

TYGODNIK EKONOMICZNY

13 – 19 lipca 2015

Pomimo wygranej NIE w greckim referendum, szanse na porozumienie wzrosły po tym, jak rząd Grecji przedstawił listę reform i oszczędności zbliżonych do tych, które dwa tygodnie wcześniej proponowali kredytodawcy, w zamian za nowy pakiet pomocy i pewną ulgę w spłacie zadłużenia. Decydujące będą rozmowy w czasie weekendowego spotkania Eurogrupy i szczytu UE. W przypadku szczęśliwego finału rozmów, pozytywna reakcja rynku może być jednak ograniczona, ponieważ już w piątek inwestorzy dyskutowali wzrost szans na porozumienie. Liczne dane publikowane w najbliższych dniach powinny być dość pozytywne, potwierdzając ożywienie gospodarcze w Polsce i na świecie. Nadal jednak sytuacja globalna może być ważniejsza niż lokalne publikacje, jako że podwyższona zmienność w ostatnim tygodniu nie tylko wynikała z obaw o Grecję, ale też (a może przede wszystkim) z zawirowań na giełdach w Chinach.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (13 lipca)							
9:00	PL	Publikacja Raportu o inflacji					
WTOREK (14 lipca)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,2	-	0,1
11:00	DE	Indeks ZEW	VII	pkt	60,5	-	62,9
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	V	mln €	482	404	1138
14:00	PL	Eksport	V	mln €	13976	13870	14 485
14:00	PL	Import	V	mln €	14100	13724	14 358
14:00	PL	Podaż pieniądza	VI	% r/r	7,6	8,1	7,7
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VI	% m/m	0,3	-	1,2
ŚRODA (15 lipca)							
14:00	PL	CPI	VI	% r/r	-0,8	-0,7	-0,9
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,2	-	-0,2
20:00	US	Beżowa księga Fed					
CZWARTEK (16 lipca)							
11:00	EZ	HICP	VI	% r/r	0,2	-	0,2
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,05	-	0,05
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	4,5	3,9	3,2
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	1,1	1,1	1,1
14:00	PL	Inflacja bazowa	VI	% r/r	0,3	0,3	0,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	297
16:00	US	Indeks Philly Fed	VII	pkt	12,0	-	15,2
PIĄTEK (17 lipca)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	6,9	7,9	2,8
14:00	PL	Produkcja budowlana	VI	% r/r	3,6	3,1	1,3
14:00	PL	Sprzedż detaliczna (realnie)	VI	% r/r	6,3	6,9	4,7
14:00	PL	PPI	VI	% r/r	-1,9	-1,9	-2,2
14:30	US	CPI	VI	% m/m	0,3	-	0,4
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VI	tys.	1100	-	1036
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VI	tys.	1110	-	1275
16:00	US	Wstępny Michigan	VII	pkt	96,5	-	96,1

Źródło: BZ WBK, Bloomberg

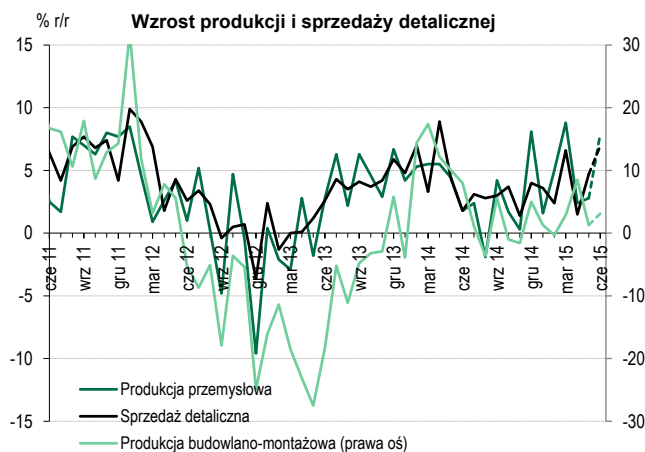
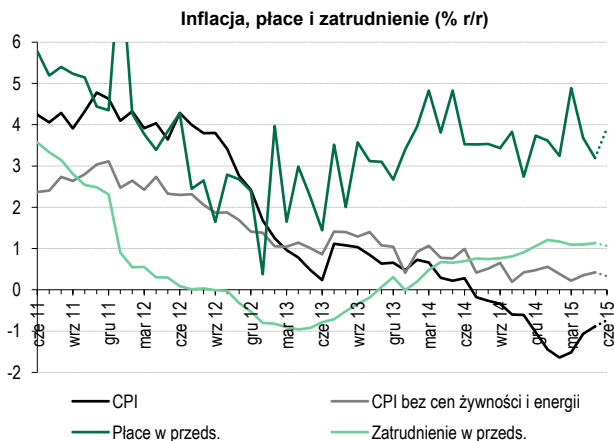
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 – Sporo ważnych danych z kraju



