

TYGODNIK EKONOMICZNY

20 – 26 czerwca 2016

W najbliższych dniach wszystko będzie się kręciło wokół referendum w Wielkiej Brytanii. To wydarzenie może być źródłem dużej zmienności rynkowej, zwłaszcza w piątek, kiedy poznamy wyniki. Ostatnie sondaże opinii wskazują, że przewagę mają zwolennicy wyjścia z UE, ale stawki u bukmacherów nadal wskazują na większe prawdopodobieństwo tego, że Wielka Brytania pozostanie w Unii. Niepewność co do wyników referendum przyczyniła się już do osłabienia złotego i polskich obligacji w ostatnich dniach. W obliczu wzrostu popytu na bezpieczne aktywa rentowność niemieckich 10-letnich obligacji spadła poniżej zera, a frank szwajcarski się umocnił. W efekcie, rozpiętość między rentownością polskich i niemieckich papierów wzrosła do 330pb, a złoty osłabił się szczególnie mocno wobec CHF. Nawet dość gołębi wynik posiedzenia Fed nie powstrzymał trendu. Wynik referendum w Wielkiej Brytanii wyznaczy kierunek dla rynków na kolejne tygodnie. Jeśli Brytyjczycy zdecydują się pozostać w UE, rentowności polskich obligacji spadną, a złoty umocni się do głównych walut, w przypadku EURPLN przynajmniej do dolnej granicy poziomu 4,31-4,46. W przeciwnym wypadku, należy się spodziewać kontynuacji obserwowanej w ostatnich dniach tendencji pogorszenia nastrojów na polskim rynku.

Czynniki krajowe pozostaną w tle. Warto jednak odnotować, że najnowsze dane o aktywności gospodarczej były słabsze od oczekiwań, poddając w wątpliwość ożywienie wzrostu PKB po słabym I kwartale. Bazując na danych z dwóch pierwszych miesięcy II kwartału, wydaje nam się, że dynamika PKB w tym kwartale nie będzie o wiele lepsza niż w pierwszym. Bardzo dobrze wciąż wygląda sytuacja na rynku pracy. Tworzone są nowe miejsca pracy, a wzrost płac nominalnych jest powyżej 4% r/r. Jeśli chodzi o inflację, odczyty CPI i PPI nadal są na minusie, ale deflacja wydaje się stopniowo ustępować. Z rynkowego punktu widzenia inne czynniki ryzyka będą zapewne bardziej istotne, w tym kwestia kredytów walutowych, czy perspektywy fiskalne. I niepewność w tych sprawach nie ustąpi szybko. Jeśli chodzi o budżet, wydaje się, że ryzyko dla deficytu w 2017 r. zmniejszyło się po ostatnich zapowiedziach rządu, że ani niższy wiek emerytalny ani wyższa kwota wolna nie wejdą w życie w przyszłym roku.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (20 czerwca)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (21 czerwca)							
11:00	DE	Indeks ZEW	VI	pkt	54,0	-	53,1
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
18:00	FR	EURO 2016: Ukraina – Polska			-	0-2	-
ŚRODA (22 czerwca)							
16:00	US	Sprzedaż domów	V	% m/m	1,8	-	1,7
CZWARTEK (23 czerwca)							
	UK	Głosowanie nad członkostwem w Unii Europejskiej					
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	52,0	-	52,1
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	51,4	-	51,5
10:00	PL	Stopa bezrobocia	V	%	9,1	9,1	9,5
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	277
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	V	tys.	565	-	619
PIĄTEK (24 czerwca)							
10:00	DE	Indeks Ifo	VI	pkt	107,4	-	107,7
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	V	% m/m	-0,8	-	3,4
16:00	US	Indeks Michigan	VI	pkt	94,1	-	94,7

Źródło: BZ WBK, Reuters, 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

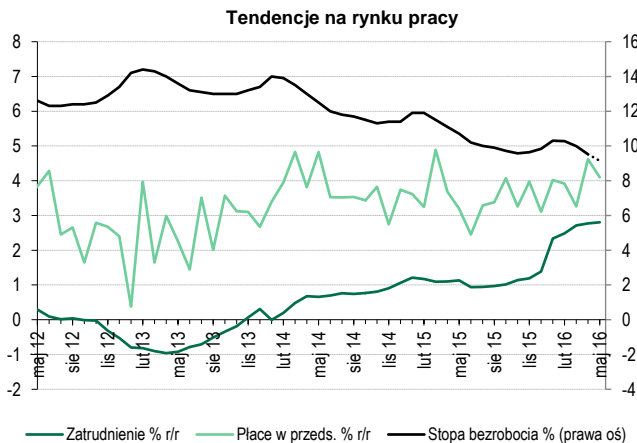
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

