

TYGODNIK EKONOMICZNY

20 – 26 lipca 2015

W greckim dramacie trwa antrak od kiedy Eurogrupa ogłosiła, że doszło do warunkowego porozumienia z Grekami, a grecki parlament zatwierdził wymagane reformy, co otworzyło drzwi do dalszych negocjacji z wierzycielami. W związku z tym Eurogrupa umożliwiła Grecji skorzystanie z ratunkowego finansowania pomostowego w ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilności (7 mld €), co umożliwi Grecji uniknięcia niewypłacalności wobec EBC i przetrwanie do końca negocjacji na temat trzeciego pakietu pomocowego. Dodatkowo, EBC zdecydował się zwiększyć pomoc płynnościową dla greckich banków o 900 mln €. Globalna awersja do ryzyka obniżyła się, a polska waluta i obligacje umocniły się znacząco przez ostatni tydzień. Krajowe dane makro pozostały w cieniu globalnych wydarzeń. Jednak warto zauważyć dalszą poprawę w bilansie płatniczym (12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wyniósł zaledwie 0,1% PKB) oraz mocny wzrost eksportu, co powinno wspierać przyspieszenie wzrostu PKB w nadchodzących kwartałach. Produkcja przemysłowa i dane o sprzedaży detalicznej również potwierdziły, że gospodarka rośnie. Złoty umocnił się do euro i przejściowo kurs EURPLN spadł do 4,10, najniższego poziomu od maja, podczas gdy rentowność 10-letniego benchmarku obniżyła się do 2,90%. Ponadto, obie krzywy się wypląszczyły, w ślad za globalnymi trendami, podczas gdy spread do Bundów zawężił się, potwierdzając poprawę w globalnych nastrojach.

W tym tygodniu kalendarz publikacji danych makro dla Europy i USA jest ubogi, a kluczowe dla rynku będą wstępne odczyty indeksów PMI dla przemysłu w strefie euro i Chinach. Naszym zdaniem, dane te powinny wykazywać pewne odreagowanie, potwierdzając ożywienie aktywności gospodarczej na świecie. Co więcej, optymizm odnośnie Grecji powinien być kontynuowany w tym tygodniu, wspierając ryzykowne aktywa, w tym polskie. W związku z tym oczekujemy złoty pozostanie silny. Jeśli chodzi o rynek stopy procentowej w Polsce, czwartkowa aukcja będzie kluczowa dla nastrojów inwestorów. Sytuacja płynnościowa (wykup OK0715 i płatności odsetkowe w łącznej wysokości ok. 11 mld zł) powinna wspierać wyniki aukcji, umożliwiając Ministerstwu Finansów sprzedaż maksymalnej wartości oferty (6 mld zł).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (20 lipca)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (21 lipca)							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,40	-	1,50
ŚRODA (22 lipca)							
16:00	US	Sprzedaż domów	VI	mln	5,4	-	5,35
CZWARTEK (23 lipca)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VI	%	10,4	10,4	10,8
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	281
PIĄTEK (24 lipca)							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	VII	pkt	49,8	-	49,4
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	VII	pkt	52,0	-	51,9
9:30	DE	Wstępny PMI – usługi	VII	pkt	54,0	-	53,8
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	VII	pkt	52,5	-	52,5
10:00	EZ	Wstępny PMI – usługi	VII	pkt	54,2	-	54,4
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VI	tys.	540	-	546

Źródło: BZ WBK, Bloomberg

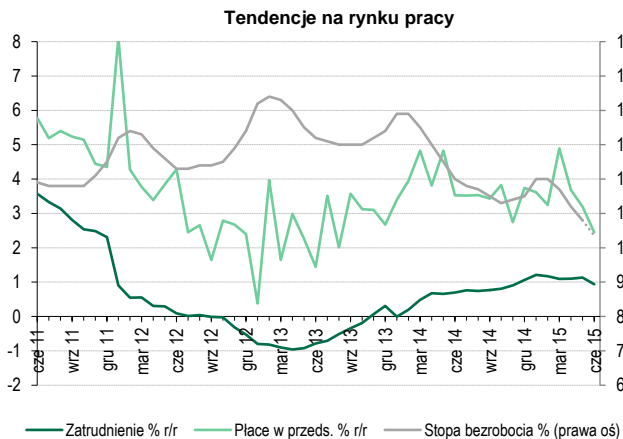
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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:

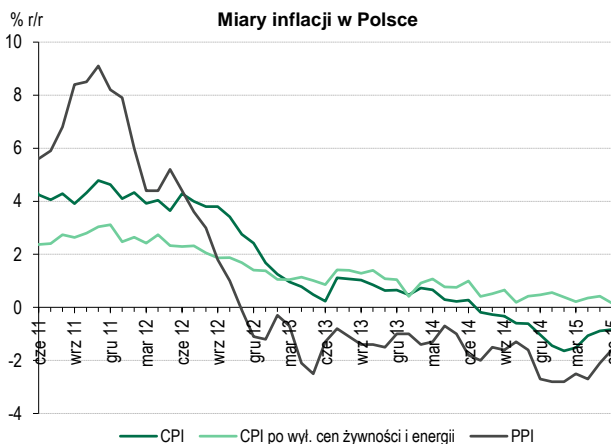
Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Nareszcie sezon ogórkowy

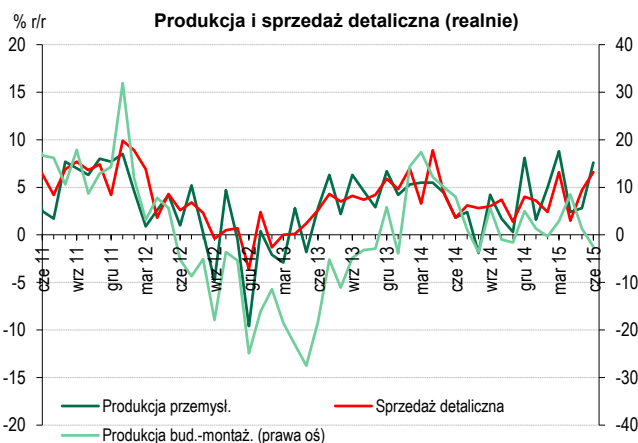


- Jedyną istotną publikacją danych w tym tygodniu będzie stopa bezrobocia rejestrowanego za czerwiec. Nasza prognoza jest zgodna ze wstępnym szacunkiem Ministerstwa Pracy i zakłada ona dalszy spadek stopy bezrobocia do 10,4%, najniższego poziomu od początku 2009 r.
- Odczyt nie będzie miał zapewne znaczącego wpływu na rynek finansowy. Jednak, ciekawe będzie czy dane GUS potwierdzą informacje z Ministerstwa Pracy na temat liczby nowych ofert pracy, co sugerowałoby, że popyt na pracę pozostaje bardzo mocny, i że ostatnie rozczarowanie co do wzrostu zatrudnienia bardziej wynika z braku siły roboczej o odpowiednich kwalifikacjach niż ze spowalniającego wzrostu gospodarczego.

