolnieniu PKB w Q1, w kolejnych miesiącach oczekujemy przyspieszenia wzrostu, głównie za sprawą rosnącej konsumpcji. Na dynamice inwestycji będzie zapewne w krótkim terminie ciążyć niska aktywność sektora publicznego w obszarze inwestycji infrastrukturalnych i niepewność (m.in. otoczenia instytucjonalnego) w sektorze przedsiębiorstw. Oczekujemy, że w całym roku wzrost wyniesie 3,5%.
- Sytuacja na rynku pracy ulega dalszej poprawie. W kwietniu stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się z 10,0% do 9,5% r/r, poziomu najniższego od listopada 2008r. Zniżce bezrobocia sprzyjały częściowo czynniki sezonowe, ale także eliminując ich wpływ stopa bezrobocia obniżyła się i w kwietniu osiągnęła historycznie niski poziom. Wciąż w dynamicznym tempie rośnie liczba zgłoszonych do urzędów ofert pracy. W rezultacie spada liczba bezrobotnych przypadających na jedną ofertę pracy, która w kwietniu była najniższa w historii. Oznacza to narastające napięcia na rynku pracy i coraz większe problemy ze znalezieniem pracownika. Spadające bezrobocie i rosnące zatrudnienie przekładają się na stopniowy wzrost presji płacowej. W kwietniu nominalna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła do 4,6% r/r z 3,3% r/r w marcu. W ujęciu realnym natomiast płace wzrosły o solidne 5,8% r/r, najszybciej od marca 2015r. Według badań NBP w Q2 zwiększyć wynagrodzenia planuje 19,4% przedsiębiorstw (dane odsezonowane) i obecnie odsetek firm planujących wzrost płac znajduje się nieznacznie powyżej średniej. Skala podwyżek płac wciąż pozostaje umiarkowana i według szacunków NBP w Q2 mogą mieć zbliżony zasięg w stosunku do Q1.
- W maju złoty poruszał się w ramach 10-groszowego przedziału ograniczonego poziomami 4,36 - 4,46 PLN za EUR. Był to zatem pierwszy miesiąc w tym roku z obowiązującym w notowaniach kursu EUR/PLN trendem bocznym. Początkowo stabilizacji notowań sprzyjało oczekiwanie na decyzję agencji Moody's w sprawie ratingu Polski. Druga połowa maja natomiast to szereg nieoficjalnych propozycji w sprawie ustawy o konwersji walutowych kredytów hipotecznych wraz z planem przedstawienia ostatecznej wersji w pierwszej dekadzie czerwca. Co istotne w maju złotego cechowała odporność na wpływ czynników zewnętrznych.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY .....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA .....	6
POLITYKA FISKALNA .....	7
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY .....	8
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ...	9
RYNKI ZAGRANICZNE .....	10
PRZEGLĄD DANYCH .....	13
DANE I PROGNOZY .....	14
KALENDARIUM .....	15

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0,25%-0,50%	14-15 cze	0,25%-0,50%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	16 cze	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	21-lip	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	5-6 lip	1,50%

Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

## PRZEGLĄD GOSPODARCZY

**Polska gospodarka przeszła w Q1 wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego, jednak dane miesięczne sugerują, że było ono tymczasowe**

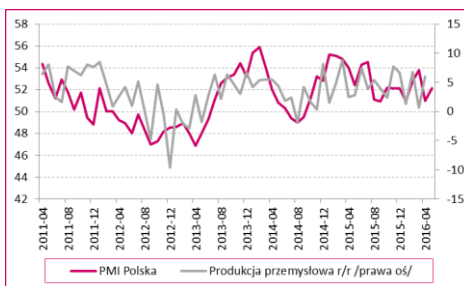
**Po raz pierwszy od Q3 1013r. spadły nakłady na środki trwałe**

Polska gospodarka wytraciła w Q1 impet, jednak dane miesięczne sugerują, że było to tymczasowe. Dynamika Produktu Krajowego Brutto wyhamowała w Q1 2016r. do 3,0% r/r z 4,3% r/r w Q4 2015r. W ujęciu kwartał do kwartału odnotowano spadek PKB po odsezonowaniu o 0,1%, co oznacza zannualizowaną dynamikę -0,4%. Ujemny odczyt odnotowano po raz pierwszy od Q4 2012r.

W pierwszych trzech miesiącach roku głównym motorem PKB była konsumpcja gospodarstw domowych, która dodała 2,0 pkt. proc. do rocznego tempa wzrostu, a jej dynamika przyspieszyła do 3,2% r/r z 3,0% r/r. Spożycie gospodarstw domowych wspierane jest przez rekordowo niskie bezrobocie i rosnące realne dochody oraz przez perspektywę uruchomienia środków z programu Rodzina 500+. Wpływ dodatków socjalnych będzie w pełni widoczny w danych za Q3 w związku z tym oczekujemy dalszego przyspieszenia konsumpcji. Spożycie publiczne podniosło roczną dynamikę PKB o 0,8 pkt. proc. a jego dynamika wyniosła 4,4% r/r wobec 8,7% r/r w Q4, co potwierdza dokonywane w Polsce luzowanie fiskalne.

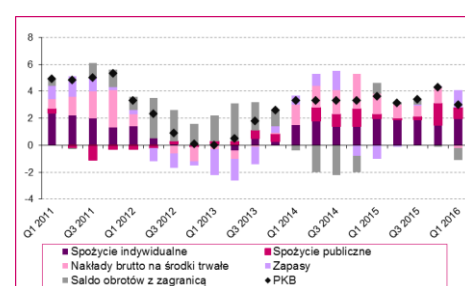
Po raz pierwszy od Q3 2013r. spadły nakłady na środki trwałe. Inwestycje zmniejszyły się w ujęciu realnym o 1,8% r/r, po wzroście o 4,4% r/r w Q4. W ujęciu nominalnym odnotowano spadek nakładów o 5,5% r/r. Spadek dotyczył budownictwa (-14,2% r/r), w szczególności nakładów na inne budowle i konstrukcje, które były o 66,8% niższe niż przed rokiem. Nakłady na maszyny i urządzenia wzrosły o 5,5% r/r. Dane odzwierciedlają ograniczenie inwestycji publicznych, w oczekiwaniu na uruchomienie środków z nowej perspektywy finansowej UE oraz spadek inwestycji przedsiębiorstw, związany z czynnikami bazowymi, m.in. w energetyce. Konsekwencją spadku inwestycji jest widoczny w danych kryzys w branży budowlanej. W Q1 wartość dodana w budownictwie spadła aż o 12,6% r/r. Dane miesięczne wskazują na spadki produkcji budowlano-montażowej od miesięcy, najsilniejsze dotyczą inżynierii lądowej. W branży utrzymują się też negatywne oceny koniunktury. Jednocześnie relatywnie dobrze wygląda sytuacja w budownictwie mieszkaniowym (pozwolenia na budowę, mieszkania oddane do użytkowania).

**Wykres 1 Produkcja przemysłowa [%], r/r] oraz indeks PMI [pkt.]**



Źródło: Datastream

**Wykres 2 Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce [%], r/r]**



Źródło: Datastream

**Kwietniowe dane z gospodarki realnej sugerują, że marcowe wyhamowanie dynamiki sprzedaży i produkcji miało charakter krótkotrwały i było związane z czynnikami statystycznymi**

Kwietniowe dane z gospodarki realnej sugerują, że wyhamowanie dynamiki sprzedaży i produkcji zaobserwowane w marcu miało charakter krótkotrwały i było związane z czynnikami statystycznymi (mniejsza liczba dni roboczych i handlowych) oraz z czasowym spadkiem zamówień po zakończeniu starej perspektywy finansowej UE. Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w kwietniu o 6,0% r/r po wzroście o 0,5% r/r w marcu. Również po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych produkcja wrosła o solidne 5,7% r/r. Utrzymuje się solidny popyt na polskie towary i to zarówno krajowy, jak i zagraniczny. Majowy indeks PMI wzrósł do 52,1 pkt. po zaskakującym kwietniowym spadku o 2,8 pkt., do 51 pkt. W maju wielkość produkcji, liczba nowych zamówień oraz zatrudnienie rosty znacznie szybciej niż przed miesiącem. Szacujemy, że w maju, przy neutralnym wpływie dni roboczych, produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 3,3% r/r. Po zaskakującym spowolnieniu do 0,8% r/r w marcu, również nominalna sprzedaż detaliczna wzrosła w kwietniu o 3,2% r/r. W ujęciu realnym wzrost przyspieszył do 5,5% r/r z 3,0% r/r miesiąc wcześniej. Realne wzrosty odnotowano we wszystkich kategoriach poza paliwami i pozostałe, w tym w kategoriach powiązanych z

**Na rachunku finansowym, po dwóch miesiącach rekordowego odpływu kapitału z rynku SPW, odnotowano niewielki wzrost zaangażowania zagranicy**

**Deficyt bieżący, w ujęciu płynnego roku, stanowił po pierwszym kwartale 0,4% PKB wobec 0,2% PKB w 2015r.**

**Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych stopa bezrobocia rejestrowanego osiągnęła w kwietniu historycznie minimum**

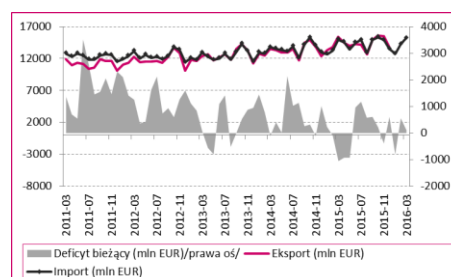
dobrymi nastrojami konsumentów. W gospodarce widać solidne podstawy do wzrostu konsumpcji w kolejnych miesiącach. W maju, wg naszych szacunków, sprzedaż przyspieszyła do 6,9% r/r realnie oraz 4,5% r/r nominalnie, m.in. za sprawą uruchomienia programu Rodzina 500+.

