

# Makro i rynek

## raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

8 lipca 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

- Dane z polskiej gospodarki za maj potwierdziły utrzymanie się na ścieżce wzrostu, choć odczyty produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej były nieco niższe od konsensusu. W ostatnich miesiącach w dynamicznym tempie rosną zamówienia w przemyśle (+29,0% r/r), w tym zamówienia eksportowe (+36,0% r/r), co powinno wspierać produkcję w najbliższych miesiącach. Także odczyty indeksu PMI wskazują na utrzymanie wzrostów produkcji przemysłowej. Wciąż dynamiczne spadki notuje jednak branża budowlana. Podtrzymujemy naszą ocenę, że spowolnienie PKB w Q1 było przejściowe i w najbliższych kwartałach dynamika PKB będzie się odbudowywać. Pozostawiamy naszą prognozę wzrostu PKB w całym bieżącym roku na poziomie 3,5%. Czynnikiem ograniczającym skalę odbudowy wzrostu będzie pogorszenie tendencji w zakresie inwestycji. Załamanie inwestycji publicznych, widoczne m.in. w spadku produkcji budowlanej, a także rosnąca niepewność otoczenia prawnego i zewnętrznego (Brexit) mogą wpłynąć na spadek skłonności firm do podejmowania inwestycji.
- Pod przewodnictwem nowego prezesa NBP, polityka pieniężna jest równie niezaskakująca jak w poprzednich miesiącach. W lipcu, zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ze stopą referencyjną równą 1,50%. Kolejny miesiąc z rządu (od grudnia 2015 r.) Rada podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną, co jest odpowiednikiem neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej. Ocena sytuacji w krajowej gospodarce była zbliżona do zawartej w komunikatach z poprzednich posiedzeń, a nowy prezes Adam Glapiński mówił, że nie ma potrzeby wprowadzania zmian w polityce banku. W lipcowej projekcji, w porównaniu z projekcją z marca nieznacznie obniżona została ścieżka inflacji i nieco wyraźniej ścieżka PKB. Prezes NBP wydaje się nie zgadzać ze ścieżką centralną projekcji przygotowaną przez IE NBP, zakładającą wzrost o 3,2% w 2016r. i na konferencji mówił o wzroście rządu 3,6%. Spodziewamy się, że NBP utrzyma stopy na obecnym poziomie w najbliższej przyszłości.
- Czerwiec na krajowym rynku walutowym był niezwykle burzliwym miesiącem. Niewątpliwie duża w tym rola brytyjskiego referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii ze struktur Unii Europejskiej, jednak zanim doszło do głosowania notowania złotego także podlegały sporym wahaniom. Początkowo wsparciem dla wyceny walut rynków wschodzących był rozczarowujący raport z amerykańskiego rynku pracy. Swoją słabą wymową oddalił on oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA, a tym samym zwiększył apetyt na bardziej ryzykowne aktywa, w tym złotego. Wraz ze zbliżaniem się brytyjskiego referendum malała jednak skłonność inwestorów do podejmowania ryzyka, w szczególności, iż publikowane sondaże wskazywały na rosnące poparcie dla wyjścia Wielkiej Brytanii z UE.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY .....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA .....	6
POLITYKA FISKALNA .....	7
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY .....	8
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ...	9
RYNKI ZAGRANICZNE .....	11
PRZEGLĄD DANYCH .....	14
DANE I PROGNOZY .....	15
KALENDARIUM .....	16

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0,25%-0,50%	26-27 lip	0,25%-0,50%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	15 wrz	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	21-lip	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	6-7 wrz	1,50%

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

### PRZEGLĄD GOSPODARCZY

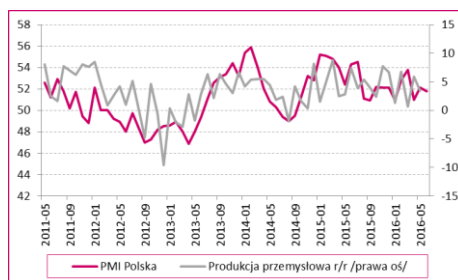
**W Q2 polska gospodarka przyspieszyła choć w wolniejszym od oczekiwań tempie**

Dane z polskiej gospodarki za maj potwierdziły utrzymanie się na ścieżce wzrostu, choć odczyty produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej były nieco niższe od konsensusu. Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu wyhamowała w maju do 3,5% r/r z 5,9% r/r w kwietniu, co częściowo było skutkiem ustąpienia korzystnego efektu kalendarzowego we wcześniejszym miesiącu. Niemniej jednak także po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wzrost wyhamował do 3,6% r/r z 5,5% miesiąc wcześniej, potwierdzając wytracenie momentum w przemyśle. Największe spadki zanotowano w wydobywaniu węgla kamiennego i brunatnego (-24,8% r/r) co związane jest ze spadającym wydobyciem węgla. W przetwórstwie przemysłowym natomiast najsilniej spadła produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (-10,3% r/r). Wzrosty produkcji zanotowano zaś w 25 z 34 branż wobec 26 branż w kwietniu. W ostatnich miesiącach w dynamicznym tempie rosła zamówienia w przemyśle (+29,0% r/r), w tym zamówienia eksportowe (+36,0% r/r), co powinno wspierać produkcję w najbliższych miesiącach. Także odczyty indeksu PMI wskazują na utrzymanie wzrostów produkcji przemysłowej. W czerwcu pomimo nieznacznego spadku indeksu PMI do 51,8 pkt. z 52,1 pkt., przedsiębiorcy wskazywali na wzrost zamówień i produkcji, nieco silniejszy niż przed miesiącem. Według naszych szacunków wzrost produkcji w czerwcu przyspieszył do 6,3%, częściowo dzięki korzystnemu efektowi kalendarzowemu.

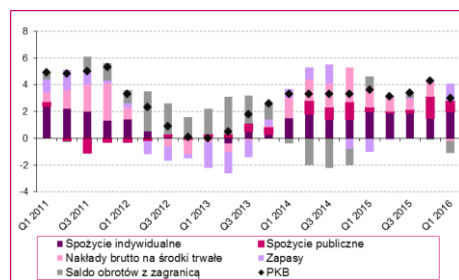
**Utrzymuje się zapaść branży budowlanej spowodowana brakiem inwestycji finansowanych ze środków UE**

Wciąż dynamiczne spadki notuje branża budowlana. W maju produkcja sprzedana przemysłu była aż o 13,7% niższa niż przed rokiem wobec spadku o 14,9% w kwietniu. Spadki produkcji były powszechne i objęły wszystkie kategorie robót budowlanych. Już piąty miesiąc z rzędu w dwucyfrowym tempie spada produkcja firm zajmujących się inżynierią lądową. Potwierdza to regres inwestycji publicznych, który widoczny był także w wynikach I kwartalu. W Q2 trend ten będzie utrzymywany, choć spadki stopniowo wyhamowują. W maju wyhamowała też dynamika wydanych pozwoleń na budowę i rozpoczętych nowych budów domów, co może sugerować wyhamowanie aktywności budowlanej w zakresie budownictwa mieszkaniowego. Dane te wpisują się w spadki inwestycji budowlanych, które w Q2 również powinny mieć ujemny wkład w dynamikę PKB.

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



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



Źródło: Datastream

Źródło: Datastream

**Utrzymuje się wzrost konsumpcji prywatnej, choć program 500+ w niewielkim stopniu wpłynął do tej pory na wyniki sprzedaży detalicznej**

Stabsze od oczekiwań były też wyniki sprzedaży detalicznej, której dynamika w ujęciu nominalnym spadła do 2,2% r/r z 3,2% r/r w kwietniu. Wciąż znacznie lepiej wyglądają wyniki sprzedaży w ujęciu realnym, która wzrosła w maju o 4,3% r/r. W solidnym tempie rośnie sprzedaż dóbr trwałego użytku (samochody, meble, AGD, RTV, odzież) co sugeruje fundamentalne podstawy wzrostu konsumpcji, któremu sprzyjają poprawiająca się sytuacja na rynku pracy i wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych. W kolejnych miesiącach wsparciem dla sprzedaży detalicznej będzie wypłata świadczeń w ramach programu Rodzina 500+. Do tej pory jego wpływ na konsumpcję był ograniczony, gdyż wypłata świadczeń przebiega stopniowo i dopiero w najbliższych miesiącach spodziewać się można skutków skumulowanych wypłat. Uruchomienie programu nie przelożyło się jednak na znaczną i trwałą poprawę nastrojów gospodarstw domowych, również w zakresie planów dokonywania ważniejszych zakupów. Po ich wyraźnej poprawie w kwietniu, kolejne dwa miesiące przyniosły powrót wskaźników sentymentu do poziomów z początku roku. Poprawy

**Bezpośrednie skutki Brexitu na polską gospodarkę nie powinny być znaczne**

**Rachunek bieżący w kwietniu wykazał solidną nadwyżkę w kwocie 594 mln EUR wobec nadwyżki 54 mln EUR przed miesiącem**

**W ujęciu płynnego roku deficyt po Q1 stanowił zaledwie 0,4% PKB wobec 0,3% PKB w 2016r., co potwierdza równowagę polskiej gospodarki w relacjach z zagranicą**

**Sytuacja na rynku pracy jest obecnie najlepsza od transformacji**

wyników sprzedaży oczekujemy w najbliższych miesiącach. Już w czerwcu szacujemy jej wzrost o 6,0% r/r w ujęciu realnym. Kumulacja wypłat świadczeń w ramach programu Rodzina 500+ oraz początek wakacji będą sprzyjały zwiększonym wydatkom konsumpcyjnym. Wraz z poprawiającą się sytuacją na rynku pracy będzie to główny motor konsumpcji w najbliższych kwartałach i w konsekwencji wzrostu gospodarczego.

