



Bank Polski

## Euroland na Draghi'm



### RYNEK STOPY PROCENTOWEJ

Na koniec III kwartału spodziewamy się stabilizacji rentowności obligacji skarbowych w sektorze 2-letnim na poziomie 2,50%, a także nieznacznego wzrostu w 5-letnim do 3,10% i 10-letnim do 3,55%. Tym samym zakładamy, że w najbliższych miesiącach nastąpi wystromienie krzywej dochodowości. Spodziewamy się też lekkiego rozszerzenia asset swap spreadów (dla DS1023 w okolice 10 pb). Krótki koniec krzywej wzmacniać będą przede wszystkim oczekiwania na obniżki stóp procentowych i prawdopodobna deflacja w Polsce w okresie od lipca do października.

W perspektywie końca roku nasze modele sygnalizują wzrost rentowności. Negatywny wpływ na dłuższy koniec krzywej w Polsce będą miały prognozowane przez nas wzrosty rentowności amerykańskich obligacji skarbowych - na koniec 2014 r. dla 10-letnich Treasuries do 2,90% - które pociągną za sobą Bund-y do 1,60%. Za takim scenariuszem przemawia przybliżająca się perspektywa zaostrzenia polityki pieniężnej w USA w połowie 2015 r. W strefie euro wzrosty dochodowości będą ograniczane przez spekulacje nt. dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC.

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

### RYNEK WALUTOWY

W III kwartale 2014 r. spodziewamy się osłabienia euro wobec dolara oraz stabilizacji kursu złotego w okolicach poziomu z końca czerwca przy dużej zmienności w trakcie kwartału. Nasze prognozy wynikają ze wskazań opracowanych przez nas modeli ekonometrycznych oraz następujących założeń dodatkowych:

W warunkach silnej desynchronizacji dynamiki wzrostu gospodarczego w USA i strefie euro systematyczna kontynuacja taperingu QE3 wraz z narastającymi oczekiwaniami dalszego luzowania polityki monetarnej przez EBC będą umacniać dolara wobec euro,

W przypadku złotego umiarkowanie pozytywny wpływ luzowania polityki pieniężnej przez EBC będzie się względnie równoważył z negatywnym oddziaływaniem wygaszania ekspansji ilościowej przez Fed, spowalnianiem gospodarki Chin oraz narastającymi oczekiwaniami na obniżki stóp procentowych w Polsce.

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

### RYNEK AKCJI

Centralnym założeniem naszego pozytywnego średnioterminowego scenariusza dla globalnego rynku akcji pozostaje kombinacja umiarkowanego wzrostu gospodarczego i łagodnej polityki pieniężnej możliwej dzięki niskiej inflacji. W Polsce szybkie podwyżki stóp nam nie grożą ponieważ RPP musi wziąć pod uwagę inflację krajową oraz politykę EBC, która pozostanie bardzo łagodna jeszcze przez długi czas.

W krótkim terminie niepokoi nas nienaturalnie niska zmienność na rynkach finansowych, która zachęca do budowania pozycji przy wykorzystaniu dźwigni finansowej, co podnosi ryzyko gwałtownego dostosowania.

W III kwartale spodziewamy się neutralnego zachowania indeksu WIG z większym ryzykiem jego spadku. Prognozujemy poziom 52 tys. pkt na koniec września. W perspektywie końca roku podtrzymujemy optymistyczny scenariusz rynkowy i prognozę WIG 55 tys. pkt.

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

### RYNEK STOPY PROCENTOWEJ

- W II kwartale 2014 r. doszło do gwałtownego spadku rentowności obligacji skarbowych w Polsce i na rynkach bazowych. Naszym zdaniem był to przede wszystkim efekt: silniejszego od prognoz rynkowych spadku inflacji w Europie, sygnalizowanego przez wskaźniki wyprzedzające spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w II i III kwartale, a także poluzowania polityki pieniężnej przez EBC. Dodatkowo krajowy rynek wzmocniły oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez RPP (rynek FRA wycenił prawie dwie obniżki stóp procentowych w 2014 r.);
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że RPP nie obniży stóp procentowych w III kwartale 2014 r. Jednocześnie przyznajemy wysokie prawdopodobieństwo scenariuszowi alternatywnemu, w którym Rada zdecyduje się na korekcyjne poluzowanie polityki pieniężnej w lipcu lub we wrześniu. Bez względu na ostateczną decyzję Rady zakładamy, że w kolejnych miesiącach kontrakty FRA będą nadal dyskontowały stopy NBP na poziomie niższym od obecnego o ponad 25 pb;
- Nasze modele ekonometryczne sygnalizują na koniec III kwartału 2014 r. stabilizację rentowności obligacji skarbowych w sektorze 2-letnim na poziomie 2,50%, a także nieznaczny wzrost w 5-letnim do 3,10% i 10-letnim do 3,55%. Tym samym zakładamy, że w najbliższych miesiącach nastąpi wystromienie się krzywej dochodowości. Na koniec roku spodziewamy się wzrostu rentowności w sektorze 2 lat do 2,70%, 5 lat do 3,35%, a 10 lat do 3,80%;
- W przypadku rynku amerykańskich Treasuries i niemieckich Bund-ów dostrzegamy potencjał dla wzrostu rentowności. Nasze modele wskazują, że na koniec III kw. 2014 r. kwotowania w sektorze 10-letnim wzrosną do odpowiednio: 2,90% i 1,60%. Czynnikiem, który będzie determinował przecenę będzie przybliżający się termin zakończenia QE (oczekujemy, że nastąpi to w październiku), a także oczekiwania na zaostrzenie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych w II połowie 2015 r.;
- W sytuacji wyczerpania się potencjału do spadku rentowności i ryzyka przeceny na rynku papierów skarbowych dobrą alternatywą względem papierów o stałym kuponie w III kw. są papiery serii WZ, o kuponie zmiennym opartym na stawce WIBOR6M. Naszym zdaniem obligacje te mają jeszcze potencjał do poprawy wyceny.

### RYNEK STOPY PROCENTOWEJ

W II kw. 2014 r. RPP zgodnie z naszymi oczekiwaniami utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Podczas wszystkich posiedzeń Rada podtrzymywała *forward guidance* zgodnie, z którym stopy procentowe mają pozostać niezmienione co najmniej do końca III kwartału 2014 r. Wspomniana stabilizacja w polityce pieniężnej skutkowała utrzymaniem się stawki WIBOR3M na niezmiennym poziomie przez większą część kwartału.

Mimo braku zmian stóp procentowych radykalnie zmieniły się oczekiwania rynkowe w odniesieniu do przyszłej polityki RPP. Na początku kwietnia inwestorzy zakładali jeszcze, że *forward guidance* zostanie wydłużone do końca 2014 r., a stopy procentowe nie ulegną zmianie przynajmniej do końca I półrocza przyszłego roku. Rynek dyskontował wówczas pierwszą podwyżkę w II połowie 2015 r. Dla porównania w czerwcu notowania kontraktów FRA wyraźnie spadły, wyceniając prawie dwie obniżki stóp o łącznie 50 pb w 2014 r., a w perspektywie końca 2015 r. wzrost stopy referencyjnej do poziomu 2,50%. Na koniec czerwca kwotowania FRA3x6 wynosiły 2,43%, a FRA18x21 2,62%.

Rynek FRA dyskontuje prawie dwie obniżki stóp procentowych o łącznie 50 pb.

W sektorze bankowym znacząco spadła nadpłynność, mierzona wartością emisji bonów pieniężnych NBP. Średnio w II kw. 2014 r. wynosiła 109,5 mld PLN (dla porównania w I kw. wynosiła ona 119,9 mld PLN). W naszej ocenie w prawie połowie ten spadek płynności zostały wywołany wzrostem wartości pieniądza gotówkowego w obiegu (poza kasami banków). Mimo wspomnianych zmian płynności stawka POLONIA kształtowała się w II kw. 2014 r. średnio 4 pb poniżej stopy referencyjnej NBP (dla porównania w I kw. była o 7 pb niższa).

Od początku II kw. 2014 r. narastały oczekiwania, że EBC zdecyduje się na wsparcie gospodarki poprzez standardowe i/lub niestandardowe instrumenty. Ostatecznie taka decyzja zapadła w czerwcu (5.06) – bank centralny obniżył stopę refinansową o 10 pb do 0,15% i stopę depozytową o 10 pb do minus 0,10%, zdecydował o wycofaniu sterylizacji SMP (ok. 119 mld EUR), a także zapowiedział celowe TLTRO (400 mld EUR) i skup ABS (szczegółów nie podano). Wzrost podaży pieniądza w strefie euro i spadek stóp procentowych spowodował spadek stawek na rynku depozytowym, w efekcie czego stawka LIBOR3M EUR na koniec kwartału wyraźnie się obniżyła.

Rynek cały czas wzmacniał oczekiwania w odniesieniu do polityki pieniężnej EBC.

Fed konsekwentnie realizował zapowiedzianą politykę redukcji programu skupu obligacji skarbowych i MBS-ów. Podczas trzech posiedzeń bank centralny ograniczył QE3 o kolejne 30 mld USD do poziomu 35 mld USD. Przedstawiciele FOMC jednoznacznie sygnalizowali, że *tapering* zakończy się w październiku, a w 2015 r. na przełomie I i II półrocza spodziewać się można pierwszych podwyżek stóp procentowych.

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

|                          | Średnia:<br>2003-08 | 2q13 | 4q13 | 1q14 | 2q14 | 3q14P | 4q14P | 4q15P |
|--------------------------|---------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| POLONIA (śr. w kwartale) | -                   | 2,92 | 2,41 | 2,43 | 2,48 | 2,45  | 2,45  | 2,95  |
| Stopa referencyjna NBP*  | 5,15                | 2,75 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50  | 2,50  | 3,00  |
| WIBOR3M                  | 5,42                | 2,73 | 2,68 | 2,71 | 2,68 | 2,70  | 2,70  | 3,20  |
| LIBOR3M USD              | 3,30                | 0,15 | 0,24 | 0,23 | 0,23 | 0,25  | 0,25  | 0,80  |
| LIBOR3M EUR              | 3,14                | 0,15 | 0,28 | 0,28 | 0,18 | 0,20  | 0,20  | 0,30  |

\*prognoza stopy referencyjnej NBP – Departament Analiz Ekonomicznych PKO Banku Polskiego;  
Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (30.06)

Trendy na rynkach bazowych, w szczególności w Europie, były determinowane w dużej mierze oczekiwaniami w zakresie przyszłej polityki pieniężnej kreowanej przez EBC. Już podczas kwietniowego posiedzenia M. Draghi zwrócił uwagę, że nie wyklucza dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro sygnalizując, że głównymi argumentami przemawiającymi za takim scenariuszem byłyby: niska inflacja (wręcz ryzyko deflacji), aprecjacja euro względem dolara amerykańskiego, a także korekty w dół prognoz PKB w kolejnych kwartałach. Po kwietniowym posiedzeniu na rynku widać było coraz większe przekonanie do tego, że EBC ostatecznie zdecyduje się na poluzowanie polityki pieniężnej na kolejnych posiedzeniach, tworząc w całym okresie presję na spadek rentowności i stawek na rynku stopy procentowej. Presję na spadek stawek na rynku pieniężnym wzmocniła decyzja EBC, podjęta na posiedzeniu w czerwcu, zakładająca nie tylko redukcję stóp procentowych, ale i zastosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

W efekcie wspomnianych oczekiwań rentowności na rynku niemieckich Bund-ów systematycznie spadały. W czerwcu kwotowania w sektorze 2- i 10-letnim zbliżyły się do odpowiednio 0,02% i 1,30%, tym samym zbliżając się do historycznych minimów. W poprzednim raporcie kwartalnym zakładaliśmy, że rentowności wzrosną m.in. z powodu wyjścia strefy euro z recesji w 2014 r. i perspektywy kontynuacji ożywienia w kolejnych kwartałach (co zresztą nastąpiło, chociaż w niższej skali). Poza spadkiem rentowności w Europie oczekiwane działania EBC i później sama decyzja determinowały gwałtowne spadki rentowności obligacji skarbowych państw peryferyjnych. W przypadku obligacji 10-letnich Hiszpanii i Włoch pokonana została bariera na poziomie 3,00%. W przypadku Grecji dochodowość papierów spadła poniżej 6%.

W Stanach Zjednoczonych oczekiwania w odniesieniu do polityki pieniężnej nie uległy istotniejszej zmianie w relacji do początku 2014 r. Jedynie nieznacznie silniej akcentowane było prawdopodobieństwo tego, że Fed może zdecydować się odsunąć w czasie pierwszych podwyżek stóp procentowych na II połowę 2015 r. Dodatkowo w kierunku spadku rentowności Treasuries oddziaływała wyraźnie niższa od oczekiwań dynamika PKB w USA (w I kw. 2014 r. annualizowane PKB spadło o 2,9% r/r). Mimo, że ten silny spadek aktywności gospodarczej był spowodowany głównie niekorzystnymi warunkami pogodowymi, to jednak miał wpływ na notowania Treasuries. Czynnikiem, który również miał wpływ na poprawę wyceny obligacji amerykańskich był wzrost ryzyka geopolitycznego na świecie (Ukraina i sytuacja na Bliskim Wschodzie) oraz decyzja EBC. Zmiana oczekiwań w odniesieniu do polityki pieniężnej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych skutkowana wyraźnym wzrostem spreadu pomiędzy rentownością Treasuries i Bund-ów.

Rentowności 10-letnich Bund-ów spadły w okolice historycznych minimów.

W USA prawdopodobne późniejsze podwyżki stóp, niższy PKB i wzrost ryzyka geopolitycznego skutkowały spadkiem rentowności Treasuries.

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

|                  | Średnia:<br>2003-08 | 2q13 | 4q13 | 1q14 | 2q14 | 3q14P | 4q14P | 4q15P |
|------------------|---------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Schatz 2Y        | 3,54                | 0,22 | 0,22 | 0,17 | 0,03 | 0,10  | 0,20  | 0,50  |
| Bund 5Y          | 3,84                | 0,78 | 0,84 | 0,63 | 0,35 | 0,50  | 0,70  | 1,00  |
| Bund 10Y         | 4,27                | 1,76 | 1,85 | 1,57 | 1,25 | 1,40  | 1,60  | 1,90  |
| US Treasury 2Y   | 3,16                | 0,38 | 0,35 | 0,43 | 0,46 | 0,55  | 0,70  | 1,30  |
| US Treasury 5Y   | 3,72                | 1,42 | 1,59 | 1,73 | 1,64 | 1,75  | 1,90  | 2,20  |
| US Treasury 10Y  | 4,58                | 2,52 | 2,89 | 2,74 | 2,53 | 2,70  | 2,90  | 3,20  |
| CDS GER 10Y (pb) | -                   | 35   | 25   | 22   | 20   | 20    | 20    | 15    |

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (30.06)

Na polskim rynku stopy procentowej w całym II kw. 2014 r. obserwowaliśmy silny spadek rentowności obligacji skarbowych. Powodów umocnienia notowań upatrujemy przede wszystkim we wspomnianych powyżej spadkach rentowności papierów skarbowych w Europie, dużo silniejszym od oczekiwań rynkowych spadku dynamiki inflacji (według prognoz ekonomistów z przełomu roku inflacja w Polsce w 2014 r. miała kształtować się na poziomie 1,9% r/r, zaś w końcu czerwca prognozy spadły do 0,6% r/r) i wzroście prawdopodobieństwa krótkotrwałej deflacji w Polsce i w Europie, a także nasilających się w efekcie oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Polsce. Podobnie jak rynek, nie zakładaliśmy tak gwałtownych zmian otoczenia rynkowego, a raczej presji na sprzedaż obligacji w związku z kontynuowanym ożywieniem gospodarczym. Za utrzymywaniem długich pozycji na rynku obligacji skarbowych przemawiały także słabsze odczyty indeksów sygnalizujących wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w II i III kw. 2014 r. W efekcie wspomnianych spadków na rynku krajowym rentowności znalazły się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego i naszych prognoz.

Dodatkowym czynnikiem wspierającym wyższe wyceny obligacji skarbowych była wysoka realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych (pod koniec czerwca przekroczyła 90%), a także oczekiwany spadek podaży na rynku pierwotnym. W ostatnich miesiącach obserwowaliśmy również wyraźne uspokojenie sytuacji na rynkach wschodzących, gdzie po kilku miesiącach odpływów, odnotowaliśmy napływ globalnego kapitału. Również w Polsce widać było zmianę niekorzystnego trendu widocznego od maja 2013 r.

Tak jak zakładaliśmy, ocena wiarygodności kredytowej Polski na rynku kontraktów CDS wyraźnie poprawiła się. Notowania kontraktów w sektorze 5-letnim pod koniec czerwca tego roku osiągnęły 56 pb, czyli poziom najniższy od początku globalnego kryzysu (2007-2008). Jest to o tyle ciekawe, że jednocześnie doszło do eskalacji kryzysu na Ukrainie. Naszym zdaniem w tym kontekście większe znaczenie miały pozytywne zmiany w Europie, gdzie systematycznie spadała premia za ryzyko kredytowe.

W relacji do pierwszych trzech miesięcy 2014 r. w II kw. wyraźnie obniżyły się notowania ASW10Y. Pod koniec czerwca oscylowały one nieznacznie powyżej 0 pb. Dla porównania jeszcze na początku roku były to poziomy bliższe 20 pb. Naszym zdaniem powodów tak silnego spadku spreadu należy upatrywać w spadku premii za ryzyko kredytowe w Europie i w Polsce, a także w rozbudzonych oczekiwaniach na obniżki stóp procentowych w Polsce. Poprawa wyceny ASW skutkowałą również wzrostem cen obligacji serii WZ opartych na zmiennym kuponie.

**Nieoczekiwany przez ekonomistów gwałtowny spadek inflacji i decyzja EBC wzmocniły rynek obligacji skarbowych.**

**Premia za ryzyko kredytowe Polski wyrażona notowaniami CDS-ów niższa niż w 2008 r.**

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

|                  | Średnia:<br>2003-08 | 2q13   | 4q13   | 1q14    | 2q14           | 3q14P | 4q14P | 4q15P |
|------------------|---------------------|--------|--------|---------|----------------|-------|-------|-------|
| OS 1Y            | 5,45                | 2,76   | 2,66   | 2,74    | <b>2,36</b>    | 2,30  | 2,45  | 3,00  |
| OS 2Y            | 5,58                | 3,02   | 2,97   | 2,99    | 2,48           | 2,50  | 2,70  | 3,30  |
| OS 5Y            | 5,78                | 3,70   | 3,52   | 3,55    | <b>3,01</b>    | 3,10  | 3,35  | 3,60  |
| OS 10Y           | 5,80                | 4,34   | 4,32   | 4,22    | 3,42           | 3,55  | 3,80  | 3,95  |
| TBSP.Index (pkt) | -                   | 1465,3 | 1502,7 | 1519,40 | <b>1573,05</b> | -     | -     | -     |
| ASW 10Y (pb)     | 12                  | 22     | 20     | 21      | 6              | 10    | 10    | 10    |
| CDS 5Y PL (pb)   | -                   | 105    | 80     | 71      | <b>56</b>      | 55    | 50    | 45    |

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (30.06)

### Ryzyko obniżki stóp będzie wspierać lokalny rynek długu.

W bazowym scenariuszu zakładamy, że NBP utrzyma stopę referencyjną w III kw. 2014 r. bez zmian (2,50%). Przyznajemy jednak, że istnieje bardzo wysokie prawdopodobieństwo scenariusza alternatywnego zakładającego, obniżkę stopy o 25 pb. i to nawet podczas posiedzenia lipcowego. Bez względu na ostateczną decyzję Rady zakładamy, że w najbliższych miesiącach rynek będzie wyceniał stopy NBP na poziomie niższym niż obecnie o 50 pb.

Rynek będzie nadal wyceniał obniżki stóp w 2014 r.

Luzowanie polityki pieniężnej obecnie utrudnia *forward guidance*, zgodnie z którym stopy powinny pozostać niezmienione do końca III kw. Warto jednak zwrócić uwagę, że w ostatnich wypowiedziach przedstawiciele Rady sygnalizowali brak zasadności przedłużania lub nawet utrzymywania wspomnianej deklaracji. W ostatnich czerwcowych *minutes* RPP informowała, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej będzie możliwa po zapoznaniu się z napływającymi informacjami, w tym z lipcową projekcją NBP. Biorąc pod uwagę prawdopodobną korektę w dół prognoz przyszłej ścieżki inflacyjnej (w 2015 r. nawet poniżej dolnego celu inflacyjnego NBP – 1,5%) zakładamy, że RPP nie wydłuży *forward guidance* do końca roku, a wręcz zrezygnuje z jego dalszego utrzymywania. Otwierałoby to potencjalną przestrzeń dla obniżki stóp w IV kw. bądź we wrześniu, co jednak rynek już wycenił. Z wypowiedzi przedstawicieli RPP wynika, że trzech z nich nie bierze pod uwagę zmiany stóp procentowych (A. Rzońca, J. Winiecki i A. Kaźmierczak). Pozostali członkowie Rady zwracają uwagę na niewielką warunkową możliwość poluzowania polityki monetarnej, gdyby doszło do dalszego spadku inflacji i spowolnienia dynamiki wzrostu PKB (istotnym psychologicznym poziomem dla PKB będzie próg 3,0%).

Ewentualne obniżki stóp będzie utrudniać dotychczasowa komunikacja RPP.

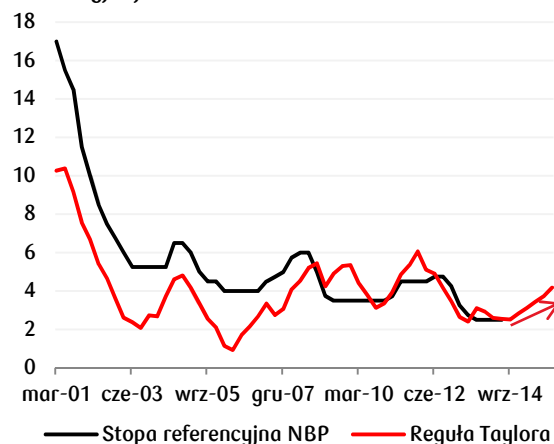
Tabela 4 Nasze założenia w odniesieniu do stopy referencyjnej NBP przyjęte przy konstrukcji prognoz dla rynku stopy procentowej (%)

| Stopa referencyjna NBP     | 4q13 | 1q14 | 2q14 | 3q14 | 4q14 | 2q15 | 4q15 | 4q16 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Scenariusz bazowy          | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 3,50 |
| Scenariusz alternatywny I  | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,50 | 3,50 |
| Scenariusz alternatywny II | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 3,00 | 3,75 |
| Bieżąca wycena rynkowa     | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,50 | 2,50 |

\* wybraliśmy scenariusze, które rynek może dyskutować.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 1 Reguła Taylora sugeruje podwyżkę stopy referencyjnej w latach 2014-2015

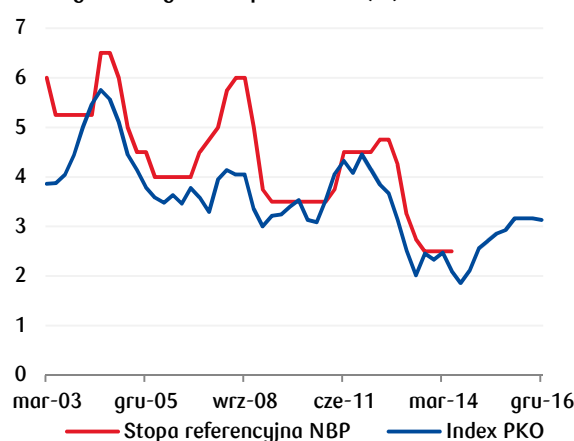


\*Regułę Taylora opieramy na: PKB, PKB\* obliczonym filtrem Hodricka-Prescotta, inflacji bazowej bez uwzględnienia cen energii i żywności, a także przy założeniu realnej naturalnej stopy wynoszącej 2,5%.

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

Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 2 Realne stopy procentowe w Polsce wzrosły do historycznie wysokich poziomów (%)



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

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

Źródło: PKO Bank Polski

Za złagodzeniem polityki pieniężnej w 2014 r. przemawia: utrzymujący się silny proces dezinflacji skutkujący oczekiwanym spadkiem inflacji poniżej zera (według naszych szacunków w okresie od lipca do października), sygnalizowane we wskaźnikach wyprzedzających słabnące momentum wzrostu gospodarczego (PKB w II i III kw. utrzyma się nieco powyżej 3,0%), ryzyko aprecjacji złotego, a także ekspansja monetarna w strefie euro (dodatkowo we wrześniu przeprowadzona zostanie operacja TLTRO).

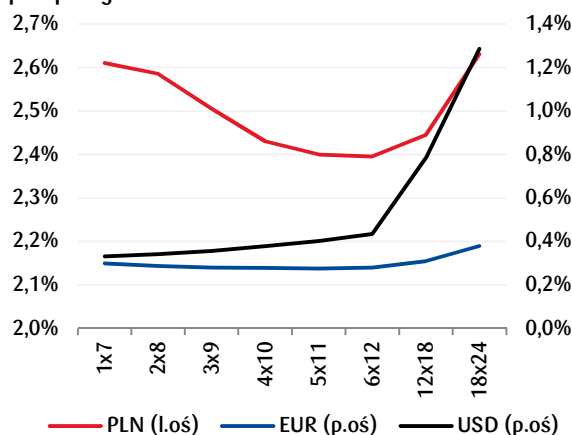
Ryzyko krótkookresowej deflacji w Polsce jednym z głównych argumentów za obniżką stóp w 2014 r.

Biorąc pod uwagę te uwarunkowania makroekonomiczne, nasz model odwzorowujący decyzje NBP sygnalizuje w tym roku spadek stopy referencyjnej o 50 pb do 2,00% (Wykres 2). Za poluzowaniem polityki pieniężnej przemawia też bardzo wysoka stopa realna (ex post), kształtująca się na poziomie bliskim 2,5 pkt. proc. Nawet jeśli założymy, że inflacja w 2015 r. wzrośnie w okolice dolnego ograniczenia celu inflacyjnego, to realna stopa NBP ukształtuje się blisko 1,0 pkt. proc., co może być uznane za poziom umiarkowanie bezpieczny. Nieco bardziej wyważone są natomiast wskazania reguły Taylora, która po okresie stabilizacji stóp wskazuje na ryzyko zaostrzenia polityki pieniężnej w kolejnych latach.

Poza modelami ekonometrycznymi, w naszych założeniach bazujemy również na wypowiedziach członków RPP i dokumentach NBP. Nasz bazowy scenariusz stabilizacji stóp procentowych w III kw. 2014 r. uwzględnia werbalną komunikację banku centralnego, który wyraźnie chłodzi oczekiwania i raczej niechętnie wypowiada się w sprawie cięć stóp. W naszym scenariuszu alternatywnym zakładamy, że stopa referencyjna NBP nie spadnie w tym roku poniżej 2,00%. Biorąc pod uwagę fakt, że rynek już praktycznie zdyskontował ten scenariusz, nie dostrzegamy z tej strony istotnego potencjału dla spadków rentowności.

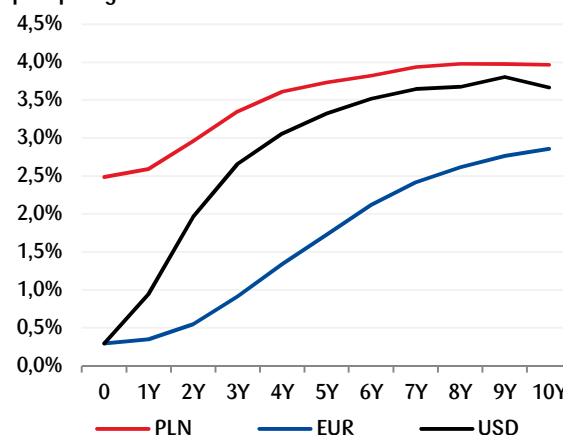
Rynek zdyskontował obniżki stóp o 50 pb. Zasadność głębszego cięcia stóp jest wątpliwa.

