W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia wyniósł 180 tys. osób w czerwcu wobec 38 tys. w maju. Szybszy wzrost liczby etatów był efektem m.in. ustąpienia wpływu strajku w firmie Verizon, w którym wzięło udział ok. 35 tys. pracowników. Jednocześnie prognozujemy, że stopa bezrobocia w czerwcu nieznacznie zwiększyła się do 4,8% wobec 4,7% w maju. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 150 tys. w czerwcu wobec 173 tys. w maju). Uważamy, że w przypadku realizacji naszej zbliżonej do konsensusu rynkowego prognozy zatrudnienia w USA, wpływ odczytu na ceny polskich aktywów będzie ograniczony.
- **W środę opublikowane zostaną *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC.** Referendum w Wielkiej Brytanii wskazujące na Brexit miało miejsce po czerwcowym posiedzeniu FOMC. Zgodnie z wypowiedziami J. Yellen wydarzenie to istotnie zmienia perspektywy polityki pieniężnej w USA. W tym kontekście publikacja *Minutes* nie dostarczy najprawdopodobniej nowych informacji i nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków. Ze względu na Brexit, oddziałujący w kierunku spadku cen na giełdach, umocnienia dolara i wzrostu zmienności na rynkach finansowych zrewidowaliśmy nasz scenariusz polityki monetarnej w USA. Obecnie zakładamy tylko jedną (zamiast dwóch) podwyżkę docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej w br. – o 25 pb w grudniu, do poziomu [0,50%; 0,75%]. Ze względu na zmianę scenariusza polityki pieniężnej w USA, zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę kursu EURUSD. Oczekujemy, lekkiego umocnienia dolara z zasięgiem 1,10 wobec euro na koniec br.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Będzie to pierwsze posiedzenie, któremu przewodniczyć będzie A. Glapiński (patrz niżej). Oczekujemy, że zostanie utrzymany na nim status quo w polityce monetarnej, a konferencja po posiedzeniu najprawdopodobniej nie dostarczy nowych informacji istotnie zmieniających perspektywy polityki pieniężnej. Jednocześnie zostaną zaprezentowane wyniki lipcowej projekcji inflacji NBP. Oczekujemy, że ścieżka inflacji oraz tempo wzrostu gospodarczego zostaną w niej zrewidowane w dół w porównaniu do marcowej projekcji. Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu Rady, wyniki projekcji inflacji NBP oraz wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji nie spotkają ze znaczącą reakcją rynku.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miała miejsce aktualizacja długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Standard & Poor`s.** Agencja podjęła decyzję o utrzymaniu ratingu na poziomie BBB+ oraz jego negatywnej perspektywy. Ton komunikatu nie uległ znaczącym zmianom w porównaniu do styczniowej oceny. W uzasadnieniu do decyzji S&P wskazał ograniczenie mechanizmów kontrolnych w ramach trójpodziału władzy (utrzymujący się kryzys wokół Trybunału Konstytucyjnego) oraz zagrożenia dla stabilności finansów publicznych (program Rodzina 500+, planowane obniżenie wieku emerytalnego). Agencja zwróciła również uwagę na możliwość pogorszenia klimatu inwestycyjnego związanego z nieprzewidywalnością inicjatyw ustawodawczych oraz zagrożenia dla stabilności sektora bankowego w postaci projektu przewalutowania kredytów mieszkaniowych. Zgodnie z komunikatem negatywna perspektywa ratingu oznacza, że prawdopodobieństwo dalszego obniżenia ratingu w ciągu kolejnych 18 miesięcy wynosi co najmniej 1/3. Ewentualna decyzja o dalszym obniżeniu ratingu może być spowodowana ograniczeniem wiarygodności kluczowych instytucji publicznych (w tym w szczególności banku centralnego) lub silniejszym od obecnych oczekiwań pogorszeniem sytuacji finansów publicznych. Agencja przewiduje utrzymywanie się deficytu sektora finansów

