

CitiWeekly

Jeden krok bliżej do Grexit

- W piątek grecki rząd ogłosił referendum, które teoretycznie ma dotyczyć poparcia dla programu bolesnych reform, ale w praktyce sprowadza się do głosowania nad tym czy Grecja powinna pozostać w strefie euro.
- Od poniedziałku w Grecji obowiązują ograniczenia w przepływie kapitału, a banki są przez tydzień zamknięte (zostaną otwarte dopiero po rozstrzygnięciu referendum).
- Sondaże pokazują, że wśród greckich wyborców przeważa poparcie dla propozycji wierzycieli. Gdyby referendum zakończyło się silnym „Tak”, umożliwiłoby to powrót do negocjacji ze stroną unijną, choć zapewne zwiększyłoby ryzyko zmiany greckiego rządu. Jest to nasz podstawowy scenariusz.
- Głosowanie na „Nie” w praktyce oznaczałoby znaczny wzrost ryzyka wyjścia Grecji ze strefy euro, poprzedzonego wprowadzeniem do obiegu „równoległej” waluty. Uznajemy to za scenariusz alternatywny, a więc mniej prawdopodobny.
- Informacje napływające z Grecji doprowadziły do wzrostu awersji do ryzyka, choć wpływ na złotego był dotychczas bardzo niewielki.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

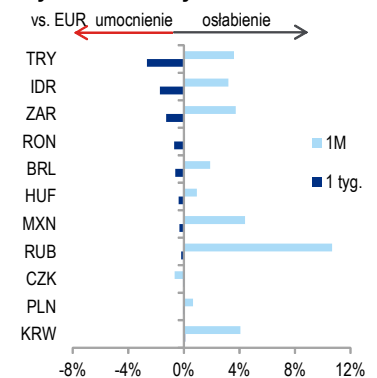
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



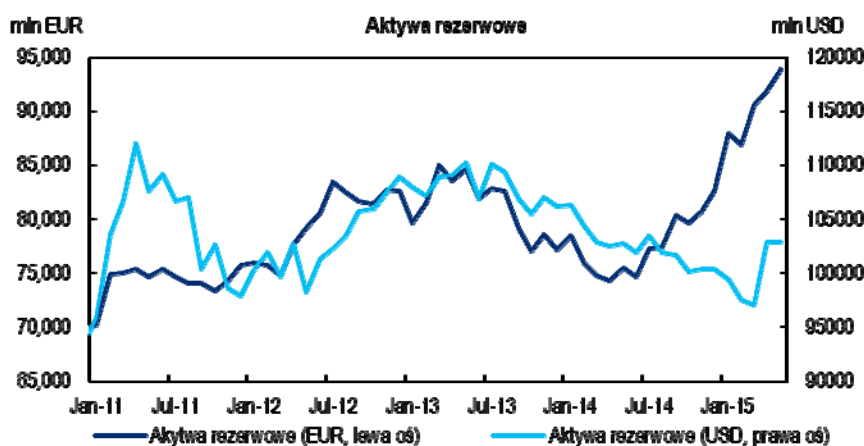
Według stanu na dzień 26.06.2015 r.
Źródło: Reuters.

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. Rezerwy walutowe pokrywają obecnie ponad 6 miesięcy importu.



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
29 cze PONIEDZIALEK							
11:00	EA	Wskaźnik nastrojów gospodarczych	pkt	VI	103,8	103,5	103,8
16:00	USA	Wstępne umowy na sprzedaż domów	% m/m	V	-	1,2	3,4
30 cze WTOREK							
	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	0,2	0,2	1,7
10:30	UK	PKB	% r/r	I kw.	2,4	2,5	2,4
11:00	EA	Inflacja	% r/r	VI	0,2	0,8	0,6
15:00	USA	Indeks cen domów S&P Case Shiller	pkt	IV	-	5,50	5,0
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	VI	-	50,1	46,2
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VI	-	97,3	95,4
1 lip ŚRODA							
03:00	CNY	PMI dla przemysłu	pkt	VI	-	50,5	50,2
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VI	-	-	52,4
10:00	EA	PMI dla przemysłu	pkt	VI	52,5	52,5	52,2
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	VI	-	218	-
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VI	-	53,2	-
2 lip CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	VI	-	-	267
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VI	-	232	280
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VI	-	5,4	5,5
14:30	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	V	-	-	-0,4
3 lip PIĄTEK							
	USA	Dzień Niepodległości					
10:00	EA	PMI dla usług	pkt	VI	55,0	54,4	53,3
11:00	EA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	-	0,1	0,7

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

Zapowiedź tygodnia

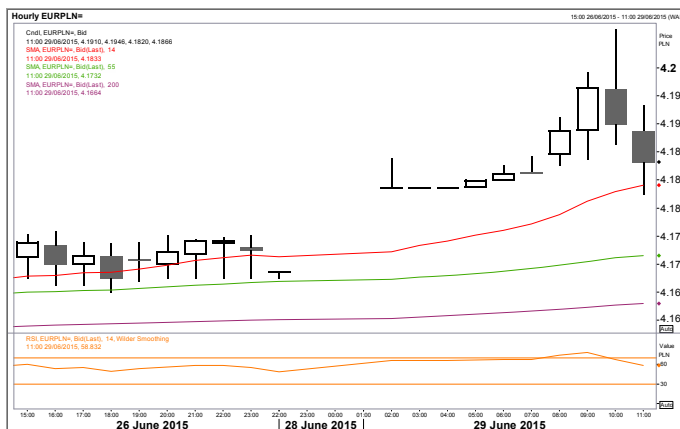
Grecja

Już czwarty tydzień z rzędu w tytule naszego raportu wspominamy o Grecji i wszystko wskazuje, że sytuacja może się jeszcze kilka razy powtórzyć. W piątek wieczorem **grecki rząd niespodziewanie ogłosił referendum w którym społeczeństwo ma opowiedzieć się za lub przeciw wprowadzaniu w życie pakietu reform** proponowanych przez instytucje unijne (tzw. ex-Troikę). Rząd premiera Tsiprasa opowiada się przeciw temu pakietowi. Teoretycznie głosowanie nie dotyczy kwestii pozostania

Grecji w strefie euro, ale w praktyce wynik referendum może rozstrzygnąć o tej kwestii.

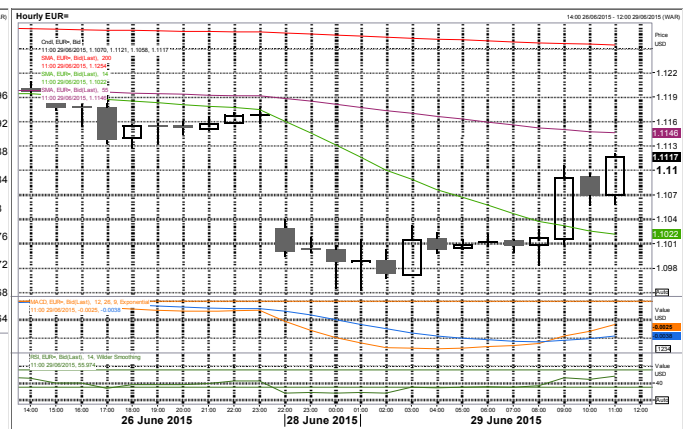
Ogłoszenie referendum przyczyniło się do wzmocnienia odpływu depozytów z greckiego systemu bankowego (media prezentują zdjęcia kolejek przed bankomatami). Jednocześnie w związku z przerwaniem przez Grecję negocjacji w sprawie pakietu pomocowego Europejski Bank Centralny postanowił podtrzymać finansowanie w ramach specjalnej linii ELA na dotychczasowym poziomie. W rezultacie grecki system bankowy znajduje się w trudnej sytuacji, ponieważ szybszy odpływ depozytów oznacza, że banki w rzeczywistości potrzebują zwiększenia ELA, a samo utrzymanie finansowania na dotychczasowym poziomie nie jest wystarczające. Z tego powodu **od poniedziałku Grecja była zmuszona nałożyć ograniczenia w przepływie kapitału i zarządziła ograniczenia w wypłacie gotówki, z dziennym limitem 60 euro.**

Wykres 3. Kurs złotego wobec euro



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 4. Kurs EUR/USD



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

We wtorek przypada ostateczny termin spłaty raty zadłużenia Grecji wobec Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW). Niezależnie od tego, czy Grecja posiada wystarczające środki (1,5 mld euro), naszym zdaniem rząd w Atenach zapewne nie dokona tej płatności, o ile nie będzie miał zagwarantowanego dostępu do pozostałych 16 mld euro programu pomocowego. Zgodnie ze stanowiskiem agencji ratingowych brak spłaty zadłużenia wobec MFW nie oznacza formalnej niewypłacalności Grecji. W krótkim okresie jedyną istotną konsekwencją posiadania zaległości wobec MFW jest utrata dostępu do finansowania z funduszu, co oznacza, że MFW nie będzie chciał uczestniczyć w ewentualnych wznowionych rozmowach o pomocy dla Aten, o ile do takiego wznowienia rozmów dojdzie.

Z punktu widzenia przyszłości Grecji (i strefy euro) kluczowy będzie wynik niedzielного referendum (5 lipca). **Dotychczasowe sondaże pokazują, że przewagę mają zwolennicy propozycji zgłaszanych przez ex-Troikę.** W takim scenariuszu można spodziewać się, że po referendum doszłoby do zmiany greckiego rządu na bardziej pro-unijny (obecny rząd popiera głosowanie „przeciw”), **co pozwoliłoby na wznowienie negocjacji z wierzycielami i w praktyce zwiększyłoby szanse na pozostanie Grecji w strefie euro (nasz podstawowy scenariusz).**

Gdyby jednak w referendum przeważały głosy na „nie”, szanse na porozumienie z wierzycielami byłyby bardzo małe. Gdyby dodatkowo

Grecja nie spłaciła zadłużenia wobec EBC (płatności 20 lipca oraz 20 sierpnia), praktycznie sektor bankowy w Grecji stałby się niewypłacalny. Nie posiadając finansowania w ramach nadzwyczajnej ELA, grecki rząd byłby zmuszony wprowadzić możliwość regulowania zobowiązań za pomocą certyfikatów niebędących euro, co w praktyce oznaczałoby wprowadzenie równoległej waluty. Dlatego naszym zdaniem **wynik referendum „na Nie” znacznie zwiększyłby ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro (nie jest to jednak nasz podstawowy scenariusz).**

Wydarzenia w Grecji doprowadziły do spadku płynności i odwrotu od ryzykownych aktywów. O ile giełdy europejskie (w tym polska) odnotowały kilkuprocentowe spadki, złoty tylko nieznacznie stracił na wartości. Naszym zdaniem waluty regionu Europy Środkowej są bardziej podatne na ryzyko Grexit niż inne waluty rynków wschodzących, ale ta wrażliwość jest znacznie mniejsza niż na przykład w 2011 roku. Na korzyść złotego działa dużo silniejsza pozycja w bilansie płatniczym, fakt, że do kryzysu greckiego inwestorzy mogli się przygotować, a także (pośrednio) działanie EBC, który stabilizuje rynki europejskie.

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	473	473
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	12 322	12 311
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	10.0	9.2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% , r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.7	3.4	3.9	3.7
Inwestycje (% , r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.5	11.4	7.1	7.2
Spożycie ogółem (% , r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.4	3.4	2.9	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	6.0
Import (% , r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% , r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	1.0	2.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.6	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	1.74	2.48
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	2.90	4.00
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	3.78	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	-3.3	-6.7
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	3.8	0.6
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.9	178.8	186.3
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	209.8	175.0	185.7
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	10.7	8.6	9.0
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-17.4	-15.5	-15.8
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	48.9

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) mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. 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.