Wykres 3 Oczekiwane zmiany stóp procentowych w perspektywie 2 lat



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 4 Oczekiwane zmiany stóp procentowych w perspektywie 10 lat



Źródło: Thomson Reuters

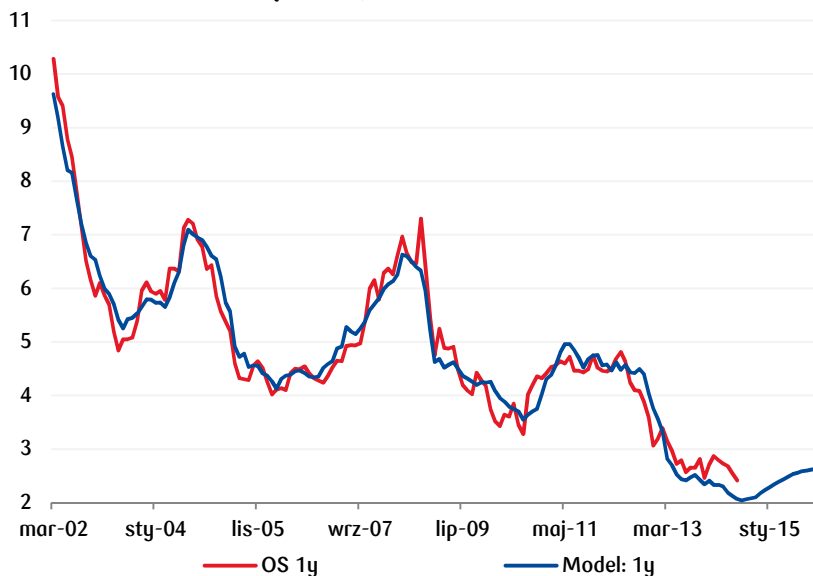
Wspomniane założenia przyjęliśmy jako podstawę do naszego modelu wyceny obligacji skarbowych, opartego na regresji wielorakiej. Przy obliczeniach wykorzystaliśmy różne narzędzia statystyczne (jak średnie, czy opóźnienia czasowe) poprawiające dopasowanie modelu. Zmiennymi objaśniającymi w modelu były: krótkoterminowe stopy procentowe w PLN, indeks CPI, kurs EUR/PLN, a także rentowność niemieckich obligacji skarbowych w sektorze 10-letnim. Współczynnik determinacji (adjusted  $R^2$ ) naszego modelu w latach III 2002 – VI 2014, w zależności od sektora, dla którego prowadziliśmy obliczenia, wynosił pomiędzy 82,79% a 94,88%.

### MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI 1-ROCZNYCH

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

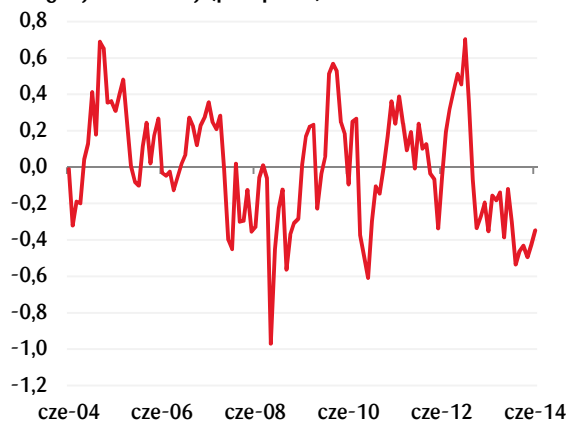
| Wskaźnik                | Parametr | Błąd standardowy | Prawdopodobieństwo |
|-------------------------|----------|------------------|--------------------|
| Stała                   | -1,49838 | 0,42436          | 0,0006             |
| CPI                     | 0,18897  | 0,01993          | 0,0000             |
| EUR/PLN                 | 0,27882  | 0,09386          | 0,0035             |
| WIBOR6M                 | 0,72804  | 0,02649          | 0,0000             |
| BUND 10Y                | 0,42711  | 0,03580          | 0,0000             |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 94,88%   |                  |                    |
| Liczba stopni swobody   | 143      |                  |                    |
| SE                      | 0,317    |                  |                    |

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



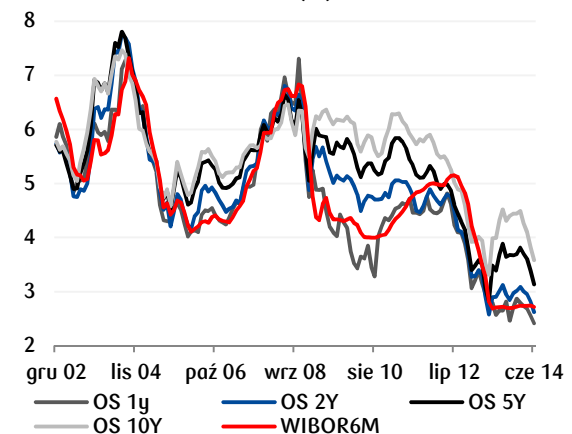
Źródło: PKO Bank Polski

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



Źródło: PKO Bank Polski

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



Źródło: Bloomberg, Thomson Reuters

### MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI 2-LETNICH

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

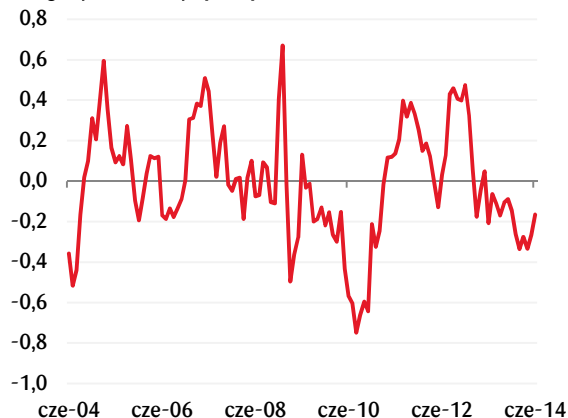
| Wskaźnik                | Parametr | Błąd standardowy | Prawdopodobieństwo |
|-------------------------|----------|------------------|--------------------|
| Stała                   | -2,32115 | 0,40369          | 0,0000             |
| CPI                     | 0,17502  | 0,02038          | 0,0000             |
| EUR/PLN                 | 0,60263  | 0,08942          | 0,0000             |
| WIBOR6M                 | 0,60445  | 0,02736          | 0,0000             |
| BUND 10Y                | 0,46927  | 0,03632          | 0,0000             |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 94,58%   |                  |                    |
| Liczba stopni swobody   | 143      |                  |                    |
| SE                      | 0,3158   |                  |                    |

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



Źródło: PKO Bank Polski

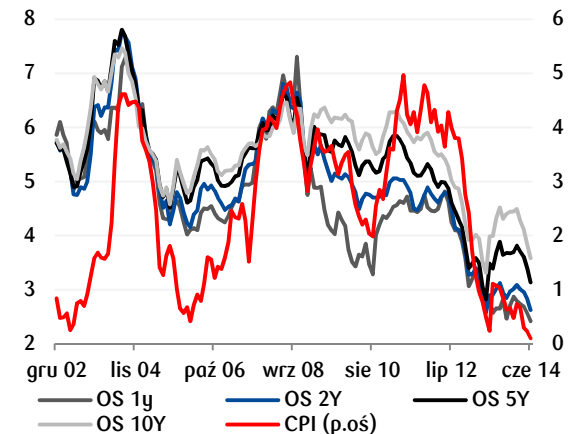
Wykres 9 Odchylenie od rynku wskaźników naszego modelu dla obligacji 2-letniej (pkt. proc.)



Źródło: PKO Bank Polski

1 lipca 2014

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



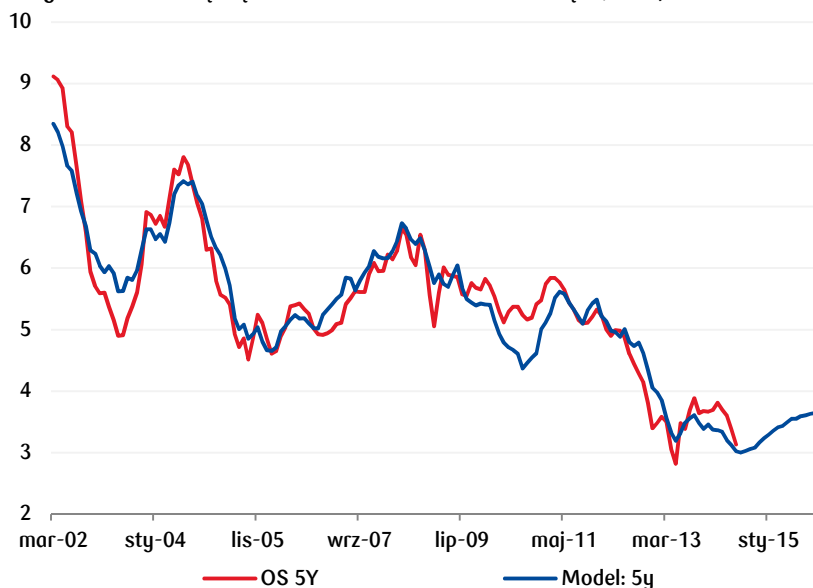
Źródło: Thomson Reuters

### MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI 5-LETNICH

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

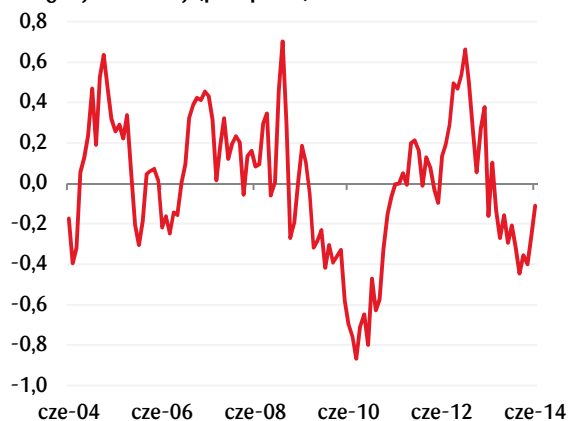
| Wskaźnik                | Parametr | Błąd standardowy | Prawdopodobieństwo |
|-------------------------|----------|------------------|--------------------|
| Stała                   | -2,03752 | 0,49033          | 0,0001             |
| CPI                     | 0,20569  | 0,02476          | 0,0000             |
| EUR/PLN                 | 0,78092  | 0,10861          | 0,0000             |
| WIBOR6M                 | 0,39347  | 0,03323          | 0,0000             |
| BUND 10Y                | 0,55478  | 0,04411          | 0,0000             |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 89,44%   |                  |                    |
| Liczba stopni swobody   | 143      |                  |                    |
| SE                      | 0,3836   |                  |                    |

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



Źródło: PKO Bank Polski

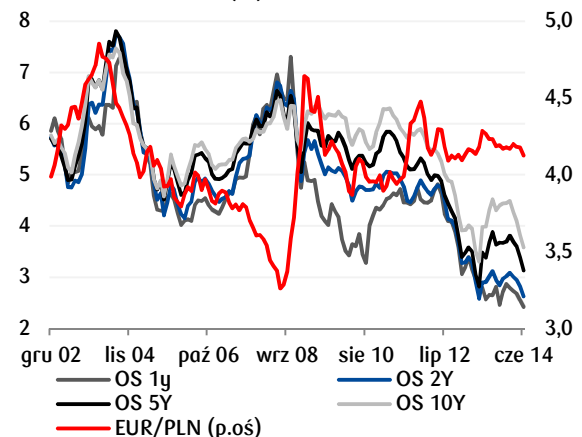
Wykres 12 Odchylenie od rynku wskaźników naszego modelu dla obligacji 5-letniej (pkt. proc.)



Źródło: PKO Bank Polski

1 lipca 2014

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



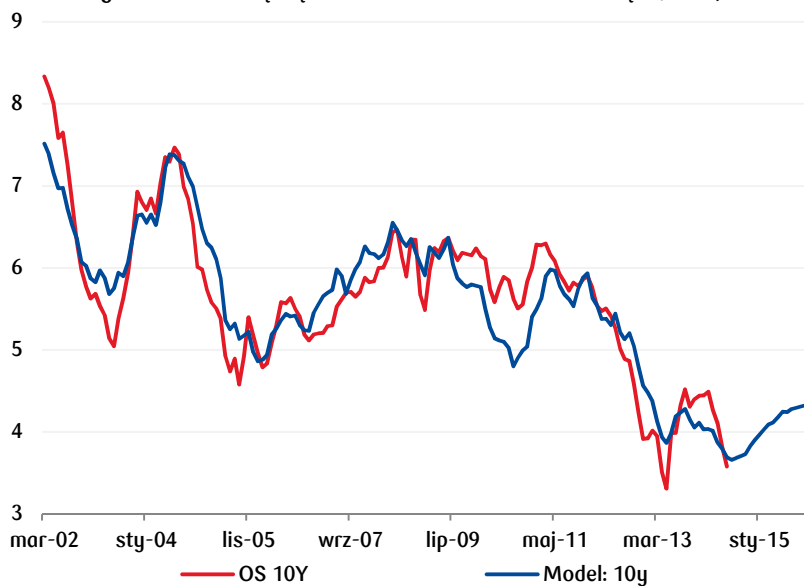
Źródło: Thomson Reuters

### MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI 10-LETNICH

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

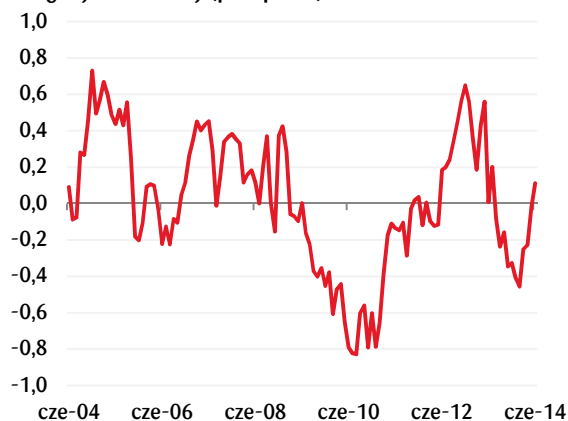
| Wskaźnik                | Parametr | Błąd standardowy | Prawdopodobieństwo |
|-------------------------|----------|------------------|--------------------|
| Stała                   | -1,24625 | 0,49688          | 0,0133             |
| CPI                     | 0,24491  | 0,02509          | 0,0000             |
| EUR/PLN                 | 0,88869  | 0,11006          | 0,0000             |
| WIBOR6M                 | 0,22488  | 0,03367          | 0,0000             |
| BUND 10Y                | 0,47182  | 0,04470          | 0,0000             |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 82,79%   |                  |                    |
| Liczba stopni swobody   | 143      |                  |                    |
| SE                      | 0,3887   |                  |                    |

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



Źródło: PKO Bank Polski

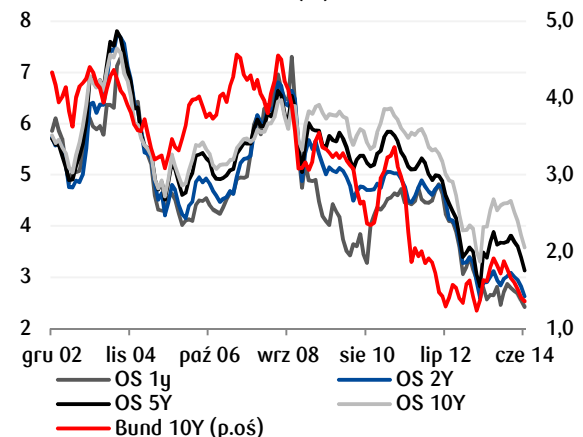
Wykres 15 Odchylenie od rynku wskaźników naszego modelu dla obligacji 10-letniej (pkt. proc.)



Źródło: PKO Bank Polski

1 lipca 2014

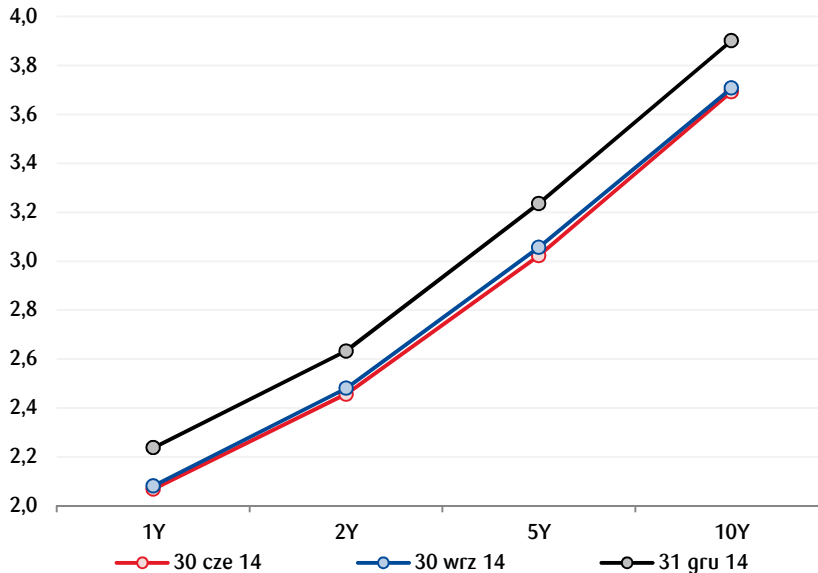
Wykres 16 Korelacja pomiędzy zmianami rentowności Bunda 10Y a rentownościami OS (%)



Źródło: Thomson Reuters

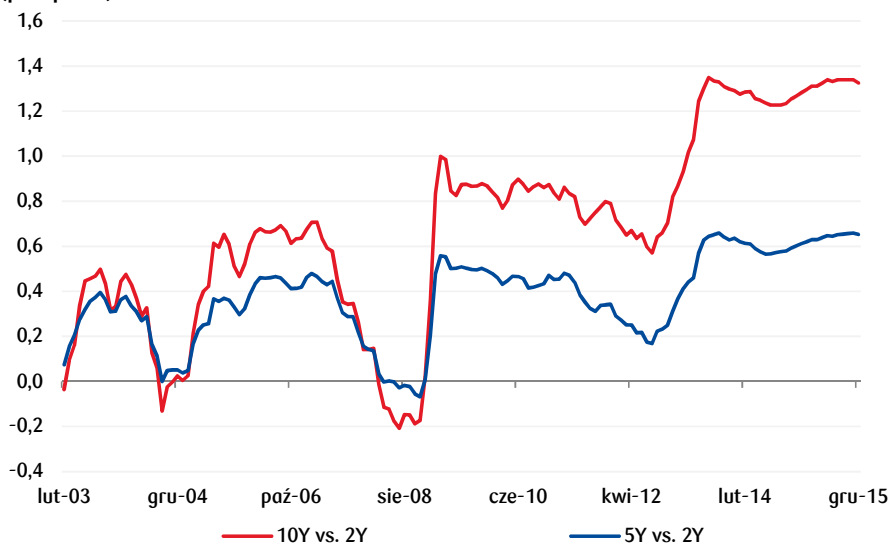
### ZMIANA KSZTAŁTU KRZYWEJ WG NASZEGO MODELU

**Wykres 17** Według wskazań naszych modeli krzywa dochodowości dla obligacji skarbowych w kolejnych kwartałach będzie się podnosiła. Wyraźniejsze wzrosty rentowności powinniśmy zobaczyć w IV kw. 2014 r. (%)



Źródło: PKO Bank Polski

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



Źródło: PKO Bank Polski

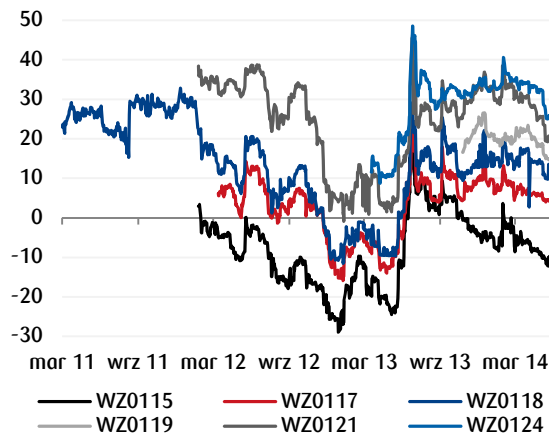
Podobne poziomy rentowności otrzymujemy wykorzystując inne modele. Przyjmując model oparty na teorii oczekiwanych stóp procentowych, gdzie za podstawę przyjęliśmy nasze prognozy krótkoterminowych stawek wskazane w Tabeli 4, na koniec III kw. 2014 r. otrzymujemy rentowności obligacji kształtujące się w zależności od sektorów: dla 2 lat na poziomie 2,65% (pomiędzy 2,35% a 2,90%), dla 5 lat na 3,20% (pomiędzy 3,10% a 3,50%), a dla 10 lat na 3,40% (pomiędzy 3,30% a 3,80%).

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

### Obligacje WZ o zmiennym kuponie z niewielkim potencjałem wzrostu.

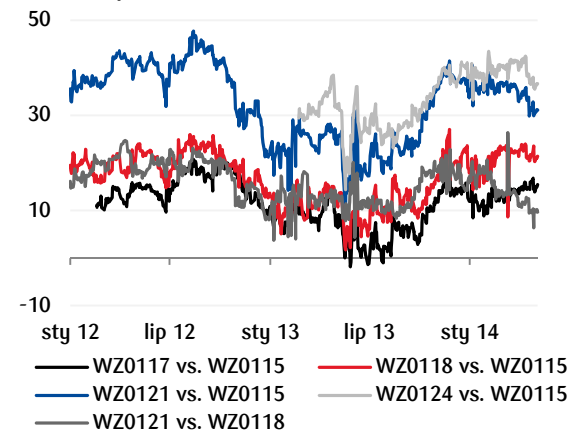
Na początku 2014 r. *spread for life* dla obligacji serii WZ kształtował się na wysokich poziomach, zbliżonych do historycznych maksimów. Wycena obligacji WZ poprawiła się w ostatnich dwóch miesiącach, a marża powyżej stawki WIBOR6M zbliżyła się w okolice kilkuletniej średniej dla poszczególnych serii (w okresie 2012-2013 silny spadek spreadu był spowodowany globalnym wzrostem podaży pieniądza).

Wykres 19 *Spread for life* dla obligacji serii WZ (pb)



Źródło: PKO Bank Polski, Bloomberg

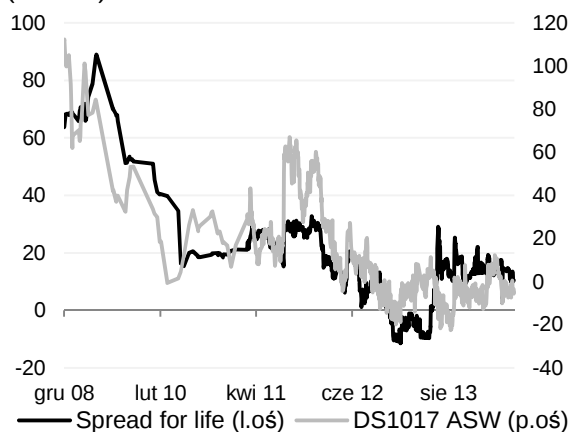
Wykres 20 *Spread for life* – różnica w wycenie obligacji serii WZ (pb)



Źródło: PKO Bank Polski, Bloomberg

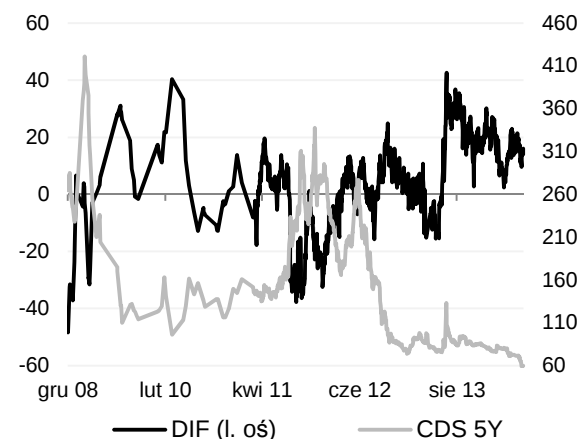
Analiza poziomu marży powyżej stawki referencyjnej wykazuje silną korelację z ASW dla porównywalnych emisji o stałym kuponie, ale również z poziomem ryzyka kredytowego emitenta. Na poniższych wykresach po lewej stronie porównaliśmy marżę powyżej stawki WIBOR6M dla papierów WZ, z alternatywną inwestycją w ASW o porównywalnym terminie rozliczenia. Z kolei na wykresach z prawej strony zaprezentowana została relacja pomiędzy różnicą marży dla papierów WZ oraz ASW (*spread for life* dla WZ minus ASW) i premii za ryzyko kredytowe Polski (mierzone poprzez notowania kontraktów CDS o odpowiednich terminach wykupu). Na wykresach widać, że ryzyko kredytowe ma istotny wpływ na poziom dochodowości obligacji skarbowych, co szczególnie jest widoczne w przypadku aktywów o dłuższych terminach wykupu.

Wykres 21 Premia ponad WIBOR (WZ0118) vs. ASW (DS1017)



Źródło: PKO Bank Polski, Bloomberg

Wykres 22 WZ0118 – spread (DIF) vs. CDS 5Y



\* na wykresach DIF oznacza różnicę pomiędzy spreadem dla WZ a ASW

Źródło: PKO Bank Polski, Bloomberg

Tabela 5 Korelacja pomiędzy *spread for life* dla obligacji WZ a ASW i notowaniami kontraktów CDS dla Polski

| Seria  | Okres analizy od: | ASW   | CDS   |
|--------|-------------------|-------|-------|
| WZ0115 | VIII 2011         | +0,31 | +0,27 |
| WZ0117 | III 2012          | +0,01 | +0,26 |
| WZ0118 | II 2012           | +0,22 | +0,29 |
| WZ0119 | X 2013            | +0,24 | +0,65 |
| WZ0121 | II 2012           | +0,55 | +0,20 |
| WZ0124 | III 2013          | +0,02 | +0,03 |

\* Na silniejsze zróżnicowanie wyników wpływ miał też fakt, że niektóre papiery zostały wyemitowane stosunkowo niedawno, co oznacza, że w ich przypadku przyjęty został krótszy okres analizy. Nie zmienia to jednak generalnego wniosku, że wyraźnie dodatnia współzależność widoczna była w przypadku praktycznie wszystkich obligacji serii WZ.  
Źródło: PKO Bank Polski

Jak wykazaliśmy powyżej, w ostatnich latach utrzymywała się dodatnia korelacja pomiędzy zmianami asset swap spreadów a wielkością marży dla papierów WZ.

Wykorzystując dłuższe szeregi czasowe (od listopada 2004 r.), wykazaliśmy istotną korelację pomiędzy zmieniającymi się oczekiwaniami rynkowymi w odniesieniu do polityki pieniężnej banku centralnego a zmianami ASW. Założyliśmy, że najlepiej oczekiwania rynkowe będzie odzwierciedlał wskaźnik zbudowany na bazie notowań FRA. W tym celu posłużyliśmy się miernikiem w postaci różnicy pomiędzy notowaniami kontraktów FRA a stawką referencyjną WIBOR. Wykonaliśmy też obliczenia w oparciu o inne wskaźniki (np. bazujące na stopie referencyjnej NBP, zamiast na WIBOR-ach), jednak stopień dopasowania okazywał się istotnie niższy. Ponadto sprawdziliśmy, że czym dłuższy był termin realizacji kontraktu FRA, tym niższa była korelacja z ASW w naszym modelu.