publicznych w relacji do PKB przeciętnie na poziomie 3,0% w latach 2016-2019 (lokalne maksimum równe 3,2% w 2017 r.) oraz stopniowy wzrost długu publicznego z 52,1% do 53,4% PKB w analogicznym okresie. Ścieżka deficytu nie uległa znaczącym zmianom w porównaniu do styczniowej prognozy. Z kolei ścieżka długu publicznego w relacji do PKB została podniesiona (o 1,6 pkt. proc. na koniec 2019 r.) ze względu na rewizję w dół tempa wzrostu gospodarczego. Agencja ratingowa oczekuje, że w krótkim okresie wpływ Brexit na polską gospodarkę będzie neutralny. Agencja dodała, że na chwilę obecną precyzyjna ocena długotrwałych efektów Brexit jest trudna. Decyzja agencji S&P jest w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zgodnie z finalnym odczytem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w I kw. br. zostało zrewidowane w górę do 1,1% wobec 0,8% w drugim szacunku i 1,4% w IV kw. ub. r. Podwyższenie dynamiki PKB wynikało z wyższych wkładów eksportu netto (0,12 pp. w finalnym odczycie wobec -0,21 pp. w drugim szacunku) oraz inwestycji (-0,06 pp. wobec -0,25 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast niższy wkład konsumpcji (1,02 pp. wobec 1,29 pp.). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks zaufania konsumentów Conference Board zwiększył się w czerwcu do 98,0 pkt. wobec 92,4 pkt. w maju. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia wartości obu jego składowych – dotyczących oceny bieżącej sytuacji i oczekiwań. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w czerwcu do 53,2 pkt. wobec 51,3 pkt. w maju. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływała wyższa wartość wszystkich jego składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, zatrudnienie, czas dostaw oraz poziom zapasów). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się w II kw. do 2,6%.
- **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w czerwcu do 48,6 pkt. wobec 49,2 pkt. w maju, co jest 16 miesiącem z rzędu, kiedy indeks znajduje się poniżej poziomu 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności.** W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje silny spadek składowej dla nowych zamówień ogółem (o 0,7 pkt.), podczas gdy składowa dla nowych zamówień eksportowych zwiększyła się (o 0,1 pkt.). Sygnalizuje to, że źródłem szybszego spadku zamówień ogółem w czerwcu było osłabienie popytu krajowego. Oficjalny indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w czerwcu do 50,0 pkt. z 50,1 pkt. w maju. Ubiegłotygodniowe dane z Chin stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym tempo wzrostu PKB w Chinach zmniejszy się do 6,5% w II kw. 2016 r. wobec 6,7% w I kw. 2016 r., a w całym 2016 r. wyniesie 6,5% wobec 6,8% w 2015 r. Oznacza to, że wyznaczony przez chiński rząd cel na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%" zostanie osiągnięty.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowany został wstępny odczyt inflacji w Polsce.** Zwiększyła się ona w czerwcu do -0,8% r/r wobec -0,9% w maju. Uważamy, że do wzrostu inflacji przyczyniły się wyższa inflacja bazowa (-0,3% r/r wobec -0,4%) oraz słabszy spadek cen paliw (-9,3% r/r wobec -9,9%). Finalne dane o inflacji wraz z jej strukturą zostaną opublikowane 11 lipca.
- **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) spadł do 51,8 pkt. w czerwcu z 52,1 pkt. w maju (por. MAKROpuls z 01.07.2016).** Odnotowane w czerwcu pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie miało ograniczony zakres. Wynikało ono głównie ze zmniejszenia wkładu składowej dotyczącej czasu dostaw, które oddziaływało w kierunku spadku indeksu PMI o 0,4 pkt. Obniżenie odnotowały również subindeksy dotyczące zatrudnienia i zapasów pozycji kupionych, lecz ich negatywny wpływ na wartość wskaźnika PMI był ograniczony (poniżej 0,1 pkt.). W strukturze czerwcowego wskaźnika PMI na szczególną uwagę zasługuje przyspieszenie wzrostu nowych zamówień ogółem (w tym nowych zamówień eksportowych) do najwyższego poziomu od marca br. Średnia wartość wskaźnika PMI w II kw. (51,6 pkt.) ukształtowała się na niższym poziomie niż w I kw. (52,5 pkt.). Tym samym dane nie sygnalizują wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w II kw. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy tempa wzrostu PKB w II kw. (3,1% r/r wobec 3,0% w I kw.).