Po spowolnieniu PKB w Q1, w kolejnych miesiącach oczekujemy przyspieszenia wzrostu, głównie za sprawą rosnącej konsumpcji. Na dynamice inwestycji będzie zapewne w krótkim terminie ciążyć niska aktywność sektora publicznego w obszarze inwestycji infrastrukturalnych i niepewność (m.in. otoczenia instytucjonalnego) w sektorze przedsiębiorstw. Z drugiej strony wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, dobra płynność i wyniki finansowe przedsiębiorstw oraz niskie stopy procentowe mogą skłonić do inwestowania, chociaż publikowany przez NBP wskaźnik nowych inwestycji pozostaje niski. Oczekujemy, że w całym roku wzrost PKB wyniesie 3,5%.

Rachunek obrotów bieżących wykazał w marcu deficyt równy 103 mln EUR wobec deficytu 552 mln EUR w lutym. Wyrażony w euro eksport towarów był w marcu niższy niż przed rokiem, a spadek wyniósł -0,1% wobec wzrostu o 4,7% r/r w lutym. Stały wynik eksportu jest związany z tymi samymi czynnikami kalendarzowymi, które stały za rozczarowującymi danymi o produkcji przemysłowej w marcu. Import wzrósł nieco silniej od oczekiwań, o 1,7% r/r po wzroście o 7,3% r/r przed miesiącem. Salda obrotów towarowych i usług wykazały podobną do ubiegłego miesiąca nadwyżkę odpowiednio 204 mln EUR oraz 819 mln EUR. Ujemne były natomiast salda dochodów pierwotnych (-928 mln EUR) oraz wtórnych (-198 mln EUR). Na rachunku finansowym, po dwóch miesiącach rekordowego odpływu kapitału z krajowego rynku dłużnych papierów wartościowych, odnotowano wzrost zaangażowania zagranicy w kwocie 1 mld PLN, jego skala jest jednak nieporównywalna ze spadkiem zaangażowania o 27,9 mld PLN w styczniu i lutym. Wg danych Ministerstwa Finansów w kwietniu zaangażowanie inwestorów zagranicznych na krajowym rynku SPW spadło o 1,9 mld PLN po tym jak w marcu wzrosło o 3,6 mld PLN.

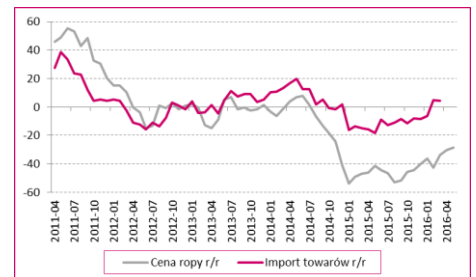
Deficyt bieżący, w ujęciu płynnego roku, stanowił po pierwszym kwartale 0,4% PKB wobec 0,2% PKB w 2015r., deficyt jest więc nadal bardzo niski. Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego było dodatnie i stanowiło 1,7% PKB wobec 2,1% w 2015r. Wg naszej prognozy, w kolejnych miesiącach bilans płatniczy będzie się stopniowo pogarszał, ze względu na wzrost importu, spowodowany przyspieszeniem konsumpcji oraz wzrostem cen ropy naftowej. Eksport powinien być nadal wspierany przez napływ nowych zamówień eksportowych, które rosną szybciej od krajowych i w kwietniu były o 32,3% wyższe niż przed rokiem. Szacujemy, że w kwietniu rachunek bieżący wykazał deficyt 15 mln EUR, eksport wzrósł o 3,0% r/r, import natomiast o 1,3% r/r.

**Wykres 3 Eksport, import i deficyt na rachunku bieżącym [mln EUR]**



Zródło: Datastream

**Wykres 4 Import towarów i cena ropy naftowej w USD [% r/r]**



Zródło: Datastream

Sytuacja na rynku pracy ulega dalszej poprawie. W kwietniu stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się z 10,0% do 9,5% r/r, poziomu najniższego od grudnia 2008r. Zniżce bezrobocia sprzyjały częściowo czynniki sezonowe, w tym podejmowanie prac w budownictwie, rolnictwie i części usług, to także po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych stopa bezrobocia obniżyła się i w kwietniu osiągnęła historycznie niski poziom. Spadła zarówno liczba zarejestrowanych bezrobotnych (-1,3% r/r), jak i wyrejestrowanych (-5,8% r/r), jednak zwiększyła się liczba wyrejestrowań z tytułu podjęcia pracy (+1,1% r/r). Wciąż w dynamicznym tempie rośnie liczba zgłoszonych do urzędów ofert pracy. Ich dynamika w kwietniu wyniosła 26,7% r/r. W rezultacie spada liczba bezrobotnych przypadających na jedną ofertę pracy, która w kwietniu wyniosła 10,8 i była najniższa w historii. Oznacza to narastające napięcia na rynku pracy i coraz większe problemy ze znalezieniem

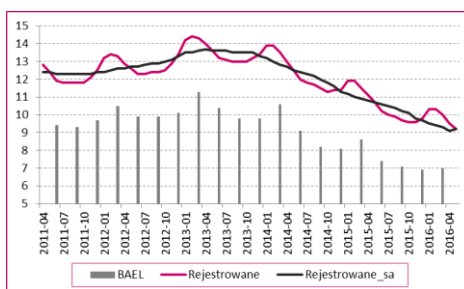


### Poprawę na rynku pracy potwierdzają też dane BAEL

pracownika. Wskazują na to wyniki badania koniunktury GUS, z których wynika, że w przemyśle saldo firm, które wskazują na niedobór wykwalifikowanych pracowników jako barierę prowadzenia działalności gospodarczej wzrosło do blisko 23%. W części branż, jak produkcja mebli, produkcja pozostałego sprzętu transportowego, wskaźnik ten wynosi blisko 50%.

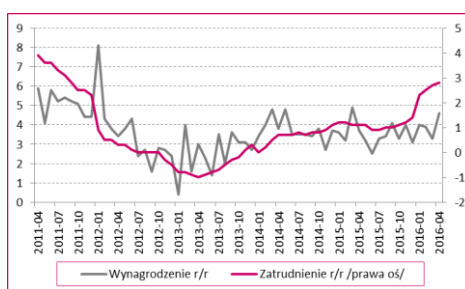
Poprawę na rynku pracy potwierdziły też dane kwartalne w oparciu o metodologię BAEL, z których wynika, że stopa bezrobocia w Q1 zwiększyła się do 7,0% z 6,9% w Q4 ub. roku, utrzymując się w okolicach minimów z 2008 roku. Zwyżka ta miała charakter sezonowy, gdyż roczny spadek bezrobocia w Q1 pogłębił się do 1,6 pkt. proc. z 1,2 pkt. proc. w Q4 ub. roku. Liczba bezrobotnych w ujęciu BAEL spadła o 19,5% r/r, natomiast liczba pracujących wzrosła w tym czasie o 1,1% r/r. Wskaźnik aktywności zawodowej w grupie osób w wieku produkcyjnym zwiększył się nieznacznie do 74,9% z 74,8% w Q4 i 74,3% w Q1 2015. Wzrost popytu na pracę widoczny był także w danych z sektora przedsiębiorstw, gdzie zatrudnienie wzrosło w kwietniu o 2,8% r/r wobec 2,7% r/r w marcu. W skali miesięcznej liczba etatów zwiększyła się o 3,0 tys., nieco mniej niż oczekiwaliśmy, jednak był to 13. z rzędu miesiąc wzrostu zatrudnienia. Jego roczna dynamika natomiast jest najwyższa od września 2011.

**Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]**



Źródło: Datastream

**Wykres 6 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przeds. [%]**



Źródło: Datastream

### Stopniowy wzrost presji płacowej

Spadające bezrobocie i rosnące zatrudnienie przekładają się na stopniowy wzrost presji płacowej. W kwietniu nominalna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła do 4,6% r/r z 3,3% r/r w marcu. W ujęciu realnym natomiast płace wzrosły o solidne 5,8% r/r, najszybciej od marca 2015r. Wyższej dynamice wynagrodzeń w kwietniu sprzyjały korzystne efekty bazowe, jednak w gospodarce widoczny jest stopniowy wzrost presji płacowej. Widoczne to jest w części branż przemysłu, ale też w budownictwie i handlu detalicznym. Wzrost płac w handlu był efektem podwyżek wynagrodzeń wprowadzonych przed duże sieci dyskontowe. W kolejnych miesiącach dynamika płac powinna się nieznacznie obniżyć w stosunku do odczytu kwietniowego, jednak ze względu na postępującą poprawę na rynku pracy presja na podwyżki płac będzie się stopniowo zwiększała. Według badań NBP w Q2 zwiększyć wynagrodzenia planuje 19,4% przedsiębiorstw (dane odsezonowane) i obecnie odsetek firm planujących wzrost płac znajduje się nieznacznie powyżej średniej. Skala podwyżek płac wciąż pozostaje umiarkowana i według szacunków NBP w Q2 mogą mieć zbliżony zasięg w stosunku do Q1.

### Czynniki sezonowe sprzycać będą dalszemu spadkowi bezrobocia w miesiącach letnich

W miesiącach letnich oczekujemy dalszego spadku bezrobocia, czemu sprzycać będą nie tylko czynniki cykliczne, ale także sezonowe. Tempo spadku bezrobocia będzie jednak wyhamowywało, ze względu na bliskość naturalnej stopy bezrobocia. Według szacunków MRPiPS stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w maju 9,2%, a według naszych szacunków w miesiącach jesiennych wynieść może 8,5%, zaś na koniec roku 9,0%. W zakresie zatrudnienia spodziewamy się utrzymania wzrostowej tendencji, jednak również w tym zakresie oczekujemy stopniowej stabilizacji. Szacujemy, że w maju, dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniosła 2,8% r/r.

### Deflacja cen konsumpcji nie odpuszcza i w kwietniu pogłębiła się do -1,1% r/r

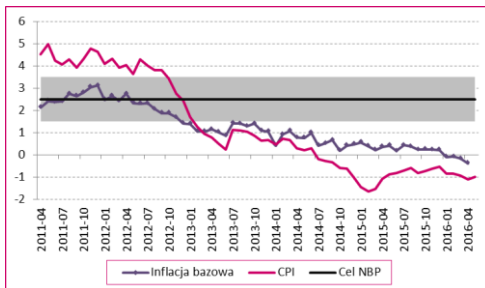
Deflacja cen konsumpcji nie odpuszcza i w kwietniu pogłębiła się do -1,1% r/r po spadku cen o 0,9% r/r w marcu. Przyspieszenie spadku cen było m.in. wynikiem wprowadzenia niższych тариф gazowych i było oczekiwane. W kwietniu wyraźnie obniżono ponadto ceny w kategorii łączność oraz rekreacja i kultura, co było związane z wprowadzeniem nowych тариф przez operatorów kablowych. Powyższe czynniki przyczyniły się do pogłębienia deflacji bazowej, a ceny konsumpcji po wyłączeniu żywności i energii obniżyły się o 0,4% r/r po spadku o 0,2% r/r w marcu. Deflacja

# Makro i rynek

raport miesięczny

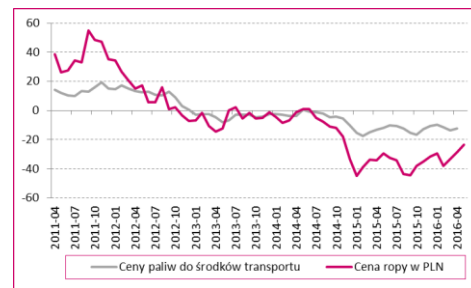
bazowa w kwietniu była najgłębsza w historii. Ceny żywności i napojów zwiększyły się o 0,3% m/m, nieco słabiej niż przed rokiem. Ceny paliw wzrosły natomiast o 2,3% m/m, jednak nadal były o 12,3% niższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Wg szacunku flash ceny towarów i usług konsumpcyjnych w maju spadły o 1,0% r/r. Deflacja wyhamowała więc tylko nieznacznie pomimo odnotowanego w tym miesiącu wzrostu cen paliw. Czynnikiem, który może odpowiadać za niższy wskaźnik CPI może być spadek cen żywności. Szczegóły koszyka inflacyjnego poznamy w połowie miesiąca.

**Wykres 7 Inflacja CPI i bazowa oraz cel inflacyjny [% r/r]**



Źródło: GUS, NBP

**Wykres 8 Ceny ropy Brent w PLN i ceny paliw do środków transportu [% r/r]**



Źródło: Datastream

**Według badania PMI ceny wyrobów gotowych wzrosły w maju w największym tempie od czterech lat**

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu spadły w kwietniu o 1,2% r/r, po spadku o 1,7% r/r w marcu. Utrzymywanie się deflacji po stronie producenta, trwa już 42 miesiące i jest skutkiem spadków cen surowców na rynkach światowych i wysokiej konkurencji. Sytuacja może się jednak zmienić w najbliższym czasie. Majowy PMI wykazał presję inflacyjną na koszty produkcji, która nastąpiła po długotrwałym okresie spadków cen. Ceny wyrobów gotowych wg tego badania wzrosły w największym tempie od czterech lat. Szacujemy, że wskaźnik PPI w maju wyniósł -0,9% r/r, a w kolejnych miesiącach będzie kontynuował stopniowe wzrosty.

W kolejnych miesiącach ceny powinny powoli rosnąć, jednak dodatnie poziomy wskaźnika CPI ujrzymy dopiero w czwartym kwartale br. Wskaźnik cen będzie podbijany w górę przez wzrosty cen paliw, których spadek był pierwotną przyczyną pojawienia się ujemnej dynamiki cen w Polsce. Jednak nastąpiło też przesiąkanie tych spadków do innych kategorii, co jest odzwierciedlone w ujemnych odczytach inflacji bazowej i może spowolnić proces powrotu inflacji.

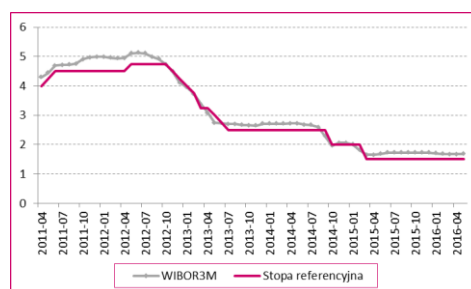
## POLITYKA PIENIĘŻNA

**Obecny poziom stóp procentowych pozwala zachować równowagę makroekonomiczną**

Na posiedzeniu w czerwcu, Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ze stopą referencyjną równą 1,50%. Rada podtrzymała swoją ocenę, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Co jest wyrazem przekonania, że gospodarka jest zrównoważona i nie ma potrzeby wprowadzania żadnych zmian w polityce pieniężnej.

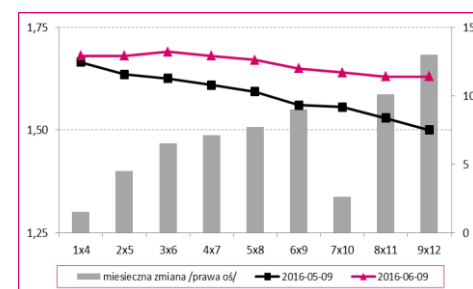
Komunikat po posiedzeniu nie różnił się w wymowie od poprzednich. Rada oceniła, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale, choć rozczarujące, było prawdopodobnie przejściowe i wynikało z zakończenia realizacji projektów współfinansowanych ze środków unijnych w ramach poprzedniej perspektywy budżetowej. Pomimo, że w najbliższych kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna ze względu na wcześniejszy silny spadek cen surowców, to deflacja nie ma obecnie negatywnego wpływu na podmioty gospodarcze. Oczekiwane jest ponadto utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego. Głównym czynnikiem wzrostu pozostanie popyt konsumpcyjny wspierany rosnącym zatrudnieniem, prognozowanym przyspieszeniem płac oraz zwiększeniem świadczeń społecznych.