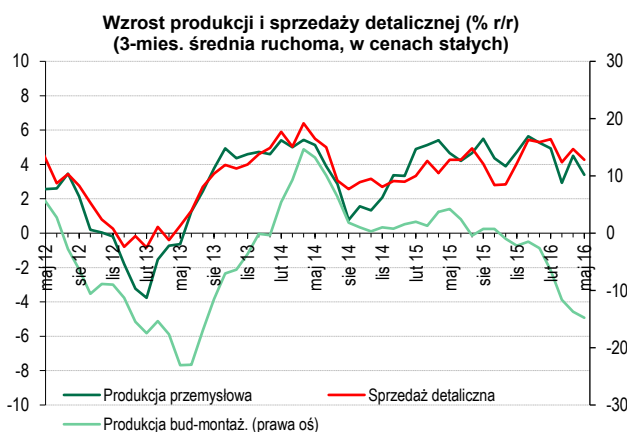
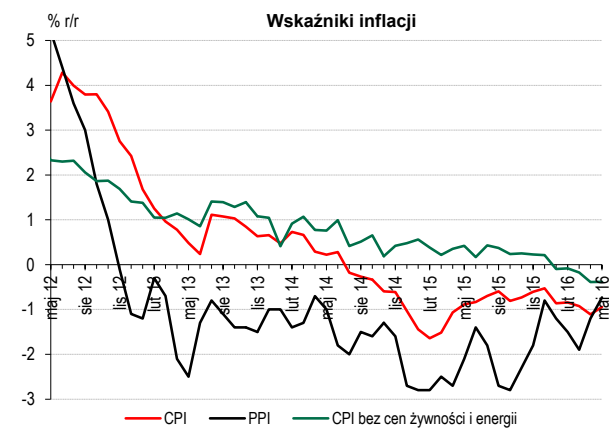
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Referendum w Wielkiej Brytanii w centrum uwagi



- Referendum w Wlk. Brytanii (czwartek 23 VI) będzie kluczowym wydarzeniem tego tygodnia. Sądzimy, że wywoła ono sporo niepewności i wahań na rynku, zwłaszcza w piątek, gdy pojawią się wstępne wyniki. Najnowsze sondaże wskazują na przewagę zwolenników wyjścia z UE, ale bukmacherzy wciąż oceniają, że Brytania zostanie w Unii.
- Spodziewamy się spadku stopy bezrobocia w Polsce w maju do 9,1% (prognoza Min. Pracy: 9,2%). Polski rynek pracy wciąż przeżywa hossę, szybko zbliżając się do stanu pełnego zatrudnienia.
- GUS opublikuje dane o optymizmie konsumentów i główne wskaźniki koniunktury dla przemysłu, budownictwa i handlu detalicznego. Oczekujemy jeżeli nie poprawy, to przynajmniej stabilizacji nastrojów.

Ostatni tydzień w gospodarce – Rynek pracy w formie, ale dane o aktywności słabsze



▪ Majowa inflacja wyniosła -0,9% r/r (wstępny szacunek -1,0% r/r, w kwietniu było -1,1% r/r). W porównaniu z kwietniem najbardziej wzrosły ceny paliw (+4,2% m/m), a w pozostałych kategoriach zmiany nie były duże. Inflacja bazowa wyniosła -0,4% r/r, tyle samo co w kwietniu i sugeruje brak presji inflacyjnej. Wygląda na to, że deflacja w Polsce utrzyma się do IV kw. 2016, ale nie spodziewamy się, aby skłoniła ona RPP do obniżek stóp o ile tempo wzrostu PKB nie spowolni jeszcze bardziej.

▪ Zatrudnienie w sektorze firm urosło w maju o 2,8% r/r, zgodnie z oczekiwaniami. Dane potwierdziły, że popyt na pracę pozostaje mocny. Natomiast dane o płacach były raczej rozczarowujące: wynagrodzenia urosły o 4,1% r/r. Mimo wszystko, tempo wzrostu płac w maju było wyższe niż średnio w 2015 r. (3,5% r/r) i w I kw. 2016 r. (3,7% r/r) i spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach będzie ono przyspieszać wobec faktu, że polska gospodarka zbliża się do stanu pełnego zatrudnienia. Fundusz płac w sektorze firm urosł w maju o 7,0% r/r w ujęciu nominalnym i o 8,0% r/r w ujęciu realnym. Wysokie tempo wzrostu dochodów ludności będzie wspierało konsumpcję prywatną na przestrzeni 2016 r.