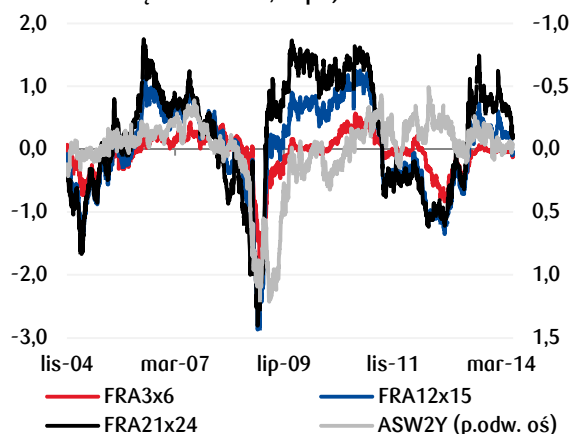
ASW w istotny sposób zależy od oczekiwań w odniesieniu do polityki pieniężnej NBP.

Tabela 6 Macierz korelacji pomiędzy ASW a różnicą notowań kontraktów FRA i stawki WIBOR3M

|                | FRA3x6 | FRA6x9 | FRA12x15 | FRA18x21 | FRA21x24 |
|----------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| <b>ASW 2Y</b>  | -0,51  | -0,38  | -0,30    | -0,20    | -0,16    |
| <b>ASW 5Y</b>  | -0,45  | -0,44  | -0,41    | -0,35    | -0,33    |
| <b>ASW 10Y</b> | -0,25  | -0,23  | -0,19    | -0,12    | -0,10    |

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters

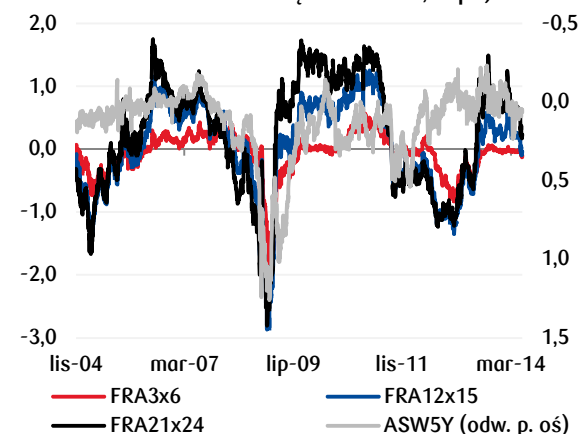
Wykres 23 ASW 2Y na tle oczekiwanej polityki pieniężnej w Polsce (oczekiwania na bazie różnicy pomiędzy notowaniami FRA a stawką WIBOR3M, w pb)



Źródło: Thomson Reuters

1 lipca 2014

Wykres 24 ASW 5Y na tle oczekiwanej polityki pieniężnej w Polsce (oczekiwania na bazie różnicy pomiędzy notowaniami FRA a stawką WIBOR3M, w pb)



Źródło: Thomson Reuters

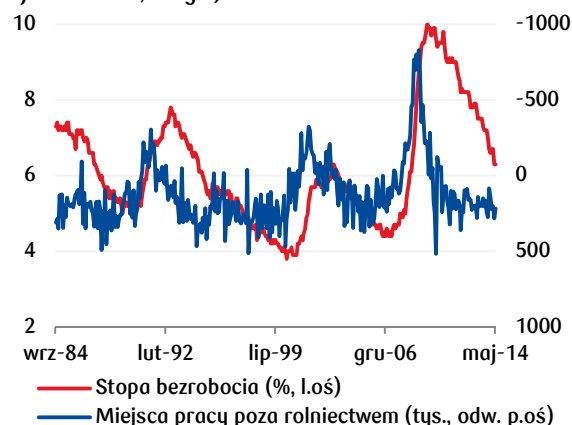
W kontekście oczekiwanego przez nas lekkiego spadku notowań CDS i utrzymujących się oczekiwań na obniżki stóp dostrzegamy potencjał dla poprawy wyceny obligacji WZ. Ten scenariusz wzmacnia fakt, że wciąż spread powyżej stawki WIBOR3M w relacji do ASW jest na historycznie wysokim poziomie. Potencjał jest jednak ograniczony. W kierunku zawężenia się spreadu będzie oddziaływać niska podaż papierów skarbowych na rynku pierwotnym i obserwowany w ostatnich miesiącach napływ globalnego kapitału na *emerging markets*, w tym również w niewielkim stopniu do Polski.

W najbliższych miesiącach wyceny obligacji WZ mogą się lekko poprawić.

### Na rynkach bazowych dostrzegamy ryzyko wzrostu rentowności.

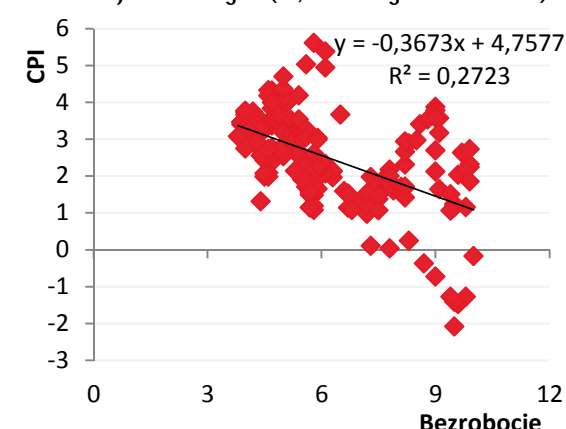
Nasze oczekiwania w zakresie trendów makroekonomicznych w Stanach Zjednoczonych nie uległy zasadniczym zmianom. Zakładamy wzrost PKB w kolejnych latach w tempie bliskim 3% (jedynie ze względu na niekorzystne warunki pogodowe korygujemy w dół oczekiwania na 2014 r.), utrzymanie indeksu CPI blisko 2,0%, a także spadek stopy bezrobocia w okolice 6,0% na koniec 2014 r. (nieco szybszy spadek stopy bezrobocia wynika jednak po części z czynników o charakterze demograficznym, a więc strukturalnym). Podkreślamy też trwałość pozytywnych tendencji na amerykańskim rynku nieruchomości, co umożliwi Fed dalsze ograniczanie QE.

Wykres 25 Non-farm payrolls vs. stopa bezrobocia (Stany Zjednoczone, w tys.)



Źródło: Bloomberg

Wykres 26 Relacje pomiędzy inflacją a stopą bezrobocia w Stanach Zjednoczonych (% dla danych od 2000 r.)

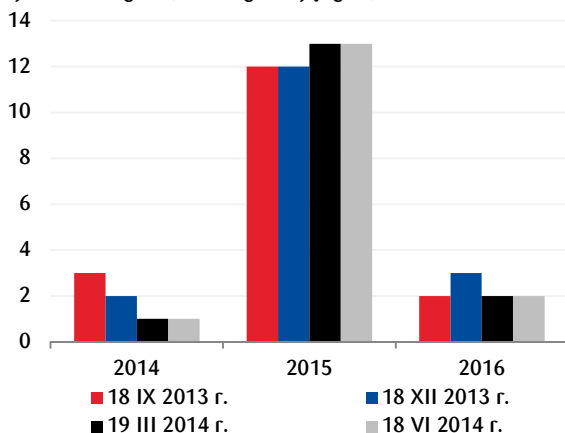


Źródło: Thomson Reuters

W kontekście utrzymującego się ożywienia w USA, podtrzymujemy oczekiwania, że Fed wygasi QE w październiku, a w III kw. 2014 r. rynek będzie spekulować nt. momentu zaostżenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Warto też zwrócić uwagę na fakt, że oczekiwania członków komitetu FOMC nie uległy w tym zakresie istotnym zmianom na przestrzeni ostatniego półrocza (co widać na Wykresach 27 i 28). Cały czas jednak zwraca uwagę fakt, że w odniesieniu do długoterminowej stopy procentowej ich oczekiwania systematycznie korygowane są w dół (od posiedzenia w grudniu 2013 r. oczekiwania obniżyły się o prawie 40 pb – ze średniego poziomu 4,17% do 3,78%). Przyjmując tylko oczekiwania Fed w odniesieniu do podstawowej stopy procentowej spodziewać się można na koniec 2014 r. wzrostu rentowności 2-letnich obligacji skarbowych w okolice 1,00% (wobec obecnych 0,46%), 5-letnich do 2,50% (wobec obecnych 1,64%) i 10-letnich do 3,20% (wobec obecnych 2,53%). Warto zwrócić uwagę, że prognozy ekonomistów zakładają podobny co do skali wzrost rentowności amerykańskich obligacji skarbowych na koniec roku.

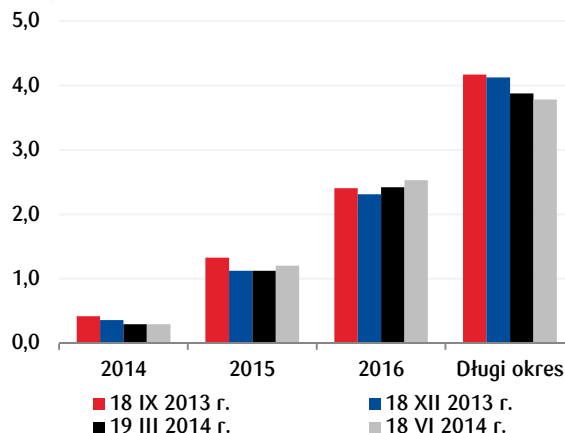
W III kw. rynek będzie spekulował nt. zaostżenia polityki pieniężnej w USA w 2015 r.

**Wykres 27** Oczekiwania członków FOMC odnośnie pierwszej podwyżki podstawowej stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych (liczba głosujących)



Źródło: Federal Reserve

**Wykres 28** Oczekiwania członków FOMC odnośnie wysokości głównej stopy procentowej w Stanach (średnia arytmetyczna, w %)

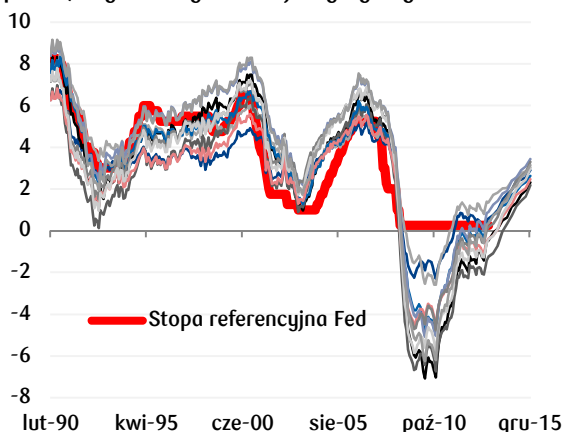


Źródło: Federal Reserve

Na potrzeby prognoz podstawowej stopy procentowej Fed w Stanach Zjednoczonych opracowaliśmy modele ekonometryczne oparte na danych makroekonomicznych opisujących politykę pieniężną Fed w okresie od 1983 r. do 2013 r. W dużej mierze były to modele oparte na regule Taylora. Na podstawie 24 różnych modeli wybraliśmy 10, dla których współczynnik determinacji  $R^2$  był najwyższy i jednocześnie przekraczał 50%. Obliczenia dokonaliśmy na podstawie naszych prognoz, które są zgodne z konsensusem ekonomistów (prognozy te są jednocześnie zbieżne do założeń z poprzedniego raportu). Dla najlepiej dopasowanych modeli  $R^2$  sięgał 73,1%, a dla okresu krótszego od 2000 r. do 2008 r. nawet 86,1%. Na koniec 2014 r. 10 najlepiej dopasowanych modeli wskazywało na wzrost stopy procentowej pomiędzy 0,7% a 2,4% z -1,1% do +1,70% na koniec 2013 r. Średnia dla wszystkich modeli sygnalizowała wzrost podstawowej stopy Fed w okolice 2,50%.

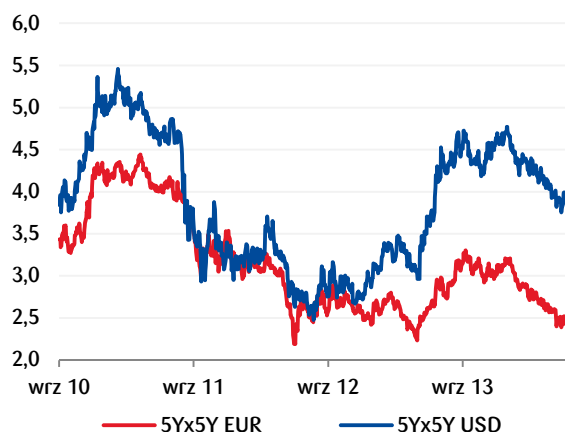
Nasze modele makroekonomiczne wskazują na ryzyko wzrostu stóp procentowych w USA.

**Wykres 29** Wskazania naszych modeli ekonometrycznych opartych na podstawowych danych makroekonomicznych w proc. (w tym różnych wersji reguły Taylora z  $R^2 > 50\%$ )



Źródło: PKO Bank Polski

**Wykres 30** Długoterminowa stopa procentowa w USA i w strefie euro (na bazie forwardów 5Yx5Y).



Źródło: Thomson Reuters

Biorąc pod uwagę konieczność wcześniejszego zakończenia programu QE (co naszym zdaniem nastąpi w październiku), jest mało prawdopodobne, aby decyzja o podwyżce stóp zapadła do końca I kw. 2015 r. Z Wykresu 29 wynika, że część modeli z wyprzedzeniem reaguje na zmieniające się dane makroekonomiczne, co powoduje, że sygnalizują podwyżkę stóp wcześniej, niż ona faktycznie nastąpi. Naszym zdaniem mimo ostatniego wzrostu inflacji Fed pozostanie ostrożny z zaostrzeniem polityki pieniężnej, raczej odwlekając

podjęcie decyzji. Na koniec 2015 r. nasze modele sygnalizują wzrost podstawowej stopy Fed do 2,2%-3,5%. Jest to poziom zbliżony do oczekiwań rynkowych i członków FOMC, jednak wyprzedzający je o prawie rok. Rynek zakłada, że do pierwszej podwyżki dojdzie w czerwcu 2015 r., a na koniec 2015 r. podstawowa stopa Fed wzrośnie do 1,00%. Oczekiwana długoterminowa stopa w USA kształtuje się blisko 3,75%. Rynek dyskontuje nieco mniejszą skalę zacieśnienia polityki pieniężnej i do tego bardziej rozłożonego w czasie. W naszej ocenie generuje to ryzyko przeceny na amerykańskim rynku długu.

**Podwyżki stóp sygnalizowane przez nasze modele są oczekiwane przez rynek w podobnej skali, jednak później w czasie.**

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

**Wykres 31 Model sygnalizuje wzrost rentowności amerykańskich 2-letnich obligacji skarbowych (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)**



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

Źródło: PKO Bank Polski

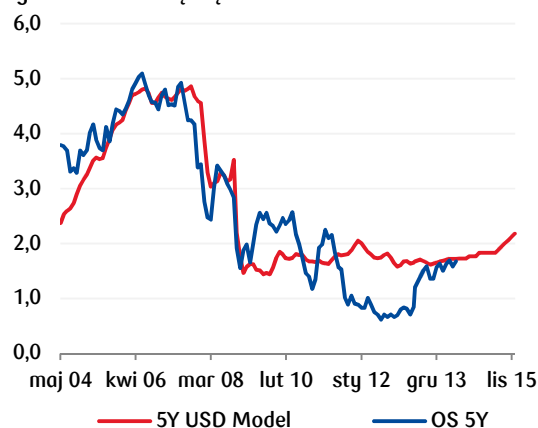
**Wykres 33 Model sygnalizuje lekki wzrost rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)**



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

Źródło: PKO Bank Polski

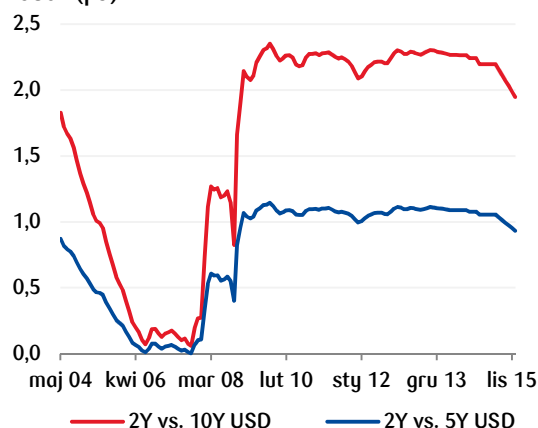
**Wykres 32 Model sygnalizuje lekki wzrost rentowności amerykańskich 5-letnich obligacji skarbowych (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)**



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

Źródło: PKO Bank Polski

**Wykres 34 Oczekiwany spread dla amerykańskich obligacji skarbowych: 10Y vs. 2Y i 5Y vs. 2Y obliczony na bazie naszych modeli (pb)**



Źródło: PKO Bank Polski

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

wyraźnie zbliżyły się do wycen fundamentalnych. Ograniczać to będzie potencjalną skalę przeceny obligacji amerykańskich.

Dla odmiany w strefie euro wpływ na rentowności papierów skarbowych mają bieżące korekty w dół prognoz dotyczących wzrostu gospodarczego. Według czerwcowej projekcji EBC tempo wzrostu PKB w 2014 r. ma wynieść 1,0%, w 2015 r. 1,7% i w 2016 r. 1,8%. W przypadku tegorocznego PKB korekta w dół wyniosła 0,2 pkt. proc., natomiast w przyszłym roku w górę o 0,3 pkt. proc. Podobne co do skali były też korekty oczekiwań wśród ekonomistów. W scenariusz wyhamowania momentum ożywienia gospodarczego w strefie euro w II i III kw. wpisują się wskaźniki oczekiwań wyprzedzające koniunkturę (m.in. w Niemczech i we Francji), sygnalizujące niższą dynamikę wzrostu PKB w II i III kw. w relacji do I kw. (który był m.in. wyższy dzięki korzystnym warunkom pogodowym). Oczekiwanie na wyhamowanie dynamiki wzrostu w strefie euro wynika m.in. z ryzyka geopolitycznego (Ukraina i Bliski Wschód), ale też słabszego popytu wewnętrznego i eksportu. Słabsze oczekiwania wyrażane w ankietach sugerują małe prawdopodobieństwo, aby dane makroekonomiczne silnie zaskoczyły w najbliższych miesiącach rynek wyższą dynamiką.

W ostatnich miesiącach obserwowaliśmy wyraźne korekty w dół prognoz inflacyjnych. Według projekcji EBC wskaźnik HICP wyniesie w 2014 r. 0,7%, w 2015 r. 1,1% i w 2016 r. 1,5%. W przypadku tegorocznego HICP korekta w dół wyniosła 0,3 pkt. proc., a w przyszłym roku 0,2 pkt. proc. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na to, że według konsensusu inflacja w kolejnych miesiącach powinna się ustabilizować powyżej 0,5% r/r. Tym samym przerwany zostałby trend dezinflacyjny, który w części determinował spadki rentowności obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach. Czynnikiem ryzyka dla scenariusza niskiej inflacji byłby istotny wzrost cen ropy naftowej w związku z kryzysem na Bliskim Wschodzie, bądź też wzrost cen żywności, które były głównym determinantem spadków inflacji. Póki co jednak jasnych sygnałów, aby te zmiany miały nastąpić w III kw. nie widać. Dostrzegamy jednak w możliwym lekkim odbiciu wskaźnika HICP istotny czynnik ryzyka dla rynku (ostatnie dane w Niemczech pokazały wyraźny wyższy od oczekiwań wzrost inflacji).

Wsparciem dla rynku długu w Europie powinny być działania EBC, który zapowiedział przeprowadzenie dwóch operacji TLTRO (za 400 mld EUR) we wrześniu i w grudniu. Mimo, że operacje będą skierowane na pobudzenie akcji kredytowej, to jednak dojdzie w efekcie do wzrostu podaży pieniądza w systemie finansowym. EBC zapowiedział również skup ABS-ów, póki co jednak bez podania szczegółów (nie wiadomo m.in. czy program miałby być sterylizowany). Niektórzy przedstawiciele EBC twierdzili nawet, że w przypadku dalszego odchylenia się w dół od prognoz PKB i CPI rozważone zostanie wdrożenie programu na wzór amerykańskiego QE. W naszej ocenie perspektywa dalszego luzowania polityki pieniężnej przez EBC jest czynnikiem wspierającym rynek stopy procentowej w strefie euro i jednocześnie uodparniającym go na ewentualny wzrost rentowności w Stanach Zjednoczonych. Przy konstruowaniu prognoz zakładamy, że wzrost stóp procentowych EBC nastąpi najszybciej w 2016 r.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, podobnie jak w przypadku obligacji amerykańskich zbudowaliśmy model wyceny dla papierów niemieckich. Tym razem zmiennymi objaśniającymi były: krótkoterminowe stopy procentowe, indeks HICP i PKB dla strefy euro. Dopasowanie naszego modelu w latach 2004-2013, w zależności od sektora, dla którego prowadziliśmy obliczenia, wynosiło pomiędzy 79,74% a 92,32%. Otrzymane wyniki, podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, sygnalizują ryzyko wzrostu rentowności we wszystkich analizowanych sektorach. Potencjał do wzrostu rentowności jest znacznie silniejszy niż na rynku amerykańskim, gdzie zmiany w

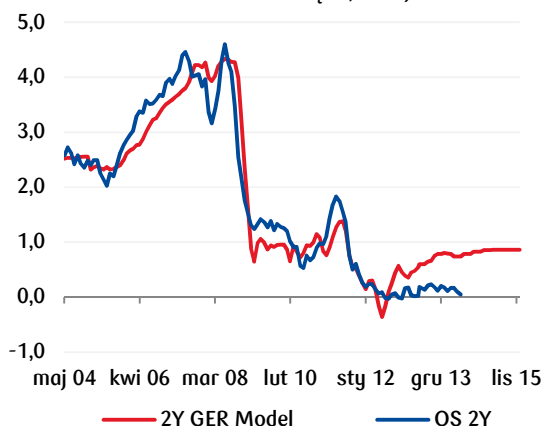
Perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro w 2014 r. nieco niższe od wcześniejszych prognoz.

Oczekiwania inflacyjne w Eurolandzie korygowane są wyraźnie w dół.

Rynek długu w Europie wspierać będzie polityka EBC.

ostatnich dwóch miesiącach zachodziły znacznie dynamiczniej. Niemniej jak wspomnieliśmy powyżej ze względu na działania EBC silniejsza przecena obligacji w III kw. wydaje się mniej prawdopodobna.

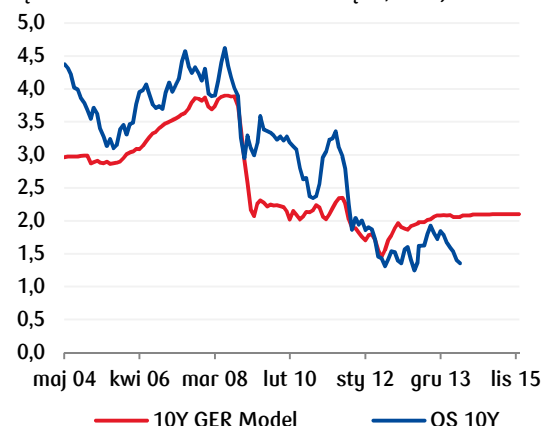
**Wykres 35 Model sygnalizuje wzrost rentowności niemieckich 2-letnich obligacji skarbowych (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)**



Współczynnik determinacji adjusted  $R^2=92,32\%$

Źródło: PKO Bank Polski

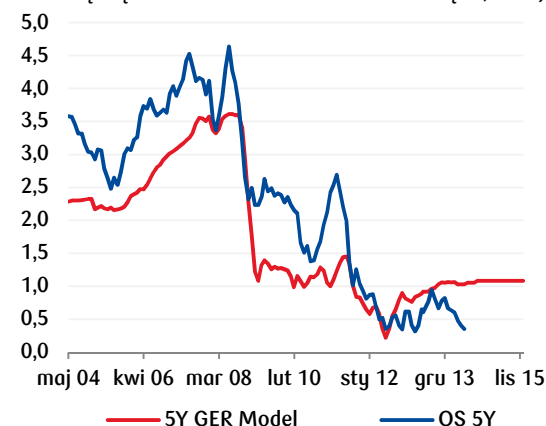
**Wykres 37 Model sygnalizuje wzrost rentowności niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)**



Współczynnik determinacji adjusted  $R^2=79,74\%$

Źródło: PKO Bank Polski

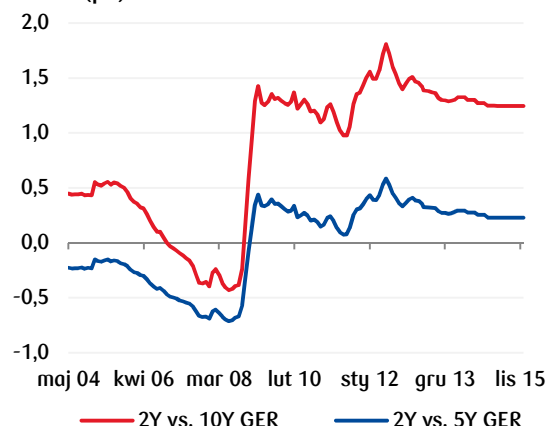
**Wykres 36 Model sygnalizuje lekki wzrost rentowności niemieckich 5-letnich obligacji skarbowych (dane na wykresie odnoszą się do wartości średnich w miesiącu, w %)**



Współczynnik determinacji adjusted  $R^2=87,98\%$

Źródło: PKO Bank Polski

**Wykres 38 Oczekiwany spread dla niemieckich obligacji skarbowych: 10Y vs. 2Y i 5Y vs. 2Y obliczony na bazie naszych modeli (pb)**



Źródło: PKO Bank Polski

### Pozostałe czynniki mające wpływ na rynek stopy procentowej.

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

- wysoka realizacja przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych – zgodnie z planem Ministerstwo Finansów w 2014 r. ma pozyskać środki w wysokości 132,4 mld PLN. Na koniec II kw. 2014 r. stopień realizacji potrzeb pożyczkowych wyniósł blisko 90%. Przyjmując, że deficyt budżetowy w tym roku będzie niższy od 47,5 mld PLN założonych w ustawie budżetowej o około 5 mld PLN (niższa nierównowaga sektora publicznego będzie głównie efektem wyższych dochodów podatkowych), I półroczu MF praktycznie zakończyło finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Na spadek potrzeb pożyczkowych w długim terminie wpływ będzie miał też niższy transfer

**Tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto zostały już praktycznie sfinansowane.**

środków do OFE w związku ze zmianami systemu emerytalnego. Ze wstępnych danych wynika, że jedynie niewielka część Polaków pozostanie ostatecznie w OFE. Oznacza to, że spełnić mogą się najbardziej pesymistyczne prognozy rynkowe i MF (resort finansów zakładał pozostanie w OFE 50% uczestników), w efekcie w kolejnych latach zmniejszając wydatki budżetu związane z finansowaniem ZUS.

Przedstawiciele MF zwracali uwagę, że mogą zdecydować się na prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych po wakacjach. Według wstępnych informacji resort finansów będzie zainteresowany pozyskaniem 20-30% przyszłorocznych potrzeb w tym roku. Szacujemy, że przyszłoroczne potrzeby budżetowe będą porównywalne do tegorocznych. Nasze szacunki uwzględniają deficyt na poziomie 35 mld PLN i wykupy obligacji skarbowych nominowanych w złotych oraz walutach obcych. Przy takim scenariuszu w lipcu, a szczególnie w sierpniu, spodziewamy się niższych podaży papierów skarbowych. Z kolei od września/października MF zacznie emitować obligacje tak, aby w tym roku pozyskać 25-40 mld PLN. W zależności od momentu rozpoczęcia emisji, spodziewamy się, że miesięcznie sprzedaż obligacji na rynku pierwotnym będzie kształtować się na poziomie 8 mld PLN (od 5 mld PLN przy prefinansowaniu na poziomie 20% w ciągu 4 miesięcy do 11 mld PLN przy prefinansowaniu 30% w ciągu 3 miesięcy). W naszych prognozach zakładamy, że do sierpnia spadek wartości emisji obligacji skarbowych będzie wspierał notowania obligacji skarbowych, tym bardziej, że dodatkowo w lipcu zapada emisja OK0714 na kwotę 8,1 mld PLN (wyplacone zostaną również odsetki od papierów WZ i PS).

