

TYGODNIK EKONOMICZNY

27 czerwca – 3 lipca 2016

Ostatnie tygodnie minęły w oczekiwaniu na referendum w Wielkiej Brytanii, a najbliższe będą stały pod znakiem niepewności odnośnie do jego konsekwencji. Reakcja rynkowa na zaskakujący wynik referendum była zgodna ze scenariuszem wzrostu awersji do ryzyka: spadki na giełdach, umocnienie amerykańskich i niemieckich obligacji, a na rynku walutowym osłabienie euro i funta, umocnienie franka szwajcarskiego i dolara. W takich uwarunkowaniach, polskie aktywa również ucierpiały, choć trzeba przyznać, że reakcja nie była bardzo nerwowa. Na koniec tygodnia kurs złotego do euro i rentowność obligacji były na podobnym poziomie jak tydzień temu. Należy pamiętać, że piątkowe osłabienie złotego i obligacji miało miejsce po wyraźnym ruchu w drugą stronę przed referendum (złoty i obligacje były najmocniejsze od kilku tygodni). Niemniej, wydaje nam się, że polskie aktywa mogą pozostać pod presją. Może to wynikać z możliwego negatywnego wpływu Brexitu na polską gospodarkę w średnim terminie. Chodzi przede wszystkim o dwa kanały oddziaływania: handel międzynarodowy (Wlk. Brytania jest naszym trzecim partnerem handlowym i mamy nadwyżkę) i budżet unijny (brak wkładu Wlk. Brytanii, a Polska to największy beneficjent). Więcej na ten pisaliśmy już w [marcowym wydaniu MAKROskopu](#). Trudno dziś pokusić się o szacunki wpływu Brexitu na Polską gospodarkę (nie wiadomo jak potoczą się negocjacje na linii UE – Wlk. Brytania).

Na koniec tygodnia przypada termin decyzji S&P w sprawie ratingu Polski, ale nie spodziewamy się zmian biorąc pod uwagę, że S&P zrobiła już (zbyt) dużo w styczniu. Dane o PMI i wstępnym CPI nie powinny mieć wpływu na rynek.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
SOBOTA (25 czerwca)							
15:00	FR	EURO 2016: Szwajcaria – Polska			-	0-1	2-2
NIEDZIELA (26 czerwca)							
Wybory parlamentarne w Hiszpanii							
PONIEDZIAŁEK (27 czerwca)							
Brak istotnych informacji							
WTOREK (28 czerwca)							
14:30	US	PKB	I kw.	% kw/kw	1,0	-	0,8
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	VI	pkt.	93,1	-	92,6
ŚRODA (29 czerwca)							
14:30	US	Dochody osobiste	V	% m/m	0,3	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	V	% m/m	0,3	-	1,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	V	% m/m	-1,0	-	5,1
CZWARTEK (30 czerwca)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	VI	% r/r	0,0	-	-0,1
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	VI	% r/r	0,2	0,2	0,2
14:00	PL	Wstępna inflacja CPI	VI	% r/r	-0,9	-20,9	-0,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	259
PIĄTEK (1 lipca)							
2:45	CN	PMI w przemyśle	VI	pkt.	-	-	49,2
9:00	PL	PMI w przemyśle	VI	pkt.	-	52,5	52,1
9:55	DE	PMI w przemyśle	VI	pkt.	54,4	-	52,1
10:00	EZ	PMI w przemyśle	VI	pkt.	52,6	-	51,5
15:45	US	ISM w przemyśle	VI	pkt.	51,5	-	51,3
	PL	Decyzja ratingowa S&P					

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

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

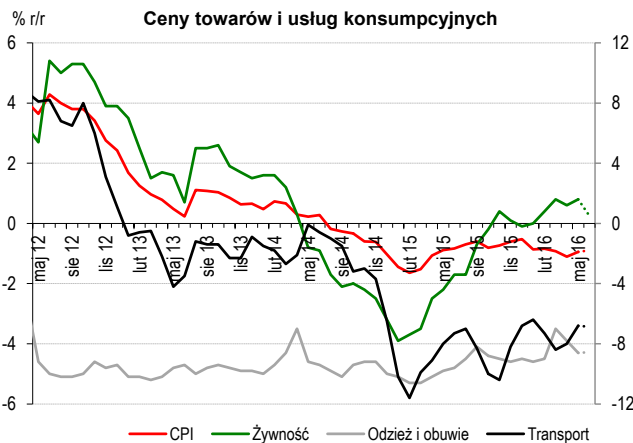
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – PMI, wstępna inflacja i decyzja S&P

