

TYGODNIK EKONOMICZNY

6 – 12 lipca 2015

Sezon wakacyjny rozpoczął się dość nerwowo ze względu na coraz bardziej napiętą sytuację w Grecji. Zamiast kontynuować negocjacje, premier Grecji niespodziewanie ogłosił referendum, aby zapytać obywateli czy popierają pakiet pomocowy na warunkach narzucanych przez wierzycieli. Naszym zdaniem, referendum miałoby jakiś sens i pozwalało greckiemu rządowi wyjść z negocjacji „z twarzą”, ale kilka tygodni/miesięcy temu. Reakcja Eurogrupy była więc oczywista: pakiet pomocowy nie został przedłużony. Co więcej, EBC zdecydował, że nie zostanie zwiększona linia płynnościowa (ELA) dla greckich banków, więc rząd grecki zdecydował o zamknięciu banków na sześć dni roboczych oraz o wprowadzeniu kontroli przepływów kapitałowych. Grecja nie wywiązała się z płatności do MFW 30 czerwca. Biorąc wszystkie powyższe elementy pod uwagę, reakcja rynków była jak na razie umiarkowana i najwyraźniej inwestorzy wciąż mają nadzieję na porozumienie, które zmniejszyłoby ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro.

Teoretycznie, drzwi do rozmów pozostają otwarte. Szczególnie jeśli Grecy zagłosują w referendum na „tak”. Niemniej, nawet w tym przypadku pozostanie wiele przeszkód do pokonania i wiele znaków zapytania. Możliwe, że konieczna będzie zmiana rządu w Grecji, a nowy może nie mieć większości w parlamencie, żeby przyjąć konieczne zmiany, przez co jego wiarygodność w rozmowach z wierzycielami może być mniejsza. A czas będzie uciekał, ze względu na zbliżające się kolejne płatności, m.in. 3,5 mld € wobec EBC zaplanowane na 20 lipca. W przypadku wyniku referendum na „nie”, prawdopodobieństwo wyjścia Grecji ze strefy euro wzrośnie, co będzie miało negatywny wpływ na rynki finansowe (globalna awersja do ryzyka), przynajmniej w krótkim terminie.

Ostatnie posiedzenie RPP przez przerwę wakacyjną będzie jedynym istotnym wydarzeniem krajowym. Nie należy się jednak spodziewać zmian w parametrach polityki pieniężnej, choć nowa projekcja NBP pokaże zapewne nieco wyższe ścieżki PKB i CPI.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (6 lipca)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	-0,1	-	1,4
16:00	US	Indeks ISM - usługi	VI	pkt	56,4	-	55,7
WTOREK (7 lipca)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,1	-	0,9
14:30	US	Bilans handlowy	V	mld \$	-42,75	-	-40,9
ŚRODA (8 lipca)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,5	1,5	1,5
9:00	HU	CPI	VI	% r/r	0,6	-	0,5
20:00	US	Minutes FOMC			-	-	-
CZWARTEK (9 lipca)							
9:00	CZ	CPI	VI	% r/r	0,9	-	0,7
11:30	PL	Aukcja obligacji			-	-	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydz.	tys.	277	-	281
PIĄTEK (10 lipca)							
16:00	US	Zapasy hurtowników	V	% m/m	0,3	-	0,4

Źródło: BZ WBK, Bloomberg

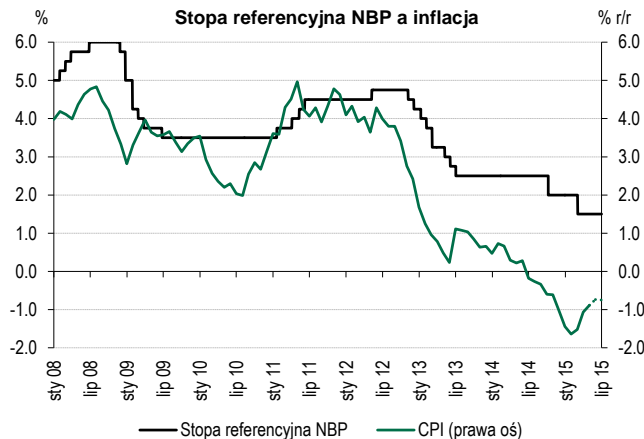
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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:

