



Bank Polski

KWARTALNIK



Spodziewamy się, że w III kw. 2016 r. rynek instrumentów pochodnych będzie wyceniał stabilizację stopy referencyjnej NBP na poziomie 1,50% do końca przyszłego roku. Dostrzegamy szereg argumentów przemawiających za takim scenariuszem, w tym przede wszystkim: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w II połowie 2016 r., perspektywę końca okresu deflacji na przełomie 2016 i 2017 r., a także utrzymujące się ryzyko deprecjacji złotego.

Na koniec III kw. 2016 r. krzywa dochodowości polskich obligacji skarbowych powinna wzrosnąć w relacji do obecnych poziomów. Prognozujemy, że w sektorze 2-letnim rentowności obligacji wyniosą 1,75%, w 5-letnim w okolicach 2,35% i w 10-letnim na 3,05%.

Negatywny wpływ na wyceny polskich obligacji skarbowych będzie miała wysoka podaż obligacji skarbowych na rynku pierwotnym pod koniec roku, dalsze preferowanie przez Ministerstwo Finansów emisji papierów na dłuższym końcu krzywej dochodowości i brak perspektyw na obniżki stóp procentowych w kraju. Wpływ tych negatywnych czynników powinien być częściowo neutralizowany poprzez lekkie spowolnienie światowej gospodarki w III kw. br. i w konsekwencji bardziej ekspansywną politykę banków centralnych (ten scenariusz wspiera szczególnie wynik czerwcowego referendum w Wielkiej Brytanii).

Na koniec 2016 r. prognozujemy dalszy umiarkowany wzrost rentowności obligacji skarbowych zarówno na krótkim jak i dłuższym końcu krzywej. Prognozujemy, że w sektorze 2-letnim rentowności osiągną poziom 1,80%, w 5-letnim 2,50% i w 10-letnim 3,20%.

W ostatnich miesiącach polski rynek zachowywał się słabiej niż rynki bazowe. Wzrosły m.in. spready pomiędzy rentownościami polskich obligacji a niemieckich czy amerykańskich. Był to efekt niewielkiego popytu ze strony inwestorów zagranicznych, wysokiej podaży papierów skarbowych na rynku pierwotnym jak również obaw o rating kraju. W kontekście luzowanej polityki pieniężnej w Europie, a także rosnącej nadpłynności systemu finansowego strefy euro dla niektórych inwestorów przecenione polskie aktywa mogą stać się interesującą alternatywą. Przy ograniczonej przestrzeni do dalszej przeceny polskich obligacji dostrzec tu można asymetryczne ryzyko. Kontynuacja dotychczasowej polityki pieniężnej przez EBC wraz z odsuwającą się w czasie perspektywą podwyżek stóp procentowych w USA będą zwiększać prawdopodobieństwo przepływu kapitału spekulacyjnego do Polski, a w konsekwencji również zawężenia się wspomnianych spreadów.

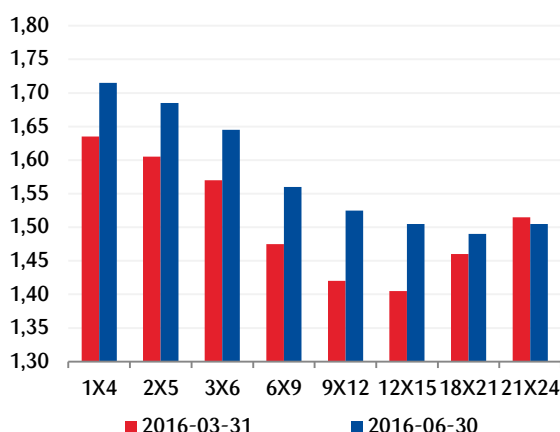
dr Mirosław Budzicki
Strateg
miroslaw.budzicki@pkobp.pl
t: 22 521 87 94

Podsumowanie II kwartału 2016 r.

W ostatnich miesiącach doszło do zmiany oczekiwań rynkowych w zakresie polityki pieniężnej NBP. Na koniec marca rynek FRA dyskontował w pełni obniżkę stóp o 25 pb. w tym roku, by na koniec czerwca wyceniać niewielkie ryzyko ich obniżki w 2017 r. Zmiana oczekiwań wynikała z kilku czynników. Po pierwsze, publikowane dane makroekonomiczne potwierdzały trwające ożywienie gospodarcze w kraju dając jednocześnie nadzieje na przyspieszenie tempa wzrostu PKB w II połowie roku. Po drugie, inwestorzy zdawali sobie sprawę z faktu, że deflacja była w dużej mierze determinowana spadkami cen na rynkach towarowych (tzw. efekt podaży) i według większości prognoz powinna wygasnąć pod koniec 2016 r. Po trzecie, na skutek zmian na rynku globalnym i wzrostu ryzyka specyficznego Polski doszło do deprecjacji złotego (kurs EUR/PLN zbliżył się w okolice 4,50). Tak jak zakładaliśmy od końca 2015 r., w takim otoczeniu makroekonomicznym NBP będzie utrzymywać stopy procentowe bez zmian.

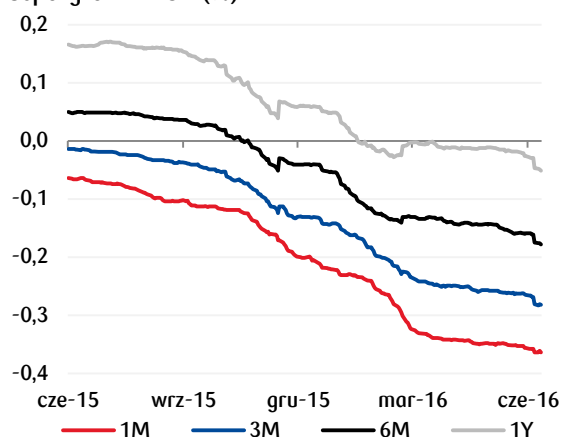
Rynek wycenia stabilizację stóp procentowych w 2016 r. i ryzyko ich obniżki w 2017 r.

Wykres 1 W ostatnich miesiącach rynek FRA przestał zdyskontować obniżki stóp procentowych w Polsce (%).



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 2 Luzowanie polityki pieniężnej przez EBC prowadziło w ostatnich miesiącach do spadku oprocentowania depozytów w EUR (%).



Źródło: Thomson Reuters

W I półroczu 2016 r. doszło do spadku nadpłynności systemu bankowego w Polsce. W pierwszych trzech miesiącach roku średnia dzienna wartość bonów pieniężnych pozostających w obrocie wyniosła 82 mld PLN. Dla porównania w II kw. spadała ona do poziomu 69 mld PLN. Powodów spadku nadpłynności sektora bankowego należy poszukiwać z jednej strony we wzroście wartości gotówki w obiegu (m.in. z powodu niskich stóp i wzrostu wartości oszczędności), z drugiej w niższej wymianie walut obcych dokonywanej przez Ministerstwo Finansów w NBP. Z dostępnych danych wynika, że resort finansów najprawdopodobniej dokonywał operacji wymiany walut na rynku międzybankowym (mimo to, co ciekawe, złoty w cały okresie pozostawał relatywnie słaby).

W 2016 doszło do spadku nadpłynności systemu finansowego w Polsce.

Tabela 1 Zmiany notowań na rynku pieniężnym (%; stan na koniec okresu).

	Średnia: 2003-08	4q12	4q13	4q14	4q15	1q16	2q16	3q16P	4q16P
POLONIA	-	4,17	2,55	1,98	1,60	1,48	1,44	1,45	1,45
Stopa referencyjna NBP*	5,15	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M	5,42	4,13	2,71	2,06	1,72	1,67	1,71	1,70	1,70
LIBOR3M USD	3,3	0,31	0,25	0,26	0,61	0,63	0,65	0,65	0,75
LIBOR3M EUR	3,14	0,13	0,27	0,06	-0,13	-0,25	-0,29	-0,30	-0,35

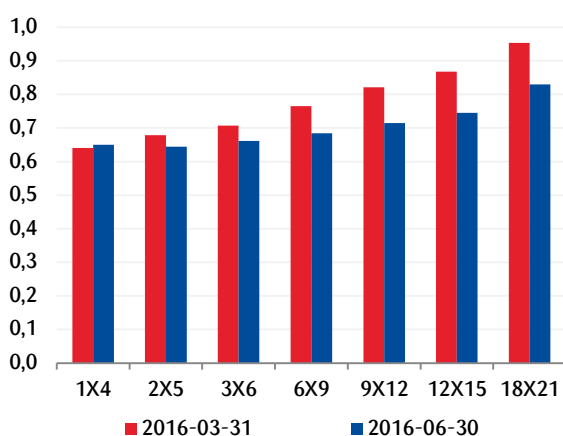
*prognoza stopy referencyjnej NBP – Departament Analiz Ekonomicznych PKO Banku Polskiego;
Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (koniec II kwartału 2016 r. wg stanu na 30.06.2016 r.)

Przez większą część II kw. notowania obligacji skarbowych na core markets poruszały się w trendzie bocznym. Sytuacja zmieniła się w czerwcu przed posiedzeniem Fed (14-15.06) i referendum w sprawie pozostania Wielkiej Brytanii w UE (23.06). Wzrost awersji do ryzyka, jaki wywołało opowiedzenie się Brytyjczyków za Brexitem (51,89% głosów) i umiarkowana retoryka Fed przyniosły spadek rentowności Bundów i UST do historycznych minimów.

Jeszcze na początku II kw. br. notowaniom obligacji skarbowych na rynkach wschodzących ciążyły oczekiwania na kontynuację cyklu podwyżek stóp przez Fed. Punktem zwrotnym okazała się publikacja zaskakująco słabych majowych non-farm payrolls w USA i wspomniane głosowanie w sprawie Brexitu. Oba wydarzenia podkopały wiarę w kontynuację cyklu podwyżek stóp w USA w 2016 r. Ponadto Fed zdecydował się w czerwcu pozostawić stopy bez zmian, wysyłając jednocześnie bardzo łagodny komentarz warunkujący kolejne decyzje napływającymi danymi. Dobrym podsumowaniem zmiany oczekiwań w zakresie polityki Fed były słowa J. Bullarda (do niedawna „jastrzęb” w FOMC) który powiedział, że jedna podwyżka stóp o 25 pb. może wystarczyć w ciągu najbliższych 2,5 roku. Obawy o wzrost gospodarczy na świecie i wiara w luźniejszą politykę monetarną głównych banków centralnych od czerwca zdecydowanie wsparły również wyceny obligacji skarbowych na EM.