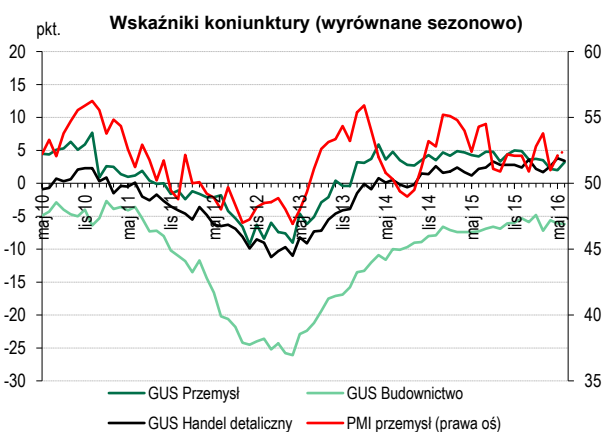
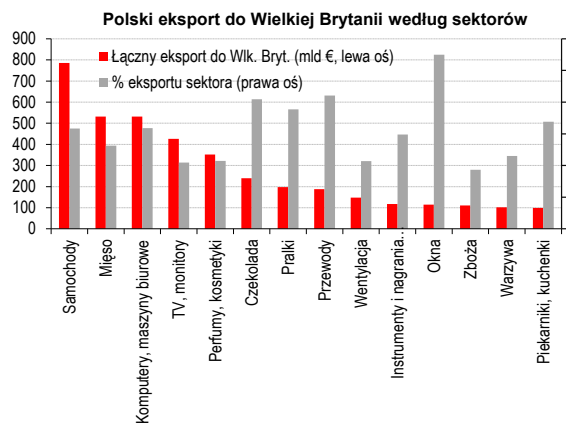


■ Z uwagi na dość dobre perspektywy dla przemysłu w czerwcu wskaźnik PMI może w tym miesiącu lekko wzrosnąć. Nie można jednak wykluczyć, że Brexit będzie miał negatywny wpływ na jego wartość, a także na wartość innych wskaźników koniunktury biznesowej w Polsce w najbliższych miesiącach.

■ Spodziewamy się, że wstępna czerwcowo inflacja utrzyma się na majowym poziomie -0,9% r/r. W czerwcu ceny paliw wzrosły o ok. 2% m/m, jednak nie jest to na tyle duży wzrost, by podbić wskaźnik inflacji. Wg nas wartość dodatnią inflacja może osiągnąć pod koniec roku.

■ Chociaż 1 lipca to potencjalna data zmiany ratingu Polski przez S&P, nie spodziewamy się obecnie żadnych zmian po styczniowej obniżce.

Ostatni tydzień w gospodarce – Brytyjczycy za Brexitem, dobra realizacja budżetu w maju



■ Ostateczne wyniki referendum wskazują, że Brytyjczycy zagłosowali za wyjściem z Unii Europejskiej (przewagą 51,9% głosów). Brexit stanowi pewne ryzyko dla polskiej gospodarki ze względu na dużą ekspozycję Polski w handlu zagranicznym na rynek brytyjski (ok. 7% eksportu ogółem) oraz ryzyko, że w przypadku renowacji budżetu UE nasz kraj może stracić więcej niż inne. Przypomnijmy, że o możliwych konsekwencjach wyjścia Wielkiej Brytanii dla Polski z UE pisaliśmy w marcowym wydaniu MAKROskopu.

■ Wskaźnik koniunktury GUS dla polskiego przemysłu zanotował w czerwcu poprawę do 3,2 pkt z 2,0 pkt, podczas gdy wskaźniki dla budownictwa i handlu detalicznego lekko spadły. Czerwcowe wyniki badania koniunktury wskazują naszym zdaniem na stabilizację wzrostu gospodarczego.

■ Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w czerwcu do 9,1%, zgodnie z naszymi prognozami. Liczba ofert pracy pozostała wysoka (97 tys. wobec 85 tys. w maju 2015 r.), ale liczba osób wyrejestrowanych ze względu na otrzymanie niesubsydiowanej pracy spadła do 82 tys. z 96 tys. rok temu. Naszym zdaniem jest to dowód na to, że pracodawcy mają coraz większe kłopoty ze znalezieniem adekwatnych pracowników.