- *Krótkoterminowy napływ kapitału inwestorów zagranicznych* – według ostatnich danych Ministerstwa Finansów na koniec maja 2014 r. wartość portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN w posiadaniu inwestorów zagranicznych wyniosła 189,7 mld PLN, co stanowiło 40,2% wszystkich obligacji. Oznacza to spadek zaangażowania o 3,5 mld PLN w porównaniu z grudniem 2013 r. W ostatnich miesiącach widzieliśmy niewielką korektę w tym negatywnym trendzie. Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w kwietniu bowiem lekko wzrosło o 0,7 mld PLN, w maju o 2 mld PLN, podobnie jak w czerwcu (według wstępnych informacji MF).

Kontynuacja ekspansywnej polityki pieniężnej największych banków centralnych na świecie, przy jednoczesnym najpierw wyhamowaniu wzrostów rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, a później ich spadku doprowadziła do zmiany w zakresie przepływów globalnych. Inwestorzy na świecie znowu zaczęli poszukiwać atrakcyjnych stóp zwrotu, co determinowało spadki dochodowości, a także presję na aprecjację lokalnych walut na EM.

Od września emisje obligacji skarbowych mogą w kolejnych miesiącach sięgać średnio 8 mld PLN.

Kapitał zagraniczny w ostatnich miesiącach napływach na EM.

Tabela 7. 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    | 23,2  | 2,7          | -1,3 | 8,0    | 4,5  | 0,9       | 40,9    |
| IV 2014 | 25,2  | -3,5         | 0,7  | -122,4 | -0,5 | -1,8      | -102,3* |

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

Źródło: Ministerstwo Finansów

Z danych w Tabeli 7 wynika, że podstawowymi nabywcami polskich obligacji skarbowych w latach 2009-2012 byli inwestorzy zagraniczni. Jak w czerwcu podało MF blisko połowa obligacji w portfelach nierezydentów należała do funduszy inwestycyjnych (42%). Widać było również silne zróżnicowanie portfeli pod względem geograficznym – w strukturze dominował kapitał amerykański (26%) i inwestorzy ze strefy euro (29%). Istotna zmiana nastąpiła od kwietnia 2013 r. Wówczas doszło do silnego wzrostu zaangażowania sektora bankowego, kosztem nierezydentów. Po raz pierwszy od 2009 r. w ujęciu netto w tym roku „zagranica” sprzedawała polskie obligacje skarbowe.

Tak jak pisaliśmy w ostatnich raportach, perspektywa wygaszenia QE przez Fed i przybliżająca się perspektywa podwyżek stóp procentowych w USA wciąż generuje na EM ryzyko odpływu kapitału z rynku papierów dłużnych. Mimo, że z tygodniowych danych publikowanych przez EPFR Global inwestycyjnych wynika, że w ostatnich kilku tygodniach inwestorzy lokowali swoje środki w funduszach inwestycyjnych dedykowanych dłużnym rynkom wschodzącym, to naszym zdaniem mamy do czynienia jedynie z korektą w negatywnym trendzie (w maju w ujęciu rocznym odpłynęły środki na kwotę aż 17,4 mld PLN). Naszym zdaniem, pomijając ostatnie krótkoterminowe zmiany, niekorzystny długoterminowy trend utrzyma się. W tej sytuacji głównym odbiorcą polskich papierów skarbowych będzie sektor bankowy (OFE nie mają prawa inwestować w obligacje skarbowe, a perspektywa ożywienia gospodarczego będzie determinować na rynku TFI przepływ środków z bezpiecznych obligacji skarbowych na bardziej ryzykowne akcje).

**W maju w ujęciu rocznym z rynku obligacji skarbowych odpłynęły środki za 17,4 mld PLN.**

- *nadpłynność sektora bankowego* – w systemie bankowym cały czas utrzymuje się nadpłynność. Wartość emisji bonów pieniężnych w czerwcu 2014 r. średnio wynosiła 108 mld PLN. Te środki, kreując dodatkowy popyt, mogą częściowo amortyzować wzrosty rentowności w sytuacji odpływu kapitału inwestorów zagranicznych;
- *wysoka poduszka płynnościowa Ministerstwa Finansów* – według danych MF na koniec maja 2014 r. stan środków złotych i walutowych w dyspozycji MF wyniósł 43,7 mld PLN (w tym wartość środków walutowych w dyspozycji Ministra Finansów na koniec maja 2014 r. wyniosła 29 mld PLN, tj. 7,0 mld EUR).

## RYNEK WALUTOWY

### EUR/USD W III KWARTALE 2014 ROKU

- Opracowany przez nas model behawioralny realnego EUR/USD wskazuje na umocnienie dolara względem euro w III kwartale.
- Systematyczna kontynuacja taperingu QE3 w warunkach silnej desynchronizacji dynamiki wzrostu gospodarczego między USA i strefą euro będzie stopniowo umacniać dolara.
- Oczekiwania na dalsze luzowanie polityki monetarnej przez EBC będą do końca 2014 roku stopniowo osłabiały euro do dolara.

### EUR/PLN W III KWARTALE 2014 ROKU

- Wskazania naszych modeli behawioralnych realnego EUR/PLN sugerują, że w III kwartale 2014 roku kurs EUR/PLN będzie kształtowany w większym stopniu przez czynniki zewnętrzne niż wewnętrzne, jednak fakt iż w obrębie czynników zewnętrznych są takie które oddziałują pozytywnie (luzowanie polityki monetarnej przez EBC) jak i negatywnie na złoto (tapering QE3, spowolnienie w Chinach) utrudnia jednoznaczne określenie kierunku w jakim będą na niego oddziaływać. W takich okolicznościach wzrasta znaczenie czynników wewnętrznych.
- Oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce podsycane przez presję deflacyjną w III kwartale będą oddziaływać negatywnie na złoto lub ograniczać potencjał do jego aprecjacji.
- Najbardziej prawdopodobny scenariusz dla kursu EUR/PLN to zakończenie III kwartału na poziomach zbliżonych do tych z końca II kwartału, przy dużej zmienności w trakcie okresu.

## PODSUMOWANIE II KWARTAŁU

**II kwartał 2014 roku charakteryzował się dużą zmiennością zarówno na rynku EUR/USD jak i EUR/PLN. EUR/USD oscylował pomiędzy 1,40 a 1,35 a EUR/PLN pomiędzy 4,22 a 4,09.**

Na rynku EUR/USD dynamika zmian była dyktowana przede wszystkim przez dane inflacyjne ze strefy euro oraz dyskusje w ramach EBC odnośnie konieczności ewentualnego dalszego poluzowania polityki monetarnej oraz sposobu w jaki ma to się dokonać. Oczekiwania rynkowe były po stronie konieczności dalszego poluzowania polityki monetarnej, czego efektem było osłabienie euro wobec dolara z okolic 1,40 osiągniętych w końcu kwietnia do poziomu 1,35 osiągniętego w dniu kiedy M. Draghi ogłaszał historyczną decyzję o obniżeniu stopy depozytowej poniżej 0%<sup>1</sup>, obniżeniu pozostałych stóp procentowych, zaprzestaniu sterylizacji programu SMP oraz zapowiedzi uruchomienia we wrześniu i grudniu ukierunkowanych na rynek kredytowy programów T-LTRO. Ostatecznie kurs EUR/USD zakończył kwartał w okolicach poziomu 1,37.

Na rynku EUR/PLN głównymi determinantami zmian w II kwartale była napięta sytuacja geopolityczna na wschodniej Ukrainie, oczekiwania na poluzowanie polityki monetarnej przez EBC, stopniowe spowalnianie gospodarki Chin oraz spadająca inflacja w Polsce, która ożywiła spekulacje odnośnie możliwości obniżek stóp procentowych przez RPP. W kwietniu EUR/PLN był przede wszystkim pod wpływem sytuacji na Ukrainie oraz pogarszających się wskaźników makroekonomicznych w Chinach czego rezultatem było osiągnięcie w końcu miesiąca okolic prognozowanego przez nas na koniec całego kwartału poziomu 4,22 (4,2178). W maju, wraz z pogarszającymi się wskaźnikami inflacyjnymi całej strefy euro oraz w Niemczech a także rysującym się na tym tle konsensusie w Radzie EBC co do konieczności dalszego poluzowania polityki monetarnej, polski złoty zaczął się stopniowo umacniać wobec euro, osiągając w początku czerwca po decyzji EBC okolice poziomu 4,09. Decyzja EBC o obniżeniu całego korytarza stóp procentowych oraz zapowiedź dalszych działań mających na celu poluzowanie polityki monetarnej w strefie euro wraz ze słabnącymi wskaźnikami inflacyjnymi w Polsce ożywiły spekulacje odnośnie możliwości dalszego obniżania stóp procentowych przez RPP. Efektem tego był powrót do osłabiania kursu złotego, który do końca czerwca z okolic 4,09 powrócił ponownie w okolice 4,16.

---

<sup>1</sup> Zgodną z naszymi prognozami z 19 grudnia 2013 sformułowanymi w „Kwartalnik rynkowy i spojrzenie w 2014 rok”  
1 lipca 2014

## PROGNOZY KWARTALNE NA 2014 ROK

| PROGNOZA BIURA STRATEGII RYNKOWYCH (kurs rynkowy na koniec kwartału) |             |              |               |      |      |
|----------------------------------------------------------------------|-------------|--------------|---------------|------|------|
|                                                                      | 4q13        | 1q14         | 2q14          | 3q14 | 4q14 |
| EUR/USD                                                              | 1,36 (1,37) | 1,32 (1,38)  | 1,33 (1,37)   | 1,32 | 1,31 |
| EUR/PLN                                                              | 4,13 (4,15) | 4,25* (4,17) | 4,22** (4,16) | 4,16 | 4,13 |
| USD/PLN                                                              | 3,04 (3,02) | 3,22 (3,03)  | 3,17 (3,04)   | 3,15 | 3,18 |
| CHF/PLN                                                              | 3,33 (3,38) | 3,45 (3,42)  | 3,43 (3,42)   | 3,38 | 3,36 |
| EUR/CHF                                                              | 1,24 (1,23) | 1,23 (1,22)  | 1,23 (1,21)   | 1,23 | 1,23 |

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

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

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters

## EUR/USD W III KWARTALE 2014 ROKU POD WPŁYWEM LUZOWANIA POLITYKI MONETARNEJ EBC

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

(1)

$$rEURUSD = -1,80574 + 0,485332 * rPPP(EX) + 0,0830114 * r(10Y^{DE}/10Y^{US}) + 0,148423 * r(S\&P500/PROD^{US})/r(STOXX50/PROD^{EZ}) + 0,0921867 * r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$$

$$R^2 = 0,95361 \quad SE = 0,144218$$

**Tabela 1. Zmienne behawioralnego modelu realnego EUR/USD**

| Zmienna                                     | Parametr  | (Błąd standardowy) | {Prawdopodobieństwo} |
|---------------------------------------------|-----------|--------------------|----------------------|
| <i>stała</i>                                | -1,80574  | (0,165600)         | {0,0000}             |
| $rPPP(EX)$                                  | 0,485332  | (0,022830)         | {0,0000}             |
| $r(10Y^{DE}/10Y^{US})$                      | 0,0830114 | (0,017400)         | {0,0000}             |
| $r(S\&P500/PROD^{US})/r(STOXX50/PROD^{EZ})$ | 0,148423  | (0,024120)         | {0,0000}             |
| $r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$                     | 0,0921867 | (0,006626)         | {0,0000}             |

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

Źródło: Thomson Reuters, Ecwin, PKO Bank Polski

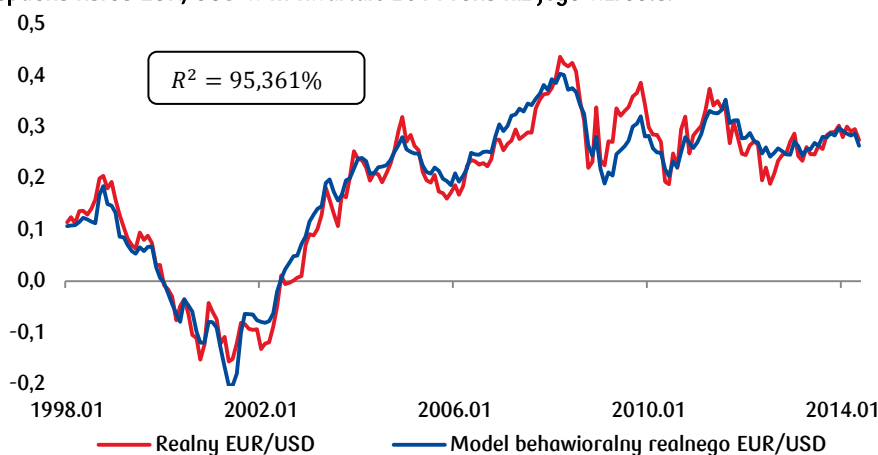
gdzie:

- $rEURUSD$  – logarytm kursu EUR/USD urealnionego indeksami CPI USA i strefy euro,

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

Graficzny rezultat modelowania przedstawia **Wykres 1**.

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



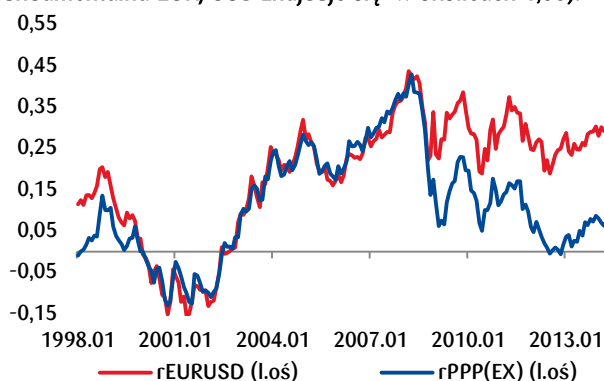
Źródło: Thomson Reuters, Ecowin, PKO Bank Polski

Analizując szczegółowo części składowe naszego modelu behawioralnego realnego EUR/USD, realny parytet siły nabywczej cen eksportowych,  $rPPP(EX)$ , reprezentuje przybliżoną równowagę cenową sfery realnej w odniesieniu do dóbr podlegających wymianie międzynarodowej. Ponieważ parytet siły nabywczej jest podstawową długoterminową teorią kursu walutowego, stąd obecność tego składnika w naszym modelu behawioralnym reprezentuje wpływ długoterminowego składnika fundamentalnego na bieżący kurs dolara względem euro. Iloraz realnych 10-letnich stóp procentowych  $r(10Y^{DE}/10Y^{US})$  wyznacza równowagę rynku pieniężnego i reprezentuje teorię parytetu stóp procentowych, zgodnie z którą im wyższe realne stopy procentowe w danym kraju tym mocniejsza waluta danego kraju. Parytet indeksów giełdowych  $r(S\&P500/PROD^{US})/r(STOXX50/PROD^{EZ})$  jest aproksymacją relatywnej równowagi rynków giełdowych, pośrednio uwzględniającą również efekt *risk on* – *risk off*, gdyż wyższa dynamika wzrostu  $r(S\&P500/PROD^{US})$  względem realnego indeksu największych europejskich spółek w relacji do realnej produkcji strefy euro  $r(STOXX50/PROD^{EZ})$  wpływa na osłabienie dolara wobec euro (dodatni parametr przy zmiennej – **Tabela 1**). Oddziaływanie na równowagę realnego kursu EUR/USD w przypadku  $r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$  jest następujące: im większa realna różnica między należnościami a zobowiązaniami europejskich banków wobec nierezydentów w stosunku do realnej produkcji strefy euro tym mocniejsze euro wobec dolara amerykańskiego. Im ta różnica względem realnej produkcji strefy euro jest mniejsza tym euro słabsze względem dolara.

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

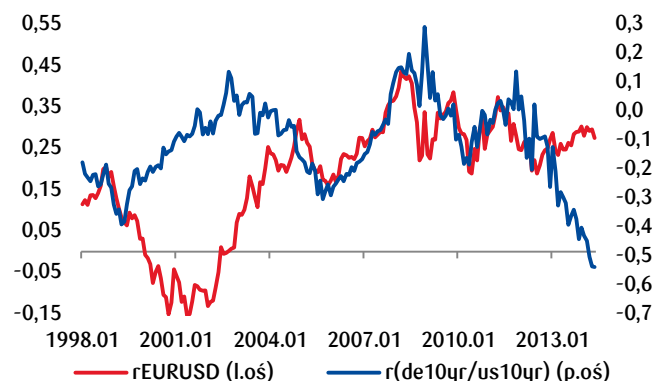
Komponenty składowe behawioralnego modelu  $rEURUSD$ , w formie graficznej, przedstawiają **Wykres 2, Wykres 3, Wykres 4 oraz Wykres 5**.

**Wykres 2.** Realny EUR/USD na tle parytetu siły nabywczej realnych cen eksportowych (skala logarytmiczna). Realny parytet cen eksportowych, który ma największy udział w naszym modelu (około 50%) wskazuje na fundamentalne niedoszacowanie wartości dolara (aktualna wartość fundamentalna EUR/USD znajduje się w okolicach 1,05).



Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

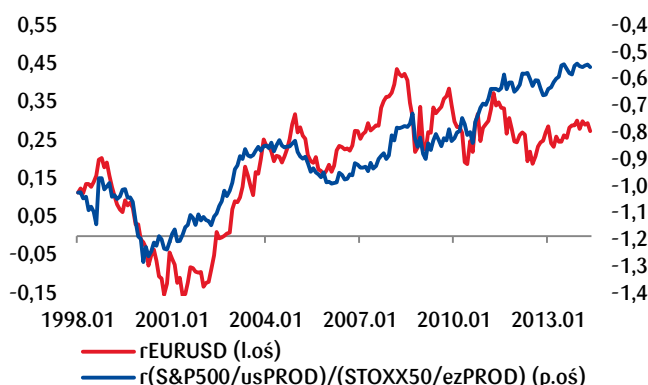
**Wykres 3.** Realny EUR/USD na tle ilorazu realnych 10-letnich stóp procentowych (skala logarytmiczna). Iloraz realnych stóp procentowych podobnie jak parytet siły nabywczej realnych cen eksportowych stopniowo wywiera coraz większą presję na aprecjację dolara względem euro.



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

Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

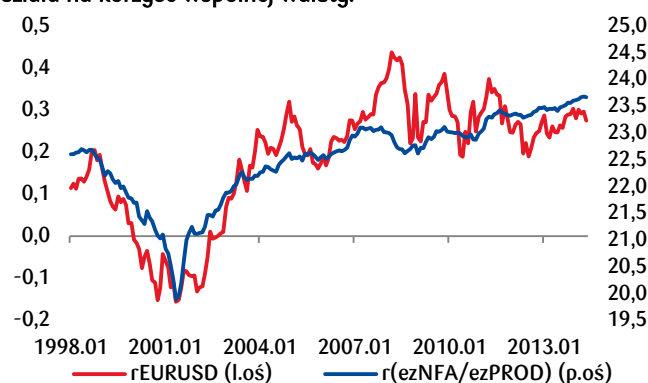
**Wykres 4.** Realny EUR/USD na tle parytetu realnych cen giełdowych (S&P500/PRODus)/(STOXX50/PRODez) (skala logarytmiczna). Realny parytet indeksów giełdowych wywiera silną presję na wzrost rEURUSD.



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

Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

**Wykres 5.** Realny EUR/USD na tle realnych zagranicznych aktywów netto strefy euro (NFAez/PRODez) (skala logarytmiczna). Poziom realnych aktywów zagranicznych netto strefy euro podobnie jak realny parytet indeksów giełdowych działa na korzyść wspólnej waluty.



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

Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

Z porównania powyższych wykresów wynika, że realny parytet siły nabywczej cen eksportowych,  $rPPP(EX)$ , reprezentujący fundamentalny składnik modelu, oraz iloraz realnych 10-letnich stóp procentowych  $r(10Y^{DE}/10Y^{US})$  wskazują na większą siłę dolara względem euro, niż by to wynikało z aktualnych realnych wartości rynkowych ( $rEURUSD$ ), natomiast parytet realnych indeksów giełdowych  $r(S\&P500/PROD^{US})/r(STOXX50/PROD^{EZ})$  oraz realne aktywa zagraniczne netto strefy euro  $r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$  są czynnikami, które, powstrzymują bardziej dynamiczne dostosowanie bieżącego realnego kursu  $rEURUSD$  względem poziomów  $rPPP(EX)$  oraz  $r(10Y^{DE}/10Y^{US})$ <sup>2</sup>. Gdyby więc nie wpływ zmiennych: realnego parytetu indeksów giełdowych  $r(S\&P500/PROD^{US})/r(STOXX50/PROD^{EZ})$ , realnych aktywów zagranicznych strefy euro  $r(NFA^{EZ}/PROD^{EZ})$  kurs  $rEURUSD$  już dawno ponownie zrównałby się z kursem parytetowym cen eksportowych  $rPPP(EX)$ , tak jak to miało miejsce przed aktualnym kryzysem finansowym (**Wykres 3**). W przypadku nominalnego kursu EUR/USD, oznaczałoby to znaczną aprecjację dolara wobec euro do okolic poziomu 1,05.

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

<sup>2</sup>Gdyż wartości tych komponentów modelu znajdują się powyżej poziomów realnego kursu EUR/USD (**Wykres 4** oraz **Wykres 5**).

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

### Polityka monetarna Fed-u: systematyczna kontynuacja taperingu QE3 w III kwartale oraz zakończenie ekspansji ilościowej do końca października powinny sprzyjać dolarowi.

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

Estymowana przez nas Reguła Taylora dla polityki monetarnej Fed-u wskazuje, że gospodarka USA teoretycznie nie potrzebuje już dalszej ekspansji ilościowej, żeby rosnąć a wręcz stopniowo dojrzewa do podwyżek stóp procentowych.

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

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

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

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

gdzie:

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

$\pi_t$  - inflacja w okresie  $t$

$\pi^*$  - stały cel inflacyjny: 2,5%,

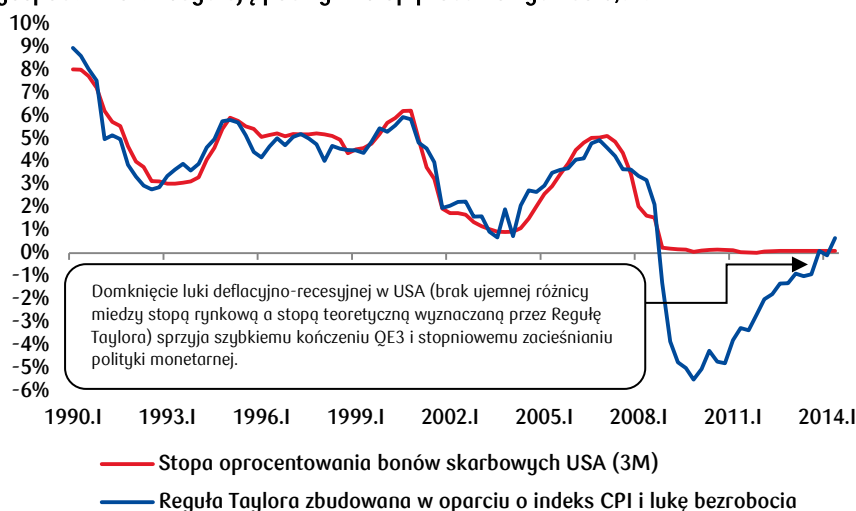
$u_t$  - bezrobocie w okresie  $t$ ,

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

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

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

**Wykres 6. Reguła Taylora dla polityki Fed-u skonstruowana na bazie inflacji CPI, celu inflacyjnego 2,5% oraz luki bezrobocia wyliczonej w oparciu o naturalną wg CBO (Congressional Budget Office) stopę bezrobocia 4,8%. Bieżące poziomy teoretycznej stopy procentowej wskazują na brak konieczności ilościowej stymulacji gospodarki oraz sugerują podwyżki stóp procentowych do 0,5%.**



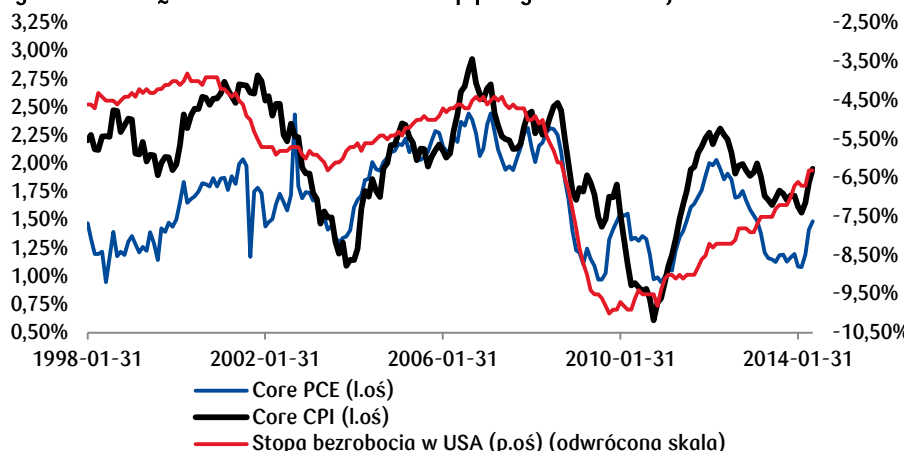
Źródło: Fed, CBO, Datastream, PKO Bank Polski

Jak pokazuje **Wykres 6**, poprawa na amerykańskim rynku pracy pozwoliła domknąć lukę deflacyjno-recesyjną w amerykańskiej gospodarce, co oznacza, że amerykańska gospodarka teoretycznie nie potrzebuje już dalszej ekspansji ilościowej aby rosnąć. Jednak graniczne poziomy teoretycznej stopy procentowej wyznaczane przez Regułę Taylora które są aktualnie równe z rynkową stopą funduszy federalnych wymagają zachowania ostrożności - tym bardziej, że domknięcie luki deflacyjno-recesyjnej (wyznaczonej przez ujemną różnicę między rynkową stopą procentową a teoretyczną Regułą Taylora) zostały osiągnięte bardzo niedawno – **Wykres 6**. Niemniej jednak warto zwrócić uwagę, że poprawa na amerykańskim rynku pracy, co do której podstaw tak ostrożnie wypowiadali się zarówno były prezes Fed-u B. Bernanke jak i aktualna prezes J. Jellen zaczęło pozytywnie wpływać również na wskazania indeksów amerykańskiej inflacji bazowej (**Wykres 7**) zwiększając tym samym komfort FOMC w kwestii wychodzenia z QE3 oraz zwiększając oczekiwania na rychłe podwyżki stóp procentowych w USA.