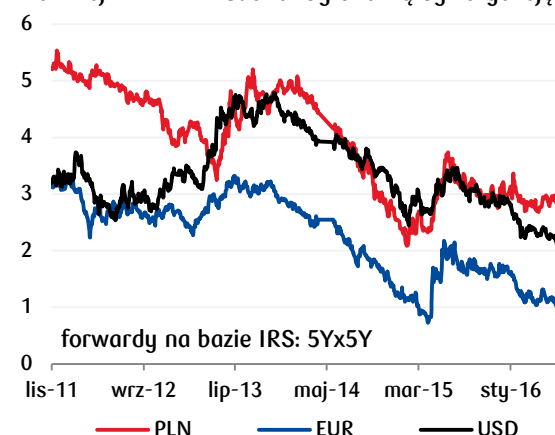
Słabsze dane makroekonomiczne i ryzyko Brexitu podkopały wiarę w podwyżki stóp procentowych w USA.

Wykres 3 Rynek FRA wycofuje się z oczekiwań w zakresie podwyżek stóp procentowych w USA (%).



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 4 W 2016 r. długoterminowe stopy procentowe w Polsce poruszały się w ramach podobnych trendów, co stopy w USA i w strefie euro. Dodatnia korelacja z obiema stopami wynosiła 0,42-0,60 (na bazie forwardów 5Yx5Y, pkt. proc.). Niemniej w II kw. widać też było lekką dywergencję.



Źródło: Thomson Reuters

Rynek długu w Europie otrzymał też wsparcie ze strony EBC, który 8 czerwca rozpoczął skup aktywów nieskarbowych. W pierwszym tygodniu od włączenia obligacji korporacyjnych do QE, EBC kupił papiery za 1,9 mld EUR. Jak podawał nieoficjalnie Reuters, decydenci z EBC liczyli, że Bank w każdym miesiącu będzie skupował obligacje za ok. 5-10 mld EUR. Program miał przede wszystkim pozytywny wpływ na papiery nieskarbowe, ale pośrednio wzmacniał również inne rynki charakteryzujące się wysokimi rentownościami.

Od 8 czerwca br. EBC zaczął skupować aktywa nieskarbowe.

Tabela 2 Zmiany notowań na rynkach bazowych (% , stan na koniec okresu).

	Średnia: 2003-08	4q12	4q13	4q14	4q15	1q16	2q16	3q16P	4q16P
Schatz 2Y	3,54	-0,03	0,20	-0,11	-0,35	-0,49	-0,66	-0,50	-0,40
Bund 5Y	3,84	0,28	0,92	0,01	-0,04	-0,33	-0,57	-0,40	-0,20
Bund 10Y	4,27	1,30	1,94	0,54	0,63	0,15	-0,14	0,10	0,30
US Treasury 2Y	3,16	0,25	0,38	0,69	1,05	0,72	0,60	0,70	0,90
US Treasury 5Y	3,72	0,71	1,71	1,68	1,76	1,21	1,01	1,15	1,40
US Treasury 10Y	4,58	1,70	2,97	2,19	2,27	1,77	1,47	1,60	1,80

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (koniec II 2016 r. wg stanu na 30.06.2016 r.)

Na polskim rynku długu obligacje skarbowe znajdowały się pod wpływem trendów globalnych i czynników lokalnych. W pierwszych miesiącach wspomniane oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA, a także wzrost globalnej awersji do ryzyka przed referendum w Wielkiej Brytanii osłabiały wyceny polskich obligacji. Podobnie jak i w przypadku innych obligacji z EM ten stan utrzymywał się aż do połowy czerwca. Odreagowanie nastąpiło dopiero pod koniec II kwartału po posiedzeniu Fed i referendum w Wielkiej Brytanii. Wówczas oczekiwania na dużo bardziej ekspansywną politykę pieniężną banków centralnych doprowadziły do gwałtownego spadku rentowności obligacji. W efekcie rentowności 2-letnich papierów wynosiły na koniec czerwca 1,63% (PS0718), 5-letnich 2,22% (PS0721) i 10-letnich do 2,92% (DS0726) zbliżając się do naszej prognozy na koniec kwartału z Kwartalnika rynkowego (prognoza: dla 2Y 1,50%, dla 5Y 2,30% i 10Y 2,90%).

W pierwszej części II kw. polskie obligacje pozostawały pod presją, koniec czerwca przyniósł wyraźne odreagowanie.

W kraju mieliśmy do czynienia z presją na wzrost rentowności obligacji skarbowych. Po styczniowej rewizji ratingu Polski przez agencję S&P w maju inwestorzy obawiali się podobnej decyzji ze strony Moody's (ostatecznie agencja obniżyła perspektywę ratingu do negatywnej). Nad rynkiem ciążyła też wysoka podaż papierów skarbowych (choć i tak niższa niż w rekordowym I kw.). W efekcie ASW 10Y konsolidował się w przedziale 60-70 pb. Na podwyższonych poziomach utrzymywały się notowania CDS-ów, które w sektorze 5-letnim utrzymywały się blisko 85-90 pb. Na wzrost spreadu pomiędzy rentownościami obligacji 2- i 10-letnich obligacji wpływ miała też wysoka podaż na dłuższym końcu krzywej. Zapowiedziane wyższe emisje papierów serii WZ skutkowały z kolei wzrostem *discount margin* do poziomów 65 pb. w przypadku WZ0126.

Dane makroekonomiczne publikowane w ostatnich miesiącach były mieszane. Z jednej strony głębsza od oczekiwań ekonomistów okazała się deflacja (w II kw. na poziomie minus 1,1%-0,8% r/r, czyli generalnie niższym niż w I kw.), z drugiej zaś pozostałe miesięczne odczyty potwierdzały kontynuację wzrostu gospodarczego, który w kolejnych miesiącach będzie jeszcze wsparty programem 500+. W tym kontekście warto wspomnieć o przyspieszeniu w zakresie wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, których wzrost przyspieszył w okolicach 4,0% r/r i to mimo głębszej deflacji zwiększającej w ujęciu realnym fundusz płac. Taka mieszanka danych makroekonomicznych w połączeniu z deprecjacją złotego nie wspierała oczekiwań na obniżki stóp procentowych. W efekcie krzywe FRA i IRS na krótkim końcu przesunęły się w górę. Podobnie reagowały też papiery skarbowe o krótkich terminach wykupu. W tym przypadku kończył się też pozytywny wpływ wprowadzonego na początku roku podatku od instytucji finansowych. Po tym jak banki kupiły w I kw. br. obligacje hurtowe denominowane w PLN na łączną kwotę 41 mld PLN popyt z ich strony wyraźnie zmniejszył się, a inwestorzy zagraniczni masowo zaczęli realizować zyski przechodząc w kierunku dłuższych obligacji. Generalnie ze strony inwestorów zagranicznych zainteresowanie polskimi aktywami pozostawało bardzo umiarkowane.

Na krótkim końcu krzywej dochodowości spadła wiara w obniżki stóp, a także wygasał wpływ podatku od instytucji finansowych.

Tabela 3 Zmiany notowań na rynku papierów skarbowych i instrumentów pochodnych (%), stan na koniec okresu).

	Średnia: 2003-08	4q12	4q13	4q14	4q15	1q16	2q16	3q16P	4q16P
OS 1Y	5,45	3,00	2,66	1,77	1,44	1,33	1,66	1,70	1,70
OS 2Y	5,58	3,09	3,01	1,75	1,55	1,42	1,66	1,75	1,80
OS 5Y	5,78	3,20	3,62	2,13	2,21	2,19	2,24	2,35	2,50
OS 10Y	5,80	3,72	4,34	2,51	2,94	2,84	2,91	3,05	3,20
ASW 10Y (pb)	12	17	13	31	55	60	69	65	65
CDS 5Y PL (pb)	-	79	80	71	75	88	86	85	90

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (koniec II 2016 r. wg stanu na 30.06.2016 r.)

Stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian.

Przy konstruowaniu prognoz założono w bazowym scenariuszu, że w najbliższych miesiącach rynek będzie dyskontował utrzymanie stopy referencyjnej NBP na poziomie 1,50% w 2016 i w 2017 r. Scenariusz alternatywny negatywny zakłada, że RPP zdecyduje się w II połowie 2016 r. na obniżki stóp o 25 pb. Scenariusz optymistyczny z kolei przewiduje podwyżki stóp procentowych o 50 pb. w 2017 r. Naszym zdaniem obniżki stóp procentowych są bardzo mało prawdopodobne, natomiast ich podwyżki w przyszłym roku do końca nie można wykluczać.

Zakładamy, że stopy procentowe nie ulegną zmianie zarówno w 2016 r. jak i w 2017 r.

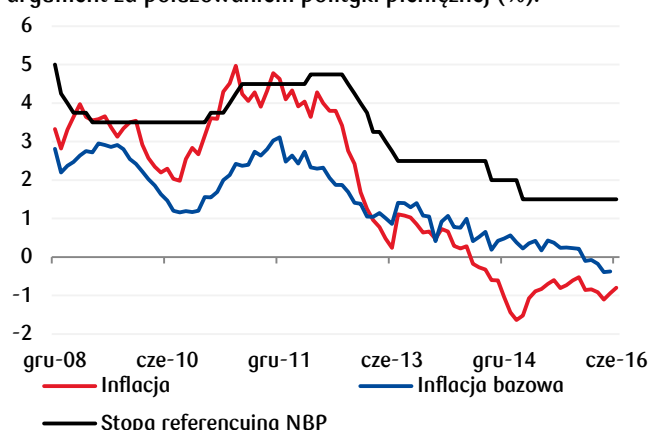
Tabela 4 Założenia w odniesieniu do stopy referencyjnej NBP przyjęte do konstrukcji prognoz dla rynku stopy procentowej (%).

Stopa referencyjna NBP	4q12	4q13	4q14	4q15	1q16	2q16P	4q16P	2q17P	4q17P	4q18P
Scenariusz bazowy	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
Scenariusz alternatywny I						1,25	1,25	1,25	1,25	1,50
Scenariusz alternatywny II						1,50	1,50	1,50	2,00	2,25
Bieżąca wycena rynkowa						1,50	1,50	1,50	1,50	1,75

* wybraliśmy najbardziej prawdopodobne scenariusze, które rynek może dyskontować.