Ostatni tydzień w gospodarce – Rynek pracy rozczarował, ale gospodarka rośnie



- Nadwyżka na rachunku bieżącym wyniosła 1,2 mld €, znacznie powyżej oczekiwań. 12-miesięczny deficyt na rachunku bieżącym wynosi zaledwie 0,1% PKB, najmniej od połowy lat 90. Eksport wyniósł 14,1 mld € (wzrost o 9,7% r/r), a import 13,2 mld € (stabilnie r/r). Nadwyżka handlowa wyniosła 946 mln € i była to najwyższa zarejestrowana wartość od kiedy dostępne są porównywalne dane.
- Stopa inflacji wyniosła w czerwcu -0,8% r/r a za odbicie dynamiki cen odpowiada głównie efekt niskiej bazy, zwłaszcza w przypadku cen żywności i paliw. Jednocześnie, nie widać przyspieszenia wzrostu cen pod wpływem silniejszego popytu konsumentów. Nadal przewidujemy stopniowy wzrost CPI w kolejnych miesiącach, chociaż zapewne pozostanie on poniżej zera aż do końca III kw. br. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 0,2% r/r. Deflacja PPI zmniejszyła się bardziej niż oczekiwano (do -1,6% r/r), ale wciąż trudno mówić o rosnącej presji kosztowej na producentów.



- Czerwcowe dane z rynku pracy okazały się być rozczarowujące. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w czerwcu zaledwie o 600 osób m/m (0,9% r/r) i był to najsłabszy wynik dla tego miesiąca od 2009 r. Sądymy, że może to mieć związek z wyczerpywaniem się zasobów pracy o odpowiednich kwalifikacjach. Spadek tempa wzrostu płac (2,5% r/r) prawdopodobnie wynika z efektu przesunięcia premii w górnictwie. Jeśli faktycznie tak było, to oznaczałoby to, że spowolnienie płac jest jedynie tymczasowe.
- Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył w czerwcu do 7,6% r/r, a realny wzrost sprzedaży detalicznej do 6,6% r/r, potwierdzając, że aktywność ekonomiczna rośnie, a słabsze wyniki w poprzednich miesiącach były w dużym stopniu efektem zaburzeń statystycznych. Rozczarowała za to produkcja w budownictwie, która spadła o 2,5% r/r. Nadal jednak oceniamy, że wzrost PKB w II kw. był zbliżony do tego z początku roku i wyniósł ok. 3,6% r/r.

Cytat tygodnia – Może być przestrzeń do obniżenia stóp

Jerzy Osiatyński, członek RPP, 17.07.2015, PAP

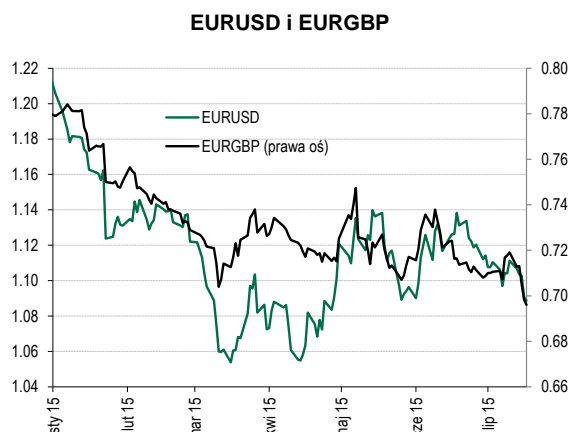
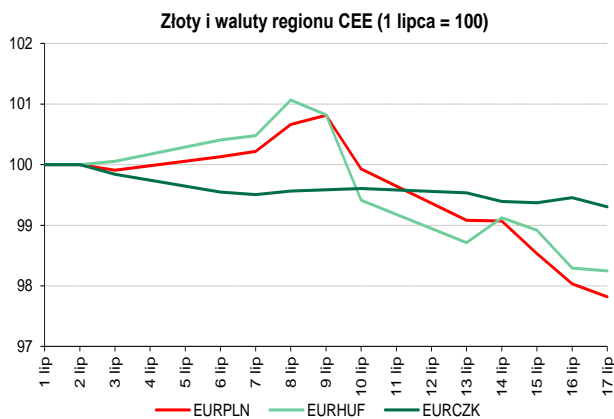
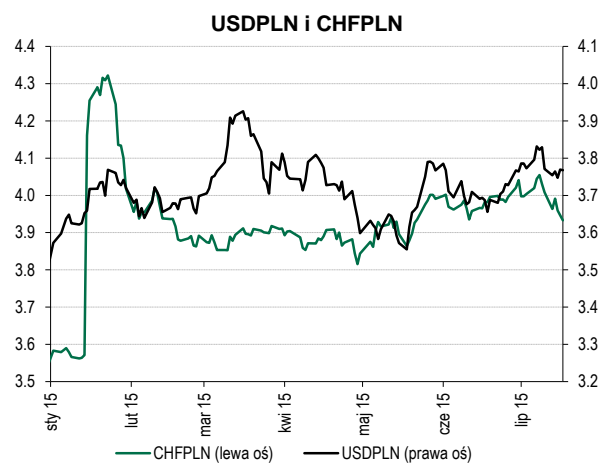
Moja intuicja podpowiadałaby mi (...) że być może jest jeszcze przestrzeń do obniżenia stóp procentowych o 25-50 pb. Ale w takich sprawach nie można opierać się na intuicji. Wydaje mi się, że najbezpieczniejsze w tej chwili jest utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 16.07.2015, Reuters

