

CitiWeekly

Niekończąca się opowieść

- W niedzielnym referendum 61,3% Greków opowiedziało się za odrzuceniem pakietu reform proponowanego przez instytucje unijne.
- Wynik referendum oznacza, że rośnie ryzyko wprowadzenia przez grecki rząd namiastki równoległej waluty, która przynajmniej przejściowo (a może i na stałe) byłaby wykorzystywana do regulowania zobowiązań podatkowych oraz wypłaty emerytur.
- Rozmowy między Grecją oraz krajami strefy euro zapewne zostaną wznowione w najbliższych dniach, jednak osiągnięcie porozumienia może zająć więcej czasu, szczególnie w obliczu wyniku niedzielного głosowania.
- W maju zagraniczni inwestorzy zwiększyli swoje zaangażowanie na polskim rynku długu. Wciąż utrzymywało się zainteresowanie krajowymi aktywami ze strony azjatyckich inwestorów, podczas gdy inwestorzy ze Stanów Zjednoczonych redukowali swoją ekspozycję.
- Ministerstwo Finansów ogłosiło, że w lipcu i sierpniu zaoferuje obligacje o wartości 4-12 mld zł, co pozwoli pokryć 76-81% potrzeb pożyczkowych.
- Indeks PMI wzrósł w czerwcu do 54,3 pkt i okazał się wyższy od naszych prognoz (i tak optymistycznych na tle konsensusu). Poprawa wynikała między innymi z wyraźnego wzrostu nowych zamówień (głównie krajowych) oraz produkcji.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

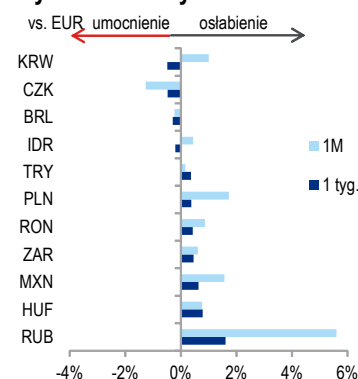
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



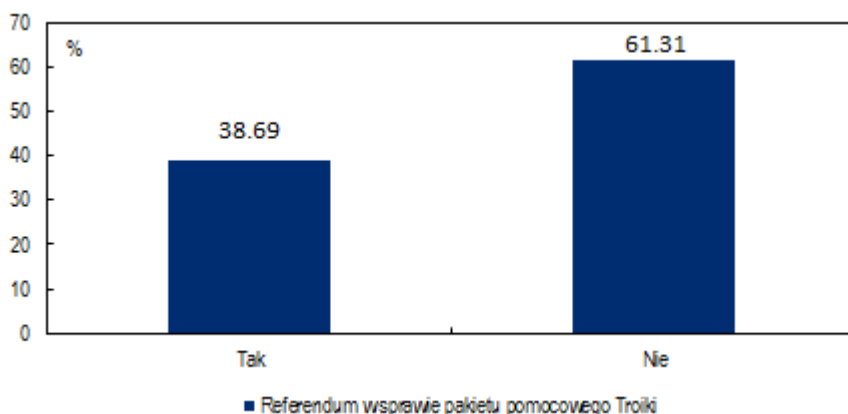
Według stanu na dzień 3.07.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe .

| | €/zł | \$/zł | £/zł | €/§ | NBP | EBC | WIBOR 3M | 10L Bund | 10L Treasuries |
|-----------|------|-------|------|------|------|------|----------|----------|----------------|
| III KW 15 | 4,12 | 3,85 | 5,88 | 1,07 | 1,50 | 0,05 | 1,71 | 0,50 | 2,30 |
| III KW 16 | 4,08 | 3,99 | 5,92 | 1,02 | 1,75 | 0,05 | 2,13 | 1,10 | 2,60 |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn. 5.06.2015 r., pozostałe z dn. 17.6.2015 r.

Wykres 2. Wynik greckiego referendum w sprawie poparcia dla programu reform proponowanego przez Troikę



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Spis treści

| | Nr str. |
|------------------------|---------|
| - Podsumowanie | 1 |
| - Kalendarz publikacji | 2 |
| - Zapowiedź tygodnia | 2 |
| - Miniony tydzień | 3 |
| - Tabela z prognozami | 6 |

Kalendarz publikacji

| Godz. publikacji | Kraj | Informacja | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|----------------------------------|-----------|-----------------------------------|----------------|------------|---------------|-------------------|--------------------|
| 6 lip PONIEDZIAŁEK | | | | | | | |
| 08:00 | GE | Zamówienia fabryczne | % m/m | V | -0.3 | -0.4 | 1.4 |
| 15:45 | US | Indeks PMI (composite) | pkt. | VI | -- | -- | 54.6 |
| 15:45 | US | Indeks PMI dla usług | pkt. | VI | -- | 54.9 | 54.8 |
| 16:00 | US | ISM poza sektorem przetwórczym | pkt. | VI | 57.5 | 56.4 | 55.7 |
| 7 lip WTOREK | | | | | | | |
| 08:00 | GE | Produkcja przemysłowa | % m/m | V | -0.8 | 0.1 | 0.9 |
| 14:00 | PL | Oficjalne aktywa rezerwowe | mln USD | VI | -- | -- | 102.9 |
| 14:30 | US | Bilans handlowy | mln USD | V | -40.5 | -42.8 | -40.9 |
| 8 lip ŚRODA | | | | | | | |
| 20:00 | US | Zapis dyskusji FOMC (minutes) | - | - | -- | -- | -- |
| - | PL | Stopa procentowa NBP | % | VII | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 9 lip CZWARTEK | | | | | | | |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tys. | tyg. | 325 | 277 | 281 |
| 10 lip PIĄTEK | | | | | | | |
| 16:00 | US | Zapasy hurtowe | % m/m | V | -- | 0.3 | 0.4 |

Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

RPP

Najbliższe posiedzenie RPP najprawdopodobniej nie wyróżni się niczym nadzwyczajnym, a Rada utrzyma neutralny ton komunikatu, sygnalizując brak zmian stóp procentowych do końca swojej kadencji. Na szczególną uwagę zasługiwać będzie wynik najnowszej projekcji makroekonomicznej, która powinna pokazać jak ścieżki wzrostu i inflacji zmieniły się w ciągu ostatnich czterech miesięcy. Oczekujemy rewizji w górę prognoz PKB na ten i na przyszły rok z odpowiednio 3,4% r/r i 3,3% w centralnej ścieżce projekcji marcowej. Najprawdopodobniej jednak zmiany będą niewielkie, a nowa projekcja NBP pokaże w 2015 r. niższy wzrost PKB niż zakłada nasz scenariusz (3,9% r/r). Biorąc pod uwagę rosnącą niepewność dotyczącą sytuacji w Grecji, Rada zapewne będzie chciała na konferencji prasowej spróbować zasygnalizować, że bank centralny jest przygotowany do wkroczenia na rynek walutowy, jeśli nadmierna zmienność na rynku będzie tego wymagała.

Oczekujemy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na niezmienionym poziomie jeszcze przez ponad rok i oczekujemy pierwszej podwyżki stóp we wrześniu przyszłego roku. Według naszych prognoz stopa referencyjna banku centralnego wzrośnie o łącznie 50 pb w 2016 r.

Miniony tydzień

Grecja powiedziała „Nie”

Niedzielne referendum w Grecji przyniosło zdecydowane zwycięstwo rządowi premiera Ciprasa. Na popierane przez niego „Nie” głosowało 61% wyborców, podczas gdy wcześniejsze sondaże wskazywały na bardzo wyrównany rozkład głosów. Kampania referendalna przebiegała przy założeniu, że zwycięstwo obozu „Nie” pozwoli greckiemu rządowi na podpisanie z wierzycielami porozumienia na korzystniejszych niż dotychczas warunkach. Naszym zdaniem trudno jednak sobie wyobrazić, że przedstawiciele krajów strefy euro będą w stanie uzasadnić większe ustępstwa przed swoim elektoratem, na co wskazują choćby zdecydowane wypowiedzi przedstawicieli Niemiec formułowane w niedzielny wieczór. Wydarzeniem, które może ułatwiać rozmowy jest ustąpienie ze stanowiska ministra finansów Grecji Varoufakisa, który był odpowiedzialny za pięciomiesięczne, nieudane negocjacje z Troiką. Do porozumienia potrzeba jednak woli obu stron, a niedzielne referendum bynajmniej porozumienia nie ułatwia.

Nowe porozumienie Grecji z przedstawicielami Troiki jest wciąż możliwe, ale jego sfinalizowanie może zająć dużo czasu. Naszym zdaniem Europejski Bank Centralny (EBC) nie będzie chciał odciąć Grecji od finansowania w postaci ELA (emergency liquidity assistance), a przynajmniej nie zrobi tego tak długo, jak utrzymują się szanse na porozumienie z wierzycielami. Dlatego w najbliższym czasie limit finansowania ELA zapewne pozostanie bez zmian, a jednocześnie greckie banki wciąż będą objęte ograniczeniami w przepływie kapitału oraz limitami wysokości wypłaty z bankomatów. Biorąc pod uwagę doniesienia prasowe o tym, że grecki system bankowy cierpi na niedobór gotówki, limity wypłaty z bankomatu mogą nawet zostać obniżone w kolejnych dniach (obecnie dzienny limit to 60 euro).

Ryzyko wprowadzenia namiastki równoległej waluty jest duże. Ze względu na brak dostępu do płynności w postaci euro, grecki rząd może wkrótce zacząć wypłacać emerytury lub pensje w postaci certyfikatów, które będą zastępowały walutę. Certyfikaty te (tzw. *IOU*) byłyby zapewne akceptowane również jako środek do regulowania zobowiązań podatkowych, co z czasem spowodowałoby jego upowszechnienie i jednocześnie wyparcie z obiegu euro (zgodnie z zasadą: „zły pieniądz wypiera dobry pieniądz”). Jeżeli negocjacje nie zostaną wznowione lub nie doprowadzą do istotnych ustępstw, sytuacja ta może z czasem doprowadzić do wyjścia Grecji ze strefy euro. Niemniej ze względu na brak zasad jak mogłoby do tego dojść, samo wyjście z unii walutowej nastąpiłoby dopiero po dłuższym czasie, w którym Grecja znajdowałaby się w stanie zawieszenia – bez formalnej nowej waluty, wykorzystując jednak certyfikaty.

Na co zwracać uwagę? Na poniedziałek zaplanowano rozmowy szefów unijnych instytucji (Komisja Europejska, Eurogrupa), a na wtorek rozmowy przywódców krajów strefy euro. Pozwolą one na zarysowanie kierunku ewentualnych rozmów z Grecją. Z punktu widzenia EBC, kluczową datą jest 20 lipca, kiedy Grecja ma spłacić około 3,5 mld euro zadłużenia wobec EBC. Jeżeli do tego nie dojdzie, bank centralny będzie miał obiektywny argument za tym aby ograniczyć albo przerwać finansowanie greckiego systemu bankowego, co wymusiłoby jego restrukturyzację.

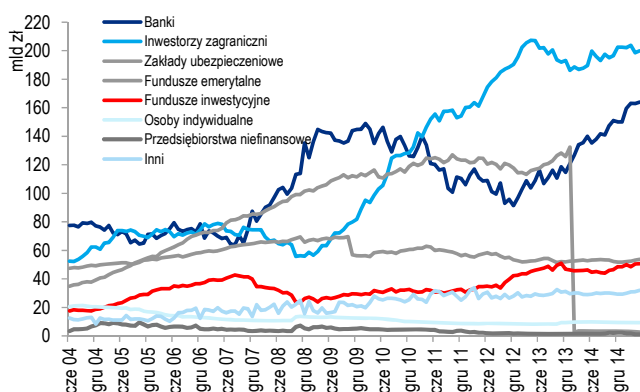
Z punktu widzenia polskich aktywów, wydarzenia w Grecji są negatywne, ale na razie nie spodziewamy się bardzo silnej reakcji rynkowej. Miniony tydzień pokazał, że reakcje kursu złotego oraz rentowności obligacji były ograniczone, a zdolność BGK do wchodzenia na rynek FX oraz obligacji oznacza, że ewentualne okresy większej zmienności będą częściowo wygładzane. Ministerstwo Finansów posiada ponad 10 mld euro poduszki płynnościowej, podczas gdy BGK może sporadycznie działać na rynku długu.

Podaż długu w lipcu i sierpniu ograniczona

Mimo zwiększonej zmienności i znaczącego spadku cen w maju i czerwcu inwestorzy zagraniczni zwiększali swoje zaangażowanie na polskim rynku długu. Emisja netto obligacji w maju wyniosła 3,9 mld zł, z czego 1 mld zł zakupiły krajowe banki, a 1,3 mld zł inwestorzy zagraniczni. Wśród tych ostatnich największy popyt na polski dług wygenerowały, m.in. banki centralne, firmy ubezpieczeniowe i inwestorzy niefinansowi, z kolei głównym sprzedawcą obligacji były fundusze inwestycyjne i emerytalne. Podobnie jak w poprzednich miesiącach swoje zaangażowanie zmniejszyli inwestorzy ze Stanów Zjednoczonych (-1,2 mld zł), co było kompensowane przez większe zakupy inwestorów azjatyckich. Choć Ministerstwo Finansów nie udostępniło jeszcze danych za czerwiec to twierdzi, że zakupy krajowych obligacji przez krajowych inwestorów były jednymi z największych w ostatnich 12 miesiącach.

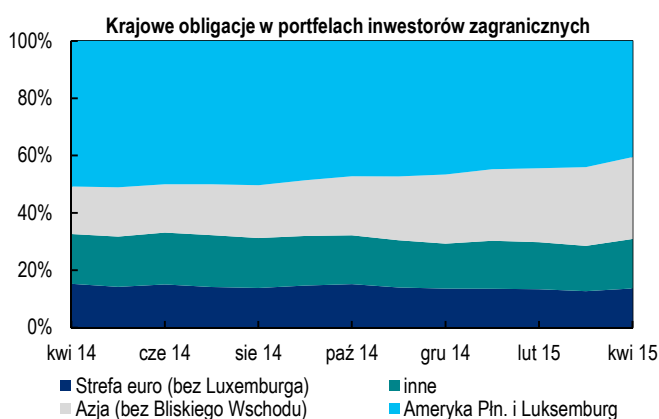
Ministerstwo Finansów poinformowało, że w lipcu i sierpniu zaoferuje obligacje za 4-12 mld zł, co pozwoli pokryć 76-81% potrzeb pożyczkowych. Zgodnie z wypowiedziami resortu po czerwcu sfinansowano 73% potrzeb pożyczkowych. Ministerstwo Finansów ma zdeponowane na rachunkach ok. 58 mld zł, co daje mu elastyczność w przypadku emisji w kolejnych miesiącach.

Wykres 3. Portfele krajowych obligacji według typu inwestora



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 4. Zaangażowanie inwestorów zagranicznych według regionu



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

PMI

Indeks PMI wzrósł nieoczekiwanie w czerwcu do 54,2 pkt i okazał się wyższy od naszych prognoz (i tak optymistycznych na tle konsensusu). Był to pierwszy wzrost indeksu PMI od stycznia tego roku, a według firmy Markit poprawa wynikała między innymi z wyraźnego wzrostu nowych zamówień (głównie krajowych) oraz produkcji. Chociaż indeks PMI w całym

drugim kwartale był nieco niższy niż w I kw., naszym zdaniem PKB mógł lekko nawet lekko przyspieszyć do około 3,7% r/r.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Najważniejsze wskaźniki | | | | | | | | |
| Nominalny PKB (mld USD) | 439 | 477 | 525 | 496 | 526 | 549 | 467 | 471 |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1,362 | 1,437 | 1,554 | 1,616 | 1,663 | 1,729 | 1,792 | 1,896 |
| PKB per capita (USD) | 11,508 | 12,382 | 13,626 | 12,879 | 13,667 | 14,270 | 12,153 | 12,267 |
| Populacja (mln) | 38.2 | 38.5 | 38.5 | 38.5 | 38.5 | 38.5 | 38.4 | 38.4 |
| Stopa bezrobocia (%) | 12.1 | 12.4 | 12.5 | 13.4 | 13.4 | 11.5 | 10.1 | 10.9 |
| Aktywność ekonomiczna | | | | | | | | |
| Realny wzrost PKB (% , r/r) | 2.6 | 3.7 | 4.8 | 1.8 | 1.6 | 3.4 | 3.9 | 3.7 |
| Inwestycje (% , r/r) | -12.7 | 9.7 | 12.2 | -4.3 | -3.5 | 11.4 | 6.3 | 7.2 |
| Spożycie ogółem (% , r/r) | 3.5 | 2.8 | 1.7 | 0.7 | 1.4 | 3.4 | 3.0 | 3.2 |
| Konsumpcja indywidualna (% , r/r) | 3.4 | 2.7 | 3.0 | 1.0 | 1.2 | 3.1 | 3.4 | 3.2 |
| Eksport (% , r/r) | -6.3 | 12.9 | 7.9 | 4.3 | 4.8 | 5.7 | 7.6 | 7.0 |
| Import (% , r/r) | -12.4 | 14.0 | 5.5 | -0.6 | 1.8 | 9.1 | 7.1 | 7.7 |
| Ceny, pieniądź i kredyt | | | | | | | | |
| Inflacja CPI (% , r/r) | 3.5 | 3.1 | 4.6 | 2.4 | 0.7 | -1.0 | 0.8 | 1.9 |
| Inflacja CPI (% średnia) | 3.5 | 2.6 | 4.3 | 3.7 | 0.9 | 0.0 | -0.7 | 1.9 |
| Place nominalne (% , r/r) | 4.2 | 3.6 | 4.9 | 3.5 | 2.6 | 3.8 | 4.0 | 4.8 |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% , r/r) | 7.0 | 8.5 | 13.9 | 2.4 | 4.5 | 7.6 | 8.0 | 9.0 |
| Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu) | 3.50 | 3.50 | 4.50 | 4.25 | 2.50 | 2.00 | 1.50 | 2.00 |
| WIBOR1M, (% , koniec okresu) | 4.27 | 3.95 | 4.99 | 4.11 | 2.71 | 3.66 | 1.73 | 2.48 |
| Rentowność obligacji 10-letnich | 6.24 | 6.07 | 5.91 | 3.73 | 4.34 | 2.52 | 3.40 | 4.15 |
| USD/PLN (Koniec okresu) | 2.86 | 2.95 | 3.40 | 3.10 | 3.01 | 3.52 | 4.02 | 3.92 |
| USD/PLN (Średnia) | 3.10 | 3.01 | 2.96 | 3.26 | 3.16 | 3.15 | 3.84 | 4.02 |
| EUR/PLN (Koniec okresu) | 4.11 | 3.96 | 4.42 | 4.09 | 4.15 | 4.26 | 4.14 | 4.05 |
| EUR/PLN (Średnia) | 4.33 | 3.99 | 4.12 | 4.19 | 4.20 | 4.18 | 4.11 | 4.10 |
| Bilans płatniczy (mld USD) | | | | | | | | |
| Rachunek bieżący | -17.3 | -24.1 | -27.0 | -17.6 | -7.0 | -7.9 | -3.4 | -6.8 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB) | -3.9 | -5.0 | -5.1 | -3.6 | -1.3 | -1.4 | -0.7 | -1.4 |
| Saldo handlu zagranicznego | -10.2 | -13.8 | -17.4 | -9.2 | 0.9 | -0.9 | 3.9 | 0.6 |
| Eksport | 133.1 | 156.3 | 184.2 | 181.0 | 197.8 | 208.9 | 182.9 | 187.8 |
| Import | 143.3 | 170.1 | 201.6 | 190.2 | 196.9 | 209.8 | 179.0 | 187.2 |
| Saldo usług | 4.8 | 3.1 | 7.3 | 8.0 | 10.6 | 10.7 | 8.8 | 9.1 |
| Saldo dochodów | -12.7 | -16.5 | -18.0 | -16.2 | -18.0 | -17.4 | -15.8 | -16.0 |
| Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto | 8.8 | 6.9 | -14.0 | -6.6 | -3.7 | -8.1 | -10.0 | -11.0 |
| Rezerwy międzynarodowe | 73.4 | 86.3 | 89.7 | 100.3 | 99.3 | 94.1 | 94.1 | 94.1 |
| Amortyzacja | 46.9 | 44.1 | 38.3 | 47.5 | 48.7 | 49.2 | 51.0 | 49.6 |
| Finanse publiczne (% PKB) | | | | | | | | |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -7.4 | -7.6 | -4.9 | -3.7 | -4.0 | -3.2 | -2.7 | -2.5 |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicznych | -4.6 | -5.1 | -2.4 | -1.0 | -1.5 | -1.2 | -0.9 | -0.8 |
| Dług publiczny (Polska metodologia) | 49.8 | 52.0 | 52.5 | 52.0 | 53.1 | 47.9 | 48.9 | 48.8 |

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w całości lub w części. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.