



Bank Polski

## Chiński syndrom?



### RYNEK STOPY PROCENTOWEJ

W IV kw. 2015 r. spodziewamy się niewielkiego wzrostu rentowności polskich obligacji skarbowych. Zakładamy, że w sektorze 2-letnim utrzymają się one na poziomie 1,80%, natomiast w 5-letnim wzrosną do 2,50% i w 10-letnim do 3,00%. Za lekką przeceną papierów przemawia oczekiwany wzrost ścieżki inflacyjnej w kolejnych miesiącach i utrzymujące się względnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego w Polsce, znaczący wzrost podaży obligacji skarbowych na rynku pierwotnym.

Na rynkach bazowych dochodowości US Treasuries będą utrzymywać się w lekkim trendzie wzrostowym, w oczekiwaniu na grudniowe posiedzenie amerykańskiego banku centralnego, na którym może zapaść decyzja o rozpoczęciu cyklu zaostrzania polityki pieniężnej. Prognozujemy, że w sektorze 10-letnim wzrosną one do 2,20%, co będzie również ciężać na wyliczenie polskich obligacji skarbowych. Z kolei w strefie euro zakładamy, że w najbliższych miesiącach będą utrzymywać się spekulacje nt. ewentualnego rozszerzenia QE. Będą one hamować potencjalne wzrosty rentowności Bundów, które w sektorze 10-letnim osiągną poziom 0,70%.

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

### RYNEK WALUTOWY

Spodziewamy się, że do końca IV kwartału kurs EUR/USD spadnie do 1,10 a EUR/PLN wzrośnie do 4,27.

Nasze prognozy wynikają ze wskazań naszych modeli ekonometrycznych oraz następujących założeń dodatkowych:

- Sytuacja na rynku EUR/USD zależy od oczekiwań na podwyżki stóp w USA, gdyż ekspansja ilościowa EBC została na tym rynku już zdyskontowana i nie ma większego wpływu na notowania EUR/USD. Nie spodziewamy się, aby jeszcze w 2015 roku EBC zamierzał rozszerzyć dotychczasowy program ekspansji ilościowej.
- Rynek EUR/PLN do końca 2015 roku pozostanie pod wpływem oczekiwań na dalsze spowolnienie w Chinach oraz pierwsze od lat podwyżki stóp w USA, których spodziewamy się w grudniu.

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

### RYNEK AKCJI

Gospodarki krajów rozwiniętych wróciły na ścieżkę umiarkowanego wzrostu, ale ogólny obraz psuje słabość krajów rozwijających się, które przechodzą bolesną transformację swoich modeli ekonomicznych w związku ze spadkiem cen surowców i trudniejszym dostępem do finansowania. Spowolnienie w Chinach stanowi największe zagrożenie dla eksporterów surowców i krajów Azji Pd-Wsch., ale pośrednio uderza także w kraje rozwinięte poprzez handel, rynki finansowe i nastroje.

Polska gospodarka jest w dobrej kondycji, jednak rynek pozostaje w cieniu polityki, która ma istotny wpływ na wiele ważnych spółek. Spodziewamy się złagodzenia retoryki po wyborach co powinno dać oddech giełdzie. Prognozujemy indeks WIG na koniec roku na poziomie 53 tys. pkt.

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

## RYNEK STOPY PROCENTOWEJ

Spodziewamy się, że do końca 2015 r. krzywa dochodowości polskich obligacji skarbowych przesunie się lekko w górę. Prognozujemy, że w sektorze 2-letnim rentowności pozostaną w okolicy 1,80%, a w 5-letnim wzrosną do 2,50% i w 10-letnim do 3,00%, powodując lekkie rozszerzenie spreadu 2Y10Y. Za lekką przeceną papierów przemawia oczekiwany wzrost inflacji w kolejnych miesiącach i utrzymujące się względnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego w Polsce, a także wzrosty rentowności na rynkach bazowych w oczekiwaniu na podwyżki stóp w USA.

W 2016 r. prognozujemy dalsze wzrosty rentowności zarówno na krótkim jak i dłuższym końcu krzywej. Prognozujemy, że w sektorze 2-letnim rentowności wzrosną do 2,00%, w 5-letnim do 2,65% i w 10-letnim do 3,30%.

W bazowym scenariuszu zakładamy, że stopa referencyjna NBP pozostanie na poziomie 1,50% przynajmniej do końca 2016 r. Tym samym uważamy, że obligacje o krótkich terminach wykupu są przewartościowane, dyskontując scenariusz poluzowania polityki pieniężnej w Polsce. Urealnienie wycen powinno nastąpić w IV kwartale wraz ze wzrostem inflacji.

Zakładamy, że rentowności US Treasuries w IV kw. 2015 r. wzrosną w sektorze 2-letnim do 0,85% i 10-letnim do 2,20%. Głównym motorem przeceny Treasuries będą oczekiwania odnośnie zbliżającej się „normalizacji” polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się podwyżka stóp w grudniu, niemniej nie można wykluczyć, że ze względu na niepewną sytuację globalną, aprecjacje dolara i niską inflację Fed po raz kolejny odsunie decyzję w czasie.

Strefa euro pozostawać będzie pod wpływem spekulacji nt. możliwego rozszerzenia QE. Z tego powodu do końca 2015 r. zakładamy, że rentowności niemieckich Bundów w 2-letnim sektorze wzrosną do -0,20%, natomiast w 10-letnim do jedynie 0,7%. Rozbieżne oczekiwania w Europie i w Stanach Zjednoczonych powinny skutkować rozszerzeniem się spreadu pomiędzy rentownościami papierów amerykańskich a niemieckich.

Krajowemu rynkowi długu będzie ciężyć wyższa podaż papierów skarbowych, oddziałująca w kierunku rozszerzania się asset swap spreadów. We wrześniu Ministerstwo Finansów ogłosiło założenia ustawy budżetowej na 2016 r., przewidujące znaczący wzrost deficytu budżetowego i potrzeb pożyczkowych brutto. Poza samym wzrostem wartości emisji papierów skarbowych negatywny wpływ na wyceny będzie miała ich większa koncentracja na dłuższym końcu krzywej i w segmencie papierów o zmiennym kuponie.

### Podsumowanie III kwartału 2015 r.

W III kwartale 2015 r. NBP utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, jednocześnie cały czas sygnalizując, że oczekuje stabilizacji polityki pieniężnej przynajmniej do końca roku. Mimo tych deklaracji na rynku instrumentów pochodnych inwestorzy zaczęli dyskutować ryzyko poluzowania polityki pieniężnej w I połowie 2016 r. We wrześniu kontrakty FRA9x12 spadły w okolice 1,50%, co oznacza, że prawdopodobieństwo cięcia stóp procentowych o 25 pb przewyższało 50%. Chociaż taki scenariusz ma małe prawdopodobieństwo realizacji, to jednak wspierały go utrzymująca się w Polsce deflacja, a także publikowane słabsze od oczekiwań dane makroekonomiczne. Tempo wzrostu PKB w II kw. okazało się znacznie niższe od prognoz i wyniosło zaledwie 3,3% r/r wobec oczekiwanych 3,6%. Dodatkowo publikowane później sierpniowe dane nt. produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej również zaskoczyły niższą dynamikę generując presję w kierunku korekty w dół prognoz na II półrocze 2015 r., które według wcześniejszych prognoz rynkowych miało przynieść wyraźniejsze odbicie PKB (nawet do 4,0%).

Rynek FRA zaczął wierzyć w obniżkę stóp procentowych w Polsce.

W III kwartale 2015 r. obserwowaliśmy kontynuację spadku płynności sektora bankowego w Polsce. Zagregowana nadpłynność systemu mierzona wielkością emisji bonów pieniężnych NBP kształtowała się średnio w II kwartale na poziomie 89,1 mld PLN. Dla porównania w III kwartale średnia wartość „żyjących” emisji bonów pieniężnych spadła do 82,2 mld PLN.

Spada nadpłynność sektora bankowego w Polsce. W efekcie widać lekką presję na wzrost oprocentowania depozytów O/N.

Wspomniany spadek nadpłynności systemu bankowego tworzył lekką presję na wzrost oprocentowania najkrótszych depozytów. Według danych banku centralnego w II kw. 2015 r. POLONIA utrzymywała się średnio 8 pb poniżej stopy referencyjnej NBP. Dla porównania w III kw. br. oprocentowanie jednodniowych depozytów kształtowało się już tylko 4 pb poniżej stopy repo. Oznacza to, że bank centralny w pełni kontrolował poprzez prowadzone operacje otwartego rynku krótki koniec krzywej, niemniej niższa płynność doprowadziła do lekkiego wzrostu kosztu finansowania.

W przypadku depozytów o dłuższych terminach zapadalności obserwowaliśmy stabilizację notowań. Stawka WIBOR3M wzrosła nieznacznie o 1 pb do poziomu 1,73%. Podobną stabilizację widać było w terminach od 1M do 1Y. Do końca roku spodziewamy się utrzymania dotychczasowego stanu. Niemniej dostrzegamy ryzyko, że w IV kw. część banków będzie zainteresowana pozyskiwaniem dłuższych depozytów, co mogłoby spowodować niewielką presję na wzrost WIBOR-ów. Nie spodziewamy się jednak silniejszego ruchu, któremu przeciwdziałać będą wspomniane oczekiwania na obniżki stóp procentowych.

W strefie euro i USA w III kw. 2015 r. widać było rozbieżne tendencje. W Europie doszło do spadku stawek depozytowych, czemu sprzyjała polityka EBC (QE, możliwe rozszerzenie programu skupu). LIBOR3M EUR z -0,01% obniżył się do -0,04%. Z kolei w Stanach Zjednoczonych w oczekiwaniu na pierwszą podwyżkę stóp procentowych LIBOR3M USD wzrósł z 0,28% do 0,32%.

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

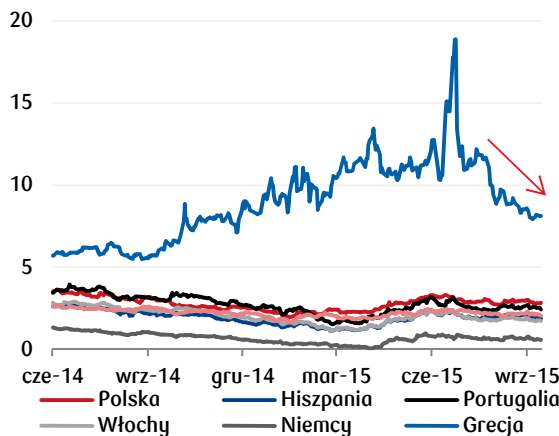
	Średnia: 2003-08	4q12	4q13	4q14	2q15	3q15	4q15P	4q16P
POLONIA	-	4,17	2,55	1,98	1,51	1,60	1,45	1,45
Stopa referencyjna NBP*	5,15	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M	5,42	4,13	2,71	2,06	1,72	1,73	1,70	1,70
LIBOR3M USD	3,30	0,31	0,25	0,26	0,28	0,33	0,60	0,85
LIBOR3M EUR	3,14	0,13	0,27	0,06	-0,01	-0,04	0,00	0,00

\*prognozy stóp procentowych banków centralnych opracował Departament Analiz Ekonomicznych PKO Banku Polskiego;  
Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (30.09.2015)

Notowania instrumentów na krajowym rynku stopy procentowej (szczególnie na dłuższym końcu krzywej) znajdowały się pod presją informacji napływających z rynków bazowych, w tym przede wszystkim ze Stanów Zjednoczonych. Fed zapowiedział, że w 2015 r. zamierza dokonać pierwszej podwyżki stóp procentowych i te oczekiwania wyraźnie ciężyły na wycenie papierów skarbowych, hamując silniejsze spadki rentowności. Z kolei w przeciwną stronę oddziaływały: obawy o przyszłość strefy euro w kontekście negocjowanego programu wsparcia dla Grecji, ryzyko słabszego wzrostu PKB Eurolandu, globalnie niska inflacja będąca efektem spadających cen surowców, a także niepewne perspektywy gospodarki Chin. Dodatkowo rynek długu umocniła wrześniowa decyzja Fed o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (bank centralny wysyłał do inwestorów również bardzo „gołębi” w tonie komentarz). W efekcie rentowności UST 10Y obniżyły się w III kwartale do 2,10% z czerwcowych poziomów bliskich 2,40% (spread 2Y10Y zawężił się również o około 30 pb).

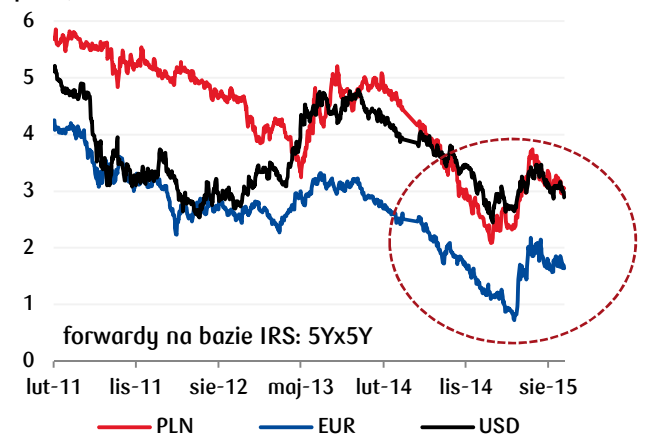
Obawy przed podwyżkami stóp w USA hamowały spadki rentowności obligacji na świecie.

**Wykres 1** Porozumienie zawarte pomiędzy międzynarodowymi wierzycielami a rządem w Grecji ograniczyło ryzyko związane z ewentualnym wyjściem kraju ze strefy euro (%).



Źródło: Thomson Reuters

**Wykres 2** W 2015 r. oczekiwane długoterminowe stopy procentowe w Polsce poruszały się w ramach tych samych trendów, co stopy w USA i w strefie euro. Korelacja z obiema stopami wynosiła +0,91 (na bazie forwardów 5Yx5Y, pkt. proc.).



Źródło: Thomson Reuters

Podobnie jak UST, w III kwartale br. na wartości zyskiwały również niemieckie Bundy. Dla porównania w czerwcu w sektorze 10-letnim ich rentowności kształtowały się blisko 0,80%, podczas gdy pod koniec września spadły poniżej 0,60%. Poza wspomnianymi czynnikami wspierającymi wyceny obligacji na świecie, w Europie dodatkowo odżyły oczekiwania na rozszerzenie skali QE. Niektórzy wskazywali nawet, że taka decyzja zostanie podjęta jeszcze podczas październikowego posiedzenia EBC. Te spekulacje swoimi wypowiedziami podtrzymywali też przedstawiciele EBC, sygnalizując ryzyka po stronie niższej ścieżki PKB i inflacji.

Rynek zaczął wierzyć w rozszerzenie QE w strefie euro.

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

	Średnia: 2003-08	4q12	4q13	4q14	2q15	3q15	4q15P	4q16P
Schatz 2Y	3,54	-0,03	0,20	-0,11	-0,23	-0,25	-0,20	0,00
Bund 5Y	3,84	0,28	0,92	0,01	0,08	-0,01	0,00	0,25
Bund 10Y	4,27	1,30	1,94	0,54	0,77	0,59	0,70	1,00
US Treasury 2Y	3,16	0,25	0,38	0,69	0,64	0,63	0,85	1,10
US Treasury 5Y	3,72	0,71	1,71	1,68	1,64	1,35	1,55	1,90
US Treasury 10Y	4,58	1,70	2,97	2,19	2,35	2,03	2,20	2,60

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (30.09.2015)

W Polsce na dłuższym końcu krzywej wzrosty cen obligacji skarbowych były jeszcze silniej widoczne niż na *core markets*. Poza wspomnianym pozytywnym sentymentem na rynku Bundów i UST, również publikowane w kraju dane makroekonomiczne dawały inwestorom wsparcie. Słabsze od oczekiwań dane nt. PKB w II kwartale, produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej nasiliły spekulacje na obniżki stóp procentowych. W tej sytuacji rentowności 10-letnich obligacji obniżyły się o ponad 45 pb poniżej 2,90%.

Poza *core markets* obligacje wzmocniły też publikowane w kraju słabsze dane makroekonomiczne.

Z kolei na krótkim końcu krzywej stabilizacja polityki pieniężnej NBP i spekulacja na obniżkę stóp sprzyjały lekkiemu spadkowi rentowności. W przypadku 2-letnich papierów oscylowały one blisko poziomowi 1,80% (spadek o 20 pb w relacji do poziomów z czerwca). Efektem tych zmian było wypłaszczenie się krzywej dochodowości.

W III kwartale 2015 r. widać było też silne wzrosty *asset swap* spreadów we wszystkich segmentach rynku, a także notowań kontraktów CDS. W przypadku papierów 10-letnich ASW wzrosły o 10 pb. w okolice 40 pb. Przecenie uległy również obligacje o zmiennym kuponie serii WZ (przykładowo *discount margin* dla WZ0126 wzrósł powyżej 45 pb). Podobnych zmian nie widać było w przypadku innych państw z naszego regionu, co może sugerować znaczący wpływ czynników specyficznych.

Poprawa koniunktury na rynkach bazowych wzmacniała popyt na polskie obligacje ze strony inwestorów zagranicznych. Co jednak ciekawe w tym roku, inwestorzy amerykańscy i europejscy generalnie redukowali ekspozycje w Polsce, a ich miejsce zajmowali inwestorzy z Azji. Podobnie jak w poprzednich miesiącach na większości aukcji mieliśmy do czynienia z umiarkowanym popytem. Mimo, że sytuacja na rynku pierwotnym nie była najlepsza, to Ministerstwo Finansów sfinansowało po wrześniu blisko 90% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Tym samym bardzo prawdopodobny wydaje się scenariusz zakończenia finansowania potrzeb pożyczkowych w październiku.

Poprawa nastrojów na świecie zwiększyła zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskimi obligacjami.

Z kolei negatywnie na wyceny papierów skarbowych mogły oddziaływać m.in. pojawiające się przed wyborami parlamentarnymi pomysły uderzające w system finansowy. Przykładem może być plan wsparcia klientów banków, którzy zaciągnęli kredyty hipoteczne w CHF, czy pomysł nałożenia dodatkowych obciążeń podatkowych na sektor bankowy. Na wycenach obligacji ciążyła też zapowiedź Ministerstwa Finansów wzrostu deficytu budżetowego w 2016 r., a także będący konsekwencją tej decyzji wzrost przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto w 2016 r. W praktyce oznacza to, że średnia miesięczna wartość emisji papierów skarbowych nominowanych w PLN będzie musiała kształtować się blisko 11 mld PLN (w tym roku średnia miesięczna wartość emisji złotych papierów skarbowych wynosiła do września 8,6 mld PLN). Poza samym wzrostem podaży inwestorzy mieli też świadomość, że MF będzie starało się plasować papiery na dłuższym końcu krzywej dochodowości, korzystając z historycznie niskich stawek na rynku.

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

	Średnia: 2003-08	4q12	4q13	4q14	2q15	3q15	4q15P	4q16P
OS 1Y	5,45	3,00	2,66	1,77	1,75	1,59	1,70	1,90
OS 2Y	5,58	3,09	3,01	1,75	1,96	1,71	1,80	2,00
OS 5Y	5,78	3,20	3,62	2,13	2,73	2,36	2,50	2,65
OS 10Y	5,80	3,72	4,34	2,51	3,30	2,83	3,00	3,30
ASW 10Y (pb)	12	17	13	31	32	39	40	25
CDS 5Y PL (pb)	-	79	80	71	75	79	80	60

Zródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (30.09.2015)

### Przyznamniej do końca 2016 r. stopy pozostaną bez zmian.

Przy konstruowaniu prognoz założone zostało w bazowym scenariuszu, że rynek będzie dyskutował stabilizację stopy referencyjnej NBP na poziomie 1,50% do końca I połowy 2017 r. Scenariusz alternatywny negatywny zakłada, że RPP zdecyduje się w I połowie 2016 r. na obniżki stóp o łącznie 50 pb. Scenariusz optymistyczny przewiduje z kolei, że bank centralny zaostry politykę pieniężną już w II połowie 2016 r. w łącznej skali 50 pb. Oczekiwania w zakresie przyszłych trendów makroekonomicznych dają większe prawdopodobieństwo materializacji pierwszego scenariusza alternatywnego.

Stopa referencyjna NBP może pozostać bez zmian do końca I połowy 2017 r.

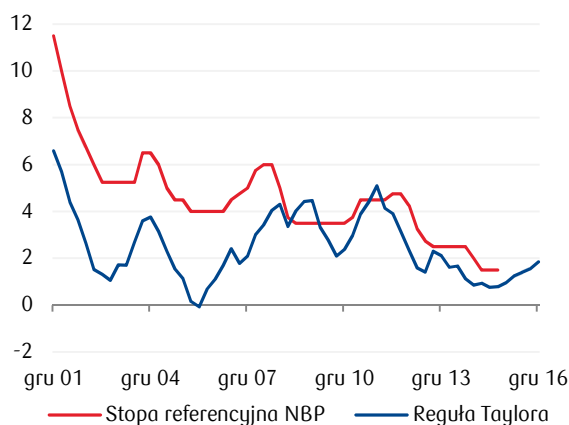
Tabela 4 Założenia w odniesieniu do stopy referencyjnej NBP przyjęte do konstrukcji prognoz dla rynku stopy procentowej (%)

Stopa referencyjna NBP	4q14	2q15	3q15	2q15	3q15P	4q15P	2q16P	4q16P	4q17P
Scenariusz bazowy	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Scenariusz alternatywny I	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,50
Scenariusz alternatywny II	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	2,50
Bieżąca wycena rynkowa	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75

\* wybraliśmy najbardziej prawdopodobne scenariusze, które rynek może dyskutować.

Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Wykres 3 Reguła Taylora sugeruje ryzyko redukcji stóp w kolejnych kwartałach, a także w perspektywie II połowy 2016 r. możliwą ich niewielką korektę w górę (%)

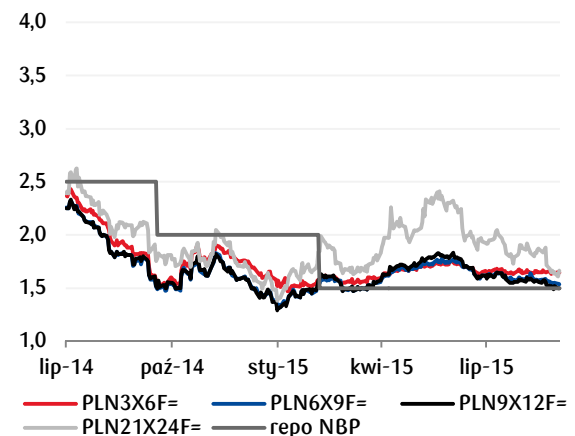


\*Regułę Taylora opieramy na: PKB, PKB\* obliczonym filtrem Hodricka-Preescotta, inflacji bazowej bez uwzględnienia cen energii i żywności, a także przy założeniu realnej naturalnej stopy wynoszącej 1,5%.

Współczynnik determinacji  $R^2=67,3\%$

Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 4 Rynek FRA zakłada stabilizację stóp procentowych w Polsce przynajmniej do końca 2016 r. (%)



Źródło: Thomson Reuters

Scenariusz braku zmian polityki pieniężnej opiera się na założeniu, że wzrost gospodarczy w Polsce utrzymywać się będzie w najbliższych kwartałach blisko 3,5% r/r, z niewielkimi odchyleniami. Warto przypomnieć, że taka dynamika wzrostu utrzymuje się od początku 2014 r. i jednocześnie była zbliżona do PKB potencjalnego. Oznacza to, że nie rodzi ona ryzyka nadmiernego wzrostu inflacji (wymagającej interwencji ze strony banku centralnego), ale też z drugiej strony nie powinna silnie oddziaływać dezinflacyjnie na gospodarkę (odchylenie in minus od celu inflacyjnego będzie wynikało głównie z kształtowania się cen surowców na globalnym rynku towarowym).

Tempo wzrostu PKB utrzyma się w kolejnych kwartałach blisko 3,5%.

Struktura wzrostu gospodarczego opierać się będzie na podobnych filarach, jak w ostatnich kwartałach. Tempo wzrostu konsumpcji utrzymywać się powinno blisko 3,0% w ujęciu rocznym. Niemniej dostrzegać można pewne ryzyka. Rosnąca ścieżka inflacyjna będzie naturalnie ograniczać realny przyrost płac. Oznacza to, że na przełomie 2015 i 2016 r. spodziewać się można niewielkiego przyspieszenia w zakresie dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw. W

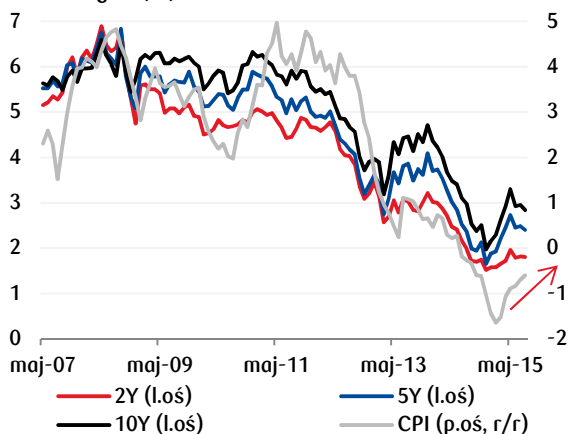
przeciwnym razie trudniej będzie podtrzymać dotychczasową dynamikę wzrostu konsumpcji, szczególnie w IV kw. i na początku 2016 r. Pewnym wsparciem w tym zakresie będzie systematyczny przyrost zatrudnienia, zapowiadany wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym, a także akcja kredytowa, której jednak roczna dynamika wzrostu w przypadku kredytów i pożyczek konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych utrzymuje się na względnie stabilnym poziomie 4,5%.