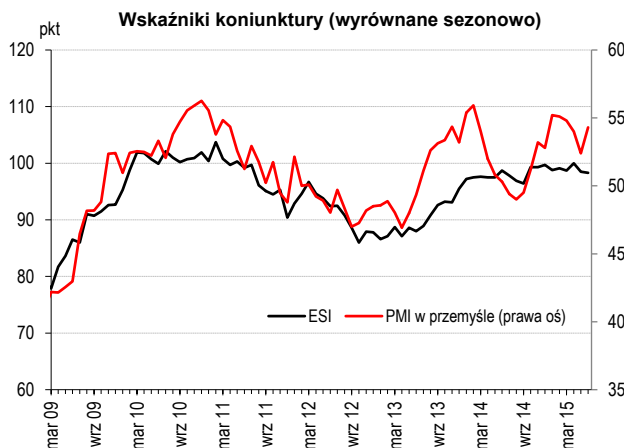
Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Krajowa RPP raczej nie zaskoczy

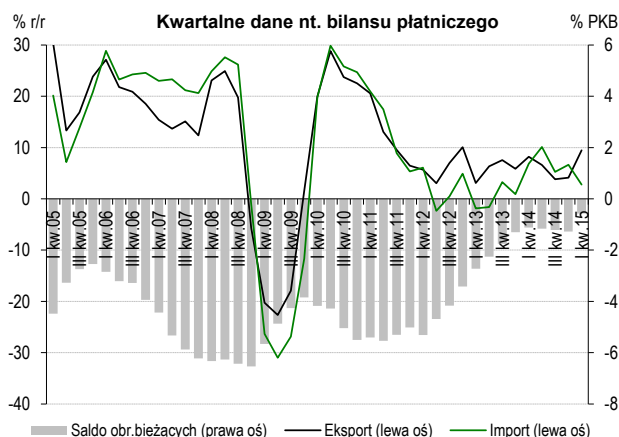


- Spodziewamy się, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna na 1,50%) podczas ostatniego posiedzenia przed przerwą wakacyjną (następne posiedzenie dopiero we wrześniu).
- RPP będzie miała okazję zapoznać się z nową projekcją PKB i CPI. Uważamy, że pokaże ona wyższe ścieżki inflacji i wzrostu gospodarczego niż w marcu, ale nie aż na tyle, by wymagało to zmiany parametrów polityki pieniężnej. Naszym zdaniem, pierwsza podwyżka stóp procentowych będzie miała miejsce pod koniec 2016 r.
- Podczas konferencji prasowej główny nacisk może paść na kwestię potencjalnego wpływu greckiego referendum. W przypadku ekstremalnej zmienności rynkowej, prezes NBP może powtórzyć ostrzeżenie, że bank centralny może posłużyć się interwencją walutową do wygładzania zmian kursowych.

Ostatni tydzień w gospodarce – PMI w górę, ESI w dół



- Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa odbił w czerwcu do 54,3 pkt. z 52,4 pkt w maju, po czterech miesiącach spadków. Spodziewaliśmy się ruchu w górę, ale w mniejszej skali, obawiając się, że niepewność co do sytuacji w Grecji będzie dalej miała negatywny wpływ na nastroje inwestorów. Najwyraźniej jednak polskie firmy nie przejęły się tym czynnikiem, a wzrost produkcji, nowych zamówień i zakupów przyspieszył. Tempo wzrostu zatrudnienia utrzymało się na solidnym poziomie, choć nieco spowolniło wobec maja. Zamówienia eksportowe wzrosły nieznacznie a poprawa w nowych zamówieniach ogółem wynikała z mocniejszego popytu krajowego. Uważamy, że kontynuacja ożywienia gospodarczego w strefie euro spowoduje ożywienie także w zamówieniach eksportowych, zwłaszcza że kurs EURPLN utrzymuje się na poziomie zapewniającym wysoką konkurencyjność polskiego eksportu. Odczyt PMI wspiera naszą prognozę mocnego odczytu produkcji przemysłowej w czerwcu (7,9% r/r).