**Wykres 9 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [% , r/r]**



Źródło: Datastream

**Wykres 10 Notowania kontraktów FRA i ich zmiana miesięczna [bps]**



Źródło: Reuters, obliczenia własne

**Czerwcowe posiedzenie było ostatnim, któremu przewodniczył prezes Marek Belka**

Czerwcowe posiedzenie było ostatnim, któremu przewodniczył prezes Marek Belka, którego kadencja kończy się 11 czerwca. Jego następcą będzie Adam Glapiński, który 20 maja został pozytywnie zaopiniowany przez sejmową Komisję Finansów Publicznych, a w piątek 10 czerwca został wybrany przez Sejm. Zaprzysiężenie Glapińskiego odbędzie się prawdopodobnie najpóźniej na następnym posiedzeniu Sejmu, zaplanowanym w dniach 21-23 czerwca. W naszej ocenie polityka NBP prowadzona pod rządami nowego prezesa nie będzie się różniła od prowadzonej obecnie. Adam Glapiński jest byłym członkiem RPP i obecnym członkiem zarządu banku centralnego, jest więc współtwórcą obecnej polityki pieniężnej. RPP uważa obecnie, że deflacja nie ma negatywnego wpływu na gospodarkę, spodziewa się natomiast pojawienia się presji płacowej i utrzymania solidnego tempa wzrostu gospodarczego. Ewentualna obniżka stóp mogłaby ponadto, w ocenie Rady, zagrozić stabilności sektora finansowego. Nie spodziewamy się więc zmian wysokości stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

### POLITYKA FISKALNA

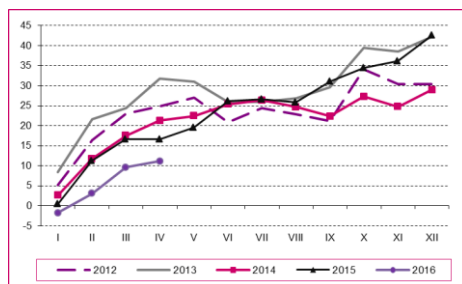
**Deficyt po czterech miesiącach wyniósł 11,1 mld PLN i stanowił 20,3% rocznego planu**

**Pomimo przyspieszenia wydatków, nie widzimy zagrożeń dla realizacji tegorocznego budżetu, ze względu na wysokie wpływy jednorazowe**

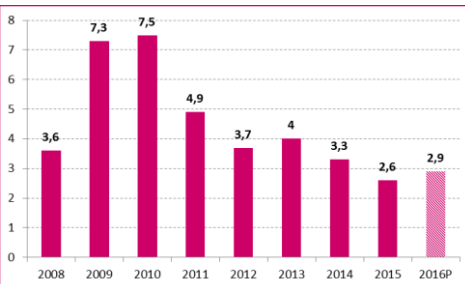
Według szacunkowego wykonania budżetu państwa, deficyt po czterech miesiącach roku wyniósł 11,1 mld PLN i stanowił 20,3% rocznego planu. W samym kwietniu odnotowano natomiast deficyt w kwocie 1,5 mld PLN. W okresie styczeń-kwiecień dochody budżetu państwa były o 9,7% wyższe w porównaniu z tym samym okresem roku ubiegłego, dochody podatkowe wzrosły natomiast o 4,4% r/r. W samym kwietniu dochody wzrosły natomiast o 1,0% r/r. W marcu i kwietniu wykonanie wpływów z tytułu VAT i CIT może rozczarować. Wpływy z CIT po czterech miesiącach były tylko o 0,1% wyższe niż przed rokiem, po lutym wzrost wyniósł 9,6% r/r. Również dynamika skumulowanych wpływów z VAT maleje i po kwietniu wynosiła 4,4% r/r. Wpływy z tytułu podatku od niektórych instytucji finansowych utrzymują się poniżej oczekiwań. W kwietniu wyniosły one 364 mln PLN wobec 361 mln PLN w marcu. W ustawie budżetowej zakładano średnio 550 mln PLN miesięcznie.

Wydatki budżetu państwa po czterech miesiącach były o 3,3% wyższe niż przed rokiem. W kolejnych miesiącach dynamika zapewne przyspieszy ze względu na uruchomienie wypłat z programu Rodzina 500+. W bieżącym roku nie widzimy jednak zagrożeń dla realizacji budżetu, ze względu na wysokie wpływy jednorazowe. W budżecie już widoczna jest płatność za LTE w kwocie 7,1 mld PLN, wiadomo ponadto, że NBP prześle do budżetu wypłatę z zysku równą 7,9 mld PLN. Spodziewamy się natomiast napięć w budżecie w 2017r.

**Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]**



**Wykres 12 Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych [% PKB]**



Źródło: MinFin

Źródło: Datastream, pognoza Millennium

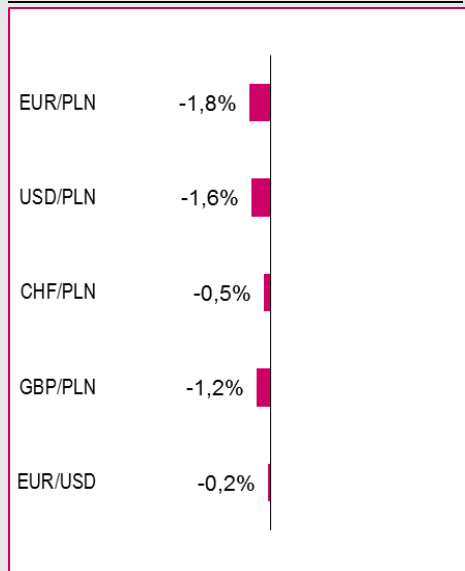
**Komisja Europejska prognozuje, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2017r. wzrośnie powyżej granicy 3,0% PKB**

Budżet w kolejnych latach ma pokrywać pełny koszt programu Rodzina 500+ oraz prawdopodobne obniżenie wieku emerytalnego. Zamiast podniesienia kwoty wolnej od podatku możliwe jest natomiast przemodelowanie systemu podatkowego i zastąpienie dotychczasowych składek ZUS, zdrowotnych i PIT jednolitym podatkiem, które miałyby nastąpić w 2018r. Koncepcja jednolitego podatku proponowana przez PiS, przypomina propozycję min. finansów w poprzednim rządzie Mateusza Szczurka zgłoszoną pod koniec jego urzędowania. Nie znamy jeszcze szczegółów, ale może to być dobre rozwiązanie upraszczające system i zwiększające faktyczną progresywność opodatkowania. Nowością po stronie dochodowej budżetu ma być jedynie uszczelnienie systemu podatkowego, którego skutki są niepewne i ich ujawnienie zajmuje z reguły kilka lat. Wiosenna prognoza Komisji Europejskiej zakłada, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2016r. będzie równy 2,6% PKB, w 2017r. wzrośnie natomiast powyżej granicy 3,0% PKB i wyniesie 3,1% PKB. Deficyt strukturalny w 2017r. wzrośnie wg wyliczeń Komisji do 3,3% PKB wobec 3,0% w 2015r. oraz 2,3% w 2014r.



## KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

**Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]**

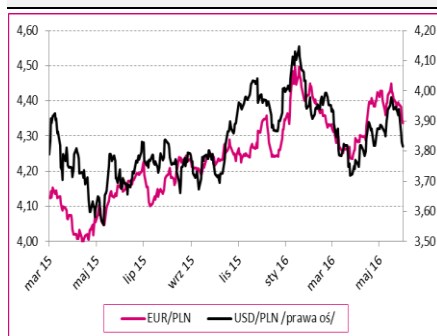


Źródło: Reuters

Maj był pierwszym w tym roku miesiącem, w którym złoty względem euro poruszał się w ramach trendu horyzontalnego. Przedziałem ograniczającym notowania kursu EUR/PLN były poziomy 4,36 - 4,46. Początkowo stabilizacji notowań sprzyjało oczekiwanie na decyzję agencji Moody's w sprawie ratingu Polski. Druga połowa maja natomiast to szereg nieoficjalnych propozycji w sprawie ustawy o konwersji walutowych kredytów hipotecznych wraz z planem przedstawienia ostatecznej wersji w pierwszej dekadzie czerwca. Co istotne w maju złotego cechowała odporność na wpływ czynników zewnętrznych. Zaskakiwać mógł przede wszystkim brak reakcji na publikację opisu kwietniowego posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Minutes swoją jastrzębią retoryką wywołały dynamiczne zmiany na rynkach globalnych. Mimo, to wpływ opisu pozostał niewielki zarówno na złotego względem euro, jak i pozostałe waluty emerging markets. Co ciekawe w poprzednich miesiącach każdorazowe zmiany oczekiwań co do polityki pieniężnej w USA sprzyjały zmienności na rynkach, także emerging markets. W przypadku złotego możliwe, iż czynnikiem ograniczającym zmienność była bliskość bariery 4,40 PLN za EUR, która jednak w kolejnych dniach została skutecznie pokonana. Z kolei aprecjacji polskiej waluty nie wywołały nawet komentarze członka doradców prezydenta, który przedstawił zmodyfikowaną wersję propozycji dotyczącej konwersji walutowych kredytów hipotecznych niewymagającą zaangażowania NBP, o co najbardziej obawiał się rynek.

