

TYGODNIK EKONOMICZNY

22 – 28 czerwca 2015

Kolejne doniesienia ws. Grecji i wynik posiedzenia FOMC były głównymi tematami śledzonymi przez inwestorów w minionym tygodniu. Spotkanie Eurogrupy nie przyniosło porozumienia odnośnie do warunków pomocy dla Grecji. Osłabiło to globalny nastrój, szczególnie w kontekście późniejszych informacji o tym, że EBC może być zmuszony do zwiększenia wsparcia płynnościowego dla greckich banków w wyniku znacznego przyspieszenia ucieczki depozytów. Europejskie kłopoty przesłoniły nieco optymizm po posiedzeniu FOMC. W ocenie rynku, wydźwięk komunikatu był mniej jastrzębi niż się obawiano, chociaż zarówno jego treść jak i nowe prognozy sugerowały, że wrześniowa podwyżka stóp jest całkiem prawdopodobna. Jeśli chodzi o polskie dane, inflacja odbiła w maju wolniej niż oczekiwano, do -0,9% r/r z -1,1% r/r, a dane z gospodarki realnej (płace, zatrudnienie, produkcja, sprzedaż) dały niejednoznaczny sygnał na temat aktywności ekonomicznej. Nadal jednak oczekujemy przyspieszenia tempa wzrostu PKB do 4% na koniec roku. Złoty i obligacje pozostały pod presją w minionym tygodniu.

W tym tygodniu Grecja pozostanie w centrum uwagi, bowiem zaplanowany na poniedziałek nadzwyczajny szczyt przywódców strefy euro wydaje się być ostatnią szansą na uniknięcie bankructwa tego kraju. Chociaż osiągnięte w ostatniej chwili porozumienie pozwalające na wypłatę Grecji środków jeszcze w tym miesiącu mogłoby pozytywnie wpłynąć na nastrój inwestorów, to rozwiązanie takie jest obecnie mało prawdopodobne. Obok kwestii Grecji, uwagę rynku zwrócą też zapewne dane ze strefy euro (wstępne PMI, niemiecki Ifo) i z USA. Te ostatnie mogą wpłynąć na rynkową ocenę terminu pierwszej podwyżki stóp przez Fed. Środowy odczyt polskiej stopy bezrobocia nie wpłynie raczej na rynek.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (22 czerwca)							
16:00	US	Sprzedaż domów	V	mln	5,28	-	5,04
WTOREK (23 czerwca)							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	49,4	-	49,2
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	51,5	-	51,1
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	52,0	-	52,2
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,50	-	1,65
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	V	% m/m	-0,5	-	-0,5
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	V	tys.	520	-	517
ŚRODA (24 czerwca)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	V	%	10,8	10,8	11,2
10:00	DE	Indeks Ifo	VI	pkt	108,0	-	108,5
14:30	US	PKB	I kw.	% kw./kw.	-0,2	-	2,2
CZWARTEK (25 czerwca)							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Dochody osobiste	V	% m/m	0,5	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	V	% m/m	0,7	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	
PIĄTEK (26 czerwca)							
16:00	US	Indeks Michigan	VI	pkt	94,6	-	90,7

Źródło: BZ WBK, Bloomberg.

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

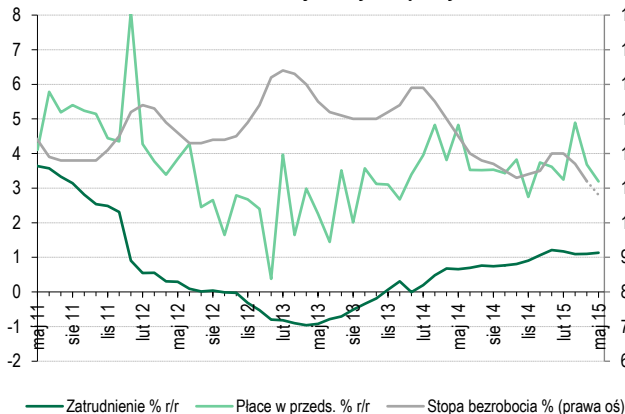
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Dalszy spadek stopy bezrobocia