- W czerwcu wskaźnik CPI prawdopodobnie poszedł w górę, w ślad za trendem widocznym ostatnio. Nasza prognoza jest nieznacznie wyższa od konsensusu, gdyż spodziewamy się odbicia w cenach żywności, głównie pod wpływem efektu niskiej bazy z 2014 r. Jednocześnie, wg naszej prognozy inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła. Nie widać wciąż znaczącej presji wzrostowej na ceny, ale przyspieszająca konsumpcja prywatna powinna w końcu przełożyć się na CPI. Możliwy jest wzrost cen żywności, biorąc pod uwagę obserwowaną obecnie suszę i stosunkowo słabego złotego. Spodziewamy się, że wzrost CPI pozostanie ujemny do listopada i że osiągnie 0,7% na koniec roku.

- Statystyki rynku pracy wciąż będą dobre, ze stabilnym wzrostem zatrudnienia i przyspieszeniem w płacach (czynniki jednorazowe obniżyły je w poprzednich miesiącach). Nie spodziewamy się przyspieszenia wzrostu zatrudnienia w najbliższych miesiącach w związku z pojawiającym się brakiem siły roboczej o odpowiednich kwalifikacjach. Dobra sytuacja rynku pracy będzie wsparciem dla konsumpcji.

- Spodziewamy się znacznego przyspieszenia wzrostu produkcji przemysłowej w czerwcu, głównie ze względu na efekt dni roboczych. Jednak tendencje w przemyśle pozostają pozytywne a dobry odczyt PMI za czerwiec wspiera naszą prognozę. Nasza prognoza sprzedaży detalicznej jest również wysoka: 6,9% r/r w ujęciu realnym, najwyżej od ponad roku.

- Z drugiej strony, nasza prognoza wzrostu w budownictwie jest raczej niska, gdyż dane majowe rozczarowały i obniżyły naszą ścieżkę wzrostu w tym sektorze.

- Majowe statystyki handlu zagranicznego mogą być nieco słabsze niż w kwietniu, ale saldo towarowe i obrotów bieżących prawdopodobnie pozostanie dodatnie. Ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie wspierać wzrost krajowego eksportu w nadchodzących miesiącach.

Ostatni tydzień w gospodarce – Stopy procentowe bez zmian, projekcja PKB i CPI w górę

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Lip 14	Lis 14	Mar 15	Lip 15
2015	2,6±4,5	2,0±3,7	2,7±4,2	3,0±4,3
2016	2,3±4,5	1,9±4,2	2,2±4,4	2,3±4,5
2017	-	-	2,4±4,6	2,5±4,7
	Inflacja CPI			
	Lip 14	Lis 14	Mar 15	Lip 15
2015	0,5±2,1	0,4±1,7	-1,0±0,0	-1,1±-0,4
2016	1,3±3,1	0,6±2,3	-0,1±1,8	0,7±2,5
2017	-	-	0,1±2,2	0,5±2,2

- W lipcu Rada Polityki Pieniężnej nie zaskoczyła i stopy procentowe pozostały bez zmian (referencyjna na poziomie 1,5%).

- RPP przedstawiła główne wnioski z projekcji inflacji. Podwyższona została ścieżka wzrostu gospodarczego i inflacji. W pierwszym przypadku zmiana dotyczy przede wszystkim roku bieżącego (środek przedziału prognozy ok. 3,7%). Jeśli chodzi o inflację, nastąpiło obniżenie prognozy dla 2015 roku (głębsza deflacja) i podwyższenie dla dwóch kolejnych lat. Realizacja takiej ścieżki oznaczałaby zmniejszenie realnej stopy procentowej do zera i zwiększałoby szanse na podwyżkę stóp procentowych w drugiej połowie 2016 roku. Taki jest nasz scenariusz.