A. Glapiński: umiarkowany jastrząb przed egzaminem z niezależności

Data	Proponowana zmiana (pb)	Tendencja zmiany stóp	Decyzja RPP	Adam Glapiński
2010				
24 sierpnia	+50		Przeciw	Za
29 września	+50		Przeciw	Przeciw
27 października	+50		Przeciw	Przeciw
23 listopada	+50		Przeciw	Przeciw
23 listopada	+25		Przeciw	Przeciw
2011		Cykl Podwyżek		
19 stycznia	+25		Za	Za
2 marca	+25		Przeciw	Przeciw
5 kwietnia	+25		Za	Za
11 maja	+25		Za	Przeciw
08 czerwca	+25		Za	Za
2012				
4 kwietnia	+25		Przeciw	Za
9 maja	+25		Za	Za
4 lipca	-50		Przeciw	Przeciw
4 lipca	-25		Przeciw	Przeciw
5 września	-50		Przeciw	Przeciw
5 września	-25		Przeciw	Przeciw
3 października	-50		Przeciw	Przeciw
3 października	-25		Przeciw	Przeciw
7 listopada	-50		Przeciw	Przeciw
7 listopada	-25	Cykl obniżek	Za	Przeciw
5 grudnia	-150		Przeciw	Przeciw
5 grudnia	-50		Przeciw	Za
5 grudnia	-25		Za	Za
2013				
9 stycznia	-125		Przeciw	Przeciw
9 stycznia	-50		Przeciw	Przeciw
9 stycznia	-25		Za	Za
6 lutego	-100		Przeciw	Przeciw
6 lutego	-50		Przeciw	Przeciw
6 lutego	-25		Za	Za
6 marca	-50		Za	Przeciw
8 maja	-50		Przeciw	Przeciw
8 maja	-25		Za	Przeciw
5 czerwca	-50		Przeciw	Przeciw
5 czerwca	-25		Za	Przeciw
3 lipca	-25		Za	Przeciw
2014				
3 września	-50		Przeciw	Przeciw
3 września	-25		Przeciw	Przeciw
8 października	-50		Za	Przeciw
5 listopada	-100		Przeciw	Przeciw
5 listopada	-50		Przeciw	Przeciw
5 listopada	-25		Przeciw	Przeciw
3 grudnia	-100		Przeciw	Przeciw
2015				
14 stycznia	-25		Przeciw	Przeciw
14 stycznia	-100		Przeciw	Przeciw
4 lutego	-25		Przeciw	Przeciw
4 marca	-50		Za	Przeciw

Źródło: NBP

W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, któremu po raz pierwszy przewodniczył będzie Adam Glapiński, nowy prezes NBP wybrany przez Sejm w czerwcu br. Zmiana na stanowisku prezesa banku centralnego w Polsce skłania do postawienia pytań dotyczących jego poglądów na zagadnienia związane z polityką pieniężną i stabilnością finansową. Uważamy, że odpowiedzi na te pytania są istotne dla oceny krótko- i średnioterminowych perspektyw stóp procentowych i kursu złotego. Oczekujemy bowiem, że A. Glapiński, ze względu na 6-letnią aktywność w RPP III kadencji oraz nadzór nad departamentami analitycznymi NBP, dysponuje autorytetem umożliwiającym skuteczne oddziaływanie na oceny sytuacji gospodarczej dokonywane przez większość członków RPP.

Przeanalizowaliśmy wyniki głosowań dotyczących stóp procentowych na posiedzeniach RPP III kadencji, w których wziął udział A. Glapiński. Analizie poddaliśmy również tegoroczne wypowiedzi A. Glapińskiego (sprzed i po wyborze na stanowisko prezesa NBP) dotyczące polityki pieniężnej i stabilności finansowej (por. tabele). W dwóch cyklach, w których RPP nie zmieniała stóp procentowych (rok 2010; czerwiec – październik 2012) A. Glapiński głosował raz za wnioskiem o podniesienie stóp procentowych (sierpień 2010 r.), który nie został przyjęty przez RPP. W pozostałych przypadkach głosował on zgodnie z wnioskami przyjętymi przez RPP, przy czym w 2010 r. opowiadał się on przeciwko podwyżkom stóp, a w 2012 r. przeciwko wnioskom o obniżenie stóp. W cyklu podwyżek stóp (styczeń 2011 – maj 2012) raz znalazł się on w mniejszości głosującej przeciw podwyżce (maj 2011 r.), a raz był w mniejszości za podwyżką (kwiecień 2012).

W latach listopad 2012 – marzec 2015, a więc w cyklu obniżek stóp procentowych, w pierwszym okresie był dwukrotnie w mniejszości opowiadającej się przeciw (listopad 2012 r.) i za (grudzień 2012 r.) obniżką stóp, przy czym w drugim przypadku opowiadał się za obniżeniem stóp o 50 pb. Począwszy od marca 2013 r. do marca 2015 r. A. Glapiński sześciokrotnie głosował przeciwko decyzjom o obniżeniu stóp procentowych, które zostały podjęte przez RPP, przy czym w trzech przypadkach zagłosował przeciw obniżce o 50 pb.