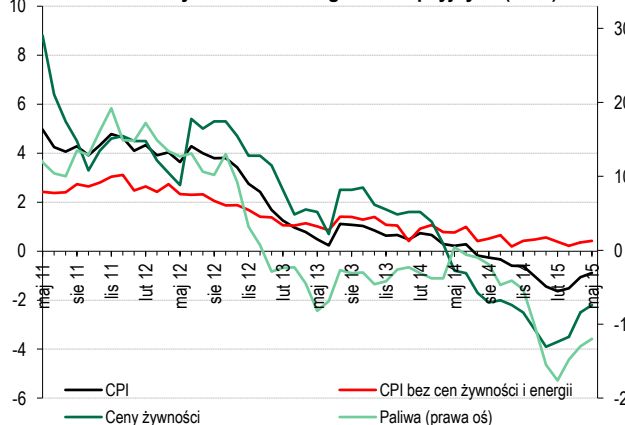
Tendencje na rynku pracy



■ Nasz szacunek majowej stopy bezrobocia rejestrowanego wynosi 10,8%, zgodnie z liczbą pokazaną przez Ministerstwo Pracy. Bezrobocie wciąż spada, ale już nie tak szybko jak w 2014 r. i naszym zdaniem tempo spadku tej miary będzie spowolniało, jako że zasób pracowników z adekwatnymi umiejętnościami topnieje. Mimo wszystko, rynek pracy jest w świetnej formie, w zasadzie w najlepszej od czasów kryzysu i to powinno być wsparciem dla popytu krajowego w najbliższych miesiącach.

Ostatni tydzień w gospodarce – Słabe płace i produkcja, solidna sprzedaż

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych (% r/r)



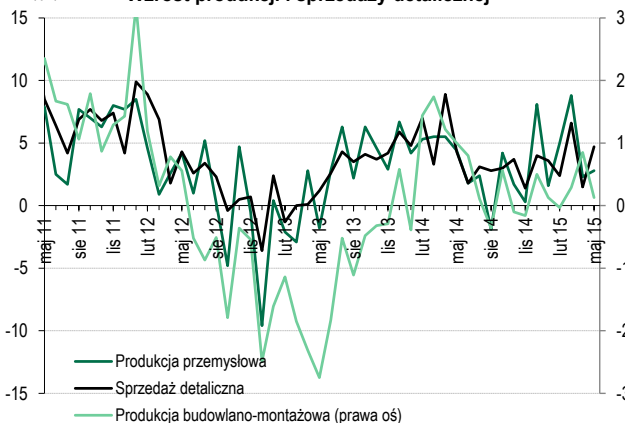
■ Stopa inflacji wzrosła w maju do -0,9% r/r z -1,1% r/r w kwietniu, nieco poniżej naszej prognozy i konsensusu. Niespodzianką była obniżka cen żywności i napojów bezalkoholowych. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii nie zmieniła się i wyniosła 0,4% r/r. Roczna dynamika CPI pozostanie zapewne ujemna do końca III kwartału, a na koniec roku powinna wynieść ok. 0,7% r/r.

■ Kwietniowe saldo obrotów bieżących pokazało nadwyżkę w wysokości 1,1 mld €. 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wyniósł 1,5 mld € a jego relacja do PKB obniżyła się wg naszych szacunków do 0,4%, najniższego poziomu od połowy lat 90. Wzrost eksportu był mocny, odzwierciedlając ożywienie popytu z Unii Europejskiej. Spodziewamy się dobrego wzrostu eksportu i importu także w kolejnych miesiącach.

■ W maju dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw spadła do 3,2% r/r z 3,7% r/r w kwietniu, naszym zdaniem głównie pod wpływem niekorzystnego efektu dni roboczych. Natomiast roczna dynamika zatrudnienia w tym sektorze w maju utrzymała się, trzeci miesiąc z rzędu, na poziomie 1,1% r/r, zgodnie z prognozami. W krótkim terminie oczekujemy umiarkowanego wzrostu płac i stabilizacji tempa wzrostu zatrudnienia.