■ Dane o budżecie za maj były całkiem dobre – deficyt wyniósł 13,5 mld zł wobec planu 19,3 mld. Wydatki były niższe niż planowano i wyniosły 142,6 mld zł (plan 149,1 mld zł). Z kolei wpływy (129,1 mld zł) były mniej więcej zgodne z planem. Wpływy z PIT urosły aż o 33,1% r/r, ale naszym zdaniem jest to efekt przesunięcia płatności tego podatku z kwietnia (w tym roku podatek można było zapłacić w maju a tradycyjnym ostatecznym terminem jest 30 kwietnia). Ponadto, mocno urosły także wpływy z VAT (16,6% r/r).

Cytat tygodnia – Złoty za chwilę się ustabilizuje

Grażyna Ancyparowicz, członek RPP, 24 czerwca, Reuters

Złoty się za chwilę ustabilizuje i wszystko będzie w porządku (...). Moim zdaniem to są krótkoterminowe zawirowania, jeśli chodzi o polski rynek.

Kamil Zubelewicz, członek RPP, 24 czerwca, Reuters

Oslabienie PLN będzie krótkotrwałe. Brexit nie będzie miał wpływu na polską politykę pieniężną. Kierujemy się czynnikami wewnętrznymi, zwracając między innymi uwagę na sytuację na rynku pracy.

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, 22 czerwca, Reuters

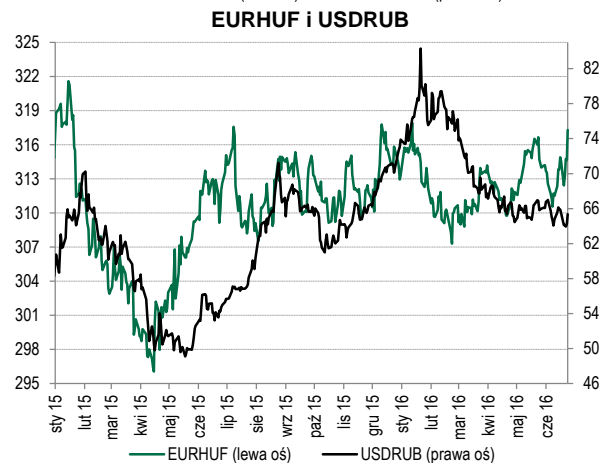
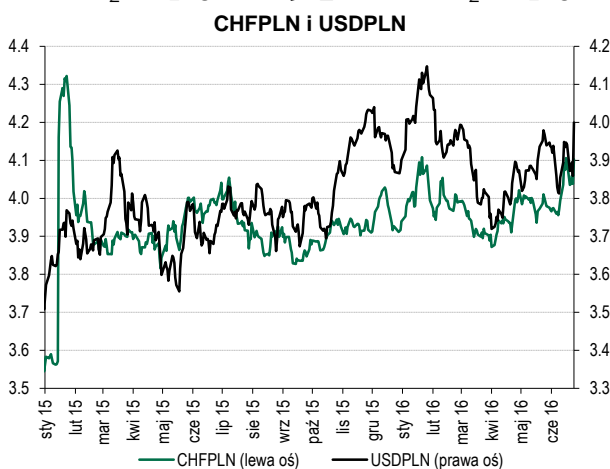
Myślę, że szoki powinny wygasnąć w ciągu kilku miesięcy. (...) Mamy stabilną gospodarkę, zdrowe fundamenty, które sprawdziły się przy światowych wstrząsach, przy których Brexit to jest 'kieszonkowa' awantura. Moim zdaniem deflacja przeciągnie się na przyszły rok.

Jerzy Żyżyński, członek RPP, 23 czerwca, Bloomberg

Ekspansywna polityka fiskalna będzie tworzyła warunki do stopniowego zacieśniania polityki monetarnej. Argumenty za obniżką stóp NBP wygasają.