Domknięcie luki deflacyjno-recesyjnej oznacza, że Fed nie musi już polegać na efekcie majątkowym jako głównym motorze symulacji popytu wewnętrznego. Jak pokazuje **Wykres 8** pomimo spowolnienia wzrostów cen nieruchomości w ostatnim czasie zagregowany popyt generowany przez gospodarkę USA zaczyna rosnąć dzięki czemu Fed może sobie pozwolić na systematyczną kontynuację taperingu QE3 w III kwartale. Kontynuacja taperingu Q3 przez Fed w odniesieniu do rynku EUR/USD będzie sprzyjać dolarowi. Ponieważ QE3 sztucznie osłabiała dolara względem euro więc wygaszanie ekspansji ilościowej

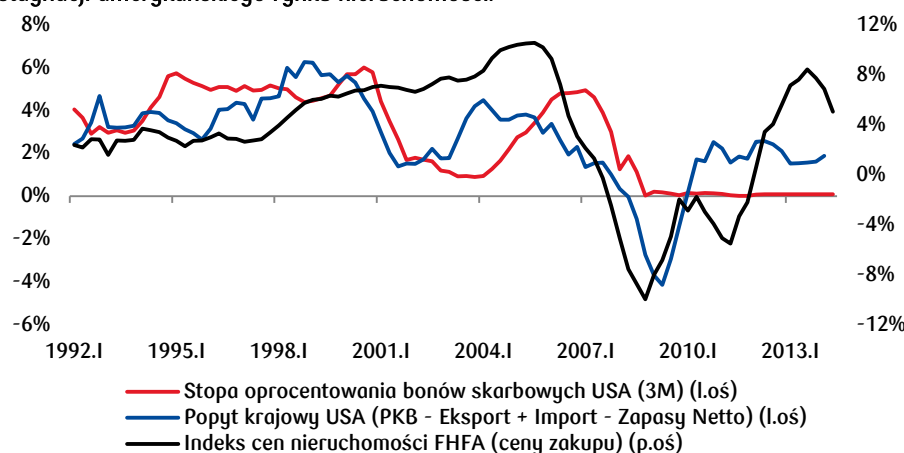
Domknięcie luki deflacyjno-recesyjnej (**Wykres 6**) oznacza, że Fed nie musi już w tak dużym stopniu jak to było wcześniej polegać na efekcie majątkowym generowanym przez napędzaną ekspansją ilościową wzrosty cen aktywów i pozwolić sobie na systematyczną kontynuację taperingu QE3 w III kwartale nawet w warunkach ewentualnej stagnacji rynku nieruchomości.

**Wykres 7. Systematyczna poprawa na amerykańskim rynku pracy uruchomiła procesy inflacyjne w USA dając tym samym większy komfort Fedowi w kwestii tempa wychodzenia z QE3 i terminarza zacieśniania polityki monetarnej.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 8. Indeks cen nieruchomości FHFA na tle popytu wewnętrznego USA i stopy oprocentowania 3 miesięcznych bonów skarbowych. Dzięki domknięciu luki deflacyjno-recesyjnej popyt wewnętrzny gospodarki USA jest w mniejszym stopniu uzależniony od rynku aktywów niż wcześniej przez co może on rosnąć nawet w warunkach ewentualnej stagnacji amerykańskiego rynku nieruchomości.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

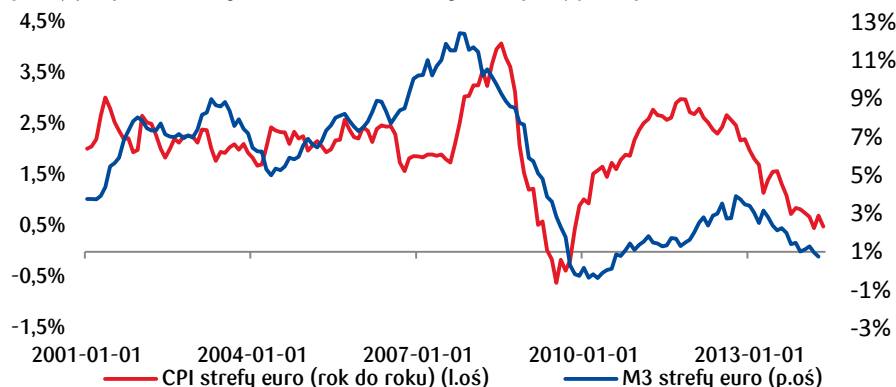
będzie stopniowo zmniejszać presję na jego dalszą deprecjację. W sytuacji silnej desynchronizacji dynamiki wzrostu gospodarczego w USA i strefie euro, systematyczna kontynuacja taperingu będzie w takich warunkach wzmacniać dolara, tym bardziej, że Fed sygnalizuje podwyżki stóp procentowych w 2015 roku a EBC jest jeszcze ciągle w fazie luzowania polityki monetarnej.

**Polityka monetarna EBC: luzowanie polityki monetarnej ale bez uruchamiania skupu ABS-ów w 2014 roku będzie stopniowo osłabiać euro.**

Systematyczna kontynuacja taperingu QE3 w warunkach silnej desynchronizacji dynamiki wzrostu gospodarczego między USA i strefą euro będzie stopniowo umacniać dolara w III kwartale.

Ostatnie posiedzenie Rady EBC na którym podjęto historyczną decyzję dotyczącą obniżenia stopy depozytowej poniżej 0% wraz z całym korytarzem stóp, wstrzymaniu sterylizacji programu SMP oraz uruchomieniu 2 transzy T-LTRO (wrzesień i grudzień 2014) pokazało jej wolę i determinację do zmierzania się z zagrożeniem deflacyjnym w strefie euro. Jak pokazuje **Wykres 9** pewnego

**Wykres 9. Agregat M3 strefy euro na tle inflacji CPI (oba w skali rok do roku). Spadająca podaż kredytów w strefie euro wywiera presję na spadek cen.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

rodzaju „wskaźnikiem wyprzedzającym” wskaźnik inflacji strefy euro jest podaż kredytu (Agregat M3) stąd ogłoszone programy T-LTRO są ukierunkowane przede wszystkim na pobudzenie skłonności banków komercyjnych do finansowania sfery realnej gospodarki.

Biorąc pod uwagę szeroki asortyment ogłoszonych instrumentów oraz ich terminarz w przypadku T-LTRO (wrzesień, grudzień), jest raczej mało prawdopodobnym, aby EBC uruchomił skup ABS-ów jeszcze w 2014 roku a więc jeszcze zanim będzie można zaobserwować oddziaływanie T-LTRO na realną gospodarkę. Nie bez znaczenia będzie tu też zapewne tradycyjny opór Niemiec przed zbyt radykalnym luzowaniem polityki monetarnej, który był wyraźny również zanim jeszcze EBC zdecydował o obniżeniu stopy depozytowej poniżej zera – Bundesbank w ostateczności godził się na wszystko co oddalało perspektywę bezpośredniej ekspansji ilościowej. Jest więc wysoce prawdopodobne, że podobnie będzie też i w przypadku decyzji o skupie ABS-ów z rynku wtórnego. Zapowiedziana przez M. Draghiego możliwość bezpośredniego skupu ABS-ów byłaby bezpośrednią ekspansją ilościową zbliżoną do tej którą stosował Fed (m.in. skupując MBS-y) i na pewno podjęcie takiej decyzji wymagałoby zbudowania szerokiego konsensusu w ramach Rady EBC co z pewnością nie nastąpiłoby szybko, a na pewno nie w III kwartale, chociażby dlatego, że nie pozwoliłoby prawidłowo ocenić skuteczności wrześniowego T-LTRO. Niemniej jednak dyskusja w EBC o dalszych perspektywach luzowania polityki monetarnej w strefie euro w sytuacji kiedy Fed systematycznie zbliża się do zakończenia ekspansji ilościowej i przygotowuje do zaostrzania polityki monetarnej w 2015 roku powinno stopniowo osłabiać eurodolara.

Oczekiwania na dalsze luzowanie polityki monetarnej przez EBC będą stopniowo osłabiać notowania EUR/USD bez względu na to czy skup ABS-ów będzie uruchomiony w tym czy w następnym roku.

## Podsumowanie prognoz kursu EUR/USD na III kwartał 2014 roku

- Wskazania naszego modelu behawioralnego realnego EUR/USD sugerują, że w III kwartale 2014 roku bardziej prawdopodobne jest umocnienie dolara względem euro niż odwrotnie.
- Systematyczna kontynuacja taperingu QE3 w warunkach silnej desynchronizacji dynamiki wzrostu gospodarczego między USA i strefą euro będzie stopniowo umacniać dolara w III kwartale.

- Oczekiwania na dalsze luzowanie polityki monetarnej przez EBC będą do końca 2014 roku stopniowo osłabiały euro do dolara.

## EUR/PLN POD SILNYM WPŁYWEM OCZEKIWAŃ NA OBNIŻKI STÓP PROCENTOWYCH PRZEZ RPP

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

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

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

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

W realiach otwartej gospodarki rynkowej czynniki zewnętrzne i wewnętrzne przenikają się poprzez mechanizm dostosowań cenowych, który w długim okresie czasu dąży do wyrównania poziomów cen. Oznacza to, że w dłuższym okresie czasu „wszystko zależy od wszystkiego” dlatego, konieczne jest przyjęcie pewnych uogólniających założeń interpretacyjnych. I tak, w pierwszym modelu przyjmujemy założenie, że ceny PPI i CPI są cenami

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

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

„wewnętrznymi” nawet wówczas, gdy głównym motorem ich zmian były impulsy płynące z zewnątrz, o ile ich wpływ został już zaabsorbowany przez ceny PPI i CPI. W drugim modelu behawioralnym przyjmujemy założenie, że równowaga sfery finansowej jest uwarunkowaniem „zewnętrznym” gospodarki, ze względu na dużą szybkość dostosowań cen na krajowych rynkach finansowych do wydarzeń mających swoje źródła na międzynarodowych rynkach finansowych. W rezultacie przyjętych założeń uogólniających ewentualne różnice we wskazaniach pierwszego i drugiego modelu behawioralnego należy traktować jako efekt krótko- i średnioterminowych opóźnień bądź zakłóceń funkcjonowania mechanizmu transmisyjnego na linii relatywne uwarunkowania zewnątrzgospodarcze – relatywne uwarunkowania wewnątrzgospodarcze krajów, dla których jest modelowany bilateralny kurs walutowy.

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

(2)

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

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

gdzie:

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

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

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

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

Źródło: Thomson Reuters, Ecowin, PKO Bank Polski

(3)

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

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

gdzie:

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

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

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

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

Źródło: Thomson Reuters, Ecowin, PKO Bank Polski

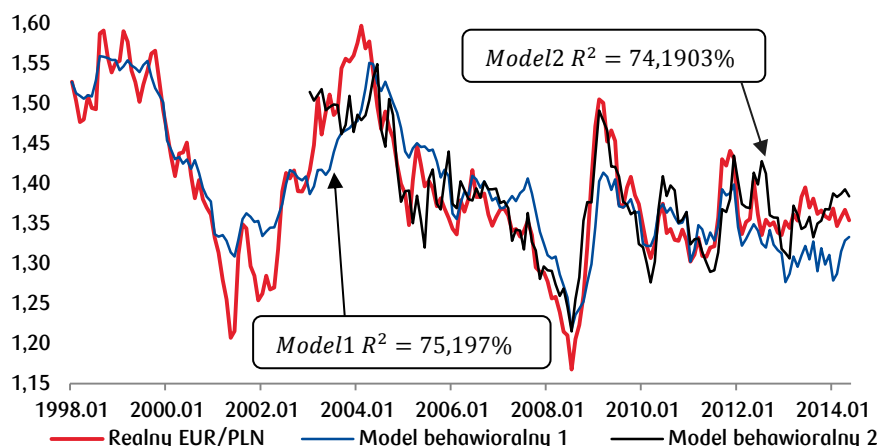
Graficzne rezultaty modelowania naszych obydwu modeli behawioralnych przedstawia **Wykres 10**. Jak pokazuje **Wykres 10** wskazania modeli nieco się między sobą różnią.

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

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

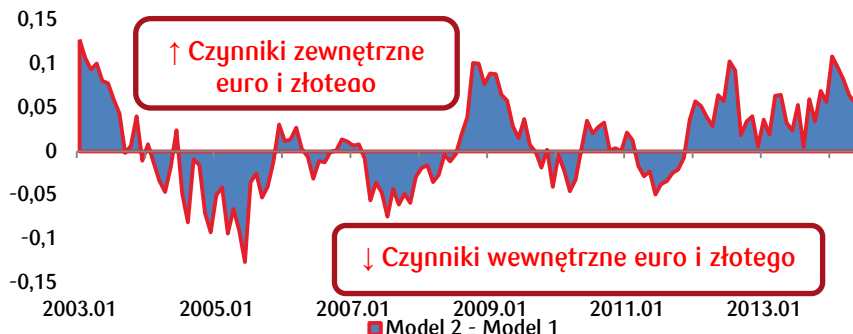
Wskaźnik siły oddziaływania relatywnych równowag wewnętrznych i zewnętrznych kursu EUR/PLN sugeruje, że w III kwartale 2014 roku pozostanie on pod silnym wpływem czynników zewnętrznych.

**Wykres 10.** Realny EUR/PLN na tle naszych modeli behawioralnych (skala logarytmiczna). Model behawioralny 1, który kładzie nacisk na równowagę sfery realnej dobrze sprawdzał się również przed wejściem Polski do Unii Europejskiej. Model behawioralny 2, który kładzie nacisk na równowagę zewnętrzną (handel międzynarodowy i sfera finansowa) nieco lepiej opisuje wahania realnego EUR/PLN w okresie po wejściu Polski do Unii Europejskiej.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 11. Wskaźnik siły oddziaływania relatywnych równowag wewnętrznych i zewnętrznych strefy euro i Polski na realnego EUR/PLN (skala logarytmiczna). Wskaźnik sugeruje, że realny EUR/PLN w dalszym ciągu pozostaje pod silniejszym oddziaływaniem relatywnych równowagi zewnętrznych niż relatywnych równowag wewnętrznych strefy euro i Polski.



Objaśnienia:

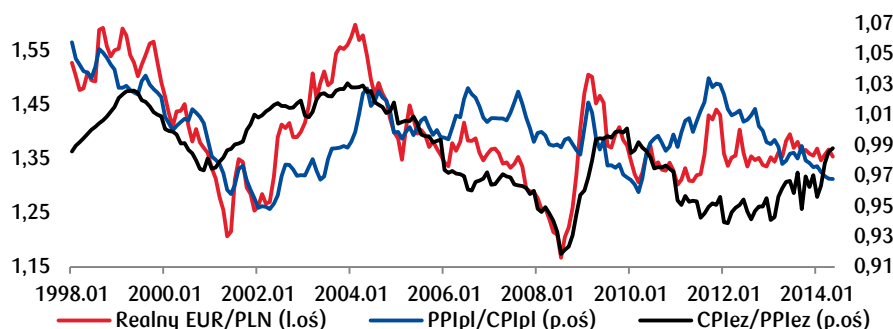
- Wartości wskaźnika powyżej 0 wskazują na silniejszy wpływ relatywnych równowag zewnętrznych, wartości wskaźnika poniżej 0 na silniejsze oddziaływanie relatywnych równowag wewnętrznych strefy euro i Polski na kurs EUR/PLN.
- Czarne linie na wykresie reprezentują odpowiednio jednokrotne i dwukrotne odchylenia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

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

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

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

**Wykres 12.** Realny EUR/PLN na tle zmiennych pierwszego modelu behawioralnego. Realny EUR/PLN znajduje się w obszarze wyznaczanego przez relację cenową konkurencyjności producentów w Polsce i strefie euro. Deflacyjne tendencje w strefie euro i w Polsce spowodowały poprawę cenowych konkurencyjności producentów jednak w odniesieniu do kursu EUR/PLN sytuacja relatywna nie uległa większej zmianie czego efektem są podobne poziomy eurozłotego w końcówce II kwartału do tych z końca I kwartału.



Objaśnienia:

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

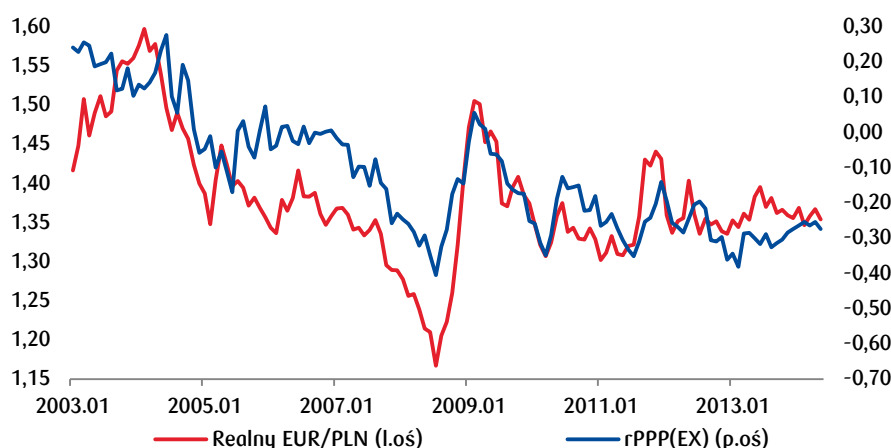
Źródło: Thomson Reuters, Ecowin, PKO Bank Polski

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

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

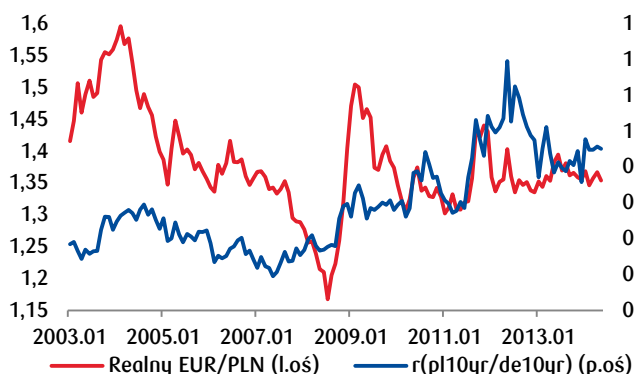
Ponieważ równowagę na rynku EUR/PLN określają zarówno czynniki zewnętrzne jak wewnętrzne, choć w tym momencie punkt ciężkości jest bardziej po stronie czynników spoza sfery realnej warto szczegółowo przeanalizować zarówno jedno jak i drugie.

**Wykres 13.** Realny EUR/PLN na tle zmiennej drugiego modelu behawioralnego tj. realnego parytetu siły nabywczej cen eksportowych. Przybliżona równowaga cenowa handlu zagranicznego wyznaczana przez zmienną  $rPPP(EX)$  znajduje się na poziomach zbliżonych do aktualnych wartości realnego kursu EUR/PLN.



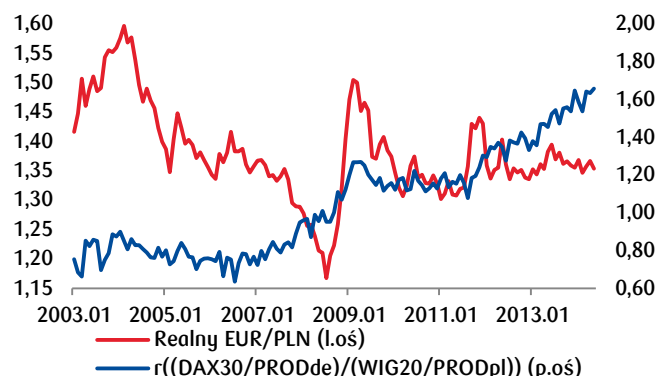
Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

**Wykres 14.** Realny EUR/PLN na tle zmiennej drugiego modelu behawioralnego tj. ilorazu realnych 10-letnich stóp procentowych Polski i Niemiec. Bieżące poziomy tej zmiennej ze względu na silne spadki rentowności w Niemczech nie sprzyjają złotemu.



Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

**Wykres 15.** Realny EUR/PLN na tle zmiennej drugiego modelu behawioralnego tj. realnego parytetu indeksów giełdowych Niemiec i Polski. Bieżące poziomy tej zmiennej osłabiają złotego względem euro.



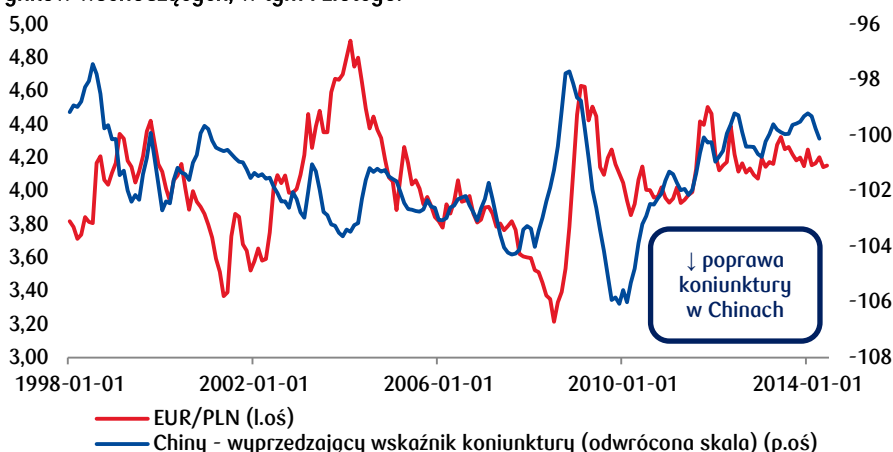
Źródło: Thomson Reuters, Datastream, PKO Bank Polski

Do czynników oddziałujących z zewnątrz sfery realnej należą:

- Sytematyczna kontynuacja taperingu QE3 przez Fed. Ponieważ efektem QE3 był silny przepływ kapitału na rynki wschodzące stąd zakończenie ekspansji ilościowej do października 2014 do października będzie stopniowo zmniejszać przepływ kapitału z USA na rynki wschodzące w tym do Polski,
- Luzowanie polityki monetarnej przez EBC (obniżka całego korytarza stóp procentowych w tym obniżka stopy depozytowej poniżej zera, zaprzestanie sterylizacji SMP oraz zapowiedź uruchomienia ukierunkowanych na rynek kredytowy T-LTRO we wrześniu i grudniu) będzie czynnikiem oddziałującym pozytywnie na złoto, chociaż ten wpływ może być mniejszy ze względu na fakt, że użycie T-LTRO wymaga kredytowania sfery realnej, przez co potencjalna korzyść dla rynków wschodzących w postaci przepływów finansowych będzie jedynie pośrednia – inaczej niż to w praktyce miało miejsce w przypadku LTRO 1 i LTRO 2. Silny wpływ na umocnienie złota miałyby skup ABS-ów przez EBC (bezpośrednia ekspansja ilościowa) jednak jest mało prawdopodobne aby został on wdrożony przed przetestowaniem T-LTRO a więc przed końcem bieżącego roku.
- Spowolnienie gospodarcze w Chinach jest czynnikiem który pośrednio już zmniejsza popyt na waluty rynków wschodzących, w tym i na złoto (**Wykres 16**) i prawdopodobnie ten negatywny wpływ utrzyma się również w III kwartale. Działania zaradcze chińskich władz łagodzą negatywne następstwa spowolnienia ale nie zmieniają trendu.

Luzowanie polityki monetarnej przez EBC przy jednoczesnym braku bezpośredniej ekspansji ilościowej w postaci skupu ABS-ów będzie pomagać złotemu w mniejszym stopniu niż to miało miejsce w przypadku LTRO 1 i LTRO 2.

**Wykres 16.** Wskaźnik wyprzedzający koniunktury w Chinach jest dobrym wskaźnikiem długookresowego trendu kursu EUR/PLN. Pogorszenie koniunktury w Chinach jest czynnikiem, który w perspektywie II kwartału zwiększa presję na deprecjację walut rynków wschodzących, w tym i złoto.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Do czynników oddziałujących ze sfery realnej należą:

- Słabe dane inflacyjne z Polski oraz luzowanie polityki monetarnej przez EBC pobudzające oczekiwania obniżek stóp procentowych w Polsce. Jest wysoce prawdopodobne, że w III kwartale w obliczu perspektywy ujemnych odczytów inflacyjnych rynek będzie grał na obniżki stóp osłabiając lub przynajmniej powstrzymując aprecjację złota.

Zakładamy, że w trakcie III kwartału RPP zdecyduje się przynajmniej na jedną obniżkę stóp procentowych aby częściowo „zoffsetować” efekt luzowania polityki monetarnej przez EBC. Ponadto ewentualny brak obniżek stóp procentowych w Polsce w 2014 roku mógłby silnie umocnić złotego w I połowie 2015 roku, kiedy EBC w obliczu zacieśnienia polityki monetarnej w USA najprawdopodobniej przystąpi do skupu ABS-ów, co będzie miało silnie pozytywny wpływ na złotego, bez względu na stan w jakim się wówczas będzie znajdować polska gospodarka.

W efekcie sumując wpływ zarówno czynników zewnętrznych (tych działających pozytywnie i negatywnie na złotego) jak i wewnętrznych w oparciu o wskaźnik oddziaływania relatywnych czynników zewnętrznych i wewnętrznych (**Wykres 11**) najbardziej prawdopodobne jest, że kurs EUR/PLN zakończy III kwartał w okolicach zbliżonych do tych z końca II kwartału.

### Podsumowanie prognoz kursu EUR/PLN na III kwartał 2014 roku

- Wskazania naszych modeli behawioralnych realnego EUR/PLN sugerują, że również w III kwartale 2014 roku kurs EUR/PLN będzie kształtowany w większym stopniu przez czynniki zewnętrzne niż wewnętrzne, jednak fakt iż w obrębie czynników zewnętrznych są takie które oddziałują pozytywnie (luzowanie polityki monetarnej przez EBC) jak i negatywnie na złotego (tapering QE3, spowolnienie w Chinach) utrudnia jednoznaczne określenie kierunku w jakim będą na niego oddziaływać. W takich okolicznościach wzrasta znaczenie czynników wewnętrznych.
- Oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce podsycane przez ujemne wskaźniki inflacyjne w III kwartale będą oddziaływać negatywnie na złotego lub ograniczać potencjał do jego aprecjacji.

Ewentualny brak obniżek stóp procentowych w Polsce w 2014 roku mógłby silnie umocnić złotego w I połowie 2015 roku, kiedy EBC w obliczu zacieśnienia polityki monetarnej w USA najprawdopodobniej przystąpi do skupu ABS-ów, który będzie miał silnie pozytywny wpływ na złotego, bez względu na stan w jakim się wówczas będzie znajdować polska gospodarka.

## RYNEK AKCJI

- Mizerne tempo ożywienia w strefie euro i solidne odbicie w USA różnicowały działania dwóch najważniejszych banków centralnych. Podczas gdy ECB dalej łagodzi politykę pieniężną, Fed wygasza QE i zastanawia się nad momentem i zasięgiem cyklu podwyżek stóp.
- EBC wreszcie zrozumiał, że matką wszystkich problemów strefy euro jest niedostateczny popyt wewnętrzny, czego z jednej strony przyczyną, a z drugiej emanacją jest marazm na rynku kredytowym. TLTRO jest trafnie dobranym, ale niewystarczającym narzędziem do pobudzenia przepływu kredytu, więc spodziewamy się kolejnych, odważniejszych działań.
- Fed nie kwapi się z podnoszeniem stóp procentowych mimo odbicia wzrostu gospodarczego i inflacji. Normalizacja polityki pieniężnej postępuje w bardzo umiarkowanym tempie, co sprzyja akcjom. Prawdopodobieństwo podwyżek stóp w przyszłym roku jest wysokie, ale zasięg cyklu będzie naszym zdaniem mniejszy niż oczekuje rynek.
- Reformy strukturalne i spowolnienie w światowym handlu negatywnie wpływają na wzrost PKB w Chinach. Władze podejmują działania, aby nie dopuścić do zbytniego spowolnienia i wygląda na to, że ryzyko twardego lądowania zostało oddalone.
- Polska gospodarka solidnie przyspiesza. Prognozujemy wzrost PKB 3.4% w tym roku i 4.5% w przyszłym. Powinno się to przełożyć na poprawę zysków spółek. Analitycy Domu Maklerskiego PKO BP prognozują dynamikę EPS w 2014 na 2% (oczyszczoną ze zdarzeń jednorazowych) i 10% w 2015.
- Normalizacja polityki pieniężnej w USA wciąż stanowi ogromne wyzwanie dla rynków wschodzących. Najbardziej wrażliwe są kraje z deficytami obrotów bieżących finansowanymi kapitałem portfelowym. Polska jest względnie bezpieczna, choć wysoki udział zadłużenia zagranicznego stanowi czynnik ryzyka.
- Akcjom sprzyja kombinacja umiarkowanego wzrostu gospodarczego i łagodnej polityki pieniężnej możliwej dzięki niskiej inflacji. Szybkie podwyżki stóp nam nie grożą ponieważ RPP musi wziąć pod uwagę nie tylko krajowe czynniki, ale ze względu na powiązania ekonomiczne także politykę EBC, która pozostanie bardzo łagodna jeszcze przez długi czas.
- Niepokoi nas nienaturalnie niska zmienność na rynkach finansowych. Zachęca ona do budowania pozycji przy wykorzystaniu dźwigni finansowej, co podnosi ryzyko gwałtownego dostosowania. Okresy nienaturalnie niskiej zmienności w przeszłości często zapowiadały poważne turbulencje na rynkach, w szczególności wschodzących.
- Wyceny polskich akcji są neutralne z punktu widzenia mnożników rynkowych takich jak C/Z oraz poziomu premii za ryzyko.
- W III kwartale spodziewamy się neutralnego zachowania indeksu WIG z większym ryzykiem jego spadku. Prognozujemy poziom 52 tys. pkt na koniec września. W perspektywie końca roku podtrzymujemy optymistyczne spojrzenie na rynek i prognozę WIG 55 tys. pkt.