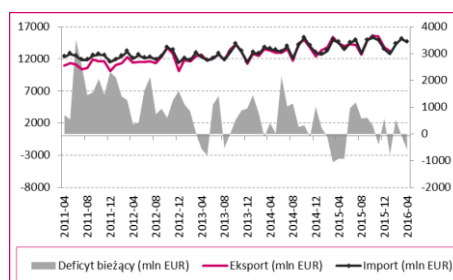
Podtrzymujemy naszą ocenę, że spowolnienie PKB w Q1 było przejściowe i w najbliższych kwartałach dynamika PKB będzie się odbudowywać, choć skala odbudowy wzrostu wydaje się nieco słabsza od pierwotnych oczekiwań. Pozostawiamy naszą prognozę wzrostu PKB w całym bieżącym roku na poziomie 3,5%. Czynnikiem ograniczającym skalę odbudowy wzrostu będzie pogorszenie tendencji w zakresie inwestycji. Załamanie inwestycji publicznych, widoczne m.in. w spadku produkcji budowlanej, a także rosnąca niepewność otoczenia prawnego i zewnętrznego (Brexit) mogą wpłynąć na spadek skłonności firm do zwiększania inwestycji. Niepewność i jej skutek na inwestycje firm będzie głównym kanałem, jakim na polską gospodarkę będzie wpływała decyzja Brytyjczyków o wyjściu z UE. Bezpośrednie skutki ewentualnego Brexitu (kanał handlowy) nie powinny być w naszej ocenie znaczne, choć uzależnione są od formy przyszłej współpracy pomiędzy W. Brytanią i UE.

Rachunek bieżący w kwietniu wykazał solidną nadwyżkę w kwocie 594 mln EUR wobec nadwyżki 54 mln EUR przed miesiącem. Eksport towarów rósł w kwietniu o 4,8% r/r potwierdzając utrzymujący się popyt na produkowane w Polsce towary. Import wzrósł natomiast o 0,4% r/r, a jego dynamika jest ograniczana przez ceny ropy naftowej, które nadal są wyraźnie niższe niż przed rokiem. W rezultacie rachunek towarowy wykazał solidną nadwyżkę 520 mln EUR. Saldo usług było tradycyjnie dodatnie, a jego kwietniowa wartość 1033 mln EUR była drugą najwyższą w historii. Saldo dochodów pierwotnych było ujemne, równe -1093 mln EUR, odzwierciedlając dobre wyniki firm z udziałem kapitału zagranicznego. Rachunek dochodów wtórnych wykazał natomiast nadwyżkę 134 mln EUR.

Rachunek finansowy, bo bardzo trudnym początku roku, kiedy w ciągu dwóch miesięcy z rynku papierów dłużnych odpłynęło 27,9 mld PLN, pokazał w kwietniu solidny napływ kapitału zagranicznego na ten rynek. Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w dłużne papiery wartościowe zwiększyło się w kwietniu o 10,9 mld PLN.

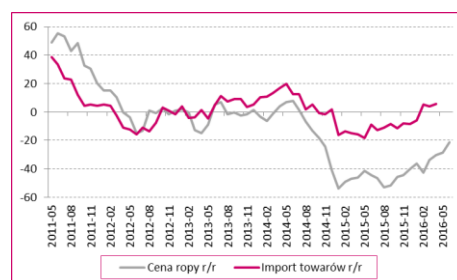
Z danych kwartalnych wynika, że nadwyżka na rachunku bieżącym w Q1 wyniosła 296 mln EUR, podczas, gdy z danych miesięcznych wynikało, że nadwyżka w pierwszych trzech miesiącach roku wyniosła 150 mln EUR. W ujęciu płynnego roku deficyt po Q1 stanowił zaledwie 0,4% PKB wobec 0,3% PKB w 2016r., co potwierdza równowagę polskiej gospodarki w relacjach z zagranicą. W kolejnych kwartałach oczekujemy przyspieszenia importu, w związku z ożywieniem konsumpcji m.in. w efekcie uruchomienia programu Rodzina 500+, co przełoży się na pewne pogorszenia salda na rachunku towarów. Jednocześnie mamy do czynienia z systematycznym wzrostem nadwyżki na rachunku usług, m.in. w związku z otwieraniem w naszym kraju nowych centrów usług, dlatego oczekiwany przez nas wzrost deficytu bieżącego będzie niewielki.

**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]**

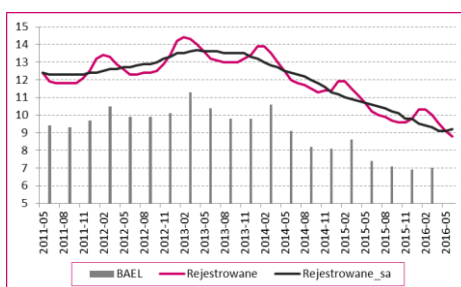


Zródło: Datastream

Sytuacja na rynku pracy jest obecnie najlepsza od transformacji. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju, wspierana przez podejmowanie prac sezonowych, do 9,1% z 9,5% w kwietniu i 10,7% w analogicznym okresie ubiegłego roku. Po

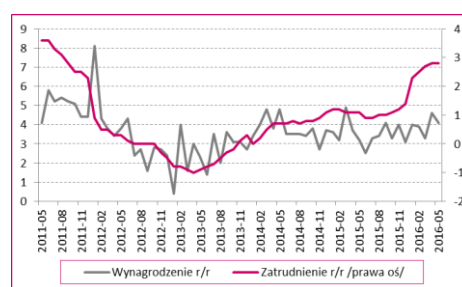
wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym szacujemy, że bezrobocie wyrównało rekordowo niski poziom z sierpnia 2008r. W maju liczba bezrobotnych nowo zarejestrowanych spadła o 6,0% r/r, liczba wyrejestrowań zmniejszyła się natomiast o 9,2% r/r. Systematycznie, w dwucyfrowym tempie, spada liczba bezrobotnych oraz długotrwale bezrobotnych. W maju nieco spowolniło tempo wzrostu liczby ofert pracy zgłaszanych w urzędach (do 3,3% r/r z 26,7% r/r w kwietniu), jednak liczba bezrobotnych przypadających na ofertę pracy utrzymywała się w okolicy historycznego minimum, sugerując problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników. Wstępne dane za czerwiec sugerują utrzymanie pozytywnych tendencji. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła wg szacunków MRPiPS do 8,8%, wyrównując rekordowo niski odczyt z października 2008r. Dzięki ponownemu przyspieszeniu liczby ofert pracy, liczba bezrobotnych przypadających na ofertę ustanowiła natomiast nowe historyczne minimum.

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



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

**Dane MRiPS pokazują w 2015r. przybliżoną liczbę 850 tys. obcokrajowców na polskim rynku pracy**

Badania koniunktury przeprowadzone przez GUS sugerują wzrost uciążliwości braku wykwalifikowanych pracowników jako bariery prowadzenia działalności m.in. w budownictwie i usługach. W budownictwie wzrost obserwuje się od połowy 2013r. (w czerwcu tę barierę wskazywało 26,2% firm) w usługach od początku 2014r (23,5% w czerwcu). Jednocześnie przedsiębiorstwa niemal wszystkich sekcji wskazują, że koszty pracy ograniczają ich rozwój. W tej sytuacji nie dziwi wzrost znaczenia cudzoziemców na polskim rynku pracy. Obywatele Armenii, Białorusi, Gruzji, Mołdawii, Rosji i Ukrainy mogą pracować w Polsce bez konieczności posiadania zezwolenia na pracę przez okres nie przekraczający 6 miesięcy w ciągu kolejnych 12 miesięcy na podstawie oświadczenia o zamiarze powierzenia pracy cudzoziemcowi. Dłuższa praca i zatrudnianie obywateli innych państw wymaga zezwolenia na pracę. W 2015r. wydano 65,8 tys. zezwoleń na pracę a w urzędach pracy zgłoszono 782,2 tys. oświadczeń o chęci zatrudnienia obcokrajowców. Daje to łącznie przybliżoną liczbę 850 tys. obcokrajowców na polskim rynku pracy (wobec 1,5 mln bezrobotnych zarejestrowanych pod koniec 2015r.). Liczba zezwoleń była o 50,7% wyższa niż przed rokiem, a liczba oświadczeń podwoiła się w porównaniu z 2014r. O skali i nasileniu się zjawiska świadczy fakt, że w samym Q1 2016r. pracodawcy zgłosili 318 tys. oświadczeń, niemal tyle samo co w 2014r. W Polsce pracują głównie Ukraińcy (97,5% oświadczeń oraz 76,7% zezwoleń). Podejmują oni pracę w budownictwie, rolnictwie przetwórstwie. Są to głównie pracownicy przy pracach prostych oraz robotnicy wykwalifikowani.