Analiza wyników głosowań A. Glapińskiego na posiedzeniach RPP w latach 2010-2015 wskazuje, że do lutego 2013 r. jego funkcja reakcji (relatywne znaczenie

przywiązywane do wspierania wzrostu gospodarczego i realizacji celu inflacyjnego) była niestabilna. Jednak począwszy od marca 2013 r. można już mówić o jego umiarkowanie jastrzębim nastawieniu, na co wskazuje niechęć do obniżania stóp procentowych, w tym w szczególności obniżek o większej niż standardowa (25 pb) skali.

Tegoroczne wypowiedzi A. Glapińskiego wskazują, że jego nastawienie w polityce pieniężnej pozostało umiarkowanie jastrzębie. Sygnalizują one, że mimo utrzymującej się głębokiej deflacji, a także wyników kolejnych projekcji inflacji, wskazujących na znaczące przestrzelenie celu inflacyjnego w dół w średnim okresie, jest on przeciwny łagodzeniu polityki pieniężnej. W swojej argumentacji odwołuje się on m. in. do umiarkowanie szybkiego wzrostu gospodarczego, który pozwala zaakceptować deflację jako zjawisko niegroźne tak długo, jak wzrost ten się utrzymuje. Wskazuje on również na potrzebę zachowania stabilności finansowej, dla której zagrożeniem mogłyby być w jego ocenie kolejne obniżki stóp. Wzmocnieniu tej stabilności ma jego zdaniem służyć powrót nadzoru bankowego z KNF do NBP (podzielamy ten pogląd). Co ciekawe, w naszej ocenie nie przedstawił on dotychczas, podobnie jak pozostali członkowie RPP IV kadencji, mechanizmu negatywnego oddziaływania dalszych obniżek stóp na stabilność systemu finansowego (bankowego). Ponadto, akceptacja długotrwałego przestrzelenia celu inflacyjnego rodzi naszym zdaniem znaczące ryzyko utrwalenia się niskich oczekiwań inflacyjnych i bardzo niskiej dynamiki cen (być może deflacji) w sytuacji silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Uważamy, że stosunek A. Glapińskiego do obniżek stóp dobrze oddają słowa innego członka RPP, J. Kropiwnickiego: „nie ma sensu zmieniać czegoś, co dobrze funkcjonuje", „nie ma potrzeby psuć coś, co dobrze działa". Takie nastawienie nowego prezesa NBP stanowi wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego status quo w polityce pieniężnej do lipca 2017 r.

Data	Polityka pieniężna
20 Kwietnia	Bank centralny prowadzi konserwatywną politykę pieniężną, właściwie chyba już jako jedyny na tym oceanie nowych, kreatywnych metod zarządzania. Zamierzamy to kontynuować.
16 Maja	Mamy cel inflacyjny na poziomie 2,5 proc. i to jest bezpieczny poziom, który uważam za dobry dla gospodarki.
20 Maja	Dlaczego tego nie robi się w Polsce (dot. niekonwencjonalnej polityki pieniężnej)? Często się tak mówi, że my mamy konserwatywne podejście, klasyczne, ale tak naprawdę nie oczekuje tego od nas gospodarka. Nie ma w ogóle takiej potrzeby.
	My jesteśmy w kompletnie innej sytuacji (dot. gopodarek Europy Zachodniej). Nasze banki nie mają braku płynności – jest duża nadpłynność. Napływają właśnie te środki unijne. Nie ma żadnej potrzeby, jak to się w cudzysłowie mówi, że trzeba by było drukować pieniądze
	Groźby dodruku nie ma, a gdyby ktoś chciał, to w ogóle nie będzie miał gdzie tego umieścić.
	Powiem wprost, niższe stopy zagroziłyby stabilności naszego systemu bankowego, nie precyzując, o co chodzi.
26 Maja	To nie jest "święty" poziom (dot.obecnego poziomu stóp procentowych). Na pewno poziom niższy o 25 punktów nic by nie zmienił, ale jestem przeciwny zmianie tego poziomu, dlatego że na rynku pojawiłaby się niepewność, czy to jest początek cyklu, czy też decyzja jednorazowa. To jest zupełnie niepotrzebne.
10 Czerwca	Dopóki gospodarka jest na ścieżce wzrostu, przewidywana inflacja jest minimalna w średnim okresie, w moim przekonaniu nie ma podstaw do tego, żeby zmieniać stopy.
	Dopiero kiedy gospodarka przyspieszy, inflacja zacznie znacząco przyspieszać, wtedy można przystąpić do cyklu podwyższania stóp.
	Chciałbym, żeby pojawiły się takie zjawiska, które by nas skłoniły do dyskusji i do rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp, czyli żeby się pojawiła inflacja i przyspieszenie wzrostu. Żebyśmy dyskutowali, czy gospodarka się za bardzo nie rozpędza i czy nie trzeba odpowiednio wkroczyć.
	Kurs (złotego) jest płynny. Tu się nic nie zmieni w najbliższym czasie. Natomiast zachowujemy możliwość interwencji.
21 Czerwca	Poziom stóp procentowych jest obecnie odpowiedni.