Jestem za stabilizacją stóp procentowych, ponieważ w warunkach dużej niepewności i zmienności w otoczeniu zewnętrznym stabilizacja stóp jest wartością samą w sobie. Jednak utrzymywanie zbyt długo stóp procentowych na niskim lub ultraniskim poziomie może zwiększyć ryzyko nierównowag w gospodarce. Także ewentualne poluzowanie polityki fiskalnej w Polsce może wywołać potrzebę symbolicznego chociaż zacieśnienia polityki pieniężnej.

Dwoje najbardziej gołych członków RPP, Jerzy Osiatyński i Elżbieta Chojna-Duch wypowiedziało się za utrzymaniem stóp procentowych na stabilnym poziomie i wydaje się, że jest to ich scenariusz bazowy. Jednak o ile E. Chojna-Duch ostrzegła, że może być potrzebne zacieśnienie polityki pieniężnej w razie poluzowania polityki fiskalnej, to Osiatyński widzi miejsce na dalsze obniżki stóp. Jego opinia ma szczególne znaczenie, gdyż jest jedynym członkiem RPP, którego kadencja nie kończy się w 2016 r. Przypominamy, że MFW ostatnio stwierdził, że uzasadnione są dalsze obniżki stóp w Polsce. Kandydatka PiS na premiera, Beata Szydło, powiedziała z kolei że bank centralny powinien aktywniej wspierać wzrost gospodarczy. W tym kontekście nasze oczekiwania podwyżek stóp pod koniec 2016 r. stają pod coraz większym znakiem zapytania.

Rynek walutowy – Złoty może kontynuować umocnienie

**Złoty mocniejszy do euro ...**

▪ Krajowa waluta wykorzystała poprawę nastrojów rynkowych na fali optymizmu wynikającego z doniesień z Grecji (porozumienie z kredytodawcami, uchwalenie wymaganych reform przez parlament grecki, ustanowienie pomostowego finansowania w wysokości 7 mld € przez Eurogrupę) i lepszych od oczekiwań danych z Chin. Natomiast krajowe dane nie wpłynęły w istotny sposób na notowania złotego. W konsekwencji, EURPLN tymczasowo spadł poniżej 4,10, najniższego poziomu od maja. Podczas gdy złoty znacząco zyskał wobec euro i franka szwajcarskiego (odpowiednio o 2,1% i 1,9% w skali tygodnia), to stracił znacząco wobec funta brytyjskiego (1,1% w wyniku umocnienia funta wobec euro i dolara amerykańskiego) i pozostał na względnie stabilnym poziomie wobec amerykańskiego dolara.