▪ Dane o produkcji i sprzedaży za maj rozczarowały. Produkcja przemysłowa wzrosła o 3,5% r/r, sprzedaż detaliczna w cenach stałych o 4,3% r/r, a produkcja w budownictwie spadła o 13,7% r/r. W pewnym stopniu mogło to wynikać ze świąt i długich weekendów w maju, których wpływu mogliśmy nie doszacować. Jednak słabsze dane zwiększają nasze obawy o wzrost PKB w II kw. – po dwóch miesiącach kwartału wydaje się, że dynamika PKB może być niewiele lepsza niż w I kw. Nadal jednak mamy nadzieję, że dość dobra koniunktura w Europie i program 500+ przyczynią się do ożywienia wzrostu w kolejnych kwartałach.

Cytat tygodnia – Mniejsza presja na budżet w 2017 r.

Henryk Kowalczyk, szef Komitetu Stałego Rady Ministrów, 13 czerwca, DGP

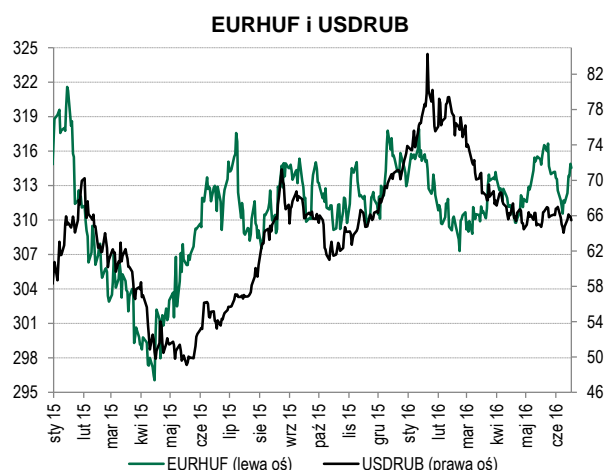
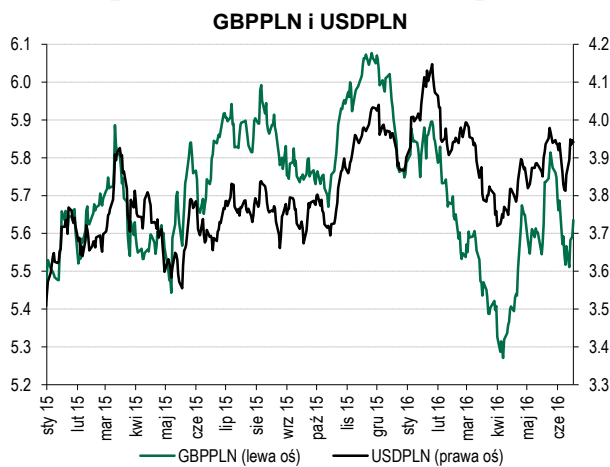
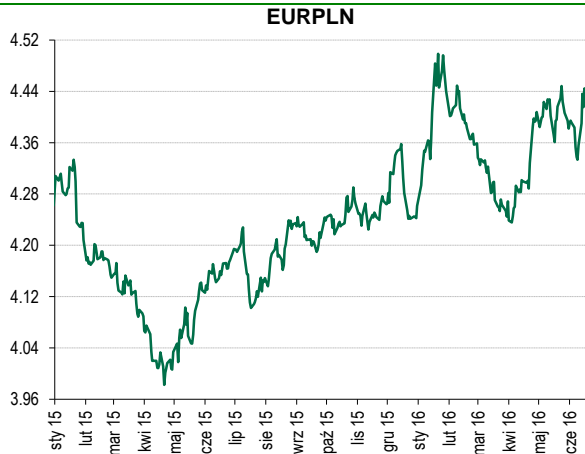
W sprawie kwoty wolnej decyzje już zapadły. Będzie jednolity podatek i przy jego wprowadzeniu zrealizujemy zapowiedzianą podwyżkę kwoty wolnej. Tak by cała operacja była neutralna dla budżetu. (...) W przyszłym roku nie ruszamy kwoty wolnej. Nie ma sensu robić tego na rok.