W wypowiedziach członków RPP dominuje optymizm co do wpływu Brexitu na polską gospodarkę – sądzą oni, że fundamenty makro Polski są silne, a osłabienie PLN będzie tymczasowe i brak będzie potrzeby zmiany perspektyw polityki pieniężnej. Wśród członków RPP da się ostatnio zauważyć wzmożenie nastrojów jastrzębich. Nawet Jerzy Żyżyński, jej najbardziej gołębi przedstawiciel, uważa, że ekspansywna polityka fiskalna przemawia za zacieśnianiem polityki pieniężnej. Wg nas nie jest to najlepszy moment na takie zmiany, gdyż Brexit może wpłynąć na światowe perspektywy wzrostu. Sądzymy, że polityka pieniężna RPP może ulec zmianie wskutek wyników brytyjskiego referendum, jako że zwiększają one ryzyko spowolnienia gospodarczego w Europie, co może odbić się źle na naszej gospodarce.

Rynek walutowy – Umiarkowana reakcja; waluty CEE pozostaną pod presją

**Złoty stracił po decyzji Brytyjczyków o wyjściu z UE ...**

W minionym tygodniu najważniejszym wydarzeniem było referendum w Wielkiej Brytanii odnośnie uczestnictwa w UE. Złoty zyskał dość znacząco przed czwartkowym głosowaniem w Wielkiej Brytanii, w tym kurs EURPLN obniżył się tymczasowo do 4,33 (lokalne minimum). To wynikało z optymizmu inwestorów, którzy zakładali, że Brytyjczycy zagłosują za pozostaniem w Unii. Ostateczne wyniki referendum pokazały, że Brytyjczycy zagłosowali za wyjściem z Unii Europejskiej (przewagą 51,9% głosów). Złoty osłabił się znacząco w reakcji na tę informację – kurs EURPLN wzrósł tymczasowo do 4,55 (najwyższy poziom od 2011 r.), a CHFPLN do prawie 4,25, podczas gdy USDPLN do ok. 4,13, jednak to osłabienie okazało się krótkotrwałe. Piątkowa sesja przyniosła bowiem nieznaczne odreagowanie i kurs EURPLN spadł poniżej 4,45, a USDPLN oscylował blisko 4,00. Co więcej, globalne banki centralne (bank centralny Szwajcarii, Bank Anglii) zdecydowały się na interwencję na rynku walutowym.

Ogólnie, reakcja złotego na tzw. Brexit była umiarkowana. EURPLN powrócił do pasma wahań między 4,31-4,46 i obecnie znajduje się bliżej górnego ograniczenia tego kanału. W naszej ocenie złoty pozostanie pod presją w najbliższych miesiącach ze względu na negatywny wpływ wyjścia Wielkiej Brytanii z UE na polską gospodarkę w średnim terminie. W związku z tym nie można wykluczyć dalszego osłabienia złotego, w szczególności że złoty potencjalnie jest bardziej narażony na wyprzedzą niż inne waluty w regionie. W tym tygodniu uwaga inwestorów może zostać skierowana na decyzję S&P dotyczącą ratingu Polski. W naszej ocenie, S&P utrzyma rating Polski niezmienny, co powinno być neutralne, a nawet lekko wspierające złotego.

Póki co nie zmieniamy naszych prognoz dla EURPLN (na poziomie ok. 4,40 na koniec III kw. oraz ok. 4,30 na koniec IV kw.), niemniej po decyzji Wielkiej Brytanii o wyjściu z Unii widzimy ryzyko w górę dla naszych prognoz.

... podobnie jak pozostałe waluty CEE

Pozostałe waluty CEE również osłabiły się znacząco w pierwszej reakcji na decyzję Brytyjczyków po dość silnym umocnieniu przed referendum. EURHUF wzrósł do prawie 322, RUBUSD powyżej 67, podczas gdy EURCZK do ok. 27,2. Jednakże to osłabienie było krótkotrwałe i w kolejnych godzinach piątkowej sesji waluty krajów CEE nieco zredukowały wcześniejsze straty.

Przy utrzymaniu podwyższonej awersji do ryzyka, waluty CEE pozostaną pod presją, podczas gdy czynniki lokalne (w tym posiedzenie banku Czech, publikacja wskaźników PMI na początku lipca) będą na drugim planie. W rezultacie wysoka zmienność na rynku powinna się utrzymać.