**Dopiero w tym roku stopa bezrobocia będzie niższa niż NAWRU, czyli stopa równowagi powyżej której pojawi się presja na wzrost płac**

W takich warunkach nieco zaskakująca jest utrzymująca się relatywnie niska dynamika płac. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w maju o 4,1% r/r po wzroście o 4,6% r/r w kwietniu, kiedy była podniesiona przez podwyżki płac w dużych sieciach handlowych. Wyjaśnieniem niskiej presji płacowej może być deflacja, która wspiera siłę nabywczą wynagrodzeń. W kierunku spadku dynamiki wynagrodzeń działa też fakt, że miejsca pracy są raczej tworzone w branżach, gdzie wynagrodzenie jest niższe od średniej. Z makroekonomicznego punktu widzenia, zarówno wg szacunków NBP jak i naszych, dopiero w tym roku stopa bezrobocia będzie niższa niż NAWRU, czyli stopa równowagi powyżej której pojawi się presja na wzrost płac.

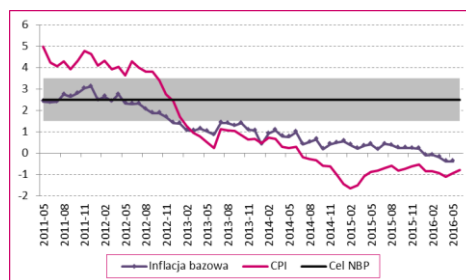
Rynek pracy pozostaje wsparciem dla konsumpcji, a fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w czerwcu o 7,0% r/r, realnie natomiast odnotowano wzrost o 8,0% r/r. Dynamika realnego funduszu płac w ostatnich miesiącach jest najwyższa od 2008r. Szacujemy, że w czerwcu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw

### Powolne ustępowanie deflacji

wzrosło o 4,9% r/r, zatrudnienie w sektorze zwiększyło się natomiast o 2,9% r/r po wzroście o 2,8% r/r w maju.

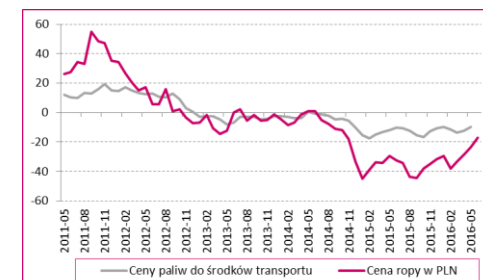
Deflacja ustępuje stopniowo. W czerwcu wskaźnik CPI wyniósł -0,9% r/r wobec -1,1% r/r w maju, co było odczytem nieco wyższym od szacunku flash GUS. W skali miesiąca ceny konsumenta zwiększyły się o 0,2%, na co duży wpływ miały rosnące ceny paliw. W samym czerwcu ich zniżka wyniosła 4,2%. W dalszym jednak ciągu są one wyraźnie niższe niż przed rokiem, choć ich spadek wyhamował do -9,9% r/r z -12,3% r/r w maju. Z pozostałych elementów koszyka najsilniejsze zmiany, były to spadki cen, zanotowano w kategorii rekreacja i kultura (-0,7% m/m) oraz odzież i obuwie (-0,7% m/m), co wiązało się z sezonowymi wyprzedażami kolekcji. Wskaźnik CPI wciąż pozostaje pod dominującym wpływem czynników podażowych, jednak brak presji cenowej widać w wielu miejscach koszyka inflacyjnego. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w maju -0,4% r/r, podobnie jak miesiąc wcześniej. Również trzy pozostałe miary inflacji bazowej pozostały ujemne, choć nieznacznie wzrosły w stosunku do poprzedniego miesiąca. Presja cenowa w polskiej gospodarce pozostaje niewielka. Szacunek inflacji flash za czerwiec wskazał na dalsze stopniowe wygasanie deflacji. Wskaźnik CPI według szacunków GUS wyniósł -0,8% r/r co było wynikiem zgodnym z naszymi szacunkami. To już dwa lata utrzymywania się wskaźnika CPI poniżej zera. W kolejnych dniach spodziewamy się dalszego stopniowego wzrostu, choć odczytów powyżej zera spodziewamy się dopiero w Q4 br. W całym bieżącym roku średni wskaźnik CPI powinien natomiast wynieść -0,6% wobec -0,9% w roku 2015.

**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

### Wzrosty cen surowców spowodowały wyhamowanie deflacji cen producenta

Wyhamowanie deflacji widoczne było także na poziomie cen producenta. Wskaźnik PPI wzrósł w maju do -0,7% r/r z -1,2% r/r miesiąc wcześniej. W skali miesiąca ceny producenta wzrosły o 0,9% i był to największy miesięczny wzrost indeksu PPI od listopada 2011r. To przede wszystkim efekt rosnących cen w przetwórstwie przemysłowym, które zwiększyły się o 1,0% m/m. Najsilniej podniesiono ceny w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (+8,4%) oraz w produkcji metali (+2,5%), co odzwierciedla skutki wzrostu cen na międzynarodowych rynkach surowcowych. Od początku roku baryłka ropy Brent podrożała o nieco ponad 50%. Deflacja na poziomie producentów utrzymuje się już niemal 4 lata, jednak w najbliższych miesiącach powinna stopniowo wygasać, częściowo w następstwie rosnących kosztów produkcji (słabszy złoty, wyższe ceny surowców). Wysoka konkurencja na rynku wewnętrznym ogranicza jednak wzrosty cen produktów gotowych, na co wskazywali przedsiębiorcy w badaniu PMI. W rezultacie wzrost wskaźnika CPI będzie powolny.

## POLITYKA PIENIĘŻNA

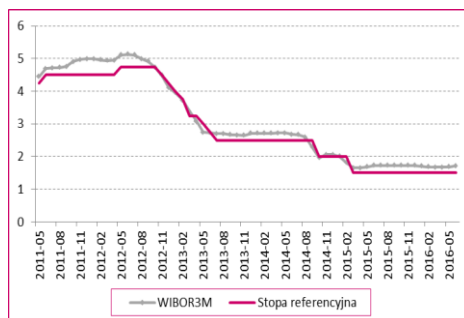
**Pod wodzą nowego prezesa NBP, polityka pieniężna jest równie niezaskakująca jak w poprzednich miesiącach**

Pod przewodnictwem nowego prezesa NBP, polityka pieniężna jest równie niezaskakująca jak w poprzednich miesiącach.

W lipcu, zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ze stopą referencyjną równą 1,50%. Kolejny miesiąc z rzędu (od grudnia 2015 r.) Rada podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną, co jest odpowiednikiem neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej. Było to pierwsze posiedzenie pod przewodnictwem Adama Glapińskiego, nowego prezesa NBP.

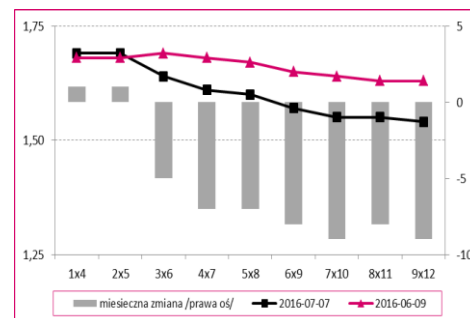
Ocena sytuacji w krajowej gospodarce była zbliżona do zawartej w komunikatach z poprzednich posiedzeń, a prezes Adam Glapiński mówił, że nie ma potrzeby wprowadzania zmian w polityce banku. RPP oceniła, że napływające dane wskazują na przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej, po obniżeniu dynamiki PKB w Q1. W komunikacie po posiedzeniu poświęcono uwagę kwestii Brexitu, jednak w ocenie prezesa NBP opuszczenie przez Wielką Brytanię Unii Europejskiej nie jest kwestią bezpośrednio wpływającą na Polskę, nie ma w związku z tym wpływu na aktualne prognozy dla polskiej gospodarki, choć wzrost niepewności może negatywnie wpłynąć na perspektywę inwestycji.

**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

**W porównaniu z projekcją z marca, w lipcu nieznacznie obniżona została ścieżka inflacji i nieco wyraźniej ścieżka PKB**

Rada zapoznana się też w lipcu z nową projekcją inflacji i PKB. W porównaniu z projekcją z marca nieznacznie obniżona została ścieżka inflacji i nieco wyraźniej ścieżka PKB. Zgodnie z nową projekcją roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,9 ÷ -0,3% w 2016 r. (wobec -0,9 ÷ 0,2% w projekcji z marca 2016 r.), 0,3 - 2,2% w 2017 r. (wobec 0,2 - 2,3%) oraz 0,3 - 2,6% w 2018 r. (wobec 0,4 - 2,8%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,6 - 3,8% w 2016 r. (wobec 3,0 - 4,5% w projekcji z marca 2016 r.), 2,4 - 4,5% w 2017 r. (wobec 2,6 - 4,8%) oraz 2,1 - 4,3% w 2018 r. (wobec 2,1 - 4,4%). Zdaniem prezesa Glapińskiego przewidywane tempo wzrostu jest nadal bardzo dobrym wynikiem. Co ciekawe, prezes NBP wydaje się nie zgadzać ze ścieżką centralną projekcji przygotowaną przez IE NBP, zakładającą wzrost o 3,2% w 2016r. i na konferencji mówił o wzroście rządu 3,6%. Stwierdził, że RPP i Instytut dysponują tymi samymi informacjami, jednak wyciągają z nich inne wnioski.