■ Produkcja w przemyśle drugi miesiąc z rzędu rozczarowała i wyniosła 2,8% r/r w maju. O ile w kwietniu przyczyną był efekt wcześniejszej Wielkanocy, który pociągnął w dół produkcję żywności, w maju na wynikach zaciążył prawdopodobnie efekt dni roboczych. Mocno rozczarowała produkcja w budownictwie (1,3% r/r), której wzrost spowolnił wyraźnie po dwóch miesiącach zapowiadających ożywienie w tym sektorze. Jeżeli kolejne miesiące nie przyniosą wyraźnej poprawy dynamiki w przemyśle i budownictwie, zaczniemy się martwić o kontynuację ożywienia w polskiej gospodarce. Na pocieszenie, majowe dane o sprzedaży detalicznej były bliskie naszej prognozie (4,7% r/r) i lepsze od oczekiwań, wskazując na dobre perspektywy popytu konsumpcyjnego.

Wzrost produkcji i sprzedaży detalicznej



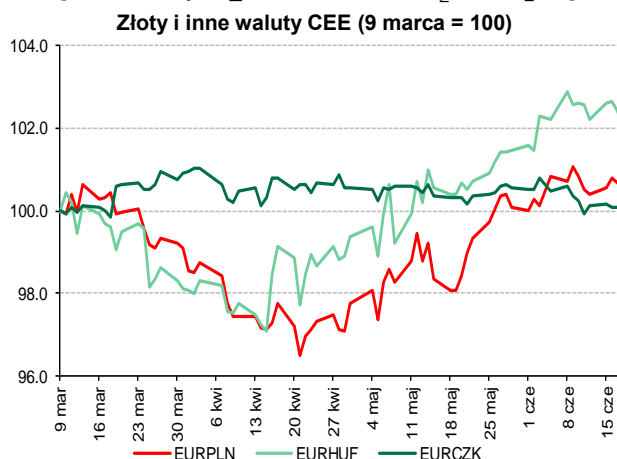
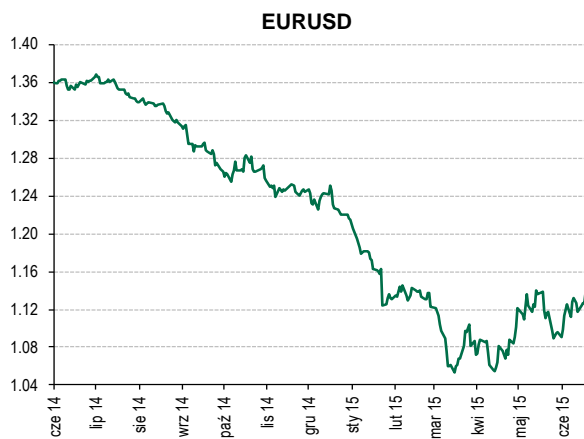
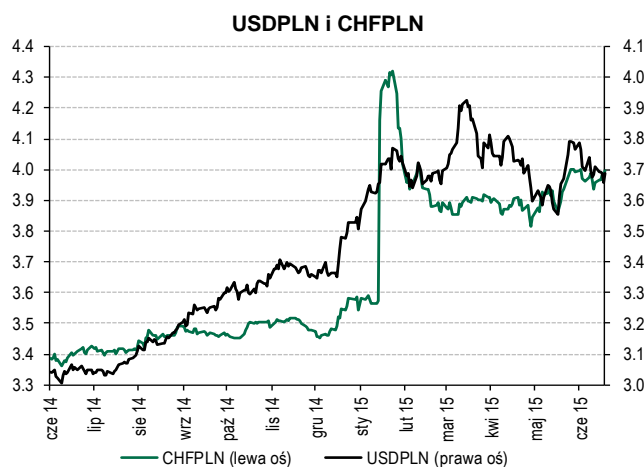
Cytat tygodnia – Stopa bezrobocia poniżej poziomu równowagi

Minutes z czerwowego posiedzenia RPP, NBP

Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że w ich opinii obecna stopa bezrobocia jest już niższa niż stopa bezrobocia równowagi, co może oddziaływać w kierunku wzrostu dynamiki płac w przyszłości. Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że poziom płac w Polsce jest niski, a ich wyraźny wzrost byłby możliwy przy szybszym wzroście wydajności pracy, czemu sprzyjałaby większa innowacyjność gospodarki.