Rafał Bochenek, rzecznik rządu, 15 czerwca, PR Trójka

Chcemy przyjąć taką ustawę [o obniżeniu wieku emerytalnego] do końca roku, natomiast taki realny termin jej wejścia w życie - najwcześniej podejrzewam, że to będzie rok 2018.

Wg naszych szacunków, przywrócenie wieku emerytalnego 60/65 bez dodatkowych warunków co do stażu pracy spowoduje, że świadczenia emerytalne otrzyma 400 tys. osób. Będzie to kosztować budżet państwa ok. 10 mld PLN w pierwszym roku. Decyzja ta powoduje także spowolnienie wzrostu gospodarczego, zważywszy że już zbliżamy się do stanu pełnego zatrudnienia. Jednak kluczowe dla oceny kosztu dla finansów publicznych będą dodatkowe warunki (np. staż pracy), które mogą zmniejszyć potencjalny wpływ tych regulacji. Ostatnie komentarze ze strony rządu sugerują, że zmiany dot. wieku emerytalnego i kwoty wolnej od podatku nie wpłyną na budżet w 2017. Choć założenia blisko 4% wzrostu PKB i znaczącego polepszenia ściągłości podatków wydają się ambitne, należy pamiętać, że rząd może uzyskać dodatkowe przychody np. rezygnując z obniżki VAT-u o 1pp. A zatem, ryzyko dla budżetu w 2017 r. wydaje się być niższe.

Rynek walutowy – Awersja do ryzyka dominuje

**Złoty po presję wzrostu awersji do ryzyka**

W minionym tygodniu krajowa waluta znalazła się pod presją wzrostu awersji do ryzyka na rynkach globalnych. Podczas gdy gołębia retoryka Fed, podobnie jak i rozczarowujące dane o produkcji nie miały dużego wpływu na zachowanie się złotego, to intensyfikacja obaw o wynik referendum w Wielkiej Brytanii (wyniki sondaży wskazują na rosnące poparcie dla zwolenników wyjścia) spowodowała osłabienie krajowej waluty. W efekcie EURPLN wzrósł do prawie 4,45, najwyższego poziomu od ponad trzech tygodni. Złoty znacząco osłabił się również wobec franka szwajcarskiego (efekt silnego umocnienia CHF – szczegóły poniżej), przy wzroście kursu CHFPLN tymczasowo powyżej 4,10 (najwyżej od stycznia 2015 r.). Koniec tygodnia przyniósł nieznaczne umocnienie złotego, niemniej nerwowość wciąż utrzymywała się na rynku.

W tym tygodniu głównym wydarzeniem będzie referendum w Wielkiej Brytanii. Ostatnio opublikowane wyniki sondaży wskazują, że rośnie poparcie dla wyjścia przed głosowaniem 23 czerwca. Do dnia referendum spodziewamy się utrzymania wysokiej zmienności na rynku walutowym, w tym kurs EURPLN powinien pozostać blisko górnego ograniczenia pasma wahań między 4,31 a 4,46. W tym samym czasie publikacje danych makro z Europy i USA pozostaną na drugim planie. Wynik referendum odnośnie członkostwa Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej wyznaczy kierunek rynkowi na najbliższe tygodnie. Jeśli Brytyjczycy zdecydują o pozostaniu w UE, to złoty powinien umocnić się wobec głównych walut, w tym wobec euro przynajmniej do dolnego ograniczenia pasma wahań o którym pisaliśmy powyżej.

Bezpieczne waluty zyskały znacząco

W minionym tygodniu inwestorzy kierowali kapitał w kierunku bezpiecznych walut ze względu na wzrost ryzyka wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. W efekcie tych oczekiwań japoński jen, amerykański dolar, ale również szwajcarski frank mocno zyskały na wartości, podczas gdy funt brytyjski znacząco się osłabił. Jednakże spadek EURUSD okazał się krótkotrwały (kurs osiągnął prawie 1,11) i zobaczyliśmy szybki powrót kursu powyżej 1,125.

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na referendum w Wielkiej Brytanii. Sądzymy, że dolar może zyskać w krótkim terminie, wspierany przez wciąż solidne dane makro z amerykańskiej gospodarki. Z drugiej strony jeśli Brytyjczycy zdecydują o pozostaniu w Unii Europejskiej, to mogą żywić się oczekiwania na wcześniejsze podwyżki stóp przez Fed. Przy takim scenariuszu wzrost EURUSD może okazać się krótkotrwały.