Źródło: Credit Agricole

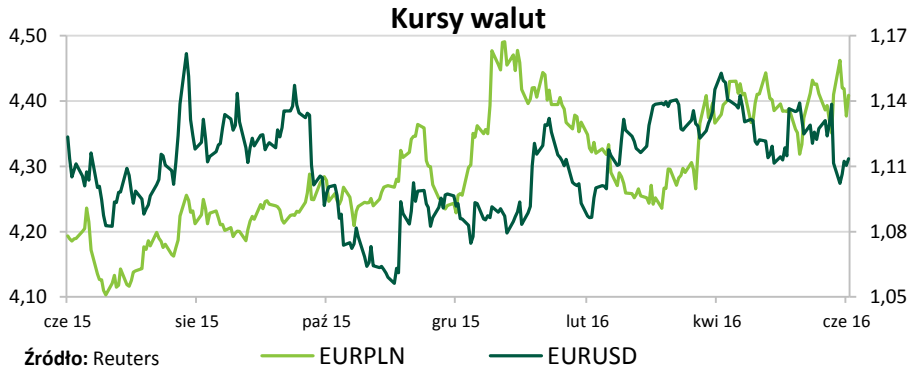
W swoich wypowiedziach A. Glapiński akcentuje niechęć do prowadzenia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej (np. skupu obligacji rządowych). Jest to zrozumiałe w sytuacji, w której stopa referencyjna NBP jest wyraźnie wyższa od zera, co umożliwia dokonanie stymulacji monetarnej poprzez zastosowanie narzędzia konwencjonalnego w postaci obniżki stóp. Ponadto, A. Glapiński jest przeciwny radykalnemu rozwiązaniu problemu kredytów mieszkaniowych nominowanych w walutach obcych, które prowadziłoby do dużych strat bilansowych sektora bankowego i destabilizacji sektora finansowego. Jednak opowiada się on za możliwie szybkim rozwiązaniem tej kwestii, dopuszczając jednocześnie włączenie NBP w tę operację. Oba zagadnienia są naszym zdaniem kluczowe z punktu widzenia utrzymania niezależności NBP.

W pierwszym przypadku zagrożenie dla niezależności banku centralnego wydaje się być obecnie umiarkowane, gdyż formułowane przed wyborami przez przedstawicieli PiS oczekiwania dotyczące wdrożenia takich działań zderzają się z silną argumentacją na rzecz pozostania przy konwencjonalnej polityce pieniężnej (szybki wzrost popytu krajowego, stabilny wzrost kredytu dla sektora finansowego, powrót równowagi na rynku pracy; por. MAKROmapa z 9.11.2015). W konsekwencji, prawdopodobieństwo ustawowego narzucenia NBP rozwiązań niekonwencjonalnych, naruszających niezależność banku centralnego, uznajemy obecnie za niskie. W drugim przypadku prawdopodobieństwo to jest znacząco wyższe, na co wskazują prowadzone w Kancelarii Prezydenta prace nad tzw. ustawą frankową. Przyjęcie tej ustawy w wariancie radykalnym (por. MAKROmapa z 25.01.2016) będzie oznaczać, że NBP, dla utrzymania stabilności sektora bankowego (domknięcia otwartej pozycji walutowej w bankach i niedopuszczenia do gwałtownej wyprzedaży złotego) będzie zmuszony do znaczącego obniżenia poziomu rezerw walutowych i – najprawdopodobniej – podniesienia funduszy własnych sektora bankowego (np. poprzez skup długoterminowych obligacji wyemitowanych przez niektóre z dotkniętych ustawą banki). Naruszenie niezależności NBP poprzez przyjęcie radykalnej ustawy frankowej będzie miało niekorzystny wpływ na jego wiarygodność, a tym samym skuteczność polityki monetarnej. Ponadto, ostatnie oceny komentarze dotyczące długoterminowych ratingów Polski, formułowane przez trzy główne agencje ratingowe (S&P, Fitch i Moody's) sygnalizują, że ustawa frankowa może być przesłanką ich obniżenia, co oddziaływałoby w kierunku wzrostu premii za ryzyko, osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności obligacji. To, czy uda się tego scenariusza uniknąć, w znacznym stopniu zależeć będzie od A. Glapińskiego.