## RYNEK AKCJI

### PODSUMOWANIE II KWARTAŁU 2014

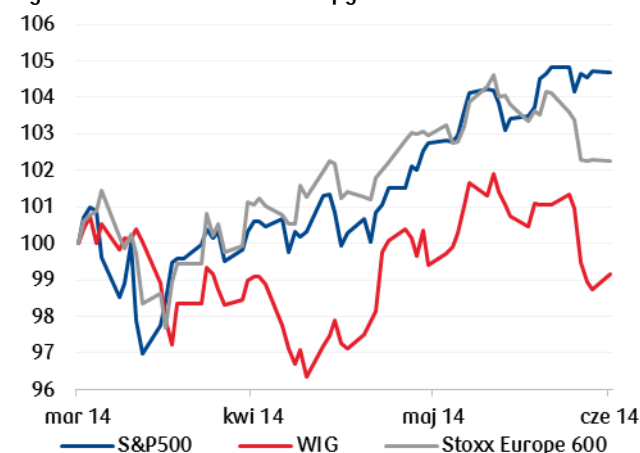
II kwartał przebiegał pod znakiem niemrawego ożywienia gospodarczego, bardzo niskiej inflacji i spekulacji na temat możliwych działań EBC. Napływające dane były mieszane, ale generalnie potwierdzały umiarkowanie pozytywne trendy. Sytuację nieźle obrazują indeksy PMI. Dla całego Eurolandu wskazują na kontynuację powolnej ekspansji, ale nie widać w nich oznak przyspieszenia, a nawet można dopatrzeć się symptomów hamowania. Kompozyt spadł w czerwcu do 52.8 pkt z 53.5 pkt w maju, czyli poziomu najniższego w tym roku, niemniej znajdował się wciąż powyżej 50 pkt oddzielających wzrost od spadku aktywności. Dane pokazują jednocześnie spore zróżnicowanie koniunktury w poszczególnych krajach. Szczególnie niepokojący jest odczyt 48 pkt dla Francji, drugiej w kolejności gospodarki Eurolandu (21% PKB). W II kwartale ponownie zaskakiwała inflacja, spadając w do zaledwie 0.5%. Ten czynnik był decydujący dla decyzji EBC o dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej.

I kwartał roku okazał się udany dla polskiej gospodarki. Choć nie wszystkie napływające dane przyprawiały o zawrót głowy to te najważniejsze wskazywały na postępujące ożywienie. Wzrost PKB w I kwartale wyniósł 3.4% nie tylko przebijając prognozy analityków, ale zaskakując swoją zrównoważoną strukturą. Szczególną uwagę zwrócił wzrost inwestycji o 10.7% i choć na dynamikę wpływ miała pogoda i zmiany regulacyjne (przejściowy powrót auta „z kratką”), to nawet po korekcie o te czynniki trend wygląda obiecująco. Nie zawiódł eksport (wzrost o 7,6%), a konsumpcja przyspieszyła do 2.6% r/r. Jak na razie nie zmaterializowały się najbardziej pesymistyczne scenariusze związane z konfliktem ukraińskim, co nie oznacza jednak że Polska nie odczuwa jego skutków. Eksport do Rosji spada w tempie 8% r/r, a na Ukrainę sprzedajemy aż o 26% mniej niż przed rokiem. Straty byłyby większe, ale konflikt rozgrywa się przede wszystkim w sferze militarno-politycznej, a zaangażowane strony (Rosja, Ukraina, UE i USA) starają się unikać sankcji gospodarczych. Embargo na polskie mięso jest póki co najpoważniejszym skutkiem konfliktu z Rosją (oficjalnie przyczyną są względy sanitarne). Eksport cierpi na spowolnieniu gospodarczym i osłabieniu walut naszych wschodnich sąsiadów. Warto z satysfakcją zauważyć, że polskim przedsiębiorcom udaje się znaleźć alternatywne kierunki eksportu dla swoich produktów (pomaga ożywienie w strefie euro), a niewykluczone, że również sito rosyjskiego embarga nie jest do końca szczelne.

II kwartał w strefie euro przebiegał pod znakiem powolnego wzrostu PKB. EBC podjął kolejne działania mające na celu ożywienie rynku kredytowego i oddalenie ryzyka deflacji.

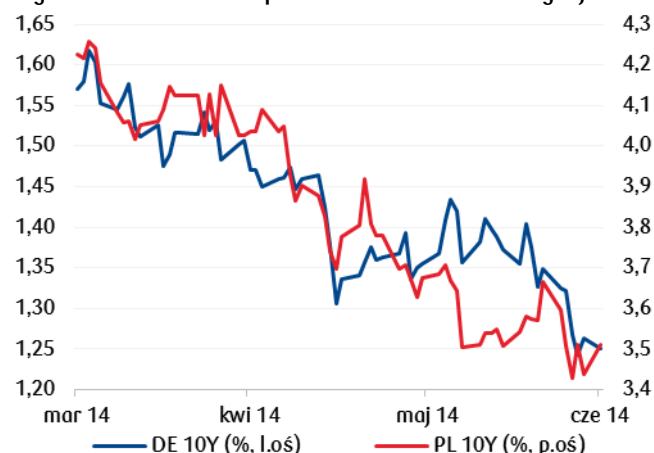
W Polsce wzrost zaskoczył dobrą dynamiką i korzystną strukturą.

Wykres 1. Znormalizowane stopy zwrotu indeksów



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 2. Rentowności polskich i niemieckich obligacji 10Y



Źródło: Thomson Reuters

W II kwartale gospodarka USA wyraźnie odbiła się po spadku aktywności na początku roku, który w dużej mierze był wywołany wyjątkowo srogą zimą. To założenie pozwoliło ze spokojem przyjąć dane o PKB za I kwartał, które pokazały spadek aż o 2.9%. Dobre dane napływały z rynku pracy, nieźle prezentował się także rynek nieruchomości. Zwracało uwagę odbicie inflacji. Dynamika CPI przekroczyła próg 2% po raz pierwszy od października 2012, a preferowana przez Fed miara PCE wzrosła do 1.4%. Nasiliło to spekulacje, że Fed rozpocznie cykl podnoszenia stóp procentowych wcześniej niż w okolicach połowy 2015 roku. Janet Yellen schłodziła jednak te oczekiwania akcentując wątpliwości odnośnie siły i trwałości trendu wzrostowego. Indeks S&P500 po 6%-owym wzroście zakończył kwartał tuż poniżej historycznego maksimum.

Jeśli chodzi o kraje rozwijające się uwaga inwestorów tradycyjnie skupiała się na Chinach. Po bardzo słabym I kwartale, w II sytuacja gospodarcza wyglądała nieco lepiej. Chinom pomaga ożywienie w USA i Europie, czyli na dwóch głównych rynkach eksportowych. Wskaźniki bieżące i wyprzedzające (m.in. PMI) wskazują na stabilizację tempa wzrostu w okolicach 7%. Rząd stara się bardziej koncentrować na reformach strukturalnych i walce z korupcją niż na pobudzaniu wzrostu za wszelką cenę, ale słaby pierwszy kwartał ostatecznie skłonił władze w Pekinie do aktywniejszej polityki gospodarczej także w krótkim horyzoncie.

### III KWARTAŁ 2014

#### Strefa euro

Od strony fundamentalnej w strefie euro niewiele się zmieniło na przestrzeni ostatnich kilku miesięcy. Mamy ożywienie o (nomen omen) letniej temperaturze. Lepsze dane przeplatają się z gorszymi. Po stronie pozytywów można wymienić przede wszystkim sam fakt, że od ponad roku mamy dodatnią dynamikę PKB. Zahamowany i lekko odwrócony został negatywny trend na rynku pracy (aczkolwiek bezrobocie na Południu jest przerażająco wysokie). Wzrosło ogólne zaufanie systemowe, co odzwierciedlają m.in. spadające rentowności papierów skarbowych krajów peryferyjnych. Warto zauważyć, że oprocentowanie 10-letniej obligacji hiszpańskiej jest zbliżone do swojej amerykańskiej odpowiedniczki (2.66% vs 2.54%), a przez chwilę było nawet niższe. Cały szereg zjawisk jednak niepokoi. Przede wszystkim, tempo wzrostu nominalnego PKB (czyli po uwzględnieniu inflacji) jest głęboko niewystarczające, aby zadłużone kraje Południa mogły trwale odzyskać równowagę finansową. Wiele wskaźników wskazuje na wytracanie tempa ożywienia (m.in. w Niemczech).

Z punktu widzenia rynków finansowych kluczowa wydaje nam się polityka EBC. Patrzymy na nią zarówno pod kątem konsekwencji już podjętych decyzji oraz tych które nas jeszcze czekają.

Dobrym punktem wyjścia do rozważań na ten temat są wyniki majowych wyborów do Parlamentu Europejskiego. Jak pamiętamy, zakończyły się one dużym sukcesem partii eurosceptycznych. Na pewno część wyborców, upatrując przyczyn kryzysu w niewydolności Unii jako instytucji, dała temu wyraz w głosowaniu. Ale intuicja nam podpowiada, że w większości przypadków był to nie tyle głos „za” skrajnymi opcjami, co „przeciw” partiom establishmentu obwinianym (czasem bardziej, czasem mniej słusznie) za kłopoty gospodarcze, w szczególności wysokie bezrobocie. Pomimo że partie głównego nurtu zachowały wyraźną większość, to bez wątpienia muszą uważnie wsłuchiwać się w nastroje wyborców, bo w przeciwnym wypadku w wyborach na szczeblu krajowym mogą stracić władzę na rzecz radykałów. Szczególnie złowieszczo w tym kontekście wygląda sukces Frontu Narodowego

W USA po bardzo słabym I kwartale, gospodarka nabierała tempa rozbudzając spekulacje na temat daty początku cyklu podwyżek stóp procentowych.

W Chinach widać stabilizację wzrostu dzięki ożywieniu w globalnym handlu i działaniom stymulacyjnym władz.

Strefa euro kontynuuje ożywienie, ale jego tempo jest daleko niewystarczające w stosunku do potrzeb.

Dla rynków finansowych kluczowa jest polityka EBC.

Wyniki wyborów do Parlamentu Europejskiego potwierdzają, że przezwyciężenie stagnacji gospodarczej musi być priorytetem polityki.

we Francji. Jeżeli kraj ten nie przezwycięży stagnacji, być może w 2017 roku do Pałacu Elizejskiego wprowadzi się pani Marine Le Pen. To nie byłaby dobra wiadomość dla Wspólnoty Europejskiej, w tym takich krajów jak Polska. Wspominamy o tym, ponieważ naszym zdaniem ma i będzie miało to w przyszłości konkretne przełożenie na politykę gospodarczą na szczeblu europejskim oraz w poszczególnych krajach.

Można więc racjonalnie założyć, że decydenci będą robili wszystko, aby przełamać obecny marazm. O ile wzrost gospodarczy rzędu 1-2% można uznać za zadowalający dla Niemiec (umiarkowane zadłużenie, niskie bezrobocie, wysoki standard życia), to jest on zdecydowanie zbyt niski dla zadłużonych krajów Południa, w których stopa bezrobocia czasem przekracza 25% (Grecja, Hiszpania).

Od dawna piszemy, że w obecnej sytuacji optymalnym policy-mix byłaby luźna polityka fiskalna (a przynajmniej brak jej zacieśniania), ekspansja monetarna oraz, co bardzo ważne, reformy strukturalne. Bez tego ostatniego elementu, dwa pierwsze pomogą tylko kopnąć zardzewiałą puszkę przed siebie. Niestety ta puszka za jakiś czas znowu pojawi się na drodze, tyle że jeszcze bardziej zardzewiała.

Pierwszy element - kształt polityki fiskalnej - stanowi dużą niewiadomą. W zasadzie powinniśmy spodziewać się dalszej konsolidacji finansów publicznych, choć o mniejszej skali niż w latach 2012-2013. Obowiązuje wszak Pakt Fiskalny, który ma dyscyplinować kraje z nadmiernie niezrównoważonymi finansami publicznymi. Ale praktyka jest dużo bardziej skomplikowana. Pomijając sztuczki księgowe, nietrudno sobie wyobrazić kontynuację strategii odsuwania w czasie osiągnięcia celów fiskalnych lub zastosowanie mało wyrafinowanego, ale przeważnie skutecznego podejścia „ambitny plan, mało ambitna realizacja plus obietnica poprawy w przyszłości”. Tak czy owak, o istotny impuls fiskalny będzie raczej trudno, gdyż stanowczo sprzeciwiają się temu Niemcy. Argumentują oni, z czym trudno się zresztą nie zgodzić, że brak presji fiskalnej będzie demotywujący dla reform efektywnościowych. Ponadto strefa euro jest wspólnotą narodowych państw. Po zjednoczeniu Niemiec, zamożni mieszkańcy zachodniej części kraju mogli w imię solidarności przez kilkanaście lat łożyć na swoich wschodnich rodaków, ale wątpliwe, żeby chcieli dotować Greków, czy Hiszpanów. Być może byłiby do tego nawet bardziej skłonni niż są obecnie, ale warunkiem jest wzmocnienie mechanizmów kontrolnych w ramach UE i Eurolandu, a na postęp w integracji instytucjonalnej w obliczu wyników do Parlamentu Europejskiego się nie zanoszą.

W takiej sytuacji, większa część odpowiedzialności spada na barki Europejskiego Banku Centralnego. Jest to argument za zdecydowanymi posunięciami, które nie ograniczą się do już ogłoszonych i zaimplementowanych narzędzi. Pytanie, czy EBC stanie na wysokości zadania?

W naszej ocenie EBC pod rządami Mario Draghi'ego demonstruje lepsze zrozumienie kluczowych problemów strefy euro niż to się na pozór wydaje. Oczywiście uważamy, że EBC robi „za mało i za późno”, ale musimy pamiętać o istotnych ograniczeniach (konieczność uzgodnień w międzynarodowej radzie banku) w porównaniu do Fed, Banku Japonii, czy Banku Anglii. Naszym zdaniem EBC dość trafnie dobiera instrumenty do prowadzenia polityki pieniężnej. Bez wątplenia najważniejsza była decyzja z lipca 2012 o możliwości uruchomienia OMT (jak na ironię, nigdy nie wdrożona w praktyce). Bez niej dezintegracja strefy euro byłaby prawdopodobnie niemożliwa do zatrzymania. Bardzo ważny był program LTRO z przełomu 2011 i 2012, który dał oddech bankom, a pośrednio także rządowi Południa. Środki ogłoszone na ostatnim posiedzeniu są mniejszego kalibru, ale sądzimy że są one jedynie częścią

Decydenci będą robili wszystko, aby przełamać obecny marazm.

Optymalny policy-mix trudny do osiągnięcia z powodu różnic interesów w gronie Wspólnoty.

Istnieją niewielkie szanse na poluzowanie fiskalne, ale tempo konsolidacji finansów publicznych będzie mniejsze.

Duża odpowiedzialność EBC. Czy Mario Draghi stanie na wysokości zadania?

Prezes EBC wykazuje duże zrozumienie problemów Eurolandu, ale różnice w gronie Rady EBC ograniczają pole manewru.

pakietu, który zostanie wdrożony w nieodległej przyszłości, być może jeszcze w tym roku.

Podtrzymujemy zdanie, że czerwcowo obniżka stóp procentowych (w tym depozytowej do ujemnego poziomu), która trafiła na czołówki serwisów informacyjnych nie ma większego znaczenia praktycznego. Podobnie rezygnacja ze sterylizacji programu SMP i przedłużenie nieograniczonego dostępu do płynności do końca 2016 roku. Być może nieco osłabią euro i trochę obniżą stawki międzybankowe, ale w sumie efekt będzie niewielki.

Nie bagatelizujemy natomiast znaczenia tzw. kierunkowego LTRO (TLTRO), choć nie spodziewamy się po nim cudów (dlatego sądzimy, że EBC będzie musiał w pewnym momencie zdecydować się na luzowanie ilościowe, czyli skup aktywów). Decydenci EBC zrozumieli, że bez ożywienia rynku kredytowego w gospodarce takiej jak Euroland nie ma mowy o trwałym wzroście gospodarczym, w szczególności w tempie wymaganym dla osiągnięcia finansowej i społecznej równowagi. Konstrukcja programu odnosi się pośrednio do najważniejszego problemu strefy euro, czyli niewystarczającego popytu wewnętrznego, którego nie jest w stanie zrekomensować eksport. Nawet patrząc od strony problemu rozpalającego do czerwoności komentatorów, czyli zagrożenia deflacją, w istocie jest to pochodna niewystarczającego popytu. Spadki cen spowodowane czynnikami podażowymi (np. niskimi cenami surowców) są w istocie pozytywne dla wzrostu i stabilności finansowej dłużników.

Konstrukcja TLTRO autentycznie zachęca banki do zwiększonego kredytowania gospodarki. Nie są znane jeszcze wszystkie szczegóły programu (m. in. benchmark aktywności kredytowej służący do oceny, czy dany bank kwalifikuje się do otrzymania dodatkowego finansowania na preferencyjnych warunkach), ale logika wskazuje na to, że parametry warunkujące otrzymanie „marchewki” nie będą zbyt wyśrubowane.

TLTRO (a w przyszłości potencjalny skup ABS) są w istocie formą subsydiowania banków i próbą zahamowania procesu kurczenia się aktywów sektora. Innymi słowy, EBC pomaga bankom „móc”, ale żeby ruszył rynek kredytowy one jeszcze muszą „chcieć”. Oczywiście pożyczanie ma sens jeśli oprocentowanie rekompensuje koszt ryzyka i generuje zysk, więc decyduje nie tylko koszt pieniądza, czy siła bilansów instytucji finansowych, ale także ocena wiarygodności kredytobiorców, która z kolei jest nierozzerwalnie związana z perspektywami gospodarczymi.

Decyzje podjęte na czerwcowym posiedzeniu nie mają charakteru przełomowego, ale idą w dobrym kierunku.

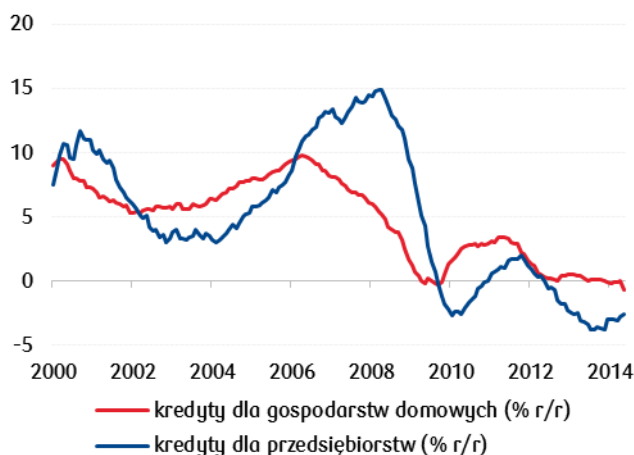
TLTRO odnosi się pośrednio do kluczowego problemu strefy euro, czyli niewystarczającego popytu wewnętrznego.

EBC w pewnym momencie będzie zmuszony do luzowania ilościowego.

EBC zachęca banki do większej aktywności kredytowej.

TLTRO jest próbą zahamowania procesu delewarowania banków.

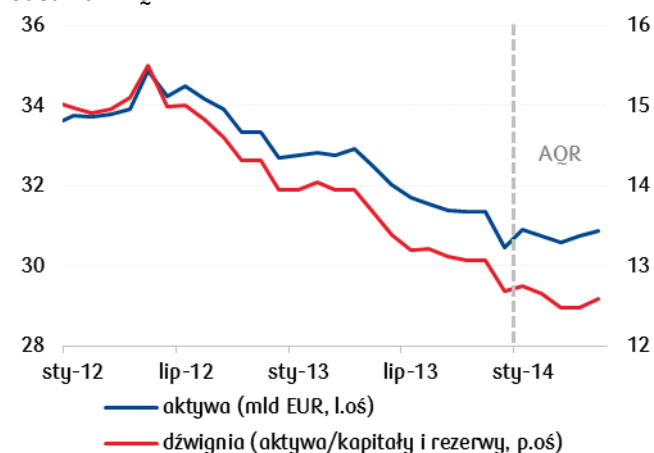
Wykres 3. Strefa euro: marazm na rynku kredytowym



Źródło: Eurostat

1 lipca 2014

Wykres 4. Strefa euro: kurczące się aktywa banków przed badaniem AQR



Źródło: EBC, PKO Bank Polski

Strona 43/57

Być może w pewnym stopniu mamy do czynienia z rodzajem negatywnego sprzężenia zwrotnego, które powoduje że pesymizm dotyczący europejskiej gospodarki wpływa na zachowania zarówno kredytodawców, jak i kredytobiorców. Rolą decydentów, w tym EBC, jest przerwać to błędne koło, nawet jeśli proponowane rozwiązania niosą ze sobą ryzyko.

Jesteśmy umiarkowanymi optymistami odnośnie perspektyw ożywienia przepływu kredytu do gospodarki Eurolandu. Warto zwrócić uwagę, że wśród wielu czynników stojących za słabością rynku kredytowego, ostatnio jednym z najistotniejszych był przegląd aktywów banków (AQR) i stress testy. Wiele instytucji finansowych miało silny motyw do „strojenia” bilansów na datę tych badań. Obecnie ten element, przynajmniej w pewnym stopniu, spadł na znaczeniu.

Na perspektywy ożywienia rynku kredytowego można spojrzeć także z punktu widzenia racjonalności prowadzenia biznesu bankowego i postawić proste pytanie z czego banki będą generowały przychody przy kurczącej się książce kredytowej. Nie można zapominać, że w normalnej sytuacji marża odsetkowa jest jednym z podstawowych źródeł zysków. Przez kilkanaście lat przed wybuchem kryzysu banki umiejętnie dywersyfikowały źródła przychodów (ta kreatywność była poniekąd przyczyną późniejszych problemów), ale część z tych kierunków stała się obecnie mało dochodowa albo wręcz zniknęła z powodów rynkowych lub regulacyjnych. Krótko mówiąc, banki mają silną motywację by pożyczać, jeśli ich sytuacja finansowa i ocena ryzyka na to pozwolą. Gdy opadnie kurz po AQR i stress testach powinny powstać lepsze warunki aby ta potrzeba się materializowała, w czym pomaga ze swojej strony EBC.

W niektórych krajach nie można również wykluczyć politycznej presji na aktywniejsze zaangażowanie w kredytowanie gospodarki. Pomimo tego, że są to niezależne instytucje kierujące się własną oceną sytuacji to historia pokazuje, że relacje na linii państwo-sektor bankowy są bardziej skomplikowane niż to się wielu może wydawać. Przypomnijmy sobie rok 2012 i zachowanie banków hiszpańskich i włoskich, które na potęgę kupowały papiery własnych rządów, wtedy gdy pozostali inwestorzy się ich masowo wyzywali. Uczciwie trzeba przyznać, że banki ostatecznie zarobiły na tych operacjach (list dziękczynny powinien zostać wysłany do Frankfurtu za OMT i dwa LTRO), ale biorąc pod uwagę panującą wówczas niepewność i stan bilansów banków, byłoby dużą naiwnością sądzić, że decyzje o zakupach zapadały bez sugestii z zewnątrz.

## Polska

Perspektywy polskiej gospodarki na lata 2014-2015 są co najmniej dobre. Ekonomiści PKO Banku Polskiego prognozują, że tempo wzrostu PKB w tym roku wyniesie 3.4%. Po zaskakująco dobrym I kwartale (3.4% r/r) nastąpi stabilizacja tempa wzrostu po czym dynamika PKB przyspieszy i w przyszłym roku poszybuje do 4.5%. Bardzo istotne jest, że przyspieszenie ma szerokie podstawy, co dobrze wróży jego stabilności.

Na szczególne wyróżnienie zasługuje odbicie w inwestycjach. Rosną nakłady przedsiębiorstw na maszyny i urządzenia: np. wzrost wydatków na nowy park maszynowy w dużych firmach wyniósł w 1q2014 ponad 16% r/r. Spodziewamy się, że optymizm przedsiębiorstw zostanie potwierdzony w kolejnych kwartałach wraz z poprawiającymi się wynikami gospodarki, co powinno przełożyć się na dalszą rozbudowę mocy produkcyjnych. Dzięki zmianom w II filarze systemu emerytalnego rząd mógł zdecydować się na impuls fiskalny, który zostanie wysłany do gospodarki głównie za pośrednictwem inwestycji.

Słabość rynku kredytowego wynika także z czynników popytowych.

AQR i stress testy spotęgowały osłabienie przepływu kredytu.

Banki mają racjonalny interes w kredytowaniu gospodarki.

Nie można wykluczyć presji na banki, aby te zwiększyły aktywność kredytową.

Perspektywy polskiej gospodarki na co najmniej dwa lata są dobre.

Trwałości wzrostu dobrze wróży odbicie w inwestycjach.

Szacujemy deficyt sektora finansów publicznych w 2014 roku na 4.1% PKB (po korekcie o transfer aktywów z OFE), a w 2015 3.5% PKB. Skalę planowanych inwestycji dobrze ilustrują wydatki na drogi. Wartość otwartych przetargów przekracza 44 mld zł, a rozstrzygnięto już przetargi na kwotę 1.6 mld zł.

Warto pamiętać, że na lata 2014-2015 przypada „czteropak” wyborczy (pozostał „trójpak” – wybory samorządowe, prezydenckie i parlamentarne). Nie przeceniając wpływu tych wydarzeń na politykę gospodarczą, można jednak założyć wyższą skłonność do wydatków zarówno na szczeblu centralnym jak i lokalnym. W szczególności budżet centralny może sobie obecnie pozwolić na zwiększone wydatki, zwłaszcza że Komisja Europejska zawiesiła procedurę nadmiernego deficytu, pośrednio aprobując politykę fiskalną polskiego rządu.

Rok 2014 to pierwszy rok nowego budżetu UE, w którym przypomnijmy, Polska ma zarezerwowane 82.5 mld euro na wydatki w ramach polityki spójności oraz ok. 32.3 mld euro na rolnictwo (w cenach bieżących). Strumień pieniędzy zacznie płynąć do Polski od przyszłego roku, ale pozytywny wpływ na aktywność gospodarczą widoczny jest już dzisiaj, czego przykładem jest m.in. wcześniej wspomniana lista projektów drogowych.