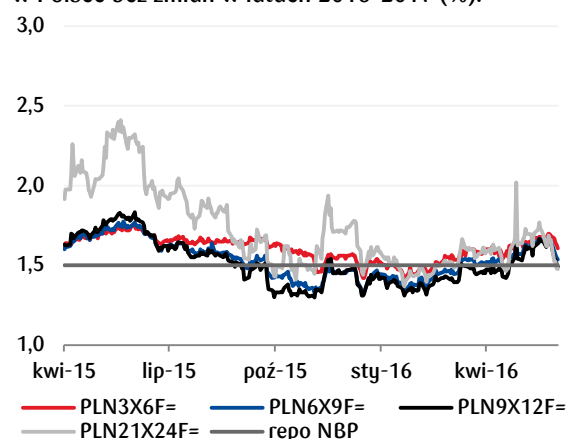
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Wykres 5 Utrzymująca się w Polsce deflacja daje RPP argument za poluzowaniem polityki pieniężnej (%).



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 6 Rynek FRA zakłada utrzymanie stóp procentowych w Polsce bez zmian w latach 2016-2017 (%).



Źródło: Thomson Reuters

W relacji do ostatnich *Kwartalników rynkowych* założenia w zakresie wzrostu gospodarczego w Polsce nie uległy istotniejszej modyfikacji. W bazowym scenariuszu założony został wzrost PKB w Polsce w 2016 r. na poziomie bliskim 3,5% r/r (poniżej tego poziomu w I połowie, wyraźnie powyżej w II połowie roku). Podobnie jak w ostatnich kwartałach, dynamika wzrostu PKB utrzymywać się będzie na poziomie lub powyżej PKB potencjalnego (szacowanego metodami statystycznymi i eksperckimi).

Cały czas głównym motorem wzrostu polskiej gospodarki pozostawać będzie popyt wewnętrzny, w tym przede wszystkim popyt konsumpcyjny. Taką tezę wspiera szereg argumentów jak dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy już skutkująca zauważalnym wzrostem presji płacowej, poprawa nastrojów konsumentów zwiększająca skłonność do wydatków (w tym również finansowanych kredytem), a także wdrożony od kwietnia program 500+ (w przypadku tego programu skutki mogą być jednak odsunięte w czasie na kolejne kwartały ze względu na procedurę rejestracyjną, czy opóźnienia w wypłacie środków widoczne w niektórych jednostkach samorządu terytorialnego). Z punktu widzenia konsumpcji istotny jest również wciąż odsuwający się w czasie moment wyjścia z deflacji, co będzie zwiększało realny

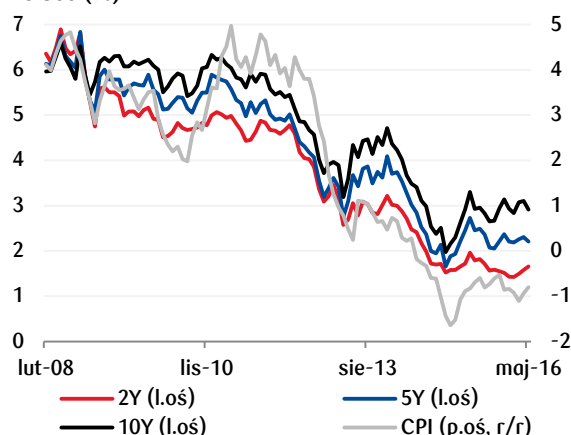
Głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostanie popyt wewnętrzny, w tym głównie konsumpcja.

fundusz płac podnosząc dodatnią kontrybucję konsumpcji do wzrostu PKB w kolejnych kwartałach.

Czynnikami ryzyka w kolejnych kwartałach pozostają inwestycje. Niższe wydatki inwestycyjne były też jednym z powodów, dla którego w I kw. br. dynamika wzrostu PKB obniżyła się do 3,0% r/r z 4,3% w IV kw. 2015 r. (po raz pierwszy od III kw. 2013 r. mieliśmy do czynienia z ujemną kontrybucją popytu inwestycyjnego: -0,2 pkt. proc.). Opublikowane w ostatnich miesiącach dane wskazują na silny spadek wydatków inwestycyjnych w samorządach terytorialnych. Samorządy ograniczyły w I kw. br. inwestycje o 0,3% PKB, a zapewne do końca roku ograniczą je o kolejne 0,3% PKB. Podobna sytuacja może być w przypadku publicznych inwestycji drogowych i kolejowych (o konieczności przyspieszenia inwestycji w tym zakresie mówili niedawno nawet przedstawiciele rządu). Najmniej zagrożone wydają się wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw, chociaż lekkie spowolnienie może być przejściowo widoczne w okresie I półrocza. Z ostatnich badań NBP wynika, że spadek aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw może mieć charakter przejściowy, a także, że widać jednocześnie wyraźny wzrost skali nowo rozpoczynanych inwestycji.

Czynnikami ryzyka dla wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach będą inwestycje.

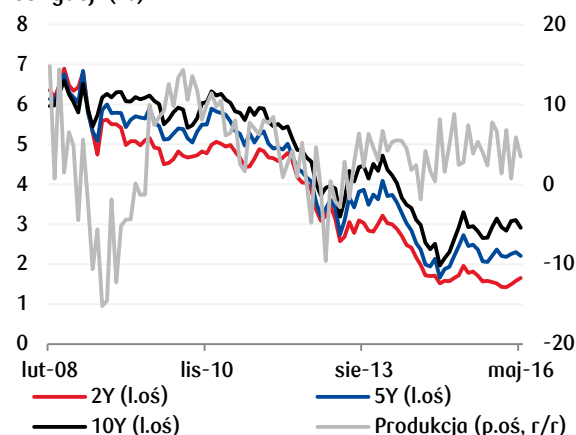
Wykres 7 Niska przyszła ścieżka inflacji będzie hamować potencjalny wzrost rentowności papierów skarbowych w Polsce (%).



Współczynnik determinacji w okresie od 2008 r.: $R^2=84,0\%-86,3\%$

Źródło: Thomson Reuters

Wykres 8 Utrzymanie się wysokiej produkcji przemysłowej będzie przemawiać za kontynuacją wzrostów rentowności obligacji (%).



Źródło: Thomson Reuters

Kontrybucja eksportu netto do PKB powinna być bliska zera w kolejnych kwartałach. Jest to o tyle istotne, że to w dużej mierze właśnie za sprawą niższej kontrybucji eksportu Polska odnotowała w I kw. br. niższy od oczekiwań wzrost gospodarczy (kontrybucja popytu krajowego była dodatnia i wyniosła 3,9% pp., natomiast kontrybucja eksportu netto wyniosła wówczas -0,9% pp.). W kolejnych kwartałach te relacje powinny ulec poprawie, dzięki czemu następne odczyty wskaźnika PKB nie powinny być już tak silnie ciągnięte w dół przez eksport netto. Częściowym potwierdzeniem mogą być opublikowane przez NBP dane nt. bilansu płatniczego w kwietniu, według których dodatnie saldo okazało się wyższe od oczekiwań. Wspomnianą tezę wspierają też: poprawa pozycji konkurencyjnej polskich eksporterów następująca dzięki deprecjacji złotego (zakładamy, że w najbliższych kwartałach wycena złotego nie ulegnie znaczącej kierunkowej zmianie) i utrzymujący się wzrost gospodarczy w UE (szczególnie w Niemczech). Z drugiej strony negatywny wpływ na eksport netto będzie miała poprawa sytuacji na rynku pracy, która w połączeniu z realizowanym programem 500+ będą pobudzać wzrost wydatków konsumpcyjnych, które w części zwiększą import.

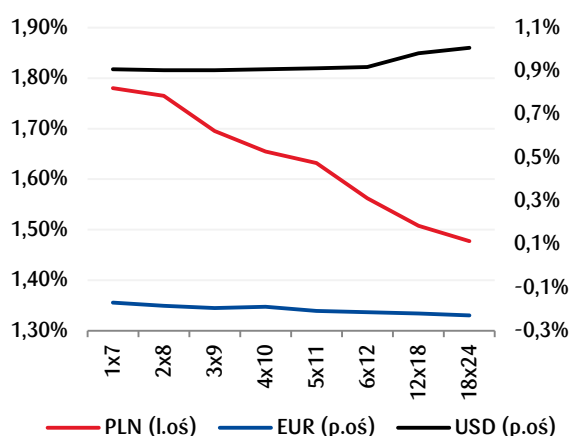
Kontrybucja eksportu netto do PKB powinna być bliska zera w kolejnych kwartałach.

Wraz z poprawą aktywności gospodarczej w kraju w II połowie 2016 r. powinna pojawić się lekka presja na wzrost inflacji, tłumiona dotychczas przez deflacyjny wpływ spadających cen na rynkach surowcowych (do końca roku spadek cen na rynkach towarowych powinien zostać jednak zatrzymany). Prognozowane przyspieszenie wzrostu gospodarczego będzie wspierało proces wychodzenia gospodarki z deflacji, która jednak utrzymywać będzie się do końca 2016 r. Istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że w grudniu po raz pierwszy od czerwca 2014 r. odczyt inflacji (w ujęciu rocznym) będzie dodatni. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że prawdopodobnie do sierpnia deflacja będzie na poziomie zbliżonym do 1% r/r, to odczyty w III kw. powinny jeszcze stanowić wsparcie dla rynku długu. Sytuacja zacznie zmieniać się w kolejnym kwartale, kiedy to rosnącej ścieżce inflacji może towarzyszyć lekka presja na wzrost rentowności obligacji skarbowych, szczególnie na krótkim końcu krzywej wyceniającym w tym momencie nawet ryzyka obniżki stóp procentowych w 2017 r.

Pod koniec roku deflacja powinna wygasać, a pierwszy dodatni odczyt zobaczymy na przełomie 2016 i 2017 r.