W średnim okresie istotne jest to, że ostatnie dane publikowane przez GUS sygnalizują niepokojące wyhamowanie dynamiki wzrostowej w zakresie inwestycji, ale również i działalności eksportowej. Póki co jest jeszcze zbyt wcześnie, aby na podstawie pierwszych sygnałów formułować daleko idące wnioski, niemniej może to być argument za bardziej konserwatywnym podejściem do prognoz PKB w najbliższych kwartałach. Częściowo te ryzyko neutralizować będzie jednak zapowiedziane przez rząd w 2016 r. poluzowanie polityki fiskalnej, a także realizacja projektów finansowanych ze środków unijnych.

Ekspansja fiskalna będzie ograniczać ryzyko spadku dynamiki wzrostu gospodarczego w 2016 r.

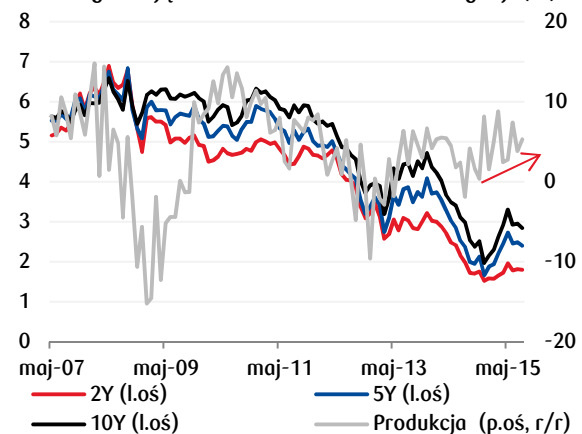
Natomiast z punktu widzenia krótkoterminowych prognoz dla rynku stopy procentowej na najbliższy kwartał istotne jest to, że ostatnie dane makroekonomiczne wpisują się w scenariusz niewielkiego, ale jednak wzrostu dynamiki PKB w III kw. w relacji kwartału poprzedniego (w II kwartale PKB wzrósł o 3,3% r/r, z kolei za III kw. wstępne dane GUS opublikuje 13 listopada). Wspomniane bardziej umiarkowane dane będą wsparciem dla rynku stopy procentowej, chociaż z drugiej strony nie dają podstaw do wyceny obniżek stóp.

**Wykres 5** Powolny wzrost ścieżki inflacyjnej w Polsce będzie wspierał tendencję do wzrostu rentowności obligacji skarbowych (%)



Współczynnik determinacji w okresie od 2008 r.:  $R^2=77,3\%-80,8\%$   
Źródło: GUS

**Wykres 6** Kontynuacja ożywienia gospodarczego w Polsce, widocznego w przypadku produkcji przemysłowej przemawia za kontynuacją wzrostów rentowności obligacji (%)



Źródło: GUS

Z kolei negatywnym dla rynku stopy procentowej czynnikiem będzie ścieżka inflacyjna w kolejnych miesiącach. Po lekkim spadku we wrześniu roczny wskaźnik inflacji powinien systematycznie wyraźnie rosnąć z miesiąca na miesiąc, osiągając poziom bliski +0,2% r/r w grudniu. To może stać się jednym z powodów urealnienia wycen i ciążyć na krótkim końcu krzywej dochodowości, które teraz wciąż dyskontują obniżkę stóp. W 2016 r. z kolei bez deflacyjnego wpływu ze strony cen paliw i żywności inflacja powoli, ale jednak będzie zbliżała się w okolice dolnego ograniczenia celu inflacyjnego.

Ścieżka inflacji w kolejnych miesiącach będzie rosła, osiągając wartość dodatnią w grudniu br.

Poza wspomnianą analizą danych makroekonomicznych, nie dostrzegamy również sygnałów, aby poszczególni członkowie RPP mieli zamiar kontynuować cykl obniżek stóp procentowych. Z dostępnych wypowiedzi przedstawicieli

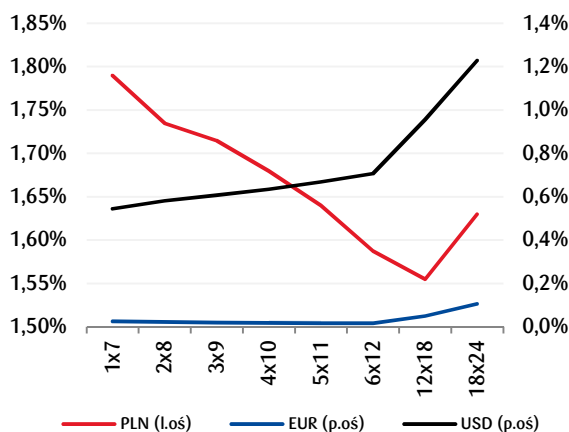


Rady wynika raczej, że oczekują oni stabilizacji stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca roku (co więcej niektórzy członkowie Rady zdają się bardziej myśleć o podwyżkach stóp, co sugerują chociażby dokumenty publikowane przez NBP). Warto przy tym pamiętać, że RPP zmieni się na początku 2016 r., a nowy skład Rady zostanie wybrany już przez nowy parlament po październikowych wyborach. Niemniej w bazowym scenariuszu należałoby zakładać, że dotychczasowe nastawienie RPP w polityce pieniężnej nie ulegnie drastycznie zmianie i stopy procentowe przynajmniej do końca 2016 r. nie ulegną zmianie.

RPP sygnalizuje stabilizację w polityce pieniężnej również w 2016 r.

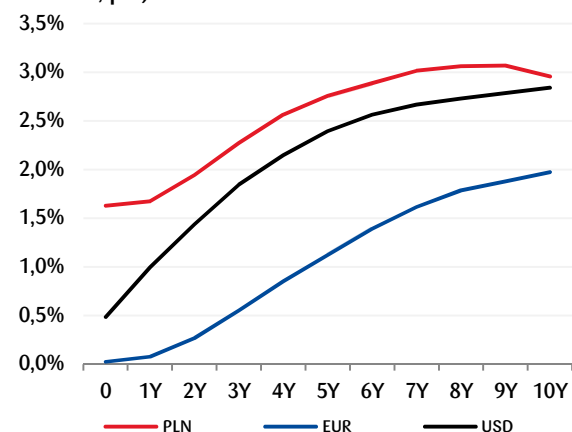
Pewnym argumentem za spadkiem stóp procentowych NBP może być wysoki poziom realnych stóp procentowych, który ex post kształtuje się na poziomie bliskim 2,0-2,5 pkt. proc. Niemniej, jeśli założymy, że roczny wskaźnik CPI nieco wzrośnie w 2016 r. poniżej dolnego ograniczenia celu inflacyjnego, to realna stopa NBP ukształtuje się blisko 0,5 pkt. proc. W obliczu bieżących trendów makroekonomicznych może to być poziom uznany za bezpieczny, niemniej nie dający dużego pola do manewru.

Wykres 7 Oczekiwane zmiany stóp procentowych w perspektywie 2 lat



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 8 Oczekiwane zmiany stóp procentowych w perspektywie 10 lat (na bazie rynku IRS, 1-rocza stawka forward, pb.)



Źródło: Thomson Reuters

Aktualnie rysują się dwa główne czynniki ryzyka dla przedstawionego scenariusza. Pierwszy dotyczy inflacji, która do tej pory mimo wzrostu PKB w okolicy PKB potencjalnego utrzymywała się poniżej zera. Ewentualne zmiany trendów na rynku surowcowym mogłyby doprowadzić do silniejszego odbicia inflacji, czego w tej chwili rynek nie dyskontuje. Wówczas zapewne, jak zostało wskazane w scenariuszu alternatywnym, NBP mogłoby wcześniej podnieść stopy. Z kolei drugi czynnik ryzyka, wiąże się ze wspomnianym tempem wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Gdyby okazało się, że ostatnie słabsze miesięczne dane w połączeniu z osłabieniem dynamiki wzrostu PKB w strefie euro przyniosłyby spadek tempa wzrostu poniżej 3,0%, wówczas NBP mogłoby zdecydować się na dalszą redukcję stóp w I połowie przyszłego roku (pesymistyczny scenariusz alternatywny).

### Sytuacja globalna będzie ciężać na dłuższym końcu krzywej w Polsce.

Polski rynek stopy procentowej w IV kw. 2015 r. będzie pozostawał pod silnym wpływem czynników globalnych, wśród których największe znaczenie będzie miała polityka monetarna prowadzona przez banki centralne w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro.

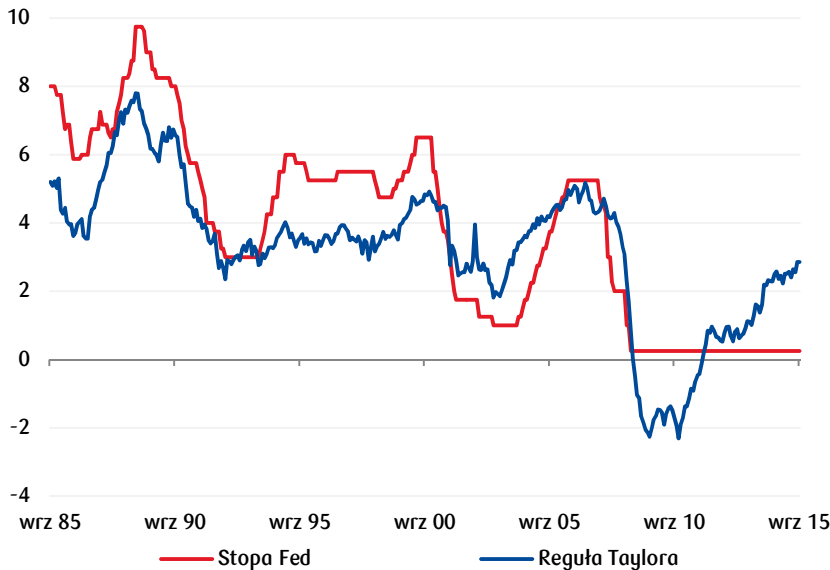
Core markets wciąż będą miały dominujący wpływ na wycenę polskich obligacji.

Zdecydowanie najważniejsze będą decyzje podejmowane na najbliższych posiedzeniach przez Fed. Literalnie analizując wypowiedzi członków FOMC i

opublikowane dokumenty widać, że bank centralny może podjąć decyzję o pierwszej podwyżce stóp procentowych w ramach „normalizacji” polityki pieniężnej zarówno w październiku jak i w grudniu. J. Yellen, prezes Fed, powiedziała m.in., że gdyby taka decyzja zapadła w październiku, wówczas bank centralny wyjątkowo zorganizuje konferencję prasową. Niemniej wydaje się to mało realne. Najbardziej prawdopodobny scenariusz, zakłada podwyżkę w grudniu, niemniej istnieje szereg ryzyk, które mogą doprowadzić do kolejnego przesunięcia decyzji nawet na 2016 r.

Jeśli Fed podniesie stopy procentowe w tym roku, to w grudniu.

Wykres 9 Reguła Taylora dla Stanów Zjednoczonych (%).



\*R<sup>2</sup>=85%; na bazie inflacji PCE i stopy bezrobocia

Źródło: Bloomberg

Z wypowiedzi przedstawicieli FOMC wynika, że zamierzają oni podnieść stopy procentowe jeszcze w tym roku. Głównym argumentem przemawiającym za zaostrzeniem polityki pieniężnej jeszcze w IV kwartale są przede wszystkim dane napływające z amerykańskiej gospodarki. Według dotychczasowych informacji PKB rośnie w tempie bliskim PKB potencjalnemu, a rosnąca ścieżka wzrostu powinna utrzymać się również w 2016 r. To przekłada się na poprawę sytuacji na amerykańskim rynku pracy, gdzie stopa bezrobocia spadła w pobliżu 5,0% (dla porównania długoterminowa stopa bezrobocia wg Fed jest zbliżona do tego poziomu). W efekcie modele ekonometryczne (tj. reguła Taylora) sugerują, że bank centralny powinien poważnie zastanawiać się nad podwyżkami stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

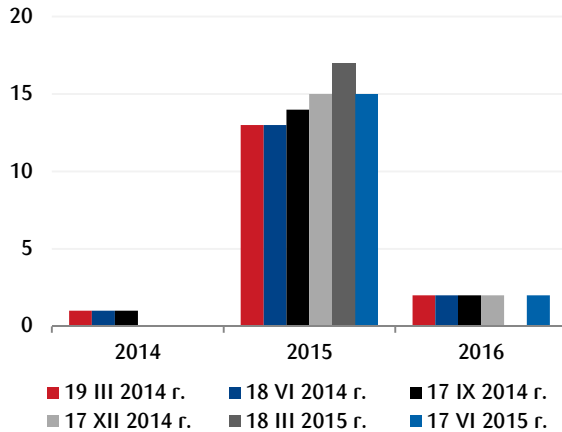
Za podniesieniem stóp procentowych w USA przemawiają publikowane dane makroekonomiczne.

Wypowiedzi przedstawicieli FOMC i publikowane dokumenty potwierdzają, że w Fed toczy się na ten temat ożywiona dyskusja. Większość członków opowiada się za zaostrzeniem polityki monetarnej w 2015 r., chociaż w ostatnich miesiącach przybyło też zwolenników odsunięcia decyzji na przyszły rok. Podczas wrześniowego posiedzenia średnia oczekiwań w odniesieniu do wysokości podstawowej stopy procentowej Fed na koniec 2015 r. wynosiła 0,4%. Z kolei na koniec 2016 r. kształtowała się na poziomie 1,6%, w 2017 r. na 2,6%, natomiast w 2018 r. na 3,4% (długoterminowa oczekiwana stopa procentowa wynosi teraz 3,5%, po korekcie z 3,8%). Mimo, że te oczekiwania w zakresie spodziewanych stóp procentowych zostały mocno ograniczone w stosunku do prognoz z czerwca, to i tak wyceny rynkowe kształtują się na poziomie wyraźnie niższym. Rynek kontraktów FRA zakłada, że pierwsza podwyżka stóp nastąpi na przełomie 2015 i 2016 r. (prawdopodobieństwo, że nastąpi to w grudniu jest w tej chwili wyższe niż 50%). Z kolei w następnych latach dyskontowana dynamika wzrostu stóp procentowych w USA będzie o około 50 pb. niższa od ścieżki zakładanej przez przedstawicieli banku

Za wstrzymaniem się z podwyżkami stóp w USA przemawia niepewna sytuacja globalna.

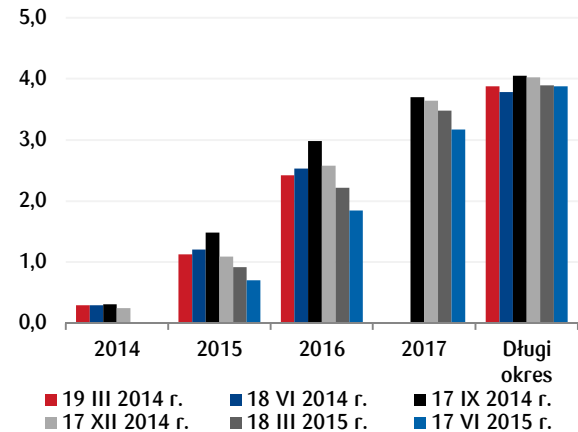
centralnego. Tym samym widać tu wyraźne niedopasowanie. Nawet, jeśli przyjmiemy założenie, że bank centralny myli się znacząco w swoich ocenach, to jednak oczekiwania członków FOMC będą tworzyć naturalną presję przynajmniej podtrzymującą obecne rentowności na rynku (niewykluczone, że jeszcze lekko wzrosną, szczególnie na krótkim końcu).

**Wykres 10 Oczekiwania członków FOMC odnośnie pierwszej podwyżki podstawowej stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych (liczba głosujących)**



Źródło: Federal Reserve

**Wykres 11 Oczekiwania członków FOMC odnośnie wysokości głównej stopy procentowej w Stanach (średnia arytmetyczna, w %)**



Źródło: Federal Reserve

Poza opisanymi czynnikami wewnętrznymi, Fed będzie brał pod uwagę również uwarunkowania zewnętrzne. To one dotychczas hamowały decyzje o podwyżkach stóp i mogą przeciwdziałać im w przyszłości, powodując, że rynek będzie zaskakiwany ich brakiem, bądź też niższą skalą.

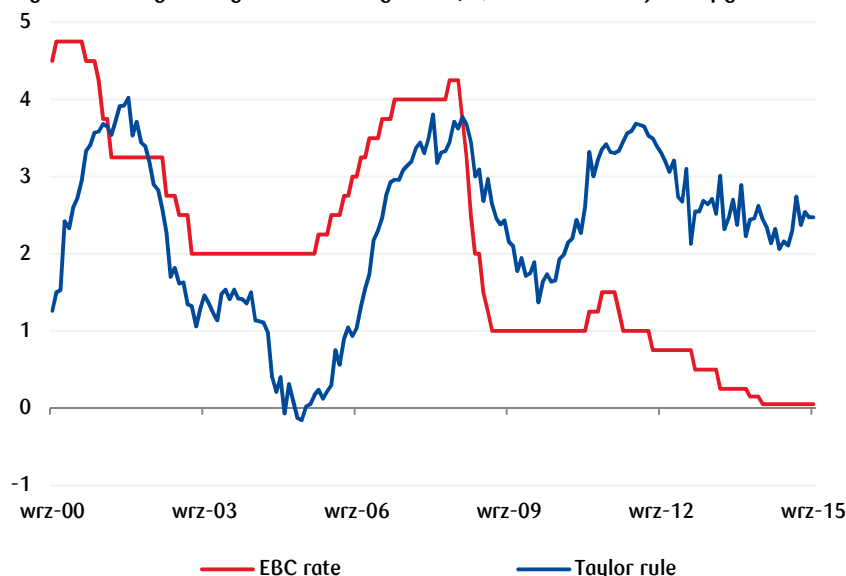
Wśród czynników ryzyka należy wymienić obawy o stan gospodarki chińskiej. Niewykluczone, że te obawy odżyją w IV kw. m.in. za sprawą publikacji PKB za III kw. w Chinach wg nowej metodologii. Po korekcie wskaźnik ma być bardziej zgodny ze standardami międzynarodowymi, a także w większym stopniu odzwierciedlać krótkookresowe zmiany wartości produktu krajowego brutto (co może powodować jego większą zmienność). Po urealnieniu może okazać się, że dynamika wzrostu chińskiej gospodarki mocno wyhamuje, dając przyczynek do ewentualnych spekulacji rynkowych.

Kolejnym elementem, który Fed będzie brał pod uwagę będzie sytuacja w strefie euro. Podczas ostatniego wrześniowego posiedzenia EBC skorygował prognozy w odniesieniu do prognozowanej ścieżki PKB i inflacji. Dodatkowo prezes banku centralnego wielokrotnie powtarzał, że dostrzega ryzyka dla dalszej korekty w dół wskaźników. W efekcie na rynku pojawiły się spekulacje, że EBC zdecyduje się na dalsze rozszerzenie QE poprzez wzrost wartości programu, rozszerzenie czasu jego obowiązywania, bądź też poprzez zwiększenie gamy skupowanych instrumentów. W najbliższych miesiącach spadek inflacji powinien wyhamować, niemniej cały czas ryzyko nawet krótkotrwałej deflacji będzie na rynku obecne. Dlatego spodziewamy się, że perspektywy polityki pieniężnej w strefie euro będą hamowały potencjalne wzrosty rentowności niemieckich Bundów, a także będą naturalnie tworzyły presję na Fed, aby ten wstrzymał się z podwyżkami stóp procentowych. Gdyby tego nie zrobił, wówczas doprowadziłby do wyraźniejszego umocnienia dolara, a w efekcie negatywnie wpłynąłby na konkurencyjność amerykańskiej gospodarki (osłabiając tempo wzrostu gospodarczego).

Perspektywa gospodarki Chin stała się dla Fed jednym z argumentów za brakiem podwyżek.

Ewentualne rozszerzenie QE w strefie euro będzie hamować cykl podwyżek stóp w USA.

Wykres 12 Reguła Taylora dla strefy euro (% , na bazie inflacji i stopy bezrobocia).



\*W okresie 2001-2008 współczynnik  $R^2$  wynosił 79%. Po tym okresie korelacja była znacznie niższa.

Źródło: Bloomberg

### W IV kw. 2015 r. dłuższy koniec krzywej może się lekko podnieść.

W oparciu o powyższe założenia makroekonomiczne, a także oczekiwania dotyczące kształtowania się przyszłych stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach opracowaliśmy prognozy dla rynku stopy procentowej. W naszych projekcjach braliśmy również pod uwagę, także inne czynniki, które wpływają na wyceny papierów skarbowych tj. przepływy kapitału na rynku pierwotnym, sytuacja na globalnym rynku stopy procentowej, premia za ryzyko Polski (poszczególne czynniki szerzej zostały omówione w niniejszym materiale).

Prognozy wzmacniają wyniki uzyskane na podstawie modeli ekonometrycznych, zbudowanych na bazie regresji dla rynku obligacji (dla sektorów 2-, 5- i 10-letniego). Model opisany jest następującym równaniem (dla obligacji zastosowane zostały jednakowe parametry):

$$\ln(MODEL_{OS}) = \beta_1 * \ln(CPI) + \beta_2 * \ln(rEURPLN) + \beta_3 * \ln(rWIBOR6M) + \beta_4 * \ln(BUND 10Y)$$

gdzie:

- CPI – miesięczna zmiana indeksu cen konsumpcyjnych publikowana przez GUS (r/r),
- rEURPLN – kurs walutowy urealniony indeksem CPI dla Polski i strefy euro,
- rWIBOR6M – urealniony indeksem CPI poziom stawki WIBOR6M,
- BUND10Y – rentowności dla niemieckich obligacji skarbowych.

### MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH 2-LETNICH

Tabela 5 Założenia modelu

Zmienna	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
$\ln(rEURPLN)$	0,00298	0,001117	0,0084
$\ln(rWIBOR6M)$	0,719655	0,028043	0,0000
$\ln(BUND10Y)$	0,255466	0,060819	0,0000
$\ln(CPI)$	0,828347	0,034626	0,0000

\* Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [I~(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

1 października 2015

**Wykres 13 Model sugeruje potencjał do korekcyjnego wzrostu rentowności 2-letnich obligacji skarbowych w relacji do poziomów bieżących.**



Adjusted  $R^2 = 97,30\%$

Test Jarque-Berra: 1,06 (p-value: 0,59)

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

### MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH 5-LETNICH

Tabela 6 Założenia modelu

Zmienna	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
$\ln(r_{EURPLN})$	0,009863	0,001453	0,0000
$\ln(r_{WIBOR6M})$	0,50235	0,036476	0,0000
$\ln(BUND10Y)$	0,32294	0,079107	0,0001
$\ln(CPI)$	0,678315	0,045038	0,0000

\* Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym  $[I(-1)]$ . Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS - Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-West'a z optymalnym oknem Bartlett'a.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

**Wykres 14 Model sugeruje potencjał do lekkiego wzrostu rentowności 5-letnich obligacji skarbowych w relacji do poziomów bieżących.**



Adjusted  $R^2 = 94,38\%$

Test Jarque-Bera: 2,04 (p-value: 0,36)

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

1 października 2015

### MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH 10-LETNICH

Tabela 7 Założenia modelu

Zmienna	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
ln(rEURPLN)	0,017654	0,001567	11,26475
ln(rWIBOR6M)	0,333887	0,039341	8,486932
ln(BUND10Y)	0,22535	0,085323	2,641155
ln(CPI)	0,602396	0,048577	12,40094

\* Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [I~(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS - Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

### Wykres 15 Model sugeruje potencjał do wzrostu rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w relacji do poziomów bieżących.



Adjusted R<sup>2</sup> = 90,75%

Test Jarque-Bera: 1,86 (p-value: 0,39)

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

### Wyższa podaż papierów skarbowych będzie ciężyć nad rynkiem długu.

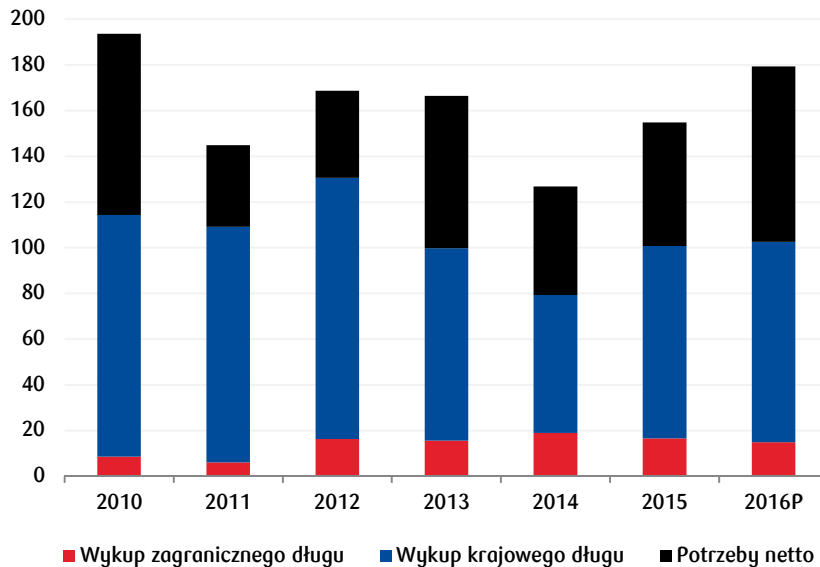
Wzrost podaży papierów skarbowych na rynku pierwotnym będzie czynnikiem osłabiającym krajowy rynek długu w najbliższych kwartałach. Szacować można, że średnia miesięczna emisja SPW wyniesie około 11 mld PLN w ciągu najbliższego roku (łącznie wartość emisji bonów i hurtowych obligacji skarbowych nominowanych w PLN wyniesie 133,2 mld PLN). Nawet przy założeniu, że część z tych środków będzie rolowana w związku z zapadalnością obligacji, to jednak ryzyko związane z finansowaniem potrzeb pożyczkowych będzie się utrzymywać (szczególnie gdyby doszło do krótkoterminowych zawirowań na rynku finansowym np. na skutek wzrostu obaw o Chiny i Grecję). Dodatkowo Ministerstwo Finansów wyraźnie preferuje emisje papierów skarbowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości, co powoduje, że podaż będzie dodatkowo skoncentrowana w wybranych sektorach rynku.

Ministerstwo Finansów zapowiada znaczący wzrost potrzeb pożyczkowych w 2016 r. Dodatkowo emisje SPW mogą być skoncentrowane na wybranych segmentach rynku.

Dokładne wartości podaży Ministerstwo Finansów podało przy okazji prezentacji założeń budżetu na 2016 r. Według projektu ustawy budżetowej w przyszłym roku:

- potrzeby pożyczkowe brutto wyniosą ok. 180 mld PLN
- potrzeby pożyczkowe netto wyniosą 73,7 mld PLN (w tym deficyt budżetowy 54,6 mld PLN).

Wykres 16 Potrzeby pożyczkowe w 2016 r. będą jednymi z wyższych w ostatnich latach (mld PLN)



\*2016 r. uwzględnia założenia budżetu opublikowane przez MF

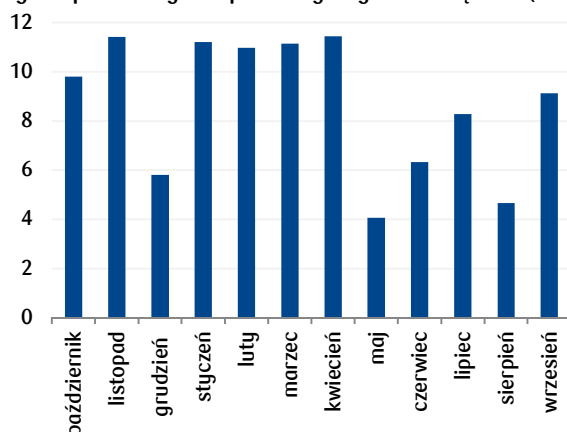
Źródło: Ministerstwo Finansów

Potrzeby pożyczkowe netto zostaną pokryte poprzez finansowanie zagraniczne (w tym 9,3 mld PLN poprzez emisje netto obligacji nominowanych w walutach obcych) i krajowe (w tym 47,6 mld PLN poprzez skarbowe papiery wartościowe). W ramach finansowania krajowego netto największe znaczenie będą miały emisje następujących hurtowych dłużnych papierów skarbowych:

- obligacje o stałym kuponie: 3,5 mld PLN,
- obligacje o zmiennym kuponie: 35,6 mld PLN,
- obligacje indeksowane inflacją: 0,6 mld PLN,
- bony skarbowe: 7,9 mld PLN.

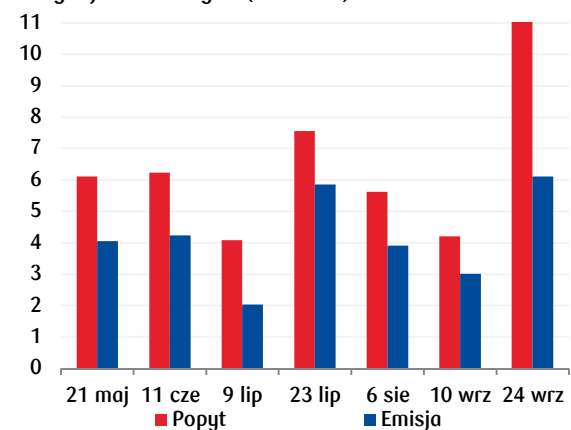
Ministerstwo Finansów będzie emitowało najwięcej obligacji o stałym kuponie (w ujęciu brutto). Niemniej w ujęciu netto ciężar finansowania spadnie na papiery serii WZ.

Wykres 17 Łączna wartość emisji obligacji skarbowych na rynku pierwotnym w poszczególnych miesiącach (mld PLN)



Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 18 Popyt na tegorocznych regularnych aukcjach obligacji skarbowych (mld PLN)



Źródło: Ministerstwo Finansów

Z powyższego wynika, że najsilniej wzrośnie wartość obligacji skarbowych serii WZ. Dla porównania na koniec czerwca 2015 r. wartość papierów o zmiennym kuponie wynosiła 115 mld PLN. Uwzględniając nowe emisje otrzymujemy wzrost wartości tych papierów do poziomu 150 mld PLN. Wysoka podaż może ciężać na tym segmencie rynku, powodując utrzymywanie się *discount margin* na podwyższonym poziomie.

Mimo, że w ujęciu netto największe znaczenie będą miały papiery WZ, to jednak w ujęciu brutto największe emisje wciąż będą koncentrowały się w dalszym ciągu na papierach o stałym kuponie (emisje wyniosą 84,4 mld PLN, natomiast wartość wykupów 80,9 mld PLN). W zależności od popytu rozważana jest emisja bonów skarbowych (w założeniach wpisano kwotę 7,9 mld PLN). Przy tak wysokiej podaży Ministerstwo Finansów będzie prawdopodobnie zmuszone do zwiększenia podaży papierów skarbowych również na krótkim końcu krzywej dochodowości, co może ciążyć na papierach, które w ostatnich miesiącach stały się bardzo drogie (rynek zaczął dyskontować wątpliwe obniżki stóp procentowych w Polsce).

Mimo, że w ujęciu netto największe znaczenie będą miały papiery WZ, to wciąż główny ciężar finansowania spoczywa na papierach stałoprocentowych.

Dobór serii obligacji, które będą emitowane w celu pokrycia potrzeb pożyczkowych, był silnie skorelowany z oczekiwanym popytem ze strony inwestorów. Ministerstwo Finansów liczy przede wszystkim na krajowy sektor bankowy, który ma kupić większość papierów skarbowych nominowanych w PLN (banki mają też duży udział w strukturze nabywców papierów serii WZ). Ponadto po około 10 mld PLN popytu mają zapewnić inwestorzy zagraniczni, a także pozostałe krajowe instytucje finansowe.

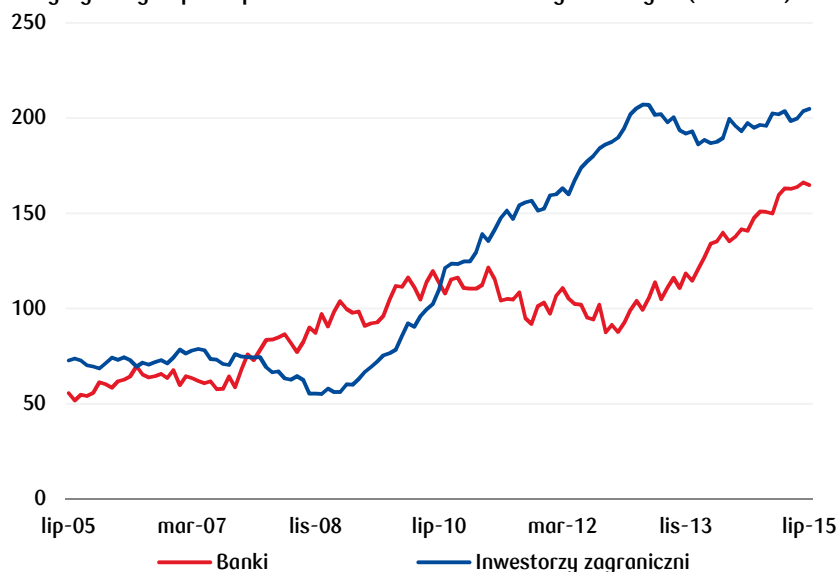
Tabela 8 Zmiany wartości portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN w ramach poszczególnych grup inwestorów (mld PLN)

Data	Banki	Nierezydenci	ZU	OFE	TFI	Pozostali	RAZEM
2009	14,9	23,3	-9,9	10,4	2,8	4,5	46,0
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	26,9	3,3	-0,8	8,4	5,0	4,2	47,0
2014	36,1	2,8	0,9	-122,4	0,1	0,0	-82,5*
I-VII 2015	14,1	9,0	0,2	-0,4	2,9	1,1	26,9

\*zmiana wynika z umorzenia portfela obligacji skarbowych OFE o wartości nominalnej na koniec stycznia 126,1 mld PLN

Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 19 Wartość portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN utrzymywanych przez polskie banki i inwestorów zagranicznych (mld PLN)



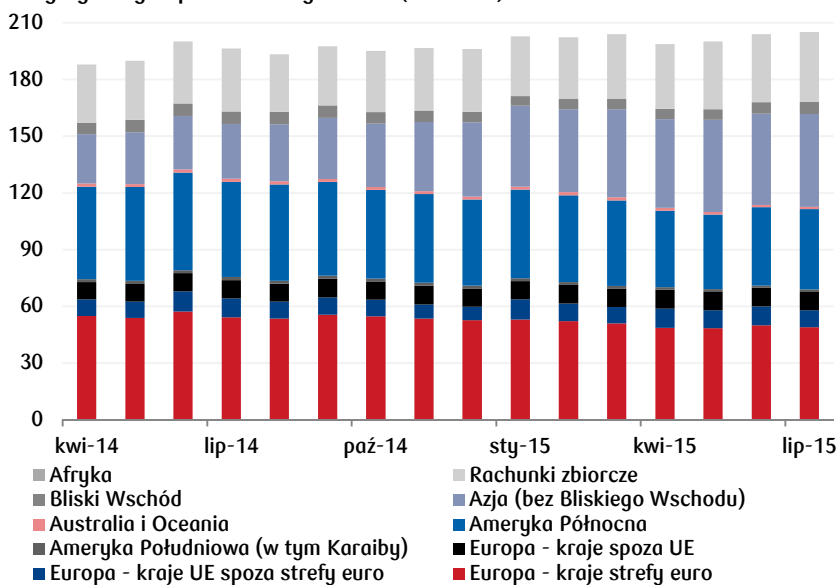
Źródło: Ministerstwo Finansów

Jak wynika z powyższej tabeli i wykresu, głównym nabywcą polskich obligacji skarbowych był w ostatnich latach sektor bankowy. W przypadku inwestorów



zagranicznych po okresie silnych napływów środków teraz łączna wartość portfela utrzymuje się blisko 200 mld PLN. Niemniej w ostatnich miesiącach widać było pewną zmianę w tym zakresie. Ciekawe jest również to, że wzrost zaangażowania inwestorów zagranicznych był w dużej części efektem rosnącego zaangażowania podmiotów pochodzących z Azji (inwestorzy amerykańscy i europejscy wycofywali się z naszego rynku).

**Wykres 20 Wartość portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN utrzymywanych przez nierezzydentów (mld PLN)**



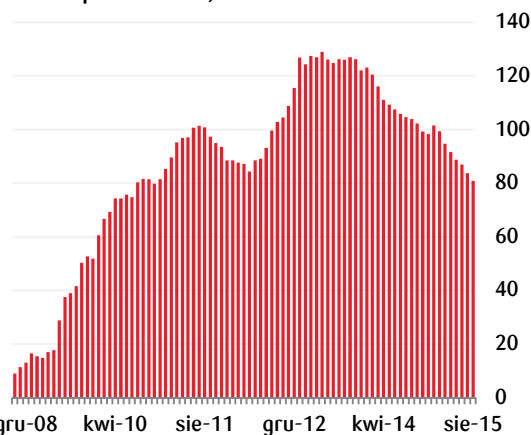
Źródło: Ministerstwo Finansów

### Niższa nadpłynność systemu bankowego zmniejszy popyt na obligacje.

Poziom płynności sektora bankowego mierzony wielkością emisji bonów NBP systematycznie spada od końca 2013 r. W sierpniu 2015 r., uwzględniając operacje dostrajające banku centralnego, średni dzienny stan wyemitowanych przez NBP bonów wynosił 80,8 mld PLN. Dla porównania wartość emisji w grudniu 2013 r. wynosiła 122,1 mld PLN. Oznacza to, że od tego momentu poziom płynności sektora bankowego obniżył się aż o prawie 41 mld PLN.

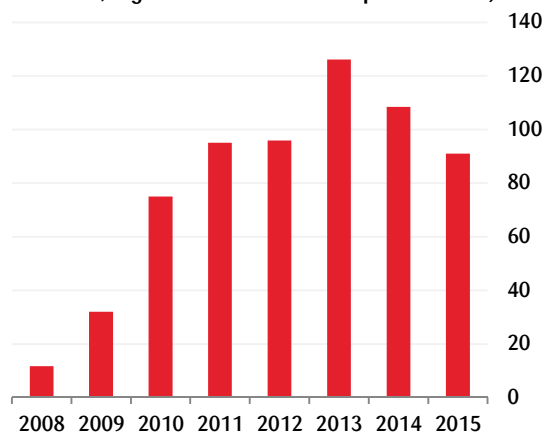
Nadpłynność systemu bankowego spadła o ponad 40 mld PLN od końca 2013 r.

**Wykres 21 Średnia dzienna wartość emisji bonów pieniężnych NBP w poszczególnych miesiącach (w mld PLN, wg stanu na koniec sierpnia 2015 r.)**



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

**Wykres 22 Wartość średnich stanów dziennych emisji bonów pieniężnych w poszczególnych latach (w mld PLN, wg stanu na koniec sierpnia 2015 r.)**



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

W tym roku poziom emisji bonów pieniężnych (łącznie z operacjami dostrajającymi) obniżył się o prawie 17 mld PLN w okolice 81 mld PLN. Mimo, że duża część danych nie jest udostępniana przez MF i NBP, bądź są one prezentowane bez szerszego rozbicia/struktury, to jednak w naszej ocenie można wyodrębnić dwie główne przyczyny spadku nadpłynności.

Po pierwsze, według danych banku centralnego we wspomnianym okresie doszło do wyraźnego wzrostu wartości pieniądza gotówkowego w obiegu. W lipcu poziom „gotówki” wzrósł o prawie 10 mld PLN, co w prawie połowie tłumaczy spadek nadpłynności sektora bankowego. Wspomniany wzrost był trendem stałym utrzymującym się w całym roku.

Po drugie, w naszej ocenie mieliśmy do czynienia z kontynuacją trendów w zakresie wymiany środków walutowych przez Ministerstwo Finansów. Precyzyjną analizę w tym zakresie utrudnia jednak fakt, że bank centralny nie udostępnia szczegółów swoich operacji. W ostatnich latach wzrost środków walutowych był determinowany przede wszystkim napływem funduszy unijnych, a także operacjami związanymi z obsługą długu walutowego MF (głównie chodziło o emisje obligacji skarbowych nominowanych w walutach obcych). Rosnący poziom środków walutowych powodował konieczność wymiany walut bądź to na rynku finansowym, bądź w banku centralnym. W tym drugim przypadku wymiana wiązała się ze wspomnianym wzrostem płynności sektora bankowego. Od końca 2013 r. ta sytuacja uległa zmianie.

Naszym zdaniem wpływ na wielkości przekazywanych funduszy unijnych miała m.in. zmiana perspektywy funduszy unijnych (z 2007-2013 na 2014-2020). To mogło spowodować zmiany wielkości przekazywanych środków. W efekcie w ostatnich kwartałach spadek napływających do Polski środków skutkowało niższą ich wymianą w banku centralnym. Ponadto kurs EUR/PLN od końca 2013 r. (za wyjątkiem okresu od III do V 2015 r.) kształtował się na podwyższonym poziomie (powyżej 4,10). W efekcie Ministerstwo Finansów mogło dokonywać wymiany walutowej za pośrednictwem BGK, a nie banku centralnego. W efekcie wymiana walut nie miała wpływu na wysokość płynności systemu bankowego. A dodatkowo jeszcze, zapewne ze względu na wzrost ryzyka systemowego w strefie euro w 2015 r. (przede wszystkim ze względu na niepewną sytuację Grecji), MF zgromadziło wysoką nadwyżkę płynności ulokowaną właśnie w środkach walutowych. Na koniec sierpnia była to kwota 9,6 mld EUR. Dla porównania wcześniejsze płynnościowe rezerwy walutowe były znacznie niższe i oscylowały na poziomach bliższych 4-5 mld EUR. Dostrzegamy ryzyko, że potencjalnie ta kwota może zostać wymieniona na rynku powiększając poziom płynności systemu.

W celu określenia przyszłych tendencji staraliśmy się oszacować prawdopodobne zmiany w zakresie głównych determinantów kształtujących płynność sektora bankowego. Istotnym ograniczeniem, na jaki natrafiliśmy, był utrudniony dostęp do niektórych danych, a także brak możliwości jasnego zdefiniowania przyszłych kluczowych decyzji NBP czy MF, mających istotny wpływ na nasze prognozy. Uwaga dotyczy przede wszystkim operacji kupna i sprzedaży walut obcych dokonywanych przez Ministerstwo Finansów za pośrednictwem banku centralnego.

Podstawowym determinantem zmian płynności sektora bankowego był w ostatnich latach poziom gotówki w obiegu. Przy projekcji przyjmujemy założenie, że ten trend utrzyma się w kolejnych latach, a jedynie zmianie może ulec jego dynamika. Szacując przyrost gotówki w kolejnych miesiącach przyjęliśmy założenie, że zależy on przede wszystkim od kilku zmiennych objaśniających: poziomu stóp procentowych banku centralnego, podaży pieniądza (którą z kolei w dużej mierze determinują zmiany w zakresie nominalnego wzrostu gospodarczego), a także poziomu ryzyka systemowego.

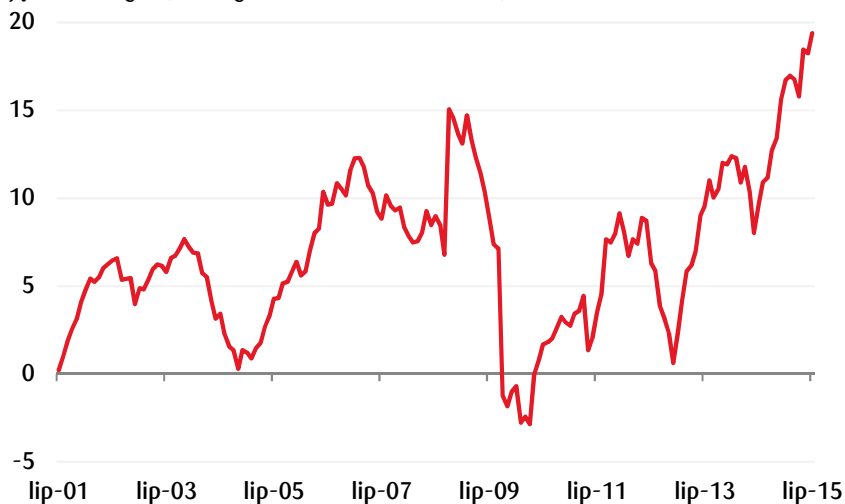
W 2015 r. poziom nadpłynności banków nadal spadał.

O poziomie nadpłynności zdecyduje: gotówka w obiegu i operacje walutowe MF.

Wzrost wartości gotówki w obiegu strukturalnie ogranicza płynność sektora bankowego.

Na potrzeby analizy przyjmujemy, że w ciągu najbliższego roku stan gotówki w obiegu wzrośnie o kolejne 15 mld PLN, czyli w tempie niższym od tego notowanego w ostatnich kwartałach.

Wykres 23 Przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu (poza kasami banków) w ujęciu rocznym (zmiany rok do roku, w mld PLN)



Źródło: NBP

W 2015 r. NBP nie przekazywał zysku do budżetu państwa. Według założeń rządu w 2016 r. budżet otrzyma od banku centralnego kwotę w wysokości ponad 3 mld PLN (95% zysku), co będzie powiększać płynność systemu.

Szacując wysokość odsetek od rezerwy obowiązkowej i dyskonta bonów pieniężnych przyjęliśmy założenie, że stopa referencyjna NBP zostanie utrzymana do końca roku na niezmiennym poziomie, a stan bonów pieniężnych utrzyma się na poziomie bliskim obecnemu (80 mld PLN). Obliczenia dokonujemy dla stopy rezerwy obowiązkowej na 3,5%. Przy takich warunkach brzegowych otrzymujemy przyrost nadpłynności o ponad 1 mld PLN. Z drugiej jednak strony spodziewamy się też dalszego wzrostu rezerwy obowiązkowej, co powodować będzie z kolei spadek nadpłynności (w wysokości ok. 2,0 mld PLN). Tym samym, zmiany w zakresie tych kategorii będą powodowały niewielki spadek płynności całego systemu finansowego.

Ta kategoria ze względu na ograniczoną transparentność jest najtrudniejsza do oszacowania, tym bardziej, że w dużej mierze zależy od kursu walutowego na rynku międzybankowym, a także autonomicznych decyzji NBP i MF.

Spodziewamy się, że w najbliższych kwartałach kurs EUR/PLN nie będzie niższy niż 4,10, co w naszej ocenie determinować będzie wymianę środków walutowych bezpośrednio na rynku międzybankowym, bez wpływu na płynność sektora bankowego. Jest to o tyle istotne, że Ministerstwo Finansów posiada znaczącą nadwyżkę środków walutowych na swoim rachunku (na koniec lipca 2015 r. stan środków wyniósł 9,28 mld EUR), a w związku z realizacją nowej polityki finansowej Unii Europejskiej (2014-2020) spodziewać się można również lekkiej tendencji do wzrostu napływu środków europejskich.

Z naszych obliczeń wynika, że w perspektywie kolejnych kwartałów płynność sektora bankowego mierzona wartością średnich dziennych stanów bonów pieniężnych nie wzrośnie powyżej obecnych około 80 mld PLN w perspektywie końca 2016 r. Gdyby okazało się, że Ministerstwo Finansów jednak wymieniło środki walutowe, wówczas spodziewać się można skokowego wzrostu płynności sektora bankowego w najbliższych miesiącach, a następnie kontynuację trendu spadkowego w kolejnych kwartałach.

Zapowiedziane przekazanie zysku NBP do budżetu zwiększy płynność banków.

W perspektywie końca 2016 r. wartość emisji bonów pieniężnych może dalej spadać.

### EUR/USD W IV KWARTALE 2015 ROKU

Wskazania naszego modelu behawioralnego realnego EUR/USD sugerują, że bieżąca równowaga tego kursu znajduje się w okolicach 1,17. Nie wyklucza to jednak przejściowego utrzymywania się dolara wobec euro poniżej tego poziomu ze względu na oczekiwania podwyżek stóp procentowych w USA w IV kwartale.

Ekspansja ilościowa EBC w dotychczasowej formule (obliczonej na zwiększenie bilansu banku centralnego do stanu z końca 2012 roku) jest już w dużym stopniu zdyskontowana przez rynek eurodolara. Zakładamy, że EBC raczej nie wyjdzie z nową inicjatywą zwiększenia skali ekspansji ilościowej w IV kwartale przez co do końca 2015 roku nic się nie zmieni w tej kwestii.

Zakładamy, że Fed dokona pierwszej podwyżki stóp w grudniu a następnej dopiero w II kwartale 2016 roku. Z perspektywy wpływu na kurs EUR/USD oznacza to, że powinien się on nieco osłabić w IV kwartale 2015 roku a w I kwartale 2016 odreagować w górę.

### EUR/PLN W IV KWARTALE 2015 ROKU

Nasz model realnego EUR/PLN wskazuje na spory potencjał do dalszej deprecjacji złotego w perspektywie najbliższego kwartału.

Spowalniające Chiny oraz oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych w USA do końca roku powinny osłabiać złotego.

Zakładamy, że kurs EUR/PLN zakończy 2015 rok na poziomie 4,27, a umocnienie złotego przyjdzie dopiero w I kwartale 2016 roku.

## PODSUMOWANIE III KWARTAŁU 2015 ROKU

**III kwartał 2015 roku charakteryzował się bardzo dużą zmiennością na rynku eurodolara oraz eurozłotego. EUR/USD oscylował pomiędzy 1,08 a 1,17 a EUR/PLN pomiędzy 4,09 a 4,26.**

Na rynku EUR/USD dynamika zmian kursu w III kwartale była dyktowana przede wszystkim przez:

- zmienne oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA,
- spekulacje odnośnie dalszego rozszerzenia programu skupu aktywów przez EBC.

Początek kwartału rozpoczął się od pozytywnego zakończenia negocjacji w sprawie pomocy dla Grecji, jednak euro nie było w stanie zyskać znacząco na wartości wobec dolara gdyż parę dni później szefowa Rezerwy Federalnej podczas swojego dwudniowego sprawozdania w senacie USA stwierdziła, że w drugiej połowie br. dalsza poprawa warunków w gospodarce amerykańskiej powinna umożliwić podwyżki stóp procentowych dzięki czemu kurs w kolejnych tygodniach dwukrotnie testował poziom 1,08. Do jego przełamania ostatecznie nie doszło, gdyż kilkuprocentowa dewaluacja chińskiego juana oraz gwałtowna wyprzedaż na giełdzie w Szanghaju zrodziły przekonanie, że wrześniu Fed raczej powstrzyma się od podwyższania stóp procentowych dzięki czemu kurs EUR/USD poszybował w drugiej połowie sierpnia w okolice 1,17. Odwrócenie tej tendencji przyniosły dopiero deklaracje prezesa EBC M. Dragiego, który zapowiedział, że w razie gdyby zaistniała konieczność jest możliwe zastosowanie wszelkich koniecznych instrumentów jakie są dostępne dla jego instytucji. Pobudziło to spekulacje odnośnie rozszerzenia przez EBC dotychczasowego programu skupu aktywów co wraz z serią lepszych danych z amerykańskiego rynku pracy zbiło kurs euro wobec dolara do około 1,11 na początku września. Do wrześniowego posiedzenia Fed-u kurs EUR/USD ponownie zaczął zyskiwać na wartości. Pomimo braku decyzji o podwyżkach stóp procentowych w USA, wyraźna sugestia Fed-u że większość członków głosujących FOMC nadal opowiada się za podwyżkami stóp w tym roku pozwoliła do końca kwartału utrzymać kurs eurodolara blisko 1,12.

Na rynku EUR/PLN dynamika zmian kursu w III kwartale 2015 r. była dyktowana przede wszystkim przez:

- zmienne oczekiwania odnośnie podwyżek stóp procentowych w USA,
- spowolnienie chińskiej gospodarki uderzające w wycenę innych walut rynków wschodzących,

Na początku kwartału kurs EUR/PLN pozostawał pod wpływem niepewności związanej z dalszą obecnością Grecji w strefie euro. W przeciwieństwie do rynku eurodolara na którym nie było widać wyceny ryzyka wyjścia Grecji ze strefy euro, na rynku eurozłotego obawy o materializację takiego scenariusza przekładały się na osłabienie złotego wobec euro, pomimo, że Grecja zajmuje

raczej poślednie miejsce wśród parterów handlowych polskiej gospodarki. Zanim ostatecznie doszło do porozumienia kurs EUR/PLN wzrósł do około 4,24 a po ogłoszeniu sukcesu negocjacyjnego w ciągu kilku dni złoty umocnił się aż do poziomu 4,10. Od połowy lipca aż do końca sierpnia eurozłoty zaczął jednak ponownie rosnąć wraz ze wzrostem obaw o skutki spowolnienia w Chinach na inne rynki wschodzące oraz rosnącymi oczekiwaniami na rychłe podwyżki stóp procentowych w USA. W efekcie na początku września EUR/PLN osiągnął okolice 4,26. Do posiedzenia FOMC w dniach 16-17 września złoty stopniowo zyskiwał na wartości wobec euro wraz z mnożącymi się wątpliwościami czy sytuacja w Chinach nie powstrzyma Fed-u przed podwyżkami stóp co pozwoliło eurozłotemu przekroczyć nawet poziom 4,20. W związku z sugestiami Fed-u, że brak podwyżek stóp nie oznacza rezygnacji z podwyżek w 2015 roku kurs EUR/PLN do końca kwartału ponownie zaczął rosnąć i zakończył go na poziomie 4,25.

## PROGNOZY KWARTALNE NA 2015 ROK

PROGNOZA BIURA STRATEGII RYNKOWYCH (kurs rynkowy na koniec okresu)					
	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15
EUR/USD	1,23 (1,21)	1,20 (1,07)	1,05 (1,11)	1,08 (1,12)	1,10
EUR/PLN	4,26 (4,29)	4,19 (4,08)	4,08 (4,19)	4,25 (4,25)	4,27
USD/PLN	3,46 (3,54)	3,49 (3,79)	3,89 (3,76)	3,93 (3,80)	3,88
CHF/PLN	3,52 (3,56)	3,49 (3,90)	3,81 (4,02)	4,01 (3,90)	3,86
EUR/CHF	1,21 (1,20)	1,20 (1,04)	1,07 (1,04)	1,06 (1,09)	1,10

Zródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters

## EUR/USD W IV KWARTALE POD WPŁYWEM PIERWSZEJ OD LAT PODWYŻKI STÓP W USA

Dla wyciągnięcia wniosków odnośnie kształtowania się kursu EUR/USD w 2015 roku posłużymy się modelem o nieco zmodyfikowanej strukturze w stosunku do naszego modelu realnego kursu EUR/CHF z Raportu Specjalnego „EUR/CHF – powolna deprecjacja franka do końca 2015 roku” z dnia 24 marca 2015 roku. Strukturę modelu opisuje równanie (1) oraz **Tabela 1**.

$$(1) \ln(eurusd_t^{cpi}) = 0,33217 + 0,83409 \ln\left(\frac{exp_t^{EZ}}{imp_t^{EZ}} / \frac{exp_t^{US}}{imp_t^{US}}\right) + 0,77326 \ln\left(\frac{S_t^{US,cpi}}{q_t^{US,ppi}} / \frac{S_t^{EZ,cpi}}{q_t^{EZ,ppi}}\right) + 1,6448 \ln\left(\frac{m_t^{EZ,cpi}}{m_t^{US,cpi}}\right) + \varepsilon_t$$

Adj.  $R^2 = 0,8383$

Jarque – Bera test = 1,3134 {0,5190}

Breusch – Godfrey LM test = -107,38 {1,0000}; Breusch – Pagan – Godfrey test = 0,30989 {0,7800}

Tabela 1. Zmienne modelu realnego EUR/USD

Zmienna	Parametr	(Błąd standardowy)	{Prawdopodobieństwo}
<i>stała</i>	0,33217	(0,01179)	{0,0000}
$\ln\left(\frac{exp_t^{EZ}}{imp_t^{EZ}} / \frac{exp_t^{US}}{imp_t^{US}}\right)$	0,83409	(0,28357)	{0,0004}
$\ln\left(\frac{s_t^{US,cpi}}{q_t^{US,ppi}} / \frac{s_t^{EZ,cpi}}{q_t^{EZ,ppi}}\right)$	0,77326	(0,05865)	{0,0000}
$\ln\left(\frac{m_t^{EZ,cpi}}{m_t^{US,cpi}}\right)$	1,64480	(0,10427)	{0,0000}

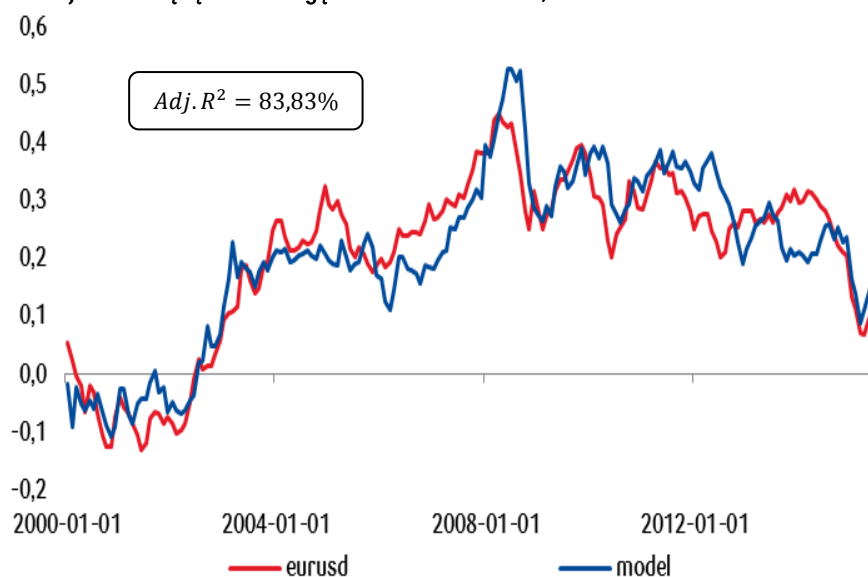
\*Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [1-(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS - Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Objaśnienia:  $eurusd_t^{cpi}$  - logarytm kursu EUR/USD urealniony indeksami CPI strefy euro i USA w okresie t;  $\frac{exp_t^{EZ}}{imp_t^{EZ}}$  - iloraz cen eksportowych i importowych strefy euro (*terms of trade*) w okresie t;  $\frac{exp_t^{US}}{imp_t^{US}}$  - iloraz cen eksportowych i importowych USA (*terms of trade*) w okresie t;  $\frac{s_t^{US,cpi}}{q_t^{US,ppi}}$  - iloraz amerykańskiego indeksu giełdowego MSCI oraz amerykańskiej produkcji przemysłowej w okresie t oczyszczony efektem Balassy-Samuelsona reprezentowanym przez relację amerykańskich cen CPI i PPI;  $\frac{s_t^{EZ,cpi}}{q_t^{EZ,ppi}}$  - iloraz europejskiego indeksu giełdowego MSCI oraz produkcji przemysłowej w okresie t, oczyszczony efektem Balassy-Samuelsona reprezentowanym przez relację cen CPI i PPI strefy euro;  $\frac{m_t^{EZ,cpi}}{m_t^{US,cpi}}$  - iloraz realnego popytu na kredyt w strefie euro i USA urealniony odpowiednimi indeksami cen konsumentów w okresie t;  $\varepsilon_t$  - zmienna losowa w okresie t;  $\ln$  - logarytm naturalny.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

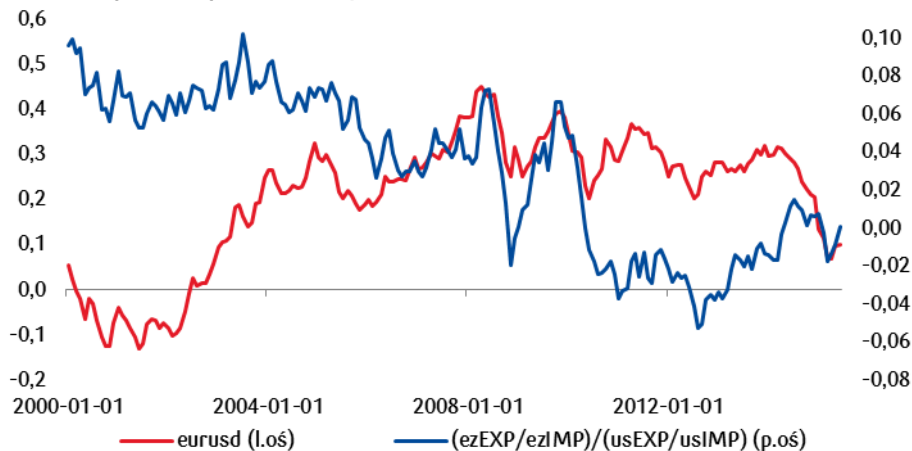
Graficzny rezultat modelowania przedstawia **Wykres 1**. Komponenty składowe modelu realnego eurodolara w formie graficznej przedstawiają **Wykres 2**, **Wykres 3** oraz **Wykres 4**.

**Wykres 1. Realny EUR/USD na tle naszego modelu (skala logarytmiczna). Nasz model wskazuje na bieżącą równowagę kursu w okolicach 1,17.**



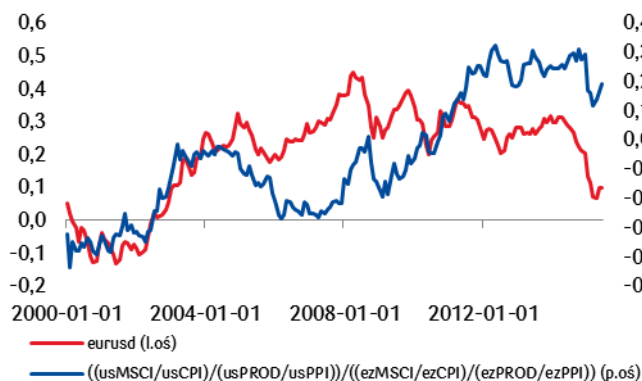
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 2. Realny EUR/USD na tle równowagi handlu zagranicznego. Równowaga handlu zagranicznego wskazuje, że dolar jest przewartościowany, co potencjalnie działa na niekorzyść amerykańskich eksporterów.**



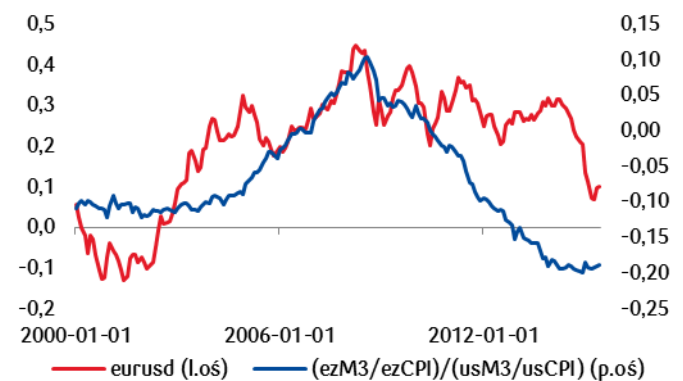
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 3. Realny EUR/USD na tle relatywnej równowagi rynków giełdowych USA i strefy euro. Równowaga rynków giełdowych sprzyja aprecjacji euro względem dolara.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 4. Realny EUR/USD na tle relatywnego popytu na kredyt w strefie euro i USA. Aktualne poziomy relacji popytu na kredyt w strefie euro i USA wskazują na dalszą aprecjację dolara.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Analizując szczegółowo części składowe naszego modelu realnego EUR/USD,

paritet *terms of trade* dla strefy euro i USA  $\left(\frac{exp_t^{EZ}}{imp_t^{EZ}} / \frac{exp_t^{US}}{imp_t^{US}}\right)$ , jest przybliżoną

miarą równowagi handlu zagranicznego. Iloraz realny indeks giełdowy

MSCI/realna produkcja przemysłowa USA względem strefy euro  $\left(\frac{S_t^{US,cpi}}{d_t^{US,ppi}} / \frac{S_t^{EZ,cpi}}{d_t^{EZ,ppi}}\right)$ ,

reprezentuje relatywną równowagę rynków giełdowych. Produkcja przemysłowa jest miesięcznym przybliżeniem kwartalnych danych o PKB. Szybsze tempo wzrostu realnych cen giełdowych w stosunku do tempa wzrostu realnej produkcji przemysłowej jest wskaźnikiem giełdowej „bańki spekulacyjnej” – im większa „bania spekulacyjna” w danym kraju tym słabsza dana waluta, gdyż silnej nierównowadze wzrostu cen aktywów w stosunku do wzrostu gospodarczego towarzyszy zwykle zbyt luźna polityka monetarna, która osłabia również walutę.

Iloraz  $\left(\frac{m_t^{EZ,cpi}}{m_t^{US,cpi}}\right)$  reprezentuje relację popytu na kredyt w strefie euro i USA. W

naszym modelu przyjmujemy, że popyt na kredyt jest odwrotnością podaży kredytu (w naszym modelu odwrotnością M3) przez co jego wzrost w czasie jest pozytywny dla danej waluty, gdyż wiąże się z takimi czynnikami jak m.in. wzrost PKB. Wzrost popytu na kredyt może się również wiązać z popytem na kredyt generowanym przez proces tworzenia „banipek spekulacyjnych” zakładamy jednak, że wzrost realnego popytu na kredyt sam w sobie nie jest zagrożeniem (gdyż może być generowany również przez szybszy wzrost gospodarczy) o ile nie

Nasz model realnego EUR/USD wskazuje, że bieżąca równowaga tego kursu znajduje się w okolicach poziomu 1,17.



proceedzi do nadmiernego wzrostu cen aktywów – efekt nadmiernego wzrostu cen aktywów (również pod wpływem wzrostu popytu na kredyt) jest jednak już zawarty w naszym modelu przez relację  $\left(\frac{s_t^{US,cpi}}{q_t^{US,ppi}} / \frac{s_t^{EZ,cpi}}{q_t^{EZ,ppi}}\right)$ .

Nasz model realnego kursu EUR/USD wskazuje, że bieżący kurs równowagi tej pary walutowej znajduje się w okolicach 1,17. Z porównania wykresów przedstawiających zmienne modelu (**Wykres 2, Wykres 3, Wykres 4**) wynika, że EUR/USD przekroczył już poziom równowagi sfery realnej reprezentowanej przez równowagę handlu zagranicznego a presja na dalszą aprecjację dolara wobec euro jest stymulowana przede wszystkim przez aktualną równowagę rynków kredytowych. Na niekorzyść dolara działa natomiast równowaga rynków kapitałowych.

Ponieważ równowaga rynku giełdowego i kredytowego jest w dużym stopniu kształtowana przez polityki banków centralnych z tego powodu warto się bliżej przyjrzeć przesłankom stojącym za decyzjami Fed-u i EBC oraz przeanalizować dalszą perspektywę polityk monetarnych tych dwóch instytucji.

Nasz model wskazuje, że presja na aprecjację dolara wobec euro jest stymulowana przede wszystkim przez aktualną równowagę rynków kredytowych, a nie równowagę rynku towarowego czy kapitałowego.

### Polityka monetarna Fed-u: podwyżka stóp procentowych w IV kwartale powinna utrzymać wartość dolara w okolicach poziomu 1,10.

Celem analizy bieżącej polityki Fed-u skonstruowaliśmy Regułę Taylora oraz Regułę Mankiwa.

Reguła Taylora jest regułą *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**).

Tabela 2. Estymacje stopy 3 miesięcznych bonów skarbowych USA za pomocą Reguły Taylora *forward looking* oraz Reguły Mankiwa w okresie I kwartał 1990 – IV kwartał 2008.

$R_t$	$a_0, b_0$ (błąd st.) {prawdop.}	$\beta_\pi, \beta_y$ (błąd st.) {prawdop.}	$\beta_u$ (błąd st.) {prawdop.}	$R^2$
<b>Reguła Taylora zbudowana w oparciu o indeks CPI i lukę bezrobocia</b>				
$R_t = a_0 + \beta_\pi(\pi_{t+4} - \pi^*) + \beta_y(u_t - u_t^*)$	3,7550 (0,09516) {0,0000}	2,27263 (0,1264) {0,0000}	-1,54218 (0,09665) {0,0000}	0,8628861
<b>Reguła Mankiwa zbudowana w oparciu o bazowy indeks CPI i stopę bezrobocia</b>				
$R_t = b_0 + \beta_y \frac{\pi_t^{core}}{u_t}$	-1,22736 (0,2439) {0,0046}	10,3460 (0,5692) {0,0000}	- - -	0,6525074

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

Objaśnienia:  $R_t$  - estymowana stopa procentowa - stopa bonów skarbowych USA (3M);  $\pi_t$  - inflacja w okresie

$t$ ,  $\pi_t^{core}$  - inflacja bazowa w okresie  $t$ ,  $\pi^*$  - cel inflacyjny; 2,5%;  $u_t$  - stopa bezrobocia w okresie  $t$ ,  $u_t^*$  - naturalna stopa bezrobocia (*NAIRU, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) w okresie  $t$ ,

$\beta_\pi, \beta_y, \beta_u$  - parametry zmiennych.

Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

Ze względu na prowadzoną przez Fed politykę zerowych stóp procentowych (*ZIRP – Zero Interest Rate Policy*) parametry reguł zostały oszacowane jedynie dla szeregów czasowych kończących się na IV kwartale 2008 roku. Wartości Reguły Taylora oraz Reguły Mankiwa 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 modeli teoretycznych do rzeczywistych wartości stopy procentowej w sytuacji, gdy dostosowania w sferze realnej kształtujące modelowaną stopę teoretyczną wskazywałyby na wartości poniżej poziomu 0%.

Estymowane przez nas reguły dla polityki monetarnej Fed-u (Reguła Taylora oraz Mankiwa) wskazują na konieczność rychłych podwyżek stóp procentowych w USA.

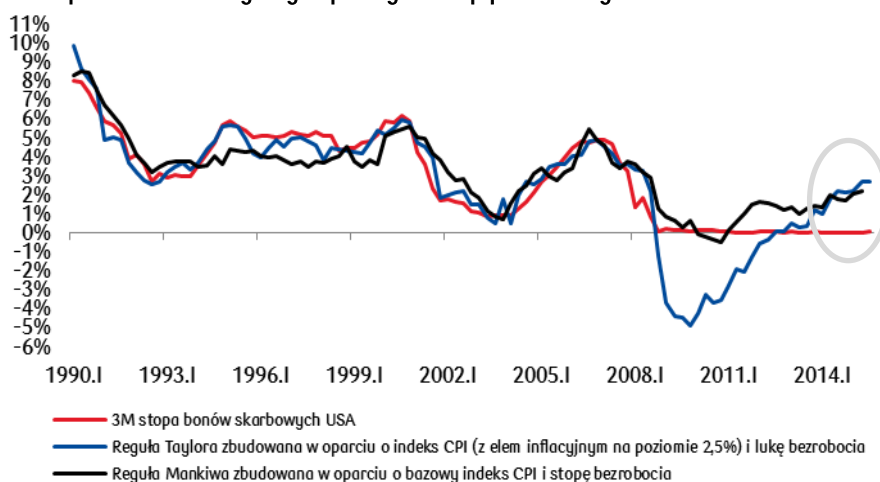
Reguła Mankiwa jest regułą *current looking* opartą podobnie jak esymowana Reguła Taylora na danych *real time*. W przeciwieństwie do Reguły Taylora nie odnosi się do wyznaczonych targetów polityki monetarnej takich jak cel inflacyjny czy potencjalny PKB ale skupia się przede wszystkim na relatywnej dynamice zmian inflacji bazowej względem stopy bezrobocia. W obu regułach zamiast podstawowej stopy procentowej Fed-u (*federal funds rate*) zastosowano w praktyce nieco mniej wygładzoną trzymiesięczną stopę bonów skarbowych USA (*3-month treasury bill*).

Wskazania Reguły Taylora oraz Reguły Mankiwa na poziomie ok. 2,5% przy założeniu obowiązywania suboptymalnej ścieżki normalizacji stóp procentowych zarysowanej jeszcze podczas kadencji B. Bernanke oznaczają, że w perspektywie kolejnych kwartałów Fed może dokonać najwyżej kilku podwyżek stóp procentowych po 25 pb każda.

Rezultaty modelowania Reguły Taylora oraz Reguły Mankiwa w formie graficznej przedstawia **Wykres 5**.

Domknięcie luki deflacyjno-recesyjnej w amerykańskiej gospodarce (obszar ujemnych wartości Reguły Taylora oraz Reguły Mankiwa na **Wykresie 5**) oznacza, że amerykańska gospodarka nie potrzebuje już dalszej ekspansji ilościowej, a bieżące teoretyczne poziomy Reguły Taylora i Reguły Mankiwa wskazują wręcz na konieczność rychłych podwyżek stóp procentowych. Jak pokazują **Wykres 6** oraz **Wykres 7** dojście do tego etapu było możliwe dzięki wzrostom cen nieruchomości oraz aktywów finansowych.

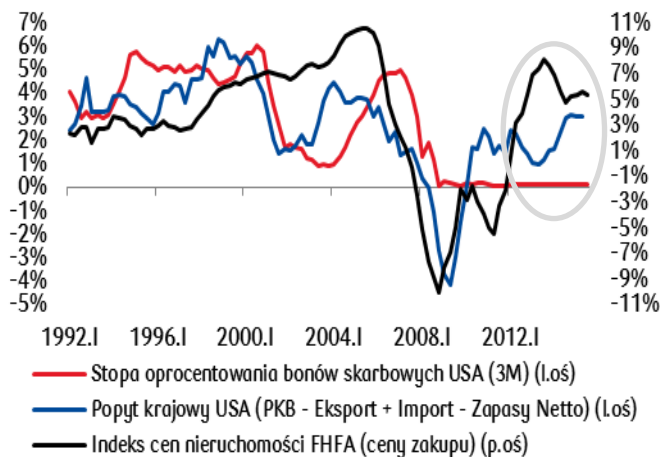
**Wykres 5. Reguła Taylora dla polityki Fed-u skonstruowana na bazie inflacji CPI, założonego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% oraz luki bezrobocia wyliczonej w oparciu o naturalną wg CBO (Congressional Budget Office) stopę bezrobocia oraz Reguła Mankiwa wyliczona w oparciu o bazową inflację CPI oraz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



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

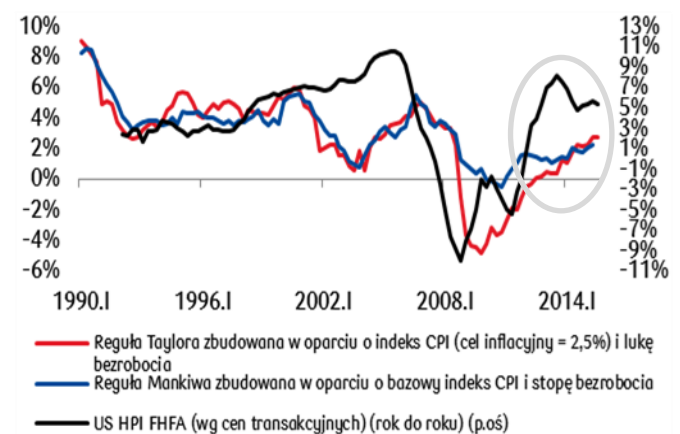
W obliczu wysokiego zadłużenia amerykańskiego rządu po 2008 roku, które uniemożliwiało znaczącą ekspansję fiskalną, luzowanie ilościowe Fed-u oraz będący jego pośrednim następstwem „efekt majątkowy” rosnących cen aktywów były de facto jedynymi efektywnymi instrumentami pobudzania koniunktury w USA. Dzięki domknięciu luki deflacyjno-recesyjnej popyt wewnętrzny gospodarki USA jest w mniejszym stopniu niż wcześniej uzależniony od cen aktywów finansowych i nieruchomości przez co może on rosnąć nawet w warunkach ewentualnej stagnacji lub spadku ich cen. Na gotowość amerykańskiej gospodarki na podwyżki stóp procentowych wskazuje również sytuacja na amerykańskim rynku pracy co pokazują **Wykres 8**, **Wykres 9** oraz **Wykres 10**.

**Wykres 6. 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 niż wcześniej zależny od cen aktywów przez co może on rosnąć nawet w warunkach ewentualnej stagnacji lub spadku cen na amerykańskim rynku aktywów finansowych i nieruchomości.



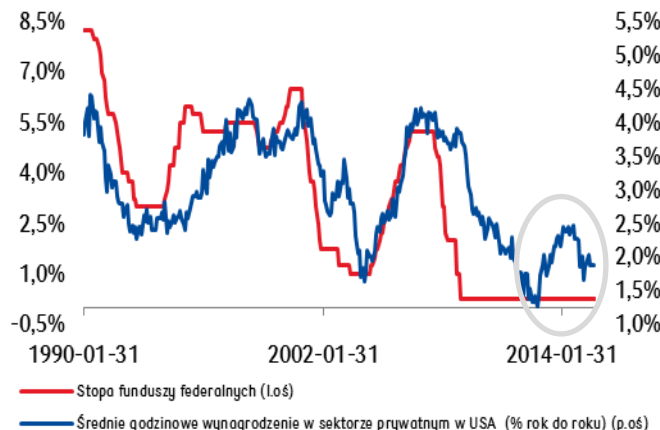
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 7. Amerykański indeks cen nieruchomości na tle Reguła Taylora i Mankiwa.** Rosnące ceny aktywów poprzez tzw. efekt majątkowy pomogły wyciągnąć amerykańską gospodarkę z kryzysu umożliwiając rozpoczęcia procesu normalizacji polityki gospodarczej.



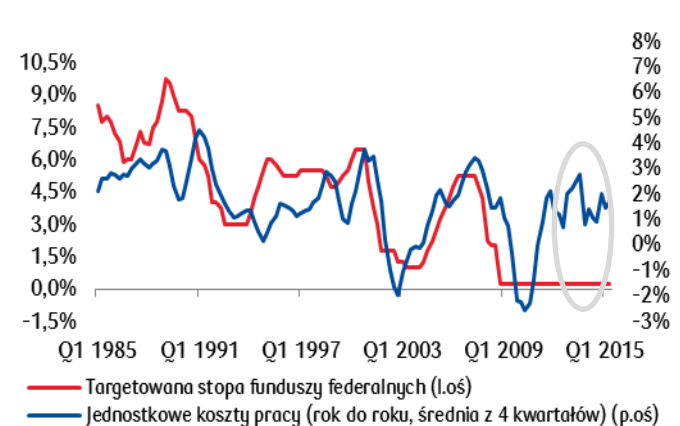
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 8. Targetowana stopa funduszy federalnych na tle średniego wynagrodzenia godzinowego w sektorze prywatnym (% rok do roku).** Wzrost wynagrodzeń w amerykańskim sektorze prywatnym sprzyja podwyżkom stóp procentowych w USA.



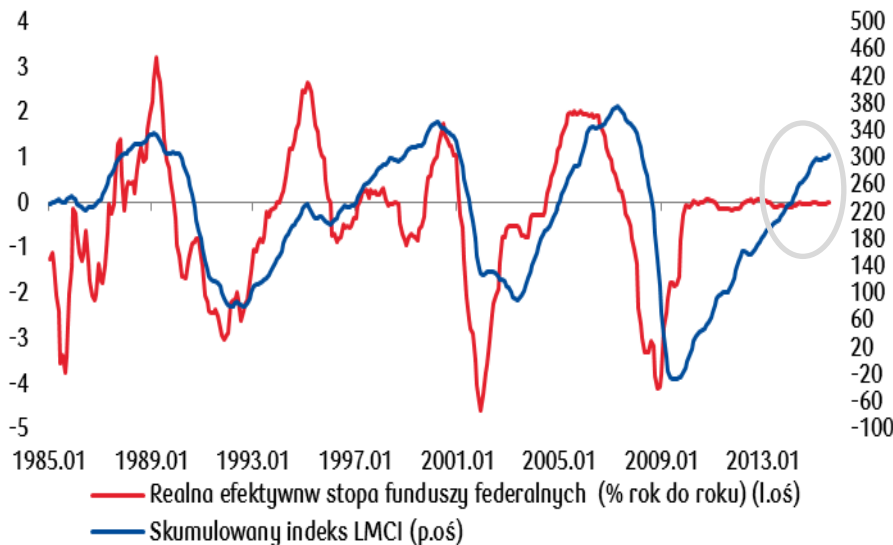
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 9. Stopa funduszy federalnych na tle jednostkowych kosztów pracy sektora pozarolniczego USA.** Poziom jednostkowych kosztów pracy w Stanach Zjednoczonych sprzyja podwyżkom stóp procentowych.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

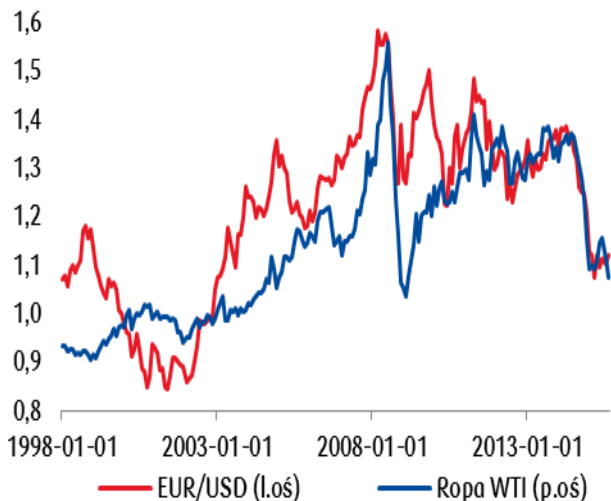
**Wykres 10. Realna efektywna Stopa Funduszy Federalnych na tle skumulowanego indeksu LMCI (Labour Market Conditions Index) Fed-u. Bieżące wskazania wdrożonego przez Fed indeksu LMCI sugerują konieczność podwyżek stóp procentowych.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

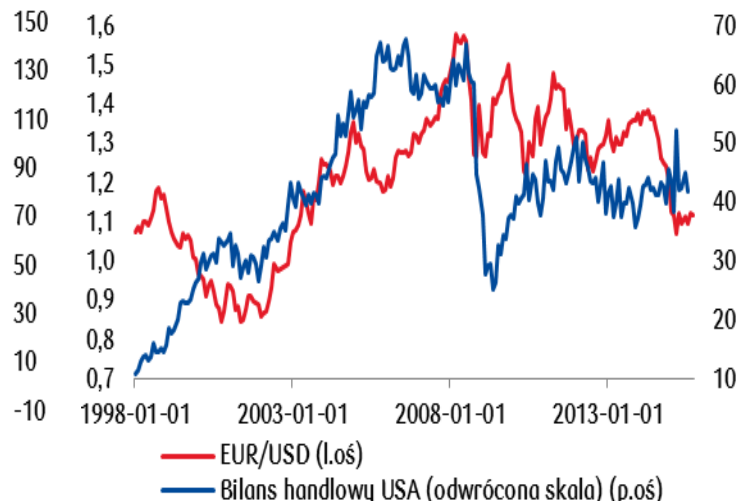
Podwyżki stóp procentowych w wykonaniu Fed-u będą prawdopodobnie przebiegać dużo wolniej niż to wynika ze wskazań reguł polityki monetarnej. Fed początkowo sygnalizował, że ewentualne zmiany stóp procentowe będą zależały od trzech czynników: stabilizacji cen energii, dolara oraz dalszej poprawy na amerykańskim rynku pracy. Amerykański rynek pracy jest w bardzo dobrej kondycji o czym świadczą **Wykres 8**, **Wykres 9** oraz **Wykres 10**. Natomiast jak pokazuje **Wykres 11** spadające ceny ropy mogą tłumić oczekiwania inflacyjne a dalsza aprecjacja dolara pogarszać konkurencyjność amerykańskich eksporterów (**Wykres 12**) co wskazuje, że Fed będzie starał się zachować daleko idącą powściągliwość w kwestii tempa podwyższania stóp procentowych.

**Wykres 11. Eurodolar na tle cen ropy WTI. Niskie ceny ropy naftowej poprzez oddziaływanie na inflację mogą zmniejszać zapał Fed-u do szybkiego podwyższania stóp procentowych.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 12. Eurodolar na tle bilansu handlowego USA. Silny wzrost wartości dolara względem euro spowodował znaczny wzrost deficytu bilansu handlowego USA oraz przyczynił się do ostudzenia zapału Fed-u co do tempa podwyżek stóp procentowych. Obawy przed zbyt dużym umocnieniem dolara mogą zniechęcać Fed do szybkiego podnoszenia stóp.**

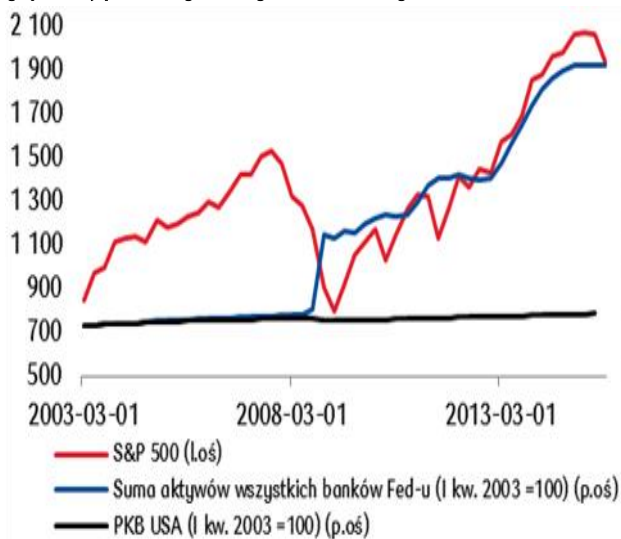


Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Rezerwa Federalna raczej jednak nie zrezygnuje ze stopniowego zacieśniania polityki monetarnej. Domknięcie luki deflacyjno-recesyjnej (**Wykres 5, Wykres 7**) oznacza, że amerykańska gospodarka nie potrzebuje już od efektu majątkowego rosnących cen aktywów aby notować wzrost. Ponieważ w ostatnich latach ich ceny rosły bardziej w rytm wzrostu bilansu Fed-u niż amerykańskiego PKB stąd ich dalszy wzrost może okazać się niebezpieczny, gdyż może doprowadzić do kolejnej bańki spekulacyjnej jak ta która pękła w 2008 roku. Fed musi więc stopniowo zacieśniać politykę monetarną ale równocześnie nie może tego robić zbyt szybko, aby nie doprowadzić do zbyt gwałtownego „wyłączenia” efektu majątkowego poprzez sprowokowanie silnej przeceny na rynku aktywów finansowych i rynku nieruchomości. Sytuację dodatkowo utrudnia również spowolnienie gospodarki Chin oraz zawirowania na tamtejszym rynku finansowym (**Wykres 14**). W tym kontekście zakładamy, że Fed dokona pierwszej podwyżki stóp procentowych dopiero w grudniu bieżącego roku, a kolejnej dopiero w drugim kwartale 2016 roku, aby dać rynkom finansowym i amerykańskiej gospodarce czas na akomodację.

Fed musi stopniowo zacieśniać politykę monetarną, aby nie dopuścić do powstania kolejnej bańki spekulacyjnej ale równocześnie nie może tego robić zbyt szybko, aby nie doprowadzić do zbyt gwałtownego umocnienia dolara a także „wyłączenia” efektu majątkowego poprzez sprowokowanie silnej przeceny na rynku aktywów.

**Wykres 13. Indeks giełdowy S&P 500 na tle sumy aktywów banków systemu Rezerwy Federalnej i PKB USA.** W ostatnich latach amerykańska giełda rosła bardziej w rytm wzrostu aktywów Fed-u niż PKB. Fed jednak prawdopodobnie nie zdecyduje się na szybkie tempo podwyższania stóp procentowych, aby nie spowodować zbyt gwałtownego „wyłączenia” efektu majątkowego poprzez sprowokowanie głębokiej przeceny amerykańskich aktywów.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 14. Amerykański indeks S&P 500 na tle chińskiego indeksu Shanghai Composite.** Spowolnienie gospodarcze w Chinach oraz gwałtowne spadki na chińskiej giełdzie stwarzają ryzyko silnej przeceny na giełdach w USA, czego Fed wolałby raczej uniknąć przez co nie będzie narzucał zbyt dużego tempa podwyżek stóp procentowych.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

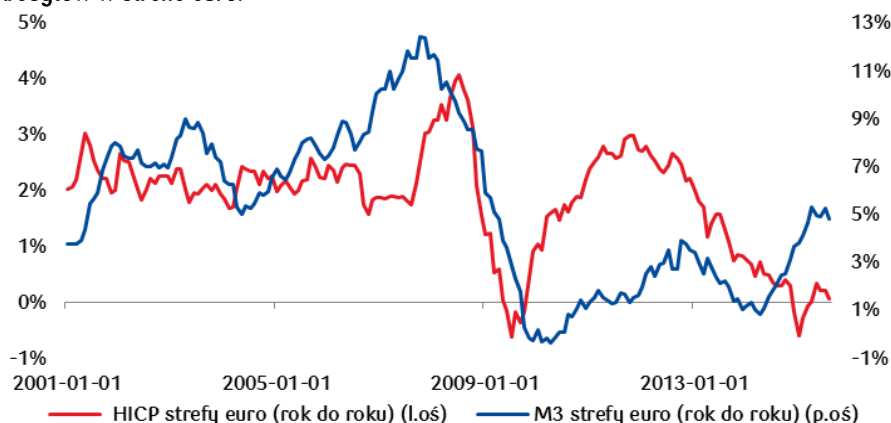
## Polityka monetarna EBC w IV kwartale w cieniu podwyżek stóp procentowych w USA.

Spadająca podaż kredytów oraz narastająca presja deflacyjna spowodowały obniżenie podstawowych stóp procentowych do 0%, stopy depozytowej poniżej 0% oraz uruchomienie programu TLTRO i skupu ABS-ów przez EBC. Ich słabe rezultaty skłoniły EBC do podjęcia dalszych działań luzujących politykę monetarną. Ekspansja ilościowa EBC wpłynęła na poprawę dynamiki podaży kredytu w strefie euro (**Wykres 15**). M. Draghi zapowiedział, że limitem dla ewentualnej ekspansji ilościowej EBC będzie poziom bilansu banku centralnego z końca 2012 roku stąd biorąc pod uwagę jego aktualne poziomy należy oczekiwać, że wzrośnie on o ok. 1 – 1,2 bln euro. Wzrost bilansu EBC do końca 2012 roku odbywał się przede wszystkim poprzez ekspansję bazy monetarnej. Relatywna baza monetarna Fed-u względem EBC silnie oddziaływała na kurs

Zapowiadany przez M. Draghi’ego wzrost bilansu EBC do poziomów z końca 2012 roku jest już zdyskontowany przez rynek EUR/USD.

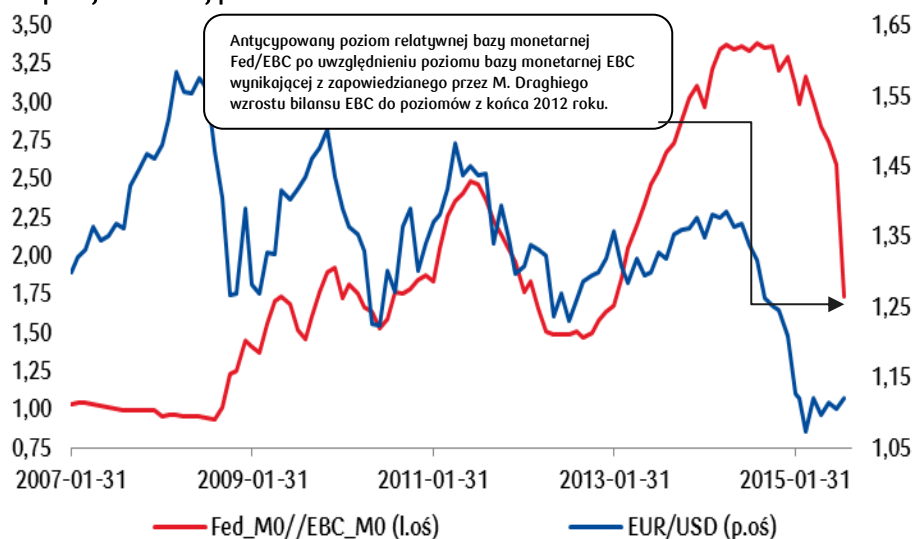
eurodolara po 2008 roku (**Wykres 16**). Bieżące poziomy relatywnej bazy monetarnej Fed/EBC wskazują na dużo wyższe poziomy kursu EUR/USD niż aktualnie rynkowe, jeżeli jednak uwzględnić zapowiadany przez Mario Dragiego potencjalny limit wzrostu bilansu EBC, oraz adekwatny do tego wzrost bazy monetarnej EBC do poziomów z końca 2012 roku wówczas okazuje się, że rynek eurodolara w dużym stopniu zdyskontował już antycypowany wzrost bilansu i bazy monetarnej EBC (przy założeniu, że zgodnie z zapowiedzią Fed nie będzie się pozbywał zakupionych aktywów po zakończonej ekspansji ilościowej, tylko czekał do ich zapadnięcia). Pogarszające się wskaźniki inflacyjne w strefie euro spowodowały, że w ostatnim czasie rynki finansowe zaczęły spekulować na temat dalszego rozszerzenia programu skupu aktywów przez EBC. Gdyby EBC zdecydował się na taki ruch wówczas kurs EUR/USD zapewne zacząłby dalej spadać w kierunku parytetu, zakładamy jednak, że EBC nie zdecyduje się na takie posunięcie w najbliższym czasie gdyż:

**Wykres 15. Agregat M3 strefy euro na tle inflacji CPI (oba w skali rok do roku).**  
Uruchomienie ekspansji ilościowej przez EBC wpłynęło na poprawę dynamiki podaży kredytów w strefie euro.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 16. Relatywna baza monetarna Fed/EBC na tle kursu EUR/USD. Zmiany bazy monetarnej Fed-u i EBC po 2008 roku silnie wpływały na zmiany kursu eurodolara. Zapowiedziany przez M. Draghi'ego wzrost bilansu EBC do poziomów z końca 2012 roku jest już w dużym stopniu zdyskontowany przez rynek eurodolara. Dalsze zmiany kursu EUR/USD będą zależeć zarówno od oczekiwań na wzrost stóp procentowych w USA jak i oczekiwań ewentualnego rozszerzenia programu ekspansji ilościowej przez EBC.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

- niedługo Fed może zacząć podnosić stopy procentowe co poprzez wpływ na wartość dolara może pomóc również europejskim eksporterom i tym samym poprawić kondycję gospodarki strefy euro,
- opór Niemiec może sprawić, że trudno będzie szybko doprowadzić do zwiększenia ekspansji ilościowej EBC.

W efekcie do końca 2015 roku EBC raczej nie wyjdzie z nową inicjatywą zwiększenia skali ekspansji ilościowej przez co bieżąca formuła ekspansji ilościowej EBC raczej nie powinna ulec na najbliższym czasie większym zmianom.

### Podsumowanie prognoz kursu EUR/USD na IV kwartał

- Wskazania naszego modelu behawioralnego realnego EUR/USD sugerują, że bieżąca równowaga tego kursu znajduje się w okolicach 1,17. Nie wyklucza to jednak przejściowego umocnienia dolara wobec euro poniżej tego poziomu w wyniku rosnących oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w USA w grudniu.
- Ekspansja ilościowa EBC w dotychczasowej formule (obliczonej na zwiększenie bilansu banku centralnego do stanu z końca 2012 roku) jest już w dużym stopniu zdyskontowana przez rynek eurodolara. Zakładamy, że EBC raczej nie wyjdzie z nową inicjatywą zwiększenia skali ekspansji ilościowej w IV kwartale przez co do końca 2015 roku nic się nie zmieni w tej kwestii.
- Zakładamy, że Fed dokona pierwszej podwyżki stóp w grudniu a następną dopiero w II kwartale 2016 roku. Z perspektywy wpływu na kurs EUR/USD oznacza to, że powinien się osłabić w IV kwartale a w I kwartale 2016 roku nieco odreagować w górę.

Mając w perspektywie podwyżki stóp procentowych w USA, które pośrednio mogą osłabić euro i w ten sposób wzmocnić konkurencyjność gospodarki strefy euro, EBC będzie zwlekał z dalszym rozszerzeniem ekspansji ilościowej przez co aktualna jej formuła do końca bieżącego roku raczej nie powinna ulec większym zmianom.

## EUR/PLN – SPOWALNIAJĄCE CHINY ORAZ PODWYŻKI STÓP W USA BĘDĄ OSŁABIAĆ ZŁOTEGO DO KOŃCA ROKU

Dla wyciągnięcia wniosków odnośnie kształtowania się kursu EUR/PLN w 2015 roku skonstruowaliśmy model realnego kursu EUR/PLN. Strukturę modelu opisuje równanie (2) oraz **Tabela 3**.

$$(2) \quad \ln(eurpln_t^{cpi}) = 2,00814 + 1,92279 \ln \left( \frac{ppi_t^{PL}}{cpi_t^{PL}} / \frac{ppi_t^{EZ}}{hicp_t^{EZ}} \right) + 0,11222 \ln \left( \frac{S_t^{EZ,cpi}}{S_t^{PL,cpi}} \right) + \varepsilon_t$$

$$Adj. R^2 = 0,7086$$

$$Jarque - Bera test = 2,8047 \{0,2460\}$$

$$Breusch - Godfrey LM test = -83,1531 \{1,0000\};$$

$$Breusch - Pagan - Godfrey test = 0,1212 \{0,6220\}$$

Tabela 1. Zmienne modelu realnego EUR/PLN

Zmienna	Parametr	(Błąd standardowy)	{Prawdopodobieństwo}
<i>stała</i>	2,00814	(0,29575)	{0,0000}
$\ln\left(\frac{ppi_t^{PL}}{cpi_t^{PL}} / \frac{ppi_t^{EZ}}{hici_t^{EZ}}\right)$	1,92279	(0,23006)	{0,0000}
$\ln\left(\frac{S_t^{EZ,cpi}}{S_t^{PL,cpi}}\right)$	0,11222	(0,05508)	{0,0430}

\*Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [I~(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Objaśnienia:  $eurpln_t^{cpi}$  – kurs EUR/PLN urealniony indeksami CPI strefy euro i Polski w

okresie t;  $\frac{ppi_t^{PL}}{cpi_t^{PL}}$  – iloraz polskich cen producentów i konsumentów w okresie t;

$\frac{ppi_t^{EZ}}{hici_t^{EZ}}$  – iloraz cen producentów i konsumentów strefy euro w okresie t;  $\frac{S_t^{EZ,cpi}}{S_t^{PL,cpi}}$

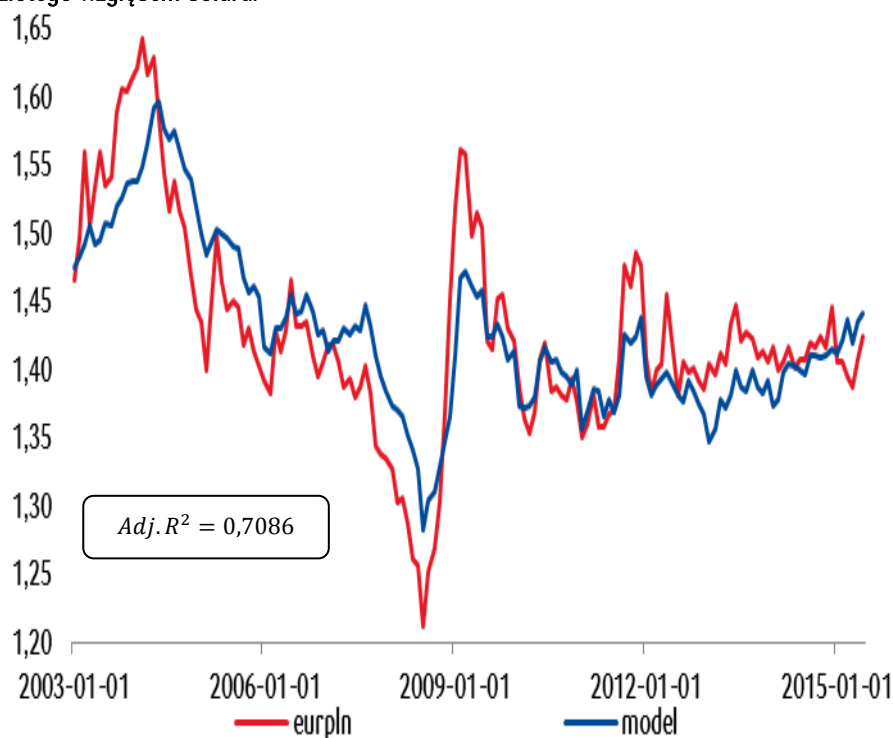
– iloraz indeksów giełdowych MSCI strefy euro i Polski w okresie t urealniony indeksami CPI strefy euro i Polski;  $\varepsilon_t$  – zmienna losowa w okresie t;  $\ln$  – logarytm naturalny.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Graficzny rezultat modelowania równania (1) przedstawia **Wykres 1**.

Części składowe modelu realnego EUR/PLN prezentują **Wykres 2** oraz **Wykres 3**.

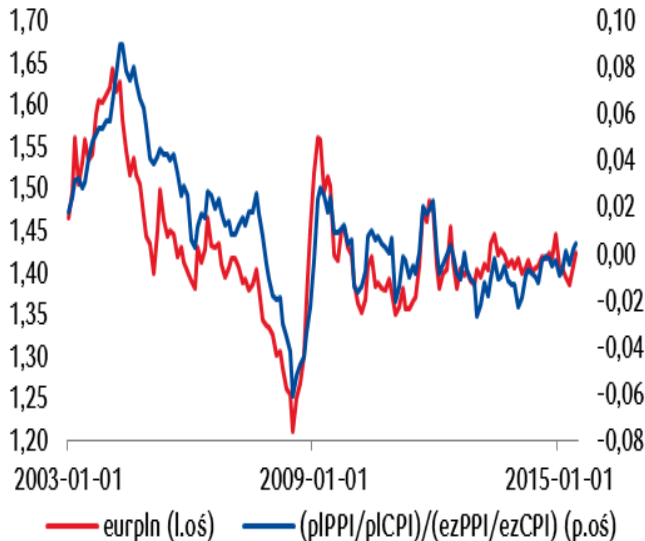
**Wykres 17. Realny kurs EUR/PLN na tle modelu (skala logarytmiczna). Nasz model realnego kursu EUR/PLN aktualnie wskazuje na mały potencjał do aprecjacji polskiego złotego względem dolara.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

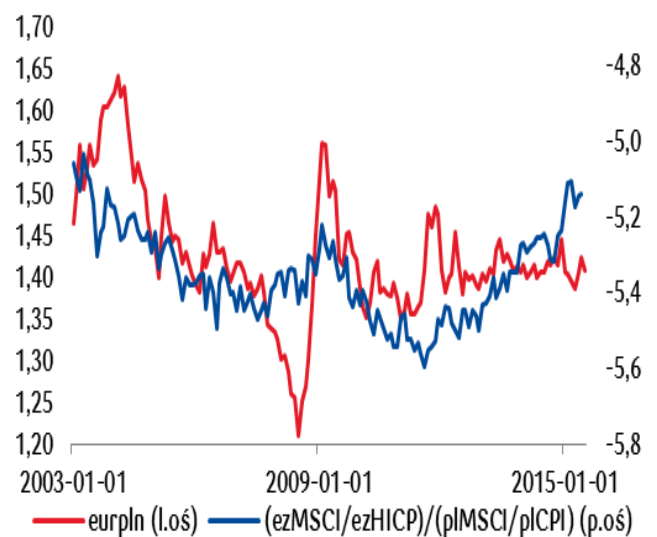


**Wykres 18. Realny EUR/PLN na tle iloczynu ilorazów cen PPI/CPI Polski i strefy euro. Bieżąca równowaga sfery realnej wskazuje na kontynuację trendu deprecjacji złotego do końca 2015 roku.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 19. Realny EUR/PLN na tle realnego ilorazu indeksów giełdowych USA i Polski. Bieżąca równowaga rynków finansowych nie sprzyja złotemu.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Analizując szczegółowo części składowe naszego modelu realnego EUR/PLN, relacja  $\left(\frac{ppi_t^{PL}}{cpi_t^{PL}} / \frac{ppi_t^{EZ}}{cpi_t^{EZ}}\right)$ , jest przybliżoną miarą relatywnej równowagi sfery realnej w Polsce i strefie euro. Reprezentuje ona tzw. efekt Balassy-Samuelsona, gdyż im niższe ceny producentów względem cen konsumentów w danym kraju tym silniejsza dana waluta i odwrotnie. Wynika to z faktu, że wraz ze wzrostem gospodarczym i wzrostem popytu ceny konsumpcyjne rosną szybciej niż ceny producentów. Iloraz realnych indeksów MSCI strefy euro względem polski  $\left(\frac{s_t^{EZ,cpi}}{s_t^{PL,cpi}}\right)$ , reprezentuje relatywną równowagę rynków giełdowych, która w modelu reprezentuje ogólną równowagę rynków finansowych. Pozytywny efekt dla waluty danego kraju jest osiągany w warunkach, gdy rynek giełdowy w jednym kraju rośnie relatywnie szybciej niż w drugim.

Nasz model wskazuje na dalszą deprecjację złotego w perspektywie końca 2015 roku. Takim scenariuszowi powinny sprzyjać oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA (**Wykres 5, Wykres 6, Wykres 7, Wykres 8, Wykres 9, Wykres 10**) oraz spowolnienie w Chinach (**Wykres 20**), które uderza w sentyment inwestycyjny wobec wszystkich walut rynków wschodzących, w tym również wobec polskiego złotego. Oddziaływanie tych dwóch czynników na polskiego złotego dokonuje się głównie poprzez zmiany na polskim rachunku kapitałowym i finansowym (**Wykres 21**). M. in. z tego powodu chociaż spowolnienie w Chinach powoduje spadek globalnego popytu na surowce, co dla Polski jako kraju słabo powiązanego gospodarczo z Chinami i będącego równocześnie importem surowców energetycznych jest korzystne, gdyż poprawia *terms of trade* a pośrednio również saldo na rachunku bieżącym, to już oddziaływanie spowolnienia w Chinach na sentyment inwestycyjny wobec rynków wschodzących powoduje odpływ kapitału zagranicznego z Polski widoczny w saldzie rachunku kapitałowego i rachunku finansowego bilansu płatniczego, który osłabia złotego (**Wykres 21**). Tak więc wpływ na złotego spowolnienia w Chinach oraz oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w USA to przede wszystkim wpływ oddziaływania efektu risk on – risk off globalnych rynków finansowych.

Nasz model wskazuje na dalszą deprecjację złotego w perspektywie końca 2015 roku.

Spowolnienie w Chinach oraz oczekiwania na podwyżki stóp procentowych będą stymulować dalszą deprecjację złotego w perspektywie końca roku.

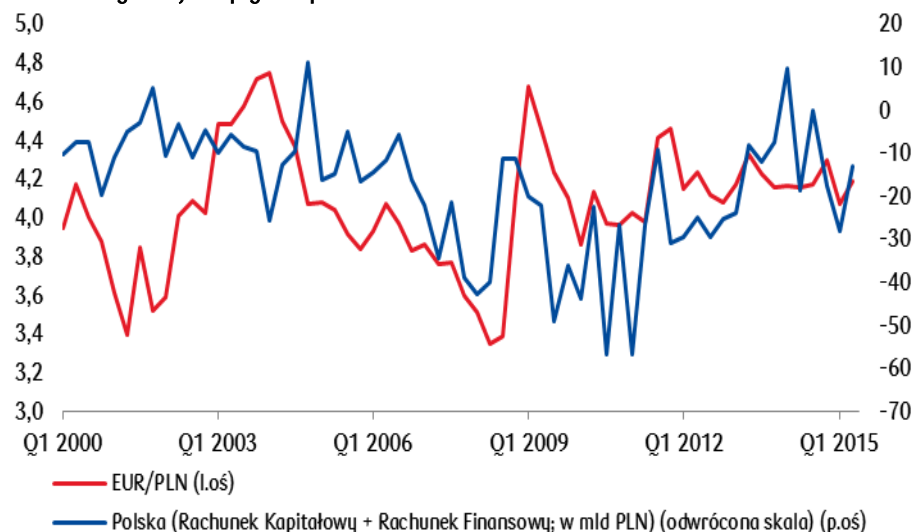
Wpływ tych dwóch czynników na złotego dokonuje się głównie poprzez mechanizm „risk on – risk off” globalnych rynków finansowych.

Wykres 20. Wskaźnik wyprzedzający koniunktury w Chinach jest dobrym wskaźnikiem długookresowego trendu kursu EUR/PLN. Pogorszenie koniunktury w Chinach jest czynnikiem, który w dalszej perspektywie 2015 roku będzie powstrzymywał złotego przed zbyt silną aprecjacją. Oddziaływanie spowolnienia w Chinach na sentyment inwestycyjny względem złotego zachodzi nie poprzez ceny surowców energetycznych, których niskie ceny poprawiają polskie saldo na rachunku bieżącym ale poprzez oddziaływanie na przepływy finansowe i kapitałowe.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 21. Kurs EUR/PLN na tle sumy polskiego rachunku kapitałowego i finansowego. Oddziaływanie oczekiwań na podwyżki stóp w USA oraz spowolnienie w Chinach stymuluje odpływ kapitału z Polski.



Źródło: Thomson Reuters, NBP, PKO Bank Polski

### Podsumowanie prognoz kursu EUR/PLN na IV kwartał

- Nasz model realnego EUR/PLN wskazuje na dalszą deprecjację złotego w perspektywie końca 2015 roku.
- Spowalniające Chiny oraz oczekiwania na grudniowe podwyżki stóp procentowych w USA będą stymulować stopniową deprecjację złotego.
- Zakładamy, że w IV kwartale 2015 kurs EUR/PLN będzie stopniowo rósł osiągając pod koniec kwartału okolice poziomu 4,27.

### RYNEK AKCJI

Aktywność gospodarcza w krajach rozwiniętych nie odbiega znacząco od prognoz. Uwaga rynków finansowych przeniosła się na kraje rozwijające się, których kondycja ewidentnie się pogorszyła.

Strefa euro powinna kontynuować umiarkowane ożywienie, ciągnięte głównie konsumpcją. Głównymi zagrożeniami są niewydolność polityczna Unii Europejskiej i wysoka ekspozycja na rynki wchodzące. Zyski spółek mają spory potencjał wzrostowy. Podtrzymujemy pozytywny stosunek do akcji europejskich.

Perspektywy gospodarcze w Polsce pozostają korzystne. W latach 2015-2016 wzrost PKB powinien wynieść średnio ok. 3.5%, głównie dzięki rosnącej konsumpcji.

Gospodarka USA weszła na ścieżkę trwałego wzrostu o umiarkowanej dynamice 2-2.5%. Fed nie ma pomysłu jak podnieść stopy jednocześnie nie umacniając dolara i nie narażając rynków wschodzących na nadmierne turbulencje. Pozostajemy sceptyczni co do akcji, ale po 11% korekcie od szczytu zmieniamy nastawienie z negatywnego na neutralne.

Kraje rozwijające się będą głównym źródłem ryzyka dla globalnych rynków finansowych. Chiny starają się dokonać płynnej transformacji modelu gospodarczego z opartego na inwestycjach i eksporcie w kierunku konsumpcji wewnętrznej. Inne kraje odczuwają konsekwencje inwestycyjnego boomu w Chinach (surowce) i luźnej polityki głównych banków centralnych, która zbyt łatwo pozwoliła na zadłużanie się i życie ponad stan. Ewentualne zaostrzenie polityki pieniężnej przez Fed stanowi wyzwanie dla krajów uzależnionych od finansowania zagranicznego. Polska jest względnie bezpieczna dzięki solidnemu wzrostowi gospodarczemu i zbilansowanemu rachunkowi obrotów bieżących, choć wysokie zadłużenie w walutach obcych i 40%-owy udział inwestorów zagranicznych wśród posiadaczy obligacji złotych podnoszą wrażliwość na globalne zawirowania.

Spowolnienie w Chinach stanowi największe zagrożenie dla eksporterów surowców i krajów Azji Pd.-Wsch., ale pośrednio uderza także w kraje rozwinięte. Europa jest bardziej wyeksponowana od USA ze względu na większy udział eksportu na rynki wschodzące oraz inwestycje finansowe.

Warszawska giełda od początku roku pozostaje pod wpływem polityki. Wysoki udział spółek uzależnionych (pod względem właścicielskim lub regulacyjnym) od decyzji władz podnosi ryzyko inwestycyjne w obliczu inicjatyw zgłaszanych w trakcie kampanii wyborczej.

Indeks WIG spadł od początku roku o 3%, mimo dobrej sytuacji gospodarczej i pozytywnej dynamiki zysków. Uważamy, końcówka roku może być dobra dla giełdy, gdy po wyborach w naturalny sposób złagodzeniu ulegnie retoryka polityków. Prognozujemy WIG na koniec roku na poziomie 53 tys.

### RYNEK AKCJI

#### Podsumowanie III kwartału

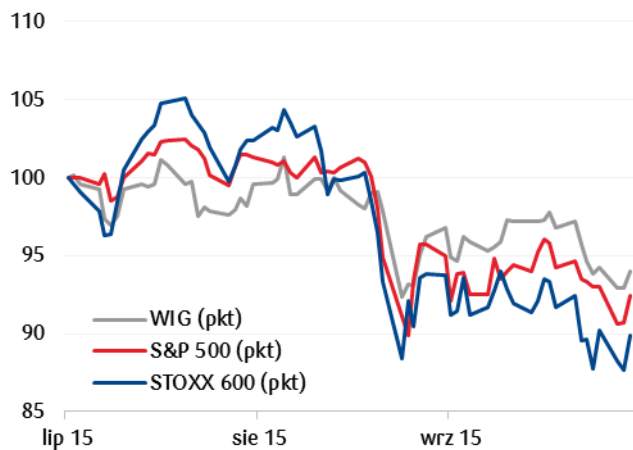
Strefa euro rozwijała się w III kwartale zgodnie z oczekiwaniami. Napływające dane wskazywały na stabilizację tempa wzrostu w okolicach 1.5%. Problemy krajów rozwijających się i spadki cen surowców spowodowały, że ożyły spekulacje na rozszerzenie obecnego programu luzowania ilościowego, tym bardziej że oczekiwania inflacyjne uległy osłabieniu. Gorące lato mieliśmy w europejskiej polityce. W lipcu odbyła się końcówka dramatycznych negocjacji z Grecją. We wrześniu punkt kulminacyjny osiągnął kryzys migracyjny. Giełdy akcji zachowywały się słabo. Indeks STOXX 600 spadł o prawie 9% (największy kwartalny spadek od 4 lat. Zaważyły przede wszystkim obawy o wpływ słabości krajów rozwijających się na wzrost gospodarczy w Europie. Giełdą niemiecką wstrząsnął skandal Volkswagena.

Stabilizacja wzrostu w strefie euro, ale akcje słabe z powodu obaw o rynki wschodzące.

III kwartał nie przyniósł istotnych zmian odnośnie oceny perspektyw polskiej gospodarki, choć napływające dane można uznać za lekko rozczarowujące. Opublikowany 14 sierpnia wstępny odczyt PKB za II kwartał na poziomie 3.3% (wobec 3.6% w I kwartale) rozczarował, podobnie jak wskaźnik PMI za sierpień (51.1 pkt vs. oczekiwania 54.2 pkt). Giełda warszawska pozostawała pod presją wydarzeń międzynarodowych (Grecja, Chiny, kryzys migracyjny, Fed) oraz rozkręcającej się kampanii wyborczej do parlamentu. Ponieważ w jej trakcie podnoszone były postulaty niekorzystne dla niektórych branż (w szczególności bankowej) indeks WIG ostatecznie zakończył kwartał spadkiem o 6.5%

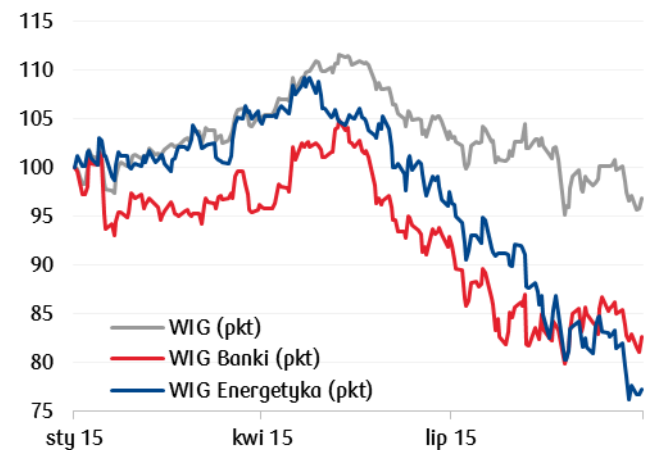
W Polsce wypląszenie ścieżki wzrostu. Giełda w cieniu polityki.

Wykres 1. Giełdy w III kwartale 2015.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 2. Dołujące sektory: bankowy i energetyczny.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Dane napływające z gospodarki amerykańskiej w trakcie minionego kwartału były zbliżone do oczekiwań. Dalsza poprawa następowała na rynku pracy, co jednak nie przekładało się na nadmierną presję płacową. Wzrost w III kwartale PKB powinien wynieść ok. 2-2.5%, czyli podobnie jak w I półroczu (2.3%). Giełda rozczarowała. Rozczarowujące wyniki spółek, obawy o skutki ewentualnej podwyżki stóp i turbulencje w Chinach zaważyły negatywnie na nastrojach inwestorów. S&P500 spadł o 7%. Rynek emocjonował się posiedzeniem Fed, na którym jednak nie zapadła decyzja o pierwszej o prawie 10 lat podwyżce stóp. Bardziej niż decyzja zaskoczyło uzasadnienie, które wskazywało turbulencje na rynkach wschodzących jako jeden z głównych powodów utrzymania dotychczasowego kursu w polityce monetarnej.

Fed nie zdecydował się na podwyżkę stóp we wrześniu.

Kraje rozwijające się znalazły się w centrum zainteresowania inwestorów. Odwróciły się role przypisane od kilkunastu lat, podczas których rynki wschodzące były generalnie źródłem optymizmu, a rozwinięte obaw. Taką

percepcję „przy pieczętowała” Janet Yellen, która wprost wskazała kraje rozwijające się, w szczególności Chiny, jako jedną z głównych przyczyn wstrzymania się z rozpoczęciem normalizacji polityki pieniężnej. „Wydarzeniem kwartału” było załamanie na giełdzie w Szanghaju, gdzie indeks spadł o 29%

### Europa

Od końca ubiegłego roku optymistycznie podchodziliśmy do perspektyw przyspieszenia wzrostu PKB w strefie euro w roku 2015 wskazując na szereg czynników wspomagających aktywność gospodarczą tj.:

- odwrócenie tendencji spadkowej na rynku kredytowym;
- wyhamowanie konsolidacji fiskalnej powodującej negatywną kontrybucję sektora publicznego do wzrostu;
- luzowanie ilościowe (QE) i osłabienie euro;
- spadki cen surowców energetycznych.

Scenariusz ten zmaterializował się, ale naszym zdaniem okres największego wpływu wspomnianych zjawisk na dynamikę wzrostu mamy już za sobą. Pozytywne jest to, że ożywienie ma względnie trwały charakter (przynajmniej w perspektywie 2016 roku), negatywne że jego tempo (ok. 1.5%) jest za niskie aby rozwiązać problem zadłużenia i bezrobocia (w szczególności, że przy braku inflacji nominalne tempo wzrostu jest zbliżone do realnego).

Komponentem, który obecnie „ciągnie” wzrost jest konsumpcja. Niskie stopy procentowe (niższe koszty obsługi zadłużenia) i tańsze surowce energetyczne zwiększają dochód rozporządzalny. Wydatki konsumenckie rosną w tempie zbliżonym do 2%. Powoli poprawia się sytuacja na rynku pracy - spada bezrobocie, rosną zarobki i zatrudnienie - choć należy zauważyć, że stopa bezrobocia 11% jest znacznie wyższa od przedkryzysowego poziomu 7-8%, jak również mamy do czynienia ze znacznym zróżnicowaniem w poszczególnych krajach. Z danych składowych indeksu PMI wynika, że pozytywny trend na rynku pracy był kontynuowany w III kwartale. Rosną też ceny nieruchomości, co wzmacnia bilanse gospodarstw domowych i banków. Niskie stopy w połączeniu z luzowaniem ilościowym EBC dają ponadto więcej swobody budżetom. Wysoki (i wciąż rosnący) poziom zadłużenia w relacji do PKB powinien zgodnie z rekomendacjami Komisji Europejskiej wymuszać dalszą konsolidację finansów publicznych, ale klimat polityczny praktycznie to uniemożliwia i w praktyce mamy do czynienia z poluzowaniem fiskalnym, wspierającym wzrost.

Niepokojący jest brak odbicia w inwestycjach prywatnych. Pomimo taniego finansowania przedsiębiorcy nie zwiększają wydatków z obawy o przyszły popyt. Jest to niekorzystne zarówno w krótkim terminie (bieżąca aktywność gospodarcza), jak i w dłuższym, gdyż odbija się na produktywności i w konsekwencji obniża potencjał wzrostu PKB. Hamulcem dla szybszego wzrostu jest także słabość na rynkach zewnętrznych. Udział eksportu dóbr i usług strefy euro (czyli poza strefę) wynosi 26% PKB. W wyniku reform pokryzysowych wiele krajów poprawiło swoją konkurencyjność (np. Hiszpania) i zwiększyła eksport, czemu pomogło osłabienie euro. Obecnie problemy na rynkach zewnętrznych (w szczególności rozwijających się) oraz wzmocnienie euro w stosunku do walut rynków wschodzących działa na niekorzyść eksporterów.

Wpływ spowolnienia w Chinach (i bardziej ogólnie - na rynkach wschodzących) na Europę jest złożony. Oprócz oczywistego kanału, czyli handlowego (w tym cen surowców), znaczenie ma szereg innych czynników (wartość dokonanych inwestycji bezpośrednich i finansowych, zakłócenia na rynkach finansowych, nastroje przedsiębiorców i konsumentów). Spośród

Kraje rozwijające się w centrum zainteresowania. Spowolnienie wzrostu w Chinach.

Czynniki sprzyjające ożywieniu w strefie euro.

Konsumpcja ciągnie wzrost w strefie euro.

Niepokojący brak odbicia w inwestycjach prywatnych.

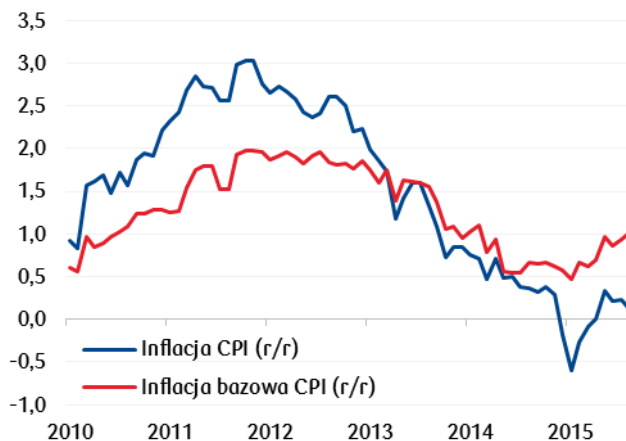
Europejskich krajów największą ekspozycję eksportową mają Niemcy (ok. 2,5% PKB), co nie jest zaskakujące zważywszy na udział eksportu w PKB (ponad 50%). Cała strefa euro eksportuje do Chin ok. 1.2% swojego PKB.

Zaangażowanie w postaci inwestycji bezpośrednich jest niewielkie, w okolicach 1% PKB. Jeśli chodzi o ekspozycję banków jest to również ok. 1% (najwięcej zaangażowane mają banki francuskie i niemieckie). Należy jednak pamiętać, że strefa euro, dużo bardziej niż USA wyeksponowana jest na rynki wschodzące ogółem. Słabość Chin przekłada się na problemy wielu krajów rozwijających się (np. kanałem surowcowym) i uderza rykoszetem w rozwinięte. Przykładem może być hiszpański sektor bankowy posiadający spółki zależne w Brazylii.

Wpływ tańszych surowców na wzrost w krajach rozwiniętych, w tym strefy euro, jest skomplikowany i nie do końca zgodny z intuicją. Słabszy popyt z Chin ewidentnie wpływa na spadek ich cen. To dla krajów europejskich, które są importerami netto, dobra wiadomość. Niższe ceny paliw, czy ogrzewania (gaz) zwiększają dochód rozporządzalny gospodarstw domowych, co podnosi ich potencjał konsumpcyjny. Z drugiej strony, taniejąca ropa przynosi też negatywne skutki, zwłaszcza w krótkim terminie. Gospodarki eksporterów surowca są w większości mniej zaawansowane od europejskich (nie tylko pod względem ekonomicznym, ale także np. ochrony własności), dlatego duża część petrodolarów trafiała z powrotem na Stary Kontynent (aktywa finansowe, turystyka, nieruchomości, towary konsumpcyjne, dobra kapitałowe, usługi inżynierskie). Gwałtowny spadek przychodów ze sprzedaży surowca powoduje konieczność „awaryjnego” dostosowania gospodarek eksporterów, co wywołuje różnego rodzaju napięcia od sfery realnej poprzez rynki finansowe aż po geopolitykę. O ile więc per saldo tańsze surowce są dla krajów rozwiniętych pozytywne i będą wspierać ich gospodarki, w szczególności kanałem konsumpcyjnym to zbyt gwałtowne zmiany w istocie nie służą dobrze nikomu, przynajmniej w krótkim terminie.

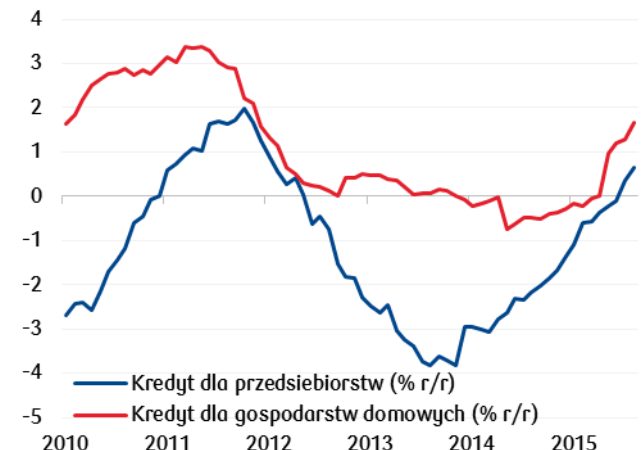
**Bezpośrednia ekspozycja strefy euro na gospodarkę chińską nie jest duża, ale wraz z efektami pośrednimi ma istotne znaczenie.**

Wykres 3. Strefa euro: nawrót deflacji.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 4. Strefa euro: ożywienie w przepływie kredytu.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

W perspektywie kilku nadchodzących kwartałów kluczowe jest czy poprawa w przepływie kredytu będzie w stanie zrekompensować słabszy popyt zewnętrzny oraz umocnienie euro. Dane na temat dynamiki kredytów dają podstawy do umiarkowanego optymizmu. Kredyty dla gospodarstw domowych i firm, utrzymują dodatnią dynamikę (odpowiednio 1.9% i 0.9%). Z kolei wzrost podaży pieniądza M3 spowolnił do poniżej 5% w sierpniu. Przy dużej luce popytowej zwiększa to ryzyko pozostawania inflacji na poziomach głęboko poniżej celu banku centralnego. Wagi tego kanału świadomy jest prezes EBC Mario Draghi. Nic więc dziwnego, że zasugerował możliwość przedłużenia lub/i rozszerzenia programu skupu aktywów. Argumentów za takim działaniem dodają dane

**Dla kontynuacji ożywienia kluczowa jest dalsza poprawa w przepływie kredytu do gospodarki.**

inflacyjne. Wstępny odczyt CPI za wrzesień wskazuje na powrót do symbolicznej deflacji (-0.1%).

Podsumowując, jesteśmy względnie pozytywnie nastawieni do koniunktury gospodarczej strefy euro w horyzoncie drugiej połowie 2015 i 2016. Nie oczekujemy fajerwerków, ale utrzymanie wzrostu w okolicy 1.5% jest prawdopodobne. W dłuższym okresie perspektywy strefy euro nie są optymistyczne.

Kryzys wokół uchodźców i imigrantów przypomniał o pięcie achillesowej Unii Europejskiej, czyli braku spójności politycznej. Jest to być może najpoważniejsze długoterminowe (a może nawet średnioterminowe) zagrożenie. Utrudnia bowiem prowadzenie optymalnej polityki gospodarczej. Po kilkudziesięcioletnim okresie integracji, który bez wątplenia przyczynił się do spektakularnego wzrostu dobrobytu (rozumianego nie tylko w kategoriach czysto ekonomicznych, ale także np. praw obywatelskich, czy ochrony własności) proces ten uległ wyhamowaniu, a wiele wskazuje na możliwość jego odwrócenia. Kryzys migracyjny, konflikt ukraiński, tendencje separatystyczne Katalonii i Szkocji, zadłużenie Grecji, czy ryzyko opuszczenia Unii przez Wielką Brytanię to tylko część długiego katalogu wyzwań przed którym stoi Europa. Ewentualna dezintegracja UE jest poważnym zagrożeniem dla niej samej, a w szczególności krajów takich jak Polska. I nie chodzi tylko o fundusze pomocowe, bo te zapewne zostaną rozdystrybuowane w ramach bieżącego budżetu, ale także postrzeganie ryzyka inwestycyjnego w zależności od tego, czy kraj funkcjonuje w ramach silnej, czy słabej Wspólnoty Europejskiej.

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do akcji europejskich, w szczególności względem amerykańskim. Na ich korzyść przemawia korzystny trend zysków i niskie stopy procentowe. Ożywienie, z którym mamy do czynienia nie jest może spektakularne, ale wystarczające aby istotnie poprawić zyski spółek. W roku 2016 zyski powinny wzrosnąć o 7-10%. Wysokie bezrobocie działa na korzyść firm. W pierwszej kolejności zbierają one owoce odbicia w gospodarce, gdyż presja płacowa jest umiarkowana. Dokładnie z takim samym zjawiskiem mieliśmy do czynienia w USA w latach 2010-2014.

Mnożniki zysków wyglądają dla spółek europejskich korzystniej (12m FWD PE dla S&P – 15.4, dla STOXX600 – 14.3) a ponadto w ich przypadku korzystniejsze są perspektywy wzrostu zysków. Nawet jeśli przyjmujemy, że trwały potencjał amerykańskich spółek do generowania zysków jest wyższy od europejskich, to różnice w wycenach wydają się nam przesadne. Akcje europejskie powinny wspomagać łagodniejsza polityka pieniężna EBC względem Fed.

Ponadto, jest prawdopodobne, że w Europie będziemy mieli do czynienia z nasileniem zjawiska znanego z rynku amerykańskiego tj. wykupu własnych akcji przy wykorzystaniu wysokich zasobów gotówki oraz taniego finansowania. Z tego samego powodu wzrośnie też zapewne stopa dywidendy. O ile w dłuższym terminie taki trend nie jest korzystny dla gospodarki (niskie inwestycje), to niewątpliwie zwiększa atrakcyjność akcji w krótszym horyzoncie.

### Polska

Perspektywy polskiej gospodarki pozostają korzystne w perspektywie lat 2015 i 2016. Wzrost będzie napędzany przez konsumpcję i inwestycje publiczne. Zdaniem ekonomistów PKO Banku Polskiego w bieżącym roku wyniesie 3.5-3.6% i utrzyma podobną dynamikę w roku przyszłym.

Wskaźniki aktywności gospodarczej za dwa pierwsze miesiące letnie sugerują, że wzrost gospodarczy w minionym kwartale nie odbiegał istotnie od zanotowanego w poprzednim. Spłaszczenie trajektorii wzrostu gospodarczego

W horyzoncie kilku kwartałów strefa euro powinna utrzymać tempo wzrostu w okolicach 1.5%.

Brak spójności politycznej utrudnia prowadzenie optymalnej polityki gospodarczej w ramach Eurolandu i Unii Europejskiej.

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do akcji europejskich, w szczególności względem amerykańskich.

Spółki europejskie stać na wyższe dywidendy i skupy akcji dzięki zasobom wolnej gotówki i niskim kosztom finansowania.

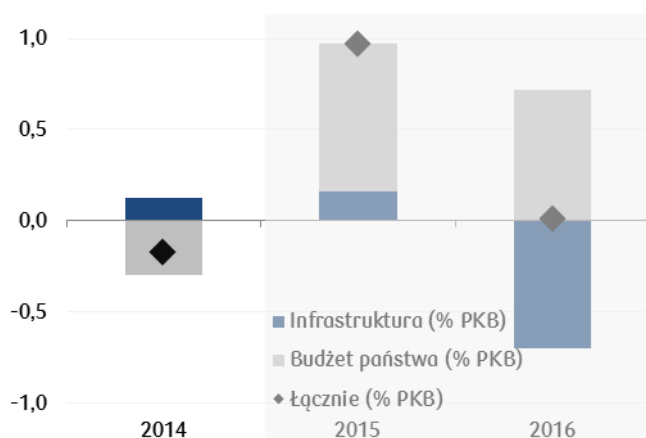
Wzrost PKB w Polsce w latach 2015-2016 powinien wynieść średnio ok. 3.5%

wynika w dużej mierze ze spowolnienia wzrostu inwestycji. To właśnie inwestycje, a także handel zagraniczny, będą w kolejnych kwartałach głównymi czynnikami niepewności co do dynamiki PKB, podczas gdy wzrost konsumpcji powinien pozostać stabilny lub nawet przyspieszyć.

Konsumpcja pozostanie głównym motorem wzrostu gospodarczego dzięki wzrostowi realnych dochodów i rosnącym kredytom konsumpcyjnym. Warto zauważyć, że wzrost konsumpcji pozostaje silny od półtora roku pomimo słabych wyników sprzedaży detalicznej, co sugeruje rosnącą rolę usług w konsumpcji gospodarstw domowych. Co więcej, biorąc pod uwagę opóźnienie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, gospodarka wchodzi w okres najsilniejszego pozytywnego wpływu ubiegłorocznego poluzowania monetarnego.

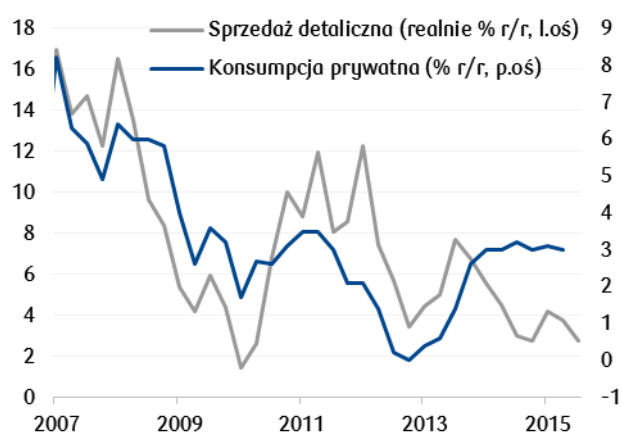
**Konsumpcja pozostanie głównym motorem wzrostu.**

Wykres 5. Wpływ polityki fiskalnej i quasi-fiskalnej na PKB.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 6. Sprzedaż detaliczna vs. konsumpcja prywatna.



Źródło: PKO Bank Polski

Kluczowa dla konsumpcji jest sytuacja na rynku pracy. Najważniejsze jest zatrudnienie, następnie płace. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu o 1% (r/r) a za okres od stycznia 1.1% (r/r). Nie jest to dynamika imponująca, ale trzeba pamiętać, że po wybuchu kryzysu finansowego, mimo spowolnienia gospodarczego, zwolnienia były ograniczone, stąd też zapewne nieco mniejsze przyrosty w warunkach ożywienia. Stopa bezrobocia spadła do 10%, najniższego poziomu od końca 2008 roku. Znacznie lepiej sytuacja wygląda po stronie płac. W sierpniu wzrosły one nominalnie o 3.4% (r/r). Biorąc pod uwagę, że wciąż mamy deflację, siła nabywcza wynagrodzeń wzrosła o 4.1%. Rośnie zatem fundusz płac (iloczyn zatrudnienie i średniego wynagrodzenia), co dobrze wróży konsumpcji.

**Kluczowa dla konsumpcji jest sytuacja na rynku pracy a ta się systematycznie poprawia.**

Tak jak można było się spodziewać, w roku wyborczym budżet stał się hojniejszy, a projekt na rok kolejny zakłada dalszą ekspansję. Projekt budżetu państwa na 2016 rok zakłada wzrost deficytu o 18% do 3,0% PKB z 2,6% PKB w bieżącym. Biorąc pod uwagę oczekiwany dalszy spadek kosztów obsługi zadłużenia (opóźnione efekty niższych rentowności obligacji), implikuje to stymulację fiskalną rządu 0,5-0,7% PKB. Zaplanowane poluzowanie odbyć się ma poprzez wzrost wydatków bieżących (dodatkowa jednorazowa waloryzacja rent i emerytur, dodatkowe zasiłki na dzieci).

**Hojniejszy budżet w roku wyborczym i kolejnym.**

Jednakże, ostatnio zaktualizowane plany inwestycji infrastrukturalnych sugerują, że inwestycje poza budżetem centralnym mogą w przyszłym roku obniżyć się nawet o 0.7% PKB, wskutek spadku inwestycji samorządów oraz inwestycji kolejowych. Biorąc pod uwagę aktualne plany inwestycyjne szacujemy, że inwestycje samorządowe mogą odjąć 0.8% od dynamiki PKB w

**Harmonogram napływu środków unijnych spowoduje przejściowe spowolnienie inwestycji publicznych.**



przyszłym roku, a inwestycje kolejowe kolejne 0.2%. Z drugiej strony inwestycje drogowe powinny dodać 0.3%.

Najpoważniejszym źródłem niepewności dla wzrostu gospodarczego w Polsce w ciągu najbliższych kwartałów jest popyt zewnętrzny, co wiąże się z eskalacją kryzysu w gospodarkach wschodzących, szczególnie w Chinach. Jak dotąd czynnik ten miał jednak ograniczony wpływ na strefę euro, dla której prognozowany jest stabilny wzrost w kolejnych 4-6 kwartałach.

Patrząc na perspektywę polskich akcji należy mieć na uwadze, że w październiku odbędą się wybory parlamentarne, z którymi wiąże się możliwość istotnej korekty polityki gospodarczej, zwłaszcza jeśli dojdzie do zmiany opcji politycznej tworzącej rząd. Analiza programów gospodarczych głównych partii stanowi wskazówkę, czego można się spodziewać przez kolejne cztery lata, ale należy brać ją z pewną dozą rezerwy. Zwykle retoryka wyborcza tylko w pewnym stopniu przekłada się na faktyczne decyzje, co wynika m.in. z konieczności wypracowania kompromisu w ramach koalicji (jeśli żadna partia nie zdobędzie samodzielnej większości), czy po prostu ze świadomości realnych konsekwencji wdrożenia konkretnych decyzji w przeciwieństwie do głoszenia haseł w kampanii, które na realną gospodarkę przekładają się w znikomym stopniu.

Fakt, że kolejne ważne wybory (samorządowe) odbędą się dopiero za trzy lata daje więcej czasu na spokojne przemyślenie, które wyborcze obietnice zrealizować, które zmodyfikować a które „odłożyć na inne czasy”. Dodatkowa niepewność odnośnie polityki gospodarczej wiąże się z faktem, że na początku przyszłego roku zmianie ulegnie niemal cały skład Rady Polityki Pieniężnej, w połowie roku zostanie wybrany nowy prezes Narodowego Banku Polskiego.

Wiele wskazuje na to, że w nadchodzących latach polityka gospodarcza będzie miała bardziej niż do tej pory socjalny charakter. Powinno mieć to pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy (przynajmniej w krótkim okresie) ale kosztem zwiększonego ryzyka równowagi ekonomicznej. W takiej sytuacji inwestorzy mogą zakładać, że po kilku latach przyspieszonego wzrostu Polskę będzie czekać silne spowolnienie.

Giełda warszawska w bieżącym roku pozostaje pod znaczącym wpływem polityki. Większość istotnych spółek należy do sektorów na które państwo ma duży wpływ od strony właścicielskiej lub / i regulacyjnej. Sektor bankowy (30% indeksu WIG) czeka na rozstrzygnięcia dotyczące kredytów frankowych oraz ewentualnego podatku bankowego. Mnogość pomysłów w tym zakresie utrudnia kwantyfikację ryzyka dla sektora. Oczywiście banki mocno przeceniły się, dyskontując, przynajmniej częściowo, negatywny scenariusz.

Drugim, mocno reprezentowanym sektorem warszawskiej giełdy, który pozostaje pod istotnym wpływem decyzji politycznych jest energetyka. Bardzo trudna sytuacja kopalń węglowych skłoniła rząd do wdrożenia planów ratunkowych, które zakładają zaangażowanie firm energetycznych. Nie można przesądzać, że w każdym przypadku przyniesie to negatywne skutki dla wartości spółek, gdyż ostateczny rachunek ekonomiczny zależy od wielu trudnych do zaprognozowania zmiennych. Jednak niepewność odnośnie kształtu ostatecznych rozwiązań budzi niepokój inwestorów, którzy oczekują dyskonta w cenach rekompensującego podwyższone ryzyko inwestycyjne. Biorąc pod uwagę spowolnienie w krajach rozwijających się, a w szczególności u najważniejszego importera – Chin - odbicie cen węgla wydaje się mało prawdopodobne. Może to oznaczać, że trudna sytuacja kopalń, nawet uwzględniając restrukturyzację działalności, potrwa dłużej, co zwiększy koszty restrukturyzacji sektora w stosunku do obecnie zakładanych, tym samym podnosząc ryzyko dla firm zaangażowanych w jego ratowanie.

Popyt zewnętrzny tradycyjnie pozostaje dużą niewiadomą.

Po wyborach możliwe zmiany w polityce gospodarczej, ale zderzenie z realiami zwykle skłania do zachowania umiaru.

W 2016 roku zmienia się skład RPP oraz prezes NBP.

Polityka gospodarcza nabiera coraz bardziej socjalnego charakteru.

Giełda warszawska pozostaje w cieniu polityki.

Przy bardzo zmiennych warunkach zewnętrznych oraz sporej niepewności odnośnie polityki gospodarczej w Polsce utrudnione jest prognozowanie zysków spółek na kolejne lata. Analitycy Domu Maklerskiego PKO BP zakładają, że po uwzględnieniu zdarzeń jednorazowych średni zysk na akcję w tym roku wzrośnie o 18% w stosunku do ubiegłego (głównie dzięki spółkom z sektora paliwowego). W przyszłym roku zyski mogą spaść ok. 10% za sprawą banków, spółek surowcowych i energetycznych.

Wyceny polskich spółek znajdują się w okolicach średniej 10-letniej patrząc na wskaźnik Cena/Zysk. Premia za ryzyko (liczona jako różnica wskaźnika Zysk/Cena i rentowności 10-letnich obligacji rządowych) jest znacznie wyższa od historycznych średnich, co sugeruje niedowartościowanie akcji.

Uważamy, że po wyborach parlamentarnych złagodzeniu ulegnie retoryka polityków, co pozwoli akcjom złapać oddech. Inwestorzy w większym stopniu będą mogli skupić się na korzystnych perspektywach polskiej gospodarki. Zakładamy, że WIG zakończy rok na poziomie 53 tys. pkt.

### USA

Fed zdecydował się pozostawić stopy procentowe bez zmian, co nie było dla nas niespodzianką. Zaskoczeniem było natomiast wyraźne stwierdzenie, że normalizację polityki monetarnej utrudnia słabość na rynkach zewnętrznych, w szczególności wschodzących. Amerykański bank centralny obawia się, że podwyżka mogłaby doprowadzić do perturbacji na globalnych rynkach finansowych w szczególności poprzez zacieśnienie warunków finansowania dla krajów rozwijających się w wyniku umocnienia dolara i ograniczenia dostępności kapitału (wyższy koszt). Mocny dolar to także zła wiadomość dla amerykańskich eksporterów oraz spółek działających na rynkach międzynarodowych. Silna waluta jest głównym winowajcą słabych wyników przemysłu wytwórczego, który choć nie stanowi w USA wysokiego udziału (ok. 10% PKB), to jednak nie jest on pomijalny a ponadto wiązano z nim spore nadzieje na przyszłość (renesans przemysłu w związku z niższymi cenami surowców energetycznych, poprawą logistyki i malejącymi różnicami w płacach pomiędzy rynkami, zwłaszcza biorąc pod uwagę różnice w wydajności). Z drugiej strony, bank centralny obawia się, że coraz niższe bezrobocie przełoży się na presję płacową a w konsekwencji na inflację. Ponieważ polityka monetarna działa z opóźnieniem na sferę realną gospodarki, spóźnienie się z podwyżkami oznacza konieczność gwałtowniejszego ich podnoszenia i dojścia do wyższego poziomu, co wprowadza większe zakłócenia do gospodarki niż łagodny proces.

W obecnych warunkach Fed uznaje za bardziej ryzykowne przedwcześnie niż spóźnione podwyżki. Naszym bazowym scenariuszem jest jedna podwyżka w bieżącym roku (w grudniu) i maksymalnie dwie w roku przyszłym.

Uważamy, że gospodarka amerykańska znajduje się na kursie solidnego wzrostu w okolicach 2-2.5% możliwego do utrzymania co najmniej w latach 2015-2017 pod warunkiem względnie stabilnej sytuacji międzynarodowej. Motorem napędowym jest stabilny przyrost popytu wewnętrznego, w szczególności ze strony gospodarstw domowych, na który składają się wydatki konsumenckie (ok. 70% PKB) i mieszkaniowe (ok. 3% PKB). Obydwa te komponenty mają przed sobą dobre perspektywy. Wartość aktywów netto gospodarstw domowych znajduje się na rekordowych poziomach, choć należy zauważyć, że statystyka kryje rosnące nierówności w dochodach. Zadłużenie w relacji do dochodu rozporządzalnego spadło ze 130% w 2007 roku do poniżej 100% obecnie.

Prognozowanie przyszłorocznych zysków spółek obarczone podwyższonym ryzykiem.

Prognozujemy WIG na koniec roku 53 tys. pkt.

Fed wstrzymał się przed podwyżką stóp we wrześniu głównie ze względu na sytuację na rynkach wschodzących.

Fed woli się spóźnić niż pospieszyć.

Gospodarka USA jest w fazie trwałego wzrostu o solidnej dynamice...

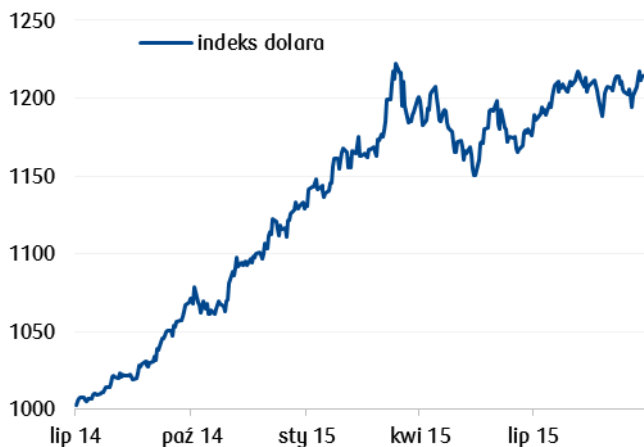
Hamulcem dla wzrostu są słabe inwestycje (w szczególności sektora energetycznego) i eksport netto. Negatywny trend w inwestycjach trwa od dłuższego czasu i ma skomplikowane podłoże. Wynika generalnie z oceny przyszłego popytu na towary i usługi, na który wpływają m.in. zmiany demograficzne oraz ograniczone możliwości przyrostu konsumpcji na kredyt. Z bieżących czynników, negatywnie wpływa na inwestycje spadek zamówień z sektora energetycznego (niższe ceny surowców) oraz obawy o kondycję krajów rozwijających się. Dobrym odzwierciedleniem bieżącej sytuacji był pesymistyczny komunikat firmy Caterpillar, jednego z największych na świecie producentów maszyn budowlanych i górniczych odnośnie perspektyw na IV kwartał i przyszły rok. Niskie zamówienia na przyszły rok odzwierciedlają słabość popytu inwestycyjnego tak w USA jak i na rynkach eksportowych.

... aczkolwiek nie brakuje jej wrażliwych punktów.

Jeśli chodzi o eksport, to spółkom amerykańskim przeszkadza słabszy popyt ze strony głównych odbiorców (ok. 1/3 eksportu idzie do Meksyku i Kanady – choć w przypadku Meksyku część eksportu ma faktycznie charakter komponentów do produktów, których finalni odbiorcy są poza Meksykiem). Z kolei słabość Kanady wynika m.in. ze spadku surowców, czyli pośrednio z kłopotów Chin. Z pewnością na eksporcie waży też silny dolar, który od połowy ubiegłego roku umocnił się o ponad 20% w stosunku do koszyka walut krajów rozwiniętych i rozwijających się (indeks Bloomberg Dollar Spot)

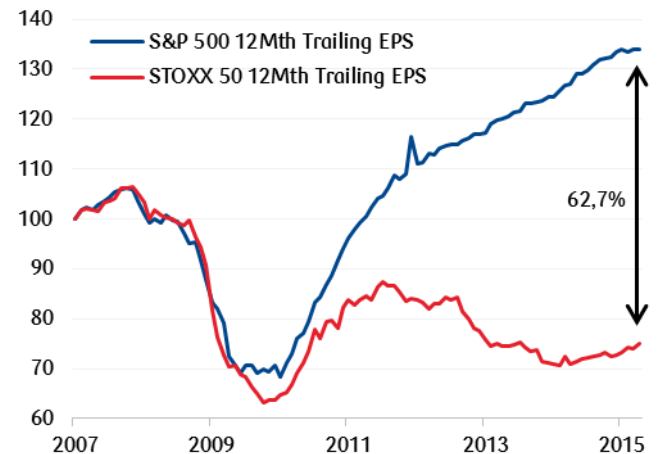
Rynki zewnętrzne są ważne mimo niskiego udziału eksportu w PKB.

Wykres 7. USA: Mocny dolar odwleka podwyżki stóp.



Źródło: Bloomberg

Wykres 8. USA vs. Europa: rozjazd zysków spółek po kryzysie.



Źródło: Thomson Reuters, I/B/E/S, PKO Bank Polski

Fed nie ma pomysłu jak podnieść stopy jednocześnie nie umacniając nadmiernie dolara. Głównie dlatego, nie sądzimy aby polityka monetarna Fed uległa zacieśnieniu w takim stopniu by stać się hamulcem dla akcji. Słabszych perspektyw amerykańskiego rynku akcji dopatrujemy się gdzie indziej. Przede wszystkim pogorszyły się perspektywy wzrostu zysków spółek, co na tle wysokich mnożników rynkowych jest poważnym problemem.

Fed nie ma pomysłu jak podnieść stopy jednocześnie nie umacniając nadmiernie dolara.

Marże zysków rosły od 2008 roku i znajdują się obecnie na bardzo wysokich poziomach. W ich osiągnięciu pomagało kilka czynników, spośród których nie wszystkie mają trwały charakter. Do tych pierwszych należy zmiana struktury gospodarki w kierunku wyżej marżowych sektorów, powszechniejsze zastosowanie automatyzacji, której koszt implementacji spadł znacząco. Z drugiej strony, wysokie marże są po części wynikiem słabej pozycji negocjacyjnej pracowników względem pracodawców po wybuchu kryzysu. Obecnie, przy coraz niższym bezrobociu, szala powinna się przechylić na korzyść pracowników. Zacieśniający się rynek pracy podnosi ryzyko przyspieszenia presji płacowej, do tempa którego nie będzie w stanie zrekompensować wzrost produktywności. Spadające marże trudno będzie zrekompensować wzrostem wolumenów.

Marże zysków amerykańskich spółek znajdują się blisko rekordowych poziomów.

No i oczywiście dolar. Co prawda udział eksportu w amerykańskim PKB wynosi zaledwie ok. 14%, to statystyka ta nie uwzględnia faktu, że wiele koncernów ma holdingową strukturę i działa poprzez spółki zależne ulokowane zagranicą lub po prostu zleca produkcję w krajach o niższych kosztach produkcji. Znaczenie rynków zewnętrznych dla giełdy lepiej obrazuje to, że ok. 1/3 przychodów i zysków spółek amerykańskich pochodzi z zagranicznych rynków.

Indeks S&P spadł od początku roku o 8%, a od szczytu 11%. Wciąż nie widzimy w akcjach amerykańskich wartości, która rekompensowałaby w wystarczającym stopniu ryzyko inwestycyjne, ale nie sądzimy, żeby potencjał spadkowy był duży. Zmieniamy nastawienie z negatywnego na neutralne.

### Kraje rozwijające się

Znaczenie krajów rozwijających się z punktu widzenia światowej gospodarki istotnie wzrosło w ostatnich 25 latach. Ich udział w globalnym nominalnym PKB skoczył z ok. 20% do blisko 40% (na bazie PPP z ok. 35% do ponad 50%). Zdecydowana większość wzrostu wykreowanego w tym czasie pochodziła z krajów *emerging*. Przed kryzysem przyzwyczailiśmy się, że kraje rozwijające się są najsilniejszym silnikiem wzrostu, a po jego wybuchu jedynym, który ciągnie globalną gospodarkę i daje jej nadzieję na wydobycie się z kłopotów. Obecnie role uległy odwróceniu. Kraje rozwinięte oferują przyzwoity i w miarę stabilny wzrost, podczas gdy rozwijające się stanowią główne źródło ryzyka.

Aby uzmysłowić sobie naturę słabości gospodarek krajów rozwijających się warto przypomnieć sobie jaką ewolucję przeszły one w ciągu minionych dwóch dekad. Druga połowa lat 90-tych i początek obecnego stulecia, to znakomity okres dla światowej gospodarki, a krajów rozwijających się w szczególności. Boom kredytowy w krajach rozwiniętych osiągał swoją kulminację napędzając konsumpcję. Ograniczenie barier w handlu międzynarodowym i przepływie kapitału pozwoliło na dynamiczny rozwój rynków wschodzących sprowadzając do nich inwestycje. Sytuację zmienił diametralnie kryzys finansowy, który uświadomił, że istnieją granice rozwoju napędzanego przyrostem zadłużenia. Zachód, tradycyjny importer, musiał ograniczyć swój apetyt konsumpcyjny, co natychmiast uderzyło w kraje rozwijające się, czyli naturalnych, dzięki niższym kosztom pracy, eksporterów. Te, w celu podtrzymania wzrostu gospodarczego, ratowały się przeprofilowaniem modeli ekonomicznych w kierunku popytu wewnętrznego. Nieliczne, np. Chiny, zrobiły to przez impuls fiskalny skierowany na inwestycje. Większość, np. Brazylia i Turcja przez rozpędzenie konsumpcji. Drugi sposób byłby niewykonalny, gdyby nie ultra luźna polityka pieniężna głównych banków centralnych świata, które ścięły stopy procentowe do zera i uruchomiły skupy aktywów zbijając rentowności obligacji. Inwestorzy widząc topniejące zyski z oprocentowania rodzimych papierów dłużnych desperacko szukali wyższych stóp zwrotu na rynkach wschodzących. Takie warunki pozwoliły finansować wzrost oparty na konsumpcji, ale kosztem narastającej nierównowagi ekonomicznej (przyrost zadłużenia, deficyty budżetowe i na rachunkach bieżących). Rządy nie miały odwagi tonować rozbudzonych w czasie prosperity aspiracji społeczeństw i brnęły w ryzykowny model wzrostu tak długo jak się dało.

Zapalnikiem dla kryzysu na rynkach wschodzących było spowolnienie w Chinach, które wywołało spadek cen surowców uderzając w ich eksporterów oraz w kraje „nie-surowcowe”, ale silnie uzależnione od popytu z Chin (przede wszystkim Azja Południowo-Wschodnia). Swoje dołożył też Fed niepotrzebnie strasząc rynki perspektywą podwyżek stóp procentowych, co ze względu na wysokie zadłużenie w walutach obcych (w szczególności sektora prywatnego) wywołało przecenę lokalnych walut (odpływ kapitału) i generalne podniesienie kosztów finansowania. Niemniej, pierwotną i nadrzędną przyczyną odpływu

Silny dolar uderza w zyski pochodzące w rynekach zagranicznych.

Znaczenie krajów rozwijających się istotnie wzrosło w ostatnich 25 latach.

Rynki wschodzące odczuwają konsekwencje inwestycyjnego boomu w Chinach (surowce) i luźnej polityki głównych banków centralnych, która zbyt łatwo pozwoliła na zadłużanie się i życie ponad stan.

Zapalnikiem dla kryzysu na rynkach wschodzących stało się spowolnienie w Chinach, ale rzeczywiste przyczyny są głębsze.

kapitału z rynków wschodzących był spadek tempa wzrostu produktywności w krajach rozwijających się, który manifestował się w coraz niższym zwrocie na zainwestowanym kapitale. Wielokrotnie w przeszłości podkreślaliśmy, że podstawowym powodem zainteresowania kapitału z rynków rozwiniętych rynkami wschodzącymi była atrakcyjna oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji a inne czynniki, takie jak luzowanie ilościowe miały oczywiście znaczenie w krótkim terminie, ale bardziej wzmacniały trend (lub też przyspieszały bądź opóźniały jego zmianę) niż go kreowały. Odpływ kapitału postawił w trudnej sytuacji zadłużone gospodarki (w szczególności w walutach obcych, ale też w lokalnych, gdy udział inwestorów zagranicznych jest wysoki).

Z punktu widzenia nastrojów na globalnych rynkach finansowych kluczowy jest rozwój sytuacji w Chinach. Nieprzypadkowo zostały one przywołane przez szefową Fed Janet Yellen podczas konferencji prasowej po posiedzeniu banku centralnego w kontekście głównych przyczyn braku podwyżki stóp procentowych. Nic więc dziwnego, że oczy inwestorów zwróciły się z jeszcze większą niż do tej pory uwagą w kierunku Państwa Środka licząc na to, że stamtąd popłyną sygnały nie tylko odnośnie globalnej koniunktury, ale także polityki Fed.

Podstawowym wyzwaniem przed którym stoją Chiny jest łagodne przeorientowanie modelu wzrostu opartego o inwestycje i eksport w kierunku konsumpcji wewnętrznej, w szczególności usług. Dotychczasowy model wyczerpuje swoje możliwości, gdyż prowadzi do narastania nierównowagi makroekonomicznej, co grozi wybuchem kryzysu finansowego i załamania wzrostu. Przyrost zadłużenia w Chinach od wybuchu kryzysu w 2008 roku jest spektakularny. Całkowity (publiczny i prywatny) dług w relacji do PKB wzrósł ze 160% w 2008 do 230% w 2014. Sytuację łagodzi nieco fakt, że spora część długu ma w pewnym sensie charakter księgowy (państwowe banki finansują państwowe firmy i wehikuły finansowe służące do prowadzenia inwestycji). Obecny wzrost gospodarczy rządu 7% (a jeśli przyjąć alternatywne miary to nawet niższy) przy 46%-owym udziale inwestycji w PKB można uznać za niski i sugeruje marnotrawstwo kapitału. Podobne wnioski można wyciągnąć z faktu, że kilkunastoprocentowy nominalny przyrost kredytu zapewnia zaledwie kilkuprocentowy nominalny wzrost PKB, co wskazuje na wysoką (i w dodatku rosnącą z roku na rok) intensywność kredytową PKB (innymi słowy, na każdą kolejną jednostkę PKB przypada coraz więcej dodatkowego zadłużenia). Inwestycje doprowadziły do nadmiernego rozbudowania mocy produkcyjnych. Stopa zwrotu z kapitału gwałtownie spadła co stawia pod znakiem zapytania spłacalność zadłużenia. Problem w tym, że podtrzymanie wysokiego tempa wzrostu wymagałoby jeszcze więcej inwestycji i dalszej akumulacji długu. Wątpliwe, aby inwestycje nagle stały się efektywniejsze, więc zjawisko nieoptymalnej alokacji kapitału byłoby kontynuowane.

Załamanie na giełdzie w Szanghaju podważyło zaufanie do decydentów gospodarczych. Jeszcze do niedawna na rynkach dominowała wiara w kompetencje i pewnego rodzaju wszechwładność chińskich władz. Gwałtowne spadki cen akcji zweryfikowały te założenia. Bańka na rynku została w dużej części napompowana przez władze, które poprzez media wykreowały obraz giełdy jako miejsca do łatwego zarobienia pieniędzy po to by oszczędności Chińczyków zasilają bezpośrednio kapitały firm, a nie docierały do nich poprzez system finansowy w postaci kredytów. Ideą było, żeby zmniejszyć dźwignię finansową firm (w szczególności państwowych gigantów) i tym samym odciążać sektor bankowy. Pomysł kompletnie nie wypalił, bo inwestorzy masowo używali kredytu do finansowania inwestycji giełdowych. Kursy spółek wkrótce oderwały się od wyników spółek i pęknięcie bańki było tylko kwestią czasu. Co gorsze, władze podjęły nieudolną próbę ratowania sytuacji poprzez interwencje. Uszczupliły one rezerwy walutowe o 200 mld dolarów w dwa tygodnie aż do decydentów dotarło, że nie tędy droga. Wydarzenia z sierpnia

Chiny kluczowe dla rozwoju sytuacji.

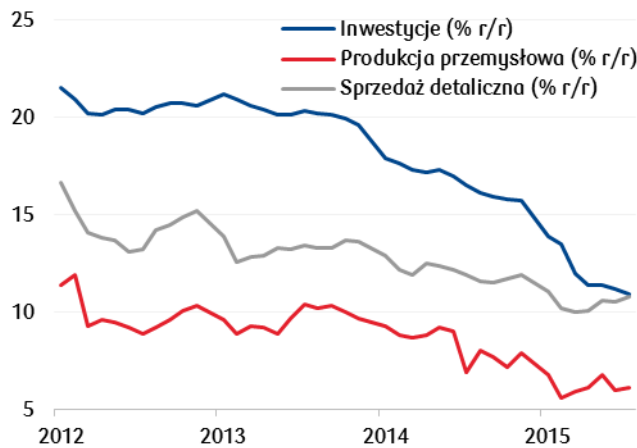
Transformacja od modelu wzrostu opartego na inwestycjach i eksporcie w kierunku konsumpcji wewnętrznej jest bardzo trudna.

Pęknięcie bańki spekulacyjnej na giełdzie w Szanghaju udowodniło, że chińskie władze nie są wszechmocne i nieomyślne.

nadwyreżyły wiarę części inwestorów w scenariusz kontrolowanego spowolnienia, czyli tzw. miękkiego lądowania i przyczyniły się do znacznego pogorszenia nastrojów na globalnych rynkach finansowych.

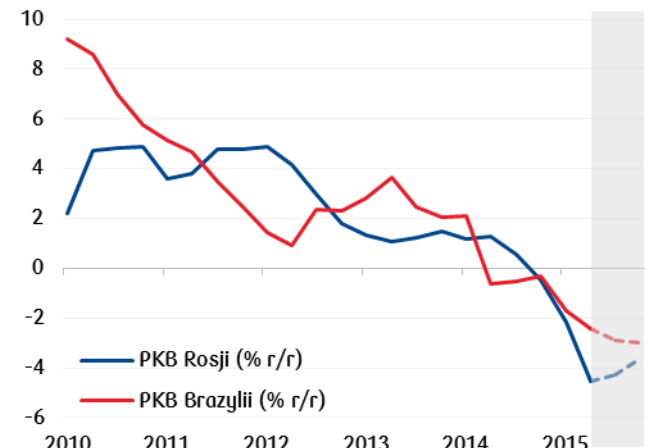
Prognozowanie aktywności gospodarczej w Chinach stało się ostatnio trudniejsze niż wcześniej nie tylko z powodu złożoności sytuacji wewnętrznej i otoczenia, ale także coraz powszechniejszych wątpliwości odnośnie adekwatności danych publikowanych przez tamtejszy urząd statystyczny. Wskaźnik wzrostu PKB został upolityczniony przez co stracił na wiarygodności. Oficjalne statystyki informują o dynamice zbliżonej do 7%, ale kalkulacje oparte na alternatywnych metodach sugerują, że gospodarka chińska rośnie obecnie w tempie 4-5%. W tym kontekście należy zauważyć, że pomiar aktywności gospodarczej w Chinach jest wyjątkowo trudny, zatem kontrowersje nie muszą wynikać (a przynajmniej nie tylko) z zamierzonego działania mającego na celu „podkręcenie” wskaźników. Pomiar utrudnia wielkość gospodarki, szybki jej wzrost, zmieniająca się struktura i wreszcie relatywnie niedługa historia stosowania nowoczesnej statystyki.

Wykres 9. Chiny: silne spowolnienie gospodarki.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 10. Brazylia i Rosja: upadłe gwiazdy BRICS.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Głównym hamulcem dla wzrostu są obecnie wydatki kapitałowe, w szczególności sektora prywatnego. Kondycja budownictwa i sektorów wytwórczego i wydobywczego znacząco się pogorszyła. Sytuację stara się ratować sektor publiczny, w tym firmy państwowe, poprzez wydatki inwestycyjne. Nieźle radzi sobie konsumpcja prywatna, mimo obaw w wpływ na nią spadków na giełdzie. Dynamika sprzedaży detalicznej utrzymuje się powyżej 10%. Nie widać ożywienia w sektorze przemysłowym, choć dane wskazują przynajmniej na stabilizację.

Z punktu widzenia dynamiki PKB IV kwartał może okazać się całkiem niezły. Skala spowolnienia chyba zaskoczyła władze i ich działania były spóźnione, ale biorąc pod uwagę okres kilku miesięcy opóźnienia potrzebnego na zadziałanie stymulacji, efekty powinny zacząć się wyraźniej ujawniać. Fiskalne działania stymulacyjne zapoczątkowane zostały późną wiosną, a monetarne nieco wcześniej, ale początkowo były bardzo nieśmiałe. Do tej pory stopy zostały obniżone 100 pb a rezerwy obowiązkowe o 200 pb. Dalsze łagodzenie polityki pieniężnej jest bardzo prawdopodobne.

Władze stoją przed trudnym zadaniem, jak ustabilizować kurs walutowy i złagodzić politykę pieniężną jednocześnie kontynuując proces liberalizacji rachunku kapitałowego (znoszenie barier w przepływie kapitału do i z Chin). Chiny wstrzymują się przed mocniejszą dewaluacją juana. Jednym z głównych powodów jest gwałtowny przyrost krótkoterminowego zadłużenia firm

Hamulcem dla wzrostu są obecnie wydatki kapitałowe sektora prywatnego. Nieźle radzi sobie konsumpcja prywatna. Sytuację stara się ratować sektor publiczny

IV kwartał powinien być niezły dla dynamiki PKB, dzięki wcześniejszym działaniom stymulacyjnym.

denominowanego w walutach obcych, które sięga 10% PKB. Rolę odgrywają także ambicje władz, których jednym z strategicznych celów było uczynienie z juana drugo po dolarze waluta rezerwową świata. Prawdopodobnie lepszą opcją jest pozwolenie na dalszą kilkuprocentową dewaluację. Zdjęłaby ona dużą część presji na odpływ kapitału, a ewentualne trudności z refinansowaniem firm są przy wciąż ogromnych rezerwach walutowych stosunkowo łatwe do opanowania.

Znaczenie Chin z punktu widzenia globalnej gospodarki jest bardzo duże, ale przedstawiane jest często w sposób uproszczony i przesadzony. Bierze się to z przywiązywania nadmiernej uwagi do wielkości PKB. Owszem, Chiny wytwarzają obecnie ok. 14% globalnego PKB, ale w kontekście koniunktury w innych krajach kluczowe jest w istocie to jaka część finalnego popytu importowego pochodzi z Chin. Biorąc pod uwagę, że udział importu w PKB Chin wynosi ok. 19%, popyt z Chin w odniesieniu do globalnego PKB stanowi ok. 2.5% - wielkość istotna, ale nie na tyle, żeby spowolnienie wzrostu o 2-3 punkty procentowe miało doprowadzić do globalnej katastrofy gospodarczej. Prawdopodobnie wspomniane 2.5% jest nawet nieco zawyżone, gdyż tylko ok. 2/3 wartości dodanej chińskiego eksportu powstaje w Chinach, a więc część importu w istocie stanowi wkład do eksportu i znajduje finalnego odbiorcę gdzie indziej

Niestety, problem może okazać się poważniejszy niż wynikałoby to z wartości chińskiego importu, ponieważ popyt z Chin nie jest rozłożony równomiernie. Najbardziej wyeksponowani są eksporterzy surowców oraz kraje Azji Południowo-Wschodniej. Z ich punktu widzenia nie tylko spowolnienie, ale nawet zmiana struktury PKB (np. spadek inwestycji na rzecz konsumpcji usług) może mieć bardzo negatywne skutki. Kondycja wielu krajów rozwijających się została mocno nadwyrężona kryzysem i dla nich słabszy popyt z Chin może okazać się przysłowiowym gwoździem do trumny. Przykładem jest Brazylia, mocno uzależniona od eksportu surowców i jednocześnie silnie zadłużona na rynkach międzynarodowych. Jej problemy, mające m.in. źródło w spadkach cen ropy i rudy żelaza (słabszy popyt z Chin) poprzez kanał finansowy (ale także handlowy) mogą rozlać się szeroko po świecie.

Problemy krajów rozwijających się są bardzo poważne. Doskonale je widać na przykładzie niegdysiejszych gwiazd, tj. krajów BRICS, spośród których dwa są w recesji (Brazylia, Rosja), dwa w fazie silnego spowolnienia (Chiny, Afryka Południowa) i jedynie Indie w miarę się bronią (choć odbicie ma po części związek z tym, że spowolnienie przyszło tam wcześniej). Rynki wschodzące odczuwają konsekwencje inwestycyjnego boomu w Chinach (surowce) i luźnej polityki głównych banków centralnych, która zbyt łatwo pozwoliła na zadłużanie się i życie ponad stan. Pozostaną one, naszym zdaniem, głównym źródłem ryzyka w nadchodzącym kwartale a najprawdopodobniej znacznie dłużej.

### Polskie akcje

Przy bardzo zmiennych warunkach zewnętrznych oraz sporej niepewności odnośnie polityki gospodarczej w Polsce utrudnione jest prognozowanie zysków spółek na kolejne lata. Analitycy Domu Maklerskiego PKO BP zakładają, że po uwzględnieniu zdarzeń jednorazowych średni zysk na akcję w tym roku wzrośnie o 18% w stosunku do ubiegłego (głównie dzięki spółkom z sektora paliwowego). W przyszłym roku zyski mogą niestety spaść ok. 10% za sprawą banków, spółek surowcowych i energetycznych.

Wyceny polskich spółek znajdują się w okolicach średniej 10-letniej patrząc na wskaźnik Cena/Zysk. Premia za ryzyko (liczona jako różnica wskaźnika

Władze stoją przed trudnym zadaniem, jak ustabilizować kurs walutowy i złagodzić politykę pieniężną jednocześnie kontynuując proces liberalizacji rachunku kapitałowego

Znaczenie Chin z punktu widzenia globalnej gospodarki jest bardzo duże, ale przedstawiane jest często w sposób uproszczony i przesadzony.

Spowolnienie w Chinach może okazać się groźniejsze dla globalnej gospodarki niż sugerowałaby to faktyczna wartość importu, ponieważ dotyka kraje osłabione kryzysem i często silnie zadłużone.

Rynki wschodzące pozostaną głównym źródłem ryzyka.

Prognozowanie przyszłorocznych zysków spółek obciążone podwyższonym ryzykiem.

Wskaźniki wycen się poprawiły, ale ogólna niepewność wzrosła.

Zysk/Cena i rentowności 10-letnich obligacji rządowych) jest znacznie wyższa od historycznych średnich, co sugeruje niedowartościowanie akcji.

Uważamy, że po wyborach parlamentarnych złagodzeniu ulegnie retoryka polityków, co pozwoli akcjom złapać oddech. Inwestorzy w większym stopniu będą mogli skupić się na korzystnych perspektywach polskiej gospodarki. Zakładamy, że WIG zakończy rok na poziomie 53 tys. pkt.

Prognozujemy WIG na koniec roku 53 tys. pkt.

Wykres 11. Polskie akcje: wyprzedzający wskaźnik C/Z.



Źródło: I/B/E/S, PKO Bank Polski

Wykres 12. Polskie akcje: premia za ryzyko.



Źródło: Thomson Reuters, I/B/E/S, PKO Bank Polski



## 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

Marta Dziedzicka

t: 22 521 61 66

marta.dziedzicka@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.