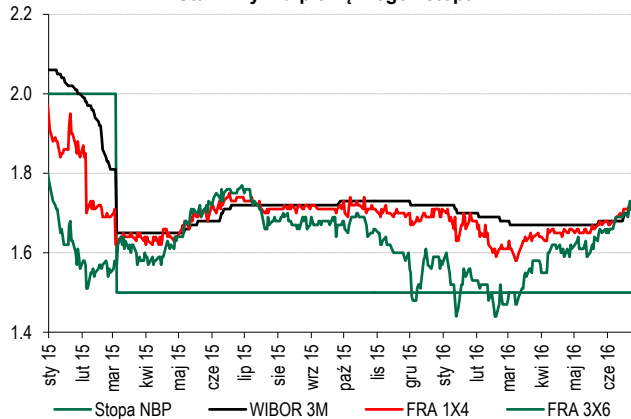
Euro słabsze, a funt mocno traci na wartości

Optymizm inwestorów odnośnie wyników czwartkowego referendum w Wielkiej Brytanii wspierało euro oraz funta. Kurs EURUSD wzrósł z 1,124 (lokalne minimum) do 1,142 przed referendum. W tym samym czasie GBPUSD osiągnął tegoroczne maksimum blisko 1,48. Jednak wynik referendum spowodował znaczące osłabienie euro i funta. EURUSD tymczasowo spadło do ok. 1,09, a GBPUSD osiągnął 1,32 na chwilę, najniższy poziom od 1985.

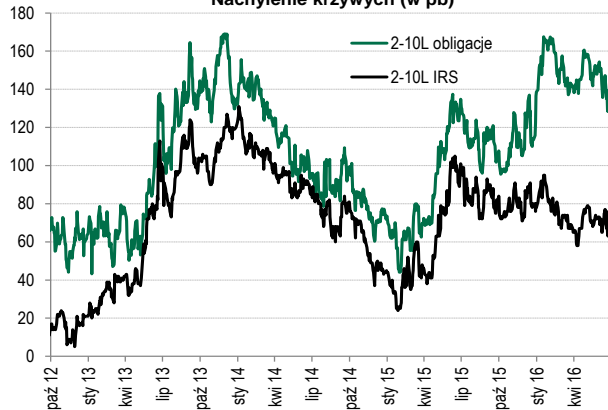
Euro i funt nieco odreagowały po znaczącym osłabieniu w pierwszej reakcji na tzw. Brexit. W naszej ocenie nerwowość na rynku utrzyma się, a nastroje inwestorów pozostaną bardzo wrażliwe na informacje płynące z wielkiej Brytanii i UE. Co więcej, wybory w Hiszpanii mogą dodać zmienności rynkowi w najbliższych dniach.

Rynek stopy procentowej – Spready do Bunda szersze pod wpływem awersji do ryzyka

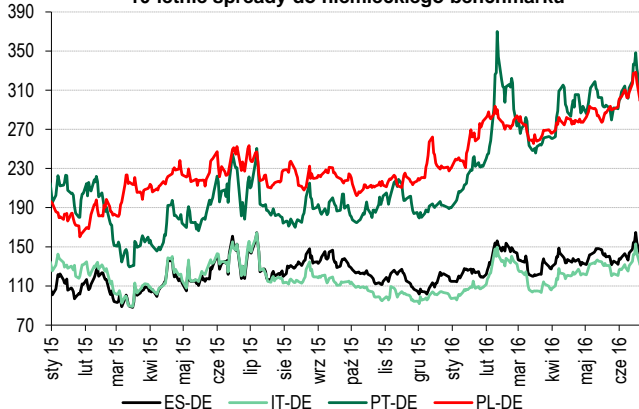
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



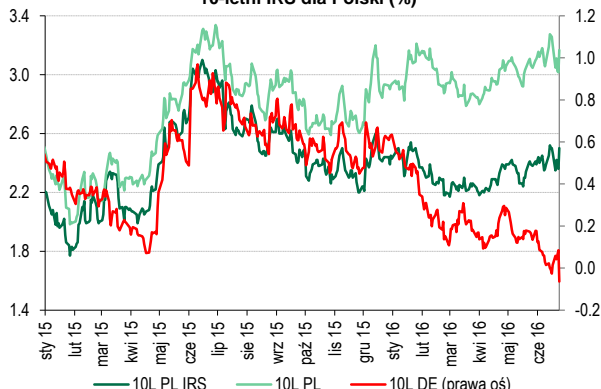
Nachylenie krzywych (w pb)