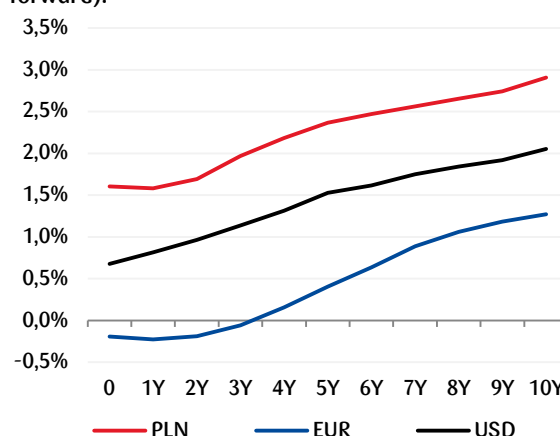
Taki układ danych makroekonomicznych sugeruje utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie w kolejnych kwartałach. Mimo deflacji trudno spodziewać się, aby przy słabym złotym i perspektywie kontynuacji ożywienia gospodarczego rynek miał w najbliższych miesiącach znowu dyskontować ryzyko poluzowania polityki pieniężnej. Na koniec czerwca rynek kontraktów FRA wyceniał stabilizację stóp w okresie 2016-2017. Również przedstawiciele RPP zwracali uwagę, że w 2016 r. nie należy spodziewać się zmiany polityki pieniężnej, a część z nich zwracała wręcz uwagę na możliwość jej zaostrzenia w II połowie 2017 r.

Wykres 9 Oczekiwane zmiany stóp procentowych w perspektywie 2 lat.



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 10 Oczekiwane zmiany stóp procentowych w perspektywie 10 lat (na bazie rynku IRS, 1-roczna stawka forward).



Źródło: Thomson Reuters

Dla NBP cały czas istotne będą kierunki przepływu kapitału globalnego, a w tym kontekście wycena złotego. Głównym czynnikiem ryzyka dla RPP pozostanie rozpoczęty przez Fed w grudniu 2015 r. cykl podwyżek stóp procentowych determinujący m.in. odpływ kapitału spekulacyjnego z rynków wschodzących. W tym kontekście istotna będzie czerwcową decyzją FOMC o odsunięciu w nieokreśloną przyszłość perspektywy kolejnej podwyżki stóp procentowych (nie wiadomo, czy w ogóle do podwyżki stóp dojdzie w 2016 r.), a także coraz łagodniejszy ton wypowiedzi członków FOMC. Z kolei EBC od 8 czerwca realizuje skup nieskarbowych dłużnych papierów wartościowych (jego skala okazała się większa od oczekiwań). Choć w ostatnich kwartałach nie widać było masowego napływu kapitału zagranicznego na polski rynek, to jednak wraz z rosnącą nadpłynnością systemu finansowego strefy euro oraz coraz większą ilością obligacji skarbowych z ujemną rentownością możemy być świadkami wzrostu portfeli nierezydentów na rynku długu. Gdyby ten proces

Dla RPP równie ważne, co krajowe dane makroekonomiczne, mogą okazać się globalne przepływy kapitału.

się nasilił, bądź wzrost gospodarczy wyraźnie spowolnił, NBP mógłby zostać zmuszony do poluzowania polityki pieniężnej (co zostało wskazane w strategii jako scenariusz alternatywny).

Wskazać można kilka głównych czynników ryzyka dla przedstawionego scenariusza bazowego, które z kolei mogłyby skutkować wzrostem stóp procentowych w Polsce (co przewiduje II alternatywny scenariusz). Przede wszystkim byłby to szybszy wzrost gospodarczy, przy jednoczesnym szybszym zakończeniu okresu deflacji. Po drugie, globalna awersja do ryzyka (wywołana np. przez pogorszenie się sytuacji w Chinach) mogłaby doprowadzić do silnej przeceny walut rynków wschodzących, w tym złotego, co wymagałoby interwencji ze strony banku centralnego. Po trzecie, część inwestorów dostrzega ryzyko pogorszenia stanu finansów publicznych w kolejnych latach. Obawy te mogłyby doprowadzić do odpływu kapitału zagranicznego i w efekcie konieczności podniesienia stóp procentowych. W tym kontekście awersja do ryzyka może wzrosnąć przed zaplanowaną na 9 września weryfikacją ratingu przez Moody's. W strategii zakładamy jednak, że rating przyznawany przez agencję zostanie podtrzymany, a publikowane dane dotyczące finansów publicznych nie będą potwierdzać negatywnego dla rynku scenariusza. Wręcz wydaje się, że obecnie inwestorzy zaczęli zakładać zbyt pesymistyczny scenariusz, co daje nadzieję na umocnienie rynku długu.

Czynnikami ryzyka dla RPP będą skala ożywienia gospodarki w II połowie roku, a także sytuacja na rynkach wschodzących.

Do podwyżki stóp w USA może nie dojść.

Jednym z głównych czynników ryzyka pozostaje polityka pieniężna w USA. Na początku 2016 r. wydawało się, że Fed podniesie stopy procentowe na czerwcowym posiedzeniu. Za takim scenariuszem przemawiały publikowane dane makroekonomiczne i perspektywa powolnego wzrostu ścieżki inflacji w kierunku celu inflacyjnego. Punktem zwrotnym okazały się zaskakująco słabe majowe *non-farm payrolls*, potwierdzające spowalniające momentum amerykańskiej gospodarki. Zarówno słabsze dane jak i ryzyko Brexitu skłoniły Fed do odsunięcia w czasie kolejnej podwyżki stóp w bliżej nieokreślonej przyszłości.

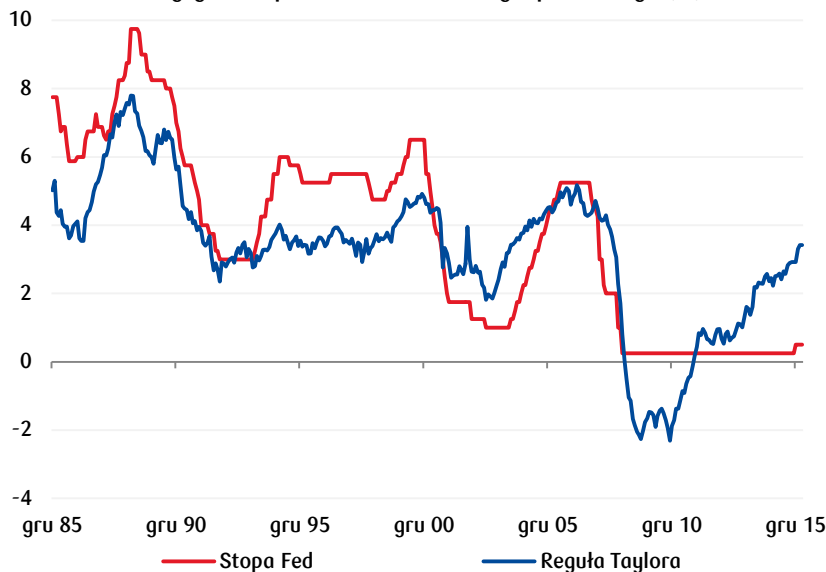
Fed w dalszym ciągu systematycznie odkłada podwyżki stóp w nieokreślonej przyszłości.

Konstruując prognozy zakładamy, że Fed przynajmniej w III kw. nie dokona zmiany polityki pieniężnej. Co więcej, istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że do kolejnej podwyżki stóp procentowych nie dojdzie w ogóle w 2016 r. Ten scenariusz wspiera też inicjatywa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Choć sam proces, intencje stron, terminy, czy w efekcie konsekwencje ekonomiczne ewentualnego Brexitu pozostają niejasne, to oczywisty wydaje się wzrost niepewności na świecie. Zakładamy, że wzrost premii za ryzyko będący konsekwencją tego stanu na rynku stopy procentowej powinien być neutralizowany przez silniejszą presję na luźniejszą politykę monetarną głównych banków centralnych.

Istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że w USA stopy procentowe nie ulegną zmianie w 2016 r.

Już w pierwszych godzinach porannych po publikacji wyników referendum pojawiły się informacje o interwencjach na rynku walutowym SNB i sygnały ze strony Banku Anglii, że ten nie będzie się wahać, aby użyć dodatkowych środków w celu ustabilizowania rynku finansowego (była mowa o 250 mld GBP). Warto też zwrócić uwagę, że już przed referendum banki centralne na świecie zmieniły retorykę pod wpływem słabszych danych makroekonomicznych. Bank centralny Japonii nie wykluczał dalszego poluzowania polityki pieniężnej, podobnie jak w Europie SNB i EBC. Teraz dodatkowy wzrost globalnej niepewności, będący skutkiem brytyjskiego referendum, wzmocni jeszcze bardziej ten przekaz.

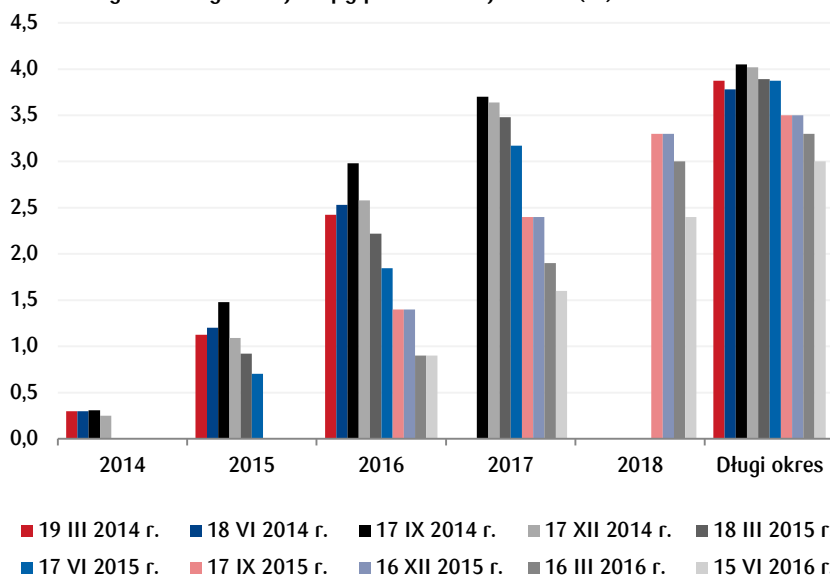
Wykres 11 Reguła Taylora dla USA sygnalizuje podwyżki stóp procentowych, mimo to jednak Fed będzie odsuwał je w czasie motywując swoje decyzje niestabilną sytuacją na świecie oraz ryzykiem spowolnienia wzrostu gospodarczego (%).