**Spodziewamy się, że NBP utrzyma stopy na obecnym poziomie w najbliższej przyszłości,**

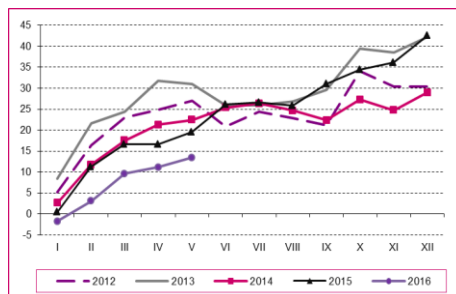
Po posiedzeniu w lipcu widać, że po zmianie prezesa NBP, polityka pieniężna nie ulegnie większym zmianom. Adam Glapiński jest solidnie zakorzeniony w banku centralnym i nie widzi potrzeby zmian tego, jak instytucja ta funkcjonuje. Spodziewamy się, że NBP utrzyma stopy na obecnym poziomie w najbliższej przyszłości, a zdaniem prezesa bezczynność jest najbardziej finezyjną formą ruchu.

## POLITYKA FISKALNA

### Poprawa realizacji wpływów podatkowych w maju

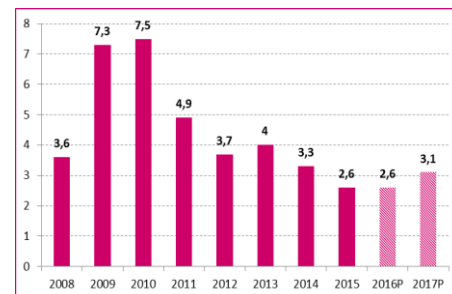
W pierwszych pięciu miesiącach tego roku deficyt budżetu państwa wyniósł 13,48 mld PLN i stanowił 24,6% planu na cały rok wobec realizacji na poziomie 42,6% planu w analogicznym okresie roku ubiegłego. W samym maju deficyt wyniósł 2,36 mld PLN wobec 2,94 mld PLN przed rokiem. W maju nastąpiła wyraźna poprawa w zakresie realizacji dochodów podatkowych. Wpływy z podatku VAT wzrosły o 16,6% r/r w maju wobec wzrostu o zaledwie 0,9% w kwietniu, choć w dużej mierze jest to efekt przesunięcia w płatności podatku za kwiecień, gdyż ostatni kalendarzowy dzień kwietnia przypadł na sobotę, co spowodowało przesunięcie części wpłat na maj. Spowodowało to zniżenie wyniku w kwietniu, a podwyższenie w maju. Narastająco od początku roku wzrost dochodów z VAT wyniósł 6,6% r/r wobec 4,4% r/r po kwietniu. Bardzo dobrze wygląda też realizacja wpływów z PIT. Ich dynamika w maju wyniosła aż 33,1% r/r i 9,0% r/r w pierwszych pięciu miesiącach. Wciąż słabo wygląda realizacja wpływów z podatku CIT, choć w samym maju ich dynamika była dodatnia i wyniosła 5,3% r/r. Znacznie niższe od zakładanych są też wpływy z podatku od niektórych instytucji finansowych, które w maju wyniosły 338,9 mld PLN. Ich realizacja jest znacznie niższa od zakładanych wpływów 550 mln PLN miesięcznie. Rząd utrzymuje kontrolę wydatków, choć w maju ich dynamika przyspieszyła do 12,8% r/r na co wpływ miał niewątpliwie wzrost wypłat świadczeń w ramach programu Rodzina 500+. W tym samym czasie znacznie niższe niż przed rokiem były koszty obsługi zadłużenia, dotacja do Funduszu Emerytalno-Rentowego oraz rozliczenia z budżetem ogólnym Unii Europejskiej. Podtrzymujemy naszą ocenę, że nie ma ryzyka dla realizacji tegorocznego budżetu. Pomimo niższej niż założono inflacji deficyt w całym roku może być nawet nieco niższy niż założone w ustawie 54,74 mld PLN, dzięki wpływom jednorazowym (wpłata zysku NBP, opłata za LTE), a także solidnemu popytowi krajowemu.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

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



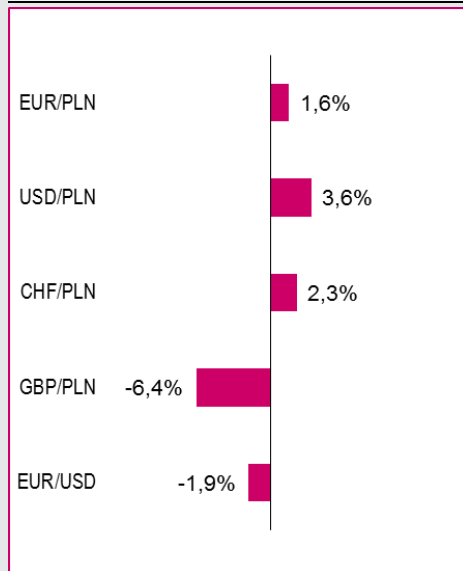
Źródło: Datastream, prognoza Komisji Europejskiej

### Ryzyka dla przyszłorocznego budżetu utrzymują się, szczególnie w obliczu optymistycznych założeń makroekonomicznych

Więszym ryzykiem obarczone są perspektywy budżetu na 2017 rok, szczególnie w obliczu konieczności sfinansowania całorocznego programu Rodzina 500+ i ewentualnego obniżenia wieku emerytalnego. Źródłem potencjalnych napięć w budżecie mogą być też optymistyczne założenia makroekonomiczne przyjęte do jego konstrukcji. Zgodnie z założeniami rządowymi wzrost PKB w przyszłym roku wyniesie 3,8%, natomiast średnioroczna inflacja 1,1%. W naszej ocenie są to założenia optymistyczne. Szczególnie prognoza wzrostu gospodarczego obarczona jest ryzykiem przeszacowania, biorąc pod uwagę skalę niepewności w otoczeniu zewnętrznym i krajowym otoczeniu prawno-instytucjonalnym. Niepewność może negatywnie wpłynąć na skłonność firm do inwestycji, co zresztą było wskazywane przez samych przedsiębiorców w badaniach koniunktury NBP. Popyt konsumpcyjny powinien pozostać głównym motorem wzrostu, co jest korzystne z punktu widzenia budżetu, jednak częściowo będzie to efekt impulsu fiskalnego i wyższych wydatków budżetowych.

### KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

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

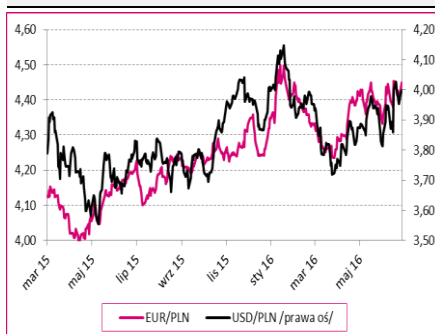


Źródło: Reuters

Czerwiec na krajowym rynku walutowym był niezwykle burzliwym miesiącem. Niewątpliwie duża w tym rola brytyjskiego referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii ze struktur Unii Europejskiej, jednak zanim doszło do głosowania notowania złotego także podlegały sporym wahaniom. Początkowo wsparciem dla wyceny walut rynków wschodzących był rozczarowujący raport z amerykańskiego rynku pracy. Swoją słabą wymową oddalił on oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA, a tym samym zwiększył apetyt na bardziej ryzykowne aktywa, w tym złotego. W rezultacie kurs EUR/PLN niższkował na początku czerwca do 2-miesięcznego minimum na poziomie 4,31 i to pomimo, iż przedstawione w tym czasie propozycje ekspertów w sprawie konwersji walutowych kredytów hipotecyjnych wzbudziły sporo kontrowersji, skutkując między innymi przeceną banków na warszawskiej giełdzie.

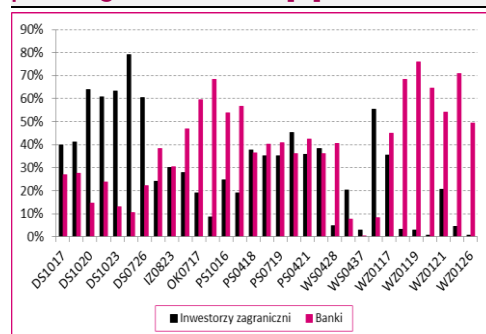
Wręcz ze zbliżaniem się brytyjskiego referendum malała skłonność inwestorów do podejmowania ryzyka, w szczególności, iż publikowane sondaże wskazywały na rosnące poparcie dla wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Wzrost awersji do ryzyka miał odzwierciedlenie w notowaniach złotego, który negatywnie wyróżniał się na tle regionu będąc jedną z najsilniej tracących na wartości walut rynków wschodzących. Złotemu nie pomogły dobre dane krajowe, w tym mniejsza od oczekiwań deflacja i wyższa nadwyżka na rachunku obrotów bieżących. Globalna niepewność, a także gorsza percepcja Polski przez inwestorów zagranicznych, powodowały jednak, iż polskie aktywa pozostawały bardziej wrażliwe na nastroje globalne. Co ciekawe mniejszy niż zwyczajowo wpływ na rynki miało posiedzenie Fed, pomimo tego, że wymowa komunikatu była nieco łagodniejsza od oczekiwań, sugerując nieco mniejszą skalę możliwych podwyżek stóp procentowych.