Data	Stabilność Finansowa
20 Kwietnia	Największym wyzwaniem dla sektora są walutowe kredyty mieszkaniowe. Zbliża się moment ostatecznego ich rozwiązania w dialogu z sektorem bankowym. Trzeba ten problem jak najszybciej rozwiązać.
	My jako bank centralny jesteśmy dumni z polskiego sektora bankowego. Wszędzie na świecie jak mantrę powtarzamy: w przeciwieństwie do waszego, nasz system bankowy jest stabilny, ma się dobrze, cały czas jest zyskowny i konserwatywnie, dobrze zarządzany przez dobrych ludzi. W tych ciężkich czasach przynajmniej ten element jest pewną ostoją dla całości gospodarki.
	Łatwo jest bezpieczeństwo budować poprzez generowanie środków od banków. To nie jest ten pomysł, który ma być realizowany. Znacząco będzie wzmocniony system BFG. Będzie miał większe możliwości, będzie mógł działać niezależnie od „haraczu" nakładanego na banki.
	Mamy wysoką stopę wzrostu, mamy stabilny pieniądz, mamy stabilny sektor bankowy i oby tak było dalej.
20 Maja	Na szczęście rozwiązanie frankowe leży poza NBP.
	Wreszcie takim podstawowym elementem, który bank zawsze sobą przedstawia i zawsze broni – dla mnie to jest oczywiste, że za to trzeba oddać nawet życie – jest stabilność.
	Na tle krajów europejskich, na tle innych krajów Polska jest stosunkowo mało zadłużona. W normalnych warunkach nie powinno to budzić żadnego zaniepokojenia.
	Jesteśmy bezpieczni, jeżeli chodzi o skalę zadłużenia i strukturę zadłużenia w tej chwili.
	Nasz kurs się sprawdza (dot. w pełni płynnego kursu złotego), ale oczywiście jest poddany tej presji spekulacyjnej wynikającej z koniunktury, z napływu kapitału zagranicznego i tak dalej.
	Co do emisji publicznej, ewentualnie tak zwanego dodruku pieniądza i tego, czy złoty się obroni. Nie ma żadnych takich w Polsce zagrożeń.
10 Czerwca	Obniżenie tempa wzrostu PKB jest według naszych badań tymczasowe. Wynika z cyklu realizacji środków unijnych i pewnej bazy statystycznej. W następnych kwartałach tempo wzrostu będzie wyższe. To, co założono w budżecie, wydaje się cały czas realistyczne.
	Nie dostrzegamy ich (negatywnych skutków deflacji). To nie znaczy, że one się nie pojawią. Nie możemy jednak wykluczyć, że coś się nie gromadzi np. w postaci jakichś barier psychologicznych, np. dotyczących inwestycji.
	Spodziewamy się, że deflacja ustanie pod koniec bieżącego roku, choć jak pokazują ostatnie lata, trudno jest przewidywać sam moment wyjścia z deflacji.
	Ale oczywiście NBP, który ma za cel m.in. działanie na rzecz stabilności sektora bankowego jest w to siłą rzeczy włączony. Działania w zakresie regulacji dotyczących kredytów walutowych mogą w określonym wariancie naruszyć stabilność sektora bankowego. I NBP musi to wszystko brać pod uwagę.
	(dot. dotychczasowych propozycji rozwiązania problemu kredytów walutowych) Szczególne wątpliwości budziłoby odgórne przewalutowanie i ewentualne straty banków. Wtedy nie można wykluczyć włączenia w tę operację NBP. Natomiast żadne z proponowanych rozwiązań oficjalnie nie przewiduje roli NBP.
	Świat idealny byłby wówczas, gdyby banki stopniowo same rozwiązały ten problem. (dot. problemu kredytów walutowych)
13 Czerwca	(dot. zagrożeń dla polskiego sektora bankowego) Na przykład głęboki kryzys w europejskim systemie bankowym. Nie wiadomo jeszcze, do czego doprowadzi pompowanie pieniądza w gospodarkę strefy euro na niespotykaną do tej pory skalę.
21 Czerwca	Nie zapomnę o obowiązku popierania polityki gospodarczej rządu.
	Wszystko wskazuje na to, że w 2-3 lata to nie poziom stóp procentowych będzie przyciągał uwagę, ale restrukturyzacje banków i stabilność sektora bankowego, finansowego, dlatego nadzór bankowy musi leżeć w gestii NBP.
	Skoro bank centralny dostarcza bankom komercyjnym „płynność", to powinien także nad nimi nadzór aby niejako z pierwszej ręki mieć wiedzę o ich kondycji finansowej.
	Ja osobiście namawiałbym do dyskusji na temat powrotu nadzoru finansowego do banku centralnego.
	KNF byłaby tam, gdzie jest, zatrudniałaby tych ludzi, których zatrudnia, wszystko byłoby po staremu, tylko NBP od samego początku miałby pełen wgląd w to, co tam się dzieje, i ostateczną decyzję.
	Bezpośrednio premierowi Morawieckiemu nie pomożemy. Jak się uda, to jego chwała, jak mu się nie uda, to jego odpowiedzialność.