- Z drugiej strony, wskaźnik Economic Sentiment Index (ESI) Komisji Europejskiej obniżył się w czerwcu do 98,3 z 98,5 pkt. w maju. Jest to nieco lepszy wskaźnik wyprzedzający dla PKB niż PMI. Jednak średni ESI w II kw. był dokładnie taki sam jak w I kw. (98,9) sugerując stabilne tempo wzrostu PKB.
- Kwartalne dane o bilansie płatniczym pokazały niższą od oczekiwań nadwyżkę salda obrotów bieżących w I kw.: 1648 mln € wobec oczekiwań na poziomie 2200 mln €. Zrewidowano zwłaszcza eksport, który został obniżony o 527 mln €. Była to pierwsza nadwyżka C/A od kiedy dostępne są porównywalne dane. Nasz szacunek pokazuje, że roczne saldo C/A wyniosło -0,6% PKB.
- Odsezonowana stopa bezrobocia wg BAEL była w czerwcu stabilna na 7,8%. Jednak liczba bezrobotnych spadła o 9 tys. do 1,35 mln, najniższego poziomu od połowy 2009 r. Spodziewamy się dalszych spadków bezrobocia.

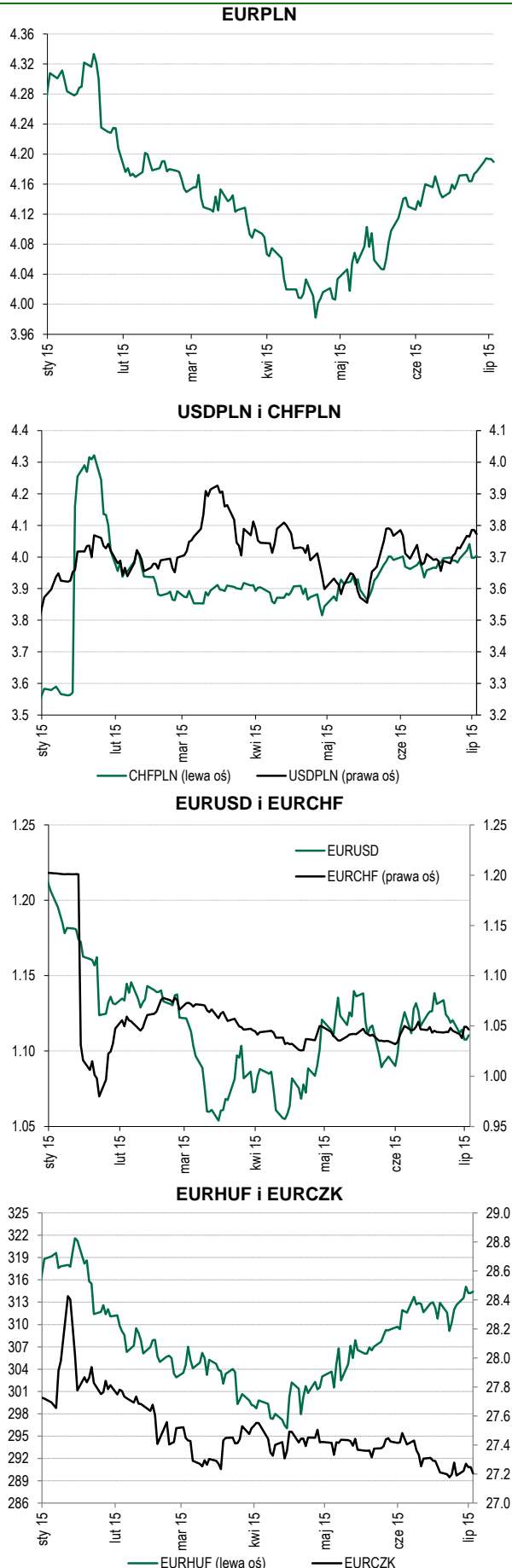
Cytat tygodnia – Brak potrzeby do interwencji na rynku walutowym (jak na razie)

Andrzej Raczko, wiceprezes NBP, PAP, 02.07.2015

Jeżeli teraz mamy euro w granicach 4,18-4,19, nawet 4,20, to nie są to przedziały wahań, które mają istotne znaczenie dla funkcjonowania realnej strony gospodarki. (...) Proszę pamiętać, że bank centralny interweniował bardzo, bardzo rzadko przez ostatnie kilkanaście lat. W tej chwili nie widzę żadnej potrzeby, żebyśmy o tym myśleli.