- Niemniej, spora niepewność dotyczy składu nowej RPP, która będzie w przyszłym roku decydowała o parametrach polityki pieniężnej. Niepewność ta zniknie dopiero za kilka miesięcy.

Cytat tygodnia – Oczekiwania rynkowe z grubsza prawidłowe

Marek Belka, prezes NBP, 08.07.2015, konferencja prasowa

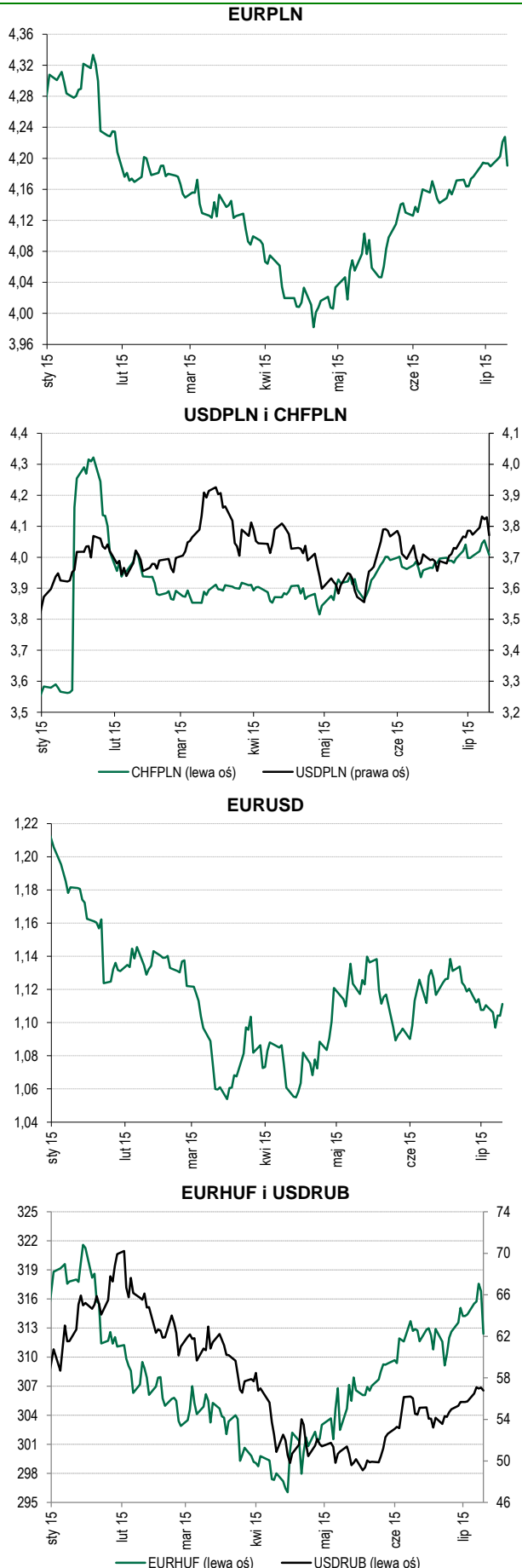
Scenariusz projekcji nie uwzględnia wydarzeń w Grecji. Zapoznacie się państwo ze scenariuszem negatywnym który będzie to uwzględniał, ale ścieżka CPI i PKB wiele odbiegać nie będzie (...) Mogą być skutki pośrednie [Grexitu], wiemy co robić gdyby takie wystąpiły. (...) Nie spodziewamy się dalszego przyspieszania, raczej stabilizacji wzrostu. (...) Nie spodziewam się [żeby konieczny był powrót do obniżek]. (...) To czego się rynek spodziewa to jest z grubsza prawidłowe, ale Rada się nie zobowiązywała nigdzie (...) aby dokonywać zmian [przed końcem kadencji].

Beata Szydło, kandydatka PiS na premiera, 09.07.2015, DGP

Widzimy bank centralny jako aktywnego uczestnika działań podejmowanych w celu preferencyjnego kredytowania dla małych i średnich firm, na wzór LTRO realizowanego przez EBC.