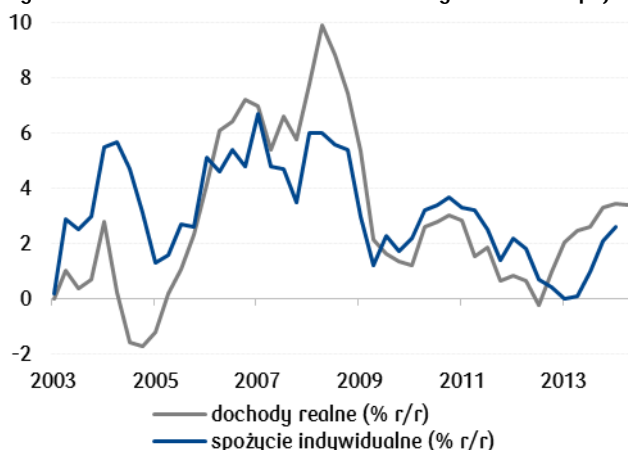
Optymizm przedsiębiorców zdaje się potwierdzać ożywienie w kredytach dla firm, których dynamika oscyluje wokół 5% r/r. Na marginesie warto wspomnieć, że statystyki bankowe nie w pełni odzwierciedlają popyt na środki finansowe ze strony przedsiębiorstw. Coraz częściej sięgają one po alternatywne w stosunku do kredytu bankowego sposoby finansowania, takie jak obligacje korporacyjne (emitowane na rynku krajowym i zagranicznym – przykładowo PGE wyemitował w czerwcu obligacje na kwotę 500 mln euro).

Cykl wyborczy sprzyja wydatkom na szczeblu centralnym i samorządowym.

Nowy budżet unijny już pozytywnie oddziałuje na gospodarkę, ale przepływ środków dopiero przed nami.

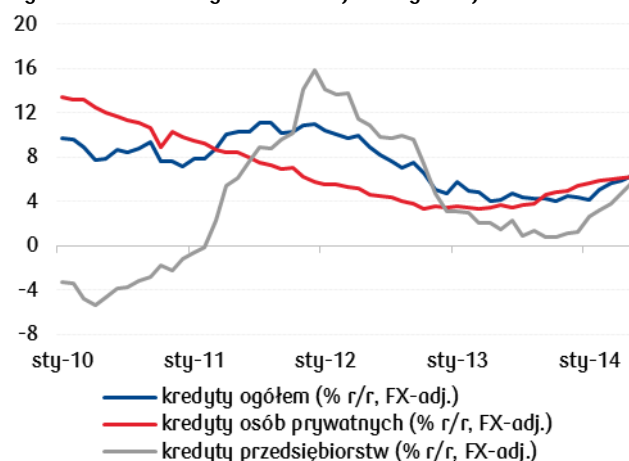
Optymizm przedsiębiorców potwierdza ożywienie w kredytach.

Wykres 5. Polska: wzrost dochodów realnych i konsumpcji.



Źródło: GUS

Wykres 6. Polska: dynamika akcji kredytowej.



Źródło: NBP

Perspektywy dla konsumpcji również są dobre. Silny wzrost obserwujemy w płacach (4.8% r/r w maju). Przy inflacji bliskiej zeru oznacza to niemal identyczny przyrost w kategoriach realnych. Rośnie, choć powoli, także zatrudnienie (dane dotyczące sektora przedsiębiorstw wskazują na przyrost 0.7% r/r w maju). W takiej sytuacji mamy rosnący fundusz płac, czyli podstawowe źródło wydatków konsumpcyjnych. Dodatkowego paliwa dostarcza ożywienie w kredytach konsumpcyjnych osób prywatnych, które rosną w tempie przekraczającym 4% r/r (najwyżej od września 2010 r.). Przy okazji można wspomnieć, że kredyty hipoteczne rosną w tempie powyżej 4% r/r w ostatnich 3 miesiącach (dynamika kredytów złotych przekracza 16% r/r), które również pośrednio wpływają na konsumpcję (np. wykończenie i wyposażenie mieszkań, wyższe zatrudnienie w branży budowlanej).

Perspektywy konsumpcji są dobre. Sprzyjają jej rosnące zatrudnienie i płace oraz kredyty.

We wcześniejszych publikacjach wspominaliśmy o pozytywnym wpływie niskich stóp procentowych na konsumpcję (wyższy dochód rozporządzalny zadłużonych gospodarstw domowych) oraz inwestycje (niższe koszty obsługi zadłużenia przedsiębiorstw). Po gwałtownym spadku inflacji sytuacja przestała być jednoznaczna. W ujęciu realnym stopy (przynajmniej w odniesieniu do bieżącej inflacji) nie są wcale niskie, bo wynoszą ~2.5% (przy inflacji za czerwiec ~0% r/r i perspektywie deflacji w nadchodzących miesiącach). Zatem obecnie trudno założyć, żeby koszt pieniądza w specjalny sposób wspomagał popyt w gospodarce (konsumpcyjny i inwestycyjny). Naszym zdaniem, patrząc na wpływ stóp procentowych na stopy oszczędzania, na początku dominujące znaczenie mają wartości nominalne, ale z czasem ustępują miejsca wartościom realnym. Stopy procentowe są na historycznych minimach w ujęciu nominalnym, ale realnie są najwyższe od siedmiu lat.

Przedstawiając pozytywny scenariusz dla polskiej gospodarki należy wspomnieć również o zagrożeniach. Związane są one przede wszystkim z problemami gospodarczymi strefy euro (54% polskiego eksportu). Cały czas niepokoi sytuacja za wschodnią granicą. W średnim terminie poważne ryzyko związane jest z ewentualnym „twardym lądowaniem” gospodarki chińskiej. Nie zakładamy materializacji tego scenariusza, ale gdyby okazało się inaczej Chiny pociągnęłyby za sobą cały świat, w tym rynki wschodzące. Niepewność związana jest również ze skutkami normalizacji polityki pieniężnej w USA. Sądzymy, że Polska jest na to zjawisko względnie odporna.

## USA

Gospodarka amerykańska rozczarowała w I kwartale notując spadek PKB aż o 2.9%, za co w dużej części odpowiadają anormalne warunki atmosferyczne w pierwszych dwóch miesiącach roku. Oczywiście konsekwencją musi być rewizja prognozy wzrostu PKB na cały rok (Fed prognozuje 2.1-2.3%), ale spojrzenie kalendarzowe ma ograniczone znaczenie. Istotny jest dominujący trend, który wygląda korzystnie. Kluczowe wskaźniki sygnalizują przyspieszenie tempa wzrostu do ok. 3% w nadchodzących kilku kwartałach. Do tak optymistycznego spojrzenia skłaniają dobre perspektywy konsumpcji prywatnej i coraz bardziej prawdopodobne odbicie w inwestycjach:

### Konsumpcja

W warunkach amerykańskich, gdzie wkład konsumpcji do PKB wynosi ~70% bez solidnego wzrostu tego składnika trudno spodziewać się dobrej koniunktury gospodarczej ogółem. Widzimy mocne argumenty za ożywieniem popytu konsumpcyjnego przede wszystkim dzięki poprawie na rynku pracy (rosnące zatrudnienie i płace), efektowi majątkowemu (rekordy na giełdach, wzrosty cen nieruchomości) oraz rosnącej dynamice kredytu.

Ewidencja poprawia się sytuacja na rynku pracy. Gospodarka w ciągu ostatnich trzech miesięcy dodała 700 tys. miejsc pracy w sektorze pozarolniczym, dzięki czemu bezrobocie spadło do 6.3%. Według danych Bureau of Labor Statistics sektor pozarolniczy zatrudnia 138.5 mln pracowników co oznacza symboliczne przekroczenie poziomu sprzed kryzysu. W ślad za przyrostem zatrudnienia rosną zarobki, choć presja płacowa jest bardzo umiarkowana - Employment Cost Index mierzący wynagrodzenia pracowników (płace i dodatki) rośnie w tempie poniżej 2%. Niższa dynamika miała miejsce tylko w latach 2009-2010. Podobne wskazania dają płace godzinowe.

Na niejednoznaczne sygnały z rynku pracy zwracają uwagę m.in. przedstawiciele Fed. Niewysokie bezrobocie po części jest wynikiem niskiego wskaźnika partycypacji. Nie jest do końca jasne na ile za tym zjawiskiem stoją

Stopy procentowe są historycznie najniższe, ale realnie najwyższe od 7 lat.

Zagrożenia dla pozytywnego scenariusza dla polskiej gospodarki związane są ze strefą euro, Chinami i skutkami normalizacji polityki pieniężnej w USA.

Słaby I kwartał w USA wynikiem wyjątkowo srogiej zimy. Główne trendy wyglądają korzystnie.

Perspektywy konsumpcji prywatnej są dobre.

Gospodarka w szybkim tempie dodaje nowe miejsca pracy, ale płace rosną powoli, a struktura zatrudnienia jest słaba.

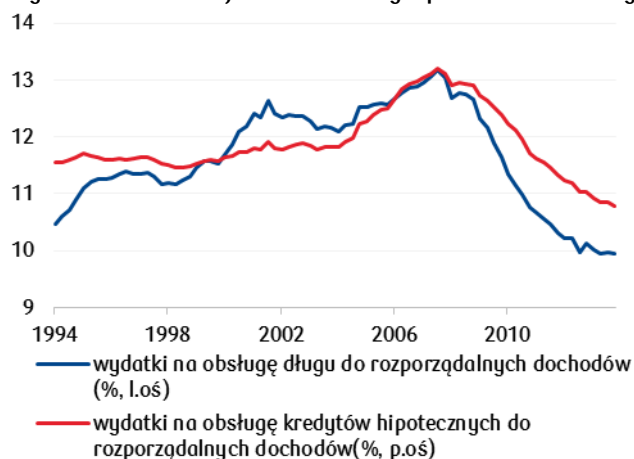
czynniki strukturalne, a na ile cykliczne, więc trudno ocenić faktyczne rezerwy siły roboczej i w konsekwencji lukę popytową w amerykańskiej gospodarce (kluczowa, choć niestety nieobserwowalna dana potrzebna do optymalizacji polityki pieniężnej). Problemem z punktu widzenia siły i trwałości wzrostowego trendu w konsumpcji jest także to, że duża część zatrudnionych pracuje na niepełnych lub tymczasowych etatach.

Konsumpcji sprzyja poprawa oceny kondycji własnych bilansów przez gospodarstwa domowe. Pamiętajmy, że możliwości finansowe są warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym do wydawania pieniędzy. Poprawa na rynku pracy oraz efekt majątkowy sprzyjają odważniejszym wydatkom, co odzwierciedla generalnie spadkowy trend w stopie oszczędzania (choć ostatnie dwa odczyty wskazują na lekkie odbicie w górę). Konsumpcji, także tej dokonywanej na kredyt (dynamika kredytu konsumpcyjnego przekracza 4%), sprzyjają niskie stopy procentowe oraz to że gospodarstwa domowe istotnie oddłużyły się w porównaniu do roku 2008.

Na niejednoznaczne sygnały z rynku pracy zwracają przedstawiciele Fed.

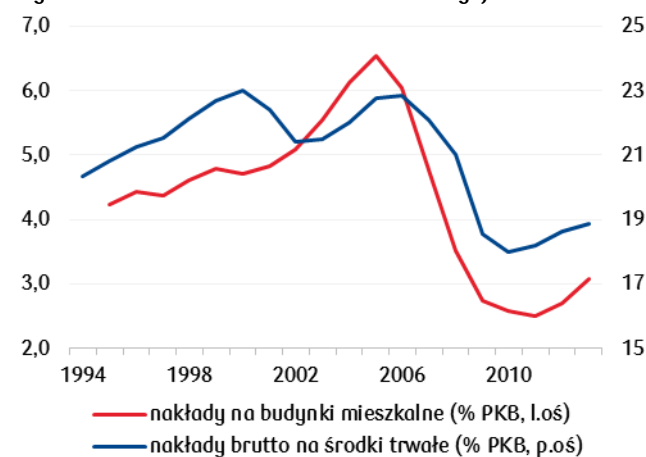
Poprawa na rynku pracy oraz efekt majątkowy sprzyjają odważniejszym wydatkom, co odzwierciedla generalnie spadkowy trend w stopie oszczędzania.

Wykres 7. USA: mniejsze zadłużenie gospodarstwa domowych



Źródło: Datastream

Wykres 8. USA: wieloletnia słabość inwestycji.



Źródło: Datastream

### Inwestycje

Słabość inwestycji jest jednym z najważniejszych powodów do zmartwień z punktu widzenia trwałości obecnego ożywienia. Inwestycje są podstawą wzrostu produktywności, a ten z kolei jedynym gwarantem rozwoju gospodarczego w krajach o neutralnej lub niekorzystnej demografii. Solidne wydatki inwestycyjne z jednej strony przyczyniają się do trwałego wzrostu gospodarczego, a z drugiej są jego potwierdzeniem. Inwestycje stanowią obecnie niecałe 19% PKB, czyli znacznie poniżej wieloletniej średniej. Spadek można częściowo wytłumaczyć względnym potaniem cen dóbr inwestycyjnych oraz zmianą struktury inwestycji niemniej jednak problem ma głębsze (i co trzeba przyznać nie do końca rozpoznane) podłoże.

Słabość inwestycji jest jednym z najważniejszych powodów do zmartwień z punktu widzenia trwałości obecnego ożywienia.

Na obecnym etapie trudno przesądzić, czy jesteśmy w przededniu trwałego odbicia wydatków inwestycyjnych. Kondycja amerykańskich przedsiębiorstw jest bardzo dobra, więc problem nie leży w finansach, ale raczej ostrożnej ocenie przyszłego popytu na towary i usługi. Uważamy jednak, że istnieją przekonujące argumenty za cyklicznym odbiciem w inwestycjach. Rośnie wykorzystanie mocy produkcyjnych, średni wiek aktywów produkcyjnych wskazuje na zapóźnienie w odtwarzaniu środków produkcji. Inwestycje w budownictwo mieszkaniowe w relacji do PKB są na bardzo niskim poziomie. Warunki finansowania przedsiębiorstw są bardzo korzystne (niskie stopy procentowe i spready kredytowe). Mocną przesłanką odbicia w inwestycjach są także wnioski płynące z ankiety NFI.

Stan amerykańskiej koniunktury gospodarczej jest kluczowy dla gospodarki światowej. Dwa najważniejsze kanały oddziaływania to handlowy (USA są nominalnie największym importem) i finansowy (przepływ kapitału, benchmarkowanie do amerykańskich aktywów). Nic więc dziwnego, że oczy finansowego świata od dawna zwrócone są na Komitet Otwartego Rynku Rezerwy Federalnej. Wielu zadaje sobie pytanie, dlaczego szefowa Fed Janet Yellen pozostaje gołębią, mimo że poziomy na których znajduje się większość wskaźników w przeszłości skłaniały bank centralny do rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Najogólniej mówiąc obawia się ona o trwałość wzrostu. Zbyt szybko podnoszone stopy procentowe mogą za bardzo schłodzić bardzo ważny z punktu widzenia konsumpcji rynek nieruchomości. Istnieją również silne przesłanki za tym, że luka popytowa spowodowana przez kryzys finansowy jest na tyle duża, że gospodarka może rosnąć przez kilka lat nieco powyżej swojego potencjału nie wywołując nadmiernej presji inflacyjnej. Nie można też zapominać, że kryzys finansowy zmienił świat gospodarczy. Kredyt, który przez lata napędzał globalną gospodarkę i łagodził cykle koniunkturalne nie płynie tak jak dawniej w krajach rozwiniętych. Zatem nie tylko ekspansywna polityka monetarna banków centralnych, ale także nadmiar oszczędności generowanych przez sektor prywatny spowodowały, że rynkowe stopy procentowe są na ekstremalnie niskich poziomach. Wiele wskazuje na to, że potencjalne tempo wzrostu gospodarczego, a w ślad za nim naturalna stopa procentowa uległy obniżeniu.

### Brazylia

Pisząc o rynkach rozwijających się najwięcej uwagi poświęcamy zwykle Chinom. Jest to uzasadnione, gdyż tamtejsza gospodarka jest nominalnie trzecią (traktując Unię Europejską jako blok), a na bazie PPP największą na świecie. Niemniej obserwujemy także inne miejsca, które trwale lub okresowo wywierają istotny wpływ na rynki finansowe i światową gospodarkę. W poprzednim wydaniu, z powodu wybuchu konfliktu ukraińskiego przyjrzeliśmy się Rosji (~3% światowego PKB). Tym razem, przy okazji Mundialu poświęcimy nieco miejsca Brazylii, której udział w światowej gospodarce jest niemal identyczny. Ponieważ brak polskiej reprezentacji na turnieju uwalnia nas od rozważań w rodzaju „czy Lewy się wreszcie odblokuje”, skoncentrujemy się całkowicie na kwestiach gospodarczych.

A Brazylię obserwować warto, bo kraj ten trafnie ilustruje wyzwania stojące przed wieloma rynkami wschodzącymi. Stanowi ponadto znakomity przykład osiągnięć i błędów będących udziałem krajów rozwijających się w ostatnich kilkunastu latach. Dobrze jest je rozumieć, aby się na nich uczyć.

Gdy w 2002 roku wybory prezydenckie wygrał „brazylijski Wałęsa” Luiz Inácio Lula, zagraniczni obserwatorzy wróżyli Brazylii rychłą katastrofę gospodarczą. Tymczasem splot korzystnych warunków zewnętrznych w połączeniu z początkowo rozsądną polityką skierowaną na rozwój klasy średniej przyniosły nadspodziewanie dobre efekty. Brazylia stała się jedną z gwiazd rynków wschodzących. Wraz z Rosją, Indiami i Chinami tworzyła elitarny klub „BRIC” krajów uznawanych za najbardziej perspektywiczne. Nic więc dziwnego, że pieniądze inwestorów popłynęły tam szerokim strumieniem. Indeks giełdowy BOVESPA pomiędzy styczniem 2003 a majem 2008 (szczyt) wzrósł o 634%, a nawet obecnie, po istotnej korekcie jest na plusie 458%. Cóż więc stało się, że ze światowych salonów Brazylia trafiła na początku tego roku do niechlubnego klubu tzw. „Ugly 5” (obok Indonezji, Indii, Południowej Afryki i Turcji), grupującego kraje najbardziej wrażliwe na obecne otoczenie ekonomiczne?

Stan amerykańskiej koniunktury gospodarczej jest kluczowy dla gospodarki światowej poprzez kanały handlowy i finansowy.

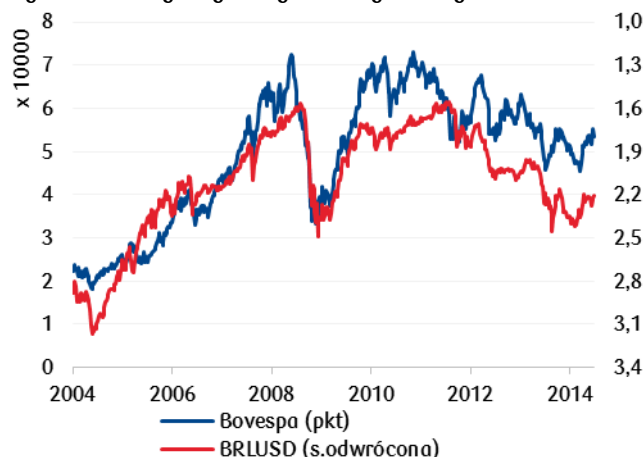
Janet Yellen bardzo gołębia, ale ma ku temu powody.

Przy okazji Mundialu przyglądamy się gospodarce brazylijskiej.

Brazylia jest przykładem typowych osiągnięć i błędów krajów rozwijających się.

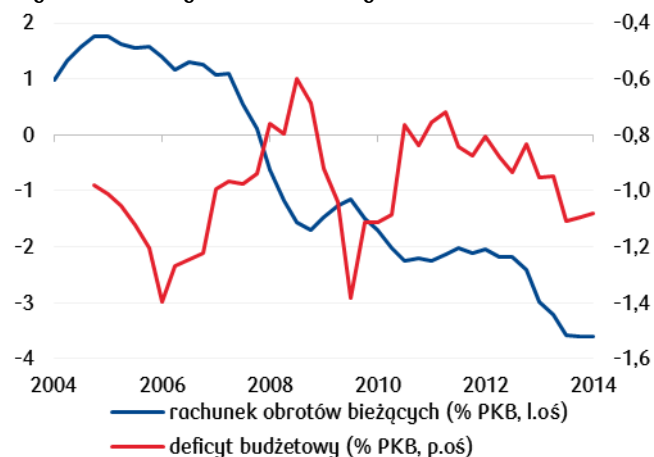
Członek elitarnego klubu BRIC wstąpił niedawno do klubu „UGLY5”...

Wykres 9. Brazylia: główny indeks giełdowy i waluta.



Źródło: Bloomberg

Wykres 10. Brazylia: nierównowaga makroekonomiczna.



Źródło: Datastream

W pewnym stopniu oczywiście winny jest światowy kryzys finansowy, który, zgodnie ze starym powiedzeniem, ujawnił „kto pływa bez ubrania”. W przypadku Brazylii, nawet bardziej niż sam kryzys, to perspektywa stopniowego zakręcania kurka z płynnością przez Fed obnażyła z całą mocą strukturalne słabości gospodarki. Ale obwinianie kryzysu i polityki Fed-u byłoby uproszczeniem i w gruncie rzeczy nieporozumieniem. Główną część winy ponoszą sami Brazylijczycy. Potencjał rynku wewnętrznego i bogactwa naturalne (które wciąż utrzymują wysokie ceny na tle wieloletnich średnich) stawiają ten kraj w potencjalnie uprzywilejowanej pozycji nawet w trudniejszych warunkach zewnętrznych.

Najogólniej rzecz biorąc, Brazylia stanowi przykład popełnienia najcięższego grzechu polityki gospodarczej – utraty efektywności przy jednoczesnej determinacji utrzymania wysokiego tempa wzrostu. Krótkowzroczna polityka o populistycznym zabarwieniu (dość charakterystycznym dla Ameryki Południowej) doprowadziła do poważnych problemów, których rozwiązanie będzie kosztować wiele wyrzeczeń.

Jednym z głównych źródeł problemów stał się łatwy dostęp do finansowania zewnętrznego. Najpierw przez lata pieniądze płynęły do Brazylii na fali euforii odnośnie perspektyw tego kraju. Po wybuchu kryzysu w 2008 roku na krótko nastąpiło ograniczenie w napływie zagranicznego kapitału, ale sytuacja wróciła „do normy” po rozpoczęciu ekspansywnej polityki pieniężnej przez Fed. Ekstremalnie niskie stopy procentowe wypychały inwestorów amerykańskich na rynki wschodzące w poszukiwaniu zysków trudnych do osiągnięcia na rodzimym rynku.

Mając łatwy i względnie tani dostęp do finansowania Brazylia przez całe lata prowadziła ekspansywną i często procykliczną politykę fiskalną, która napędzała konsumpcję. Koniunkturę nakręcało dodatkowo zadłużanie się sektora prywatnego, którego dług wzrósł w ostatnich 10 latach aż o 50% PKB (z 40% do 90%).

Wydatki były nakierunkowane w zbyt dużej proporcji na konsumpcję względem inwestycji. Niewydolna infrastruktura jest jedną z głównych przyczyn pogorszenia konkurencyjności. Odzwierciedleniem utraty konkurencyjności i rozdmuchanej konsumpcji jest utrzymujący się permanentnie deficyt na rachunku obrotów bieżących. Dla krajów bogatych w surowce, które wspomagają przychody z eksportu jest to zwykle sygnał wskazujący na nieprawidłową politykę gospodarczą.

... czemu zasadniczo jest sobie sam winien.

Brazylia popełniła najcięższy grzech polityki gospodarczej.

Jednym z głównych źródeł problemów stał się zbyt łatwy dostęp do finansowania zewnętrznego.

Dług sektora prywatnego wzrósł w ostatnich 10 latach z 40% do 90% PKB.

Zbyt dużo konsumpcji względem inwestycji.

Perspektywa normalizacji polityki pieniężnej w USA jest dla Brazylii ogromnym zagrożeniem. Ograniczanie płynności przez Fed będzie skutkować większą selektywnością inwestorów w lokowaniu swoich środków. Innymi słowy, dostęp do zewnętrznego finansowania będzie trudniejszy w sytuacji, gdy Brazylia od tego finansowania się bardzo uzależniła. Wycofywanie kapitału przez inwestorów zagranicznych doprowadziło do przeceny miejscowej waluty. Bank centralny, w celu ratowania reala i ograniczenia inflacji był zmuszony do podniesienia stóp procentowych.

W konsekwencji, firmy i gospodarstwa domowe mają trudności z obsługą zadłużenia zarówno denominowanego w realu (wyższe oprocentowanie), jak w dolarze (osłabienie reala). Na tym samym tle oraz z powodu słabszej aktywności gospodarczej kłopoty ma budżet. Niestety bardzo wysoki udział mają w nim wydatki sztywne. Zmiana tej sytuacji wymagałaby dużej determinacji rządów, a te boją narazić się socjalnie nastawionym społeczeństwom, zwłaszcza że w październiku w Brazylii odbędą się wybory prezydenckie. Nic więc dziwnego, że pierwszą (i w zasadzie jedyną) ofiarą oszczędności budżetowych stały się inwestycje, co jeszcze bardziej uderza w efektywność i konkurencyjność Brazylii. Gwoli sprawiedliwości, należy wspomnieć, że Brazylii zaszkodziły też czynniki, nad którymi nie miała kontroli (np. kryzys w Argentynie, czy susza w sytuacji, gdy 2/3 energii jest produkowane przez hydroelektrownie).

## Chiny

Chiny, co prawda nie biorą udziału w Mundialu, ale pozostają najważniejszym krajem rozwijającym się i jednym z kluczowych dla światowej gospodarki. Nasze sceptyczne podejście do rynkowych prognoz wzrostu gospodarczego w Państwie Środka potwierdzają napływające dane. Dlatego trzymamy się naszej prognozy z grudnia ubiegłego roku, która zakłada wzrost w tym roku w wysokości 7%, czyli 0.4% poniżej zrewidowanego ostatnio w dół konsensusu.

Głównymi przyczynami spowolnienia są słabość popytu u partnerów handlowych i podjęte reformy strukturalne. Wybuch kryzysu finansowego w 2008 roku zmusił Chiny do przeorientowania swojego modelu gospodarczego opartego na eksporcie. Lukę w popycie zewnętrznym zastąpiono inwestycjami na ogromną skalę (np. w latach 2011-2012 Chiny wyprodukowały więcej cementu niż USA w całym XX wieku - dane z US Geological Survey i China's National Bureau of Statistics podajemy za Financial Times). Udział inwestycji w PKB Chin stanowi blisko 50%, co jest wartością bez precedensu w historii świata. Jednak największy problem wcale nie polega na nadreprezentacji inwestycji w modelu gospodarczym, lecz na spadającej efektywności wydatkowania tych środków. Można oczywiście postawić tezę że marnotrawstwo kapitału jest powiązane z astronomicznym udziałem inwestycji w PKB, ale między tymi dwoma zjawiskami nie można postawić znaku równości.

Dlatego władze słusznie skoncentrowały się na poprawie efektywności gospodarki i walce z korupcją, co jest ze sobą powiązane. Jednak transformacja modelu gospodarczego jest niezwykle trudna do pogodzenia z utrzymaniem szybkiego tempa rozwoju. Trzeba mieć świadomość, że eliminowanie nieefektywności polega m.in. na rezygnacji z nieuzasadnionych wydatków inwestycyjnych i konsumpcyjnych (np. firmy państwowe stoją za dużą częścią zakupów dóbr konsumpcyjnych, w tym luksusowych, które faktycznie służą prywatnym osobom). Walka z korupcją i innymi nadużyciami władzy ma więc także skutek w ograniczeniu popytu w gospodarce, który w krótkim czasie nie tak łatwo zastąpić w efektywny sposób.

Perspektywa normalizacji polityki pieniężnej w USA jest dla Brazylii ogromnym zagrożeniem.

Kredytobiorcy mają trudności z obsługą zadłużenia zarówno denominowanego w BRL (wyższe oprocentowanie), jak w USD (osłabienie BRL).

Prognozujemy wzrost PKB w Chinach 7% w 2014 roku.