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



Źródło: Reuters

**Wykres 15 Zaangażowanie inwestorów w poszczególne serie SPW [%]**



Źródło: Reuters

Zwycięstwo zwolenników Brexitu wywołało paniczną reakcję rynku

Pierwsza po ogłoszeniu wyników brytyjskiego referendum sesja rozpoczęła się od panicznej reakcji, gdyż większość zyskali zwolennicy Brexitu. Początkowa reakcja była gwałtowna, bo inwestorzy zakładali pozostanie Wielkiej Brytanii w UE, co sugerowały zresztą sondaże, publikowane także w dniu referendum. W porannej części sesji, przy niskiej płynności, złoty osłabił się względem euro do nawet 4,54, choć poziom ten nie utrzymał się długo i w trakcie dnia notowania stabilizowały się na niższych poziomach. Na zamknięciu za euro płacono 4,4350, tj. niespełna 7 groszy powyżej czwartkowego zamknięcia. Podobny przebieg miały notowania złotego wobec dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego. W początkowej reakcji kurs CHF/PLN wzrósł do nawet 4,2460 jednak w ciągu dnia niższkował, głównie dzięki interwencji walutowej banku centralnego Szwajcarii. Mimo to na koniec sesji za franka płacono 4,1070, czyli 7 groszy więcej niż dzień wcześniej.

Niewykluczone, iż w lipcu temat Brexitu czasowo zejdzie jednak na drugi plan

Niewykluczone, iż w lipcu - ze względu na trwające do 9 września wybory szefa partii konserwatywnej i nowego premiera Wielkiej Brytanii, który miałby rozpocząć procedurę wyjścia kraju z Unii Europejskiej - temat Brexitu przejściowo zejdzie na drugi plan. W naszej ocenie stanowić to będzie źródło umiarkowanego wzrostu wartości złotego względem euro. Dostrzegamy możliwość spadku notowań EUR/PLN do poziomu 4,35. Pozytywnie na wartość polskiej waluty oddziaływać będą ponadto spekulacje na temat możliwej modyfikacji polityki pieniężnej w strefie euro, zapowiedziane przez Bank Anglii poluzowanie polityki monetarnej, a także oddalenie się w czasie kolejnej podwyżki stóp procentowych w USA. Czynnikiem ryzyka dla



**W pierwszej połowie minionego miesiąca rentowność 2-latki wzrosła o 25 bps do tegorocznego maksimum na poziomie 1,85%**

**W związku ze zwiększoną po wynikach referendum zmiennością notowań Ministerstwo Finansów odwołało przetarg zamiany obligacji skarbowych**

złotego - ograniczającymi jego potencjał aprecjacyjny - ponownie zaś będą wydarzenia krajowe związane przede wszystkim z wdrożeniem ustawy dotyczącej konwersji walutowych kredytów hipotecznych, czy groźbą cięcia ratingu przez Fitch podczas rewizji oceny wiarygodności kredytowej Polski zaplanowanej 15 lipca. Solidne fundamenty krajowej gospodarki powinny natomiast - w warunkach poprawy globalnego sentymentu - sprawiać, że złoty będzie preferowaną przez inwestorów walutą z koszyka rynków wschodzących. Ze względu na wysoką zmienność notowań w skrajnym scenariuszu dopuszczamy jednakże możliwość czasowego wzrostu kursu EUR/PLN do poziomu 4,60 w przypadku, gdyby awersja do ryzyka - w następstwie Brexitu - nie ustępowała.

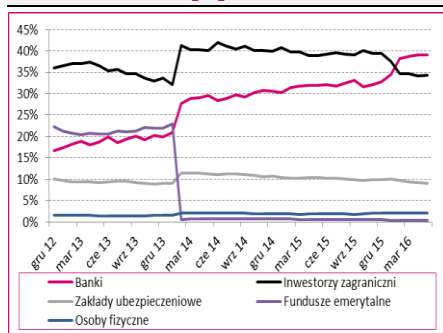
### KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Dwie odmienne odstony miały czerwcowe notowania obligacji na wtórnym rynku długu. Początkowo rentowność krajowego długu rosta, w szczególności obligacji o krótkim i średnim terminie zapadalności, co skutkowało wypłaszczeniem krzywej SPW. Poza wypowiedziami nowego prezesa NBP, które utwierdziły rynek w przekonaniu o niewielkim prawdopodobieństwie cięcia stóp procentowych, wsparciem dla wzrostu dochodowości długu była rosnąca awersja do ryzyka wywołana obawami o Brexit. Nie ostudziła jej nawet nieco mniej jastrzębia retoryka Fed podczas czerwcowego posiedzenia. W rezultacie w pierwszej połowie minionego miesiąca rentowność 2-latki wzrosła o 25 bps do tegorocznego maksimum na poziomie 1,85%. O 29 bps do 2,64% zwyżkowała natomiast dochodowość 5-latki. Najmniej, bo o 14 bps do 3,29% wzrosły notowania długiego końca krzywej, jednak przy spadkach rentowności na rynkach bazowych - dochodowość niemieckiego Bunda po raz pierwszy w historii zniżkowała do ujemnych poziomów - nastąpiło rozszerzenie spreadów pomiędzy polskimi papierami, a ich niemieckimi odpowiednikami.

Tydzień przed referendum to wyraźny wzrost optymizmu - także ze względu na sondaże wskazujące na rosnące poparcie dla pozostania Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej. Początkowa reakcja na Brexit przyniosła wzrost rentowności o 20 bps wzdłuż całej krzywej. W związku ze zwiększoną zmiennością tuż po wynikach referendum Ministerstwo Finansów odwołało przetarg zamiany obligacji skarbowych. Nie wpłynęło to jednak na sytuację budżetu, która pozostawała komfortowa, ponieważ MinFin ma już sfinansowane 70% potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w 2016 r., a także dysponuje rezerwami płynnych środków w kwocie ok. 56 mld PLN na koniec czerwca. W dalszej części miesiąca rentowności powróciły jednak do spadków i ostatecznie na koniec miesiąca ustanowiły czerwcowe minima. Argumentem przemawiającym za wzrostem cen SPW były spekulacje na temat konieczności dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro i Wielkiej Brytanii, by przeciwdziałać negatywnym skutkom Brexitu.

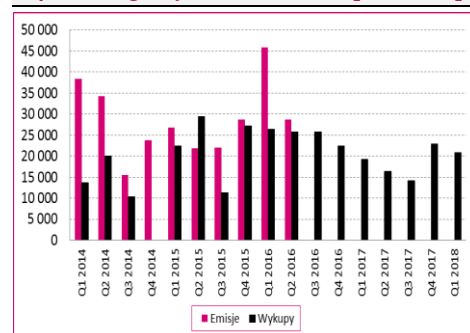
Koniec miesiąca to tradycyjne przedstawienie przez Ministerstwo Finansów planu podaży na kolejny okres. Zgodnie z nim resort finansów planuje w III kwartale na czterech przetargach sprzedaży uplasować obligacje łącznie za 15,0 - 25,0 mld PLN. Oznacza to spadek o co najmniej 3,7 mld PLN w stosunku do drugiego kwartału tego roku oraz wartość porównywalną do 22 mld PLN pozyskanych ze sprzedaży obligacji w trzecim kwartale ubiegłego roku. Kumulacja realizacji przewidzianych na trzeci kwartał potrzeb pożyczkowych może nastąpić w lipcu, gdy MinFin, podczas dwóch aukcji, planuje pozyskać 7 - 15 mld PLN. Pierwsza z nich - zorganizowana 7 lipca - zakończyła się sprzedażą obligacji OK1018/DS0726/WS0428 łącznie za 4,43 mld PLN mimo maksymalnej puli 6 mld PLN. Szczególnie interesujący w tym przypadku był popyt na krótkoterminowy dług - preferowany przez banki komercyjne traktujące go jako substytut dla opodatkowanych papierów pieniężnych NBP. Dwukrotnie przekroczył on podaż. 28 lipca MF zorganizuje przetarg obligacji łącznie za 4-9 mld zł. Ich wybór uzależnia od sytuacji rynkowej, bez obligacji oferowanych 7 lipca, czyli OK1018/DS0726/WS0428. Przetargi sprzedaży bonów skarbowych w lipcu nie są planowane. Ponadto w lipcu i w sierpniu MF nie planuje przeprowadzać przetargów zamiany. Możliwy jest natomiast przetarg we wrześniu, a jego przeprowadzenie uzależnione jest od sytuacji rynkowej. Do odkupu byłyby oferowane obligacje zapadające w 2016 i 2017 r.