Temat Grecji pojawił się podczas konferencji prasowej RPP. Okazało się, że projekcja inflacyjna, którą zobaczymy w poniedziałek, zawiera scenariusz negatywny. Według prezesa Belki, Grexit nie miałby znaczącego wpływu na polską gospodarkę, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. Belka sugerował też, że NBP jest gotowy do interwencji na rynku FX w razie potrzeby (skutki pośrednie Grexitu). Prezes NBP powiedział że oczekiwania rynkowe co do pierwszej podwyżki pod koniec 2016 r. są z grubsza prawidłowe. Skład RPP zmieni się na początku 2016 r. Wypowiedź Beaty Szydło jasno pokazuje, że PiS, obecnie przewodzący w sondażach, będzie preferował głośniejszych członków, którzy mogą opóźnić podwyżki.

Rynek walutowy – Kolejny kluczowy weekend



Przed nami tydzień bogaty w zmienność

▪ Greckie „Nie” w referendum nad reformami i fiasko wtorkowego szczytu osłabiło polską walutę w pierwszej części minionego tygodnia. EURPLN wzrósł z 4,18 do 4,24, najwyżej od końca stycznia na fali rosnącego ryzyka Grexitu. Na koniec tygodnia złoty zdołał jednak z nawiązką odrobić straty kiedy okazało się, że nowe propozycje reform przedstawione przez Greków są bardzo podobne do tych odrzuconych w referendum. W ocenie rynku, zwiększyło to szanse na osiągnięcie porozumienia na niedzielnym szczycie UE.

▪ Już od kilku tygodni uwaga rynku skupiona jest na Grecji i tak jak w ostatnich naszych raportach także i tym razem należy napisać, że weekendowe wydarzenia mogą być przesądające dla strefy euro i dla rynków. Jeśli porozumienie ws. warunków pomocy dla Grecji zostanie osiągnięte, wtedy na początku nowego tygodnia złoty mógłby kontynuować impuls aprecjacyjny. Co więcej, nasze prognozy polskiej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej są powyżej konsensusu, więc też mogą korzystnie wpłynąć na krajową walutę. Wydaje nam się jednocześnie, że potencjał do dalszego wyraźnego spadku EURPLN jest ograniczony, bowiem już pod koniec minionego tygodnia rynek zaczął bardzo agresywnie wyceniać osiągnięcie porozumienia w niedzielę i EURPLN spadł do 4,17 z 4,22.

▪ Niedzielny szczyt został przez wielu europejskich polityków określony jako ostateczny termin na zakończenie negocjacji, więc jeśli jednak do zgody nie dojdzie, wtedy awersja do ryzyka zdominuje zapewne globalny rynek na samym początku tygodnia. Uważamy jednak, że obawy o skutki Grexitu mogą się jednak przeplatać z nadziejami, że światowe banki centralne podejmą skoordynowane i zakrojone na szeroką skalę działania, aby ustabilizować globalny rynek. Początek tygodnia będzie jednak i tak bardzo dynamiczny jeśli weekend nie przyniesie szczęśliwego końca greckiej sagi.

Grecja i dane w USA w centrum uwagi

▪ Euro zyskało do dolara w minionym tygodniu mimo „Nie” jakie Grecy powiedzieli w referendum i zawirowań na chińskim rynku. EURUSD wzrósł do 1,12 z 1,09 także dzięki mniej jastrzębim od oczekiwań minutes z ostatniego posiedzenia FOMC.

▪ Wynik niedzielnego szczytu UE będzie zapewne kluczowy dla EURUSD. W naszej ocenie, zmienność na rynku może być znaczna szczególnie w sytuacji kiedy europejscy politycy nie osiągną porozumienia, bowiem w piątek rynek już zaczął wyceniać (przynajmniej częściowo) pozytywny finał rozmów.

▪ Jeśli jednak zgodna zostanie osiągnięta, wtedy uwaga inwestorów mogłaby się skupić na licznych danych z USA publikowanych w tym tygodniu. Minutes FOMC pokazały, że amerykańscy bankierzy centralni potrzebują dodatkowych sygnałów potwierdzających, że amerykańska gospodarka radzi sobie dobrze. Sporo ważnych odczytów zaplanowanych na najbliższe dni może wpłynąć na oczekiwania rynku odnośnie terminu pierwszej podwyżki stóp Fed i mieć wyraźny wpływ na EURUSD.