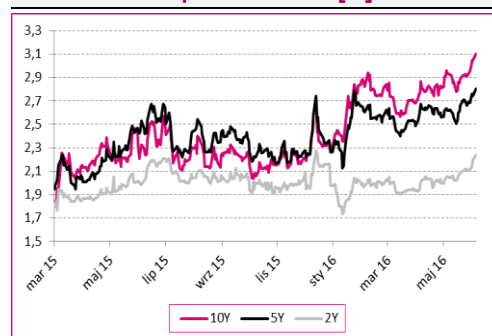
W maju kolejny raz spośród par złotych największa zmienność towarzyszyła notowaniom kursu GBP/PLN. Amplituda wahań pary GBP/PLN wyniosła w ubiegłym miesiącu 31-groszy, a kurs ustanowił pod koniec maja 3-miesięczne maksimum na poziomie 5,83. Od początku kwietnia z kolei notowania kursu GBP/PLN zwykowały aż o 58 groszy. W maju, podobnie jak i w kwietniu, wahania funta były wynikiem zmian w sondażach przed zaplanowanym na 23 czerwca referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. W maju znacząco wzrósł odsetek przeciwników Brexitu, co skutkowało wspomnianym wcześniej dynamicznym wzrostem notowań. Początek czerwca natomiast, wraz z intensyfikacją kampanii zwolenników wyjścia z UE, rozpoczął się od 17-groszowej przeceny funta, a kurs GBP/PLN powrócił w okolice poziomu 5,53.

**Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN**



Źródło: Reuters

**Wykres 15 Spread polskich obligacji do niemieckich odpowiedników [%]**



Źródło: Reuters

**Miniony miesiąc był kolejnym, gdy notowania złotego i węgierskiego forinta poruszały się w przeciwnych kierunkach**

Miniony miesiąc był kolejnym, w którym notowania złotego i węgierskiego forinta poruszały się w przeciwnym kierunku. Po tym jak w kwietniu kurs EUR/PLN wzrósł o 4%, a notowania pary EUR/HUF obniżyły się o 2% i to pomimo cięcia stóp procentowych dokonanego na Węgrzech, maj przyniósł odwrócenie części tych tendencji. W kwietniu bowiem notowania forinta znalazły się pod negatywną presją, a kurs EUR/HUF zanotował niemal najwyższy w tym roku poziom. Warto podkreślić, iż przed deprecjacją węgierskiego forinta nie uchroniła nawet decyzja agencji Fitch o podwyższeniu ratingu do poziomu BBB- tj. poziomu inwestycyjnego. Pozostałe agencje ratingowe - Standard & Poor's oraz Moody's - wciąż jednak oceniają wiarygodność Węgier na poziomie spekulacyjnym.



**Podtrzymujemy nasz scenariusz, iż miesiące letnie mogą przynieść wyznaczenie tegorocznego minimum kursu EUR/PLN**

Polski rynek finansowy dość spokojnie przyjął propozycje ekspertów w sprawie konwersji walutowych kredytów hipotecznych. Dziwić może mnogość pomystów oraz fakt, iż projekt ustawy zostanie dopiero opracowywany. Co ciekawe eksperci nie rekomendowali angażowania NBP w proces przewalutowania, choć brak udziału banku centralnego np. poprzez uruchomienie linii swapowej może skutkować silnym osłabieniem złotego. W poprzednich miesiącach wskazywaliśmy, iż tzw. „ustawa frankowa” stanowić może poważny czynnik ryzyka dla wartości polskiej waluty w tym roku. Dotychczasowy brak jasno określonych rozstrzygnięć sugeruje jednak możliwość „rozmycia” pomysłów przewalutowania kredytów i może stanowić pozytywny sygnał dla wartości złotego. Niewykluczone zatem, że czerwiec zakończy się próbą zejścia kursu EUR/PLN poniżej poziomu 4,30. Podtrzymujemy zatem nasz scenariusz, iż miesiące letnie mogą przynieść wyznaczenie tegorocznego minimum w notowaniach złotego względem euro tj. poziomu 4,22. Wraz ze zbliżaniem się końca trzeciego kwartału natomiast na sile przybierać będą czynniki negatywne dla złotego. Spośród zewnętrznych źródeł możliwej przeceny polskiej waluty wyróżnić należy przede wszystkim wysoce prawdopodobną kontynuację normalizacji polityki pieniężnej w USA. Deprecjację złotego wywołać mogą także czynniki krajowe, w tym możliwość napięć związanych z przyszłorocznym budżetem centralnym, dalszy ciąg procedury Komisji Europejskiej wywołanej sporem wokół Trybunału Konstytucyjnego, czy wciąż realna groźba obniżki ratingu przez agencję Moody's podczas wrześniowej rewizji. Z tych powodów uważamy, iż kurs EUR/PLN po przejściowej zniżce zakończy rok na poziomie 4,30.

**Na koniec maja różnica w dochodowości pomiędzy polską 10-latką, a Bundem wyniosła już 296 bps**

### KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

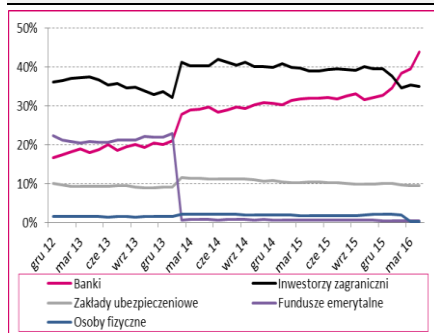
Maj miał dwie odmienne odstony w notowaniach średnio- i długoterminowego polskiego długu. Początkowo dochodowości papierów dłużnych zmniejszała między innymi w ślad za sytuacją na bazowych rynkach obligacji, by w drugiej połowie miesiąca systematycznie rosła. Zwyżce rentowności sprzyjały informacje na temat podjęcia przez Komisję Europejską dalszych prac zmierzających do usunięcia zastrzeżeń dotyczących Trybunału Konstytucyjnego, czy wypowiedź kandydata na prezesa NBP, który opowiedział się za stabilizacją kosztu pieniądza, co wzmocniło frakcję „jastrzębi” w RPP. Trend wzrostowy towarzyszył natomiast przez cały maj rentowności obligacji z krótkiego końca krzywej, jako skutek stopniowo malejącego przekonania inwestorów w możliwość powrotu Rady Polityki Pieniężnej do cięć stóp procentowych. Duży w tym udział miały wypowiedzi członków Rady, w szczególności tych deklarujących początkowo możliwość złagodzenia polityki monetarnej w nadchodzących miesiącach. Zdaniem E.Łona istnieją ważne argumenty przemawiające za tym, że redukcja stóp nie jest konieczna. W rezultacie w maju doszło do nieznacznego wyłączenia krzywej dochodowości. Miniony miesiąc to także okres dalszego powiększania się spreadu pomiędzy obligacjami Polski i Niemiec. Na koniec maja różnica w dochodowości pomiędzy polską 10-latką, a Bundem wyniosła już 296 bps, a na początku czerwca uległa dalszemu powiększeniu.

**Ministerstwo Finansów sfinansowało dotychczas 68% tegorocznych potrzeb pożyczkowych**

Na koniec maja Ministerstwo Finansów tradycyjnie zaprezentowało plan podaży papierów na kolejny miesiąc. Na przetargu 9 czerwca - z obniżonej w stosunku do pierwotnych planów puli - resort sprzedał obligacje OK1018 za 0,96 mld PLN przy popycie 2,08 mld PLN i rentowności 1,708% oraz obligacje DS0726 za 3,06 mld PLN przy popycie 4,90 mld PLN i rentowności 3,05%. Na przetargu zamiany natomiast tj. 27 czerwca resort zamierza odkupić obligacje OK0716, IZ0816 oraz PS1016. Wybór sprzedawanych papierów zależy od sytuacji rynkowej, bez obligacji oferowanych 9 czerwca, czyli OK1018 i DS0726. Resort podał, że przetargi sprzedaży bonów skarbowych nie są planowane. Opublikowane zostały ponadto zmiany w posiadaniu SPW w kwietniu. Wtedy to portfel złotych obligacji skarbowych w posiadaniu inwestorów zagranicznych zmniejszył się o 1,9 mld PLN, a na koniec kwietnia zadłużenie w rynkowych obligacjach skarbowych wobec tej grupy inwestorów wyniosło 188,2 mld PLN. Inwestorzy zagraniczni zrolowali większość zapadających obligacji, w dalszym ciągu redukując portfele obligacji zapadających w horyzoncie jednego roku (-6,3 mld PLN) i zwiększając portfele obligacji średnioterminowych (+3,4 mld PLN dla terminów wykupu 2-7 lat) i długoterminowych (+1,0 mld PLN dla zapadalności powyżej 7 lat). Udział nierezydentów w rynkowych obligacjach skarbowych ogółem zmniejszył się do 34,9% wobec 35,4% na koniec marca. Szósty miesiąc z rzędu rósł natomiast portfel obligacji będących w posiadaniu banków. W kwietniu zwiększył się on o 2,9 mld PLN tj. w najwolniejszym tempie od października. P.Nowak z Ministerstwa Finansów poinformował także o dotychczasowym

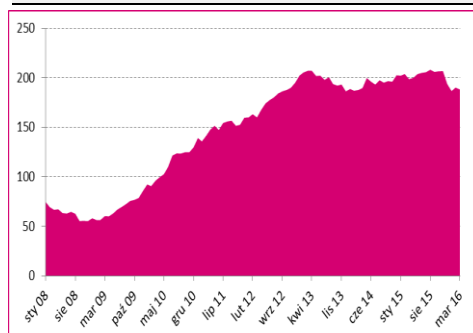
sfinansowaniu 68% potrzeb pożyczkowych. Dodał również, że w maju nastąpił ponowny wzrost zaangażowania nierezydentów w obligacje średnio i długoterminowe.