Źródło: Credit Agricole

Wpływ Brexit na kurs złotego stopniowo wygasa

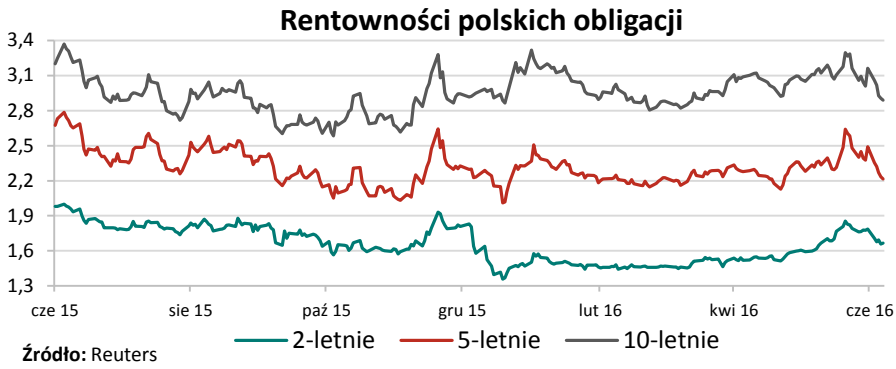


Źródło: Reuters

Na koniec ubiegłego tygodnia kurs EURPLN wyniósł 4,4087 (stabilizacja kursu złotego). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, złoty (podobnie jak inne waluty rynków wschodzących) miał w tym tygodniu tendencję do lekkiej aprecjacji. Umocnienie polskiej waluty było związane ze stopniowo obniżającą się światową awersją do ryzyka i stabilizacją nastrojów na rynkach finansowych po Brexit widoczną m.in. w spadku indeksu VIX. W rezultacie, w czwartek kurs EURPLN osiągnął poziom bliski 4,36, co było jego minimum tygodniowym. W piątek mieliśmy do czynienia z korektą. W kierunku osłabienia złotego oddziaływały m. in. słabsze wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie. Decyzja agencji S&P o utrzymaniu niezmienionego ratingu Polski miała miejsce po zamknięciu europejskich rynków i w efekcie była neutralna dla kursu złotego.

W tym tygodniu najważniejszym czynnikiem dla kształtowania się kursu złotego będą globalne nastroje na rynkach finansowych. W tym kontekście ważne będą wypowiedzi przedstawicieli państw strefy euro oraz Wielkiej Brytanii pozwalające lepiej ocenić dalszy rozwój wydarzeń związanych z Brexitem. Uważamy, że w przypadku realizacji naszej zbliżonej do konsensusu rynkowego prognozy zatrudnienia w USA, wpływ tego odczytu na kurs złotego będzie ograniczony. Oczekujemy, że zarówno posiedzenie RPP, jak również publikacja *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC nie spotkają się ze znaczącą reakcją kursu EURPLN.

Minutes FOMC i posiedzenie RPP w centrum uwagi rynków



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,665 (spadek o 12pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,216 (spadek o 27pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,89 (spadek o 27pb). Przez cały tydzień mieliśmy do czynienia z obniżeniem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej do czego przyczynił się spadek globalnej awersji do ryzyka, która była podwyższona po wyniku referendum w Wielkiej Brytanii wskazującym na wystąpienie tego kraju z Unii Europejskiej. Ponadto, ze względu na Brexit w tym tygodniu rynki w coraz mniejszym stopniu wyceniały prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w USA w br. Jednocześnie nasiliły się oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC w odpowiedzi na prawdopodobne spowolnienie wzrostu gospodarczego wywołane Brexitem. Nasilenie oczekiwań rynkowych na łagodzenie polityki pieniężnej nastąpiło również w odniesieniu do NBP – kontrakty FRA zaczęły wyceniać obniżki stóp procentowych o 15 pb w horyzoncie roku. Taka zmiana oczekiwań rynkowych miała pozytywny wpływ na ceny polskiego długu. Publikacje wstępnego odczytu krajowej inflacji, indeksu PMI w Polsce oraz zagranicznych odczytów nie spotkały się ze znaczącą reakcją inwestorów. Decyzja agencji

ratingowej Standard & Poor's została opublikowana po zamknięciu rynku, a tym samym nie miała wpływu na notowania cen polskich obligacji.