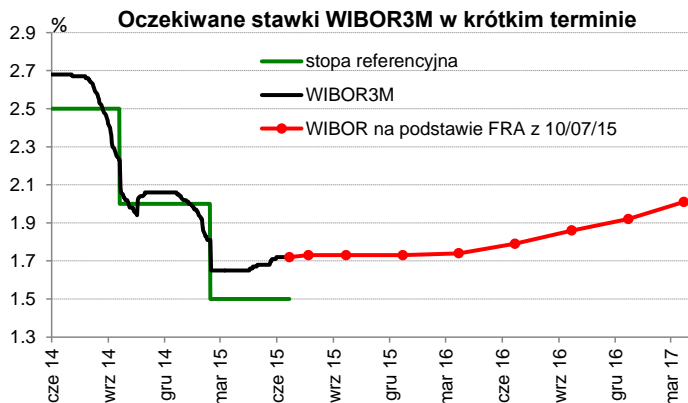
▪ „Ważne poziomy dla kursu to 1,09 i 1,14.

Zmienny forint, słabszy rubel

▪ Największy wpływ na notowania forinta w zeszłym tygodniu miał globalny nastrój zmieniający się pod wpływem doniesień ws. Grecji. Węgierska waluta osłabiła się do 318 za euro (najsłabszy poziom od połowy stycznia), ale na sam koniec tygodnia szybko odrobiła straty (kurs spadł do 310). W tym tygodniu forint pozostanie zapewne pod głównym wpływem nastrojów na świecie.

▪ Rosyjski rubel stracił do dolara trzeci tydzień z rzędu. Najpierw rubel był pod presją jak inne waluty CEE, ale na mniej skorzysłał na poprawie nastroju na koniec tygodnia.

Rynek stopy procentowej – Pod wpływem globalnych czynników



Rynek przesuwa oczekiwania na podwyżki stóp NBP

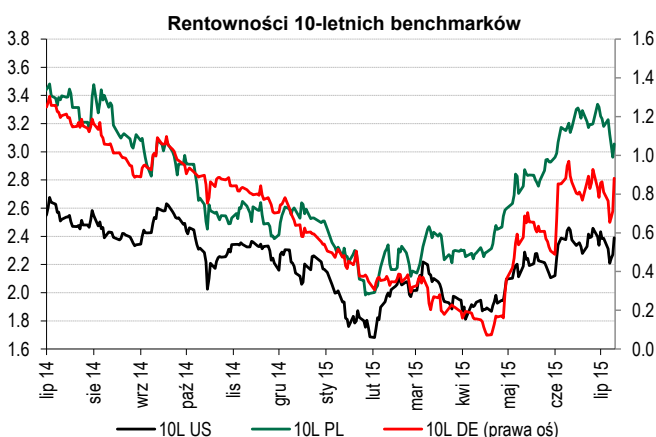
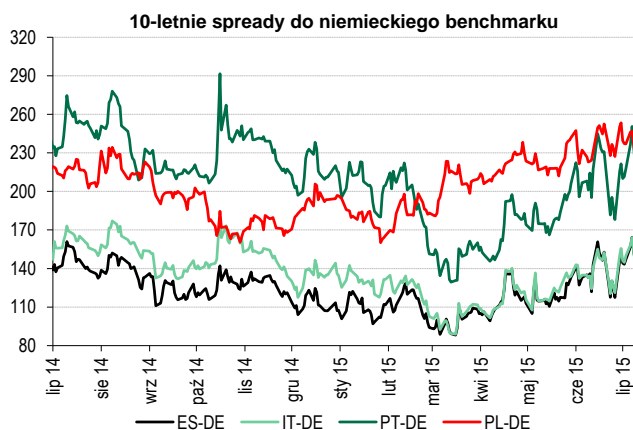
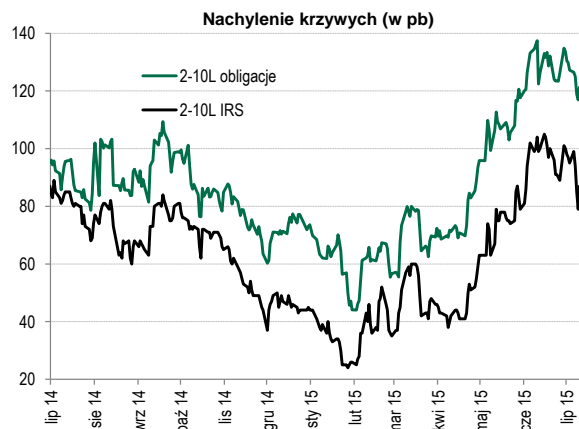
- W minionym tygodniu stawki WIBOR były stabilne, podczas gdy stawki FRA spadły znacząco (o 3-22 pb wzdłuż krzywej), co wynikało ze znaczącej poprawy na rynku IRS. Krzywa FRA wypłaszczyła się, wskazując, że pierwsza podwyżka stóp może mieć miejsce nie wcześniej niż w 2017 r. wobec 15 miesięcy oczekiwanych na początku lipca (FRA21x24 wynosi 2,01%).
- Ostatnie zmiany na rynku FRA sugerują, że podwyżka stóp procentowych może mieć miejsce później niż wcześniej oczekiwano. Uważamy, że odbicie inflacji i wzrostu gospodarczego skłonią RPP do zacieśnienia polityki monetarnej w IV kw. 2016 r. Jednakże zmiany członków RPP na początku 2016 r. stanowią ryzyko, że luźna polityka monetarna RPP może trwać dłużej. Dane makro (w tym o produkcji i sprzedaży detalicznej) potwierdzające wzrostową ścieżkę PKB mogą dać impuls do korekty na FRA po ostatnim silnym umocnieniu.