**Wykres 16 Struktura podmiotowa zadłużenia SPW [%]**



Źródło: MinFin, opracowanie własne

**Wykres 17 Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w SPW [mld PLN]**



Źródło: MinFin, opracowanie własne

**Na początku czerwca spread polskich 10-latek do Bundów wyniósł aż 310 bps**

Podtrzymujemy naszą prognozę z ubiegłego miesiąca zakładającą utrzymywanie się 10-letnich obligacji powyżej bariery 3,00%. Nie spodziewamy się jednak kontynuacji trwającego przez cały maj wzrostowego trendu rentowności między innymi ze względu na znaczące rozszerzenie się spreadu pomiędzy polską, a niemiecką 10-latką. Na początku czerwca różnica w rentowności tych papierów wyniosła aż 310 bps i w naszej ocenie nie ma podstaw do jej dalszego rozszerzania. Uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja notowań obligacji długoterminowych. Sprzyjać jej będzie także mniejsza liczba aukcji w kolejnych miesiącach. Dynamiczny wzrost rentowności widoczny był w ostatnich dniach na krótkim końcu krzywej. Przez cały bieżący rok dochodowość 2-latki skupiała się wokół poziomu 1,50%, podczas gdy od połowy maja wzrosła o 20 bps. Jest to związane z wygaszeniem oczekiwań na obniżkę stóp procentowych, co potwierdzają także notowania kontraktów FRA, między innymi po tym jak A.Głapiński - nowy prezes NBP - opowiadając się za stabilnym kosztem pieniądza wzmocnił „jastrzębią” frakcję w Radzie Polityki Pieniężnej. Dodatkowo w maju symbolicznie, bo o 1 bps, ale pierwszy raz od września 2015 roku, wzrosła stawka 3-miesięcznego WIBORu. Niewykluczone, iż jest to związane także ze wspomnianym wcześniej mniejszym popytem ze strony banków komercyjnych na krótkoterminowe obligacje, w szczególności w sytuacji, gdy inwestorzy zagraniczni rezygnują z krótkiego końca polskiej krzywej.

**Wraz ze zbliżaniem się końca trzeciego kwartału spodziewamy się powrotu negatywnej presji na wycenę SPW**

Wraz ze zbliżaniem się końca trzeciego kwartału natomiast spodziewamy się powrotu negatywnej presji na wycenę SPW. Związane to będzie, podobnie jak w przypadku złotego, z obawami dotyczącymi deficytu budżetowego na 2017 rok i możliwym dynamicznym powiększeniem przyszlatorocznych potrzeb pożyczkowych, a także pogorszeniem sentymentu inwestycyjnego do polskich aktywów w przypadku możliwego cięcia ratingu przez agencję Moody's. Szacujemy, iż na koniec roku dochodowość polskich 10-latek wzrośnie do 3,50%, a krótkiego końca do 1,70%.

## RYNKI ZAGRANICZNE

**W maju zaledwie siedem sesji zakończyło się wzrostem notowań eurodolara**

Maj na rynku eurodolara rozpoczął się od wyznaczenia najwyższego od sierpnia 2015 roku poziomu 1,16. Kolejne dni jednak to systematyczny spadek notowań eurodolara i zakończenie trwającego od marca wzrostowego trendu w notowaniach kursu EUR/USD. W maju zaledwie siedem sesji zakończyło się wzrostem notowań eurodolara, a i tak były one tylko korektami w nowym, spadkowym trendzie. Ponadto żadna ze zwyzek ubiegłego miesiąca nie przekroczyła centa. W rezultacie kurs EUR/USD na koniec maja przejściowo zniżył poniżej poziomu 1,11.

**Aprecjacja dolara przyspieszyła po publikacji jastrzębiego opisu posiedzenia Fed**

Źródłem tak dynamicznego spadku notowań eurodolara były głównie informacje ze Stanów Zjednoczonych. Aprecjacja dolara przyspieszyła między innymi po publikacji jastrzębiego opisu kwietniowego posiedzenia Fed. Inwestorów zaskoczył głównie fragment minutes mówiący, iż większość członków FOMC uznaje podwyżkę stóp procentowych w czerwcu za właściwą, jeśli warunki na rynku pracy będą ulegały poprawie, a inflacja będzie zmierzała w kierunku celu. Opublikowane natomiast wcześniej dane wskazywały na przyspieszenie inflacji w Stanach Zjednoczonych.

# Makro i rynek

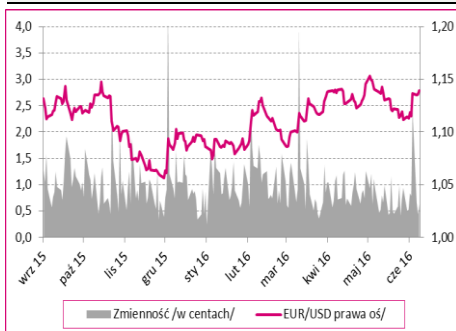
raport miesięczny

Zmienność na rynku eurodolara wygenerowało ponadto posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego

Kolejnym impulsem do spadku eurodolara były dobre dane dotyczące tempa wzrostu PKB w amerykańskiej gospodarce w pierwszym kwartale oraz jastrzębie wypowiedzi prezes Fed. J.Yellen wskazała na możliwość podwyżki stóp procentowych w nadchodzących miesiącach, jeśli wzrost gospodarczy przyspieszy, a sytuacja na rynku pracy ulegnie dalszej poprawie.

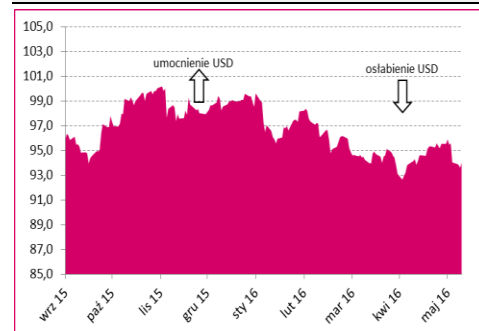
Zmienność na rynku eurodolara wygenerowało ponadto posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego. Zgodnie z oczekiwaniami bank pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz podniósł tegoroczne prognozy wzrostu gospodarczego i inflacji, co chwilowo wywołało nieznaczne umocnienie euro. Źródłem rewizji w górę prognoz inflacji były przede wszystkim ostatnie zwwyżki cen ropy związane między innymi z szansami na ograniczenie wydobycia. W czasie konferencji prasowej M.Draghiego rynek obiegła jednak informacja o fiasku porozumienia kartelu OPEC w sprawie redukcji wydobycia ropy naftowej, co osłabiło wydźwięk pozytywnych prognoz EBC i zanegowało aprecjacje wspólnej waluty. Za umocnieniem dolara w tym czasie przemawiały ponadto dobre dane z USA, w tym raport Challengera prezentujący najniższą od pięciu miesięcy liczbę zapowiadanych zwolnień amerykańskich pracowników. Początek czerwca natomiast to publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy. Zdecydowanie mniejsza od konsensusu liczba nowych miejsc pracy poza sektorem rolniczym - najmniejsza od września 2010 roku - potężona z rewizją w dół danych za maj skutkowałą gwałtowną zwwyżką eurodolara. Kurs EUR/USD zawrócił bowiem z poziomu 1,1134 i w szybkim tempie osiągnął 3-tygodniowe maksimum 2,5 centa wyżej. Skalę rozczarowania rynku publikacją dobrze obrazuje ponadto fakt, iż różnica pomiędzy finalnym odczytem, a rynkowym konsensusem była największa od listopada 2008 roku.

Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań



Źródło: Reuters

Wykres 19 Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Reuters

Kolejny miesiąc z rzędu podwyższona zmienność towarzyszyła notowaniom brytyjskiego funta

Kolejny miesiąc z rzędu podwyższona zmienność towarzyszyła notowaniom brytyjskiego funta. Każdorazowo źródłem wahań brytyjskiej waluty były sondaże dotyczące możliwego rozkładu głosów podczas referendum w sprawie Brexitu. Przez zdecydowaną większość maja funt zyskiwał na wartości, osiągając nawet pod koniec ubiegłego miesiąca, ponad 4-miesięczne maksimum względem euro. Sytuacja zmieniła się jednak na przełomie maja i czerwca, gdy na skutek nasilenia kampanii medialnej zwolennicy wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej zyskali przewagę w sondażach. Na niecałe dwa tygodnie przed referendum prawdopodobieństwo Brexitu jest wysokie, co będzie utrzymywać podwyższoną zmienność funta aż do oficjalnych wyników.