▪ W minionym tygodniu nastąpił największy spadek EURPLN od końca stycznia (7 sesji z rzędu). Ostatni raz z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia w grudniu 2011 r., kiedy to EURPLN spadał przez 10 sesji z rzędu. Obecnie kurs oscyluje wokół poziomu wsparcia na 4,10. Jeśli ten poziom zostanie przełamany na trwałe, to EURPLN może kontynuować spadek w kierunku 4,03 w najbliższych tygodniach. Poprawa wstępnych PMI dla sektora przemysłowego w strefie euro i w Chinach mogą wspierać dalsze umocnienia na rynku FX, włączając polskiego złotego.

... tak jak inne waluty rynków wschodzących

▪ W minionym tygodniu waluty krajów rozwijających się, w tym waluty regionu umacniały się w wyniku poprawy globalnych nastrojów. Najbardziej na wartości zyskały chilijskie peso i południowo afrykański rand (ponad 3% w skali tygodnia). W przypadku walut regionu forint zachowywał się nieco słabiej w porównaniu do złotego, zyskując wobec euro nieco mniej niż 1% w skali tygodnia. W tym samym czasie czeska korona pozostała względnie stabilna wobec euro, a kurs EURCZK był kwotowany nieco tylko powyżej poziomu referencyjnego na 27,0.

▪ W tym tygodniu nastroje globalne wciąż będą istotne dla notowań HUF i CZK, ze względu na brak istotnych wydarzeń krajowych. Utrzymanie pozytywnych nastrojów na rynkach globalnych powinno wzmacniać apetyty na ryzyko, wspierając waluty krajów rozwijających się, w tym forinta i koronę czeską. W przypadku HUF, inwestorzy będą śledzili również posiadzenie banku centralnego. Powszechnie oczekuje się dalszego łagodzenia polityki monetarnej i obniżki stóp o kolejne 10 pb.

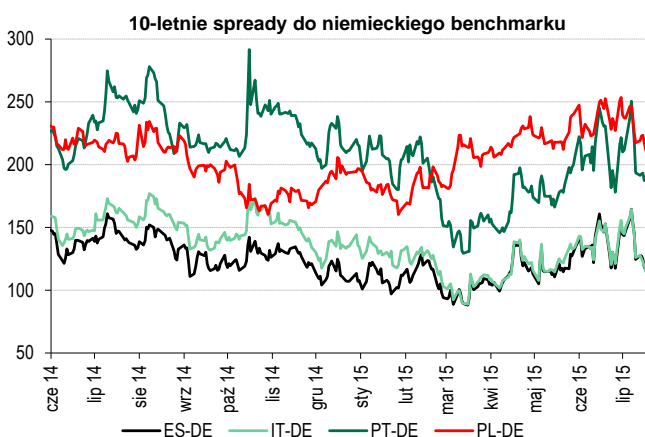
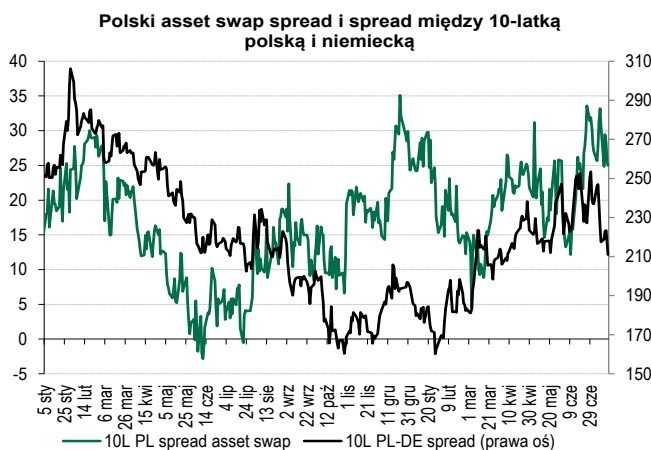
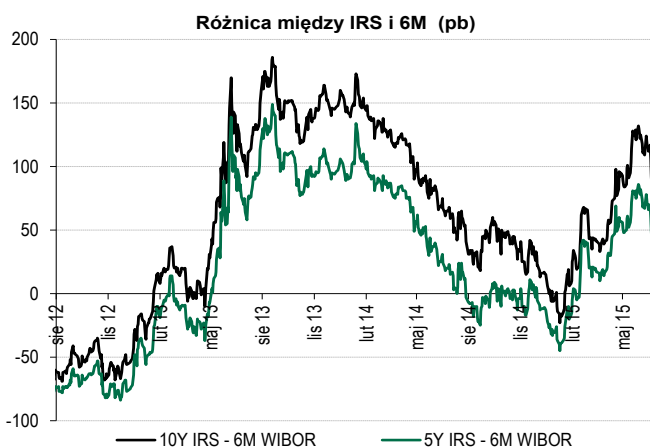
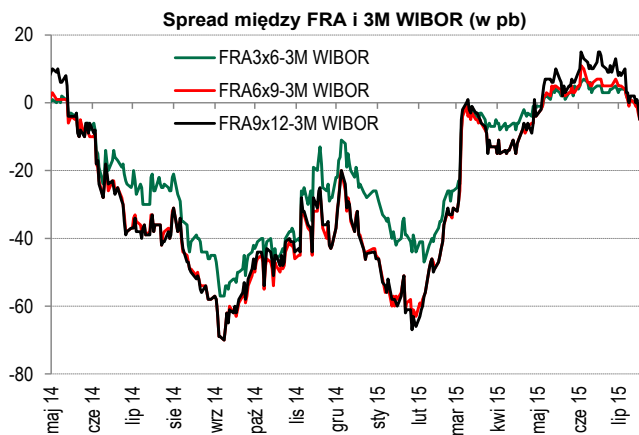
USD i GBP mocniejsze w wyniku oczekiwań na podwyżki