Umocnienie obligacji i IRS

- Miniony tydzień przyniósł silne umocnienie obligacji i IRS. W skali tygodnia krzywa obligacji przesunęła się w dół o 6-16 pb, a krzywa IRS o 5-18 pb, w tym największy spadek dotyczył środka i długiego końca krzywych. To wynikało z globalnych tendencji na rynkach bazowych i peryferii strefy euro, które umocniły się znacząco pomimo wygranej „nie” w referendum w Grecji głównie z powodu zawirowań w Chinach. W efekcie rentowność 10-latk tymczasowo spadła poniżej 3%, po raz pierwszy od początku czerwca. Jednak koniec tygodnia przyniósł realizację zysków i wzrost rentowności do 3,04%.
- Obie krzywe spłaszczyły się w ubiegłym tygodniu; spread 2-10L zawęził się odpowiednio do 121 pb dla obligacji i do 87 pb dla IRS, najniższych poziomów od maja. Co więcej spread wobec Bundów również się zawęził, osiągając 217 pb dla sektora 10L i był to najniższy poziom od maja.
- Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało obligacje o zmiennym oprocentowaniu na pierwszej aukcji w lipcu. Łączna sprzedaż WZ0120 i WZ0124 wyniosła 2,43 mld zł (przy popycie 4,64 mld zł na aukcjach regularnej i uzupełniającej). Uważamy, że oferta przyciągnęła popyt głównie ze strony krajowych inwestorów. Po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 74%.

Krajowe krzywe pod wpływem nastrojów inwestorów

- W tym tygodniu poznamy szereg istotnych publikacji z krajowej gospodarki, włączając dane o inflacji, produkcji i sprzedaży detalicznej. Dane te powinny potwierdzić solidny wzrost PKB w Polsce i stopniowo odbijającą inflację. Sygnały dalszego odbicia aktywności gospodarczej mogą negatywnie wpłynąć na wycenę dłużnych aktywów, głównie na długim końcu krzywych.
- Czynniki zewnętrzne wciąż będą odgrywały istotną rolę dla rynków, w szczególności szczyt UE poświęcony Grecji i dane makro z Europy i USA. Propozycje przesłane przez Grecję zwiększają naszym zdaniem szanse na porozumienie w czasie weekendowych rozmów. Jeśli tak, to ryzyko „Grexitu” się oddali (przynajmniej na jakiś czas), co powinno skutkować poprawą nastrojów i spadkiem awersji do ryzyka. W efekcie możemy zobaczyć umocnienie krajowych aktywów, choć tylko w krótkim czasie gdyż uwaga inwestorów przesunie się na inne czynniki zewnętrzne (Chiny, Fed), które mogą ciężać wycenę krajowych krzywych.
- Z innych wydarzeń, istotne będzie również posiedzenie EBC i dane z USA. EBC może głównie koncentrować się na Grecji i każda decyzja o dalszej pomocy płynnościowej będzie z uwagą monitorowana. Z drugiej strony mocne dane z USA będą podtrzymywały oczekiwania na podwyżki stóp przez Fed w tym roku, ciężając wycenę długiego końca krzywych.



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