Biorąc pod uwagę niepewność co do Grecji, na konferencji prasowej RPP spodziewamy się pytań o możliwość interwencji walutowej przez NBP. Przypominamy, że ostatnio niektórzy politycy (w tym prezes NBP) wypowiadali się, że Polska jest bezpieczna w razie Grexitu i że ma wysoki poziom rezerw walutowych. Można to interpretować jako sugestię, że nie można wykluczyć interwencji. Ostatnia deprecjacja złotego pod wpływem negatywnych informacji na temat rozmów między Grecją a jej wierzycielami nie była zbyt duża, nie było zatem konieczności interwencji. Jednakże, interwencje walutowe są dla NBP dostępne i naszym zdaniem ich użycie w razie potrzeby nie może zostać wykluczone. Ponadto, euro na rynku może sprzedawać BGK.

Rynek walutowy – Greckie TAK lub NIE może wyznaczyć kierunek

**Spokojne oczekiwanie na referendum**

▪ Ostatni tydzień otworzył się osłabieniem złotego i innych walut regionu w reakcji na zaskakującą decyzję greckiego rządu, by przeprowadzić referendum dot. warunków pomocy zaproponowanych przez wierzycieli. Jednak po początkowym wzroście kursów pozostały one stabilne w kolejnych dniach zadziwiająco, spokojnie oczekując na wyniki referendum i jego potencjalne konsekwencje.

▪ Kurs EURPLN, po poniedziałkowym wzroście do prawie 4,20, czyli najwyższego poziomu od lutego, ustabilizował się w wąskim przedziale 4,185-4,195. Kurs złotego do dolara był nieco bardziej zmienny wobec ruchów EURUSD – po skoku do 3,82 w poniedziałek kurs spadł do 3,72 by potem powrócić do 3,80 pod koniec tygodnia.

▪ Grecja pozostaje w centrum uwagi. Widzimy większe szanse na zwycięstwo opcji „tak” w weekendowym referendum w sprawie warunków pomocy, co może oznaczać pewne umocnienie złotego. Jednak, uważamy, że miejsce na krótkoterminowe umocnienie złotego jest ograniczone, jako że nawet taki wynik referendum nie gwarantuje rychłego i bezproblemowego porozumienia. Wydaje się prawdopodobne, że w takim scenariuszu wierzyciele powrócą do rozmów z Grecją, ale może być potrzebna zmiana rządu, a termin następnej spłaty długu nieuchronnie się zbliża. Oznacza to więcej dni lub nawet tygodni niepewności co do rozwoju sytuacji w Grecji.

▪ Wygrana opcji „nie” w greckim referendum może oznaczać wyjście Grecji ze strefy euro, co będzie miało negatywny wpływ na globalną awersję do ryzyka, przynajmniej w krótkim okresie. To prawdopodobnie spowoduje wzrost EURPLN. Jednak naszym zdaniem skala ruchu będzie prawdopodobnie ograniczona przez aktywność banków centralnych (więcej QE ze strony EBC, możliwe opóźnienie podwyżek stóp w USA) oraz ograniczony wpływ na peryferia strefy euro. Jeśli EURPLN wzrośnie powyżej 4,30, to zwiększy się ryzyko na aktywność NBP/BGK na rynku walutowym.

Niejednoznaczny wpływ Grecji na euro

▪ Euro początkowo straciło do dolara w reakcji na referendum w Grecji, jednak wkrótce odrobiło straty i w kolejnych dniach oscylowało pod dyktando nowych wiadomości w sprawie Grecji.

▪ Uważamy, że wpływ Grecji na euro jest mniej jednoznaczny, niż może się wydawać.

▪ Głos na „tak” może nieco wesprzeć wspólną walutę. Jednak, sporo będzie zależało od szczegółów kompromisowego porozumienia. Zrewidowany plan ratunkowy może zinternalizować ryzyko Grecji w ramach strefy euro, co potencjalnie może mieć negatywny wpływ na euro, jako że może utrzymać Fed na drodze podwyżek stóp.