Minutes z czerwowego posiedzenia RPP pokazują, że polscy bankierzy centralni dostrzegają stopniowe ożywienie w gospodarce Polski oraz strefy euro, czemu towarzyszy bardzo korzystna sytuacja rynku pracy, co spowoduje stopniowy wzrost inflacji w kierunku celu. Luka popytowa jest jednak ujemna, co przekłada się na brak presji na wzrost cen. Dlatego nie ma powodu do zmiany stóp, co jest nie jest oczywiście nowym wnioskiem. W minutes jest jednak pewien interesujący fragment: niektórzy członkowie Rady uważają, że stopa bezrobocia jest już poniżej poziomu równowagi, co może przekładać się na wyższą presję na wzrost płac. Jest to zgodne z naszą interpretacją sytuacji na rynku pracy.

Rynek walutowy – Grecja wciąż wyznacza kierunek dla rynków



Złoty pod presją nierozwiązanej kwestii Grecji

▪ Złoty, podobnie jak pozostałe waluty krajów rozwijających się, pozostawał pod wpływem czynników globalnych, głównie niepewności odnośnie do dalszego rozwoju sytuacji w Grecji. Długotrwały brak porozumienia pomiędzy Grecją a jej wierzycielami przyćmił wynik posiedzenia FOMC, którego retoryka była mniej jastrzębia niż się obawiano i złoty nie skorzystał z poprawy nastrojów. W tym samym czasie krajowe dane makro (niższa od prognoz nadwyżka na rachunku bieżącym, słabsza dynamika produkcji) nie wsparły krajowej waluty. W konsekwencji EUR/PLN osiągnął krótkotrwale 4,176. Tymczasem złoty zyskał dość znacząco wobec dolara; wzrost EUR/USD pchnął USD/PLN nieco poniżej 3,65. Jednak na koniec tygodnia kurs wzrósł nieco powyżej 3,69.

▪ Miniony tydzień nie przyniósł znaczących zmian na wykresie EUR/PLN. Informacje o postępach w negocjacjach z Grecją będą kluczowe dla inwestorów i wyznaczą kierunek dla rynku na najbliższe dni/tygodnie. Publikacje danych za granicą mogą mieć również pewien wpływ na nastroje inwestorów, głównie dane z USA, których interpretacja będzie przekładała się na oczekiwania rynku na temat terminu rozpoczęcia podwyżek stóp przez Fed, podczas gdy w kraju kalendarz publikacji jest bardzo ubogi. W naszej ocenie EUR/PLN może wzrosnąć nawet do 4,20 (maksimum z tego miesiąca) gdyby w najbliższym czasie nie doszło do przełomu w rozmowach pomiędzy Grecją a jej wierzycielami.

Euro umocniło się po FOMC

▪ EUR/USD pozostawał w trendzie bocznym (wahając się między 1,119 i 1,133) w pierwszej połowie minionego tygodnia w oczekiwaniu na wynik czerwcowego posiedzenia FOMC. Europejska waluta była również pod presją mieszanych danych z Niemiec. W kolejnych dniach EUR/USD osiągnął 1,1436 w wyniku mniej jastrzębiego niż się obawiano komentarza Fed, nieznacznie słabszych danych inflacyjnych z USA i nadziei na pomyślne rozwiązanie kwestii pomocy dla Grecji. Koniec tygodnia przyniósł jednak realizację zysków po informacjach o nadzwyczajnym posiedzeniu EBC, w czasie którego będzie omawiana sytuacja w greckim sektorze bankowym, którego płynność znacząco zmniejszyła się w ostatnich dniach. W konsekwencji EUR/USD spadł ponownie w okolice 1,13 na koniec tygodnia.