10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



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



Gwałtowne osłabienie polskich aktywów

▪ Rynek stóp procentowych w Polsce umocnił się znacząco w oczekiwaniu na wynik referendum, jako że inwestorzy oczekiwali, że Wielka Brytania pozostanie w UE. Wynik brytyjskiego referendum był jednak dużym rozczarowaniem, a decyzja, by wyjść z Unii, natychmiastowo zmieniła popyt na ryzyko w awersję. Piątkowa sesja stała pod znakiem przepływu kapitału do „bezpiecznych aktywów”, na czym najbardziej zyskały niemieckie obligacje Przez moment rentowności 10-letnich Bundów wynosiły niemal $-0,20\%$, podczas gdy rentowności na peryferiach strefy euro i krajów Europy Środkowo-Wschodniej znacząco wzrosły. Rentowność polskich i węgierskich obligacji 10-letnich wzrosła odpowiednio o 25pp do $3,25\%$ oraz 30pp do $3,50\%$. Ponadto, spread do niemieckich Bundów wzrósł o ponad 50pb, zarówno dla Polski, jak i Węgier. Czeskie obligacje, podążały z kolei śladem bazowych obligacji, a rentowność 10-latków spadła, co pozwoliło czeskim papierom utrzymać status tzw. bezpiecznej przystani wśród aktywów Europy Środkowo-Wschodniej. Podczas piątkowej sesji polskie aktywa obrobiły część wcześniejszych strat.

▪ W odpowiedzi na wynik brytyjskiego referendum, polskie ministerstwo finansów odwołało poniedziałkową aukcję zamiany. Wiceminister Finansów Piotr Nowak powiedział, że ministerstwo może odwołać 1-2 aukcje obligacji z uwagi na niepewność na rynkach spowodowaną zwycięstwem opcji Brexit. Nowak przypominał także, że Polska pokryła już 70% swoich potrzeb pożyczkowych.

▪ Stawki WIBOR wzrosły o 1-2 pp. (za wyjątkiem WIBOR 1M) w ciągu minionego tygodnia. Jednocześnie, kontrakty FRA wzrosły o 1-4 pp. na całej długości krzywej w odpowiedzi na znaczące osłabienie stawek IRS po ogłoszeniu wyniku referendum. Inwestorzy wyceniają, że stawki WIBOR będą dość stabilne, gdyż ostatnie komentarze członków RPP i minutes z czerwcowego posiedzenia Rady jasno zasugerowały, że niepewność wspiera stabilizację stóp procentowych.

Premia za ryzyko powinna pozostać wysoka

▪ W tym tygodniu uwaga inwestorów nadal będzie skupiać się na krajobrazie po referendum. Negatywne nastroje na rynkach mogą przeważać, powodując odwrót od ryzykownych aktywów w stronę bardziej bezpieczną (głównie Bundy, amerykańskie obligacje skarbowe czy nawet obligacje czeskie). Dlatego też rynki może cechować duża zmienność (szczególnie na długich końcach krzywych). Co więcej, wybory w Hiszpanii, które odbędą się w trakcie weekendu, mogą również przyczynić się do zawirowań na rynkach w krótkim czasie.

▪ Publikacje krajowych danych, w tym wstępne odczyty czerwcowego CPI i PMI dla przemysłu, mogą zostać przyćmione przez czynniki globalne. Dlatego ich wynik nie będzie miał znaczącego wpływu na inwestorów.

▪ W tym tygodniu Minister Finansów opublikuje plan emisji obligacji dla III kw. 2016. Oczekujemy umiarkowanej podaży w lipcu, jako że ministerstwo ogłosiło możliwość odwołania 1 czy 2 aukcji. Mimo tego warunki płynnościowe w przyszłym miesiącu będą dość korzystne dla rynku obligacji ze względu na wykup OK0716 (9,93 mld PLN) oraz płatności kuponowe (ogółem 1,17 mld PLN).

▪ Ogólnie, krajowy rynek stopy procentowej pozostanie pod wpływem sytuacji post-brexitowej na rynku globalnym. Inwestorzy wciąż będą ostrożni, co sprawi, że rynki nadal będą bardzo zmienne w nadchodzących dniach/tygodniach. W rezultacie oczekujemy, że premia za ryzyko pozostanie wysoka.

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