▪ „Nie” może spowodować wyjście Grecji ze strefy euro, co może w krótkim okresie pchnąć EURUSD w dół. Jednak wspólna waluta może szybko odbić jeśli globalna niepewność, którą wywoła to wydarzenie, spowoduje reakcje innych ośrodków, zwłaszcza opóźnienie podwyżek w USA.

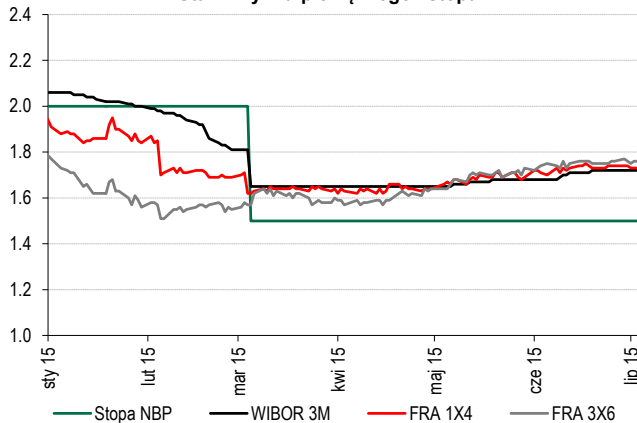
Forint i korona również stabilne przed referendum

▪ Kurs węgierskiego forinta poruszał się podobnie jak złotego. Po początkowym osłabieniu do 316 w poniedziałek, EURHUF oscylował w trendzie horyzontalnym w okolicach 314-315.

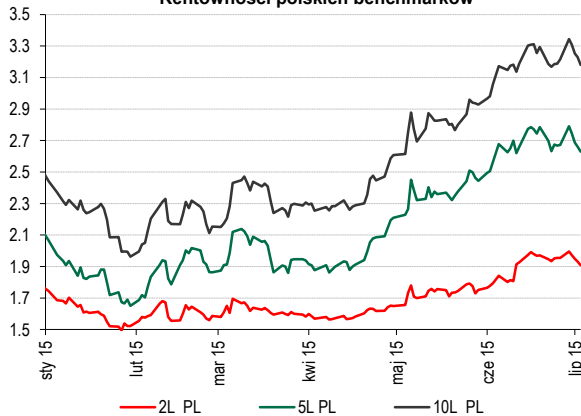
▪ Korona także była stabilna przez większą część tygodnia, ale zyskała w piątek do euro do najwyższego poziomu od 19 miesięcy po opublikowaniu minutes banku centralnego, które pokazały niższe prawdopodobieństwo zmiany pożądanego poziomu kursu EURCZK wobec szans na przyspieszenie gospodarki.

Rynek stopy procentowej – Ograniczona przestrzeń do spadku rentowności

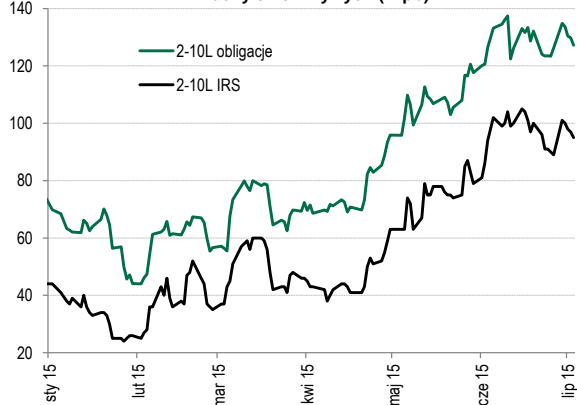
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



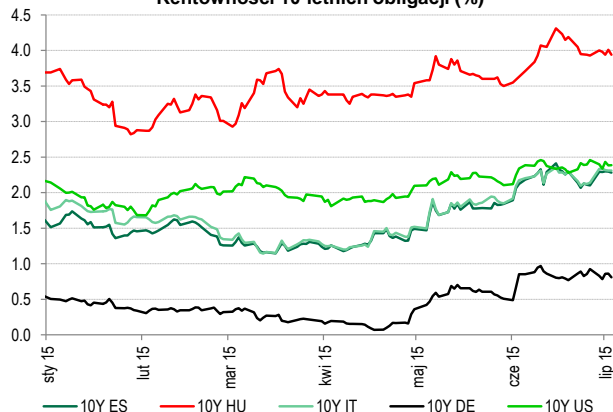
Rentowności polskich benchmarków



Nachylenie krzywych (w pb)



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Stabilnie na rynku pieniężnym

W minionym tygodniu stawki WIBOR nie zmieniły się, a na rynku FRA sytuacja również była stabilna, ze względu na brak nowych impulsów do zmiany oczekiwań nt. perspektywy polityki pieniężnej.