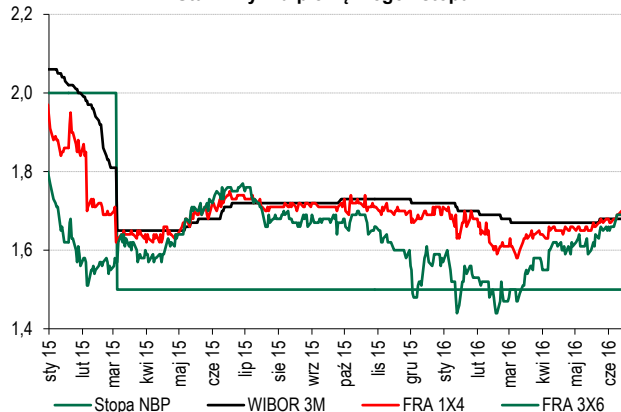
Pozostałe waluty CEE ucierpiały na awersji do ryzyka

Waluty regionu, podobnie jak i złoty, ucierpiały w wyniku wzrostu globalnej awersji do ryzyka, co było spowodowane rosnącymi obawami o wynik referendum w Wielkiej Brytanii. W efekcie EURHUF wzrósł powyżej 315,5, najwyżej od końca maja, a USDRUB ponownie testował poziom 66. Koniec tygodnia przyniósł nieznaczne umocnienie walut CEE.

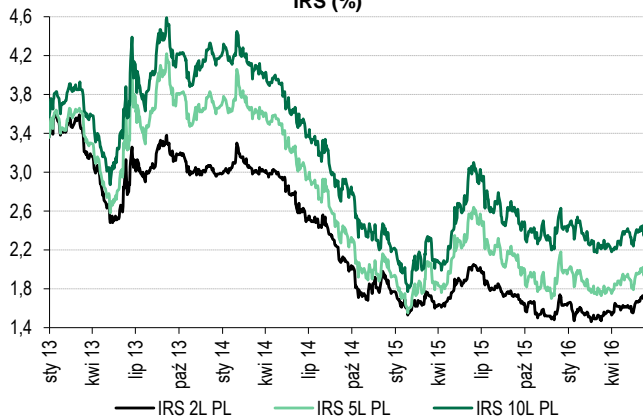
W tym tygodniu kalendarz publikacji makro jest właściwie pusty, więc inwestorzy koncentrują się na referendum w Wielkiej Brytanii. Jego wyniki mogą mieć znaczący wpływ na nastroje inwestorów w najbliższych tygodniach i do ich ogłoszenia zmienność na rynku pozostanie wysoka. Jeśli Brytyjczycy zagłosują za pozostaniem w UE, apetyt na ryzyko może powrócić na rynek globalny, wspierając również waluty CEE. Forint będzie również pod wpływem decyzji banku centralnego Węgier. Powszechnie oczekuje się, że stopy pozostaną na niezmiennym poziomie i taka decyzja powinna być neutralna dla HUF.

Rynek stopy procentowej – Stawki w górę przed referendum

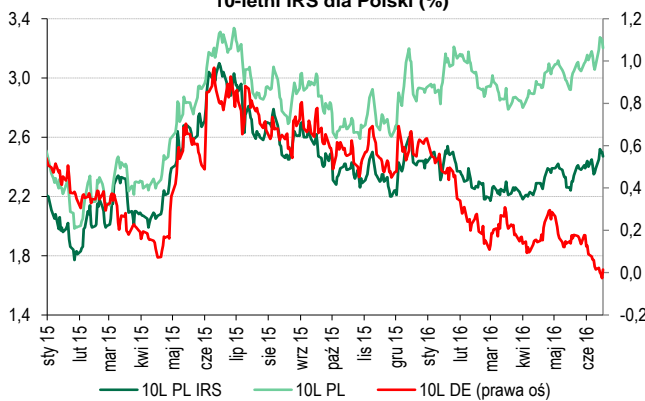
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



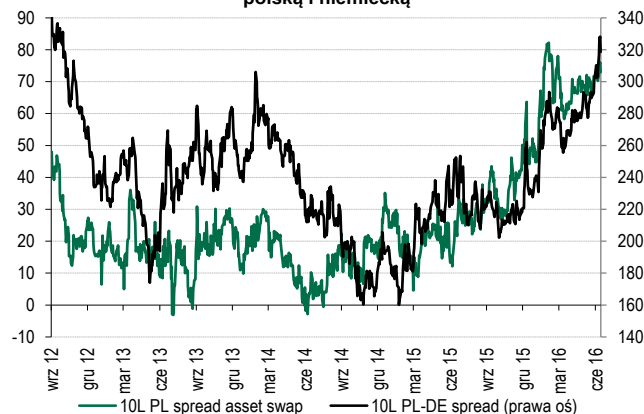
IRS (%)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



Polski asset swap spread i spread między 10-latką polską i niemiecką



Stawki mocno w górę...