Czerwcowy raport z rynku pracy USA ponownie odebrał inwestorom nadzieję na kontynuację normalizacji polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach

W ubiegłym miesiącu pisaliśmy, iż rynek nie jest przekonany do bazowego scenariusza Rezerwy Federalnej - zakładającego dwie podwyżki stóp procentowych w tym roku - i w tym upatrywalibyśmy ewentualnego czynnika mogącego wpłynąć na spadek pary EUR/USD w sytuacji, gdyby dane makro z USA potwierdzały pozytywny obraz amerykańskiej koniunktury. Ten scenariusz zmaterializował się w maju skutkując dynamicznym spadkiem eurodolara jednak czerwcowy raport z rynku pracy USA odebrał inwestorom nadzieję na kontynuację normalizacji polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Rynek ponownie zakłada jedną podwyżkę kosztu pieniądza w Stanach Zjednoczonych i to dopiero w grudniu. Nasz scenariusz jest odmienny od rynkowego konsensusu i niezmiennie zakłada dwie podwyżki kosztu pieniądza w tym roku, z czego pierwsza może nastąpić już w lipcu. Uważamy, że ostatni rozczarowujący odczyt danych payroll's - częściowo spowodowany czynnikami jednorazowymi - mógł nie w pełni odzwierciedlić faktyczny obraz amerykańskiego



# Makro i rynek

raport miesięczny

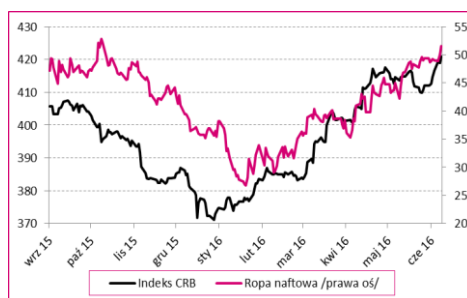
rynku pracy. Ponadto kolejne dane z USA powinny wskazać na stopniowy wzrost PKB i inflacji, co w przypadku pozostania Wielkiej Brytanii w strukturach Unii Europejskiej może ponownie rozbudzić oczekiwania na podwyżki stóp procentowych. Źródłem spadku notowań eurodolara zostanie także polityka pieniężna w strefie euro. Wdrożony na początku czerwca plan skupu obligacji korporacyjnych jest kolejną próbą łagodzenia polityki monetarnej przez Europejski Bank Centralny i z pewnością nie służy wartości wspólnej waluty. W naszej ocenie początek drugiej połowy roku może zatem przynieść powrót do spadków w notowaniach kursu EUR/USD i EUR/GBP.

Źródłem przeceny obligacji USA było stopniowo rosnące przekonanie inwestorów, co do zbliżającego się terminu pierwszej w tym roku podwyżki stóp procentowych

Jakiegokolwiek modyfikacje, programu QE mają istotny wpływ na wycenę niemieckiego długu

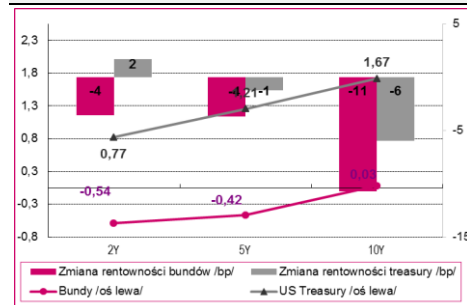
Prawdopodobne jest, iż na koniec czerwca niemieckie obligacje dopiero powyżej 10-letniego terminu zapadalności będą oferowały dodatnią rentowność

Wykres 20 Notowania ropy naftowej [USD] i indeksu cen metali CRB



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bundów i US Treasuries



Źródło: Reuters

Maj w notowaniach niemieckich obligacji upłynął pod znakiem spadku dochodowości wzdłuż całej krzywej. Zmiany koncentrowały się jednak na długoterminowych papierach dłużnych. Dochodowość Bunda zmalała bowiem w maju o 18 bps zawracając z poziomu 0,30% na koniec kwietnia. Zdecydowanie spokojniejsze były notowania 5- i 2-letnich obligacji, które straciły odpowiednio 9 i 3 bps obniżając się do poziomów -0,37% i -0,51%. Istotnym wydarzeniem maja w notowaniach niemieckiego długu był fakt, ponownego po kwietniu, zejścia rentowności 9-letnich obligacji do ujemnego poziomu. Z każdym miesiącem systematycznemu wydłużeniu ulega zatem termin zapadalności niemieckiego długu notowany z dodatnią dochodowością.

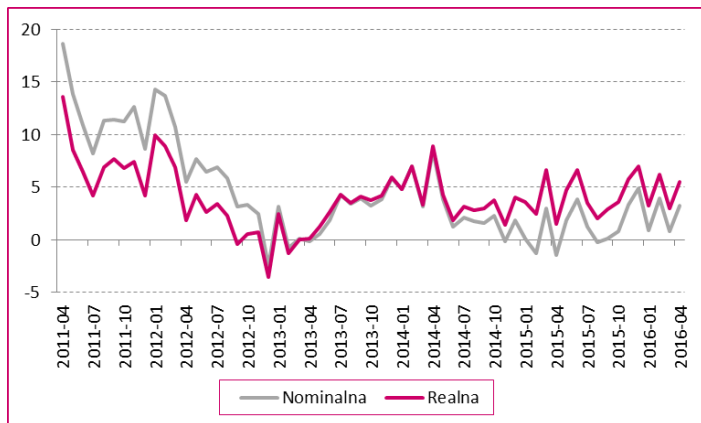
Na rynku obligacji amerykańskich z kolei maj miał dwie, odmienne odstony. Pierwsza połowa ubiegłego miesiąca to okres spadku rentowności na fali malejących zdaniem rynku szans na normalizację polityki pieniężnej w USA. Sytuację odwróciła się dopiero publikacja minutes z kwietniowego posiedzenia Fed. Opis zaskakując swoją jastrzębią retoryką, wraz z późniejszymi optymistycznymi publikacjami z amerykańskiej gospodarki, wpłynął na nasilenie oczekiwań zakładających podwyżkę stóp w USA już w czerwcu. Duży wpływ miały ponadto komentarze prezes J.Yellen, która przyznała, iż do podwyżek kosztu pieniądza dojdzie w „najbliższych miesiącach”. W rezultacie krótki koniec amerykańskiej krzywej tracił na wartości, co w połączeniu ze stabilizacją amerykańskich obligacji 30-letnich sprawiło, że ich spread do 2-latek wyniósł zaledwie 172 bps tj. najmniej od grudnia 2008 roku.

Czerwiec rozpoczął się od gwałtownego napływu inwestorów na globalne rynki finansowe. Na wartości zyskiwały waluty państw emerging markets, indeksy giełdowe, surowce, ale też obligacje rządowe i korporacyjne. Jest to wynik globalnej nadpłynności pieniądza będącej wynikiem działań największych banków centralnych. Entuzjazm na rynkach dodatkowo wzmocniły ostatnie zdecydowanie słabsze od oczekiwań dane z rynku pracy USA, zmniejszające prawdopodobieństwo normalizacji polityki pieniężnej przez Fed, a także rozpoczęcie przez Europejski Bank Centralny programu skupu obligacji korporacyjnych. W naszej ocenie jest prawdopodobne, iż na koniec półrocza niemieckie obligacje dopiero powyżej 10-letniego terminu zapadalności będą oferowały dodatnią rentowność. W ślad za rynkiem Bundów rekordy ustanawiają notowania japońskiego długu. Na początku czerwca dochodowość 20-latek kraju Kwitnącej Wiśni osiągnęła historyczne minimum na poziomie 0,21%. Z kolei rentowność wyliczanego przez agencję Bloomberg indeksu zrzeszającego obligacje rozwiniętych państw świata osiągnęła minimum z 2010 roku. W naszej ocenie w drugiej połowie roku odmienne nastroje powinny natomiast towarzyszyć wycenie amerykańskiego długu. Proces dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, być może już na początku trzeciego kwartału, ze względu na odmienne oczekiwania inwestorów powinien odwrócić spadkowy trend dochodowości Treasuries zainaugurowany czerwcowym raportem z rynku pracy USA.