Na początku tygodnia oczekujemy dalszego lekkiego spadku rentowności polskich obligacji związanego ze stopniowym zmniejszaniem się globalnej awersji do ryzyka po Brexit. Utrzymanie niezmienionego ratingu Polski przez agencję S&P w ubiegłym tygodniu będzie najprawdopodobniej neutralne dla cen polskiego długu. Uważamy, że publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA będzie neutralna dla cen polskiego długu. Znaczącego wpływu na rentowności obligacji nie powinny mieć również posiedzenie RPP oraz publikacja *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	**1,50**
Kurs EURPLN*	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	**4,40**
Kurs USDPLN*	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	**3,96**
Kurs CHFPLN*	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	**4,07**
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	**-0,9**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	**-0,3**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,5	**6,8**	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,7	**-1,0**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	**3,9**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	**4,7**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	**2,9**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	**8,6**	
Saldo ROB (mln EUR)	-963	-1174	-574	-608	-216	395	-603	805	-552	-103	594	**370**		
Eksport (r/r, %, EUR)	10,6	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,4	4,7	-0,1	4,8	**2,6**		
Import (r/r, %, EUR)	10,3	7,3	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,3	7,3	1,7	0,4	**3,4**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2016				2017				2015	2016	2017
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		3,0	3,1	3,7	3,4	3,9	3,5	3,4	3,7	3,6	3,3	3,6
Konsumpcja (%, r/r)		3,2	4,2	5,1	4,3	4,5	3,4	2,8	2,5	3,1	4,2	3,3
Inwestycje (%, r/r)		-1,8	2,0	4,1	4,3	4,9	5,9	5,9	6,2	5,8	2,8	5,9
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		6,9	8,4	9,6	8,0	8,2	6,3	6,5	6,7	6,8	8,3	6,9
Import (ceny stałe, %, r/r)		9,3	10,6	11,2	6,9	9,2	7,4	6,9	7,1	6,3	9,5	7,6
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	2,5	3,1	2,1	2,9	2,0	1,7	1,2	1,8	2,4	1,9
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,4	0,8	1,2	0,7	1,1	1,0	1,7	1,1	0,6	1,2
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,8	-0,6	0,7	-0,2	-0,5	-0,2	0,0	0,3	-0,4	-0,2
Saldo obrotów bieżących***		-0,4	-1,0	-1,3	-1,4	-1,8	-2,2	-2,1	-2,0	-0,2	-1,4	-2,0
Stopa bezrobocia (%)**		10,0	8,6	8,1	8,3	9,0	8,0	7,8	8,3	9,8	8,3	8,3
Zatrudnienie poza rolnict. (%r/r)		2,2	2,1	1,6	1,2	0,7	0,3	0,1	0,0	1,4	1,8	0,3
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		3,1	4,2	5,0	5,5	5,1	5,2	5,0	5,2	3,3	4,4	5,1
Inflacja CPI (%)*		-0,9	-1,0	-0,8	0,1	1,6	1,7	1,5	1,6	-0,9	-0,6	1,6
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,67	1,71	1,68	1,68	1,68	1,93	2,10	2,26	1,72	1,68	2,26
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,50	2,00
EURPLN**		4,24	4,38	4,35	4,30	4,30	4,20	4,20	4,15	4,26	4,30	4,15
USDPLN**		3,73	3,94	3,92	3,91	3,91	3,85	3,89	3,81	3,92	3,91	3,81

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 04.07.2016r.				
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Lipiec	9,9		5,0
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	-4,4		-4,1
		Wtorek 05.07.2016r.				
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Czerwiec	52,4	52,4	52,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Czerwiec	52,8	52,8	52,8
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	0,0	0,5	0,5
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Maj	1,9	-0,4	-0,5
		Środa 06.07.2016r.				
	Polska	**Decyzja o stopach procentowych NBP (%)**	**Lipiec**	**1,50**	**1,50**	**1,50**
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Maj	-2,0		1,0
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Czerwiec	173		150
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Czerwiec	52,9	53,5	53,5
20:00	USA	*Minutes* z posiedzenia FOMC	Lipiec			
		Czwartek 07.07.2016r.				
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,8	0,2	0,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	259		267
		Piątek 08.07.2016r.				
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Maj	24,0		23,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Czerwiec	4,7	4,8	4,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Czerwiec	38	180	180

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.
** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40
jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krystian JAWORSKI
Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: **mboineau@credit-agricole.pl**

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.