▪ Polskie 5- i 10-letnie IRS oraz rentowności zanotowały gwałtowne wzrosty w wyniku istotnego pogorszenia globalnego nastroju w skutek rosnącego ryzyka wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. W efekcie, 10-letni IRS osiągnął 2,50%, 5-letni zbliżył się do 2,10% (najwyżej od grudnia/stycznia), a odpowiednie rentowności podskoczyły do 3,30% i 2,60%. Nawet gołębi wydzwięk posiedzenia FOMC nie zdołał zatrzymać trendu. Jednocześnie, rosnący popyt na bezpieczne aktywa pchnął rentowność 10-letniego Bundu poniżej zera po raz pierwszy w historii i w efekcie 10-letni spread PL-DE wzrósł do 330 pb, najwyżej od IV kw. 2012. Na koniec tygodnia sondaże pokazały niższe ryzyko wyjścia Wielkiej Brytanii z UE i polskie stawki spadły w wyniku poprawy globalnego nastroju.

▪ Rosnące stawki IRS i nieco jastrzębie wypowiedzi członków RPP miały wyraźny wpływ na WIBOR, stawki wzrosły o 2 pb w ciągu tygodnia w segmencie 1-12 miesięcy. Rynek FRA przestał wyceniać obniżki stóp i teraz oczekuje stabilizacji 3-miesięcznego WIBOR-u w perspektywie 21 miesięcy.

... przed referendum, które będzie kluczowe dla rynku

▪ Czwartkowe głosowanie w Wielkiej Brytanii będzie zapewne kluczowym czynnikiem dla rynku i może wyznaczyć kierunek nie tylko na najbliższy tydzień. Referendum będzie wydarzeniem bez precedensu, więc nie można na podstawie analogicznych wydarzeń z historii próbować oszacować możliwej skali reakcji rynku jeśli wygra opcja wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Niezależnie, sądzimy, że największe zmiany będą miały miejsce jeśli sondaże nie będą jednoznacznie wskazywać możliwego wyniku lub oczywiście jeśli będzie on przeciwny do oczekiwań. Płynność na świecie będzie zapewne bardzo niska w momencie kiedy wyniki będą napływać na rynek co może wzmocnić skalę wahań. Jeśli sondaże już wcześniej jednak będą pokazywać wyraźny wzrost poparcia dla którejś z opcji, to rynek będzie się dostosowywał na bieżąco wyceniając najbardziej prawdopodobny scenariusz i kiedy poznamy finalne wyniki, reakcja może być mniejsza niż w przypadku niespodzianki.

▪ Oczywiście wydaje się być, że większość za wyjściem powinna ciążyć polskim obligacjom, a w przeciwnym wypadku krajowy dług może odrobić przynajmniej część z ostatnich znacznych strat. W naszej ocenie reakcja rynku może być większa w pierwszym przypadku niż w drugim. Potencjał do umocnienia polskich obligacji jest wg nas ograniczony przez wciąż aktualne czynniki krajowe (głównie kwestię kredytów walutowych) i perspektywę kolejnych podwyżek stóp Fed, które rynek może znowu zacząć wyceniać kiedy czynnik ryzyka w postaci wyjścia Wielkiej Brytanii z UE zniknie.

▪ Na 27 czerwca Ministerstwo Finansów zaplanowało aukcję zamiany obligacji, a serie na niej oferowane mają zostać podane w dzień referendum. Sądzimy, że jeśli wygra opcja wyjścia, to obligacje mogą się osłabić i wtedy resort może zdecydować o zmianie wyboru obligacji do sprzedaży lub może odwołać aukcję. Minister finansów, Paweł Szałamacha, powiedział że Polska jest dobrze przygotowana na wyjście Wielkiej Brytanii z UE bowiem tegoroczne potrzeby pożyczkowe pokryte są już w 70%.

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