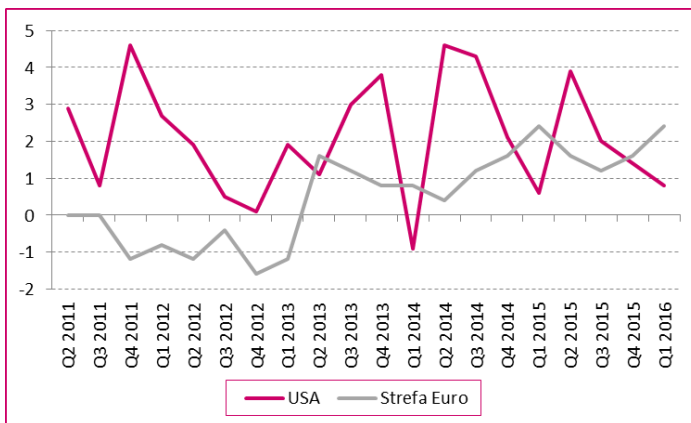
## PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dynamika sprzedaży detalicznej [% , r/r]



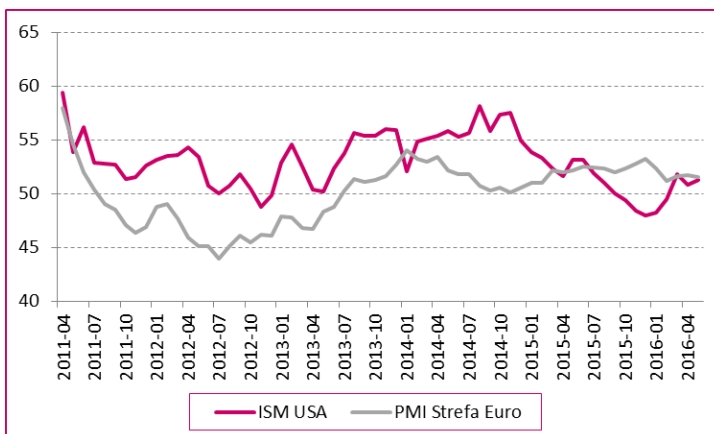
Źródło: Datastream

Wykres 23 Zannualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



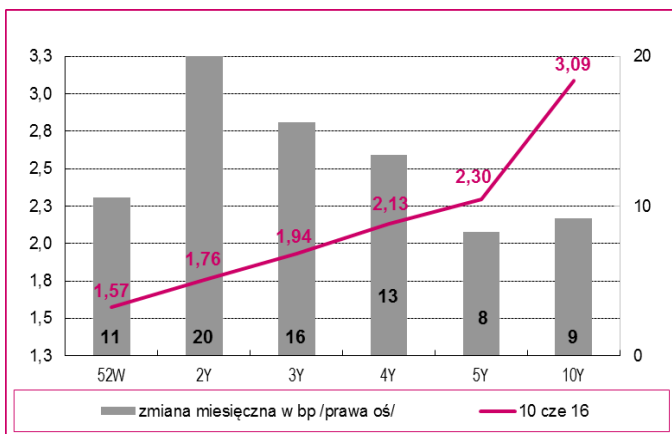
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



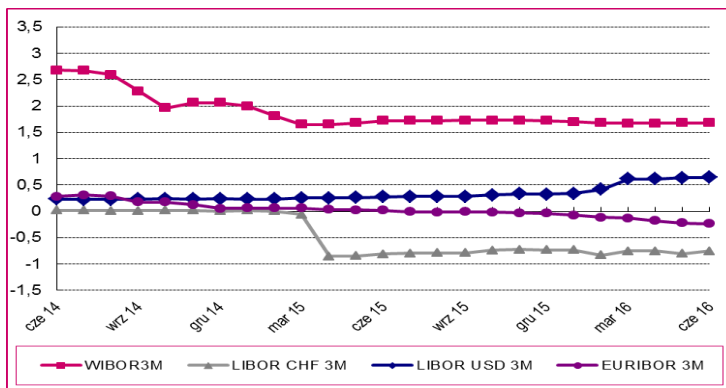
Źródło: Datastream

Wykres 25 Rentowności polskich SPW [%]



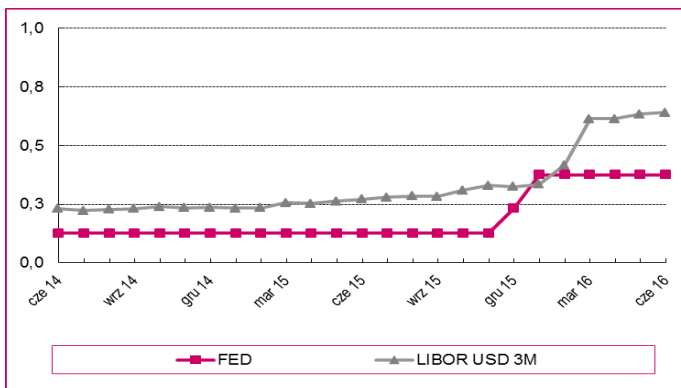
Źródło: Reuters

Wykres 26 Notowania stawek WIBOR, LIBOR i EURIBOR [%]



Źródło: Reuters

Wykres 27 Notowania LIBOR USD 3M i Fed fund rate [%]



Źródło: Reuters

## DANE I PROGNOZY

### DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-1,0	-0,9
Inflacja bazowa (% r/r)	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,9	-1,3
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,3	9,0	9,4	9,1	10,2	10,1	9,1	11,6	11,3	10,9
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,7	6,0	3,3	5,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	2,9	3,6	5,7	7,0	3,2	6,2	3,0	5,5	6,9	7,0
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-608	-216	395	-603	805	-552	-103	-15	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,4	4,7	-0,1	3,0	-	-
Import (EUR, % r/r)	5,2	0,2	6,7	3,8	0,3	7,3	1,7	1,3	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,4	5,4
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9
Stopa bezrobocia (%)	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,7

	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16
Stopa referencyjna (koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (koniec okresu)	1,67	1,67	1,67	1,65	1,60	1,56	1,56	1,57	1,59	1,59
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,72	1,70	1,68	1,67	1,67	1,68	1,68
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,79	1,65	1,61	1,58	1,54	1,46	1,45	1,52	1,61	1,70
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,39	2,09	2,08	2,23	2,39	2,22	2,20	2,28	2,32	2,30
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	2,85	2,68	2,69	2,95	3,16	2,95	2,84	3,09	3,11	3,09
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,33
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,90
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,10	1,06	1,09	1,08	1,09	1,14	1,15	1,11	1,11

### DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P
PKB (mld PLN)	1361,9	1445,1	1566,6	1629,0	1656,3	1719,1	1789,7	1881,2
PKB (wzrost realny, %)	2,6	3,7	5	1,6	1,3	3,3	3,6	3,5
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,7	4,9	3,4	3,9
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,3	2,5	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,8
Inwestycje (wzrost realny, %)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10	5,8	4,0
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,8	9,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,2	-1,6
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,4
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	2,6	1,6	3,1	1,4	1,0	0,5	0,2	0,3
Saldo sektora general government (% PKB)	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-2,9
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,70
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,11	3,97	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,30
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,87	2,97	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	3,90

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Datastream prognozy Banku Millennium

## KALENDARIUM

### Maj / Czerwiec

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
13 PL: rachunek obrotów bieżącej, CPI	14 EZ: produkcja przemysłowa, zatrudnienie, PL: podaż pieniądza M3, inflacja bazowa US: sprzedaż detaliczna	15 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, PPI, decyzja w sprawie stóp procentowych EZ: bilans handlowy	16 EZ: CPI US: liczba nowych bezrobotnych, CPI PL: płace, zatrudnienie	17 PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna US: liczba nowych budów, pozwolenie na budowę
20 GE: PPI	21 GE: ZEW	22 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, sprzedaż domów na rynku wtórnym PL: stopa bezrobocia	23 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI PL: opis posiedzenia banku centralnego US: liczba nowych bezrobotnych, sprzedaż nowych domów	24 GE: IFO US: zamówienia na dobra trwałego użytku, indeks uniwersytetu Michigan
27 EZ: podaż pieniądza M3	28 US: konsumpcja prywatna, indeks CaseShiller	29 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, dochody i wydatki prywatne, deflator PCE, sprzedaż domów na rynku wtórnym GE: CPI	30 EZ: wstępny CPI US: liczba nowych bezrobotnych PL: CPI	01 PL: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle, stopa bezrobocia GE: PMI w przemyśle US: PMI i ISM w przemyśle
04 EZ: indeks Sentix	05 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałego użytku	06 GE: zamówienia fabryczne US: liczba wniosków o kredytów hipoteczny MBA, bilans handlowy, opis z posiedzenia banku centralnego	07 GE: produkcja przemysłowa US: raport Challengeera, raport ADP, liczba nowych bezrobotnych PL: stan rezerw NBP	08 GE: bilans handlowy US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia
11 PL: CPI	12 GE: CPI PL: inflacja bazowa	13 EZ: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny, Beżowa Księga	14 PL: podaż pieniądza M3, bilans handlowy US: PPI	15 EZ: bilans handlowy, CPI, inflacja bazowa US: CPI, indeks uniwersytetu Michigan

PL - Polska; GE - Niemcy; US - Stany Zjednoczone; EZ - strefa euro; HU - Węgry; CZ - Czechy; SZ - Szwajcaria, CH - Chiny, JN - Japonia  
 Źródło: Reuters, Bloomberg, MinFin, PAP

## Zespół

### BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

#### Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

[grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl](mailto:grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl)

#### Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

[urszula.krynska@bankmillennium.pl](mailto:urszula.krynska@bankmillennium.pl)

#### Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

[mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl](mailto:mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl)

#### Bank Millennium SA

[www.millenet.pl](http://www.millenet.pl)

ul. Stanisława Żaryna 2a

02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.