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



Źródło: MinFin, opracowanie własne

**Wykres 17 Krajowe emisje i wykupy SPW w poszczególnych kwartałach [mld PLN]**



Źródło: MinFin, opracowanie własne

**Ministerstwo Finansów zwiększa elastyczność finansowania potrzeb w obliczu podwyższonej zmienności rynku**

Mimo, iż w ocenie resortu finansów realizowana dotychczas polityka emisyjna odzwierciedlona w wysokim stopniu sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych, jak i zgromadzona rezerwa płynnościowa pozwalają na spokojną obserwację sytuacji i dostosowanie struktury podaży do bieżących uwarunkowań rynkowych, to resort pod wpływem ostatnich rynkowych zawirowań zwiększa swoją elastyczność przy finansowaniu potrzeb. Zwiększeniu elastyczności w warunkach podwyższonej zmienności rynków służyć ma między innymi modyfikacja harmonogramu wykupu obligacji skarbowych na rynku krajowym. Zgodnie z nią MinFin zwiększył o dwa liczbę dostępnych w roku terminów (miesiące) wykupu obligacji skarbowych emitowanych na rynku krajowym. Przypomnijmy, iż według stanu na koniec czerwca do wykupu w 2016 roku pozostaje dług o wartości nominalnej 47,1 mld PLN wobec 47,3 mld PLN na koniec maja. Składają się na to obligacje hurtowe o wartości 36,0 mld PLN, obligacje detaliczne o wartości 2,1 mld PLN, bony skarbowe o wartości 6,5 mld PLN oraz obligacje i kredyty na rynkach zagranicznych o wartości 2,4 mld PLN. Resort poinformował także, iż III kwartałe możliwe są emisje publiczne obligacji na rynkach zagranicznych w zależności od sytuacji rynkowej. Możliwe są ponadto wpływy z kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych w wysokości do 0,2 mld EUR. MF widzi też szansę pozyskiwania dodatkowego finansowania poprzez emisje obligacji w systemie private placement. Wszystkie te działania mają zwiększyć komfort Ministerstwa Finansów w trakcie realizacji potrzeb pożyczkowych w warunkach podwyższonej zmienności rynku

**Polskie obligacje są drugie, po meksykańskich, wśród najbardziej przeważanych papierów skarbowych w funduszu Goldman Sachs Growth and Emerging Market Debt**

Ministerstwo Finansów opublikowało zmiany w portfelu złotych papierów skarbowych w maju. Zgodnie z nimi portfel SPW w posiadaniu inwestorów zagranicznych wzrósł o 4,3 mld PLN. Inwestorzy zagraniczni zmniejszyli zaangażowanie w obligacjach zapadających w horyzoncie jednego roku (-0,9 mld zł) i zwiększyli w obligacjach średnioterminowych (+2,1 mld zł dla terminów wykupu 2-7 lat), a zwłaszcza długoterminowych (+3,1 mld zł dla zapadalności powyżej 7 lat). Zwiększeniu o 3,7 mld PLN uległ ponadto portfel SPW w posiadaniu banków komercyjnych. W czerwcu natomiast obserwowaliśmy dalszy wzrost zaangażowania nierezydentów w obligacje średnio- i długoterminowe, przy niewielkiej redukcji ich portfela obligacji krótkoterminowych. W tym kontekście ciekawą informacją była niedawna wypowiedź przedstawiciela Goldman Sachs Asset Management, iż polskie obligacje są drugie, po meksykańskich, wśród najbardziej przeważanych papierów skarbowych w funduszu Goldman Sachs Growth and Emerging Market Debt.

**Czynnikiem ograniczającym wzrost rentowności polskich obligacji będzie wysoki spread pomiędzy polską, a niemiecką 10-latką**

W naszej ocenie trudno będzie o utrzymanie dotychczasowego trendu spadku rentowności krajowego długu. Z pewnością argumentem za wzrostem cen SPW są oczekiwania na złagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro i Wielkiej Brytanii będące następstwem Brexitu. Jak jednak pokazuje historia, programy QE w USA, czy strefie euro największe przełożenie na wycenę obligacji miały przed ich rozpoczęciem, a ostateczne momenty ich ogłaszania niejednokrotnie wykorzystywane były do realizacji zysków. Kolejnym argumentem przemawiającym za spadkiem cen długu będzie utrzymanie większej niż w poprzednich latach aktywności Ministerstwa Finansów na rynku pierwotnym. Zwyczajowo już miesiące letnie przynosiły ograniczenie liczby przetargów do jednego w miesiącu. Obecnie jednak resort kontynuuje formę dwóch przetargów w miesiącu. Argumentem za wzrostem

dochodowości będą ponadto wysoce prawdopodobne momenty podwyższonej awersji do ryzyka wynikającej z niepewności zarówno co do skutków Brexitu, jak i sytuacji krajowej, w tym reakcji agencji ratingowych na możliwość wprowadzenia konwersji walutowych kredytów hipotecznych. Mimo, iż w ocenie agencji Standard and Poor's konwersja fx nie będzie miała bezpośredniego wpływu na rating, to ewentualna próba zaangażowania banku centralnego i forma tego zaangażowania może mieć pośredni wpływ na ocenę wiarygodności Polski. W naszej ocenie najpoważniejszym czynnikiem ograniczającym wzrost rentowności polskich obligacji będzie wysoki spread pomiędzy polską, a niemiecką 10-latką. W tej kwestii sporo zależeć będzie od decyzji Europejskiego Banku Centralnego, który może zmodyfikować dotychczasowe zasady nabywania obligacji, w tym także niemieckich, w ramach programu skupu aktywów. Pozytywnie na wycenę długu oddziaływać może ponadto rządowy plan zmian w zakresie funkcjonowania Otwartych Funduszy Emerytalnych. Włączenie części środków do Funduszu Rezerwy Demograficznej zmniejszy presję na dług publiczny. W tym kontekście deklarowane zmiany mogą mieć pozytywny wpływ na rynek papierów skarbowych i wesprzeć spadek rentowności obligacji. Mimo to podtrzymujemy naszą ocenę, iż na koniec roku rentowność polskich 10-latek wzrośnie w okolice poziomu 3,30%, co przy stabilnych notowaniach krótkiego końca doprowadzi do wystromienia krzywej SPW.

### RYNKI ZAGRANICZNE

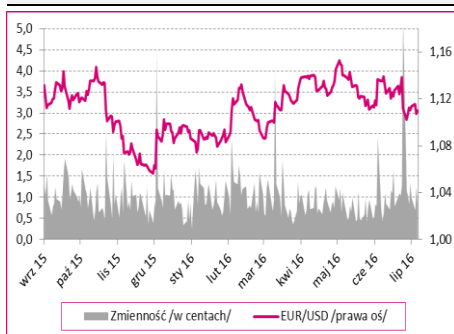
Czerwiec na globalnym rynku walutowym zdominowany został przez brytyjskie referendum w sprawie wyjścia kraju ze struktur Unii Europejskiej. Sentyment inwestycyjny w minionym miesiącu zależny był od wyników sondaży dotyczących Brexitu. Każdorazowy wzrost poparcia dla pozostania Wielkiej Brytanii w UE przekładał się na wzrost wartości euro, brytyjskiego funta, a pośrednio także na wycenę walut regionu emerging markets. Z kolei sondaże wskazujące na przewagę zwolenników opuszczenia Unii Europejskiej powodowały awersję do ryzyka skutkującą aprecjacją między innymi dolara i franka szwajcarskiego.

Publikacja odmiennych od oczekiwań wyników brytyjskiego referendum, wskazujących na zwycięstwo zwolenników Brexitu wywołała gwałtowne pogorszenie nastrojów na rynkach globalnych. Eurodolar zanurkował do 1,0920 z 1,1400. Załamały się notowania funta brytyjskiego, który wobec dolara ostabił się do poziomu najniższego od 1985 roku. Skala dziennego ostabienia funta względem USD była natomiast trzecim najgłębszym dziennym ostabieniem waluty w historii rynków finansowych. Nerwowo zareagowały też rynki akcji, notując znaczne spadki głównych indeksów giełdowych. Na wartości zaczął zyskiwać frank szwajcarski, choć skala jego wzrostu została ograniczona przez interwencje walutowe szwajcarskiego banku centralnego. Jak wynikało z danych banku po referendum w sprawie opuszczenia UE przez Wielką Brytanię SNB dokonał największych od stycznia 2015 r., kiedy uwolniono kurs EUR/CHF, interwencji na rynku walutowym kupując walutę obcą za CHF, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście ilości depozytów walutowych na rachunkach w banku o 6,4 mld franków szwajcarskich.