Nie spodziewamy się znaczących zmian na rynku pieniężnym w najbliższych dniach czy tygodniach. Posiedzenie RPP (ostatnie przed wakacyjną przerwą) będzie zapewne znów mało ekscytujące – stopy procentowe pozostaną bez zmian, a komunikat potwierdzi utrzymanie postawy wyczekującej. Nowe projekcje banku centralnego dotyczące inflacji i PKB nie zmieniają się raczej na tyle, aby uzasadniało to istotną zmianę oczekiwań dot. dalszych działań. Nadal uważamy, że RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian do ostatniego kwartału 2016 r.

Obligacje pod wpływem niepewności nt Grecji

Polskie obligacje osłabiły się dość wyraźnie na początku tygodnia, w reakcji na decyzję greckiego rządu o referendum w sprawie akceptacji propozycji pomocy zgłoszonych przez kredytodawców. Rentowność 10-letnich obligacji wzrosła do 3,36%, najwyższego poziomu od 12 miesięcy. W kolejnych dniach polski rynek długu stopniowo odrabiał straty, a spready wobec Bundów na peryferyjnych rynkach strefy euro zawężały się, wraz ze wzrostem nadziei inwestorów na to, że porozumienie Grecji z kredytodawcami jest nadal możliwe. Informacja o ograniczonej podaży krajowych obligacji w miesiącach letnich również miała pozytywny wpływ na rynek. Aktywność w końcówce tygodnia była mocno ograniczona, ponieważ inwestorzy oczekiwali na wynik greckiego referendum.

Ministerstwo Finansów przedstawiło plan podaży SPW tylko na lipiec-sierpień w związku ze znaczną niepewnością panującą na rynkach finansowych wynikającą z sytuacji w Grecji. W tych miesiącach planowane są 3 aukcje standardowe, na których zaferowane zostaną obligacje o łącznej wartości 4-12 mld zł, w tym na pierwszej aukcji w lipcu w ofercie znajdują się obligacje o zmiennym oprocentowaniu WZ0120/WZ0124 o wartości 1-2 mld zł. W tym okresie resort finansów nie wyklucza również emisji na rynkach zagranicznych.

Widzimy ograniczone pole do spadku rentowności na krótkim końcu krzywej. Inflacja jest w trendzie wzrostowym, a kolejne dane powinny potwierdzić solidny i trwały wzrost gospodarczy. Nowe projekcje inflacji i PKB banku centralnego będą pewnie wyższe niż w marcu, ale nie na tyle, aby zmieniać nastawienie w polityce pieniężnej.

Awersja do ryzyka może nieco zmaleć po weekendzie jeśli Grecy zagłosują na „tak” w referendum. Jednak osiągnięcie porozumienia z kredytodawcami może zająć trochę czasu, więc niepewność może się utrzymywać jeszcze parę dni lub nawet tygodni. Co więcej, ten wariant nie powinien przeszkodzić Fed w podwyższeniu stóp we wrześniu. Dlatego zakładamy, że długoterminowe stopy pozostaną blisko obecnych poziomów w najbliższych tygodniach.

Scenariusz „Grexitu” wywołałby zapewne mocny wzrost awersji do ryzyka, popychając w górę rentowności. Jednak skala wyprzedzaży na krajowym rynku powinna być ograniczona m.in. dzięki temu, że w tym scenariuszu można się spodziewać aktywnych działań ze strony globalnych instytucji, zmierzających do opanowania sytuacji (w tym m.in. odłożenia na później podwyżki stóp w USA). Co więcej, w przypadku zawirowań na światowych rynkach MF może całkowicie lub częściowo ograniczyć podaż papierów skarbowych w miesiącach letnich ze względu na dużą poduszkę płynnościową, co powinno pomóc w ograniczeniu wzrostu rentowności.

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