* $R^2=85\%$; na bazie inflacji PCE i stopy bezrobocia

Źródło: Bloomberg

Wykres 12 Członkowi FOMC systematycznie korygują w dół swoje oczekiwania w zakresie wysokości głównej stopy procentowej w USA (%).



Źródło: Federal Reserve

W Europie i w USA wzrost niepewności najprawdopodobniej będzie skutkował słabszymi danymi makroekonomicznymi publikowanymi w III kw. br. Zakładać można, że przyniesie on spowolnienie w zakresie inwestycji (już pojawiają się informacje o „zamrożeniu” realizacji części projektów). Część przedsiębiorstw obawiając się o przyszłość będzie odsuwała strategiczne decyzje w czasie, bądź będzie rozważać poważniejsze zmiany w strukturze organizacyjnej. Ostatnie spadki cen surowców na świecie (będące efektem umocnienia dolara i wzrostu obaw o popyt) mogą odbić się negatywnie na nakładach inwestycyjnych w sektorach wydobywczych. To będzie tworzyć presję na ograniczanie kosztów pracy, negatywnie odbije się na wskaźnikach zaufania konsumentów i biznesu, co z kolei negatywnie będzie wpływać na popyt w gospodarce. W tym kontekście warto też zwrócić uwagę na fakt, że na czerwcowym posiedzeniu (15.06) amerykański bank centralny zdecydował się na korektę swoich prognoz

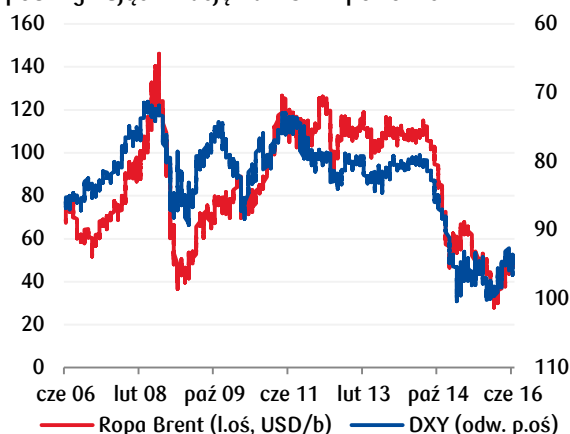
Wzrost globalnej niepewności może skutkować wolniejszym wzrostem gospodarczym w II połowie 2016 roku.

PKB w dół w najbliższych latach. Po aktualizacji prognoz, Fed spodziewa się utrzymania wzrostu gospodarczego w 2017 i 2018 r. na poziomie 2,0%, czyli na poziomie równym PKB potencjalnemu. W takiej sytuacji pojawia się naturalne pytanie o zasadność zaostrzania polityki pieniężnej, tym bardziej w środowisku deflacyjnym.

Za umiarkowanymi decyzjami FOMC przemawia też szereg argumentów jak np. wciąż mocny dolar, wzmacniany nie tylko oczekiwaniami na podwyżki stóp, ale też wzrostem globalnej awersji do ryzyka. Fed od dłuższego czasu warunkował swoje decyzje notowaniami dolara, tym bardziej, że poza notowaniami waluty, negatywny wpływ na eksport ma też słabszy popyt ze strony państw rozwijających się. Za umiarkowanymi decyzjami przemawia też brak presji inflacyjnej. Widać to chociażby, gdy porównamy inflację CPI z inflacją bazową bez cen energii i żywności w USA (Wykres 14). Inflacja bazowa powoli, ale systematycznie rośnie (powyżej 2,0%), podczas gdy podstawowy wskaźnik CPI w ostatnich miesiącach dopiero niedawno odbił się od zera.

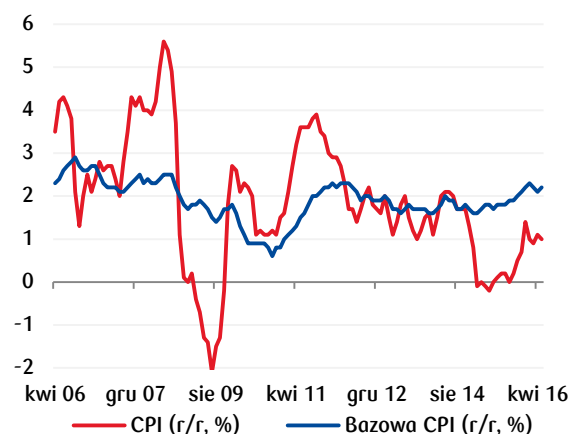
Przeciwko podwyżkom stóp w USA wciąż przemawia mocny dolar oraz brak presji inflacyjnej.

Wykres 13 Aprecjacja dolara amerykańskiego sprzyja spadkom cen surowców na świecie. Prawdopodobna dalsza aprecjacja amerykańskiej waluty w 2016 r. będzie oddziaływać w kierunku spadku cen na rynkach towarowych podtrzymując inflację na niskim poziomie.



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 14 Niskie ceny surowców tworzą presję na spadek inflacji w Stanach Zjednoczonych.



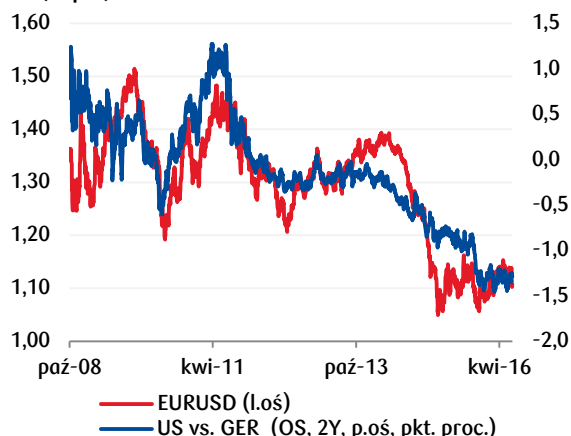
Źródło: Thomson Reuters

Tak jak podkreślaliśmy w poprzednim *Kwartalniku rynkowym*, kolejnym argumentem, który będzie chłodził oczekiwania na podwyżki stóp w USA jest dyferencjał pomiędzy polityką pieniężną w Stanach Zjednoczonych, a także w innych państwach rozwiniętych. Z wypowiedzi przedstawicieli EBC, SNB, BoJ czy BoE wynika, że rozważają oni dalsze poluzowanie polityki pieniężnej.

Strategia na II połowę 2016 r. zakłada średnioterminowy pozytywny wpływ luzowania polityki pieniężnej w strefie euro na polski rynek stopy procentowej. Od 8 czerwca 2016 r. EBC zaczął skup obligacji nieskarbowych, a wartość operacji przekroczyła w pierwszych tygodniach prognozy rynkowe. Można spodziewać się, że w najbliższych miesiącach ten program będzie miał pozytywny wpływ nie tylko na rynek papierów nieskarbowych, ale i na obligacje skarbowe o wyższej dochodowości. Mimo, że od początku uruchomienia QE w strefie euro nie doszło jeszcze do silniejszego transferu kapitału do Polski, to jednak spodziewać się można, że coraz wyższy spread pomiędzy rentownościami polskich a europejskich papierów wraz z rosnącą nadpłynnością systemu finansowego będzie zwiększał atrakcyjność naszych aktywów. Nawet, jeśli nie dojdzie do fizycznego przepływu środków, to jednak spadające rentowności w Europie będą pośrednio pozytywnie wpływać na polską krzywą dochodowości.

EBC będzie cały czas wspierał europejski rynek stopy procentowej.

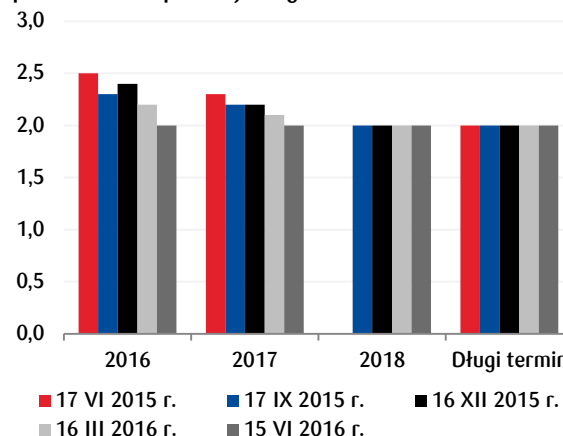
Wykres 15 Wpływ oczekiwań w zakresie prowadzonej przez Fed polityki pieniężnej na kurs EUR/USD widać m.in. poprzez porównanie notowań tej pary ze spreadem UST 2Y a Bundem 2Y (w pb.).



*R²=92% dla okresu od II połowy 2008 r.

Źródło: Thomson Reuters.

Wykres 16 Projekcje PKB publikowane po posiedzeniach decyzyjnych Fed są systematycznie korygowane w dół. Teraz pokazują wzrost gospodarczy w USA w kolejnych latach na poziomie PKB potencjalnego.



Źródło: Fed.

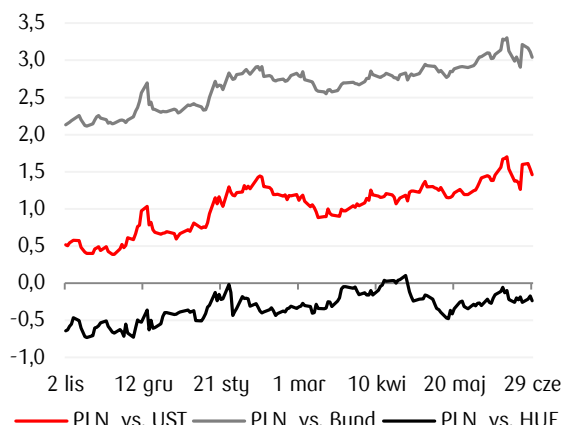
Według czerwcowych prognoz EBC, PKB w strefie euro ma wzrosnąć o 1,6% w 2016 r., o 1,7% w 2017 r. i o 1,7% w 2018 r. EBC zwraca jednak uwagę na utrzymujące się ryzyko dla wzrostu gospodarczego, szczególnie widoczne w kontekście słabości rynków wschodzących, słabego popytu wewnętrznego w strefie euro i utrzymującego się ryzyka geopolitycznego. Niepewność zwiększyła się po brytyjskim referendum. Według najnowszych prognoz odsuwa się też w czasie moment powrotu inflacji do celu EBC - inflacja HICP ma wg zaktualizowanych projekcji Banku wynieść w 2016 r. zaledwie 0,2%, by w 2017 r. wzrosnąć w okolice 1,3% i w 2018 r. do 1,6%. Przy takim układzie danych makroekonomicznych bank centralny może rozważyć wsparcie gospodarki instrumentami monetarnymi, tym bardziej, że również na świecie oczekiwania inflacyjne kształtują się na bardzo niskim poziomie, a Brexit zwiększył obszar potencjalnego ryzyka.

Umiarkowany wzrost gospodarczy w strefie euro może wymagać dalszego wsparcia ze strony polityki monetarnej.

W ostatnich miesiącach polski rynek zachowywał się słabiej niż rynki bazowe. Wzrosły m.in. spready pomiędzy rentownościami polskich obligacji a niemieckich czy amerykańskich, a także utrzymywały się wysokie ASW i *discount margin* dla obligacji WZ. Był to efekt oczekiwanego wzrostu podaży papierów skarbowych na rynku pierwotnym jak również obaw o rating kraju. Te zmiany potwierdza Wykres 18. Widać na nim, że rozszerzeniu się ASW towarzyszył wzrost premii za ryzyko wyrażone poprzez notowania kontraktów CDS. Zwracamy uwagę na fakt, że szczególnie w kontekście luzowanej polityki pieniężnej w Europie, a także rosnącej nadpłynności systemu finansowego strefy euro dla niektórych inwestorów przecenione polskie aktywa mogą stać się interesującą alternatywą. Przy ograniczonej przestrzeni do dalszej przeceny polskich obligacji dostrzec tu można asymetryczne ryzyko. Kontynuacja dotychczasowej polityki pieniężnej przez EBC wraz z odsuwającą się w czasie perspektywą podwyżek stóp procentowych w USA będą zwiększać prawdopodobieństwo przepływu kapitału spekulacyjnego do Polski, a w konsekwencji również zawężenia się wspomnianych spreadów.

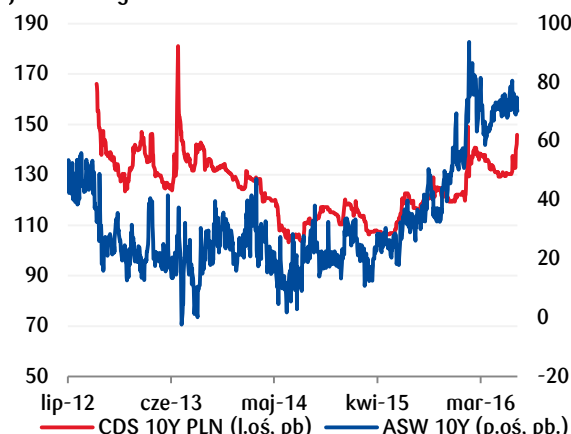
Rentowności polskich obligacji spadały wolniej niż papierów na *core markets*.

Wykres 17 Rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych spadały silniej niż polskich papierów (pkt. proc.).



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 18 ASW rozszerzył się na początku 2016 r., podobnie jak wzrosły notowania kontraktów CDS 10Y dla Polski.



Źródło: Thomson Reuters

Na koniec 2016 r. rentowności 10-letnich obligacji wzrosną powyżej 3,00%.

W oparciu o powyższe założenia makroekonomiczne, a także oczekiwania dotyczące kształtowania się przyszłych stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach opracowaliśmy prognozy dla rynku stopy procentowej. W naszych projekcjach braliśmy również pod uwagę, także inne czynniki, które wpływają na wyceny papierów skarbowych tj. przepływy kapitału na rynku pierwotnym, sytuacja na globalnym rynku stopy procentowej, premia za ryzyko Polski (poszczególne czynniki szerzej zostały omówione w niniejszym materiale).

Prognozy wzmacniają wyniki uzyskane na podstawie modeli ekonometrycznych, zbudowanych na bazie regresji dla rynku obligacji (dla sektorów 2-, 5- i 10-letniego). Model opisany jest następującym równaniem (dla obligacji zastosowane zostały jednakowe parametry):

$$\ln(MODEL_{OS}) = \beta_1 * \ln(CPI) + \beta_2 * \ln(rEURPLN) + \beta_3 * \ln(rWIBOR6M) + \beta_4 * \ln(BUND 10Y)$$

gdzie:

- CPI – miesięczna zmiana indeksu cen konsumpcyjnych publikowana przez GUS (r/r),
- $rEURPLN$ – kurs walutowy urealniony indeksem CPI dla Polski i strefy euro,
- $rWIBOR6M$ – urealniony indeksem CPI poziom stawki WIBOR6M,
- BUND10Y – YTM dla niemieckich obligacji skarbowych.

MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH 2-LETNICH

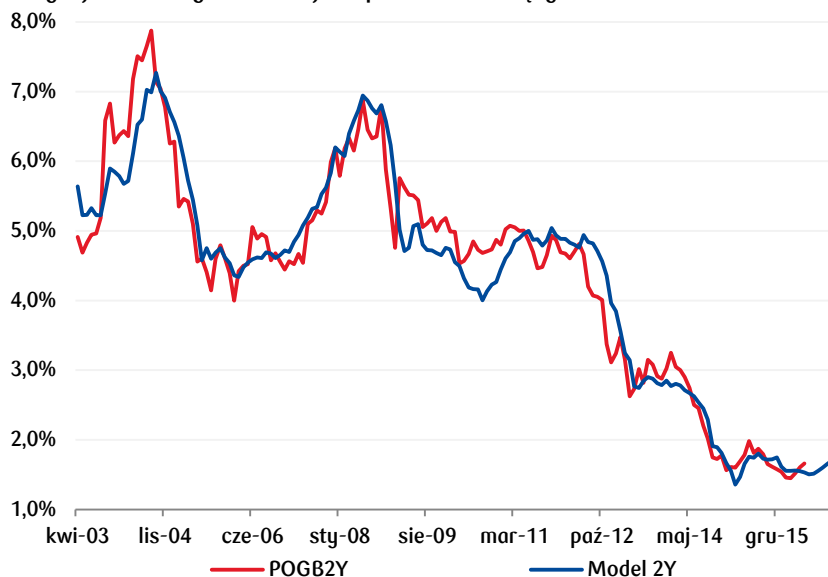
Tabela 5 Założenia modelu.

Zmienna	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
$\ln(rEURPLN)$	0,00298	0,001117	0,0084
$\ln(rWIBOR6M)$	0,719655	0,028043	0,0000
$\ln(BUND10Y)$	0,255466	0,060819	0,0000
$\ln(CPI)$	0,828347	0,034626	0,0000

* Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [I-(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

Wykres 19 Model sugeruje potencjał do korekcyjnego wzrostu rentowności 2-letnich obligacji skarbowych w relacji do poziomów bieżących.



Adjusted $R^2 = 97,30\%$

Test Jarque-Berra: 1,06 (p-value: 0,59)

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH 5-LETNICH

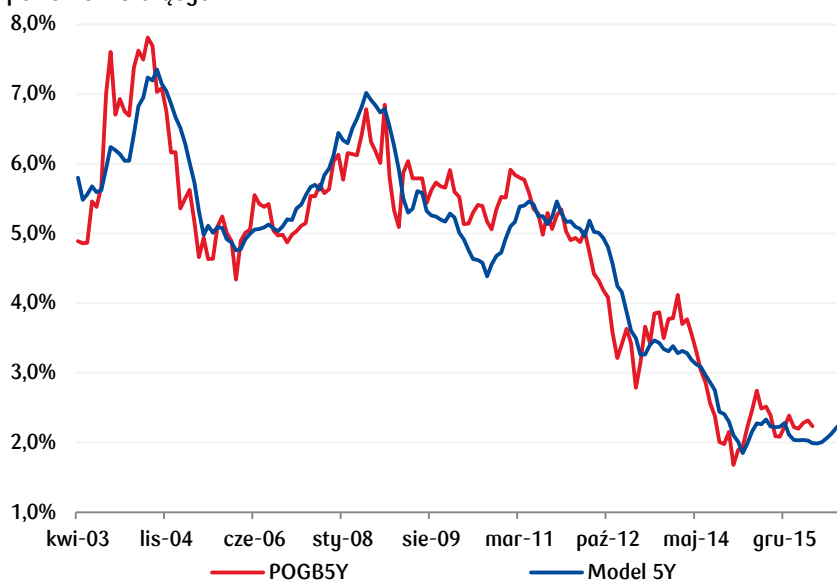
Tabela 6 Założenia modelu.

Zmienna	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
$\ln(r_{EURPLN})$	0,009863	0,001453	0,0000
$\ln(r_{WIBOR6M})$	0,50235	0,036476	0,0000
$\ln(BUND10Y)$	0,32294	0,079107	0,0001
$\ln(CPI)$	0,678315	0,045038	0,0000

* Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [I-(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

Wykres 20 Model sugeruje rentowności 5-letnich obligacji skarbowych w pobliżu poziomów bieżących.



Adjusted $R^2 = 94,38\%$

Test Jarque-Bera: 2,04 (p-value: 0,36)

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH 10-LETNICH

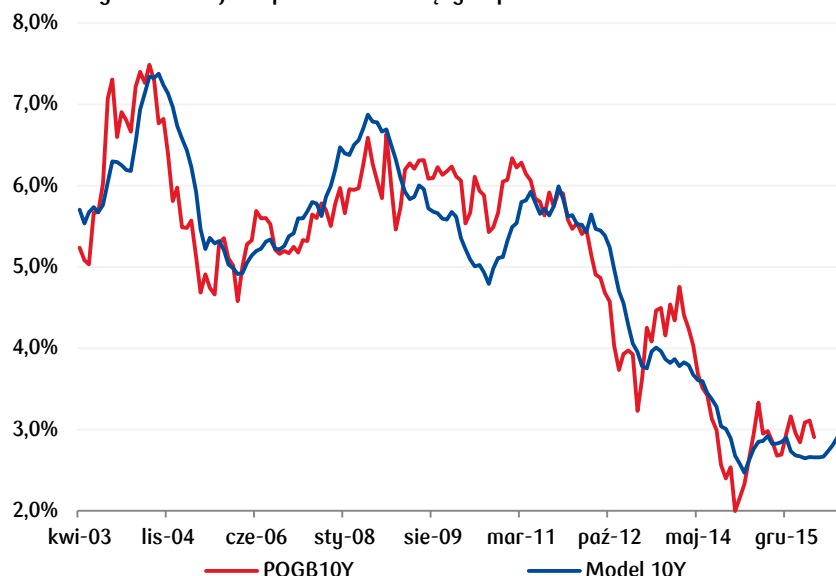
Tabela 7 Założenia modelu.

Zmienna	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
$\ln(r_{EURPLN})$	0,017654	0,001567	11,26475
$\ln(r_{WIBOR6M})$	0,333887	0,039341	8,486932
$\ln(BUND10Y)$	0,22535	0,085323	2,641155
$\ln(CPI)$	0,602396	0,048577	12,40094

* Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym $[I-(1)]$. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

Wykres 21 Model sugeruje potencjał do wzrostu rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w relacji do poziomów bieżących pod koniec 2016 r.



Adjusted $R^2 = 90,75\%$

Test Jarque-Bera: 1,86 (p-value: 0,39)

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

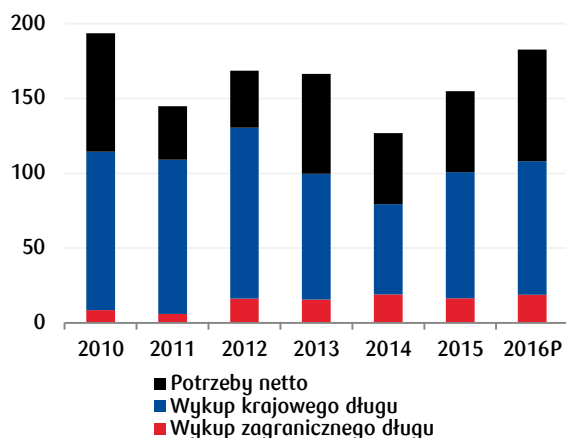
Niewielki spadek emisji obligacji wzmacni rynek długu w III kw. 2016 r.

Potrzeby pożyczkowe brutto w 2016 r. wynoszą 182,7 mld PLN i składają się na nie: potrzeby pożyczkowe netto - 74,7 mld PLN, wykup długu krajowego - 89,2 mld PLN i wykup długu zagranicznego - 18,8 mld PLN (Wykres 22). W ustawie budżetowej na 2016 r. Ministerstwo Finansów wskazało, że potrzeby pożyczkowe netto mają zostać sfinansowane ze źródeł krajowych w kwocie 51,2 mld PLN (emisje skarbowych papierów wartościowych) oraz zagranicznych w wysokości 23,5 mld PLN (z czego 15,8 mld PLN ma pochodzić z emisji papierów skarbowych, 1,4 mld PLN z kredytów i 6,2 mld PLN z przepływów związanych z rachunkiem walutowym).

W celu sfinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych Ministerstwo Finansów zamierza wyemitować rynkowe skarbowe papiery wartościowe nominowane w PLN za 126,5 mld PLN. Zakładamy, że proces finansowania potrzeb pożyczkowych w 2016 r., podobnie jak w ostatnich latach (Wykres 23), zakończy się w październiku. Pamiętać jednak należy o tym, że przedstawione powyżej założenia budżetowe mają charakter planu i w sytuacji istotniejszych zmian rynkowych mogą ulec zmianie (np. w zakresie struktury sprzedawanych papierów skarbowych). Prawdopodobnie niższy od planu okaże się m.in. deficyt budżetowy, na co wpływ będzie miał wyższy od planu zysk NBP (o prawie 5 mld PLN) przekazywany do budżetu państwa.

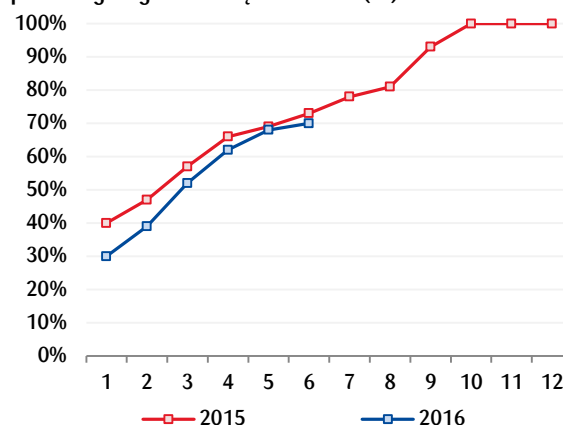
Proces pozyskiwania finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych powinien zakończyć się w październiku.

Wykres 22 Potrzeby pożyczkowe brutto Polski (mld PLN).



Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 23 Stopień realizacji potrzeb pożyczkowych brutto w poszczególnych miesiącach roku (%).



Źródło: Ministerstwo Finansów, PKO Bank Polski

Tabela 8 Planowane emisje rynkowych skarbowych papierów wartościowych nominowanych w PLN (2016 r., w mld PLN).

Instrument	Saldo (ujęcie netto)	Przychody (ujęcie brutto)
Skarbowe papiery wartościowe rynkowe	51,2	126,5
1. Bony skarbowe	7,9	7,9
2. Obligacje skarbowe	43,3	118,6
w tym		
obligacje serii WZ o zmiennym kuponie	35,7	35,7
obligacje serii IZ indeksowane inflacją	1,7	6,4

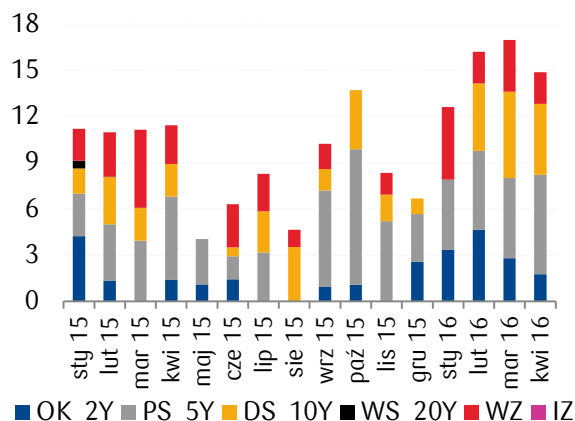
*saldo – oznacza ujęcie netto emisji w 2016 r. (po odjęciu wykupów), z kolei przychody ujęcie brutto (łącną wartość emisji, bez uwzględnienia wykupu obligacji).

Źródło: MF

Ministerstwo Finansów rozpoczęło 2016 r. mając sfinansowane potrzeby pożyczkowe w 20%. Po czerwcu wykonanie potrzeb pożyczkowych wzrosło w okolice 70%. Oznacza to, że realizacja planu, mimo znaczącego wzrostu wartości emitowanego długu, przebiega w podobnym tempie jak w poprzednich latach. Oznacza to, że MF będzie musiało pozyskać jeszcze finansowanie na poziomie 48 mld PLN. Szacować można, że z tej kwoty ok. 30-35 mld PLN będzie pozyskane poprzez emisję hurtowych papierów skarbowych denominowanych w PLN, co daje podażę skarbowych papierów skarbowych na średnim miesięcznym poziomie bliskim 10 mld PLN do września włącznie, lub 8 mld PLN do października włącznie.

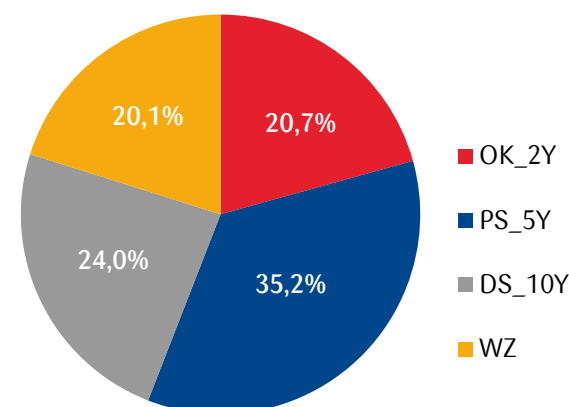
Średnia miesięczna wartość emisji papierów skarbowych może sięgać 9 mld PLN.

Wykres 24 Emisje hurtowych obligacji skarbowych nominowanych w PLN w poszczególnych miesiącach (mld PLN).



Źródło: Ministerstwo Finansów, PKO Bank Polski
1 lipca 2016

Wykres 25 Emisje hurtowych obligacji skarbowych w PLN w podziale na serie w okresie I-IV 2016 r.



Źródło: Ministerstwo Finansów, PKO Bank Polski

Zakładać należy, że podobnie jak w ostatnich kwartałach, Ministerstwo Finansów zainteresowane będzie głównie emisją obligacji skarbowych o dłuższych terminach wykupu. Naszym zdaniem preferowane będą obligacje w sektorze 10-letnim, natomiast w przypadku braku wystarczającego popytu oferta będzie uzupełniana 5-letnimi papierami o stałym kuponie, a także obligacjami serii WZ o zmiennym kuponie (również w terminie 5-letnim).

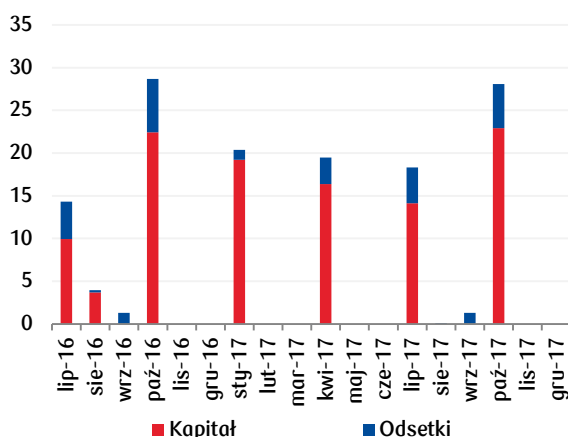
Biorąc pod uwagę wysoki popyt inwestorów na polskie obligacje skarbowe oferta bonów skarbowych wciąż będzie jedynie dodatkiem, uzupełniającym finansowanie w okresach gorszej koniunktury (w III kw. ich sprzedaż nie jest w ogóle planowana).

Powyższe szacunki potwierdza harmonogram podaży w III kw. 2016 r. opublikowany przez Ministerstwo Finansów. Łączna wartość wyemitowanych obligacji skarbowych ma w tym okresie wynieść 15-25 mld PLN. W samym lipcu wyemitowane mają zostać obligacje na kwotę w przedziale 7-15 mld PLN. Oznacza to, że do wypełniania tegorocznego planu (bez uwzględnienia ewentualnego niższego deficytu budżetu) potrzebne będą emisje obligacji skarbowych o wartości około 10 mld PLN. Część z tego finansowania zostanie zapewniona zapewne podczas wrześniowej aukcji zamiany, pozostała część podczas emisji październikowych.

Ministerstwo Finansów zapewne preferować będzie emisje długoterminowych obligacji.

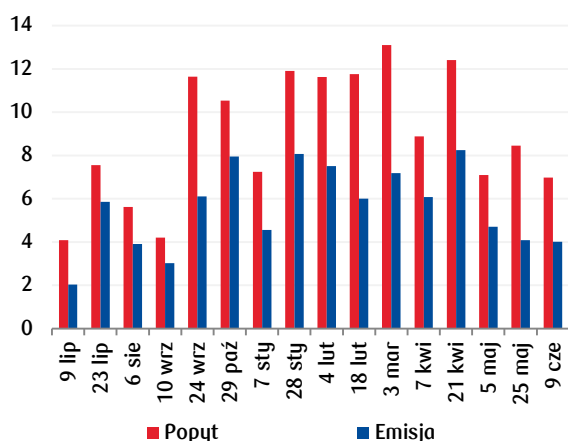
Według harmonogramu MF w III kw. podaż SPW wyniesie 15-25 mld PLN.

Wykres 26 Wykupy hurtowych obligacji skarbowych nominowanych w PLN i wypłaty odsetek (mld PLN).



Źródło: Bloomberg

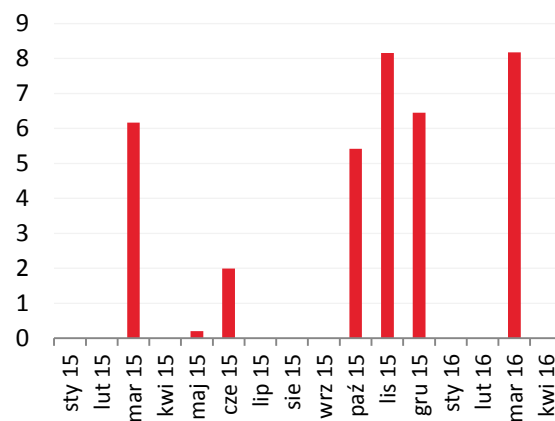
Wykres 28 Łączny popyt i podaż obligacji skarbowych na ostatnich aukcjach regularnych (mld PLN, bez aukcji uzupełniających).



Źródło: Ministerstwo Finansów

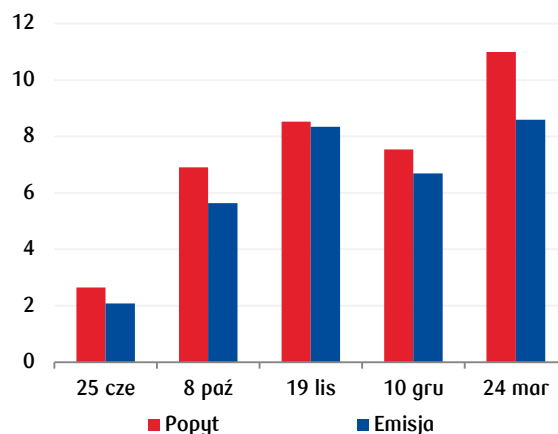
1 lipca 2016

Wykres 27 Wartość hurtowych obligacji w PLN odkupowanych przez Ministerstwo Finansów (mld PLN, przede wszystkim na aukcjach zamiany).



Źródło: Ministerstwo Finansów, PKO Bank Polski

Wykres 29 Łączny popyt i podaż na ostatnich aukcjach zamiany (mld PLN).



Źródło: Ministerstwo Finansów

Badając wpływ zbliżających się aukcji obligacji skarbowych należy pamiętać, że jednocześnie Ministerstwo Finansów będzie wykupowało zapadające w lipcu i w sierpniu papiery OK0716 i IZ0816, a także będzie wypłacało odsetki. Łącznie daje to kwotę prawie 20 mld PLN, co pozwoliłoby okryć większą część prognozowanej podaży w III kw. 2016 r. Większość z tej kwoty zostanie wypłacona w pierwszych dwóch miesiącach. Napływające środki będą wzmacniać rynek, chociaż akurat w samym lipcu relatywnie wysoka podaż może nieco ciężać rynkowi (pozytywny efekt powinien być widoczny szczególnie w sierpniu).

Do inwestorów w III kw. trafi prawie 20 mld PLN z tytułu wykupu obligacji oraz wypłaty odsetek.

Tabela 9 Zmiany wartości portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN w ramach poszczególnych grup inwestorów (mld PLN).

Data	Banki	Nierezydenci	ZU	OFE	TFI	Pozostali	RAZEM
2009	14,9	23,3	-9,9	10,4	2,8	4,5	46,0
2010	-1,6	46,2	5,7	5,9	3,4	4,5	64,2
2011	-7,1	27,7	-3,9	5,2	1,4	0,1	23,4
2012	-15,5	37,4	-2,7	-4,8	10,1	0,8	25,1
2013	26,9	3,3	-0,8	8,4	5,0	4,2	47,0
2014	36,1	2,8	0,9	-122,4	0,1	0,0	-82,5
2015	20,7	10,8	-0,7	-0,8	0,2	1,7	31,9
V 2016	47,5	-14,2	-1,8	-0,7	4,5	1,3	36,7

*zmiana wyniku z umorzenia portfela obligacji skarbowych OFE o wartości nominalnej na koniec stycznia 126,1 mld PLN.

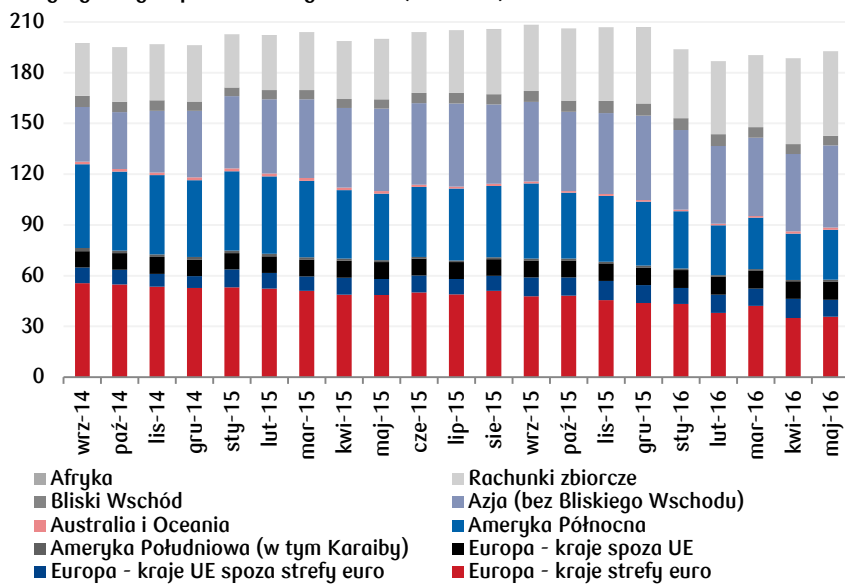
Źródło: Ministerstwo Finansów

W najbliższych miesiącach istotne znaczenie będą miały zmiany w zakresie struktury popytu na SPW. Rozpoczęty w 2013 r. odpływ kapitału inwestorów globalnych z rynków wschodzących (zarówno z akcji jak i obligacji) miał wpływ również na polski rynek obligacji skarbowych, a także doprowadził do długoterminowych zmian w zakresie struktury finansowania. W ostatnich latach potrzeby pożyczkowe netto w znaczącym stopniu finansował sektor bankowy. Chociaż pewna zmiana nastąpiła w 2015 r., kiedy to odnotowany został wzrost popytu ze strony inwestorów zagranicznych, a ich portfele zaczęły po raz kolejny przyrastać (+10,8 mld PLN). Ciekawa jest jednak struktura tego przyrostu. We wspomnianym okresie systematycznie spada wartość portfeli utrzymywanych przez inwestorów europejskich oraz amerykańskich. Poluzowanie polityki pieniężnej, do jakiego doszło w tym okresie w strefie euro, nie doprowadziło do napływu kapitału do Polski. Częściowo ten obraz może być zniekształcony poprzez fakt, że MF wyodrębniła kategorię „Rachunki zbiorcze”, na której rejestrowane są papiery wartościowe inwestorów w przypadku, których nie jest możliwa identyfikacja kraju pochodzenia. W tej kategorii odnotowany został wyraźny przyrost, który w części pokrywał wartość odpływu inwestorów europejskich i amerykańskich.

Istotne znaczenie będzie miał popyt na obligacje ze strony inwestorów zagranicznych.

Wśród inwestorów, którzy najchętniej sprzedawali polskie papiery skarbowe były globalne fundusze inwestycyjne. Według danych na koniec maja 2016 r. utrzymywały portfele na poziomie 41 mld PLN, podczas gdy na początku 2015 r. była to kwota bliska 81 mld PLN.

Wykres 30 Wartość portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN utrzymywanych przez nierezydentów (mld PLN).



Źródło: Ministerstwo Finansów

BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Arkadiusz Trzciotek

t: 22 521 61 66

arkadiusz.trzciotek@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Joanna Bachert

t: 22 521 41 16

joanna.bachert@pkobp.pl

Jarosław Kosaty

t: 22 521 65 85

jaroslaw.kosaty@pkobp.pl

Analizy Ilościowe

Artur Pluska

t: 22 521 50 46

artur.pluska@pkobp.pl

DEPARTAMENT SKARBU

Zespół Klienta Strategicznego:

t: 22 521 76 43

t: 22 521 76 50

Zespół Klienta Korporacyjnego:

t: 22 521 76 35

t: 22 521 76 37

Zespół Klienta Detalicznego:

t: 22 521 76 27

t: 22 521 76 31

Instytucje finansowe:

t: 22 521 76 25

t: 22 521 76 26

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usług doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. PKO BP SA dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. PKO BP SA nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa; Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; Kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.