**Czerwiec na globalnym rynku walutowym zdominowany został przez brytyjskie referendum w sprawie wyjścia z UE**

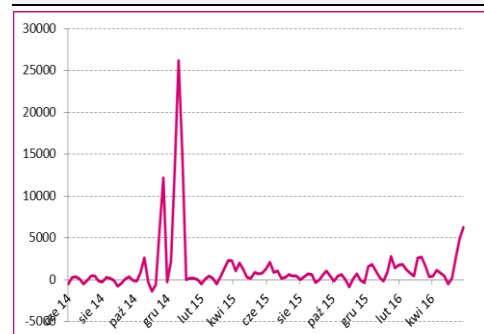
**Skala dziennego ostabienia funta względem USD w reakcji na Brexit była trzecim najgłębszym dziennym ostabieniem waluty w historii**

**Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań**



Źródło: Reuters

**Wykres 19 Zmiany depozytów walutowych na rachunkach SNB [w mln CHF]**



Źródło: Reuters

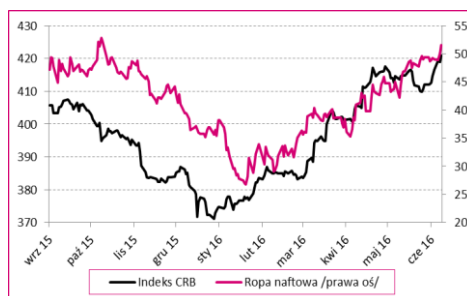
### Brexit a notowania funta brytyjskiego

Wynik brytyjskiego referendum znacząco wpłynął na korektę naszych oczekiwań, co do kursu GBP/PLN na koniec 2016 roku. Z pierwotnie prognozowanych 5,60 w notowaniach GBP/PLN obecnie oczekujemy, że brytyjska waluta na koniec bieżącego roku kosztować będzie 5,05 PLN. Źródłem rewizji jest fakt, iż skutki Brexitu będą miały jednoznacznie negatywny wpływ na brytyjską gospodarkę. Gospodarka UK jest mocno zależna od wspólnego europejskiego rynku, na który kieruje 47% swojego eksportu, podczas gdy do Wielkiej Brytanii płynie 7% eksportu UE. W negatywnym scenariuszu w 2017r. możliwa jest nawet krótkotrwała recesja. Dodatkowo przedłużająca się niepewność może skłonić zagraniczny kapitał do niechętnego lokowania się w UK, a utrudnienia w dostępie do wspólnego rynku przyczynią się zapewne do ograniczenia roli Londynu jako centrum finansowego i do przenoszenia inwestycji do krajów z pełnym dostępem do wspólnego rynku. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie stanowią 57% PKB Wielkiej Brytanii, z czego ok. połowa pochodzi z UE. Najbardziej dotkniętymi sektorami gospodarki będą usługi finansowe oraz przemysł o wysokiej wartości dodanej. Osłabienie funta brytyjskiego spowoduje wzrost inflacji i spadek siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych, co dodatkowo może pogorszyć perspektywy konsumpcji prywatnej. W naszej ocenie skutki polityczne są znacznie bardziej poważne niż bezpośrednie gospodarcze. Brexit osłabi zarówno UK, jak i UE. Nie bez znaczenia jest ponadto fakt, iż Wielka Brytania utraciła - w ocenie agencji Standard and Poor's - najwyższy możliwy rating tj. poziom AAA jako reakcja właśnie na decyzję o wyjściu UK ze struktur Unii Europejskiej.

Uważamy, iż kurs EUR/USD nadal ma szansę zniżkować w kierunku poziomu 1,05

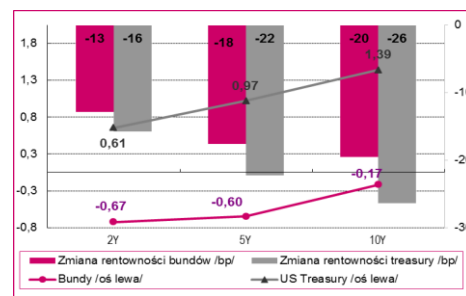
Decyzja Brytyjczyków o wyjściu z Unii Europejskiej niesie ze sobą rozległe konsekwencje dla globalnej gospodarki, a przez to i najważniejszych walut świata. Niemal przesądzone jest bowiem odłożenie w czasie podwyżek stóp procentowych w USA. Obecnie rynek kontraktów FRA zakłada, że do podwyżki stóp procentowych w USA dojdzie dopiero na początku 2017 roku. Oznacza to tym samym, iż dolar utracił największy argument przemawiający za jego aprecjacją w tym roku. Z drugiej strony jednak amerykańską walutę wspierać będzie utrzymująca się awersja do ryzyka, a także wysoco prawdopodobne dalsze łagodzenie polityki pieniężnych w Europie. Niewykluczone bowiem, iż Europejski Bank Centralny zmodyfikuje swój program skupu aktywów, a Bank Anglii zdecyduje o dodatkowych działaniach mających na celu wsparcie wzrostu gospodarczego. Z tego powodu uważamy, iż kurs EUR/USD nadal ma szansę zniżkować w nadchodzących miesiącach w kierunku poziomu 1,05, choć z uwagi na inne czynniki.

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



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bundów i US Treasuries



Źródło: Reuters

Sprawdziły się nasze oczekiwania, iż na koniec półrocza niemieckie obligacje dopiero powyżej 10-letniego terminu zapadalności będą oferowały dodatnią rentowność

Sprawdziły się nasze oczekiwania zawarte w poprzednim raporcie, iż na koniec półrocza niemieckie obligacje dopiero powyżej 10-letniego terminu zapadalności będą oferowały dodatnią rentowność. Czerwiec był bowiem miesiącem dynamicznego napływu kapitału na bazowe rynki długu. Spadkowi dochodowości sprzyjał przede wszystkim wynik brytyjskiego referendum w sprawie wyjścia z UE, który zwiększył awersję do ryzyka - premiującą wycenę bardziej bezpiecznych aktywów - oraz nasilił

# Makro i rynek

raport miesięczny

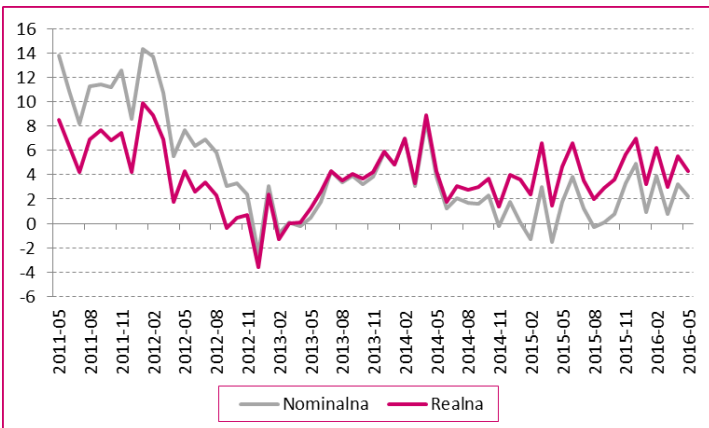
**Spodziewamy się dalszego pogłębienia spadków dochodowości długu USA, Niemiec, Japonii, czy Szwajcarii**

oczekiwania na podjęcie działań łagodzących politykę pieniężną w Anglii i strefie euro. Zwycięstwo zwolenników Brexitu miało swoje konsekwencje także na rynku amerykańskiego długu. Pod wpływem referendum rynek stopy procentowej oddalił oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych w USA i to aż na 2017 rok. Reakcją amerykańskiego rynku długu był spadek rentowności 10-latek do poziomu 1,40% tj. historycznego minimum. Historyczne minima osiągnęły ponadto dochodowości krzywej japońskiej - gdzie dopiero 20-letni termin zapadalności generuje dodatnią rentowność tj. 0,025% - oraz szwajcarskiej, gdzie nawet obligacja 30-letnia ma ujemną dochodowość.

Globalna nadpłynność pieniądza w połączeniu z utrzymującą się awersją do ryzyka będzie utrzymywać wysokie zainteresowanie obligacjami bazowymi w kolejnych tygodniach. Spodziewamy się zatem dalszego pogłębienia spadków dochodowości długu USA, Niemiec, Japonii, czy Szwajcarii. Czynnikiem, który mógłby odwrócić trend byłaby zmiana zasad skupowania aktywów w ramach programu QE prowadzonego przez Europejski Bank Centralny polegająca na rezygnacji z klucza wielkości gospodarki, a przez to wkładu do bilansu EBC na rzecz wielkości wyemitowanego przez kraj długu. Oznaczałoby to zwiększone zaangażowanie EBC w najmocniej zadłużone kraje, co niepokoi między innymi Bundesbank. Zmiany są jednak konieczne, gdyż dynamiczny napływ inwestorów na bazowe rynki długu obniżył ich rentowność tak bardzo, że obecnie zakup niektórych obligacji państw strefy euro nie spełnia kryteriów programu QE. Obecnie warunkiem nabywania obligacji rządowych przez EBC jest zapadalność w horyzoncie od 2 do 31 lat, dochodowość wyższa od stopy depozytowej tj. -0,4% i nie przekroczenie limitu 33% dla pojedynczego emitenta. Bez zmian w dotychczasowych zasadach będziemy prawdopodobnie świadkami wyplaszczenia niemieckiej krzywej, gdzie 10-letni dług może być jeszcze - w przeciwieństwie do krótszych tenorów - skupowany przez EBC. Na rynku obligacji amerykańskich również oczekiwaliśmy wyplaszczenia krzywej rentowności. Rynkowe oczekiwania zakładające kolejną po grudniu 2015 roku podwyżkę stóp procentowych w USA dopiero na początku 2017 roku nie powinny bowiem ulec dalszemu przesunięciu, stąd nie spodziewamy się większego spadku rentowności krótkiego końca krzywej. W przeciwieństwie natomiast do długoterminowego długu USA, który nadal będzie beneficjentem utrzymującej się awersji do ryzyka na międzynarodowym rynku finansowym.