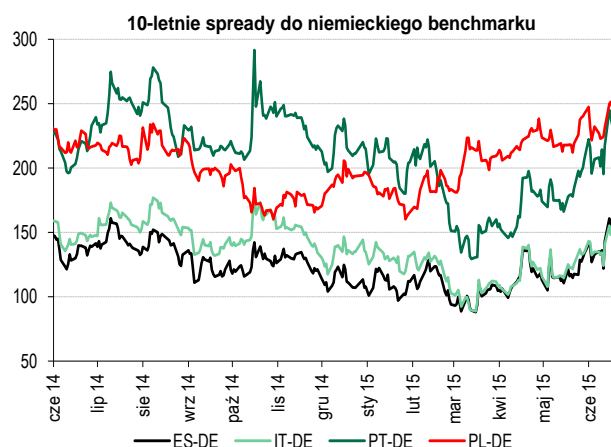
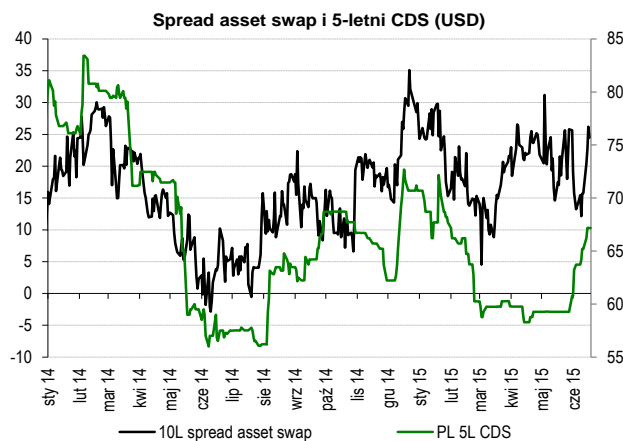
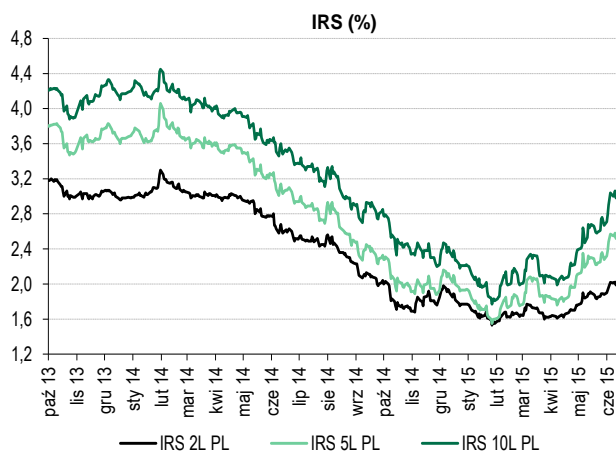
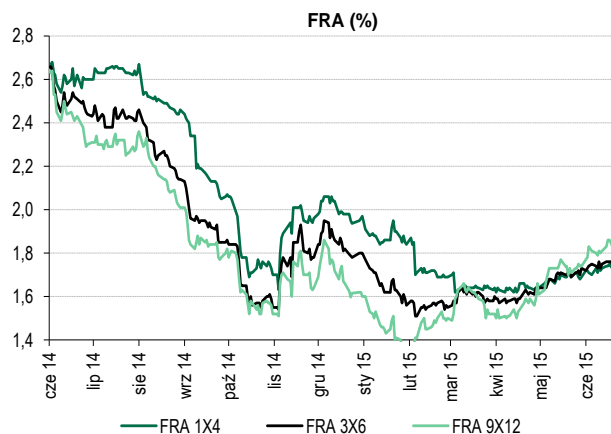
▪ W tym tygodniu uwaga będzie skierowana na nadzwyczajny szczyt liderów strefy euro zaplanowany na poniedziałek, ale również na publikacje danych makro. Pozytywny finał greckiej sagi przed 30 czerwca powinien wspierać euro, w szczególności jeśli dane z USA potwierdzą oczekiwania inwestorów, że termin pierwszej podwyżki może zostać przesunięty. Problem jednak w tym, że prawdopodobieństwo takiego scenariusza nie jest szczególnie wysokie.

HUF i CZK przed posiedzeniami banków centralnych

▪ Forint, podobnie jak złoty, pozostał na podwyższonym poziomie w relacji do euro w wyniku niepewności odnośnie do pakietu pomocowego dla Grecji. EUR/HUF wahał się między 310 a 313. W tym samym czasie czeska korona była względnie odporna na wzrost awersji do ryzyka. EUR/CZK poruszał się tylko nieznacznie powyżej poziomu referencyjnego na 27,0.

▪ W tym tygodniu nie tylko czynniki globalne, ale również krajowe mogą odgrywać istotną rolę dla notowań HUF i CZK. Uwaga skoncentruje się na posiedzeniach banków centralnych na Węgrzech i w Czechach. Powszechnie oczekuje się, że bank centralny Czech pozostawi politykę monetarną bez zmian, a bank Węgier obniży stopy o 15 pb, w tym stopę bazową do historycznego minimum 1,50%. Te decyzje mogą być w cieniu doniesień z Grecji. Osiągnięcie porozumienia przed końcem miesiąca powinno dać rynkowi impuls do odreagowania.