▪ Euro znalazło się pod presją w minionym tygodniu mimo osiągnięcia porozumienia pomiędzy Grecją a jej wierzycielami i „zielonego światła” ze strony krajów strefy euro dla pomostowego finansowania, które powinno pomóc Grecji uniknąć niewypłacalności wobec EBC. Początek tygodnia przyniósł wzrost EURUSD w kierunku 1,12, ale było to krótkotrwałe. W kolejnych dniach EURUSD powrócił do spadków, osiągając niemal poziom 1,085. To wynikało z faktu, że inwestorzy przesunęli swoje zainteresowanie z Grecji na politykę monetarną Fed, tym bardziej, że wzrosły oczekiwania na podwyżki stóp w tym roku.

▪ GBP również umocnił się w minionym tygodniu, wspierany przez wypowiedź szefa Banku Anglii Marka Carney'a. Powiedział on, że pierwsza podwyżka stóp jest coraz bliżej. To wygenerowało spadek EURGBP do 0,696, najniższej od 2007.

▪ W tym tygodniu kalendarz publikacji danych makro z Europy i USA jest mizerny. Wstępne odczyty PMI dla przemysłu strefy euro będą istotne i powinny potwierdzić kontynuację stopniowego ożywienia w europejskiej gospodarce, wspierając euro. Spodziewamy się trendu horyzontalnego na EURUSD z kluczowymi poziomami 1,08 i 1,14.

Rynek stopy procentowej – Spready mogą się zawęzić



WIBOR-y stabilne, IRS i rentowności w dół

WIBOR-y od 1 do 12 miesięcy nie uległy w ostatnim tygodniu dużym zmianom, tylko najdłuższa z nich wzrosła o 1 pb. Zatrzymaniu delikatnych wzrostów stawek rynku pieniężnego towarzyszył spadek krótkoterminowych FRA (o 2-4 pb) po ich wzroście z drugiej połowy czerwca. Wygląda na to, że rynek zaniepokoił się ostatnimi wydarzeniami w Chinach, które ostudziły optymizm odnośnie globalnego wzrostu. Poza tym, liderzy PiSu sugerowali ostatnio, że bank centralny powinien bardziej aktywnie wspierać wzrost gospodarczy, co osłabiło oczekiwania na podwyżki stóp NBP w przyszłym roku.