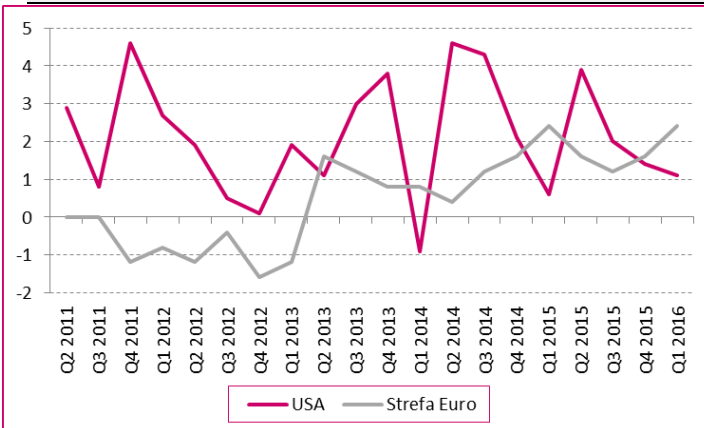
## PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



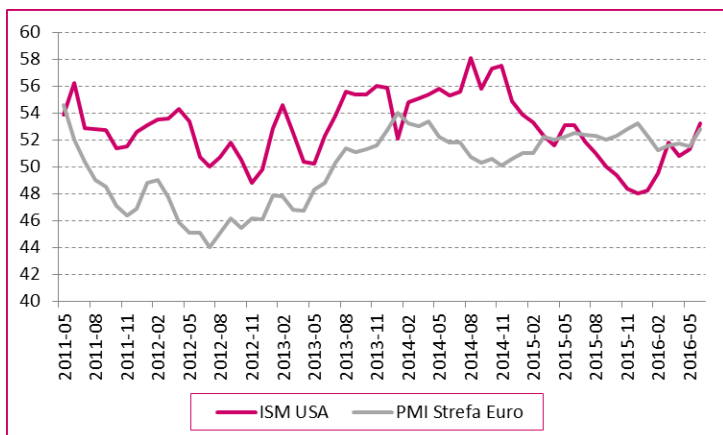
Źródło: Datastream

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



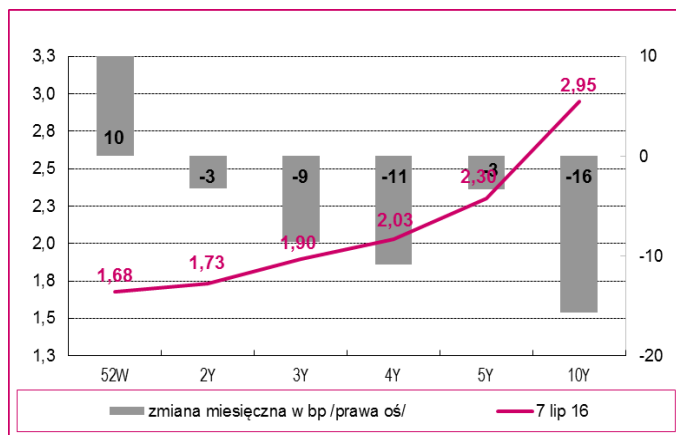
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



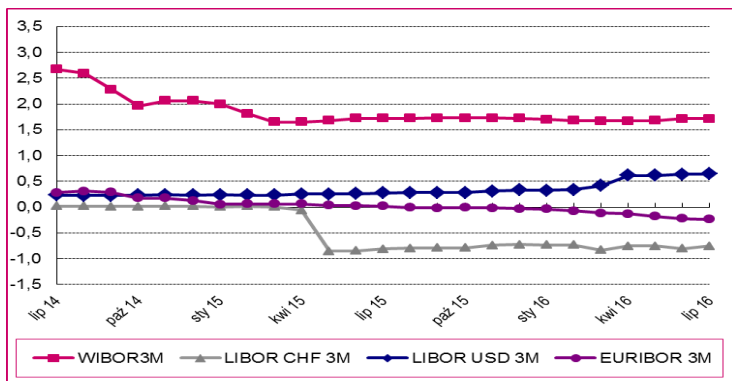
Źródło: Datastream

Wykres 25 Rentowności polskich SPW [%]



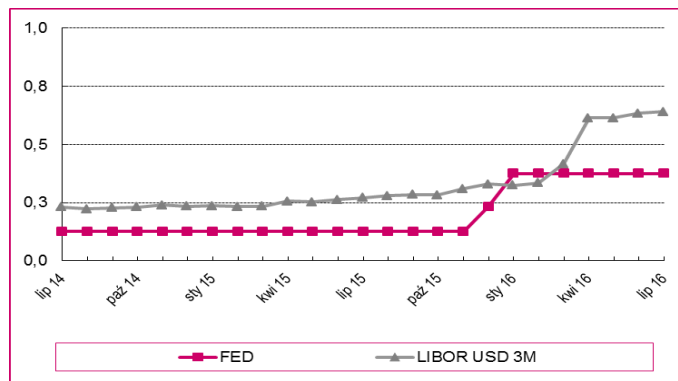
Źródło: Reuters

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

	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,8
Inflacja bazowa (% r/r)	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,7	-1,1	-0,9
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,0	9,4	9,1	10,2	10,1	9,1	11,6	11,6	11,2	11,0
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,5	6,3	0,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	3,6	5,7	7,0	3,2	6,2	3,0	5,5	4,3	6,0	4,8
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-305	405	-573	771	-529	54	594	787	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	4,5	12,6	11,5	-0,9	5,9	0,8	4,8	1,7	-	-
Import (EUR, % r/r)	0,2	6,7	3,8	0,6	7,7	1,1	0,4	3,1	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	4,9	4,5
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0
Stopa bezrobocia (%)	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,7	8,4
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	1,65	1,60	1,56	1,56	1,57	1,59	1,65	1,65
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,72	1,70	1,68	1,67	1,67	1,68	1,71	1,71
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,65	1,61	1,58	1,54	1,46	1,45	1,52	1,61	1,66	1,73
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,09	2,08	2,23	2,39	2,22	2,20	2,28	2,32	2,24	2,30
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	2,68	2,69	2,95	3,16	2,95	2,84	3,09	3,11	2,91	2,98
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,36
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,98
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,10	1,06	1,09	1,08	1,09	1,14	1,15	1,11	1,11	1,10

### DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P
PKB (mld PLN)	1372,2	1445,1	1566,6	1629,0	1656,3	1719,1	1789,7	1858,1
PKB (wzrost realny, %)	2,8	3,6	5	1,6	1,3	3,3	3,6	3,5
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	-0,2	4,2	4,2	-0,5	-0,7	4,9	3,4	3,7
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,5	2,6	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,8
Inwestycje (wzrost realny, %)	-2,7	0	8,8	-1,8	-1,1	10	5,8	3,0
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,8	8,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,3	-0,2
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	2,6	1,6	3,1	1,4	1,1	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	-2,7
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	1,73
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
11 PL: CPI	12 GE: CPI PL: inflacja bazowa	13 EZ: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, Beżowa Księga	14 PL: podaż pieniądza M3, bilans handlowy US: liczba nowych bezrobotnych, PPI	15 EZ: CPI US: sprzedaż detaliczna, CPI, indeks uniwersytetu Michigan PL: decyzja Fitch w sprawie ratingu
18 PL: płace, zatrudnienie	19 GE: ZEW PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna US: pozwolenia na budowę, liczba nowych budów	20 GE: PPI US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	21 EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych US: liczba nowych bezrobotnych	22 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI PL: stopa bezrobocia
25 GE: IFO	26 US: indeks CaseShiller US: sprzedaż nowych domów	27 EZ: podaż pieniądza M3 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż domów na rynku wtórnym, decyzja w sprawie stóp procentowych GE: sprzedaż detaliczna	28 GE: CPI US: liczba nowych bezrobotnych	29 EZ: stopa bezrobocia, szacunek inflacji, inflacja bazowa, PKB US: indeks uniwersytetu Michigan PL: CPI
01 PL: indeks PMI w przemyśle GE: indeks PMI w przemyśle EZ: indeks PMI w przemyśle US: PMI i ISM w przemyśle	02 EZ: PPI US: dochody i wydatki gospodarstw domowych, PCE deflator, inflacja bazowa PCE	03 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP	04 US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych, zamówienia fabryczne	05 GE: zamówienia fabryczne US: bilans handlowy PL: stan rezerw NBP
08 EZ: indeks Sentix	09 GE: bilans handlowy	10 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	11 US: liczba nowych bezrobotnych	12 GE: CPI, PKB PL: PKB, podaż pieniądza M3, CPI EZ: produkcja przemysłowa US: sprzedaż detaliczna, PPI, 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.