Rynek stopy procentowej – Czynniki zewnętrzne nadal kluczowe



Stawki w górę przez brak zgody ws. Grecji

▪ Rentowności obligacji wzrosły o kolejne kilka punktów bazowych i w przypadku 10-latki przebiły został tymczasowo poziom 3,30%, a 5-latka osłabiała się wyraźnie powyżej 2,70%. W przypadku IRS też odnotowano wzrost zmienności, ale w tygodniowym rozrachunku krzywa nie uległa znaczącym zmianom. 10-letni IRS pozostał nieco powyżej 3%, a 5-letni blisko 2,60%. Spready asset swap rozszerzyły się, czemu towarzyszył też wzrost 5-letniego CDSa (do powyżej 67 z ok. 65). Głównym czynnikiem wpływającym na osłabienie długu były poważne obawy o losy Grecji, bowiem negocjacje ws. warunków pomocy coraz bardziej zaczynały przypominać syzyfową pracę i nie było żadnego postępu. Krajowe dane raczej nie pokazały siły polskiej gospodarki i być może był to czynnik ograniczający potencjał do wzrostu IRS.

▪ Stawki FRA wzrosły o 1-4 pb i rynek nadal oczekuje pierwszej podwyżki stóp o 25 pb za 12 miesięcy. Nasza prognoza pozostaje niezmienną i nadal spodziewamy się rozpoczęcia zacieśniania polityki pieniężnej w IV kw. 2016.

Czynniki zewnętrzne nadal kluczowe

▪ Kwestia Grecji pozostaje nierozwiązana i nie oczekujemy, aby polskie IRS i rentowności spadły znacznie i trwale bez finalnego porozumienia. Rozmowy ws. warunków pomocy mają być kontynuowane w weekend i w poniedziałek, więc początek tygodnia może być dość zmienny na polskim i światowym rynku.

▪ W dalszej części tygodnia poznamy sporo ważnych danych z USA. W minionym tygodniu polski rynek stopy procentowej dość pozytywnie zareagował na wydzwięk posiedzenia FOMC i zniwelował dzięki niemu część wcześniejszych strat. „Wykres kropkowy” pokazał, że tempo i łączna skala podwyżek stóp Fed może być mniejsza niż dotychczas oczekiwano, co zainicjowało spadek rentowności i IRS na światowym rynku stopy procentowej. Słaby początek roku w wykonaniu amerykańskiej gospodarki był zapewne głównym powodem obniżenia przez Fed prognoz wzrostu PKB w 2015 i mniej agresywnych podwyżek stóp w kolejnych latach. W tym tygodniu dane z rynku nieruchomości oraz o wydatkach i dochodach konsumentów mogą się znaleźć w centrum uwagi. Jeśli odczyty nie zaskoczą na plus, wtedy polskie IRS oraz rentowności mogłyby kontynuować ruch zainicjowany przez FOMC.

▪ Nie oczekujemy, aby krajowe dane miały istotny wpływ na rynek. Jednocześnie, II kw. zbliża się ku końcowi, więc wzmóc się może aktywność zarządzających chcących poprawić swoje wyniki na koniec okresu („window dressing”). Mogłoby to wesprzeć polski dług, który po ostatniej wyprzedaży jest atrakcyjniejszy.

▪ Na czwartek Ministerstwo Finansów zaplanowało aukcję zamiany obligacji. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, w tym tygodniu w sprzedaży nie powinny pojawić się serie emitowane dwa tygodnie temu (tj. OK0717 oraz WZ0120). Sądzymy, że teraz resort skupi się na środku i długim końcu krzywej. Na ostatnich dwóch aukcjach sprzedawane były obligacje będące w posiadaniu głównie polskich inwestorów, co mogło wynikać z niestabilnego globalnego nastroju i awersji do ryzyka utrzymującej się na świecie. Jeśli i tym razem Ministerstwo będzie się kierować tym kluczem, to sądzymy, że zaoferowany może zostać 5-letni benchmark PS0420 (krajowi inwestorzy posiadali 78% tej obligacji na koniec kwietnia) oraz długoterminowy papier ze zmiennym kuponem, np. WZ0124 (którego na koniec kwietnia kraj posiadał 99%).

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl