



Bank Polski

Tylko dla orłów



RYNEK STOPY PROCENTOWEJ

Na koniec IV kw. 2014 r. spodziewamy się spadku rentowności polskich obligacji skarbowych w sektorze 2-letnim do 1,80%, w 5-letnim do 2,20% i 10-letnim do 2,90%. Tym samym zakładamy wystromienie krzywej dochodowości. Zarówno krótki jak i długi koniec krzywej wzmacniać będą oczekiwania na głębsze obniżki stóp procentowych, wciąż słabe dane makroekonomiczne w Europie, a także utrzymująca się w Polsce deflacja.

W przypadku rynku Treasuries dostrzegamy potencjał do wzrostu rentowności (w sektorze 10-letnim do 2,60%) na skutek zapowiedzianej przez Fed normalizacji polityki pieniężnej. Nie spodziewamy się jednak, aby spadki cen amerykańskich obligacji negatywnie wpływały na polski rynek długu. Z drugiej strony wierzymy bowiem w pozytywny wpływ potencjalnego wsparcia monetarnego ze strony EBC i rosnącego prawdopodobieństwa skupu obligacji skarbowych w strefie euro. W efekcie naszym zdaniem rentowność niemieckich Bundów powinna na koniec 2014 r. nieznacznie spaść w okolice 0,95%.

Mirosław Budzicki
miroslaw.budzicki@pkobp.pl
t: 22 521 87 94

RYNEK WALUTOWY

Na koniec IV kw. 2014 r. spodziewamy się osłabienia euro wobec dolara (1,23) oraz złotego wobec euro (4,26). Nasze prognozy wynikają ze wskazań naszych modeli ekonometrycznych oraz następujących założeń dodatkowych:

- zakończenie QE3 oraz perspektywa podwyżek stóp w USA na tle oczekiwań dalszego luzowania ilościowego polityki monetarnej przez EBC powinno umacniać dolara wobec euro;
- w przypadku złotego negatywne oddziaływania oczekiwań zacieśniania polityki monetarnej w USA, spowalniającej gospodarki Chin oraz obniżek stóp w Polsce powinny przeważać nad potencjalnie pozytywnym dla złotego wpływem dalszego luzowania ilościowego w strefie euro (bardziej prawdopodobny przepływ środków wygenerowanych przez EBC do USA a nie na rynki wschodzące).

Jarosław Kosaty
jaroslaw.kosaty@pkobp.pl
tel. 22 521 65 85

RYNEK AKCJI

Solidne tempo wzrostu gospodarczego, perspektywa poprawy zysków spółek i niskie rynkowe stopy procentowe tworzą korzystne tło dla polskich akcji. Uważamy jednak, że we wrześniu rynek zdyskontował wiele pozytywnych czynników, co będzie go powstrzymywało przed dalszymi wzrostami w perspektywie końca roku.

Normalizacja polityki pieniężnej w USA pozostaje największym wyzwaniem stojącym przed rynkami wschodzącymi. Sądzymy jednak, że Rezerwa Federalna rozłoży ten proces na długi czas i zakończy cykl podwyżek na poziomie znacząco poniżej przedkryzysowego. Spadek płynności na światowych rynkach finansowych spowodowany zakończeniem QE przez Fed zostanie w części zneutralizowany przez Bank Japonii i EBC, co da krajom rozwijającym się więcej czasu na dostosowanie.

Cieniem na światowych rynkach kłaść się będzie trudna sytuacja geopolityczna i obawy o spowolnienie w Chinach. Prognozujemy, że indeks WIG zakończy rok na poziomie 55 tys. pkt.

Mariusz Adamiak, CFA
mariusz.adamiak@pkobp.pl
tel. 22 580 32 39

RYNEK STOPY PROCENTOWEJ

- W III kw. 2014 r. doszło do gwałtownego spadku rentowności obligacji skarbowych w Polsce i w Europie. Naszym zdaniem był to efekt: silniejszego od prognoz rynkowych spadku inflacji w Europie i w Polsce, sygnalizowanego przez wskaźniki wyprzedzające spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego, a także oczekiwań rynkowych na wdrożenie QE w strefie euro. Dodatkowo krajowy rynek wzmocniły oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez NBP – pod koniec września rynek FRA wyliczył spadek stóp procentowych w Polsce w 2014 r. o prawie 100 pb;
- Nasze modele ekonometryczne sygnalizują na koniec IV kw. 2014 r. spadek rentowności obligacji skarbowych w sektorze 2-letnim do 1,80%, 5-letnim do 2,20% i 10-letnim do 2,90%. Tym samym zakładamy, że w najbliższych miesiącach nastąpi wystromienie się krzywej dochodowości. Na koniec 2015 r. spodziewamy się wzrostu rentowności w sektorze 2 lat do 2,10%, 5 lat do 2,70%, a 10 lat do 3,40%;
- W przypadku rynku amerykańskich Treasuries dostrzegamy potencjał do wzrostu rentowności w tym roku. Nasze modele wskazują, że na koniec IV kw. 2014 r. kwotowania w sektorze 10-letnim wzrosną do odpowiednio: 2,60%, a na koniec 2015 r. do 3,15%. Z drugiej strony spekulacje dotyczące QE w strefie euro nie pozwolą na wzrost rentowności niemieckich Bund-ów. W sektorze 10-letnim spodziewamy się ich stabilizacji blisko poziomu 1,00%, a przejściowo nawet 0,9%. W efekcie prawdopodobne jest dalsze rozszerzenie się już i tak historycznie wysokiego spreadu pomiędzy UST a Bundem 10Y powyżej 160 pb.

RYNEK STOPY PROCENTOWEJ

W III kw. 2014 r. RPP zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie zmieniła stóp procentowych. Stabilizacja w polityce pieniężnej skutkowałą utrzymaniem się WIBOR3M przez większą część kwartału w okolicach 2,65-2,70%. Dopiero wrześniowe wypowiedzi członków Rady jednoznacznie zapowiadające obniżkę stóp procentowych na początku IV kw. doprowadziły do spadku stawek depozytów poniżej stopy referencyjnej NBP - dla 3M w okolice 2,28%.

Mimo, że bank centralny nie zdecydował się na zmianę polityki pieniężnej, to jednak wyraźnie w kolejnych miesiącach modyfikował swoje nastawienie. Już w lipcu RPP zdecydowała o usunięciu z komunikatu tzw. *forward guidance*, zgodnie z którym stopy procentowe miały być utrzymywane bez zmian do końca III kw. 2014 r. Miało to Radzie stworzyć przestrzeń do ewentualnego poluzowania polityki pieniężnej. Ponadto już wówczas pierwsi członkowie RPP zaczęli sygnalizować, że dopuszczają możliwość redukcji stóp procentowych w tym roku. Pod wpływem publikowanych słabszych danych makroekonomicznych na rynku oczekiwania w odniesieniu do przyszłych decyzji banku centralnego zaczęły przesunąć się w kierunku głębszych cięć, a pod koniec września rynek FRA wyceniał pełne trzy obniżki o 75 pb w IV kw. 2014 r. i większą część czwartej. Dla porównania w poprzednim raporcie kwartalnym przyjęliśmy założenie, że rynek będzie dyskontować jedynie dwie obniżki łącznie o 50 pb.

Rynek zdyskontował blisko cztery obniżki stóp procentowych w Polsce.

W sektorze bankowym znacząco spadła nadpłynność, mierzona wartością emisji bonów pieniężnych NBP. W okresie od grudnia 2013 r. do sierpnia 2014 r. ich średni dzienny stan obniżył się o ponad 20 mld PLN w okolice 105 mld PLN. W naszej ocenie największy wpływ na wspomniany spadek płynności miał wzrost wartości pieniądza gotówkowego w obiegu. Mimo wspomnianych zmian płynności stawka POLONIA kształtowała się w III kw. 2014 r. średnio 3 pb poniżej stopy referencyjnej NBP (dla porównania w II kw. była o zaledwie 2 pb niższa).

Napływające słabe dane makroekonomiczne ze strefy euro wymusiły na EBC kolejne dostosowanie w polityce pieniężnej. Na posiedzeniu decyzyjnym we wrześniu bank centralny zdecydował się na kolejną obniżkę stóp procentowych o 10 pb (refinansowej do 0,05% i depozytowej do minus 0,20%), a także od października na skup ABS-ów. Zgodnie z wcześniejszą decyzją przeprowadzona 18 września została operacja TLTRO, jednak jej skala okazała się dużo mniejsza niż oczekiwania rynkowe (83 mld EUR wobec spodziewanych około 140 mld EUR). Wszystkie wspomniane działania spowodowały, że ostatecznie stawka LIBOR3M EUR okazała się o prawie 10 pb niższa od naszych prognoz.

Słabsze dane makroekonomiczne wymusiły ekspansję monetarną w strefie euro.

W Stanach Zjednoczonych Fed, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, konsekwentnie na kolejnych posiedzeniach ograniczał wartość programu skupu obligacji skarbowych i ABS-ów. Na koniec III kw. 2014 r. *Quantitative easing* ograniczono do 15 mld USD miesięcznie. W przypadku rynku pieniężnego zmiany polityki pieniężnej nie miały wpływu na wysokość stawek depozytowych, które stabilizowały się blisko naszych prognoz.

Tabela 1 Zmiany notowań na rynku pieniężnym (% , stan na koniec okresu)

	Średnia: 2003-08	4q13	2q14	3q14	4q14P	1q15P	2q15P	4q15P
POLONIA (śr. w kwartale)	-	2,41	2,48	2,47	1,95	1,95	1,95	1,95
Stopa referencyjna NBP*	5,15	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
WIBOR3M	5,42	2,68	2,68	2,28	2,10	2,10	2,10	2,10
LIBOR3M USD	3,30	0,24	0,23	0,24	0,25	0,25	0,30	1,05
LIBOR3M EUR	3,14	0,28	0,18	0,06	0,05	0,10	0,15	0,15

*prognoza stopy referencyjnej NBP - Departament Analiz Ekonomicznych PKO Banku Polskiego;

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (30.09)

1 października 2014

Tak jak oczekiwaliśmy, na rynkach bazowych stopniowa „normalizacja” polityki pieniężnej przez Fed, a także utrzymujące się ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych prowadziły do wzrostu rentowności amerykańskich obligacji skarbowych. W efekcie w sektorach 2Y i 5Y znalazły się one 10-15 pb powyżej poziomów z końca II kw. 2014 r. i jednocześnie ukształtowały się bardzo blisko naszych prognoz z ostatniego raportu kwartalnego (na krótkim końcu krzywej nawet okazały się nieco wyższe). Jednym z głównych czynników wspierających wspomniane zmiany były publikowane oczekiwania członków FOMC dotyczące kształtowania się stopy rezerwy federalnej w kolejnych latach. Jak podał we wrześniu Fed, według mediany oczekiwań podstawowa stopa procentowa ma wzrosnąć w 2015 r. do 1,35%, w 2016 r. do 2,85% i w 2017 r. do 3,75%. Te pozytywne oceny stanu amerykańskiej gospodarki wspierane były przez dane makroekonomiczne, potwierdzające trwałość ożywienia gospodarczego w USA.

Fed przygotowuje się do normalizacji polityki pieniężnej.

W świetle wspomnianej przeceny aktywów amerykańskich zaskakująco odporne okazały się rynki europejski oraz państw wschodzących. W III kw. 2014 r. rentowności papierów dłużnych w Europie gwałtownie spadły (w przypadku 10-letnich Bundów aż o 20-30 pb). W naszej ocenie była to reakcja na poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC, spekulacje dotyczące wdrożenia programu skupu obligacji skarbowych w strefie euro (na wzór programu realizowanego w Stanach Zjednoczonych), a także publikowane słabsze od oczekiwań dane makroekonomiczne w strefie euro. W efekcie we wrześniu rentowności obligacji w Europie ustanawiały kolejne historyczne minima. W przypadku 10-letnich Bundów kwotowania na krótko spadły w okolice 0,83%. Dla porównania w ostatnim raporcie kwartalnym zakładaliśmy, że rentowności wzrosną do 1,40%, przy jednoczesnym wzroście spreadu pomiędzy rentownościami UST a Bunda 10Y o 10 pb., mimo że już wówczas były one na historycznie wysokich poziomach. Warto zwrócić też uwagę na fakt, że od momentu ogłoszenia przez bank centralny niestandardowych programów wsparcia rentowności większości 2-letnich obligacji skarbowych państw strefy euro spadły poniżej zera.

Spekulacje dotyczące QE w Europie determinują spadki rentowności w Europie do historycznych minimów.

Tak silne rozkorelowanie się rynków amerykańskiego i europejskiego skutkowało gwałtownym wzrostem spreadu. W sektorze 10-letnim różnica pomiędzy UST i Bundem wzrosła do 155 pb (+30 pb), co było najwyższym poziomem od momentu utworzenia unii walutowej w Europie.

Fakt podjęcia przez EBC decyzji o poluzowaniu polityki pieniężnej i zapowiedzi skupu aktywów doprowadziły do silnego spadku premii za ryzyko kredytowe. W efekcie rentowności obligacji skarbowych irlandzkich, hiszpańskich i włoskich kontynuowały trend spadkowy, osiągając poziomy znacznie niższe niż odpowiedniki amerykańskie.

Tabela 2 Zmiany notowań na rynkach bazowych (% , stan na koniec okresu)

	Średnia: 2003-08	4q13	2q14	3q14	4q14P	1q15P	2q15P	4q15P
Schatz 2Y	3,54	0,22	0,03	-0,08	-0,05	0,00	0,00	0,10
Bund 5Y	3,84	0,84	0,35	0,15	0,20	0,25	0,25	0,40
Bund 10Y	4,27	1,85	1,25	0,94	0,95	1,00	1,00	1,30
US Treasury 2Y	3,16	0,35	0,46	0,56	0,70	0,75	0,90	1,25
US Treasury 5Y	3,72	1,59	1,64	1,77	1,85	1,90	2,00	2,25
US Treasury 10Y	4,58	2,89	2,53	2,49	2,60	2,70	2,90	3,15
CDS GER 10Y (pb)	-	25	20	20	20	20	20	20

Zródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (30.09)

Na polskim rynku stopy procentowej w całym III kw. 2014 r. obserwowaliśmy gwałtowne spadki rentowności obligacji skarbowych, które były kontynuacją tendencji rozpoczętej w kwietniu tego roku. Przyczyn umocnienia notowań upatrujemy we: wspomnianych spadkach rentowności papierów skarbowych w Europie, dużo silniejszym od oczekiwań rynkowych spadku dynamiki inflacji (nawet w skrajnie pesymistycznych prognozach ekonomiści nie zakładali deflacji w Polsce), a także nasilających się oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Polsce. Podobnie jak rynek, zakładaliśmy mniej gwałtowne zmiany otoczenia rynkowego, co w efekcie spowodowało, że rentowności polskich obligacji skarbowych kończyły kwartał znacznie niżej od naszych prognoz.

Spadki rentowności w Europie i oczekiwania na obniżki stóp w Polsce podtrzymały hossę na rynku polskiego długu.

Negatywny sentyment wśród polskich przedsiębiorców, wzmacniający jednocześnie wyceny polskiego długu, nasilił się dodatkowo przez nałożenie w sierpniu przez Rosję dodatkowych sankcji obejmujących produkty rolno-spożywcze. W Polsce rozbudziło to obawy przed silniejszym spadkiem cen (głębszą deflacją) i głębszym spowolnieniem tempa wzrostu PKB w II i III kw. tego roku.

Efektem utrzymującej się hossy na polskim rynku obligacji skarbowych było ustanowienie kolejnych historycznych minimów na całej długości krzywej, które okazały się nawet wyraźnie niższe od poziomów notowanych w maju 2013 r. I tak przykładowo 2-letnia obligacja (PS1016) wyceniana była przez rynek na 1,88%, 5-letnia (DS1019) w okolicach 2,23%, a 10-letnia (DS0725) na poziomie 2,90%.

Dodatkowym czynnikiem wspierającym wyższe wyceny obligacji skarbowych była wysoka realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych (Ministerstwo Finansów zaczęło od września prefinansować przyszłoroczne potrzeby), lipcowy wykup obligacji OK0714, a także znaczne ograniczenie podaży papierów skarbowych na rynku pierwotnym (w sierpniu aukcje nie były organizowane). Przy tak sprzyjającej sytuacji na rynku pierwotnym spadek zaangażowania inwestorów zagranicznych w polskie obligacje miał drugorzędne znaczenie (stan portfeli utrzymał się na poziomie z grudnia).

W drugiej połowie III kw. 2014 r. ocena wiarygodności kredytowej Polski na rynku kontraktów CDS pogorszyła się w związku z obawami o wzrost napięcia geopolitycznego w regionie na skutek konfliktu pomiędzy Rosją a Ukrainą. Notowania kontraktów w sektorze 5-letnim pod koniec kwartału wzrosły w okolice 65 pb. W podobnym okresie rozszerzyły się również asset swap spready, osiągając w sektorze 10-letnim na krótko tegoroczne maksymalne poziomie blisko 32 pb. Poza samym wzrostem ryzyka kredytowego za rozszerzeniem się ASW przemawiały także rozbudzone oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce.

Kontrakty CDS 5Y dla Polski wyraźnie wzrosły w związku z zaostrzającym się konfliktem na Ukrainie.

Tabela 3 Zmiany notowań na rynku papierów skarbowych i instrumentów pochodnych (%), stan na koniec okresu)

	Średnia: 2003-08	4q13	2q14	3q14	4q14P	1q15P	2q15P	4q15P
OS 1Y	5,45	2,66	2,36	1,97	1,75	1,75	1,75	1,85
OS 2Y	5,58	2,97	2,48	1,97	1,80	1,90	2,00	2,10
OS 5Y	5,78	3,52	3,01	2,38	2,20	2,30	2,50	2,70
OS 10Y	5,80	4,32	3,42	2,99	2,90	3,00	3,20	3,40
TBSP.Index (pkt)	-	1503	1573	1614	-	-	-	-
ASW 10Y (pb)	12	20	6	12	15	10	10	10
CDS 5Y PL (pb)	-	80	56	65	60	50	50	50

Zródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (30.09)

Rynek zdyskontuje obniżki stóp o 100 pb.

Przy wycenie obligacji skarbowych zakładamy w bazowym scenariuszu obniżkę stopy referencyjnej NBP do końca I kw. 2015 r. w łącznej skali 100 pb (do 1,50%). W ramach tego scenariusza przyjmujemy założenie, że RPP poluzuje politykę pieniężną: w październiku (o 50 pb), w listopadzie (o 25 pb), a także w grudniu/styczniu (o 25 pb).

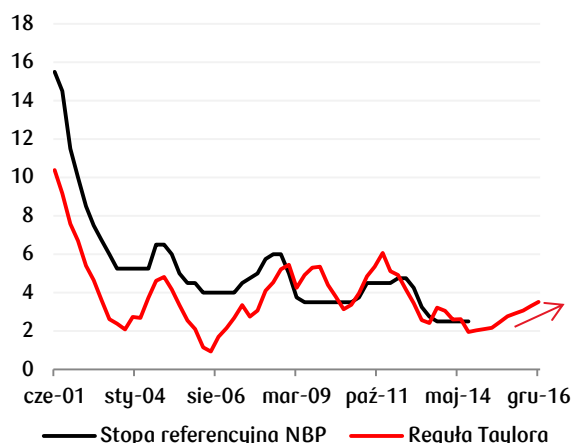
Tabela 4 Nasze założenia w odniesieniu do stopy referencyjnej NBP przyjęte przy konstrukcji prognoz dla rynku stopy procentowej (%)

Stopa referencyjna NBP	1q14	2q14	3q14	4q14	2q15	4q15	2q16	4q16
Scenariusz bazowy	2,50	2,50	2,50	1,75	1,50	1,50	1,75	2,25
Scenariusz alternatywny I	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,25	2,75	3,00
Scenariusz alternatywny II	2,50	2,50	2,50	1,50	1,25	1,25	1,25	2,00
Bieżąca wycena rynkowa	2,50	2,50	2,50	1,75	1,75	1,75	2,00	2,50

* wybraliśmy scenariusze, które rynek może dyskontować.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 1 Reguła Taylora sugeruje obniżki stopy referencyjnej NBP w latach 2014-2015 (%)

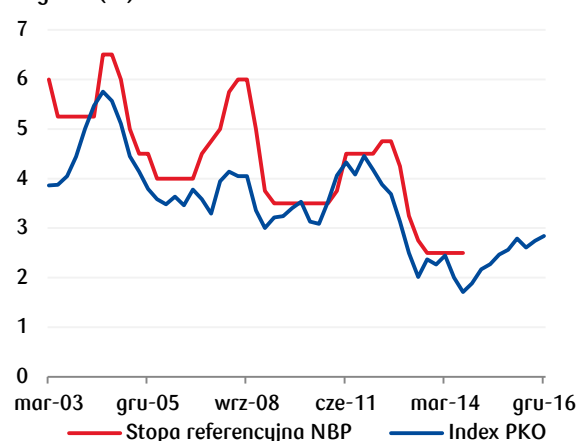


Regułę Taylora opieramy na: PKB, PKB obliczonym filtrem Hodricka-Prescotta, inflacji bazowej bez uwzględnienia cen energii i żywności, a także przy założeniu realnej naturalnej stopy wynoszącej 2,5%.

Współczynnik determinacji $R^2=64,3\%$

Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 2 Nasz model sygnalizuje potencjał dla dalszego spadku stóp procentowych NBP, w skali silniejszej niż reguła Taylora (%)



*Nasz model regresji oparty został na następujących zmiennych objaśniających: PKB, CPI i BAEL.

Współczynnik determinacji $R^2=63,1\%$

Źródło: PKO Bank Polski

Naszym zdaniem rynek dyskontując cięcia stóp procentowych będzie głównie zwracał uwagę na perspektywę spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce i w Europie, przy jednoczesnym braku presji inflacyjnej w okresie oddziaływania polityki pieniężnej. Według naszych wstępnych szacunków PKB w III kw. 2014 r. wzrosnie o 2,8%-3,0% r/r, natomiast w IV kw. nieznacznie przyspieszy do 3,2%. Jest to istotna korekta in minus tempa wzrostu (ok. 0,2-0,4 pkt. proc.) w relacji do prognoz z początku roku. Mimo dokonanej korekty inwestorzy zwracają wciąż uwagę na utrzymujące się czynniki ryzyka (jak konflikt na Ukrainie, czy słabnące tempo wzrostu w strefie euro), które mogą skutkować niższą dynamiką wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach. Tym obawom towarzyszy przejściowa deflacja, która we wrześniu powinna osiągnąć dołek w okolicach minus 0,4% r/r. Dodatni odczyt inflacji możliwy będzie dopiero w listopadzie lub grudniu. Ten układ danych makroekonomicznych jest istotny z punktu widzenia przyszłych decyzji RPP, oznacza bowiem utrzymanie się dotychczasowych pesymistycznych nastrojów w całym IV kw. 2014 r., wzmacniając wyceny obligacji skarbowych.

Rynek w IV kw. 2014 r. pozostanie pod wpływem słabszych danych krajowych i inflacji bliskiej zera.

Dodatkowo za złagodzeniem polityki pieniężnej w 2014 r. przemawia też ryzyko aprecjacji złotego (szczególnie w przypadku braku zmiany stóp przez RPP), a

także ekspansja monetarna w strefie euro (poza TLTRO, skupem ABS-ów rynek spekuluje nt. możliwości wprowadzenia skupu obligacji skarbowych).

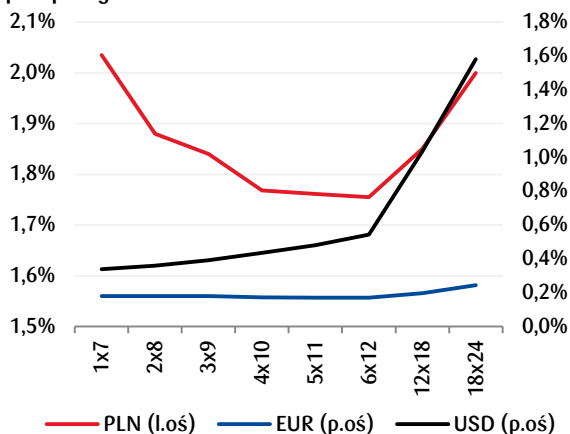
Z wypowiedzi przedstawicieli RPP wynika, że przynajmniej dwóch z nich zgłasza za obniżką stóp o 50 pb w październiku (E. Chojna-Duch i J. Osiatyński), a kolejnych dwóch byłoby skłonnych poprzeć taki wniosek (M. Belka i A. Bratkowski). Biorąc pod uwagę, że przynajmniej trzech kolejnych przedstawicieli Rady mówiło o głębszym poluzowaniu polityki monetarnej w tym roku (raczej preferując mniejsze kroki), to w październiku założyliśmy cięcie stóp o 50 pb. W całym cyklu 3-4 członków RPP dostrzega przestrzeń do obniżki stóp o 75 pb, a pojawiają się nawet głosy, że potrzebny byłby ruch powyżej 100 pb.

Wypowiedzi członków RPP sugerują wysokie prawdopodobieństwo obniżki stóp o 50 pb już w październiku.

Podobne wnioski sugerują modele ekonometryczne. Biorąc pod uwagę wcześniej wspomniane założenia makroekonomiczne otrzymujemy w najbliższych miesiącach w przypadku reguły Taylora spadek stopy referencyjnej NBP na poziomie 50 pb. Wykorzystując nasz model, rozbudowany dodatkowo o wskaźnik odzwierciedlający sytuację na rynku pracy, poluzowanie powinno być głębsze i sięgać 75 pb w tym roku. W nieco dłuższej perspektywie (końca 2015 r.) modele sygnalizują ryzyko wzrostu stóp procentowych. Kolejnym argumentem za spadkiem stóp procentowych NBP może być wysoki poziom realnych stóp procentowych, które ex post kształtują się na poziomie bliskim 2,5 pkt. proc. Nawet, jeśli założymy, że inflacja w 2015 r. wzrośnie w okolice dolnego ograniczenia celu inflacyjnego, to realna stopa NBP ukształtuje się blisko 1,0-1,5 pkt. proc., co może być uznane za poziom umiarkowanie bezpieczny.

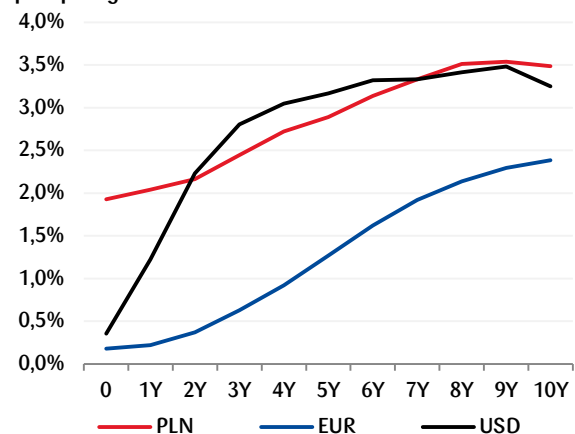
Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, w scenariuszach alternatywnych zakładamy, że 1) stopa referencyjna NBP spadnie w tym roku o 50 pb do 2,00%, 2) stopa referencyjna NBP spadnie w najbliższych dwóch kwartałach o 125 pb. Nie spodziewamy się, aby w najbliższych miesiącach rynek oczekiwał pierwszych podwyżek stóp w 2015 r.

Wykres 3 Oczekiwane zmiany stóp procentowych w perspektywie 2 lat



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 4 Oczekiwane zmiany stóp procentowych w perspektywie 10 lat



Źródło: Thomson Reuters

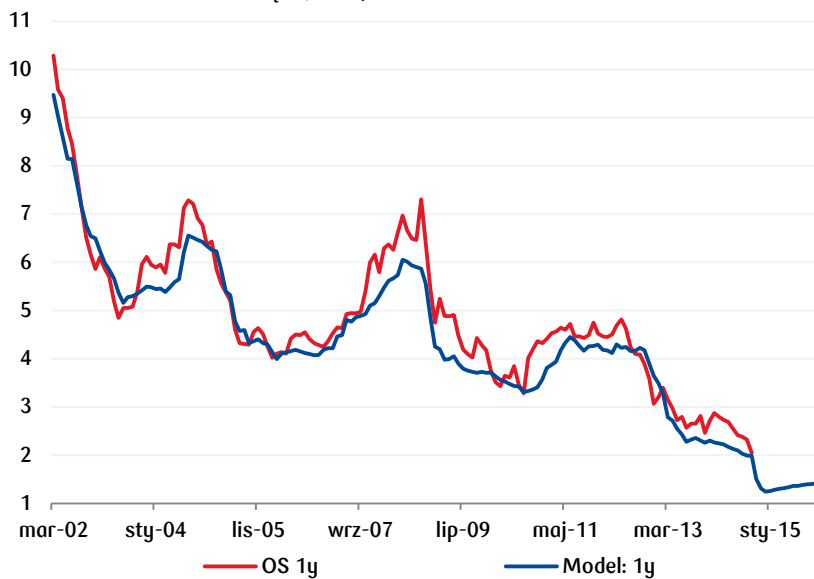
Do wyceny obligacji skarbowych zbudowaliśmy model oparty na regresji wielorakiej. Zmiennymi objaśniającymi są w nim: inflacja, kurs walutowy, krótkoterminowe stopy procentowe oraz rentowności niemieckich obligacji skarbowych. Współczynnik determinacji w zależności od sektora wynosił w granicach 82,53%-96,39%. Wspomniane założenia przyjęliśmy jako podstawę do naszego modelu wyceny obligacji.

MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI 1-ROCZNYCH

$$MODEL_{1Y} = \beta_0 + \beta_1 * CPI + \beta_2 * EURPLN + \beta_3 * WIBOR6M + \beta_4 * BUND 10Y$$

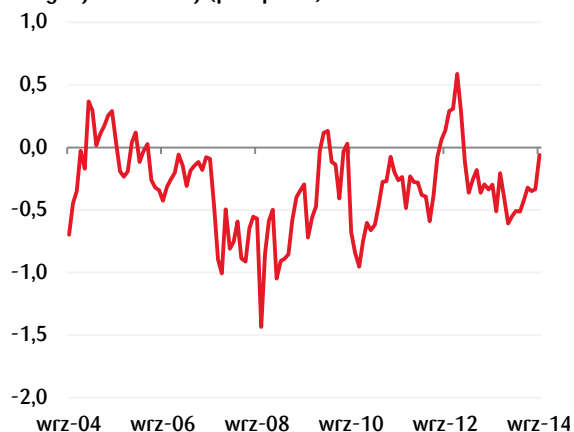
Wskaźnik	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
Stała	-1,32174	0,3559	0,0006
CPI	0,06214	0,0179	0,0000
EUR/PLN	0,23165	0,0788	0,0037
WIBOR6M	0,813	0,0239	0,0000
BUND 10Y	0,31253	0,0318	0,0000
Adjusted R ²	96,39%		
Liczba stopni swobody	148		
SE	0,2785		

Wykres 5 Model sygnalizuje ryzyko spadku rentowności polskich 1-roczych obligacji skarbowych w najbliższych miesiącach (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)



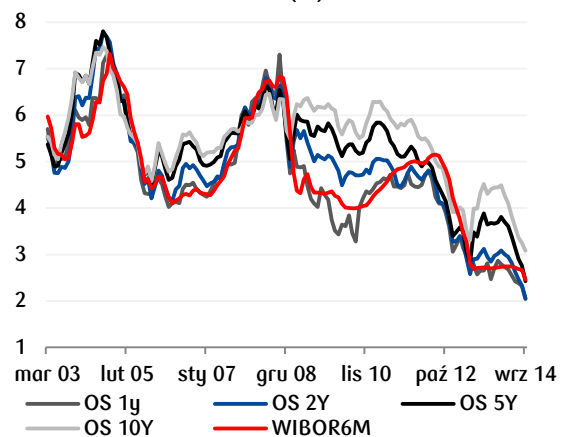
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 6 Odchylenie od rynku wskaźników naszego modelu dla obligacji 1-roczych (pkt. proc.)



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 7 WIBOR6M jest bardzo silnie skorelowany ze zmianami rentowności OS (%)



Źródło: Bloomberg, Thomson Reuters

MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI 2-LETNICH

$$MODEL_{2Y} = \beta_0 + \beta_1 * CPI + \beta_2 * EURPLN + \beta_3 * WIBOR6M + \beta_4 * BUND 10Y$$

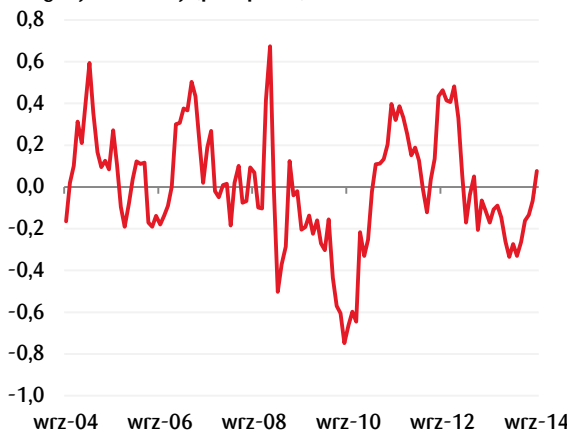
Wskaźnik	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
Stała	-2,31115	0,4060	0,0000
CPI	0,17261	0,0205	0,0000
EUR/PLN	0,59935	0,0899	0,0000
WIBOR6M	0,60989	0,0273	0,0000
BUND 10Y	0,46386	0,0363	0,0000
Adjusted R ²	94,51%		
Liczba stopni swobody	148		
SE	0,3177		

Wykres 8 Model sygnalizuje ryzyko lekkiego spadku rentowności polskich 2-letnich obligacji skarbowych w najbliższych miesiącach (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)



Źródło: PKO Bank Polski

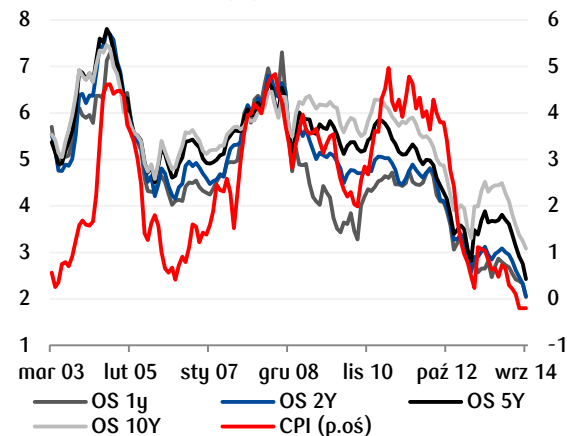
Wykres 9 Odchylenie od rynku wskaźników naszego modelu dla obligacji 2-letniej (pkt. proc.)



Źródło: PKO Bank Polski

1 października 2014

Wykres 10 Korelacja pomiędzy zmianami indeksu CPI a rentownościami OS (%)



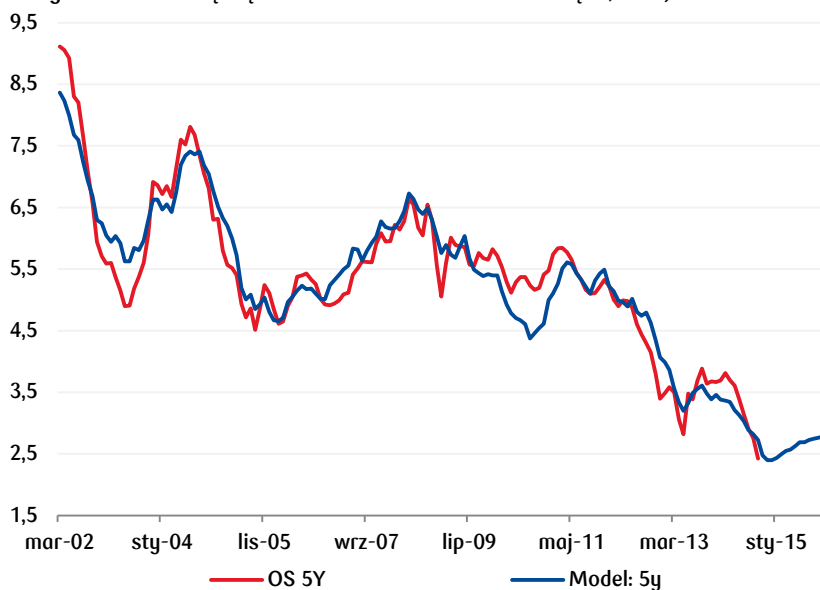
Źródło: Thomson Reuters

MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI 5-LETNICH

$$MODEL_{5Y} = \beta_0 + \beta_1 * CPI + \beta_2 * EURPLN + \beta_3 * WIBOR6M + \beta_4 * BUND 10Y$$

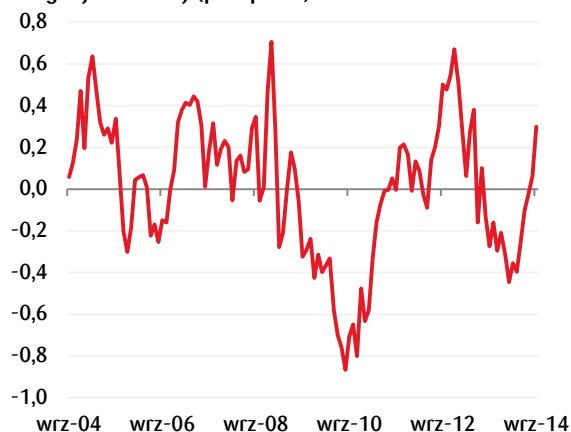
Wskaźnik	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
Stała	-2,02353	0,4936	0,0000
CPI	0,20272	0,0249	0,0000
EUR/PLN	0,77669	0,1093	0,0000
WIBOR6M	0,40029	0,0332	0,0000
BUND 10Y	0,54765	0,0441	0,0000
Adjusted R ²	89,30%		
Liczba stopni swobody	148		
SE	0,3863		

Wykres 11 Model sygnalizuje stabilizację rentowności polskich 5-letnich obligacji skarbowych w najbliższych miesiącach, a w dłuższej perspektywie ich wzrost (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)



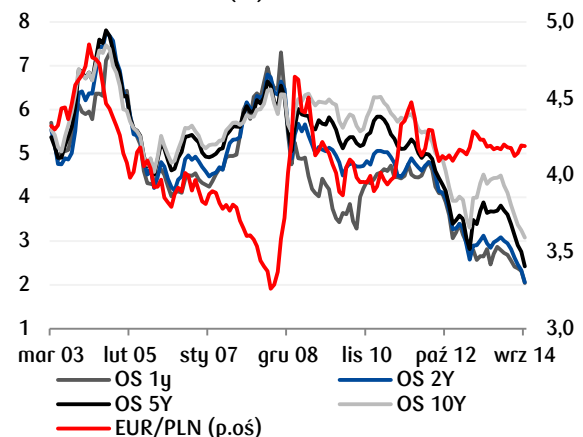
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 12 Odchylenie od rynku wskaźników naszego modelu dla obligacji 5-letniej (pkt. proc.)



Źródło: PKO Bank Polski
1 października 2014

Wykres 13 Korelacja pomiędzy zmianami kursu EUR/PLN a rentownościami OS (%)



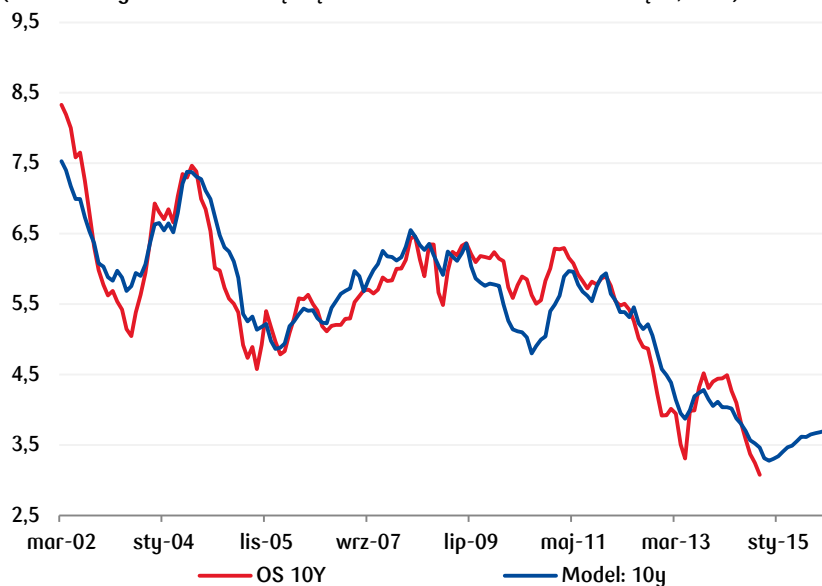
Źródło: Thomson Reuters

MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI 10-LETNICH

$$MODEL_{10Y} = \beta_0 + \beta_1 * CPI + \beta_2 * EURPLN + \beta_3 * WIBOR6M + \beta_4 * BUND 10Y$$

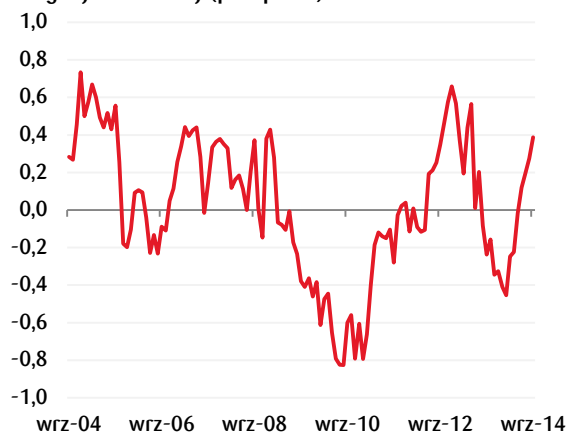
Wskaźnik	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
Stała	-1,22929	0,5006	0,0153
CPI	0,2421	0,0252	0,0000
EUR/PLN	0,88426	0,1109	0,0000
WIBOR6M	0,23158	0,0336	0,0000
BUND 10Y	0,46406	0,0448	0,0000
Adjusted R ²	82,53%		
Liczba stopni swobody	148		
SE	0,3917		

Wykres 14 Model sygnalizuje ryzyko wzrostu rentowności polskich 10-letnich obligacji skarbowych w najbliższych miesiącach, a w dłuższej perspektywie ich wzrost (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)



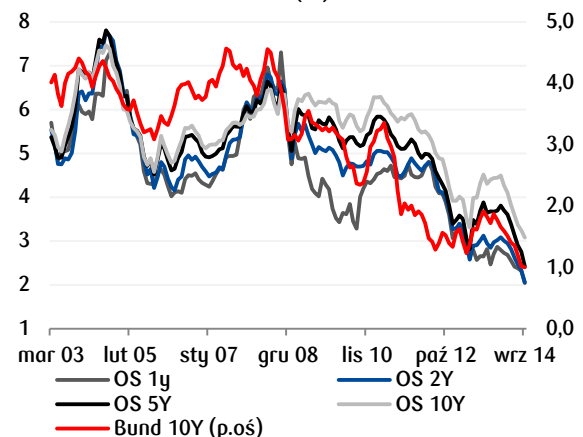
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 15 Odchylenie od rynku wskaźników naszego modelu dla obligacji 10-letniej (pkt. proc.)



Źródło: PKO Bank Polski
1 października 2014

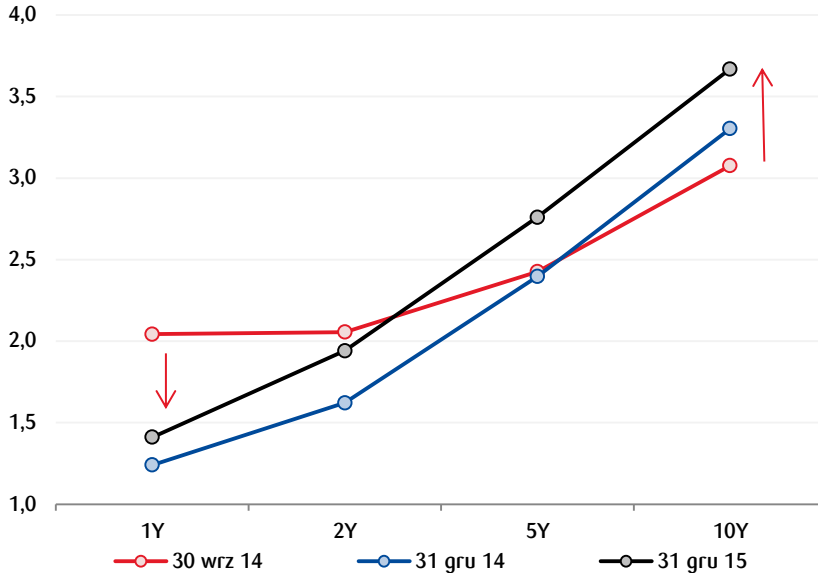
Wykres 16 Korelacja pomiędzy zmianami rentowności Bunda 10Y a rentownościami OS (%)



Źródło: Thomson Reuters

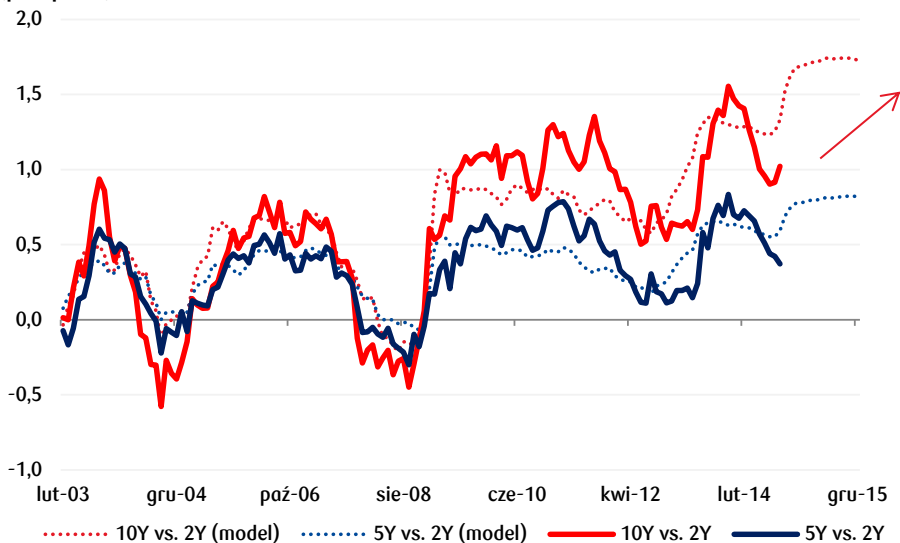
ZMIANA KSZTAŁTU KRZYWEJ WG NASZEGO MODELU

Wykres 17 Według wskazań naszych modeli krzywa dochodowości dla obligacji skarbowych na krótkim końcu ma potencjał do dalszego spadku (%)



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 18 Nasze modele sygnalizują wystromienie krzywej dochodowości w kolejnych kwartałach, w dużej części poprzez spadek krótkiego końca krzywej (pkt. proc.)



Źródło: PKO Bank Polski

Podobne poziomy rentowności otrzymujemy wykorzystując inne modele. Przyjmując model oparty na teorii oczekiwanych stóp procentowych, gdzie za podstawę przyjęliśmy nasze prognozy krótkoterminowych stawek wskazane w Tabeli 4, na koniec IV kw. 2014 r. otrzymujemy rentowności obligacji kształtujące się w zależności od sektorów: dla 2 lat na poziomie 1,90% (pomiędzy 1,35% a 2,30%), dla 5 lat na 2,55% (pomiędzy 2,20% a 2,85%), a dla 10 lat na 2,95% (pomiędzy 2,65% a 3,10%).

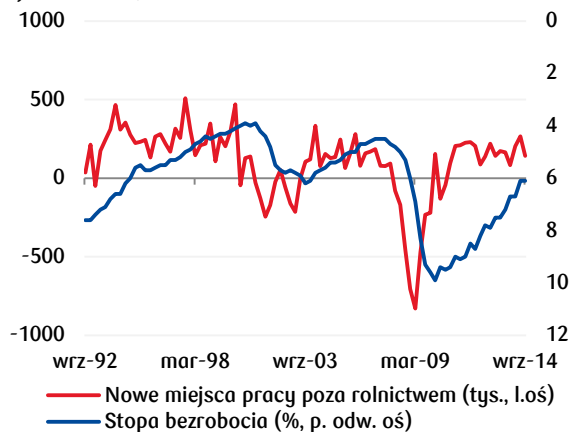
Naszym zdaniem zmiany na rynku nie będą wynikały jedynie z tych krajowych uwarunkowań fundamentalnych (uwzględnionych w naszych modelach). Identyfikujemy też i inne czynniki ryzyka oddziałujące na rynek, z których część opisaliśmy w dalszej części raportu i o które skorygowaliśmy nasze powyższe szacunki.

Istnieje przestrzeń dla spadku rentowności obligacji skarbowych na krótkim końcu i tendencja do stromienia się krzywej.

Rentowności Treasuries w górę, Bundów bez zmian.

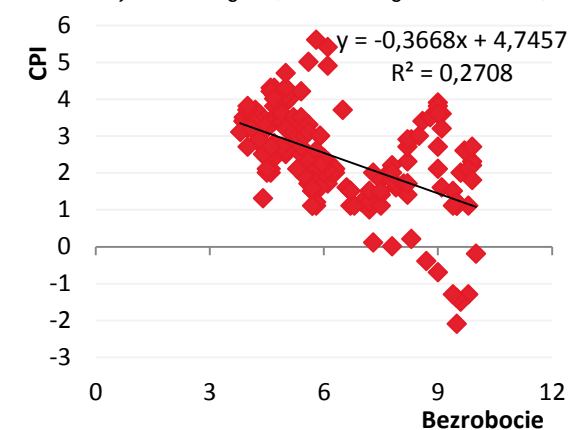
Kolejny kwartał utrzymujemy praktycznie bez zmian nasze oczekiwania w zakresie trendów makroekonomicznych w Stanach Zjednoczonych, polityki pieniężnej, a także trendów rynkowych. Podobnie jak konsensus rynkowy, zakładamy wzrost PKB w najbliższych kwartałach i latach 2015-2016 w tempie bliskim 3%, utrzymanie indeksu CPI blisko 2,0%, a także spadek stopy bezrobocia w okolice 6,0% na koniec 2014 r. i 5,5% na koniec 2015 r. (nieco szybszy spadek stopy bezrobocia wynika jednak po części z czynników o charakterze demograficznym, a więc strukturalnym).

Wykres 19 Non-farm payrolls vs. stopa bezrobocia (Stany Zjednoczone)



Źródło: Bloomberg

Wykres 20 Relacje pomiędzy inflacją a stopą bezrobocia w Stanach Zjednoczonych (% dla danych od 2000 r.)

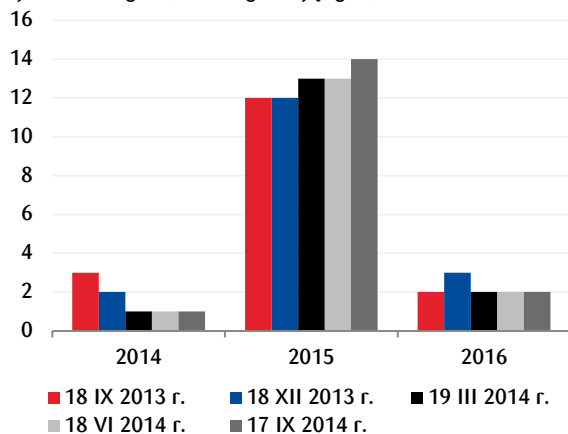


Źródło: Thomson Reuters

W kontekście utrzymującego się ożywienia w USA, podtrzymujemy oczekiwania, że Fed wygasi QE w październiku, a w IV kw. 2014 r. rynek będzie spekulować nt. momentu zaostżenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Warto też zwrócić uwagę na fakt, że oczekiwania członków komitetu FOMC nie uległy w tym zakresie istotnym zmianom na przestrzeni ostatniego roku (co widać na Wykresach 21 i 22). Cały czas jednak zwraca uwagę fakt, że poza ostatnim posiedzeniem w odniesieniu do długoterminowej stopy procentowej ich oczekiwania systematycznie korygowane były w dół (od posiedzenia we wrześniu 2013 r. oczekiwania obniżyły się o prawie 40 pb do 3,75%, po czym we wrześniu powróciły do poziomów bliskich tym sprzed roku).

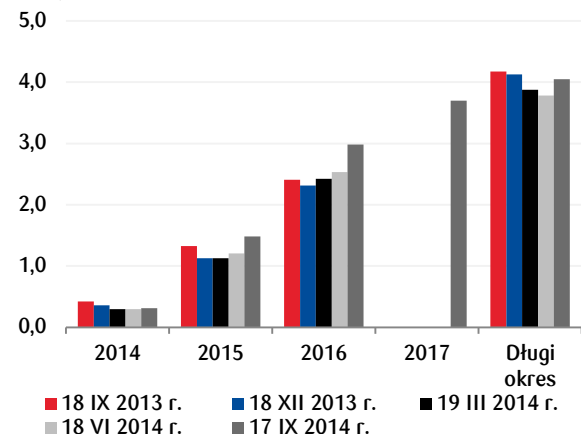
Podwyżki stóp w USA w 2015 r. pozostają bazowym scenariuszem.

Wykres 21 Oczekiwania członków FOMC odnośnie pierwszej podwyżki podstawowej stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych (liczba głosujących)



Źródło: Federal Reserve

Wykres 22 Oczekiwania członków FOMC odnośnie wysokości głównej stopy procentowej w Stanach (średnia arytmetyczna, w %)



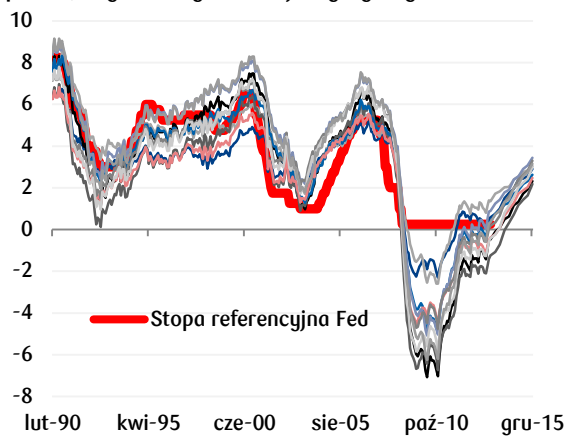
Źródło: Federal Reserve

Przyjmując oczekiwania Fed jako podstawę do wyceny obligacji skarbowych należałoby się spodziewać na koniec 2014 r. silnego wzrostu rentowności 2-letnich obligacji skarbowych w okolice 1,40% (wobec obecnych 0,60%), 5-letnich do 2,70% (wobec obecnych 1,80%) i 10-letnich do 3,40% (wobec obecnych 2,50%). Prognozy ekonomistów zakładają zaostrzenie polityki pieniężnej w najbliższych latach, niemniej przy dużo niższej skali zmian. Również w naszej ocenie Fed ostatecznie nie będzie zacieśniał tak szybko polityki pieniężnej, a pod koniec roku prawdopodobny jest wzrost krzywej UST w sektorze 10-letnim do 2,60%.

Rynek nie dyskontuje scenariusza normalizacji polityki pieniężnej w USA sygnalizowanej przez członków FOMC.

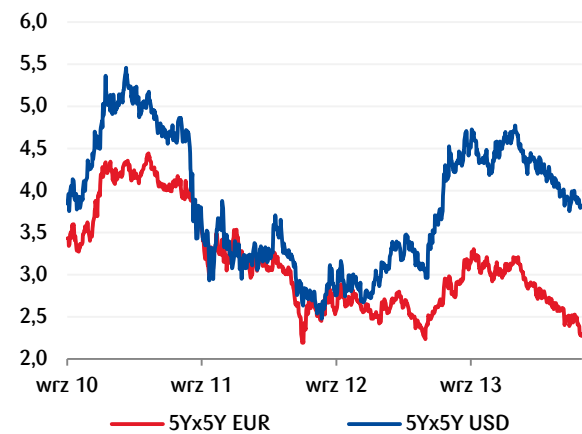
Na potrzeby prognoz podstawowej stopy procentowej Fed w Stanach Zjednoczonych opracowaliśmy modele ekonometryczne oparte na danych makroekonomicznych opisujących politykę pieniężną w okresie od 1983 r. do 2013 r. W dużej mierze były to modele oparte na regule Taylora. Na podstawie 24 różnych modeli wybraliśmy 10, dla których współczynnik determinacji R^2 był najwyższy i jednocześnie przekraczał 50%. Obliczenia dokonaliśmy na podstawie konsensusu ekonomistów, które są jednocześnie zbliżone do naszych oczekiwań (te prognozy są też zbieżne do założeń z poprzednich raportów). Dla najlepiej dopasowanych modeli R^2 sięgał 73,1%, a dla okresu krótszego od 2000 r. do 2008 r. nawet 86,1%. Na koniec 2014 r. 10 najlepiej dopasowanych modeli wskazywało na wzrost stopy procentowej pomiędzy 0,7% a 2,4%.

Wykres 23 Wskazania naszych modeli ekonometrycznych opartych na podstawowych danych makroekonomicznych w proc. (w tym różnych wersji reguły Taylora z $R^2 > 50\%$)



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 24 Długoterminowa stopa procentowa w USA i w strefie euro (na bazie forwardów 5Yx5Y).



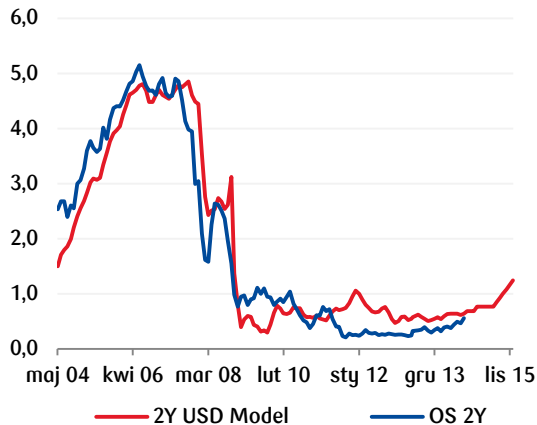
Źródło: Thomson Reuters

Biorąc pod uwagę konieczność wcześniejszego zakończenia programu QE (co naszym zdaniem nastąpi w październiku), jest mało prawdopodobne, aby decyzja o podwyżce stóp zapadła do końca I kw. 2015 r. Z Wykresu 23 wynika, że część modeli z wyprzedzeniem reaguje na zmieniające się dane makroekonomiczne, co powoduje, że sygnalizują podwyżkę stóp wcześniej, niż ona faktycznie nastąpi. Naszym zdaniem mimo ostatniego wzrostu inflacji Fed pozostanie ostrożny z zaostrzeniem polityki pieniężnej, raczej odwołując się do decyzji. Na koniec 2015 r. nasze modele sygnalizują wzrost podstawowej stopy Fed do 2,2%-3,5%, czyli poziomu zbliżonego do oczekiwań rynkowych i członków FOMC, jednak wyprzedzającego go o prawie rok. Rynek zakłada, że do pierwszej podwyżki dojdzie w czerwcu 2015 r., a na koniec 2015 r. podstawowa stopa Fed wzrośnie do 1,00%. Oczekiwana długoterminowa stopa w USA kształtuje się blisko 3,75%. Rynek dyskontuje nieco mniejszą skalę zacieśnienia polityki pieniężnej i do tego bardziej rozłożonego w czasie. W naszej ocenie generuje to ryzyko przeceny na amerykańskim rynku długu.

Perspektywa zaostrzenia polityki pieniężnej w USA generuje ryzyko przeceny Treasuries.

W celu wyceny amerykańskich obligacji skarbowych zbudowaliśmy model regresji wielorakiej. Zmiennymi objaśniającymi w modelu były: krótkoterminowe stopy procentowe, a także indeks CPI i PKB dla Stanów Zjednoczonych.

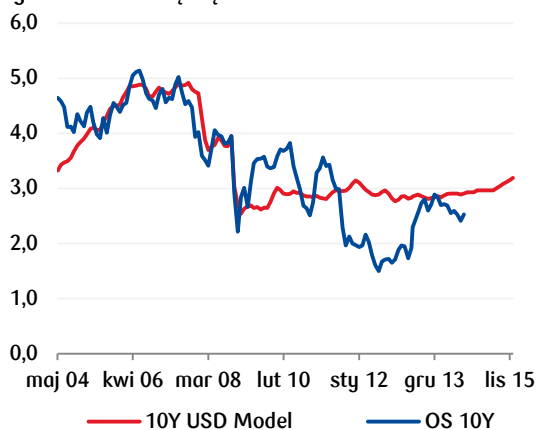
Wykres 25 Model sygnalizuje wzrost rentowności amerykańskich 2-letnich obligacji skarbowych (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)



Współczynnik determinacji adjusted $R^2=90,40\%$

Źródło: PKO Bank Polski

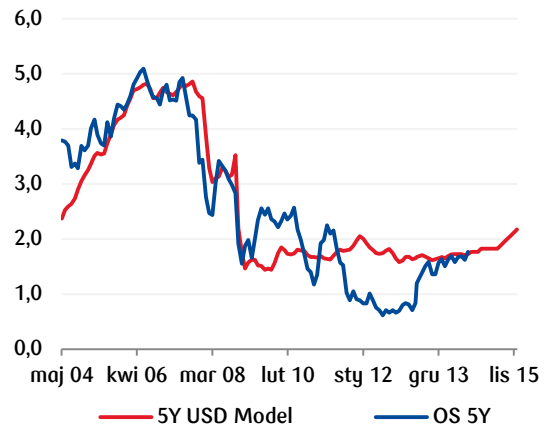
Wykres 27 Model sygnalizuje lekki wzrost rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)



Współczynnik determinacji $R^2=57,3\%$

Źródło: PKO Bank Polski

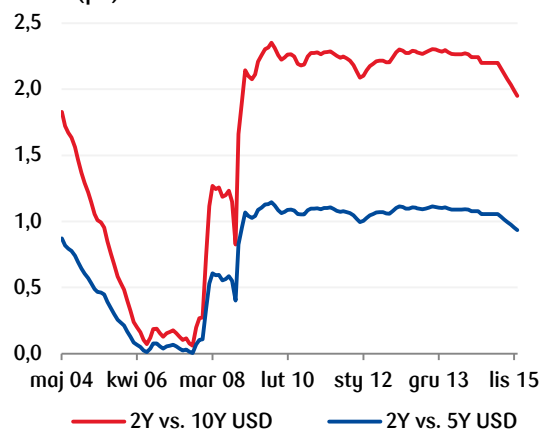
Wykres 26 Model sygnalizuje lekki wzrost rentowności amerykańskich 5-letnich obligacji skarbowych (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)



Współczynnik determinacji adjusted $R^2=75,63\%$

Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 28 Oczekiwany spread dla amerykańskich obligacji skarbowych: 10Y vs. 2Y i 5Y vs. 2Y obliczony na bazie naszych modeli (pb)



Źródło: PKO Bank Polski

Dopasowanie naszego modelu w latach 2004-2013, w zależności od sektora, dla którego prowadziliśmy obliczenia, wynosiło od 57,3% do 90,4%. Niższy stopień dopasowania wskazań modelu w relacji do faktycznych rentowności wynikać mógł z faktu rozwoju przez Fed programów QE, co znacząco zaburzało wskazania modelu. Otrzymane wyniki sygnalizują ryzyko silnego wzrostu rentowności we wszystkich analizowanych sektorach (podobnie jak model oparty na oczekiwaniach). Niemniej zwraca uwagę, że notowania rynkowe wyraźnie zbliżyły się do wycen fundamentalnych. Ograniczać to będzie potencjalną skalę przeceny obligacji amerykańskich.

Nasze modele sugerują wzrosty rentowności obligacji amerykańskich w kolejnych miesiącach.

Z odmienną sytuacją mamy do czynienia na rynku europejskim. Założenia dotyczące tempa wzrostu gospodarczego strefy euro były systematycznie korygowane w dół, a wskaźniki wyprzedzające koniunkturę sygnalizują ryzyko wolniejszego wzrostu również w kolejnych kwartałach. Niższy wzrost PKB od potencjalnego jest czynnikiem wspierającym scenariusz utrzymywania się inflacji wyraźnie poniżej celu inflacyjnego EBC (nieznacznie poniżej 2,0%).

Dodatkowo spodziewamy się utrzymania presji dezinflacyjnej, za którą odpowiedzialne są przede wszystkim spadające ceny surowców.

Według ostatniej projekcji EBC tempo wzrostu PKB w 2014 r. ma wynieść 0,9%, w 2015 r. 1,6% i w 2016 r. 1,9%. W przypadku tegorocznego PKB w relacji do prognozy czerwcowej korekta w dół wyniosła we wszystkich prognozowanych latach 0,1 pkt. proc. (ale w odniesieniu do prognozy z marca korekta wynosiła w tym roku 0,3 pkt. proc.). Podobne co do skali były też korekty oczekiwań wśród ekonomistów. Oczekiwanie na wyhamowanie dynamiki wzrostu w strefie euro wynika m.in. z ryzyka geopolitycznego (Ukraina i Bliski Wschód), ale też słabszego popytu wewnętrznego i eksportu. Słabsze oczekiwania wyrażane w ankietach sugerują małe prawdopodobieństwo, aby dane makroekonomiczne zaskoczyły w najbliższych miesiącach wyższą dynamiką.

W ostatnich miesiącach obserwowaliśmy też wyraźne korekty w dół prognoz inflacyjnych. Według projekcji EBC wskaźnik HICP wyniesie w 2014 r. 0,6%, w 2015 r. 1,1% i w 2016 r. 1,4%. W przypadku tegorocznego HICP korekta w dół wyniosła 0,1 pkt. proc. wobec projekcji z czerwca (a także 0,4 pkt. proc. w relacji do marcowej). Według konsensusu rynkowego inflacja w kolejnych miesiącach powinna się ustabilizować w okolicach 0,5% r/r. Oznacza to, że ekonomiści wierzą w zakończenie trendu spadkowego inflacji w końcu roku. Zwracamy jednak uwagę na to, że podobnie było też w III kw., a ostatecznie wskaźnik inflacji w ujęciu rocznym nieznacznie, ale dalej spadał (do 0,3% r/r). W najbliższych miesiącach nie widać powodów, aby inflacja miała rosnąć (poza deprecjacją euro), tym bardziej biorąc pod uwagę ostatnie zmiany na rynkach towarowych.

W tym kontekście spodziewamy się, że w IV kw. br. wciąż będą utrzymywały się spekulacje nt. kolejnych niestandardowych monetarnych programów wspierających gospodarkę strefy euro. Po wynikach wrześniowego TLTRO widać, że zainteresowanie tym instrumentem jest dużo niższe od oczekiwań (nie spodziewamy się istotnej zmiany podczas drugiej grudniowej aukcji). W październiku EBC zacznie realizować skup aktywów ABS, jednak póki co nie znamy jego szczegółów (podane zostaną 2 października na posiedzeniu EBC). Prawdopodobna niska skuteczność podejmowanych działań będzie skłaniała bank centralny do poszukiwania nowych instrumentów. W naszej ocenie będzie to również oznaczać rosnące prawdopodobieństwo wdrożenia programu na wzór amerykańskiego QE (zakładającego skup papierów skarbowych. Aktualnie na taki scenariusz wskazuje jedna trzecia ankietowanych ekonomistów. Perspektywa wdrożenia QE w strefie euro będzie wspierała wyceny obligacji skarbowych. W efekcie spodziewamy, że rynek obligacji niemieckich będzie odporny na prawdopodobne lekkie wzrosty rentowności w Stanach Zjednoczonych. W efekcie spread w sektorze 10-letnim pomiędzy Treasuries a Bundem wynoszący blisko 155 pb (poziomy najwyższe od momentu utworzenia Eurolandu) jeszcze się rozszerzy.

Przy konstruowaniu prognoz założyliśmy, że wzrost stóp procentowych EBC nie nastąpi wcześniej niż w II połowie 2016 r., a istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że dopiero w 2017 r.

Pozostałe czynniki mające wpływ na rynek stopy procentowej.

Naszym zdaniem kluczowe z punktu widzenia kształtowania się notowań na rynku stopy procentowej będą oczekiwania dotyczące przyszłej polityki pieniężnej NBP, a także zmiany na rynku globalnym. Niemniej znaczenie z punktu widzenia wyceny instrumentów będą miały również:

- *wysoka realizacja potrzeb pożyczkowych* – według danych Ministerstwa Finansów tegoroczne potrzeby pożyczkowe zostały już sfinansowane. Aukcje organizowane we wrześniu miały zatem na celu

Prognozy makroekonomiczne dla strefy euro są korygowane w dół.

Wyraźnie rośnie prawdopodobieństwo QE w strefie euro.

pozyskanie środków na 2015 r. Resort finansów w poprzednich latach stosował zresztą podobną strategię, rozpoczynając proces prefinansowania po wakacjach.

Zgodnie ze wstępnymi planami, Ministerstwo Finansów określiło potrzeby pożyczkowe brutto w 2015 r. na 154,8 mld PLN (wobec 126,8 w 2014 r.), natomiast potrzeby pożyczkowe netto na poziomie 54,0 mld PLN (wobec 47,4 mld PLN w 2014 r.). Deficyt budżetowy państwa ma wynieść 46 mld PLN. Zakładając, że około 70% potrzeb będzie finansowych emisjami papierami skarbowymi w PLN, spodziewać się należy średniej podaży w miesiącu na poziomie 9-10 mld PLN. Wspomniany wzrost podaży na rynku pierwotnym może mieć lekki negatywny wpływ na notowania obligacji skarbowych w średnim okresie, tym bardziej, że MF zamierza zmniejszyć udział długu nominowanego w walutach obcych (w 2014 r. udział obligacji walutowych wzrosł w okolice 37%, co w dużej części jest konsekwencją umorzenia obligacji znajdujących się w portfelach OFE).

Spodziewamy się w ciągu najbliższego roku podaży obligacji skarbowych na rynku pierwotnym na poziomie bliskim 9-10 mld PLN.

W IV kw. resort finansów zorganizuje dwie regularne aukcje obligacji skarbowych (w październiku i listopadzie) o łącznej wartości 8-12 mld PLN. Jak podano w komunikacie, dodatkowo przeprowadzone zostaną trzy aukcje zamiany, które przyjmując średnie wartości emisji na poziomie 3 mld PLN pozwolą na prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb w wysokości kolejnych 10 mld PLN. Tym samym komunikat MF wpisuje się w nasze szacunki dotyczące skali emisji papierów w tym i przyszłym roku.

- *Neutralny wpływ przepływów globalnych* – według ostatnich danych Ministerstwa Finansów na koniec sierpnia 2014 r. wartość portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN w posiadaniu inwestorów zagranicznych wyniosła 196,1 mld PLN, co stanowiło 41,1% wszystkich obligacji pozostających w obrocie. Oznacza to, że wzrost ich zaangażowanie utrzymało się na poziomie z grudnia 2013 r. Według wstępnych informacji MF we wrześniu wartość portfeli nierezydentów wyraźnie wzrosła. Tym samym ciężar finansowania potrzeb pożyczkowych państwa spoczywał przede wszystkim na krajowych instytucjach finansowych.

Od początku 2014 r. portfele obligacji inwestorów zagranicznych nie uległy zmianie.

Tabela 5. Zmiany wartości portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN w ramach poszczególnych grup inwestorów (mld PLN)

Data	Banki	Nierezydenci	Zakłady ubezpieczeń	OFE	TFI	Pozostali	RAZEM
2009	14,9	23,3	-9,9	10,4	2,8	4,5	46
2010	-1,6	46,2	5,7	5,9	3,4	4,5	64,2
2011	-7,1	27,7	-3,9	5,2	1,4	0,1	23,4
2012	-15,5	37,4	-2,7	-4,8	10,1	0,8	25,1
2013	23,2	2,7	-1,3	8	4,5	0,9	40,9
VIII 2014	27,1	0,0	1,6	-122,3	-2,5	-0,9	-97

*zmiana wynika z umorzenia portfela obligacji skarbowych OFE o wartości nominalnej na koniec stycznia 132,4 mld PLN

Źródło: Ministerstwo Finansów

Z danych w Tabeli 5 wynika, że podstawowymi nabywcami polskich obligacji skarbowych w latach 2009-2012 byli inwestorzy zagraniczni. Zmiana nastąpiła dopiero w czerwcu 2013 r., kiedy pojawiły się pierwsze spekulacje nt. *taperingu* w USA. Od tego czasu nie obserwujemy już napływu kapitału zagranicznego, a nawet widać lekką

tendencję do spadku wartości portfeli nierezydentów. Mimo, że kapitał na rynek polskich obligacji skarbowych już nie napływa, to brak popytu globalnego nie jest odczuwalny, a rentowności, podobnie jak w Europie, pozostają w trendzie spadkowym. Warto w tym kontekście podkreślić, że dodatkowo na początku roku umorzone zostały portfele aktywów skarbowych OFE, w efekcie czego z polskiego rynku długu zniknął jeden z ważnych uczestników (ta zmiana systemowa była przez niektórych podnoszona jako czynnik ryzyka dla rynku).

Pod względem geograficznego pochodzenia kapitału, według danych MF na koniec lipca, dominowały: Stany Zjednoczone (34%), Luksemburg (22%) i Japonia (13%). Mając na uwadze strukturę nabywców widać, że polityka pieniężna Fed będzie miała istotne znaczenie dla polskiego rynku obligacji skarbowych. Niemniej, jeśli spełnią się nasze prognozy i dojdzie do jedynie niewielkiego wzrostu rentowności Treasuries o zaledwie 20 pb, przy braku zmian kwotowań w Europie, to wówczas wpływ na polski rynek powinien być neutralny. Przy tym scenariuszu nie widać również powodów do oczekiwania silniejszej wyprzedaży na innych *emerging markets*.

- *nadpłynność sektora bankowego* – w systemie bankowym cały czas utrzymuje się nadpłynność. Wartość emisji bonów pieniężnych we wrześniu 2014 r. średnio wynosiła 104 mld PLN. Te środki, kreując dodatkowy popyt, mogą częściowo amortyzować wzrosty rentowności w sytuacji odpływu kapitału inwestorów zagranicznych.

Brak popytu na polskie obligacje ze strony inwestorów globalnych nie przeszkadza w kontynuacji tendencji do spadku rentowności.

RYNEK WALUTOWY

EUR/USD W IV KWARTALE 2014 ROKU

- Opracowany przez nas model behawioralny realnego EUR/USD wskazuje na dalsze umocnienie dolara względem euro w IV kwartale.
- Oczekiwania na szybsze zacieśnianie polityki monetarnej przez Fed wobec rosnących oczekiwań na dalsze ilościowe luzowanie polityki monetarnej przez EBC będą do końca 2014 roku stopniowo osłabiały euro do dolara.

EUR/PLN W IV KWARTALE 2014 ROKU

- Wskazania naszych modeli behawioralnych realnego EUR/PLN sugerują deprecjację złotego względem euro w IV kwartale 2014 oraz, że w tym okresie kurs EUR/PLN będzie kształtowany w większym stopniu przez czynniki zewnętrzne niż wewnętrzne oraz, że bardziej prawdopodobna jest deprecjacja złotego względem euro niż odwrotnie.
- Czynniki zewnętrzne takie jak: oczekiwania na szybsze podwyżki stóp procentowych w USA, spowolnienie gospodarcze w Chinach oraz czynnik wewnętrzny w postaci oczekiwań na obniżki stóp w Polsce powinny działać na niekorzyść złotego w perspektywie końca 2014 roku.
- Potencjalnie pozytywny dla złotego wpływ ekspansji ilościowej EBC może nie zadziałać w perspektywie końca 2014 roku ze względu na silne oczekiwania obniżek stóp w Polsce oraz podwyżek stóp w USA przez co środki finansowe wygenerowane przez EBC mogą nie tyle zwiększyć przepływy kapitału do Polski co do USA.

PODSUMOWANIE III KWARTAŁU

III kwartał 2014 roku charakteryzował się dużą zmiennością zarówno na rynku EUR/USD jak i EUR/PLN. EUR/USD oscylował pomiędzy 1,37 a 1,26 a EUR/PLN pomiędzy 4,12 a 4,23.

Na rynku EUR/USD dynamika zmian była dyktowana przede wszystkim przez narastające oczekiwania na szybsze podwyżki stóp procentowych w USA oraz pogarszające się wskaźniki koniunkturalne w strefie euro, które uruchomiły proces luzowania polityki monetarnej oraz oczekiwania rynkowe na jej kontynuację.

Historyczna czerwcowa decyzja EBC o obniżeniu stopy depozytowej poniżej 0%¹ oraz zapowiedź uruchomienia od września ukierunkowanego na rynek kredytowy programu TLTRO pobudziły oczekiwania rynku co do możliwości dalszego luzowania ilościowego w strefie euro powodując silną wyprzedaż euro na globalnych rynkach. Wyprzedaż euro wspomagały pogarszające się wskaźniki koniunkturalne ze strefy euro, które wskazywały nie tylko na spowolnienie w krajach peryferyjnych ale również krajach jądra Eurolandu (m.in. w Niemczech). W rezultacie doszło do dalszych obniżek całego korytarza stóp procentowych a od października EBC zapowiedział uruchomienie skupu ABS-ów co jeszcze bardziej pogorszyło wycenę euro względem dolara na światowych rynkach. Na coraz luźniejszą politykę monetarną EBC w III kwartale nałożyła się silna poprawa na amerykańskim rynku pracy, która wraz z coraz jastrzębiej brzmiącym Fed-em pobudziła spekulacje co do szybszego tempa podwyżek stóp procentowych w USA. Efektem kombinacji coraz luźniejszej polityki monetarnej EBC oraz oczekiwań na szybsze i silniejsze zaostrzenie polityki pieniężnej w USA było silne umocnienie dolara wobec euro w III kwartale (spadek EUR/USD praktycznie bez większych korekt w górę z ok. 1,37 do ok. 1,27).

Na rynku EUR/PLN głównymi determinantami zmian w III kwartale były oczekiwania na cięcia stóp procentowych w Polsce w związku ze spowalniającą koniunkturą w Polsce i strefie euro, rosnące oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA które wraz ze stopniowo spowalniającą koniunkturą w Chinach, która pogarszały globalny sentyment inwestycyjny wobec wszystkich walut rynków wschodzących oraz napięta sytuacja geopolityczna na Ukrainie.

Czerwcowa decyzja EBC o obniżeniu korytarza stóp procentowych oraz zapowiedź TLTRO pomogły umocnić złotego w początkach lipca do ok. 4,12 jednak pogarszające się polskie wskaźniki inflacyjne i koniunkturalne pobudziły oczekiwania rynku co do konieczności wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych co w naturalny sposób zaczęło stopniowo osłabiać złotego. Na ten trend nałożyła się również większa intensyfikacja działań wojennych na wschodniej Ukrainie co w szczytowym momencie pod koniec sierpnia wpłynęło na osłabienie złotego wobec euro do 4,23. Częściowe uspokojenie sytuacji na Ukrainie poprzez szereg inicjatyw rozejmowych i pokojowych pozwoliło powrócić eurozłotemu poniżej poziomu 4,20. Pomimo dalszych obniżek korytarza stóp procentowych w strefie euro we wrześniu, uruchomieniu

¹Zgodną z naszymi prognozami z 19 grudnia 2013 roku sformułowanymi w „Kwartalnik rynkowy i spojrzenie w 2014 rok”.
1 października 2014

pierwszej transzy TLTRO oraz zapowiedzi skupu ABS-ów od października kurs EUR/PLN utrzymał się do końca III kwartału blisko 4,20. Wpłynęły na to przede wszystkim narastające oczekiwania coraz głębszych obniżek stóp w Polsce oraz pogorszenie koniunktury w Chinach, które w końcówce kwartału pogorszyły sentyment inwestycyjny wobec polskiego złotego.

PROGNOZY KWARTALNE NA 2014 ROK

PROGNOZA BIURA STRATEGII RYNKOWYCH (kurs rynkowy na koniec kwartału)					
	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14
EUR/USD	1,36 (1,37)	1,32 (1,38)	1,33 (1,37)	1,32 (1,26)	1,23
EUR/PLN	4,13 (4,15)	4,25* (4,17)	4,22** (4,16)	4,16 (4,18)	4,26
USD/PLN	3,04 (3,02)	3,22 (3,03)	3,17 (3,04)	3,15 (3,32)	3,46
CHF/PLN	3,33 (3,38)	3,45 (3,42)	3,43 (3,42)	3,38 (3,46)	3,52
EUR/CHF	1,24 (1,23)	1,23 (1,22)	1,23 (1,21)	1,23 (1,21)	1,21

*Poziom osiągnięty dwukrotnie w trakcie kwartału: 31 stycznia i 14 marca 2014 roku.

**28 kwietnia 2014 roku EUR/PLN doszedł do poziomu 4,2178.

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters

EUR/USD W IV KWARTALE 2014 ROKU POD WPŁYWEM LUZOWANIA POLITYKI MONETARNEJ EBC ORAZ OCZEKIWAŃ NA ZACIEŚNIENIE POLITYKI MONETARNEJ PRZEZ FED

Celem wyciągnięcia wniosków odnośnie kształtowania się kursu EUR/USD w IV kwartale 2014 roku posłużymy się nieco zmodyfikowaną wersją naszego behawioralnego modelu realnego kursu EUR/USD z Raportu Specjalnego „Modele głównych walut bezpiecznej przystani vs. euro: EUR/USD, EUR/JPY, EUR/CHF” z dnia 30 listopada 2012 roku. Strukturę modelu opisuje równanie (1) oraz **Tabela 1**.

(1)

$$r_{EURUSD} = -1,27438 + +0,240283 * r_{PPP(EX)} + 0,0747814 * r(10Y^{DE}/10Y^{US}) + 0,122687 * r(S\&P500/PROD^{US})/r(STOXX50/PROD^{EZ}) + 0,0281283 * r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$$

$$R^2 = 0,857726 \quad SE = 0,144447$$

Tabela 1. Zmienne behawioralnego modelu realnego EUR/USD

Zmienna	Parametr	(Błąd standardowy)	{Prawdopodobieństwo}
<i>stafa</i>	-1,27438	(0,1381)	{0,0000}
$r^{PPP(EX)}$	0,240283	(0,01889)	{0,0000}
$r(10Y^{DE}/10Y^{US})$	0,0747814	(0,017400)	{0,0000}
$r(S\&P500/PROD^{US})/r(STOXX50/PROD^{EZ})$	0,122687	(0,02372)	{0,0000}
$r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$	0,0281283	(0,003562)	{0,0000}

*estymacje parametrów wykonano metodą KMNK (*OLS - Ordinary Least Squares*).

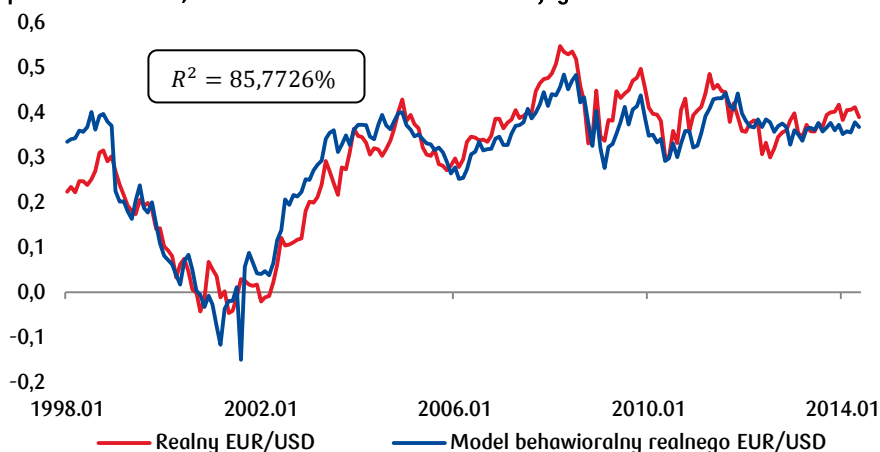
Źródło: Thomson Reuters, Ecowin, PKO Bank Polski

gdzie:

- r^{EURUSD} – logarytm kursu EUR/USD urealnionego indeksami CPI USA i strefy euro,
- $r^{PPP(EX)}$ – logarytm parytetu siły nabywczej cen eksportowych USA i strefy euro urealnionych indeksami CPI USA i strefy euro,
- $r(10Y^{DE}/10Y^{US})$ – logarytm parytetu realnych 10-letnich stóp procentowych Niemiec i USA urealnionych indeksami CPI Niemiec i USA,
- $r(S\&P500/PROD^{US})$ – logarytm ilorazu realnego indeksu giełdowego S&P500 urealnionego indeksem CPI oraz amerykańskiej produkcji przemysłowej urealnionej indeksem CPI USA,
- $r(STOXX50/PROD^{EZ})$ – logarytm ilorazu realnego indeksu giełdowego STOXX50 oraz produkcji przemysłowej strefy euro urealnionego indeksem CPI strefy euro,
- $r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$ – logarytm ilorazu realnych zagranicznych aktywów netto strefy euro (w dolarach amerykańskich) oraz produkcji przemysłowej strefy euro urealnionej indeksem CPI strefy euro.

Graficzny rezultat modelowania przedstawia **Wykres 1**.

Wykres 1. Realny EUR/USD na tle naszego modelu behawioralnego rEUR/USD (skala logarymiczna). Nasz model behawioralny wskazuje na większe prawdopodobieństwo spadku kursu EUR/USD w IV kwartale 2014 roku niż jego wzrostu.



Źródło: Thomson Reuters, Ecowin, PKO Bank Polski

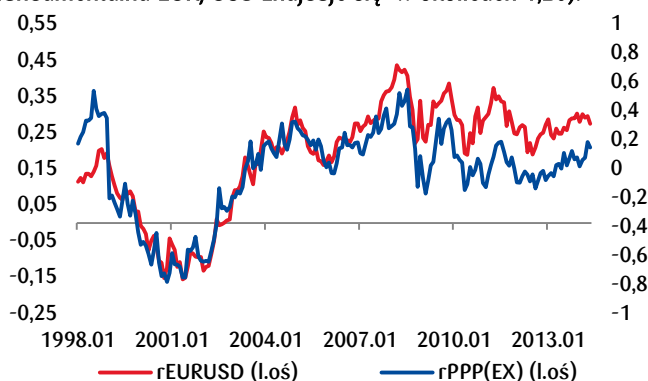
Analizując szczegółowo części składowe naszego modelu behawioralnego realnego EUR/USD, realny parytet siły nabywczej cen eksportowych, $r^{PPP(EX)}$, reprezentuje przybliżoną równowagę cenową sfery realnej w odniesieniu do dóbr podlegających wymianie międzynarodowej. Ponieważ parytet siły nabywczej jest podstawową długoterminową teorią kursu walutowego, stąd obecność tego składnika w naszym modelu behawioralnym reprezentuje wpływ długoterminowego składnika fundamentalnego na bieżący kurs dolara względem euro. Iloraz realnych 10-letnich stóp procentowych $r(10Y^{DE}/10Y^{US})$ wyznacza równowagę rynku pieniężnego i reprezentuje teorię parytetu stóp procentowych, zgodnie z którą im wyższe realne stopy procentowe w danym

Nasz behawioralny model realnego EUR/USD uwzględnia nie tylko równowagę rynku towarowego ale również równowagi składników rynku finansowego oraz wybranych zasobów majątkowych.

kraju tym mocniejsza waluta danego kraju. Parytet indeksów giełdowych $r(S\&P500/PROD^{US})/r(STOXX50/PROD^{EZ})$ jest aproksymacją relatywnej równowagi rynków giełdowych, pośrednio uwzględniając również efekt *risk on - risk off*, gdyż wyższa dynamika wzrostu $r(S\&P500/PROD^{US})$ względem realnego indeksu największych europejskich spółek w relacji do realnej produkcji strefy euro $r(STOXX50/PROD^{EZ})$ wpływa na osłabienie dolara wobec euro (dodatni parametr przy zmiennej – **Tabela 1**). Oddziaływanie na równowagę realnego kursu EUR/USD w przypadku $r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$ jest następujące: im większa realna różnica między należnościami a zobowiązaniami europejskich banków wobec nierezydentów w stosunku do realnej produkcji strefy euro tym mocniejsze euro wobec dolara amerykańskiego. Im ta różnica względem realnej produkcji strefy euro jest mniejsza tym euro słabsze względem dolara.

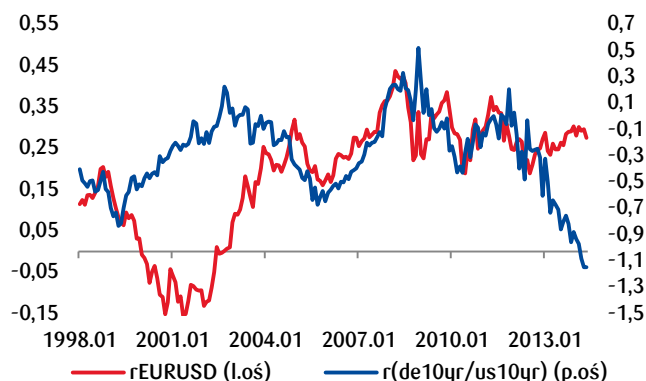
Komponenty składowe behawioralnego modelu $rEURUSD$, w formie graficznej, przedstawiają **Wykres 2**, **Wykres 3**, **Wykres 4** oraz **Wykres 5**.

Wykres 2. Realny EUR/USD na tle parytetu siły nabywczej realnych cen eksportowych (skala logarytmiczna). Realny parytet cen eksportowych, który ma największy udział w naszym modelu (powyżej 50%) wskazuje na fundamentalne niedoszacowanie wartości dolara (aktualna wartość fundamentalna EUR/USD znajduje się w okolicach 1,20).



Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

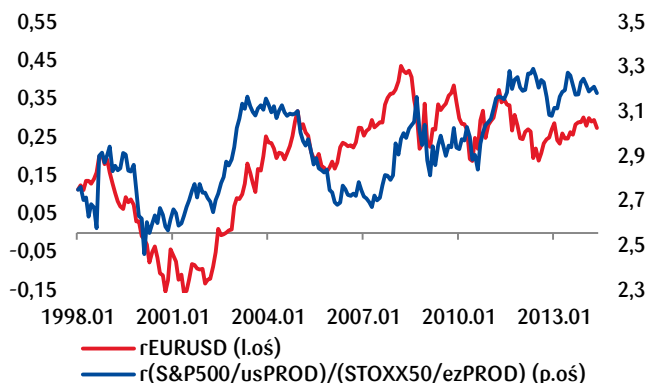
Wykres 3. Realny EUR/USD na tle ilorazu realnych 10-letnich stóp procentowych (skala logarytmiczna). Iloraz realnych stóp procentowych podobnie jak parytet siły nabywczej realnych cen eksportowych stopniowo wywiera coraz większą presję na aprecjację dolara względem euro.



Objaśnienia: oznaczenie „us” oznacza USA a „de” oznacza Niemcy

Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

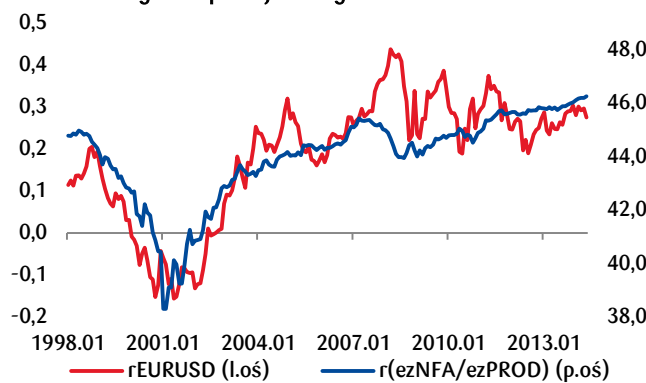
Wykres 4. Realny EUR/USD na tle parytetu realnych cen giełdowych $(S\&P500/PROD^{us})/(STOXX50/PROD^{ez})$ (skala logarytmiczna). Realny parytet indeksów giełdowych wywiera silną presję na wzrost $rEURUSD$.



Objaśnienia: oznaczenie „us” oznacza USA a „ez” oznacza strefę euro (*euro zone*)

Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

Wykres 5. Realny EUR/USD na tle realnych zagranicznych aktywów netto strefy euro $(NFA^{ez}/PROD^{ez})$ (skala logarytmiczna). Poziom realnych aktywów zagranicznych netto strefy euro podobnie jak realny parytet indeksów giełdowych działa na korzyść wspólnej waluty.



Objaśnienia: oznaczenie „ez” oznacza strefę euro (*euro zone*)

Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

Z porównania powyższych wykresów wynika, że realny parytet siły nabywczej cen eksportowych, $rPPP(EX)$, reprezentujący fundamentalny składnik modelu, oraz iloraz realnych 10-letnich stóp procentowych $r(10Y^{DE}/10Y^{US})$ wskazują na większą siłę dolara względem euro, niżby to wynikało z aktualnych realnych wartości rynkowych ($rEURUSD$), natomiast parytet realnych indeksów giełdowych $r(S\&P500/PROD^{US})/r(STOXX50/PROD^{EZ})$ oraz realne aktywa zagraniczne netto strefy euro $r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$ są czynnikami, które powstrzymują bardziej dynamiczne dostosowanie bieżącego realnego kursu $rEURUSD$ względem poziomów $rPPP(EX)$ oraz $r(10Y^{DE}/10Y^{US})^2$. Gdyby więc nie wpływ zmiennych: realnego parytetu indeksów giełdowych $r(S\&P500/PROD^{US})/r(STOXX50/PROD^{EZ})$, realnych aktywów zagranicznych strefy euro $r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$ kurs $rEURUSD$ już dawno ponownie zrównałby się z kursem parytetowym cen eksportowych $rPPP(EX)$, tak jak to miało miejsce przed aktualnym kryzysem finansowym (**Wykres 3**). W przypadku nominalnego kursu EUR/USD, oznaczałoby to znaczną aprecjację dolara wobec euro do okolic poziomu 1,20.

Ponieważ o równowadze naszego modelu behawioralnego aż w około 30-40% decydują zmienne reprezentujące równowagi rynku finansowego (iloraz 10-letnich stóp procentowych, parytet indeksów giełdowych), które w ostatnich latach znajdują się pod dużym wpływem ekspansji ilościowych Fed-u (QE1, QE2, QE3) i EBC (SMP, LTRO1, LTRO2), ukierunkowanych bezpośrednio lub pośrednio na obniżki rynkowych długoterminowych stóp procentowych a pośrednio wpływających również na amerykańskie i europejskie indeksy giełdowe, stąd o perspektywach kursu EUR/USD w ostatnich latach decydują *de facto* polityki monetarne Fed-u i EBC. Z tego powodu warto się bliżej przyjrzeć przesłankom stojącym za decyzjami Fed-u i EBC oraz przeanalizować dalszą perspektywę polityk monetarnych tych dwóch banków centralnych.

Polityka monetarna Fed-u: zakończenie QE3 oraz narastające oczekiwania na szybsze podwyżki stóp procentowych w USA powinny pomagać dolarowi

Celem analizy polityki Fed-u skonstruowaliśmy Regułę Taylora *forward looking t+4* opartą o dane *real time* (wstępne dane statystyczne dostępne w momencie podejmowania decyzji przez władze monetarne) a nie dane *ex post*, gdyż te pierwsze lepiej odzwierciedlają moment decyzyjny władz monetarnych (**Tabela 2**). Ze względu na prowadzoną przez Fed politykę zerowych stóp procentowych (*ZIRP – Zero Interest Rate Policy*) parametry reguły zostały oszacowane jedynie dla szeregów czasowych kończących się na IV kwartale 2008 roku. Wartości Reguły Taylora po tym okresie zostały określone z uwzględnieniem oszacowań wartości parametrów dla okresu I kwartał 1990 – IV kwartał 2008 również w oparciu o dane *real time*. Zabieg ten zastosowano ze względu na obniżenie przez Fed nominalnych stóp procentowych do granicznego dla stóp nominalnych poziomu 0%. Uwzględnienie w estymacji parametrów okresu zerowych stóp procentowych mogłoby sztucznie pogorszyć jakość dopasowania wartości parametrów modelu teoretycznego do rzeczywistych wartości stopy procentowej w sytuacji, gdy dostosowania w sferze realnej kształtujące modelowaną stopę teoretyczną wskazywałyby na wartości poniżej poziomu 0%. Dodatkowo, zamiast podstawowej stopy procentowej Fed-u (*federal funds rate*) zastosowano w praktyce nieco mniej wygładzoną trzymiesięczną stopę bonów skarbowych USA (*3-month treasury bill*).

Zgodnie z naszym modelem behawioralnym o kierunku zmian kursu EUR/USD w 2014 roku decyduje sytuacja na rynkach długu i rynkach giełdowych, które w ostatnich latach znajdują się pod silnym wpływem polityk monetarnych Fed-u i EBC.

Estymowana przez nas Reguła Taylora dla polityki monetarnej Fed-u wskazuje, że gospodarka USA teoretycznie nie potrzebuje już dalszej ekspansji ilościowej, żeby rosnąć a wręcz sugeruje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej.

²Gdyż wartości tych komponentów modelu znajdują się powyżej poziomów realnego kursu EUR/USD (**Wykres 4** oraz **Wykres 5**).
1 października 2014

Tabela 2 Estymacje Reguła Taylora *forward looking* dla 3 miesięcznych bonów skarbowych USA (I kwartał 1990 – IV kwartał 2008)

R_t	a_0 (błąd st.) {prawdop.}	β_π (błąd st.) {prawdop.}	β_y, β_u (błąd st.) {prawdop.}	R^2
Reguła Taylora zbudowana w oparciu o indeks CPI i lukę bezrobocia				
$R_t = a_0 + \beta_\pi (\pi_{t+4} - \pi^*) + \beta_u (u_t - u_t^*)$	4,06907 (0,08436) {0,0000}	2,06644 (0,1148) {0,0000}	-1,52932 (0,08958) {0,0000}	0,886458

*estymacje parametrów wykonano Uogólnioną Metodą Momentów (GMM - Generalised Method of Moments)

Źródło: Thomson Reuters, Datastream, Fed, PKO Bank Polski

gdzie:

R_t - estymowana stopa procentowa - stopa bonów skarbowych USA (3M),

π_t - inflacja w okresie t ,

π^* - stały cel inflacyjny: 2,5%,

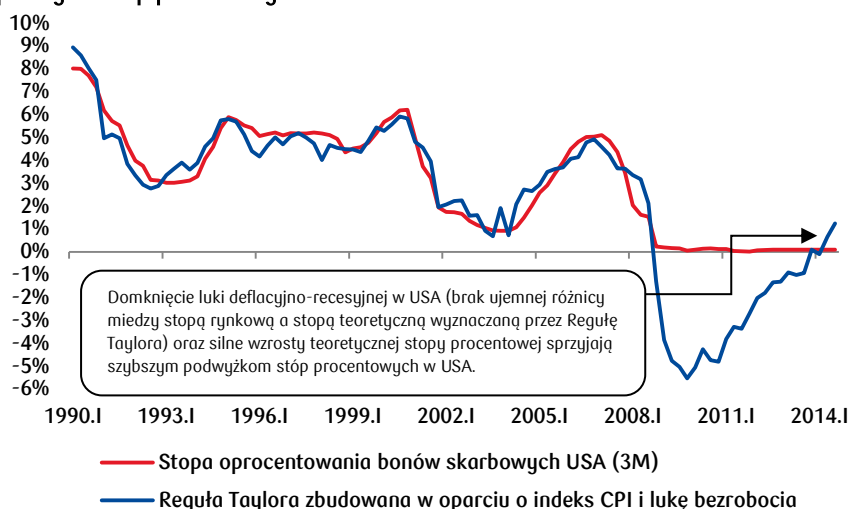
u_t - bezrobocie w okresie t ,

u_t^* - naturalna stopa bezrobocia (NAIRU, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) w okresie t ,

β_π, β_u - parametry zmiennych

Rezultaty modelowania w formie graficznej przedstawia **Wykres 6**.

Wykres 6. Reguła Taylora dla polityki Fed-u skonstruowana na bazie inflacji CPI, celu inflacyjnego 2,5% oraz luki bezrobocia wyliczonej w oparciu o naturalną wg CBO (Congressional Budget Office) stopę bezrobocia 4,8%. Bieżące poziomy teoretycznej stopy procentowej wskazują na rosnące prawdopodobieństwo szybszych podwyżek stóp procentowych w USA.

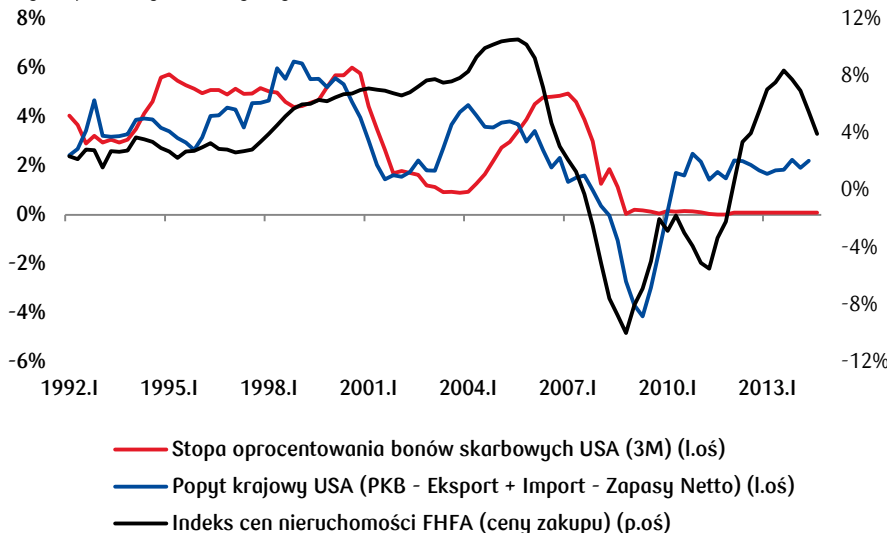


Źródło: Fed, CBO, Datastream, PKO Bank Polski

Jak pokazuje **Wykres 6**, poprawa na amerykańskim rynku pracy pozwoliła domknąć lukę deflacyjno-recesyjną w amerykańskiej gospodarce, co oznacza, że amerykańska gospodarka teoretycznie nie potrzebuje już dalszej ekspansji ilościowej aby rosnąć a wręcz mogą być konieczne podwyżki stóp procentowych. Domknięcie luki deflacyjno-recesyjnej oznacza, że Fed nie musi już polegać na efekcie majątkowym jako głównym motorze symulacji popytu wewnętrznego.

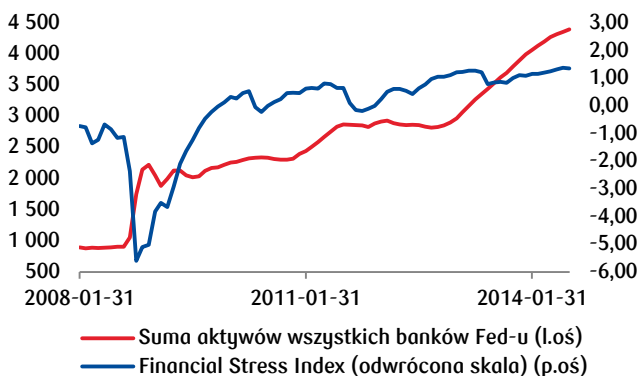
Domknięcie luki deflacyjno-recesyjnej (Wykres 6) oznacza, że Fed nie musi już w tak dużym stopniu jak to było wcześniej polegać na efekcie majątkowym generowanym przez napędzaną ekspansją ilościową wzrosty cen aktywów i może pozwolić sobie na zakończenie ekspansji ilościowej a nawet szybsze zacieśnianie polityki pieniężnej.

Wykres 7. Indeks cen nieruchomości FHFA na tle popytu wewnętrznego USA i stopy oprocentowania 3 miesięcznych bonów skarbowych. Dzięki domknięciu luki deflacyjno-recesyjnej popyt wewnętrzny gospodarki USA jest w mniejszym stopniu uzależniony od rynku aktywów niż wcześniej przez co może on rosnąć nawet w warunkach ewentualnej stagnacji amerykańskiego rynku nieruchomości.



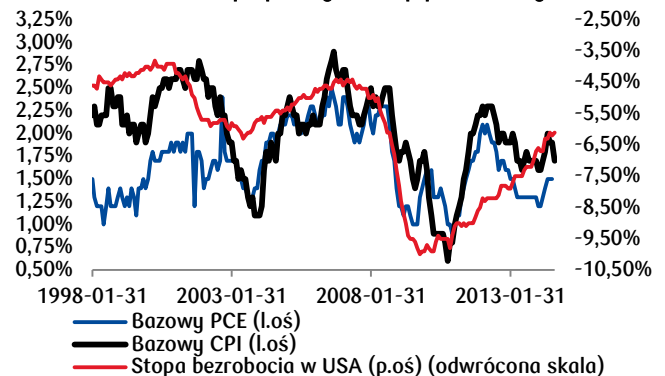
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 8. Suma aktywów wszystkich banków Fed-u na tle indeksu napięć w sektorze finansowym. Ekspansja ilościowa Fed-u zmniejszyła napięcia w amerykańskim sektorze finansowym.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

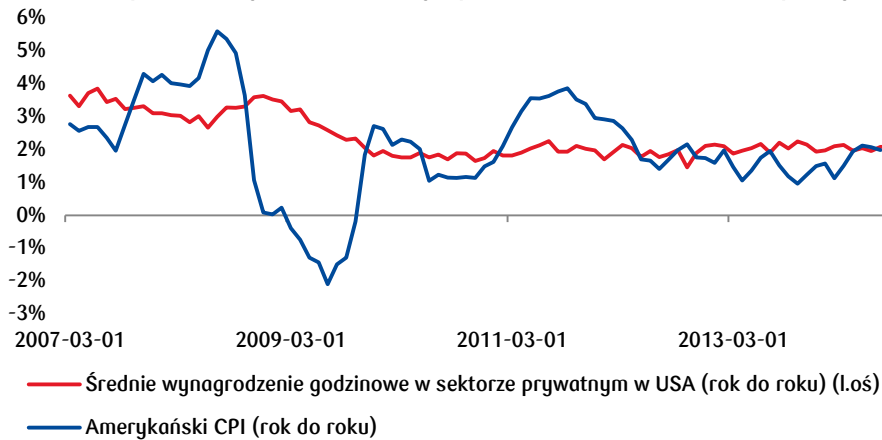
Wykres 9. Systematyczna poprawa koniunktury przełożyła się na poprawę na amerykańskim rynku pracy oraz uruchomiła procesy inflacyjne w USA dając tym samym większy komfort Fedowi w zakresie tempa podwyżek stóp procentowych.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Jak pokazuje **Wykres 7** pomimo spowolnienia wzrostów cen nieruchomości w ostatnim czasie zagregowany popyt generowany przez gospodarkę USA zaczyna powoli rosnąć dzięki czemu Fed może sobie potencjalnie pozwolić na podwyżki stóp procentowych. Jak pokazuje **Wykres 8** ekspansja ilościowa Fed-u znacząco poprawiła sytuację amerykańskiego sektora finansowego oraz przyczyniła się do poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy uruchamiając wraz z poprawą koniunktury procesy inflacyjne (**Wykres 9**). Niemniej jednak utrzymująca się od kilku lat stagnacja realnych płac w sektorze prywatnym w USA (**Wykres 10**) wskazuje na kruchość rodzącego się ożywienia gospodarczego co w dalszej perspektywie może ograniczać potencjał do dalszego wzrostu stóp procentowych. Jednak w perspektywie najbliższych kwartałów rosnące oczekiwania na podwyżki stóp w USA powinny wspierać aprecjację dolara wobec euro.

Wykres 10. Średnie nominalne wynagrodzenia godzinowe w sektorze prywatnym na tle wskaźnika CPI. Ekspansja ilościowa Fed-u nie wpłynęła na realny wzrost wynagrodzeń, które realnie pozostawały na niezmiennym poziomie lub nawet okresowo spadały.



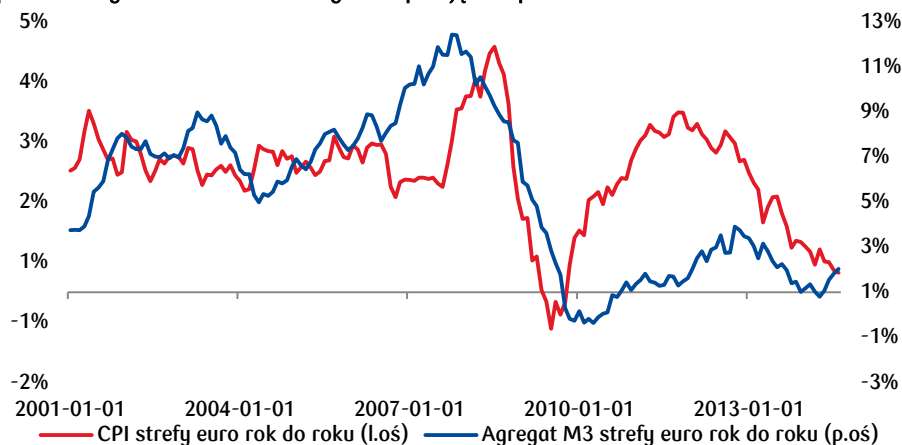
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Polityka monetarna EBC: oczekiwania dalszego luzowania polityki monetarnej powinny osłabiać euro do dolara amerykańskiego w perspektywie IV kwartału

Czerwcowe posiedzenie Rady EBC na którym podjęto historyczną decyzję dotyczącą obniżenia stopy depozytowej poniżej 0% wraz z całym korytarzem stóp, wstrzymaniu sterylizacji programu SMP oraz uruchomieniu T-LTRO oraz późniejsze posiedzenia na których dalej obniżano korytarz stóp procentowych oraz zdecydowano o uruchomieniu od października programu skupu ABS-ów pokazały jej wolę i determinację do zmierzania się z zagrożeniem deflacyjnym w strefie euro, która osłabia wzrost gospodarczy oraz pogarsza sytuację zadłużeniową krajów peryferyjnych strefy euro. Jak pokazuje **Wykres 11** spadająca podaż kredytów (Agregat M3) w strefie euro wywiera silną presję na spadek cen i swego rodzaju „wskaźnikiem wyprzedzającym” inflacji strefy euro. Z tego względu EBC swoją ekspansję ilościową rozpoczęła od programu T-LTRO skierowanego przede wszystkim na pobudzenie skłonności banków komercyjnych do finansowania sfery realnej gospodarki, co z założenia miała to być ulepszona forma programów LTRO1 i LTRO2, które wobec braku podobnego typu obostrzeń w większości przypadków jeżeli nie zostały wykorzystane jako rezerwa na „gorsze czasy” na rachunkach w EBC, to finansowały przede wszystkim inwestycje na rynkach finansowych a nie gospodarkę realną. Słabnąca dynamika gospodarcza w III kwartale skłoniła EBC do dalszych obniżek korytarza stóp procentowych oraz zapowiedzi uruchomienia skupu ABS-ów od października 2014. Jak pokazuje **Wykres 12** pomimo podobnych spadków przyrostu wewnętrznego popytu w pierwszej fazie kryzysu finansowego jaki nastąpił po 2008 roku, oraz zbliżonych problemów sektora finansowego i publicznego szybko uruchomiony program ilościowego stymulowania gospodarki w USA zapobiegł głębszym spadkom popytu wewnętrznego i umożliwił stopniowe przezwyciężenie skutków kryzysu. W przypadku strefy euro odmienna filozofia polityki monetarnej oraz postawienie na „wewnętrzną dewaluację” krajów peryferyjnych strefy euro uruchomiła silne procesy deflacyjne również w krajach jądra Eurolandu doprowadzając ostatecznie do sytuacji kiedy szerszy program ekspansji ilościowej „w stylu amerykańskim” czyli uwzględniający poza skupem ABS-ów również skup obligacji rządowych najprawdopodobniej i tak zostanie uruchomiony najdalej w perspektywie kilku najbliższych kwartałów. Narastające oczekiwania na dalsze

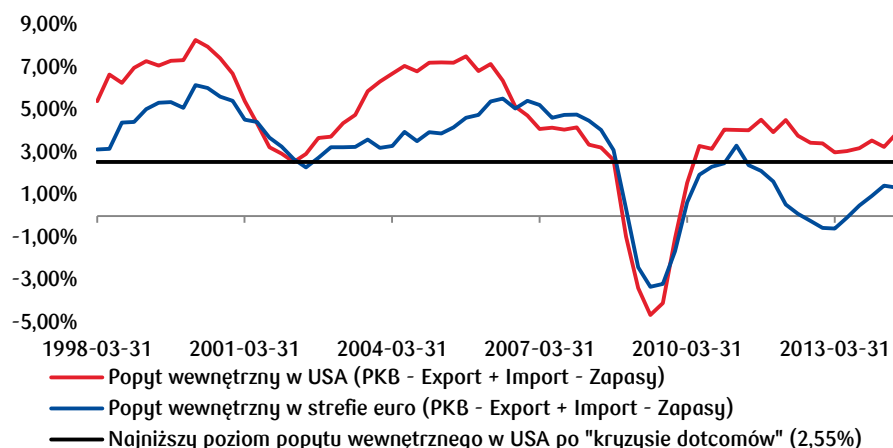
Narastające oczekiwania na dalsze luzowanie ilościowe EBC będą do końca 2014 roku osłabiać euro wobec dolara.

Wykres 11. Agregat M3 strefy euro na tle inflacji CPI (oba w skali rok do roku). Mała podaż kredytów w strefie euro wywiera presję na spadek cen.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 12. Przyrosty popytu wewnętrznego w USA i strefie euro (rok do roku). Wcześniej rozpoczęta ekspansja ilościowa w USA pozwoliła zapobiec głębszemu spowolnieniu koniunktury jakie dotknęło poroadzącą bardziej konserwatywną politykę monetarną strefę euro.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

luzowanie polityki monetarnej przez EBC będą do końca 2014 roku osłabiać euro wobec dolara.

Podsumowanie prognoz kursu EUR/USD na IV kwartał 2014 roku

- Wskazania naszego modelu behawioralnego realnego EUR/USD sugerują, że w IV kwartale 2014 roku bardziej prawdopodobne jest umocnienie dolara względem euro niż odwrotnie.
- Zakończenie QE3 przez Fed oraz narastające oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA przy rosnących oczekiwaniach na dalsze luzowanie polityki monetarnej przez EBC będą do końca 2014 roku dalej osłabiać euro do dolara.

EUR/PLN POD SILNYM WPŁYWEM OBNIŻEK STÓP PROCENTOWYCH W POLSCE ORAZ OCZEKIWAŃ NA PODWYŻKI STÓP W USA

Celem wyciągnięcia wniosków odnośnie kształtowania się kursu EUR/PLN w IV kwartale 2014 roku skonstruowaliśmy dwa modele behawioralne realnego kursu EUR/PLN.

Pierwszy z nich jest oparty o założenia teorii Harroda-Balassy-Samuelsona, zgodnie z którą relatywnemu wzrostowi produktywności w sektorach produkujących dobra przeznaczone przede wszystkim do handlu międzynarodowego (w naszym modelu reprezentowane przez ceny producentów PPI w Polsce i strefie euro) towarzyszy nieproporcjonalny relatywny wzrost cen w sektorach produkujących dobra konsumpcyjne przeznaczone głównie do użytku wewnątrz krajowego (w naszym modelu reprezentowane przez ceny CPI). Ponieważ w krajach rozwijających się dynamika wzrostu cen dóbr nie podlegających wymianie międzynarodowej jest zwykle szybsza niż w krajach rozwiniętych dlatego obserwując relację zmian cen dóbr podlegających wymianie międzynarodowej oraz nie podlegających wymianie międzynarodowej wybranych gospodarek można wyznaczyć poziom równowagi bilateralnego kursu walutowego. Zgodnie z pierwszym modelem im szybszy wzrost cen CPI względem cen PPI w Polsce tym silniejszy złoty.

Drugi z naszych modeli behawioralnych jest modelem autorskim opartym o kombinację równowag cząstkowych rynku towarowego oraz rynku finansowego, zgodnie z przyjmowanymi założeniami, że równowaga kursu walutowego kształtuje się zarówno na rynku towarowym jak i rynku finansowym oraz, że te dwie równowagi mogą się między sobą znacząco różnić nie tylko w krótkim okresie czasu. Drugi model behawioralny jest w swojej strukturze podobny do naszego modelu realnego kursu EUR/USD, gdzie parytet siły nabywczej cen eksportowych reprezentuje przybliżoną równowagę cenową handlu zagranicznego, iloraz realnych 10-letnich stóp procentowych wyznacza równowagę rynku pieniężnego a parytet indeksów giełdowych jest aproksymacją relatywnej równowagi rynków giełdowych. Rozdzielenie w modelu równowagi rynku finansowego na równowagi cząstkowe tj. równowagę rynku pieniężnego i rynku giełdowego ma w założeniu odzwierciedlać komplementarność tych dwóch rynków w ramach systemu finansowego.

Podstawowa różnica między obydwojema naszymi modelami behawioralnymi polega na tym, że pierwszy nieco większy akcent kładzie na relatywną równowagę sfery realnej (określanej przez poziomy cen CPI i PPI) gospodarek dla których oblicza się bilateralny kurs walutowy, podczas gdy drugi w większym stopniu koncentruje się na cenowej równowadze zewnętrznej porównywanych gospodarek (ceny eksportowe są przybliżeniem cenowej równowagi w handlu towarowym a parytety 10-letnich stóp procentowych oraz indeksów giełdowych są przybliżeniem równowagi sfery finansowej).

W realiach otwartej gospodarki rynkowej czynniki zewnętrzne i wewnętrzne przenikają się poprzez mechanizm dostosowań cenowych, który w długim okresie czasu dąży do wyrównania poziomów cen. Oznacza to, że w dłuższym okresie czasu „wszystko zależy od wszystkiego” dlatego, konieczne jest przyjęcie pewnych uogólniających założeń interpretacyjnych. I tak, w pierwszym modelu przyjmujemy założenie, że ceny PPI i CPI są cenami „wewnętrznymi” nawet wówczas, gdy głównym motorem ich zmian były impulsy płynące z zewnątrz, o ile ich wpływ został już zaabsorbowany przez ceny PPI i CPI. W drugim modelu behawioralnym przyjmujemy założenie, że równowaga sfery finansowej jest uwarunkowaniem „zewnętrznym” gospodarki,

Nasze dwa modele behawioralne realnego EUR/PLN uwzględniają zarówno relatywną „równowagę wewnętrzną” (Model 1) jak i relatywną „równowagę zewnętrzną” (Model 2) strefy euro i Polski.

Porównanie wskazań Modelu 1 oraz Modelu 2 pozwala określić czy kurs EUR/PLN znajduje się bardziej pod wpływem „czynników wewnętrznych” czy „czynników zewnętrznych”.

ze względu na dużą szybkość dostosowań cen na krajowych rynkach finansowych do wydarzeń mających swoje źródła na międzynarodowych rynkach finansowych. W rezultacie przyjętych założeń uogólniających ewentualne różnice we wskazaniach pierwszego i drugiego modelu behawioralnego należy traktować jako efekt krótko- i średnioterminowych opóźnień bądź zakłóceń funkcjonowania mechanizmu transmisyjnego na linii relatywne uwarunkowania zewnątrzgospodarcze – relatywne uwarunkowania wewnątrzgospodarcze krajów, dla których jest modelowany bilateralny kurs walutowy.

Równanie (2) oraz **Tabela 4** przedstawia pierwszy model behawioralny natomiast równanie **(3)** oraz **Tabela 5** przedstawia nasz drugi model behawioralny.

(2)

$$r_{EURPLN} = 1,43348 + 2,24060 * (PPI^{PL}/CPI^{PL}) + 2,23936 * (CPI^{EZ}/PPI^{EZ})$$

$$R^2 = 0,75197 \quad SE = 0,0913282$$

Tabela 4. Zmienne pierwszego behawioralnego modelu realnego EUR/PLN (Model 1)

Zmienna	Parametr	(Błąd standardowy)	{Prawdopodobieństwo}
<i>stała</i>	1,43348	(0,003774)	{0,0000}
PPI^{PL}/CPI^{PL}	2,24060	(0,141500)	{0,0000}
CPI^{EZ}/PPI^{EZ}	2,23936	(0,116900)	{0,0000}

*Estymacje parametrów wykonano metodą KMNK (*OLS - Ordinary Least Squares*).

Źródło: Thomson Reuters, Ecowin, PKO Bank Polski

gdzie:

- r_{EURPLN} - logarytm kursu EUR/PLN urealnionego indeksem CPI strefy euro i Polski,
- PPI^{PL}/CPI^{PL} - logarytm ilorazu indeksu polskich cen producentów i konsumentów,
- CPI^{EZ}/PPI^{EZ} - logarytm ilorazu indeksu cen konsumentów i producentów w strefie euro.

(3)

$$r_{EURPLN} = 1,3017 + 0,498229 * r_{PPP(EX)} + 0,0833636 * r(10Y^{PL}/10Y^{DE}) + 0,0853276 * r(DAX30/PROD^{DE})/r(WIG20/PROD^{PL})$$

$$R^2 = 0,741903 \quad SE = 0,0798697$$

Tabela 5. Zmienne drugiego behawioralnego modelu realnego EUR/PLN (Model 2)

Zmienna	Parametr	(Błąd standardowy)	{Prawdopodobieństwo}
<i>stała</i>	1,3017000	(0,01780)	{0,0000}
$r_{PPP(EX)}$	0,4982290	(0,02809)	{0,0000}
$r(10Y^{PL}/10Y^{DE})$	0,0833636	(0,02363)	{0,0006}
$r(DAX30/PROD^{DE})/r(WIG20/PROD^{PL})$	0,0853276	(0,02644)	{0,0016}

*Estymacje parametrów wykonano metodą KMNK (*OLS - Ordinary Least Squares*).

Źródło: Thomson Reuters, Ecowin, PKO Bank Polski

gdzie:

- r_{EURPLN} – logarytm kursu EUR/PLN urealnionego indeksami CPI strefy euro i Polski,
- $r_{PPP(EX)}$ – logarytm parytetu siły nabywczej cen eksportowych Polski i strefy euro urealnionych indeksami CPI Polski i strefy euro,
- $r(10Y^{PL}/10Y^{DE})$ – logarytm ilorazu realnych 10-letnich stóp procentowych Polski i Niemiec urealnionych indeksami CPI Polski i Niemiec,
- $r(DAX30/PROD^{DE})$ – logarytm ilorazu realnego indeksu giełdowego DAX30 urealnionego indeksem CPI oraz niemieckiej produkcji przemysłowej urealnionej indeksem CPI Niemiec,
- $r(WIG20/PROD^{PL})$ – logarytm ilorazu realnego indeksu giełdowego WIG20 oraz polskiej produkcji przemysłowej urealnionego indeksem CPI Polski.

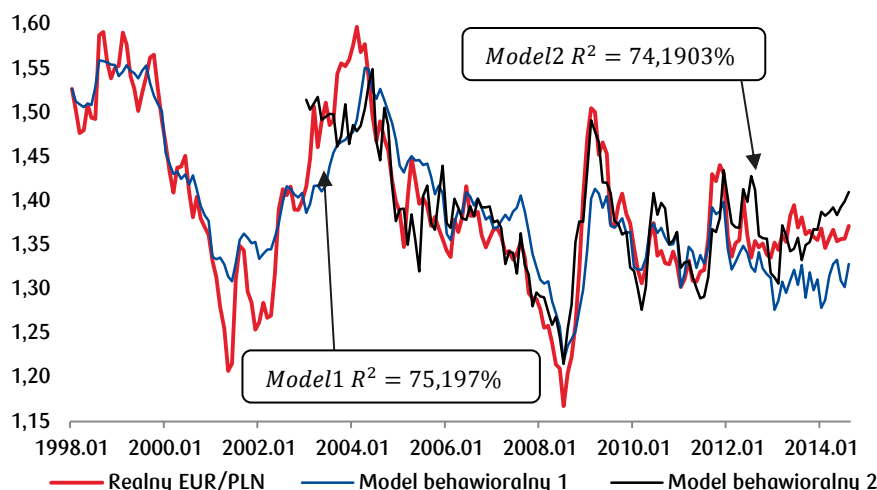
Graficzne rezultaty modelowania naszych obydwu modeli behawioralnych przedstawia **Wykres 10**. Jak pokazuje **Wykres 10** wskazania modeli nieco się między sobą różnią.

Model behawioralny 1, który koncentruje się przede wszystkim na „wewnętrznych” indeksach cenowych (tj. indeksach CPI i PPI) strefy euro i Polski wskazuje na większy potencjał do aprecjacji złotego w 2014 roku niż ma to miejsce w przypadku modelu behawioralnego 2, który koncentruje się przede wszystkim na zewnętrznej równowadze gospodarek strefy euro i Polski (tj. indeksach cen eksportowych oraz równowagach częściowych rynków finansowych i które z definicji szybciej dyskontują informacje niż ceny CPI i PPI).

W oparciu o nasz model behawioralny 1 oraz 2 można skonstruować przybliżony wskaźnik wpływu czynników wewnątrzgospodarczych i zewnątrzgospodarczych strefy euro i Polski na kurs EUR/PLN poprzez odjęcie kursu teoretycznego wskazywanego przez model 1 od kursu teoretycznego wskazywanego przez model 2 (**Wykres 11**). Jak pokazuje **Wykres 11** wpływ wewnętrznych i zewnętrznych równowag strefy euro i Polski na kurs EUR/PLN przebiega w sposób cykliczny. Widać na nim m.in. silnie zewnętrzny wpływ wybuchu kryzysu finansowego w połowie 2008 roku, narastające na rynkach finansowych od połowy 2011 roku obawy o bankructwo Grecji, a także wpływ operacji LTRO Europejskiego Banku Centralnego oraz QE3 Rezerwy Federalnej.

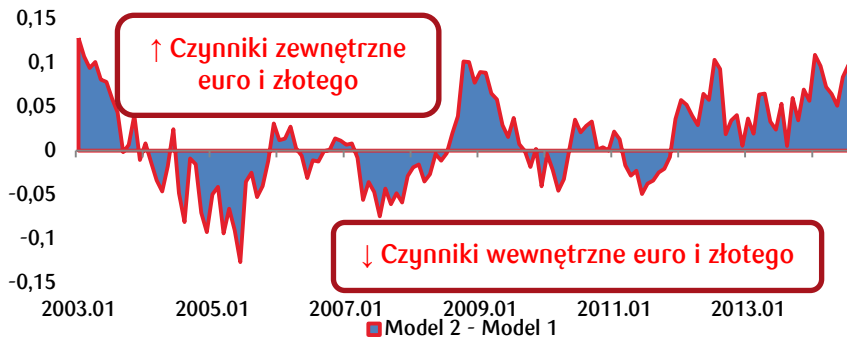
Wskaźnik siły oddziaływania relatywnych równowag wewnętrznych i zewnętrznych kursu EUR/PLN sugeruje, że w IV kwartale 2014 roku pozostanie on pod silnym wpływem czynników zewnętrznych.

Wykres 13. Realny EUR/PLN na tle naszych modeli behawioralnych (skala logarymiczna). Model behawioralny 1, który kładzie nacisk na równowagę sfery realnej dobrze sprawdzał się również przed wejściem Polski do Unii Europejskiej, Model behawioralny 2, który kładzie nacisk na równowagę zewnętrzną (handel międzynarodowy i sfera finansowa) nieco lepiej opisuje wahania realnego EUR/PLN w okresie po wejściu Polski do Unii Europejskiej.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 14. Wskaźnik siły oddziaływania relatywnych równowag wewnętrznych i zewnętrznych strefy euro i Polski na realnego EUR/PLN (skala logarymiczna). Wskaźnik sugeruje, że realny EUR/PLN w dalszym ciągu pozostaje pod silniejszym oddziaływaniem relatywnych równowagi zewnętrznych niż relatywnych równowag wewnętrznych strefy euro i Polski.



Objaśnienia:

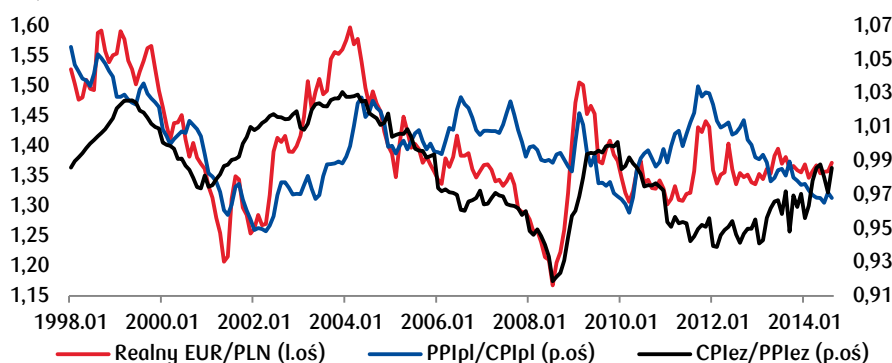
- Wartości wskaźnika powyżej 0 wskazują na silniejszy wpływ relatywnych równowag zewnętrznych, wartości wskaźnika poniżej 0 na silniejsze oddziaływanie relatywnych równowag wewnętrznych strefy euro i Polski na kurs EUR/PLN.
- Czarne linie na wykresie reprezentują odpowiednio jednokrotne i dwukrotne odchylenia standardowe.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Biorąc pod uwagę, że bieżące poziomy naszego wskaźnika wpływu wewnętrznych i zewnętrznych równowag strefy euro i Polski na kurs EUR/PLN pokazują silny wpływ tych drugich oraz to, że w naszym wskaźniku cykle wpływu od 2003 roku trwają przynajmniej 2-3 kwartały, należy założyć, że również w IV kwartale 2014 roku kurs EUR/PLN będzie pozostawał pod silniejszym wpływem czynników zewnętrznogospodarczych strefy euro i Polski niż tych płynących z relacji „wewnętrznych” cen CPI i PPI strefy euro i Polski.

Szczegółowe komponenty składowe naszych dwóch behawioralnych modeli realnego EUR/PLN, w formie graficznej, przedstawiają **Wykres 12, Wykres 13, Wykres 14** oraz **Wykres 15**. **Wykres 12** przedstawia zmienne naszego pierwszego modelu behawioralnego, a pozostałe wykresy przedstawiają zmienne naszego drugiego modelu behawioralnego.

Wykres 15. Realny EUR/PLN na tle zmiennych pierwszego modelu behawioralnego. Realny EUR/PLN znajduje się w obszarze wyznaczonym przez relację cenowej konkurencyjności producentów w Polsce i strefie euro. Deflacyjne tendencje w strefie euro i w Polsce spowodowały poprawę cenowych konkurencyjności producentów, jednak silniejsza poprawa konkurencyjności w strefie euro sprzyja wzrostom kursu EUR/PLN.



Objaśnienia:

- PPIpl/CPIpl - wyznacza cenową konkurencyjność producentów w Polsce,
- CPIez/PPIez - wyznacza odwrotną cenową konkurencyjność producentów w strefie euro.

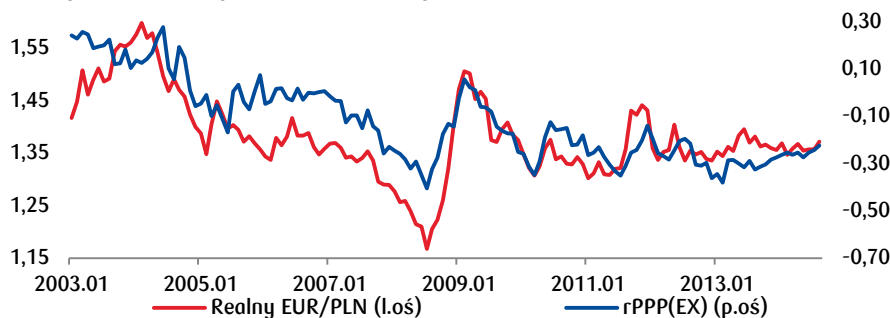
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Z **Wykresu 12** wynika, że słabszy wzrost gospodarczy w strefie euro, który przekłada się na słabszą dynamikę wzrostu cen CPI względem cen PPI niż ma to miejsce w Polsce silnie wspiera aprecjację złotego względem euro.

Z kolei w przypadku zmiennych drugiego modelu behawioralnego, co prawda przybliżona równowaga cenowa handlu zagranicznego reprezentowana przez parytet siły nabywczej cen eksportowych również sprzyja złotemu (**Wykres 13**), to wskaźniki relatywnych równowag cząstkowych rynku finansowego tj. parytet 10-letnich stóp procentowych (**Wykres 14**) oraz parytet indeksów giełdowych (**Wykres 15**) działają na niekorzyść złotego.

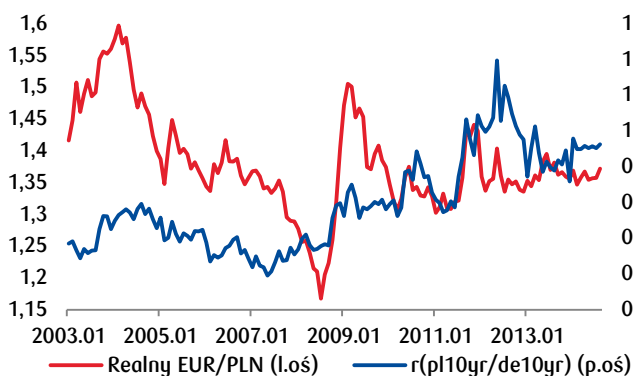
Ponieważ równowagę na rynku EUR/PLN określają zarówno czynniki zewnętrzne jak wewnętrzne, choć w tym momencie punkt ciężkości jest bardziej po stronie czynników spoza sfery realnej warto szczegółowo przeanalizować zarówno jedne jak i drugie.

Wykres 16. Realny EUR/PLN na tle zmiennej drugiego modelu behawioralnego tj. realnego parytetu siły nabywczej cen eksportowych. Przybliżona równowaga cenowa handlu zagranicznego wyznaczana przez zmienną $rPPP(EX)$ znajduje się na poziomach zbliżonych do aktualnych wartości realnego kursu EUR/PLN.



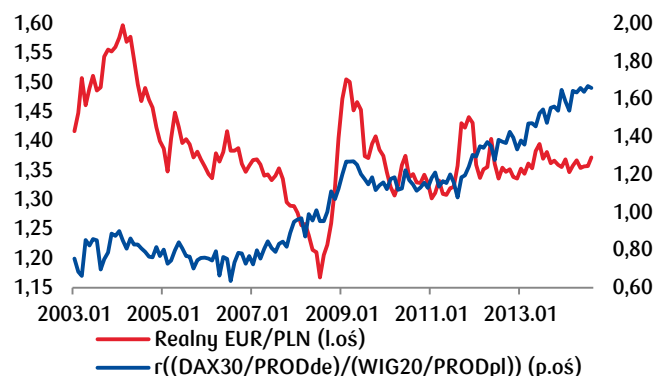
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 17. Realny EUR/PLN na tle zmiennej drugiego modelu behawioralnego tj. ilorazu realnych 10-letnich stóp procentowych Polski i Niemiec. Bieżące poziomy tej zmiennej ze względu na silne spadki rentowności w Niemczech nie sprzyjają złotemu.



Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

Wykres 18. Realny EUR/PLN na tle zmiennej drugiego modelu behawioralnego tj. realnego parytetu indeksów giełdowych Niemiec i Polski. Bieżące poziomy tej zmiennej osłabiają złotego względem euro.



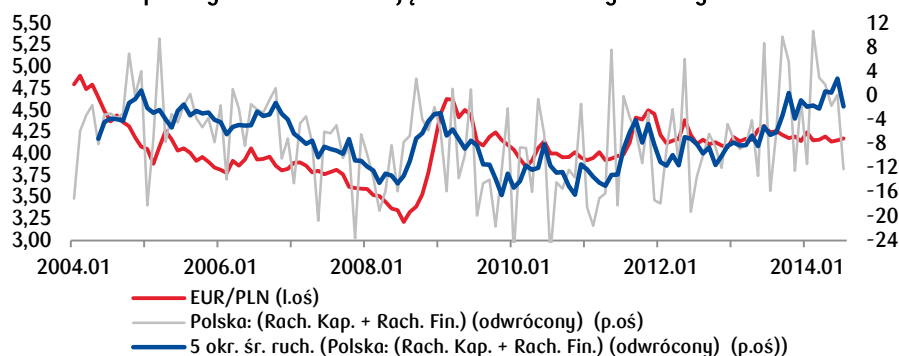
Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

Do czynników działających z zewnątrz sfery realnej należą:

- Kontynuacja taperingu QE3 przez Fed aż do jego zakończenia w październiku oraz narastające oczekiwania na szybsze i zdecydowane podwyżki stóp w USA. Ponieważ efektem QE3 był silny przepływ

kapitału na rynki wschodzące stąd stopniowe kończenie ekspansji ilościowej oraz oczekiwania na podwyżki stóp w USA stopniowo zmniejszają przepływ kapitału do Polski (**Wykres 19**).

Wykres 19. EUR/PLN na tle sumy rachunku finansowego i kapitałowego. Przepływy finansowe od połowy 2013 roku działają mocno na niekorzyść złotego.

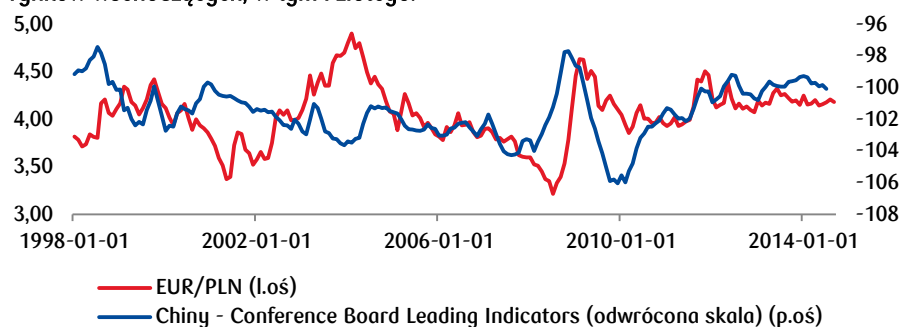


Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

- Luzowanie polityki monetarnej przez EBC (obniżka całego korytarza stóp procentowych w tym obniżka stopy depozytowej poniżej zera, zaprzestanie sterylizacji SMP, uruchomienie ukierunkowanych na rynek kredytowy T-LTRO oraz skup ABS-ów). Jest **ono** czynnikiem oddziałującym potencjalnie pozytywnie na złotego, chociaż ten wpływ może być mniejszy niż to miało miejsce wcześniej, ze względu na fakt, że program TLTRO jest ukierunkowany przede wszystkim na rynek kredytowy przez co jego możliwości wykreowania przepływów finansowych do Polski są mniejsze niż w przypadku programów LTRO1 i LTRO2, które nie były obwarowane żadnymi dodatkowymi warunkami. Poza tym należy wziąć pod uwagę, że jego wdrożenie przypada na okres kiedy USA stopniowo przystępują do zacieśniania polityki monetarnej co w naturalny sposób może przyciągać kapitał z innych rynków (m.in. rynków wschodzących) a RPP przygotowuje się do obniżek stóp procentowych, przez co słabną bodźce do przepływu kapitału do Polski.
- Spowolnienie gospodarcze w Chinach. jest czynnikiem, który pośrednio już zmniejsza popyt na waluty rynków wschodzących, w tym i na złotego (**Wykres 20**) i prawdopodobnie ten negatywny wpływ utrzyma się również w IV kwartale. Działania zaradcze chińskich władz łagodzą negatywne następstwa spowolnienia ale nie zmieniają trendu.

Luzowanie ilościowe polityki monetarnej przez EBC w warunkach narastających oczekiwań na szybsze podwyżki stóp procentowych w USA oraz głębsze obniżki stóp w Polsce może nie pomóc złotemu tak jak to miało miejsce w przypadku LTRO1 i LTRO2.

Wykres 20. Wskaźnik wyprzedzający koniunktury w Chinach jest dobrym wskaźnikiem długookresowego trendu kursu EUR/PLN. Pogorszenie koniunktury w Chinach jest czynnikiem, który w perspektywie IV kwartału zwiększa presję na deprecjację walut rynków wschodzących, w tym i złotego.

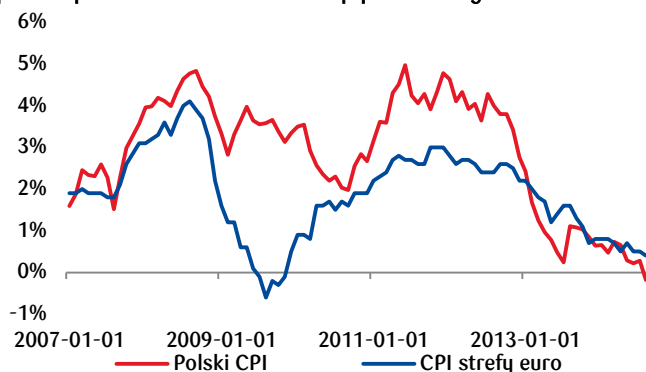


Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Do czynników oddziałujących ze sfery realnej należą:

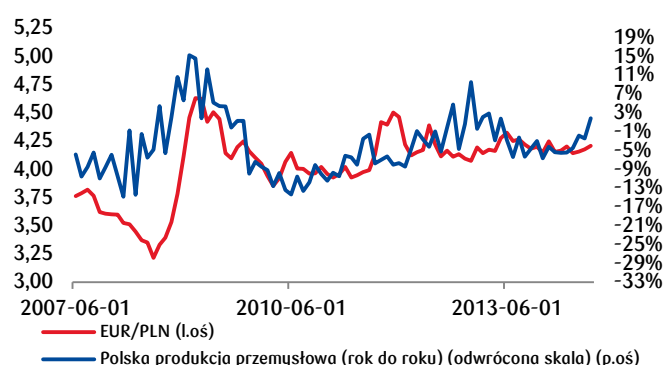
- Słabe dane inflacyjne i produkcyjne z Polski. Spowalnianie koniunktury w Polsce, której efektem jest spadek inflacji (**Wykres 21**) oraz produkcji (**Wykres 22**) pobudza oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce co w naturalny sposób osłabia złotego.

Wykres 21. Polski CPI na tle analogicznego wskaźnika strefy euro. Głębokie spadki cen konsumpcyjnych w Polsce, głębsze niż w strefie euro sugerują spowolnienie koniunktury i rosnące prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych w Polsce.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 22. Polska produkcja przemysłowa na tle kursu EUR/PLN. Spadająca produkcja przemysłowa w Polsce osłabia złotego.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

W efekcie sumując wpływ zarówno czynników zewnętrznych (tych działających pozytywnie i negatywnie na złotego) jak i wewnętrznych w oparciu o wskaźnik oddziaływania relatywnych czynników zewnętrznych i wewnętrznych (**Wykres 11**) najbardziej prawdopodobne jest, że kurs złotego do końca IV kwartału ulegnie osłabieniu wobec euro.

Podsumowanie prognoz kursu EUR/PLN na IV kwartał 2014 roku

Wskazania naszych modeli behawioralnych realnego EUR/PLN sugerują, że w IV kwartale 2014 roku kurs EUR/PLN będzie kształtowany w większym stopniu przez czynniki zewnętrzne niż wewnętrzne. W ramach czynników zewnętrznych negatywnie na złotego będą oddziaływać: zakończenie QE3 oraz oczekiwania na szybsze podwyżki stóp w USA a także spowolnienie gospodarcze w Chinach. Potencjalnie pozytywnym dla złotego czynnikiem będzie ilościowe luzowanie polityki monetarnej w strefie euro jednak ze względu na oczekiwane obniżki stóp procentowych w Polsce, oraz oczekiwania rychłych podwyżek stóp w USA może on w perspektywie IV kwartału nie zainicjować przepływów kapitałowych do Polski jak to było w przypadku LTRO1 i LTRO2. Główne czynniki wewnętrzne złotego do których należy zaliczyć ujemne wskaźniki inflacyjne oraz słabnącą produkcję przemysłową będą oddziaływać negatywnie na złotego poprzez podsycanie oczekiwań na głębsze obniżki stóp w Polsce.

Reasumując: w perspektywie końca IV kwartału należy oczekiwać wyraźnego osłabienia złotego wobec euro.

RYNEK AKCJI

- W trzecim kwartale mieliśmy do czynienia z rosnącą dysproporcją pomiędzy wzrostem gospodarczym w USA i strefie euro. W konsekwencji doszło do polaryzacji oczekiwań wobec przyszłej polityki Fed i EBC. Prezes Draghi dostrzegając niską skuteczność swoich dotychczasowych działań nakierowanych na pobudzenie kredytu i zahamowanie procesów deflacyjnych, zasugerował rozpoczęcie programu luzowania ilościowego.
- Niepokój inwestorów budzą Chiny, które w warunkach słabej globalnej koniunktury nie są w stanie pogodzić ambitnych reform z utrzymaniem wysokiego tempa wzrostu.
- Polska gospodarka złapała zadyszkę, ale jej perspektywy są wciąż dobre. Zaplanowany w budżecie impuls fiskalny wzmocni obecne pozytywne trendy. Dodatkowej stymulacji dostarczą obniżki stóp procentowych, których skala najprawdopodobniej nie będzie mniejsza niż 50 pb. Podstawowym zagrożeniem dla wzrostu jest nieprzewidywalna sytuacja na Wschodzie w związku z konfliktem rosyjsko-ukraińskim.
- Wyzwaniem dla rynków wschodzących pozostaje normalizacja polityki pieniężnej w USA. Najbardziej narażone są kraje z wysokimi deficytami na rachunkach obrotów bieżących, finansujące się zagranicznym kapitałem portfelowym. Polska nie zalicza się do tej kategorii, choć jej wrażliwość podnosi wysoki udział zadłużenia w walutach obcych. Należy przy tym zauważyć, że normalizacja polityki monetarnej de facto rozpoczęła się z chwilą jej zapowiedzi w połowie 2013 i kraje rozwijające się mają część bolesnego dostosowania za sobą. Choć podwyżki stóp w USA wydają się nieuchronne, to uważamy że Fed rozłoży je w czasie i zakończy cykl na poziomie znacznie poniżej przedkryzysowego, aby nie zdusić wzrostu gospodarczego i nie zdestabilizować rynków wschodzących, co zaszkodziłoby również gospodarce amerykańskiej. Pomimo zakończenia QE przez Fed płynność na globalnych rynkach finansowych niekoniecznie musi spaść. Swoje program luzowania ilościowego kontynuuje Bank Japonii, a poważnie rozważa EBC. Sądzymy, że ewentualne europejskie QE najsilniej wspomogą aktywa finansowe Eurolandu oraz pośrednio krajów powiązanych gospodarczo.
- Solidne tempo wzrostu gospodarczego powinno przełożyć się na poprawę zysków polskich spółek (EPS w 2015 urośnie o 7-10%), ale uwzględniając to wskaźnik C/Z jest dość wysoki (ok. 14). Niskie rynkowe stopy procentowe sprawiają, że premia za ryzyko znajduje się powyżej wieloletniej średniej sugerując brak przewartościowania akcji. Uważamy, że do końca roku na GPW będzie dominował trend boczny. Rynek zdyskontował już planowane obniżki stóp procentowych, a IV kwartał może okazać się zbyt wczesny, aby inwestorzy pozbyli się obaw o przyszłoroczny wzrost gospodarczy, w szczególności w obliczu skomplikowanej sytuacji geopolitycznej. Cieniem na światowych rynkach kłęść się będzie trudna sytuacja geopolityczna oraz kłopoty krajów rozwijających się związane ze spowolnieniem w Chinach i normalizacją polityki pieniężnej w USA. Prognozujemy, że indeks WIG zakończy rok na poziomie 55 tys. pkt.

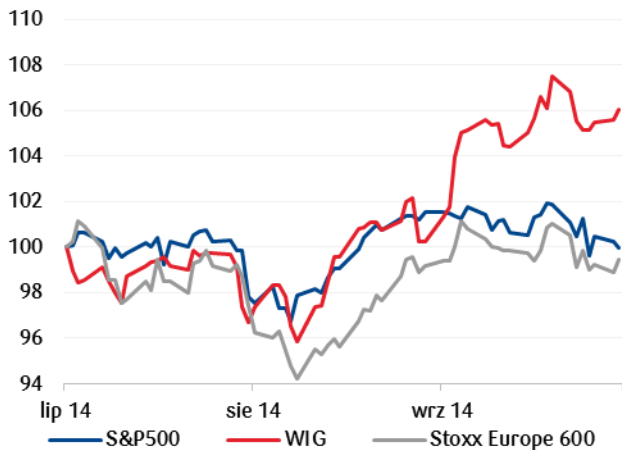
RYNEK AKCJI

PODSUMOWANIE III KWARTAŁU 2014

Warszawska giełda może zaliczyć miniony kwartał do udanych. WIG dał zarobić 5.7%, co było jednym z najlepszych wyników na świecie. Giełda nowojorska zakończyła kwartał symbolicznym wzrostem, ale warto odnotować, że indeks S&P500 przez kilka dni utrzymywał się powyżej symbolicznego poziomu 2000 pkt ostatecznie kończąc nieco poniżej. III kwartał okazał się spadkowy dla większości giełd zachodnioeuropejskich. Spektakularne tąpnięcie (17%) zaliczyła giełda rosyjska pogłębiając stratę od początku roku do 22%. Na minusie zakończyły kwartał także giełdy naszego regionu (Budapeszt -4%, Praga -2%) oraz Turcja -5%.

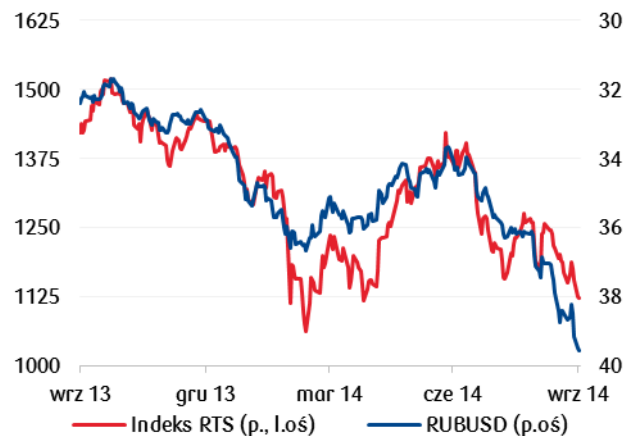
WIG wzrósł w III kwartale o 6% co oznacza jedną z najwyższych stóp zwrotu na całym świecie w tym okresie.

Wykres 1. Znormalizowane stopy zwrotu indeksów



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Wykres 2. Indeks giełdy rosyjskiej i kurs rubla



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Trzeci kwartał okazał się dla strefy euro rozczarujący od strony ekonomicznej, co stało się przesłanką istotnych zmian w polityce monetarnej. Napływające dane potwierdziły stabilizację ożywienia na niskim poziomie. Po części odpowiada za to sytuacja geopolityczna, w szczególności konflikt rosyjsko-ukraiński. Sankcje nałożone na Rosję zmniejszyły wymianę handlową, która osłabła także w wyniku pogorszenia sytuacji gospodarczej (m.in. deprecjacja rosyjskiego rubla i ukraińskiej hrywny). Konflikt na Wschodzie, jak również napięcia w innych częściach świata bez wątpienia wpłynęły negatywnie na nastroje konsumentów i przedsiębiorców. Sen z powiek wciąż spędza inflacja utrzymująca się głęboko poniżej celu banku centralnego. EBC na wrześniowym posiedzeniu zapowiedział kolejne działania mające poprawić popyt i podnieść inflację, dzięki pobudzeniu przepływu kredytu i osłabieniu euro.

Strefa euro rozczarowała skłaniając EBC do bardziej zdecydowanych działań.

Wyniki polskiej gospodarki w III kwartale lekko rozczarowały. Dane napływające w ostatnich miesiącach wskazują, że dynamika wzrostu mogła spaść poniżej 3%. Zadyszka odczuwalna była w zasadzie we wszystkich głównych kategoriach. Nie zachwyciła konsumpcja, na którą wpływ miał słabnący (choć wciąż pozytywny) trend w zatrudnieniu i płacach oraz niepokoje za wschodnią granicą. Słabo było też w przemyśle. W sierpniu dynamika produkcji liczona r/r spadła poniżej zera po raz pierwszy od maja 2013 i choć w pewnej mierze zaważyły czynniki sezonowe (mniejsza liczba dni roboczych), to również inne miary aktywności (PMI poniżej 50 pkt) sygnalizują spowolnienie. Eksporterzy odczuwali negatywne efekty sankcji rosyjskich, jak również osłabienia gospodarek Rosji i Ukrainy oraz rozczarującej koniunktury w Niemczech.

Zadyszkę złapała również polska gospodarka.

II kwartał rozbudził nadzieje, że chińska gospodarka najgorsze ma już za sobą i zacznie przyspieszać. Tymczasem Wielki Smok urządził inwestorom zimny prysznic. Co ciekawe, głównym winowajcą był słaby popyt krajowy a nie rynki eksportowe, na których zanotowano lekką poprawę. Produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz inwestycje spowolniły do poziomu najniższego od 5 lat. Niepokojące sygnały wysyłają statystyki monetarne. Dynamika wzrostu podaży pieniądza (M2 +12.8% r/r) jest, jak na standardy chińskie, bardzo niska i w ostatnich kilkunastu latach tylko dwukrotnie przybierała niższe wartości. Generalnie można powiedzieć, że druga połowa roku nie zaczęła się dobrze dla rynków wschodzących. Słabo radziła sobie Ameryka Południowa (recesja w Brazylii, silne spowolnienie w Meksyku). Niezłe dane napłynęły z krajów rozwijającej się Europy (w tym z CE3), ale tutaj optymizm tłumila eskalacja konfliktu na Ukrainie. W III kwartale po raz pierwszy od 2009 roku w recesję wpadła prawdopodobnie Rosja.

Oslabienie aktywności gospodarczej było widoczne w większości krajów rozwijających się.

Jasnym punktem na mapie gospodarczej świata były Stany Zjednoczone. Opublikowane we wrześniu dane na temat PKB za II kwartał zaskoczyły analityków in plus. Wskazały, że gospodarka rosła w tempie 4.6% q/q. Trzeba jednak pamiętać, że po części był to efekt spowolnienia z początku roku wywołanego wyjątkowo surową zimą. Ale nie tylko mocno opóźnione dane historyczne, a również wskaźniki bieżące wskazywały na dobrą koniunkturę.

Pozytywne zaskoczenie nadeszło z USA.

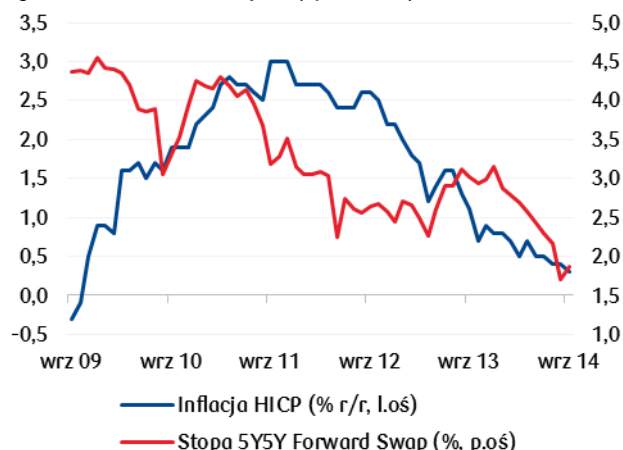
IV KWARTAŁ 2014

Strefa euro

Wrześniowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego okazało się wydarzeniem o większym znaczeniu niż się spodziewano. Podjęte na nim decyzje będą, naszym zdaniem, silnie oddziaływać na rynki w ostatnich miesiącach roku, tym bardziej że zostały wzmocnione zapowiedziami dalszych działań. Uważni obserwatorzy poczynają EBC mogli zauważyć wzmocnienie retoryki już podczas wystąpienia Mario Draghi'ego na konferencji organizowanej przez Fed w Jackson Hole w połowie sierpnia. Zaapelował on wówczas o luźniejszą politykę fiskalną, powtarzając przy tym wcześniejsze uwagi na temat konieczności jednoczesnego przeprowadzania reform strukturalnych. Zwrócił uwagę, że polityka monetarna bez wsparcia innych narzędzi jest niemal bezradna przy próbach pobudzenia inflacji, czy wzrostu. Dotychczas Draghi stronił od oficjalnych komentarzy odnoszących się do polityki fiskalnej. Postulaty prezesa EBC zostały natychmiast skontrolowane przez kanclerz Merkel i ministra finansów Schauble. Prawdopodobnie Draghi nie był tą reakcją specjalnie zaskoczony a jego celem było przygotowanie gruntu pod dalsze rozluźnienie polityki monetarnej przy argumentacji, że jeśli EBC pozostaje „sam na placu boju” musi być agresywniejszy niż do tej pory. Oczywiście rozczarowujące dane makro i brak presji inflacyjnej odegrały swoją rolę w zintensyfikowaniu działań banku centralnego. Nie bez znaczenia jest również to, że pogląd zbliżony do Draghi'ego prezentuje Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

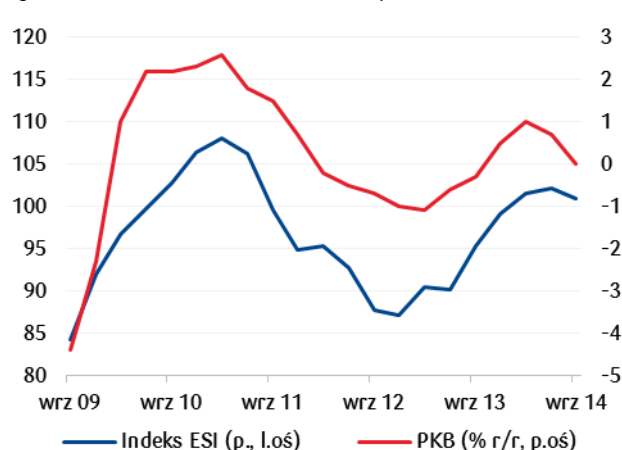
EBC przechodzi do ofensywy...

Wykres 3. Strefa euro: spadająca inflacja i oczekiwania



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Wykres 4. Strefa euro: indeks nastrojów vs. wzrost PKB



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Warto w tym miejscu zauważyć, że EBC zdecydował się na dalsze kroki (częściowo poprzez podjęcie decyzji, a częściowo poprzez sugestie w jakim kierunku będzie podążać polityka), nie czekając na efekty wcześniejszych działań, w szczególności podjętych na czerwcowym posiedzeniu (ujemna stopa depozytowa, program TLTRO). Pośrednio przyznał w ten sposób, że wytracenie dynamiki wzrostu oraz uparcie niska inflacja w połączeniu ze spadającymi oczekiwaniami długoterminowymi zaskoczyły bank centralny. W konsekwencji opracowane całkiem niedawno posunięcia mogą okazać się nieskuteczne lub przynajmniej niewystarczające. Ilustracją bezradności EBC jest kurczący się jego bilans. Po tym, gdy osiągnął szczyt w czerwcu 2012, zmniejszył się o 36% (1.1 bn €) do niespełna 2 bn € obecnie. Prezes Draghi przedstawił oczekiwania, zgodnie z którymi TLTRO razem ze skupem zabezpieczonych papierów wartościowych (ABS-ów) zwiększy bilans banku o ok. 1 bn €.

Te oczekiwania wydają nam się nierealne do spełnienia. Podzielamy zatem obawy, że dotychczasowe działania są niewystarczające na skalę wyzwań stojących przed Eurolandem. Np. flagowa tegoroczna inicjatywa tj. TLTRO opiera się na trafnych przesłankach, bo program odnosi się bezpośrednio do zbyt słabego przepływu kredytu do gospodarki, a pośrednio do kluczowego problemu, czyli niewystarczającego popytu. Ale co z tego, jeśli banki są niechętnie zwiększaniu akcji kredytowej w bardzo niepewnym otoczeniu ekonomiczno-politycznym, a z drugiej strony brak jest dobrego jakościowo popytu na kredyt z powodu pesymistycznej oceny perspektyw gospodarki Eurolandu. Oddzielnym problemem jest to, że banki nie są pewne, co przyniesie przegląd aktywów (AQR) związany z przejściem nadzoru przez EBC. Wolą więc wzmacniać kapitały a nie książkę kredytową, zwłaszcza we wrażliwym na wahania koniunktury sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. Duże i względnie wiarygodne firmy nie mają większego problemu z pozyskaniem finansowania, ani na rynku kapitałowym (poprzez emisję obligacji lub akcji). Nic więc dziwnego, że pierwsza runda TLTRO zakończyła się dużym rozczarowaniem. Prezes Draghi starał się umniejszyć jej znaczenie, sugerując że większe nadzieje wiąże z drugą rundą. Może mieć trochę racji, bo odbędzie się ona już po wspomnianym przeglądzie aktywów i stress testach, więc banki będą miały lepszy przegląd tego co się dzieje w sektorze i jak są oceniane one same. Nie można również wykluczyć, że pierwsza runda była sprawdzianem w jakiej skali banki chcą wziąć udział w TLTRO dobrowolnie, a w drugiej pojawi się zwiększona presja polityczna ze strony rządów krajów najbardziej dotkniętych kryzysem. Summa summarum, kredyt do gospodarki płynie cienkim strumieniem. Wprawdzie zahamowany został trend spadkowy, ale odbicia nadal nie widać. Sierpniowe dane na temat wolumenu kredytów dla

... widząc nieskuteczność dotychczasowych działań.

TLTRO i skup ABS-ów to dobre pomysły, ale nie na skalę wyzwań stojących przed Eurolandem.

przedsiębiorstw pokazują roczną dynamikę -2.2%, a dla gospodarstw domowych -0.5%.

Oceniając perspektywę dla europejskich rynków finansowych, dostrzegamy sens spojrzenia na trendy polityczno-społeczne, ponieważ naszym zdaniem, wpłyną one w istotny sposób na politykę gospodarczą. Pomimo dotkliwego kryzysu, skutkującego w wielu krajach głębokim obniżeniem stopy życiowej społeczeństwa zachowywały się zaskakująco dojrzałe i pragmatycznie. Owszem, zdarzały się protesty, czasem bardzo gwałtowne, ale nigdzie partie skrajne nie przejęły władzy. Nie sposób jednak nie zauważyć, że trend jest niepokojący, czego dobitną ilustracją był sukces populistów w wyborach do Parlamentu Europejskiego. Od tego czasu sytuacja uległa dalszemu pogorszeniu. W Szwecji, czyli kraju który nie został przez kryzys szczególnie dotknięty, we wrześniowych wyborach wysokie 10%-owe poparcie zdobyła forsująca antyimigracyjne hasła partia Szwedzcy Demokraci, bardzo komplikując utworzenie stabilnej bazy parlamentarnej dla rządu. Na Węgrzech posiadający konstytucyjną większość w parlamencie Fidesz otwarcie kwestionuje wartość liberalnej demokracji, jednocześnie wykazując daleko idącą aprobatę do rosyjskiego stylu rządzenia (niektóre wątki takiej postawy można zauważyć także w Czechach i na Słowacji). Do tego dochodzą tendencje separatystyczne. Kwestia rozpadu Wielkiej Brytanii wisiała na włosku do ostatniej chwili i choć ostatecznie jedność została zachowana, to 45% mieszkańców Szkocji opowiedziało się za niepodległością. Będzie to miało z pewnością konsekwencje dla krajowej i zagranicznej polityki Zjednoczonego Królestwa. Pozostanie Wielkiej Brytanii w obecnym kształcie zmniejszyło prawdopodobieństwo jej wyjścia ze struktur Unii Europejskiej, ale bardzo możliwe że i w tej sprawie w nieodległej przyszłości zostanie ogłoszone referendum, którego wynik trudno przewidzieć. Referendum w Szkocji dodało wigoru zwolennikom secesji Katalonii i ogłoszenia w tej sprawie plebiscytu. Być może największe niebezpieczeństwo dla jedności Europy kiełkuje we Francji, gdzie rosną szanse Marie Le Pen na zwycięstwo w wyborach prezydenckich w roku 2017. Liderka skrajnie prawicowego Frontu Narodowego po sukcesie w wyborach samorządowych, następnie do Parlamentu Europejskiego, a ostatnio do Senatu wydaje się być faworytką wyborów głowy państwa. Trudno sobie nawet wyobrazić, konsekwencje dla Unii Europejskiej, gdyby Marie Le Pen zamieszkała w Pałacu Elizejskim. Wiele więc wskazuje, że dalszej integracji instytucjonalnej na poziomie Unii Europejskiej w przewidywalnej przyszłości nie będzie. Jest to o tyle ważne, że proeuropejskie Niemcy od tego właśnie uzależniają większe (czytaj: bardziej szczerze) zaangażowanie Berlina w rozwiązywanie kryzysu. Jakby tego było mało, sytuacja polityczna komplikuje się także za naszą zachodnią granicą, gdzie coraz większe poparcie zyskuje partia AfD, której głównym punktem programu jest ograniczenie roli Niemiec w Unii Europejskiej. Politycy AfD przekonują rodaków, zyskując coraz szerszy posłuch, że ci są zbyt hojni dla innych krajów Wspólnoty.

Podejmujemy kwestię sytuacji społeczno-politycznej w Unii Europejskiej ponieważ naszym zdaniem będzie miała rosnące przełożenie na politykę gospodarczą, w tym monetarną, w krajach Wspólnoty. Unia Europejska, a w szczególności strefa euro potrzebuje solidnego nominalnego i realnego wzrostu PKB, aby pokonać najważniejsze problemy (bezrobocie, rosnący dług), ale być może stawką jest w ogóle przetrwanie jako Wspólnota w obecnym kształcie.

Rację mają ci którzy zwracają uwagę na konieczność reform po stronie podażowej, czyli innymi słowy reform strukturalnych. Przy niekorzystnej demografii zwiększenie efektywności jest niezbędne. Jednak reformy strukturalne zwykle przynoszą pozytywne efekty z opóźnieniem, a często na początku wpływają negatywnie na aktywność gospodarczą. W żadnej mierze nie zaprzecza to potrzebie ich wprowadzania, ale dynamika procesów społecznych bywa szybsza od gospodarczych. Opór Niemiec przed

Komplikująca się sytuacja społeczno-polityczna może wpłynąć na politykę gospodarczą i monetarną w Europie.

Reformy strukturalne powinny być przeprowadzane w asyście możliwie łagodnej polityki fiskalnej i monetarnej...

odkręceniem kurka fiskalnego i nacisk na reformy jest w dużej mierze uzasadniony, jednak leczenie pacjenta po wstrząsie kardiogennym nie może polegać tylko na zmianie jego trybu życia na zdrowszy, choć w dłuższym horyzoncie właśnie to będzie dla niego kluczowe.

Przechodząc do praktycznych konsekwencji obecnej sytuacji, uważamy że Niemcy wraz z sojusznikami swojego podejścia nie zgodzą się na otwarte poluzowanie fiskalne w strefie euro, które jednak częściowo nastąpi „tylnymi drzwiami”. Po prostu raz po raz będzie się okazywać, że w którymś z ważnych krajów np. we Włoszech lub Francji nie udało się dotrzymać zobowiązań Paktu Fiskalnego. Winowajca posypie głowę popiołem, złoży obietnicę poprawy i w zasadzie na tym się skończy, pod warunkiem że skala przestrzelenia nie będzie zbyt duża. Można liczyć na pewną wyrozumiałość Komisji Europejskiej i Niemiec, ale w umiarkowanych granicach. W konsekwencji, poluzowanie nie będzie na tyle duże, aby pobudzić popyt krajowy w wystarczającym stopniu.

Nasz podstawowy wniosek płynący z przedstawionej oceny sytuacji jest taki, że Europejski Bank Centralny będzie zwiększał ekspansywność polityki pieniężnej. Naszym zdaniem kwestią czasu jest rozpoczęcie luzowania ilościowego (QE). Jaką formę przybierze, czas pokaże. Być może EBC po prostu zacznie skupować papiery rządowe tak jak to robił Fed w USA. Być może, jeśli interpretacja prawa na to pozwoli, zobaczymy skup papierów emitowanych przez podmiot lub wehikuł finansowy, za pomocą którego zostaną wpompowane pieniądze w gospodarkę europejską (np. EBI).

Trudno powiedzieć, na ile takie działania, o ile nastąpią, będą skuteczne. Zależą one w dużym stopniu od polityki innych banków centralnych i generalnie od otoczenia zewnętrznego. Wpływ QE w USA na gospodarkę realną jest kwestionowany, choć akurat my uważamy, że przyniosło jej korzyść. Przy okazji warto przypomnieć, że w USA polityce luzowania ilościowego towarzyszył początkowo potężny impuls fiskalny, który stopniowo był wygaszany. Deficyty budżetowe w latach 2009-2011 wynosiły średnio 9% PKB! Zapewne jest to jedną z przyczyn tego, że popyt krajowy i poziom PKB w Eurolandzie znajduje się w ujęciu realnym odpowiednio 5% i 2% poniżej stanu z 2008, podczas gdy w USA obie wartości są o 6 i 7% wyższe.

Niezależnie od kontrowersji dotyczących luzowania ilościowego, wydaje się prawdopodobne, że jeśli nastąpi, osłabi wspólną walutę i zdejmie nieco presji deflacyjnej. A to dla EBC wystarczający argument, by zdecydować się na QE. Sądzymy również, że zakończenie najbardziej bolesnej fazy konsolidacji fiskalnej (popyt krajowy) w połączeniu zżywieniem w USA (eksport) zapewni Eurolandowi lekkie przyspieszenie wzrostu w przyszłym roku w okolice 1%.

Taki scenariusz powinien stanowić wsparcie dla rynku akcji w samej strefie euro i pośrednio na powiązanych z nią rynkach wschodzących.

Polska

Mimo słabszej koniunktury w Europie i zaostrzającego się konfliktu na Wschodzie, perspektywy polskiej gospodarki wciąż oceniamy pozytywnie, zwłaszcza na tle większości porównywalnych krajów. Jednakże niekorzystne otoczenie zewnętrzne (konflikt rosyjsko-ukraiński, słabnące odbicie w strefie euro), które oddziałuje nie tylko na wymianę handlową, ale także na nastroje konsumentów i przedsiębiorców, wskazuje, że osiągnięcie pułapu 4% wzrostu będzie w przyszłym roku bardzo dużym wyzwaniem. W roku bieżącym, zdaniem ekonomistów PKO Banku Polskiego, PKB zwiększy się o ok. 3.2-3.4%, przy czym w III kwartale mogliśmy mieć do czynienia z przejściowym spowolnieniem poniżej 3%, po którym w IV kwartale nastąpi powrót dynamiki wzrostu powyżej 3%.

... co w pewnym stopniu się dokonuje.

Brak zgody na poluzowanie fiskalne najprawdopodobniej wymusi na EBC QE.

Skuteczność luzowania ilościowego z punktu widzenia trwałego pobudzenia gospodarki realnej nie jest oczywista...

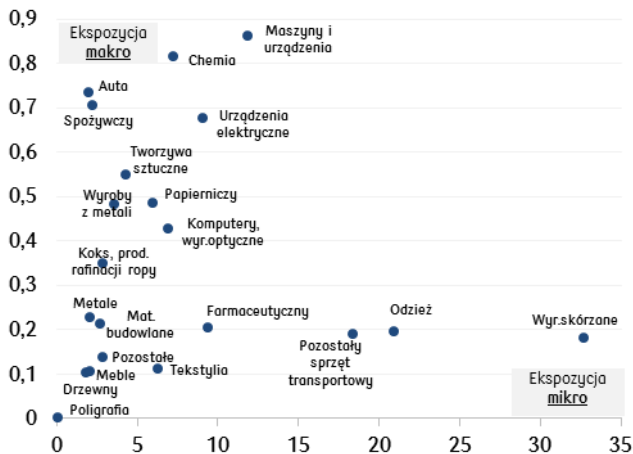
... ale QE powinno przynajmniej osłabić euro i zmniejszyć presję deflacyjną..

Mimo słabszej koniunktury w Europie i zaostrzającego się konfliktu na Wschodzie, perspektywy polskiej gospodarki wciąż oceniamy pozytywnie.

Analizując składowe PKB wypada zacząć od najistotniejszej kategorii, tj. spożycia indywidualnego (potocznie konsumpcji prywatnej) której udział w polskim PKB wynosi ok. 60%. Perspektywy konsumpcji wyglądają pozytywnie. Rośnie fundusz płac, dzięki zwiększającej się liczbie osób zatrudnionych oraz rosnącym wynagrodzeniom. Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują na stabilizację wzrostu zatrudnienia (0.7% w czerwcu, 0.8% w lipcu, 0.7% w sierpniu), choć trzeba przyznać, że tempo poprawy nieco rozczarowuje. Nominalne płace rosną w umiarkowanym stopniu, (3.5% w sierpniu, przeciętnie 3.9% w okresie styczeń-sierpień), ale tutaj pomaga deflacja CPI, sprawiająca że dynamika w ujęciu realnym jest nawet nieco wyższa niż w nominalnym. Konsumpcję wspiera też kredyt (dynamika kredytów konsumpcyjnych 6% r/r skorygowana o zmiany FX). Ponieważ dalsze obniżki stóp procentowych są niemal przesądzone, spadający koszt kredytu powinien nadal wspierać konsumpcję finansowaną z pożyczonych środków. Spodziewamy się dynamiki kredytów konsumpcyjnych w roku 2015 w okolicach 6.2% (z uwzględnieniem FX).

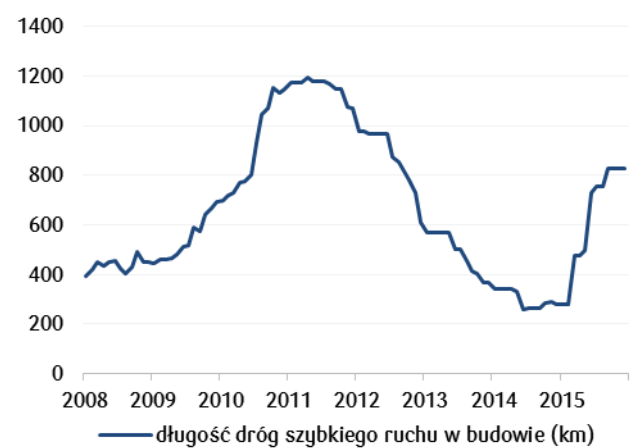
Konsumpcję wspomagają kredyty i rosnący fundusz płac.

Wykres 5. Polska: znaczenie eksportu na Wschód.



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

Wykres 6. Polska: drogi szybkiego ruchu w budowie.



Źródło: GDDKiA, MIR, PKO Bank Polski

W kontekście konsumpcji warto zwrócić uwagę na przedstawione pod koniec sierpnia propozycje byłego premiera podtrzymane przez obecną szefową rządu. Efekty waloryzacji emerytur oraz bardziej szczodre ulgi prorodzinne powinny dodać do przyszłorocznego wzrostu 0.2-0.3%. Wspomniane podwyżki i ulgi obejmują przede wszystkim mniej zamożne grupy społeczeństwa, a w nich skłonność wydatkowania dodatkowych środków jest najwyższa. W roku 2015 nie można wykluczyć ponadto podwyżek w sferze budżetowej. Wprawdzie nie było w tej sprawie jednoznacznego komunikatu, ale niektóre wypowiedzi z kręgów rządowych wskazują, że są one rozważane.

Ulgi dla rodzin wielodzietnych i waloryzacja emerytur powinny dodać do przyszłorocznego wzrostu 0.2-0.3%.

W roku 2015 będziemy mieli do czynienia z poluzowaniem fiskalnym o istotnej skali, zwłaszcza że w 2014 deficyt może być znacznie niższy od zakładanego (o ok. 10 mld zł). Poluzowanie fiskalne będzie odbywać się przede wszystkim poprzez inwestycje infrastrukturalne, których finansowanie pozostaje poza rachunkami budżetu państwa i jest wykazywane tylko w metodologii unijnej sektora finansów publicznych.

W roku 2015 nastąpi poluzowanie fiskalne o istotnej skali, które wpłynie na gospodarkę głównie za pośrednictwem inwestycji.

Skłonność do wydawania pieniędzy jest oczywiście związana z nastrojami konsumentów, na które wpływa w szczególności percepcja pewności zatrudnienia. O zachowanie pozytywnego trendu w zatrudnieniu jesteśmy względnie spokojni. Rozpędzające się inwestycje publiczne, które z natury są pracochłonne, pomogą wykreować nowe miejsca pracy, a efekt powinien rozprzestrzenić się na całą gospodarkę. Dużo trudniej oszacować wpływ na

Skomplikowana sytuacja geopolityczna może wpływać na nastroje konsumentów i przedsiębiorców.

nastroje konsumentów i przedsiębiorców kryzysu ukraińskiego oraz komplikującej się sytuacji polityczno-gospodarczej na świecie. Ten czynnik ryzyka będzie najprawdopodobniej towarzyszył nam w nadchodzących kwartałach.

Znaczenie konsumpcji dla bieżącej koniunktury i krótkoterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego jest dominujące. Spożycie indywidualne i zbiorowe odpowiadają w Polsce w sumie za ok. 79% PKB. Jednak w dłuższym horyzoncie równie ważne są inwestycje. Tworzą one podstawy długoterminowego wzrostu dzięki lepszej efektywności wykorzystania zasobów. Bez nich nie ma mowy o poprawie, a nawet utrzymaniu konkurencyjności w wymianie handlowej z innymi krajami. Oczywiście perspektywy inwestycji i konsumpcji są ze sobą ściśle związane.

Inwestycje okazały się najmilszą niespodzianką pierwszej połowy bieżącego roku. Ocenę studzi nieco fakt, że odbiły one po mocnym tąpnięciu w 2013 roku i częściowo dzięki jednorazowym „dopalaczom” (zakupy aut dla firm w obawie o przywrócenie VAT). Zakładamy wzrost inwestycji ogółem o 6.9% w bieżącym i 7.9% w przyszłym roku. Motorem będą przede wszystkim inwestycje publiczne, finansowane z budżetów centralnego i samorządowych. Naturalnie wpływ mają tu także środki unijne, choć na faktyczne przepływy finansowe trzeba jeszcze poczekać (z punktu widzenia prowadzonych robót nie jest to jednak kluczowe, gdyż większość z nich może być czasowo finansowana ze środków własnych lub kredytu). Gorzej wyglądają perspektywy inwestycji prywatnych. W tym miejscu warto przypomnieć, że jest to niejednoznaczna kategoria, zalicza się do niej energetyka i kolej, na które decydujący wpływ ma polityka gospodarcza państwa. Tak, czy inaczej w tej kategorii obserwujemy niepokojące symptomy spowolnienia, które najprawdopodobniej związane jest ze wzrostem niepewności w otoczeniu zewnętrznym (echo kryzysu rosyjsko-ukraińskiego).

Decyzje inwestycyjne podmiotów prywatnych warunkowane są przede wszystkim przez ocenę perspektyw popytu na wytwarzany produkt lub usługę w relacji do obecnych możliwości produkcyjnych. Dopiero na drugim miejscu znajdują się kwestie związane z finansowaniem projektów. Tak więc przy stosunkowo łagodnych warunkach finansowania (zwłaszcza w kontekście spodziewanego złagodzenia polityki pieniężnej), to nastroje przedsiębiorców będą determinowały popyt inwestycyjny. Tutaj dostrzegamy niepokojące sygnały. Niektóre branże planują obniżenie wydatków inwestycyjnych, np. magazynowanie i górnictwo (oba sektory mogą być pod presją czynników strukturalnych, odpowiednio kryzysu rosyjsko-ukraińskiego oraz problemów finansowych niektórych spółek wydobywczych).

Konsekwencje konfliktu ukraińsko-rosyjskiego oraz mizerne odbicie gospodarcze w strefie euro pogarszają perspektywy polskiego eksportu. Niemniej, należy z satysfakcją odnotować, że jak dotąd wyniki wymiany handlowej są dobre. Pomogło w tym zapewne lekkie osłabienie złotego oraz, mimo wszystko, pewne odbicie w popycie ze strony europejskich partnerów handlowych. Eksport netto w nadchodzących kwartałach będzie pozostawał nieznacznie ujemny, na co złożą się słabsza dynamika eksportu (pozostająca pod wpływem kryzysu rosyjsko-ukraińskiego oraz słabego odbicia w strefie euro) oraz nieco wolniejsze niż w I poł. 2014 r. tempo importu, które odzwierciedla zadyszkę popytu krajowego.

Trudno do końca przewidzieć na ile sito sankcji rosyjskich jest faktycznie szczelne. Krążący dowcip o moskiewskich restauracjach oferujące świeże mule z Białorusi tylko na pozór jest abstrakcyjny. Trudno również oszacować wpływ konfliktu na nastroje polskich konsumentów i przedsiębiorców. Konsekwentnie, nie zakładamy istotnego ograniczenia dostaw surowców energetycznych ze strony Rosji. Gdyby jednak do tego doszło, bez wątpienia wpłynęłoby to na

Odbicie w inwestycjach publicznych jest przesądzone, w prywatnych pod znakiem zapytania.

Większość czynników sprzyja inwestycjom prywatnym, ale przedsiębiorcy pozostają bardzo ostrożni.

Kontrybucja eksportu netto do PKB w nadchodzących kwartałach będzie nieznacznie ujemna.

Zakładamy że w tym roku konflikt ukraiński będzie kosztować Polskę ubytek 0.6-0.8% PKB.

prognozy. Dodatkowo wzrosłoby prawdopodobnie premia za ryzyko polskich aktywów finansowych. Zakładamy że w tym roku konflikt ukraiński będzie kosztować Polskę ubytek 0.6-0.8% PKB.

Rada Polityki Pieniężnej na wrześniowym posiedzeniu de facto zapowiedziała dalsze poluzowanie polityki monetarnej. W chwili obecnej rynek wycenia obniżkę stopy referencyjnej o 75-100 pb. w perspektywie 4 miesięcy. Określenie faktycznego przełożenie redukcji kosztu pieniądza na tempo wzrostu gospodarczego jest bardzo trudne ex-ante z wielu powodów (m.in. opóźniony i rozłożony w czasie efekt, polityka innych banków centralnych, wysokość inflacji, zmienność stopy oszczędzania). Niemniej wyniki badań NBP z roku 2013 sugerują, że obniżka w skali 50 pb. powinna dać impuls wzrostowy ok. 0.1-0.2 pp. w perspektywie 4 kwartałów.

Podsumowując, w przyszłym roku polska gospodarka będzie wspomagana kombinacją czynników fiskalno-monetarnych, przy czym znaczenie tych pierwszych uznajemy w obecnej sytuacji daleko istotniejsze. Zagrożeniami pozostają: słabość strefy euro oraz nieprzewidywalny konflikt na Wschodzie.

Kraje rozwijające się

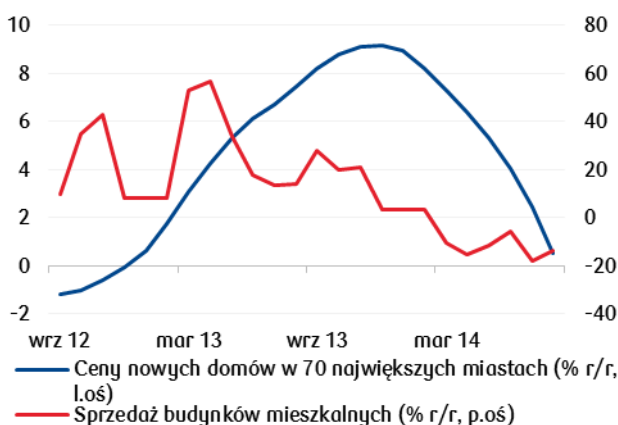
Chińska gospodarka wciąż rozwija się w tempie, którego zdecydowana większość krajów może jedynie pozazdrościć. Niemniej, widać wyraźnie, że wysokie tempo rozwoju osiągnane jest coraz bardziej „na siłę”. Można to dostrzec m.in. analizując przyrost PKB w relacji do przyrostu kredytu. Kolejna jednostka zadłużenia przynosi malejącą wartość dodaną. Zjawisko to ilustruje spadająca produktywność kapitału. Właśnie to zjawisko jest, naszym zdaniem, fundamentalnym zagrożeniem dla chińskiej gospodarki. Nie jest nim natomiast nadmierne zadłużenie ani szybki przyrost zadłużenia, ponieważ przyrost kredytu związany jest ściśle z wysoką stopą oszczędzania. Nie sądzimy również, że wysoki udział inwestycji w PKB stanowi problem sam w sobie. Niemniej, spadek efektywności powiązany jest z tymi zjawiskami. Ogromna skala inwestycji, dokonywanych w dużej części na kredyt przez quasi państwowe wehikuły finansowe, w kraju który nie jest wolny od korupcji i niekompetencji, rodzi ryzyko marnotrawstwa kapitału. Stąd już niedaleko do kryzysu bankowego i konieczności ratowania go przez państwo lub/i wieloletniego załamania na styl japoński.

Rada Polityki Pieniężnej na wrześniowym posiedzeniu de facto zapowiedziała dalsze poluzowanie polityki monetarnej.

Polska gospodarka będzie wspomagana kombinacją czynników fiskalno-monetarnych.

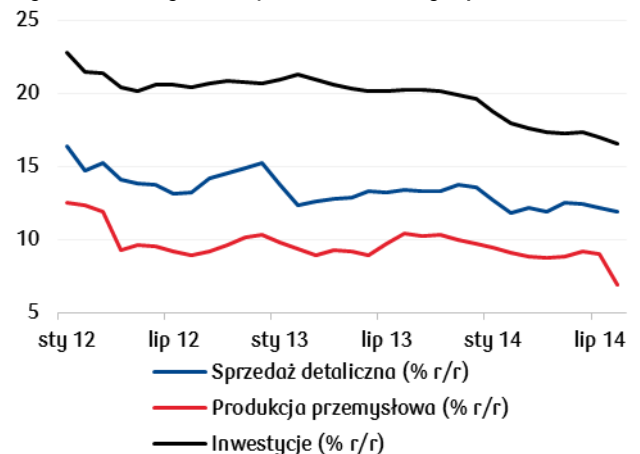
Chiński model gospodarczy wymaga korekty.

Wykres 7. Chiny: bessa na rynku nieruchomości.



Źródło: Bloomberg

Wykres 8. Chiny: słabnąca koniunktura gospodarcza.



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Problem ten dostrzegają władze Chin i dlatego w ubiegłym roku zapowiedziały szereg reform mających na celu zrównoważenie modelu gospodarczego. Starają się jednocześnie nie dopuścić do spadku tempa rozwoju poniżej

wymaganego poziomu. Trzeba mieć na uwadze, że zadowalająca dynamika PKB w przypadku Chin różni się znacznie od oczekiwań kierowanych pod adresem gospodarek rozwiniętych, a nawet większości rozwijających się. W Chinach rosnąca (choć w zdecydowanie niższym tempie niż dawniej) produktywność w połączeniu z postępującą urbanizacją kraju wymaga wysokiego tempa wzrostu aby zapewnić stabilizację na rynku pracy oraz zaspokajać rosnące aspiracje obywateli. Oczywiście precyzyjne jego obliczenie jest niemożliwe, ponieważ znaczenie ma struktura wzrostu (bardziej lub mniej pracochłonne sektory), jak również nie sposób zamodelować reakcji społecznej na określoną sytuację ekonomiczną. Niemniej przybliżone szacunki wskazują, że na obecnym etapie rozwoju Chin potrzebują wzrostu ok. 6-6.5%, aby percepcja kondycji rynku pracy nie pogarszała się.

O tym, że chiński model gospodarczy oparty na inwestycjach (blisko połowa PKB) jest nie do utrzymania wiadomo od dawna. Obecnie ten pogląd jest już na tyle mocno zakorzeniony w głównym nurcie opinii, że z rynkowego punktu widzenia istotniejsze wydaje się pytanie, czy i w jakim stopniu uda się pogodzić transformację ze wzrostem. Jest to bez wątpienia wyzwanie o monumentalnej skali. Chiny są na tyle duże, że zależą od koniunktury w innych krajach, ale w coraz większym stopniu na nią wpływają. Nadwyżka eksportu nad importem wg Banku Światowego wynosi ok. 2% PKB, a gdy rozbijemy to na eksport i import otrzymamy odpowiednio 26% i 24%, co obrazuje znaczenie Chin dla światowego handlu. Dobrą ilustracją zwiększenia obaw o kondycję chińskiej gospodarki jest zachowanie australijskiego dolara. We wrześniu, gdy nasiliły się głosy wskazujące na spowolnienie, AUD spadł w stosunku do dolara amerykańskiego o 6.4%. Część tej deprecjacji spowodowana była globalnym trendem umacniania USD, ale przede wszystkim tym, że ponad połowa eksportu australijskich surowców kierowana jest do Chin (ruda żelaza, węgiel, ropa, miedź, aluminium).

Na pewno Chińczykom byłoby łatwiej przeprowadzić reformy, gdyby gospodarka światowa miała się lepiej. Tymczasem ze znaczących partnerów handlowych Państwa Środka, tylko w USA obserwujemy solidne ożywienie. Europa, Japonia i wiele krajów rozwijających się pogrążonych jest w stagnacji. Najnowsze dostępne dane o globalnej wymianie handlowej wskazują na lekką poprawę koniunktury, ale generalnie trend jest stagnacyjny.

Najistotniejszym źródłem spowolnienia popytu wewnętrznego jest budownictwo, którego znaczenie dla gospodarki jest ogromne. Według Moody's udział szeroko rozumianej branży budowlanej w PKB wynosi 23-25%, co znacznie przekracza analogiczne wskaźniki w innych krajach nawet u szczytu nieruchomościowej hossy. Tymczasem z powodu nadpodaży oraz celowych działań władz nakierowanych na kontrolowane schłodzenie rynku, ceny domów spadają w szybkim tempie. Spadki w największych 70 miastach przyspieszyły do 1.15% w sierpniu z 0.93% w lipcu sprowadzając roczną dynamikę w pobliże zera (0.5%). Jednocześnie spadek r/r powierzchni sprzedanej wyniósł ponad 13%, co oznacza poprawę w stosunku do lipca kiedy to sprzedaż zanurkowała o 18% r/r. Według nieoficjalnych informacji, bank centralny zwrócił się do największych pożyczkodawców, aby ci rozluźnili warunki udzielania kredytów hipotecznych. Złagodzone zostały ponadto restrykcyjne warunki dla zakupu drugich domów i mieszkań. Dotychczas nabywca posiadający już jedną nieruchomość musiał zapłacić z góry 60% ceny kolejnej oraz płacić wysokie odsetki od kredytu (marża minimum 10 pp ponad stopę benchmarkową).

Dotychczasowe działania stymulacyjne koncentrowały się na pobudzeniu przepływu kredytu, który zaczął w niepokojąco szybkim tempie spowalniać. W kwietniu bank centralny podjął próbę dedykowanego poluzowania warunków finansowania. Obniżona została stopa rezerwy obowiązkowej z

Pogodzenie reform z utrzymaniem wysokiego tempa wzrostu będzie bardzo trudne.

Ilustracją rosnących obaw o kondycję chińskiej gospodarki jest deprecjacja australijskiego dolara.

Największym wyzwaniem jest kontrolowane schłodzenie branży budowlano-deweloperskiej.

Bank centralny zdecydował się na miejscowe rozluźnienie warunków finansowania.

uprzywilejowaniem banków pożyczających małym przedsiębiorstwom oraz finansujących sektor rolniczy. We wrześniu zaś bank centralny wpompował w rynek równowartość 80 mld \$ w postaci pożyczek dla 5 największych banków, dokonał dalszej redukcji stopy rezerwy obowiązkowej dla mniejszych banków oraz rozluźnił wymagania odnośnie wskaźnika kredyty/depozyty, co daje więcej swobody przy udzielaniu kredytów.

Stało się jasne, że jeśli Chiny chcą utrzymać wzrost co najmniej na poziomie 7% muszą zdecydować się na działania stymulacyjne, co z kolei opóźnia reformowanie kraju. Zasadne jest więc pytanie, ile spowolnienia decydenci są w stanie zaakceptować? Naszym zdaniem, decyzje polityczne będą zmierzały w kierunku zaakceptowania niższego tempa wzrostu PKB. Przypomnijmy, że przyjęty w 2012 roku 10-letni plan gospodarczy zakładał podwojenie realnego PKB w latach 2011-2020, co przy skumulowanym wzroście w latach 2011-2014 ok. 36% wymaga średnio 6,7%-owego tempa wzrostu do końca obecnej dekady. Osiągnięcie takiej dynamiki będzie bardzo trudne bez korekty obecnej polityki ekonomicznej w kierunku większej stymulacji gospodarki.

Najprawdopodobniej będzie kontynuowany pomysł selektywnej obniżki rezerw obowiązkowych, tak aby kredyt był łatwiej dostępny dla małych i średnich przedsiębiorstw. Proste poluzowanie monetarne raczej nie wchodzi w grę, gdyż groziłoby ponownym rozgrzaniem rynku nieruchomości, czego władze bardzo chcą uniknąć. Niemniej pewna redukcja stopy benchmarkowej wydaje się nieunikniona, zwłaszcza w kontekście słabnącej presji inflacyjnej CPI i permanentnej deflacji PPI.

Podtrzymujemy scenariusz miękkiego lądowania chińskiej gospodarki. Uważamy, że władze Chin posiadają narzędzia i wolę ich użycia aby kontrolować tempo spowolnienia. Sądzymy jednak, że podobnie jak w latach poprzednich rynkowe oczekiwania dynamiki PKB (obecny konsensus na 2015 wg. Bloomberg'a wynosi 7.05%) są zbyt optymistyczne. Naszym zdaniem władze zaakceptują tempo wzrostu w przedziale 6-7% w nadchodzących latach i do niego dostosują swoją politykę.

Słabość gospodarek krajów rozwijających nie ogranicza się oczywiście do Chin. W poprzednich edycjach kwartalnika opisywaliśmy problemy Rosji i Brazylii, krajów które łącznie tworzą 6% światowego PKB.

Obecne kłopoty Rosji wynikają z konsekwencji konfliktu z Ukrainą (sankcje krajów zachodnich) oraz silnej przeceny surowców energetycznych. Źródła problemu są oczywiście głębsze i odnoszą się do bardzo niskiej efektywności gospodarki spowodowanej jej niedoinwestowaniem i złą alokacją kapitału (m.in. z powodu korupcji). Prognozy dla Rosji nie są optymistyczne. Wszystko wskazuje na to, że w drugiej połowie roku doświadczy ona recesji, która sprowadzi całoroczny wzrost w okolice zera przy wysokiej inflacji przekraczającej 7%. Przyszły rok będzie najprawdopodobniej kontynuacją zjawisk stagflacyjnych, przy czym należy pamiętać, że prognozy dla Rosji w obliczu konfliktu z Ukrainą są obciążone wysokim ryzykiem.

Kłopoty Brazylii mają bardziej skomplikowane podłoże i są dobrą ilustracją popełnionych grzechów oraz wyzwiań przed którymi stoją kraje rozwijające się. Brak inwestycji powodujący spadek konkurencyjności maskowany wysoką konsumpcją napędzaną długiem publicznym i prywatnym (w dużej części zaciągany w obcych walutach) podmył fundamenty brazylijskiej gospodarki. Spadki surowców w połączeniu z perspektywą normalizacji polityki pieniężnej w USA bezlitośnie obnażyły błędy krótkowzrocznej polityki gospodarczej. Sytuację pogarszają problemy ważnego partnera handlowego – Argentyny. Na jesieni Brazylijczycy idą do urn, aby wybrać prezydenta na kolejne 4 lata. Realne szanse na elekcję ma Marina Silva, z którą rynki finansowe wiążą nadzieje na pozytywną zmianę w stosunku do nieudanych rządów Dilmey Rousseff.

Ile spowolnienia są w stanie zaakceptować chińskie władze jako koszt zreformowania gospodarki?

Podtrzymujemy scenariusz miękkiego lądowania chińskiej gospodarki.

Kłopoty przeżywa wiele krajów rozwijających się...

m.in. Rosja...

... i Brazylia.

USA

Znaczenie USA jako dominującego uczestnika światowej wymiany handlowej i przepływów kapitałowych dla globalnej gospodarki, a w jeszcze większym stopniu dla rynków finansowych trudno przecenić. Uwaga rynków koncentruje się więc zarówno na aktywności gospodarczej jak i perspektywach polityki monetarnej.

Spoglądając na perspektywę wzrostu w USA zwykle zaczynamy od konsumpcji prywatnej, która odpowiada za ponad dwie trzecie zagregowanego popytu w gospodarce. Wydatki konsumpcyjne są ściśle powiązane z przychodami gospodarstw domowych (nakłada się na to stopa oszczędzania). Sprzyja im postępująca poprawa na rynku pracy (bezrobocie spadło do 6.1%). Bez wątplenia łatwiej zdobyć zatrudnienie, ale wciąż wolno rosną zarobki. Owoce odbicia gospodarczego i akomodacyjnej polityki Fed zebrały przede wszystkim firmy, a za ich pośrednictwem właściciele akcji. Zwiększyło to nierównowagę dochodów. Według danych Survey of Consumer Finance, roczny dochód przeciętnego gospodarstwa domowego obniżył się w latach 2007-2013 realnie o 12%, a co ciekawe nawet w latach porecesyjnych, tj. 2010-2013, spadł on realnie o 5%. Ma to niebagatelne znaczenie, gdyż najwyższą skłonność do konsumpcji przejawiają uboższe i średnio zamożne warstwy społeczne, podczas gdy bogatsi większość dochodu odkładają.

Konsumpcję wspomaga efekt majątkowy, ale jest on obecny od dłuższego czasu. Hossa na giełdach trwa od marca 2009 (wzrost S&P500 o 190%), a ostatnia korekta o skali przekraczającej 10% miała miejsce trzy lata temu. Dobra koniunktura utrzymuje się również na rynku nieruchomości. Ceny rosną w zasadzie nieprzerwanie od marca 2012 (wzrost indeksu Case Schiller20 o 28%).

Wydatki konsumenckie wspomaga kredyt konsumpcyjny, rosnący w tempie „przedkryzysowym” (7% r/r) dzięki poprawie na rynku pracy i niskim stopom procentowym.

W punktu widzenia amerykańskiego konsumenta bardzo ważna jest taniejąca ropa (WTI spadła w III kwartale o 13%, a w bieżącym roku o 7%). Dzięki niskim podatkom, cena surowca w dużym stopniu przekłada się na cenę detaliczną benzyny i oleju napędowego.

Rynki uważnie obserwują gospodarkę USA i politykę Fed.

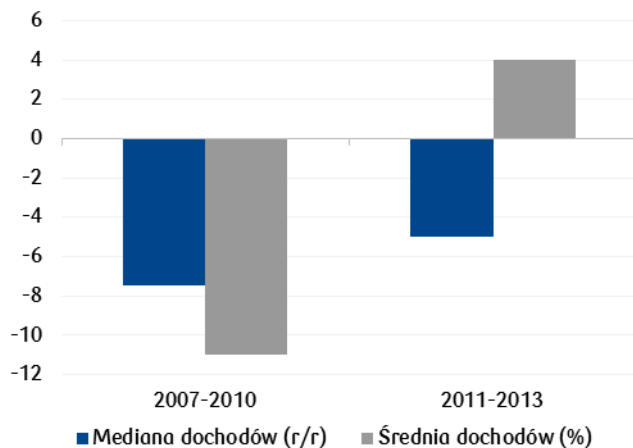
Perspektywy amerykańskiej konsumpcji są dobre dzięki poprawie na rynku pracy ...

... oraz efektowi majątkowemu...

... i ożywieniu na rynku kredytowym.

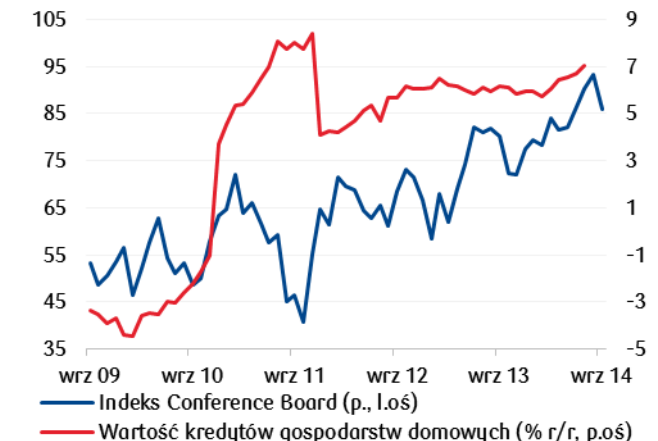
Pomaga też taniejąca ropa.

Wykres 9. USA: ewolucja dochodów gospodarstw domowych.



Źródło: Fed, Survey of Consumer Finances

Wykres 10. USA: dobre perspektywy konsumpcji.



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Poza konsumpcją, z optymizmem można spojrzeć również na inwestycje. Dane na temat zamówień dóbr kapitałowych oraz ankiety wśród przedsiębiorców sugerują odbicie w wydatkach inwestycyjnych.

Czego więc należy się spodziewać po Rezerwie Federalnej przy opisanych wyżej perspektywach gospodarczych? Ciekawe wnioski można wyciągnąć po wrześniowym posiedzeniu Komitetu Otwartego Rynku. Komunikat, zawierający prognozy poszczególnych członków komitetu odnośnie stóp procentowych brzmiał dość jastrzębio. Jednak na konferencji prasowej prezes Yellen zrobiła wiele aby zneutralizować jego wagę. Najwyraźniej bardziej obawia się ona przedwczesnego niż spóźnionego naciśnięcia hamulca. Nie dziwimy się temu podejściu. Pomimo, że USA cieszą się obecnie z jednego z najdłuższych okresów ekspansji gospodarczej (19 kwartałów w ujęciu r/r), to jednak odbicie po gwałtownej recesji 2009 roku jest płytkie jak na historyczne standardy. Gospodarka wprawdzie przekroczyła poziom nominalnego i realnego PKB z roku 2008 (również liczba zatrudnionych w sektorze pozarolniczym – 139 mln - jest wyższa o 1 mln od poprzedniego szczytu na przełomie 2007/2008), to patrząc na wieloletni trend wciąż do zamknięcia jest luka popytowa, którą Congressional Budget Office szacuje na ok. 4% PKB. Największym ryzykiem zbyt późnej normalizacji stóp procentowych z punktu widzenia równowagi makroekonomicznej jest oczywiście skok inflacji znacznie ponad cel banku centralnego (2%). Jednak gdy spojrzymy na szereg trendów w gospodarce globalnej (m.in. zahamowanie boomu kredytowego spowodowane wysokim zadłużeniem w państwach rozwiniętych, przeinwestowanie w moce produkcyjne przemysłu chińskiego, nadmiernie rozbudowane moce wydobywcze w surowcach, wysokie bezrobocie w Europie), jak i samej amerykańskiej (niska dynamika płac) widzimy, że ryzyko wymknięcia się cen spod kontroli jest umiarkowane.

Należy również pamiętać, że Fed nie działa w próżni. Europejski Bank Centralny (również Bank Japonii) jest nie tylko daleki od rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, ale nie zakończył nawet procesu jej łagodzenia, którego jednym z celów jest osłabienie euro. Trudna nam sobie wyobrazić, aby Fed beztrąsko patrzył na dalsze umocnienie dolara, który w minionym kwartale zyskał w stosunku do euro 8%, podobnie jak indeks DXY mierzący zmianę dolara względem koszyka walut (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK CHF). Co prawda eksport USA stanowi równowartość tylko ok. 14% PKB, ale ponad 30% przychodów amerykańskich spółek (S&P500) pochodzi z zagranicznych rynków. Tak więc wpływ, poprzez efekt majątkowy mógłby okazać się daleko ważniejszy niż sugeruje to struktura PKB.

Uważamy ponadto, że choć Fed kieruje się interesem amerykańskiej gospodarki, to jednak nie może abstrahować od skutków swojej polityki dla innych krajów, zwłaszcza rozwijających się. Światowa gospodarka jest na tyle skomplikowanym organizmem, na który składają się ekspozycje realne i finansowe poszczególnych krajów i bloków ekonomicznych względem siebie, że załamania na rynkach wschodzących spowodowane zbyt radykalną zmianą polityki Stanów Zjednoczonych, mogłyby zagrozić im samym.

W bieżącym kwartale w orbitę zainteresowań inwestorów może powrócić amerykańska polityka wewnętrzna. W listopadzie odbędą się cząstkowe wybory do Kongresu (co dwa lata weryfikacji wyborców poddawana jest 1/3 miejsc w Senacie i cała Izba Reprezentantów). Obecnie Demokraci kontrolują Białą Dom (prezydent Obama) i Senat, zaś w Izbie Reprezentantów większość mają Republikanie. Jest to istotne, ponieważ w amerykańskim procesie legislacyjnym znaczenie prezydenta oraz obu izb Kongresu jest podobne. Dlatego właśnie w ostatnich latach doszło do kilku bardzo ostrych kryzysów, gdyż żadna ze stron nie chciała ustąpić ze stanowiska, posiadając moc blokującą. W latach 2011 i 2013 próbę sił wygrali Demokraci, umiejętnie

Nadchodzi odbicie w inwestycjach.

Fed nie spieszy się z zaostrzeniem polityki pieniężnej, gdyż wciąż widzi rezerwy w gospodarce amerykańskiej...

... oraz bierze pod uwagę złożoność globalnej sytuacji makroekonomicznej.

W orbitę zainteresowań inwestorów może powrócić amerykańska polityka wewnętrzna.

przedstawiając opinii publicznej Republikanów jako skostniałych dogmatyków oderwanych od realnych problemów obywateli. Obecnie jednak sytuacja wygląda nieco inaczej. Mimo poprawy wskaźników gospodarczych, przeciętni Amerykanie nie odczuwają ożywienia w swoich kieszeniach. O rozczarowaniu polityką prezydenta Obamy może nawet lepiej niż sondaże, świadczy to, że kandydaci Demokratów w nadchodzących wyborach nie chcą korzystać z jego poparcia. Wiele wskazuje na to, że taktyką Republikanów będzie przekształcenie wyborów (mających w tradycji USA w dużym stopniu lokalny charakter) w rodzaj plebiscytu poparcia lub dezapobaty wobec urzędującego prezydenta. To czy ich strategia przyniesie sukces (tzn. zdobędą większość w Senacie, bo ze względu na specyficzny podział okręgów wyborczych, utrzymanie przez nich przewagi w Izbie Reprezentantów graniczy z pewnością) okaże się już wkrótce. Ewentualny sukces Republikanów zaostrzy walkę polityczną przed wyborami prezydenckimi w 2016 roku. Poparcie w wyborach do Kongresu, w których w dwóch ostatnich rozdaniach tracili grunt, może ich zachęcić do obrania konfrontacyjnego kursu. Jest bardzo prawdopodobne, że opanowany przez Republikanów Kongres będzie chciał podważyć flagową reformę Obamy (ubezpieczeniową) lub/i wprowadzić oszczędności budżetowe. Oczywiście prezydent ma prawo weta, ale wówczas on również przez dwa lata nie będzie w stanie przeforsować żadnej istotnej inicjatywy. Podobna sytuacja miała miejsce podczas dwóch ostatnich lat urzędowania prezydenta Clintona. Wówczas żartowano, że jedynym praktycznym jego osiągnięciem była poprawa techniki uderzeń golfowych.

Podsumowując, spodziewamy się kontynuacji ożywienia gospodarczego w USA w nadchodzących kwartałach w tempie ok. 3% i bardzo ostrożnej, rozłożonej na długi czas, normalizacji polityki pieniężnej Fed.

Czynniki rynkowe

Fed vs. EBC & BoJ

Co najmniej od połowy 2013 roku, jedno z najczęściej zadawanych pytań, jakie stawiają sobie inwestorzy na rynkach wschodzących brzmi jak zniósł one normalizację stóp procentowych w USA. Po raz kolejny wypada powtórzyć, że istnieją fundamentalne różnice między poszczególnymi krajami, a w konsekwencji mają one różną wrażliwość na trudniejszy dostęp do zewnętrznego finansowania. Nie można też zapominać, że proces normalizacji amerykańskiej polityki pieniężnej postępuje de facto od połowy 2013 roku, ponieważ już samo zasygnalizowanie jej korekty wpłynęło na kształt krzywych rentowności papierów dłużnych i zmieniło perspektywę inwestorów odnośnie wszystkich rodzajów aktywów. Ponadto, od stycznia mamy do czynienia z systematycznym wygaszaniem programu skupu aktywów, który jest praktycznie na wyczerpaniu. Tak więc, rynki wschodzące już od ponad roku muszą mierzyć się z tym problemem co powoduje, że część dostosowania (w niektórych przypadkach bardzo bolesnego) mają już za sobą. Największe wyzwania stoją przed krajami z wysokimi deficytami na rachunkach obrotów bieżących, finansowanymi kapitałem portfelowym. Polska nie należy do tej kategorii, choć wysoki udział zadłużenia (publicznego i prywatnego) w walutach obcych zwiększa uzależnienie od koniunktury na międzynarodowych rynkach finansowych. Trzeba również mieć na uwadze, że ocena wrażliwości dokonywana na podstawie statycznych wskaźników bywa bardzo zawodna, gdyż nie potrafią one uchwycić szeregu innych czynników stanowiących o faktycznej odporności danej gospodarki na zewnętrzne szoki (m.in. kierunek ewolucji parametrów gospodarczych, zdolność adaptacyjna).

Inwestorzy bardzo obawiają się wpływu normalizacji polityki pieniężnej na rynki wschodzące.

W kontekście nieuchronnej normalizacji polityki pieniężnej w USA należy wspomnieć, że ubytek płynności spowodowany zakończeniem amerykańskiego QE może zostać zrekomensowany przez EBC i Bank Japonii. Prezes Draghi

odgraża się, że zwiększy bilans banku o bilion euro, a Japończycy „drukują” 50 mld dolarów miesięcznie i w przyszłym roku raczej zwiększą niż zmniejszą tę kwotę. Oczywiście japońskie QE ma mniejszy wpływ na światowe rynki niż amerykańskie ze względu na niechęć tamtejszych inwestorów do inwestowania zagranicą i generalnie mniejsze znaczenie Kraju Kwitnącej Wiśni w światowym systemie finansowym. Jak wpłynie na rynki ewentualne luzowanie ilościowe EBC dopiero się okaże, jednak zasadna wydaje się teza, że rynkom takim jak polski (będącym poza strefą, ale silnie z nią powiązaną) powinna pomóc.

Podsumowując, doceniamy, ale nie przeceniamy wyzwań związanych z normalizacją polityki pieniężnej w USA. Sądzymy, że proces ten będzie łagodny i długotrwały, a jego wpływ neutralizowany przez co najmniej 2015 rok przez EBC i Bank Japonii.

Przepływy na rynek akcji.

Niskie nominalne stopy procentowe powinny skłaniać oszczędzających do przesuwania środków z bezpiecznych instrumentów (lokata, obligacji) w bardziej ryzykowne, czyli m.in. w akcje w celu poszukiwania wyższej stopy zwrotu. Sądzymy, że zjawisko takie będzie miało miejsce, ale nie w skali, która istotnie wpłynie na koniunkturę giełdową.

Po pierwsze, choć nominalne stopy procentowe są na historycznie najniższym poziomie, to w ujęciu realnym są najwyższe od 7 lat. Zobaczymy w jakim czasie i jakiej skali Rada Polityki Pieniężnej dokona korekty. Redukcja stopy referencyjnej przełoży się bardzo szybko na oprocentowanie lokat oferowanych przez banki. To właśnie bezpośrednio po takim dostosowaniu oszczędzający odczuwają największy dyskomfort z powodu niższego oprocentowania. Z czasem jednak większość z nich oswaja się z nowymi poziomami, zwłaszcza gdy realny zwrot jest wciąż pozytywny (RPP deklaruje chęć utrzymywania realnie dodatnich stóp procentowych). Po drugie, akcje nie są jedyną alternatywą inwestycyjną. Część środków z powodu malejącego oprocentowania zostanie zapewne przeznaczona na konsumpcję. Konkurencją dla akcji wśród zamożniejszych inwestorów może być ponadto rynek nieruchomości. Po trzecie, posiadacze obligacji i uczestnicy dłużnych funduszy inwestycyjnych (z wyjątkiem pieniężnych) zanotowali w tym roku solidne zyski (średnio ok. 5% do końca września). Stało się tak dzięki silnemu spadkowi rynkowych stóp procentowych. Praktyka pokazuje, że historyczna stopa zwrotu jest wciąż ważną przesłanką przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, nawet jeśli takie podejście ma wątpliwe uzasadnienie. Znaczący przepływ do funduszy akcyjnych wymagać będzie albo długotrwałej nadwyżki stóp zwrotu z akcji nad obligacjami albo aktywnej postawy doradców. Ci zaś po przykrych doświadczeniach z przeszłości nie są chętni do promowania agresywnych strategii inwestycyjnych. Po czwarte, na sposób oszczędzania wpływają również nastroje. Te, z jednej strony, powinny się poprawiać dzięki solidnemu wzrostowi gospodarczemu w Polsce, ale z drugiej strony skomplikowana sytuacja geopolityczna skłania do ostrożności.

Z punktu widzenia potencjalnego popytu na akcje warto zwrócić uwagę na nieco lepszy od oczekiwań wynik zapisów do OFE w związku z reformą II filara ubezpieczeń społecznych. Oznacza to, że wbrew obawom, przez najbliższych kilka lat fundusze nie będą musiały upłynniać akcji z powodu negatywnych przepływów pieniężnych, w wręcz przeciwnie – będą dysponowały nowymi środkami do zainwestowania.

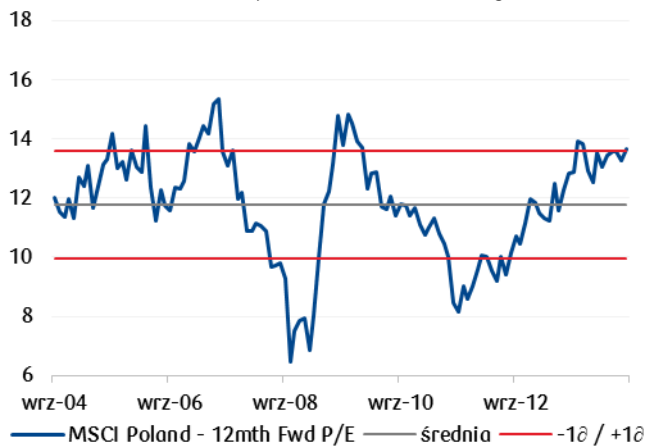
Fed kończy QE i przymierza się do podwyżek stóp, ale Bank Japonii i EBC zwiększają ekspansywność polityki pieniężnej.

Naszym zdaniem nie należy liczyć na duże przepływy do funduszy akcyjnych w związku z obniżkami stóp procentowych.

Nieźły wynik zapisów do OFE zapewni im pozytywne przepływy finansowe jeszcze przez kilka lat.

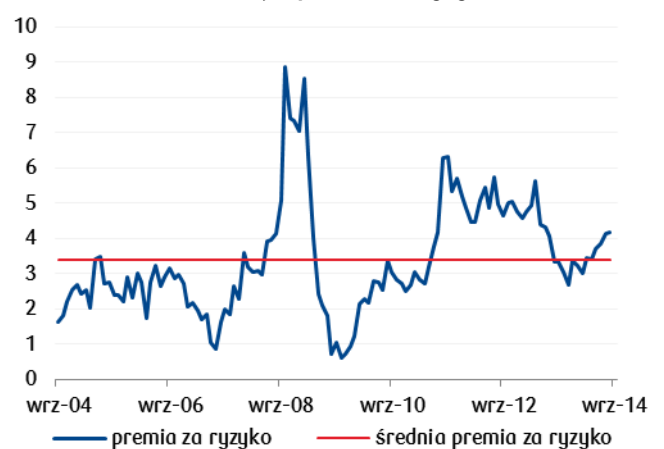
Wyceny

Wykres 11. Polskie akcje: wskaźnik Cena/Zysk.



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Wykres 12. Polskie akcje: premia za ryzyko.



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Mnożniki wycen polskich spółek znajdują się na wymagających poziomach jeśli spojrzymy na nie z historycznej perspektywy. Solidne tempo wzrostu gospodarczego powinno przełożyć się na poprawę zysków polskich spółek (EPS w 2015 urośnie o 7-10%), ale uwzględniający to wskaźnik 12m C/Z jest wysoki (ok. 14). Niskie rynkowe stopy procentowe sprawiają, że premia za ryzyko (prezentowana przez nas jako różnica wskaźnika Zysk/Cena i rentowności 10-letnich obligacji) pozostaje powyżej wieloletniej średniej sugerując brak przewartościowania akcji.

Uważamy, że do końca roku na GPW będzie dominował trend boczny. Rynek zdyskontował już planowane obniżki stóp procentowych, a IV kwartał może okazać się zbyt wczesny, aby inwestorzy pozbyli się obaw o przyszłoroczny wzrost gospodarczy, w szczególności w obliczu nieprzewidywalnej sytuacji na Wschodzie. Cieniem na światowych rynkach kłaść się będzie trudna sytuacja geopolityczna oraz kłopoty krajów rozwijających się związane ze spowolnieniem w Chinach i normalizacją polityki pieniężnej w USA.

Prognozujemy, że indeks WIG zakończy rok na poziomie 55 tys. pkt. Oznacza to podtrzymanie naszej całorocznej prognozy zaprezentowanej w grudniu 2013 (Kwartalnik Rynkowy z 19.12.2013).

Mnożniki rynkowe znajdują się na wysokich poziomach, ale wyższa od wieloletniej średniej premia za ryzyko wskazuje że rynek nie jest przewartościowany.

Prognozujemy poziom WIG na koniec roku 55 tys. pkt.

BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Konrad Soszyński

t: 22 521 61 94

konrad.soszynski@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Joanna Bachert

t: 22 521 41 16

joanna.bachert@pkobp.pl

Jarosław Kosaty

t: 22 521 65 85

jaroslaw.kosaty@pkobp.pl

Analizy Ilościowe

Artur Płuska

t: 22 521 50 46

artur.pluska@pkobp.pl

DEPARTAMENT SKARBU

Zespół Klienta Strategicznego:

t: 22 521 76 43

t: 22 521 76 50

Zespół Klienta Korporacyjnego:

t: 22 521 76 35

t: 22 521 76 37

Zespół Klienta Detalicznego:

t: 22 521 76 27

t: 22 521 76 31

Institucje finansowe:

t: 22 521 76 25

t: 22 521 76 26

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. PKO BP SA dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. PKO BP SA nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa; Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; Kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.