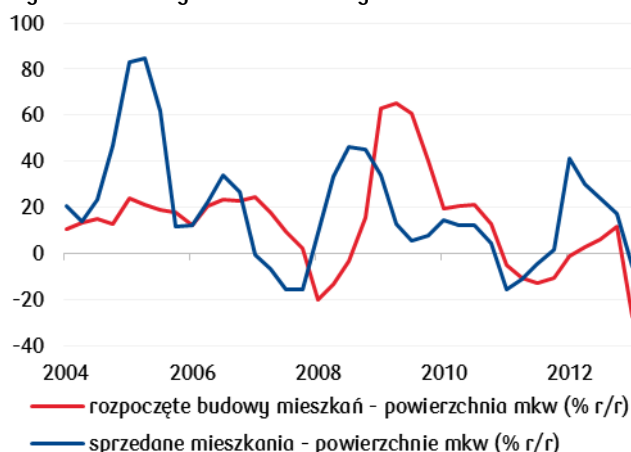
Głównymi przyczynami spowolnienia są słabość popytu u partnerów handlowych i podjęte reformy strukturalne, które eliminują część nieefektywnych wydatków.

Transformacja modelu gospodarczego jest niezwykle trudna do pogodzenia z utrzymaniem szybkiego tempa rozwoju.

W średnim terminie kluczowym wyzwaniem stojącym przed gospodarką chińską jest kontrolowane schłodzenie rynku nieruchomości. Nadpodaż powierzchni mieszkaniowej przy obecnym poziomie cen jest ewidentna. Rząd bojąc się jeszcze większego nadmuchania spekulacyjnej bańki już w ubiegłym roku podjął działania zarówno po stronie popytowej (m.in. ograniczenia dotyczące zakupów drugich domów) jak i podażowej (restrykcyjne warunki finansowania deweloperów). Decyzje te oraz rosnąca świadomość przegrzania rynku wśród kupujących doprowadziły do gwałtownego spadku sprzedaży.

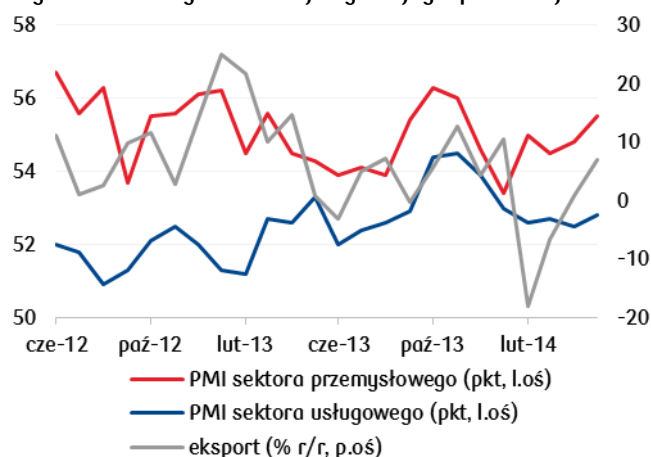
W średnim terminie kluczowym wyzwaniem stojącym przed gospodarką chińską jest kontrolowane schłodzenie rynku nieruchomości.

Wykres 11. Chiny: załamanie na rynku nieruchomości



Źródło: Datastream

Wykres 12. Chiny: stabilizacja sytuacji gospodarczej



Źródło: Datastream

Jednak schłodzenie rynku nieruchomości, choć pożądane z punktu widzenia stabilności systemowej, stanowi przeszkodę dla osiągnięcia oficjalnego celu wzrostu PKB (7.5%). Po pierwsze, szeroko rozumiany rynek budowlany (w tym wyposażenie mieszkań) tworzy 23% PKB (2013), czyli więcej niż w USA, Irlandii, czy Hiszpanii na szczycie bańki nieruchomościowej (Moody's). Ponadto, mamy aż nadto dobitnych przykładów (Japonia, USA, Hiszpania) czym grozi systemowi finansowemu gwałtowna korekta cen nieruchomości.

Władze chińskie nie mogą pozwolić sobie na zbyt gwałtowne spowolnienie z obawy o niepokoje społeczne. Pamiętajmy, że przy rosnącej produktywności gospodarki i postępującej urbanizacji Chin potrzebują wysokiego tempa wzrostu, aby utrzymać w równowadze rynek pracy. Ważną kwestią jest ponadto zaspokojenie rosnących aspiracji społeczeństwa. Co roku szkoły średnie i wyższe kończą rzesze młodych Chińczyków (np. w 2013 roku tylko wyższe uczelnie opuściło 7 mln absolwentów) a do tego z terenów wiejskich napływają ludzie pragnący zmienić swój styl życia i poprawić status materialny. Patrząc z tej perspektywy, do zaakceptowania byłoby spowolnienie do ok. 6-6.5%, ale raczej nie głębsze. Wzrost PKB poniżej 5% można nazwać przewrotnie „recesyjnym”.

Dlatego uważamy, że decydenci będą starali się znaleźć złoty środek i zrobić wszystko, aby nie doszło do zbyt silnego spadku tempa wzrostu PKB. Dane o wysokiej częstotliwości wróżą poprawę koniunktury. Lekkie poluzowanie monetarne w połączeniu z nieco lepszą sytuacją u partnerów handlowych pozwoliło gospodarce chińskiej złapać oddech.

Spodziewamy się, że władze będą kontynuowały strategię miejscowego łagodzenia polityki pieniężnej aby uniknąć ponownego rozgrzania rynku nieruchomości wspomóc wzrost w innych obszarach. Wsparcia należy się również spodziewać ze strony polityki fiskalnej. Wydatki będą nakierowane, jak do tej pory na rozwój infrastruktury, ale także ochronę środowiska, czy kwestie społeczne.

Władze chińskie nie mogą pozwolić sobie na zbyt gwałtowne spowolnienie z obawy o niepokoje społeczne. Patrząc z tej perspektywy, do zaakceptowania byłoby spowolnienie do ok. 6-6.5%

Pomogło lekkie poluzowanie monetarne i lepsza sytuacja u partnerów handlowych.

Władze będą kontynuowały strategię „targetowanego” stymulowania gospodarki.

Bank centralny podjął próbę dedykowanego poluzowania warunków finansowania. Obniżona została stopa rezerwy obowiązkowej z uprzywilejowaniem banków pożyczających małym przedsiębiorstwom oraz finansujących sektor rolniczy. Jest to bardzo sensowne posunięcie. Warunki finansowania dla małych firm były od wielu lat bardzo niekorzystne (wręcz restrykcyjne) zwłaszcza względem firm państwowych. Spodziewamy się dalszych kroków w tym kierunku.

Podsumowując, zakładamy nieco wolniejsze od oczekiwań tempo wzrostu, ale twarde lądowanie nie jest naszym bazowym scenariuszem. Największe ryzyko związane jest z fiaskiem kontrolowanego schłodzenia rynku nieruchomości. Gwałtowne spowolnienie w Chinach pociągnęłoby w dół całą światową gospodarkę.

### Czynniki rynkowe

#### Minął rok z taper tantrum. Co dalej?

18 czerwca 2013, czyli niemal dokładnie rok temu ówczesny szef Rezerwy Federalnej Ben Bernanke wprowadził rynki finansowe w duże turbulencje sugerując wcześniejsze w stosunku do założeń inwestorów rozpoczęcie wygaszania programu skupu aktywów. Zasugerował również, że odpowiednio wcześniej należy oczekiwać początku cyklu podwyżek stóp procentowych. Tak naprawdę Bernanke pierwszy balon próbny wypuścił już w maju, ale czerwcową konferencja prasowa po posiedzeniu Komitetu Otwartego Rynku była na tyle konkretna, że wstrząsnęła rynkami, w szczególności tzw. wschodzącymi. Ostatecznie „tapering”, czyli właśnie wygaszanie programu luzowania ilościowego rozpoczął się mniej więcej zgodnie z konsensusem rynkowym, tj. na przełomie 2013/2014, ale od wspomnianej konferencji karierę zrobił nieco żartobliwy termin „taper tantrum” wskazujący na niepewność i obawy rynków finansowych związane z normalizacją polityki pieniężnej w USA.

Możemy mieć satysfakcję, że w momencie gdy aktywa finansowe na rynkach wschodzących, w tym także w Polsce, doznawały głębokiej i dość gwałtownej przeceny zachowaliśmy chłodne spojrzenie i trafnie przewidzieliśmy dalszy rozwój wypadków. Doceniając skalę wyzwań związanych z normalizacją polityki monetarnej Fed, wskazywaliśmy na fundamentalne różnice między poszczególnymi krajami, a w konsekwencji ich różną wrażliwość na trudniejszy dostęp do pieniędzy amerykańskich inwestorów. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyrażonymi w kwartalniku wydanym 27 czerwca 2013 („Nie bądź taki szybki, Ben”), nastąpił spadek korelacji pomiędzy instrumentami finansowymi z różnych krajów, czyli innymi słowy inwestorzy stali się bardziej selektywni. Szczególną satysfakcję mamy z tego, że poddaliśmy w wątpliwość, czy Ben Bernanke zrealizuje swoje zapowiedzi zgodnie z przedstawionym harmonogramem. Jak się wkrótce okazało, mieliśmy rację.

Polska m.in. dzięki solidnemu wzrostowi gospodarczemu i spadającemu uzależnieniu od kapitału portfelowego (rekordowo niski deficyt obrotów bieżących, inwestycje bezpośrednie, środki z UE) jak dotąd wychodzi obronną ręką z tych opresji. Liczby mówią same za siebie: od 30 czerwca 2013 WIG wzrósł o 16%, rentowność 10-letnich obligacji spadła z 4.43% do 3.45%, złoty wzmocnił się względem dolara z 3.32 do 3.03, koszt zabezpieczenia CDS spadł z 99 pkt do 56 pkt).

Bank centralny podjął próbę dedykowanego poluzowania warunków finansowania.

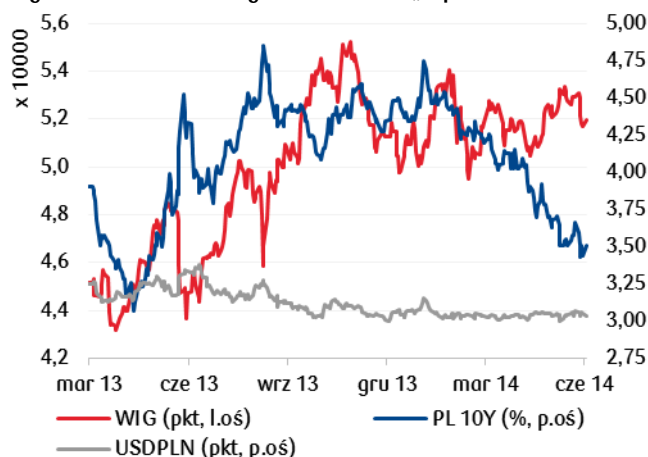
Zakładamy nieco wolniejsze od konsensusu tempo wzrostu, ale nie twarde lądowanie.

Rok temu Ben Bernanke wywołał „taper tantrum”

Trafnie przewidzieliśmy dalszy rozwój wypadków. Doceniając skalę wyzwań, wskazywaliśmy na fundamentalne różnice między poszczególnymi krajami.

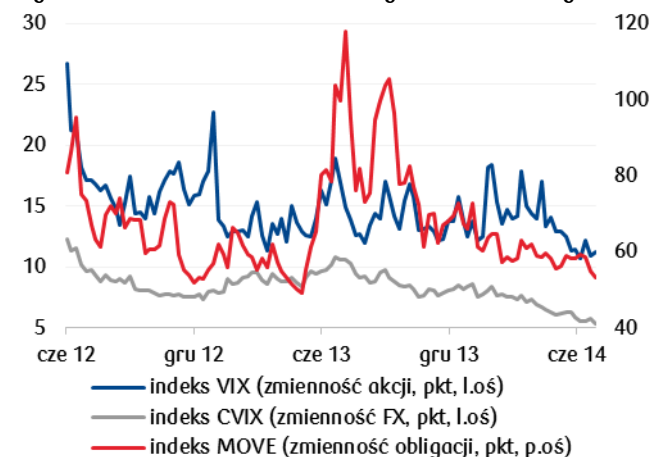
Polska dobrze radzi sobie z taper tantrum...

Wykres 13. Polskie aktywa w czasach „taper tantrum”



Źródło: Bloomberg

Wykres 14. Ekstremalnie niska na rynkach finansowych



Źródło: Bloomberg

Wspominamy o tym, ponieważ temat wyzwań dla rynków wschodzących w kontekście normalizacji polityki pieniężnej w USA w niczym nie stracił na aktualności. Proces ten powoli postępuje, ponieważ zacieśnianie polityki pieniężnej nie rozpoczyna się dopiero w momencie pierwszej podwyżki stopy referencyjnej. Już samo sygnalizowanie zmiany polityki wpływa na kształt krzywej rentowności papierów dłużnych i zmienia perspektywę inwestorów odnośnie wszystkich rodzajów aktywów. Ponadto, od stycznia mamy do czynienia z systematycznym wygaszaniem programu skupu aktywów (z 85 miliardów miesięcznie zostało 35 miliardów), który zakończy się prawdopodobnie w październiku. Choć bilans Rezerwy Federalnej wciąż rośnie, to momentum jest negatywne. Strumień płynności generowany przez bank centralny i zasilający rynki finansowe powoli wysycha. Nie zmienia to faktu, że baza monetarna jest bardzo wysoka i nic nie wskazuje na to, aby Fed miał ją istotnie zredukować w najbliższych latach. Ciekawym zagadnieniem w tym kontekście jest to na ile dla rynków finansowych ważniejszy jest poziom płynności już dostarczonej przez banki centralne (zasób/stock), a na ile zmiana dążąca stopniowo do zera (strumień/flow). Naszym zdaniem ważniejszy jest ten pierwszy parametr, ale drugi też odgrywa istotną rolę.

Polityka pieniężna Fed od upadku banku Lehman Brothers jest bezprecedensowo ekspansywna. Nie tylko stopa referencyjna została ścięta praktycznie do zera, ale trzy fale skupu aktywów spowodowały, że bilans banku centralnego eksplodował z poniżej 1 bn dolarów w sierpniu 2008 do 4.4 bn obecnie. Warto sobie uświadomić, że w rękach Fed znajduje się ponad 1/3 rządowych papierów o zapadalności powyżej 5 lat. W końcu nadszedł więc czas na stopniową normalizację. Jesienią tego roku QE przejdzie do historii, a realna perspektywa ożywienia gospodarczego w połączeniu ze spadkiem bezrobocia i odbiciem inflacji sprawiają, że za rok możemy być już po pierwszej podwyżce stóp. Zatem pytanie jak wpłynie to na gospodarkę światową, a w szczególności na gospodarki krajów rozwijających się pozostaje jak najbardziej aktualne. Bez wątplenia jest to jedna z kluczowych kwestii dla rynków finansowych w horyzoncie co najmniej kilkunastu nadchodzących miesięcy.

Zarówno kryzys, jak i reakcja na niego głównych banków centralnych miały ogromny wpływ na gospodarki krajów rozwijających się. Pamiętajmy, że bardzo często kluczowym elementem ich modeli wzrostu jest eksport. Ponadto kraje te zwykle posiadają zbyt niskie oszczędności, więc ich rozwój zależy od kapitału zagranicznego. Kapitał ten przybiera różne formy. Najzdrowszą są inwestycje bezpośrednie, których wielkość zależy przede wszystkim od potencjału rozwojowego danego kraju. Ale w praktyce tylko część potrzeb finansowana jest stabilnym, długoterminowym kapitałem. Uzupełnia go

... ale normalizacja polityki pieniężnej w USA pozostaje dużym wyzwaniem.

Polityka pieniężna Fed od upadku banku Lehman Brothers jest bezprecedensowo ekspansywna. Nadszedł czas na stopniową normalizację.

Zarówno kryzys, jak i reakcja na niego głównych banków centralnych mają ogromny wpływ na gospodarki krajów rozwijających się.

mobilny kapitał portfelowy, poszukujący po całym świecie atrakcyjnej stopy zwrotu uwzględniającej ryzyko. Finansuje on nie tylko inwestycje, ale także (a w wielu przypadkach głównie) konsumpcję (poprzez dług rządowy i prywatny). I tu wracamy do punktu, dlaczego normalizacja polityki pieniężnej w USA jest tak wielkim wyzwaniem dla rynków wschodzących.

Napływ kapitału z rynków rozwiniętych stworzył szerokie pole manewru polityce gospodarczej (fiskalnej i monetarnej). Miał on jednak również negatywne konsekwencje. Łatwe finansowanie deficytów budżetowych i deficytów obrotów bieżących wykreowało warunki do spadku efektywności i narastania nierównowagi gospodarczej. Napływ kapitału poprzez wzrost kredytu napędzał popyt krajowy łagodząc ubytek popytu zewnętrznego powstały w wyniku globalnego spowolnienia gospodarczego. Perspektywa zacieśnienia polityki monetarnej Fed zastała kraje rozwijające się w bardzo niefortunnym momencie, gdyż ich cykle ekonomiczne ewidentnie zdesynchronizowały się z cyklem amerykańskim. Gdy gospodarka USA przyspiesza, na rynkach wschodzących wciąż dominuje marazm. Na konsekwencje zmiany polityki Fed najbardziej więc narażone są kraje, posiadające wysokie deficyty obrotów bieżących, które w dodatku finansowane są kapitałem portfelowym, czyli kapryśnym i podatnym na zmiany nastrojów rynkowych. Konieczność ograniczenia bliźniaczych deficytów wymusza zmianę polityki gospodarczej (m.in. ograniczenie konsumpcji). Co gorsze, trudno o zastosowanie stabilizatorów fiskalnych, czy monetarnych. Na przykład trudno obniżyć (a czasem trzeba podwyższać) stopy procentowe w celu obrony lokalnych walut, które po przecenie przyczyniają się do osłabienia wiarygodności kredytowej (zadłużenie w walutach obcych) i wzrostu inflacji. Trudno również o zwiększanie deficytów budżetowych, gdy spada apetyt inwestorów na ich finansowanie.

Doceniając wagę ryzyka dla krajów rozwijających się i rynków wschodzących płynącego ze strony normalizacji polityki pieniężnej w USA, nie sądzimy aby ten proces był dla nich śmiertelnym zagrożeniem. Postrzegamy go raczej jako wyzwanie, z którym jedni poradzą sobie lepiej, a inni gorzej. Uważamy, że podstawowym powodem przepływu środków z rynków rozwiniętych do rozwijających się jest wyższy potencjał wzrostu tych drugich. Wszystkie inne czynniki są drugorzędne, choć okresowo mogą nabierać pierwszoplanowego znaczenia. Tak więc dominującym czynnikiem przepływów finansowych z krajów rozwiniętych do rozwijających się nigdy nie była polityka monetarna, ale dywersyfikacja portfeli inwestycyjnych i poszukiwanie atrakcyjnej stopy zwrotu. W krajach rozwijających się wytwarzana jest połowa światowego PKB. Według danych i prognoz MFW w latach 80-tych ~1/3 globalnego wzrostu pochodziła z krajów *emerging*, w latach 90-tych była to już blisko połowa, w pierwszej dekadzie XXI wieku 2/3, a w następnej dekadzie 3/4. Dlatego z pominięciem krótkoterminowych fluktuacji, to perspektywę wzrostu, a nie polityka monetarna wyznacza kierunek indeksów rynków wschodzących. Mimo problemów, wzrost w krajach rozwijających się pozostanie szybszy niż w rozwiniętych, nie ma więc powodów, aby trend w przepływach kapitałowych uległ odwróceniu.

Należy ponadto mieć na uwadze w jakich okolicznościach następuje normalizacja polityki pieniężnej w USA. Głównym motywem stopniowego wycofywania nadzwyczajnych narzędzi monetarnych jest poprawa kondycji gospodarki amerykańskiej. Lepsze perspektywy wzrostu w USA były tradycyjnie pozytywnym impulsem dla krajów rozwijających się, gdyż wzrost popytu u największego odbiorcy światowego handlu. Nie inaczej powinno być tym razem, przynajmniej w kilkuletnim horyzoncie czasowym. W średnioterminowej perspektywie zależność ta może zostać zanegowana, gdyż postępująca reindustrializacja USA (m.in. dzięki tanim surowcom energetycznym z własnego wydobycia) będzie oznaczać równoważenie

Doceniając wagę ryzyka dla rynków wschodzących ze strony normalizacji polityki Fed, nie przeceniamy jej znaczenia. Głównymi motywami przepływu kapitału do krajów rozwijających się wyższa oczekiwana stopa zwrotu i dywersyfikacja portfeli.

Istotne są powody normalizacji polityki pieniężnej w USA. Głównym motywem wycofywania nadzwyczajnych narzędzi monetarnych jest poprawa kondycji gospodarki amerykańskiej.

amerykańskiego bilansu handlowego. Te kraje rozwijające się, które będą w stanie przeorientować swoje gospodarki na konsumpcję wewnętrzną oraz zachowają konkurencyjność w wymianie międzynarodowej poradzą sobie w nowym otoczeniu, inne znajdą się w tarapatkach. Zatem wpływ wzrostu rynkowych stóp procentowych na wyceny akcji powinien być rozpatrywany wraz z przyczynami dla których następuje. Sam w sobie jest oczywiście negatywny, bo zwiększa koszty alternatywne inwestycji w akcje oraz zmniejsza wartość bieżącą przepływów pieniężnych. Gdy jednak motywowany jest głównie poprawiającymi się perspektywami gospodarczymi (a w mniejszym stopniu obawami inflacyjnymi), nie stanowi zagrożenia dla akcji.

Tak jak rok temu po wystąpieniu Bena Bernanke, tak i dzisiaj uważamy, że jedną z najistotniejszych konsekwencji ograniczania płynności przez Fed z punktu widzenia rynków wschodzących będzie zwiększenie selektywności inwestorów w doborze inwestycji. Jest to wyzwanie dla wszystkich, ale naprawdę złą wiadomość tylko dla niektórych.

### Niska zmienność – czy to cisza przed burzą?

Uwagę uczestników rynku zwraca bardzo niska zmienność rynkowa. Indeks VIX spadł do poziomu z połowy lat 90-tych (na podobnych poziomach co obecnie handlował się także w 2006 roku). Indeks zmienności obligacji MOVE spadł do bezprecedensowo niskiego poziomu (wyjawszy krótki epizod w I kwartale 2013), podobnie jak indeks zmienności walut CVIX. Nienaturalnie niska zmienność wbrew pozorom nie jest dobrym zjawiskiem dla rynków. Usypia czujność inwestorów i skłania do podejmowania nadmiernego ryzyka np. lewarowania pozycji. W takich sytuacjach korekty dostosowawcze mają gwałtowny przebieg.

### Perspektywy polskiego rynku akcji.

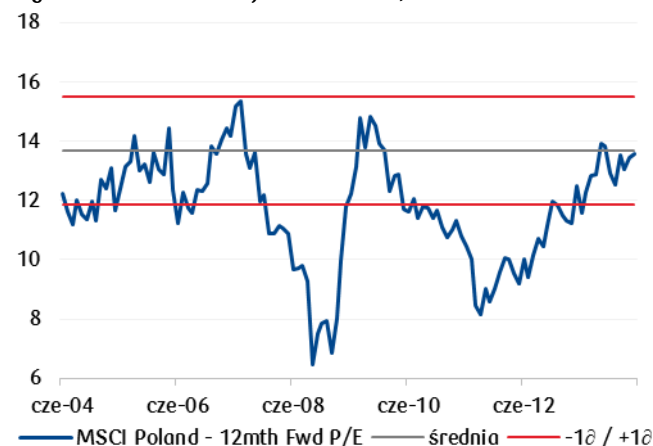
Od kilku kwartałów centralnym punktem naszego pozytywnego stosunku do globalnego rynku akcji jest kombinacja umiarkowanego wzrostu gospodarczego w warunkach niskiej inflacji skutkującej łagodną polityką pieniężną. W Polsce perspektywy wzrostu PKB są więcej niż umiarkowane (3.4% w 2014 i 4.4% w 2015), co powinno się pozytywnie przełożyć na zyski spółek. Analitycy Domu Maklerskiego PKO BP prognozują wzrost EPS o 20% w 2014 (po uwzględnieniu zdarzeń jednorazowych wzrost kurczy się do 2%) i o 10% w 2015.

Konsekwencją ograniczania płynności przez Fed będzie zwiększenie selektywności w doborze inwestycji.

Nienaturalnie niska zmienność nie wróży dobrze rynkom w krótkim terminie.

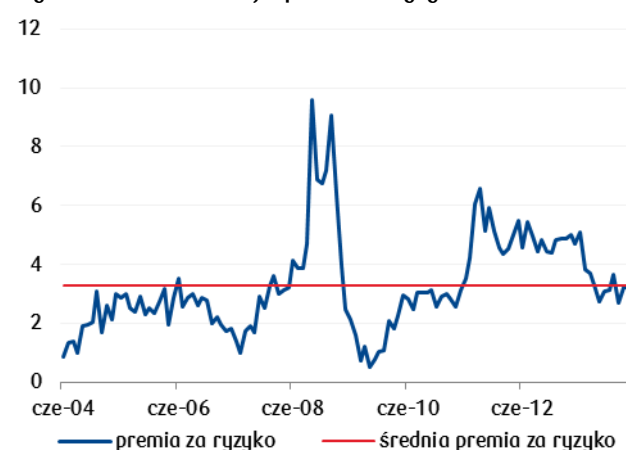
Akcjom sprzyja kombinacja umiarkowanego wzrostu gospodarczego i łagodnej polityki pieniężnej. W Polsce solidne tempo ożywienia przełoży się na zyski spółek.

Wykres 15. Polskie akcje: wskaźnik C/Z



Źródło: I/B/E/S

Wykres 16. Polskie akcje: premia za ryzyko



Źródło: I/B/E/S, Bloomberg, PKO Bank Polski

Mnożniki rynkowe znajdują się na poziomach zbliżonych do 10-letnich średnich (wskaźnik Cena/Zysk obliczony na podstawie prognoz wyników na najbliższe 12 miesięcy wynosi ~14). Podobne wnioski płyną z analizy premii za ryzyko liczonej jako różnica ilorazu przyszłych zysków i bieżącej ceny (Z/C) oraz rentowności instrumentów uznawanych za wolne od ryzyka (w tym przypadku 10-letniej obligacji skarbowej). Zatem ewolucja rentowności polskich obligacji rządowych ma tutaj ogromne znaczenie.

W III kwartale spodziewamy się neutralnego zachowania indeksu WIG z większym ryzykiem spadku. Zakładamy, że na koniec września znajdzie się on na poziomie ~52 tys. pkt. Mimo dobrych perspektyw polskiej gospodarki i możliwego dalszego łagodzenia polityki pieniężnej dostrzegamy rosnące ryzyko korekty na globalnych rynkach akcji, związanej z nienaturalnie niskim poziomem zmienności.

W perspektywie końca roku podtrzymujemy naszą grudniową prognozę WIG 55 tys. pkt. Zakładamy, że w ostatnich miesiącach roku inwestorzy nabiorą więcej pewności odnośnie wzrostu gospodarczego w przyszłym roku i uwzględnią to w cenach akcji. Jesienią powinno być także więcej informacji na temat charakteru i czasu wprowadzenia kolejnych działań EBC, które naszym zdaniem będą korzystne dla aktywów ryzykownych.

Mnożniki rynkowe są na neutralnych poziomach, podobnie jak premia za ryzyko.

W III kwartale spodziewamy się neutralnego zachowania indeksu WIG z większym ryzykiem spadku.

Podtrzymujemy naszą całoroczną prognozę dla WIG na poziomie 55 tys. pkt.

### BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

**PKO Bank Polski S.A.**

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

**Dyrektor Biura**

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

**Rynek Stopy Procentowej**

Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Konrad Soszyński

t: 22 521 61 94

konrad.soszynski@pkobp.pl

**Rynek Walutowy**

Joanna Bachert

t: 22 521 41 16

joanna.bachert@pkobp.pl

Jarosław Kosaty

t: 22 521 65 85

jaroslaw.kosaty@pkobp.pl

**Analizy Ilościowe**

Artur Pluska

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

**Instytucje 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.