IRS i rentowności obligacji spadły w zeszłym tygodniu, ale w drugim przypadku skala ruchu była większa. IRS obniżyły się o ok. 7-12 pb, a rentowności o 7-17 pb, największe zmiany odnotowano na długim końcu krzywej. 10-letni spread asset swap zawęził się o 5 pb i nie zdołał przebić oporu na ok. 33 pb.

Spready mogą się zawęzić

W drugiej połowie lipca rynek FRA przestał wyceniać podwyżki stóp NBP w perspektywie 12 miesięcy i obecnie widzi tylko 55% szans na 25 pb podwyżki za 15 miesięcy. Stało się tak pomimo dość jastrzębich sygnałów z Fed (Janet Yellen powtórzyła, że podwyżki stóp możliwe są jeszcze w tym roku) i słów Marka Belki mówiącego, że zacieśnienie polityki pieniężnej w Polsce mogłoby nastąpić pod koniec 2016. Nadal oczekujemy podwyżki stóp NBP o 25 pb w IV kw. 2016 i w tym kontekście ostatni spadek stawek FRA wydaje się nam być nadmierny. Warunki rynkowe nieco się jednak ostatnio zmieniły (CPI odbija bardzo powoli; MFW sugeruje, że potrzebne mogą być w Polsce dodatkowe obniżki stóp; PiS oczekuje większego wsparcia ze strony banku centralnego dla gospodarki), co stawia podwyżki w przyszłym roku pod znakiem zapytania.

Ryzyko Grexitu zmniejszyło się ostatnio dość istotnie, ale na rynek stopy procentowej wpłynąć to może wg nas dwójako. Po pierwsze, mniejsze ryzyko gwałtownego zamieszania na globalnym rynku powinno wpiierać nieco bardziej ryzykowne aktywa, które ostatnio były pod presją napięć wewnątrz strefy euro. Z drugiej strony, uwaga rynku może się teraz skupić na Fed i zbliżających się podwyżkach stóp w USA pchając rynkowe stopy procentowe w górę.

Niemniej, ostatnie porozumienie między Grecją i wierzycielami zmniejsza ryzyko kredytowe i dlatego sądzimy, że polski 10-letni spread asset swap może ponownie zacząć spadać. Nie zdołał on przebić długoterminowego oporu i teraz może zawężać się w kierunku 20 pb.

Trzeci wykres pokazuje, że w ostatnich miesiącach polski spread asset swap i spread 10-letnich polskich i niemieckich obligacji poruszały się w tym samym kierunku. W warunkach niższej awersji do ryzyka (i mniejszego ryzyka kredytowego), krajowy dług może sobie radzić lepiej niż Bundy i to mogłoby doprowadzić do dalszego zwiężenia 10-letniego spreadu.

W tym tygodniu odbędzie się druga z zaplanowanych na lipiec aukcji obligacji. Na pierwszej aukcji Ministerstwo Finansów sprzedało dług za ponad 2,4 mld zł i wyniki zostały dobrze odebrane przez rynek. Warunki płynnościowe są w lipcu bardzo korzystne, bowiem na rynek wpłynęły prawie 11 mld zł z wykupów i kuponów. Ostatnie umocnienie polskich obligacji daje resortowi duży wachlarz możliwości odnośnie wyboru serii na najbliższą aukcję. W poprzednich raportach pisaliśmy, że ostatnie kilka aukcji było nastawionych na krajowych inwestorów, bowiem to oni posiadali większość oferowanych na nich obligacjach. Teraz nastroj na rynku nieco się poprawił i z benchmarkowych serii inwestorzy zagraniczni posiadali na koniec czerwca 65% DS0725. Ostatni raz papier ten był oferowany w czerwcu i sądzimy, że może znaleźć się wśród oferowanych obligacji w tym tygodniu.

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