

**Biuro Analiz Ekonomicznych**

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

Paulina Ziemińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziemińska@brebank.pl

Departament Rynków Finansowych

Współpraca z Klientami
Bogusław Goleń
tel. +48 22 829 02 11
bogdan.golen@brebank.pl

Klienci Finansowi
Inga Gaszkowska-Gębska
tel. +48 22 829 12 05
inga.gaszkowska-geska@brebank.pl

Transakcje Walutowe
Marcin Turkiewicz
tel. +48 22 829 01 84
marcin.turkiewicz@brebank.pl

Transakcje Stóp Procentowych
Łukasz Barwicki
tel. +48 22 829 01 93
lukasz.barwicki@brebank.pl

Instrumenty Strukturyzowane
Jarosław Stolarczyk
tel. +48 22 829 01 67
jaroslaw.stolarczyk@brebank.pl

BRE Bank S.A.
18 Senatorska St.
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
http://www.brebank.pl

Spis treści

Główne wskaźniki makroekonomiczne	2
Polityka monetarna	3
Zgodnie z oczekiwaniami analityków i inwestorów RPP utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie 4,5%. Komunikat po posiedzeniu należy ocenić jako łagodny. Na łagodny wydźwięk komunikatu wpłynęły też wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej wskazującej na wyraźne obniżenie się ścieżki wzrostu PKB i inflacji w kolejnych latach. Inflacja utrzyma się na zbliżonym do obecnego odczytu (4,2 %) poziomie w lipcu i sierpniu. Niepewność co do perspektyw dla wzrostu gospodarczego będzie wspierać oczekiwania na koniec zacieśnienia monetarnego. Zwrot akcji możliwy na jesieni, kiedy to gospodarka światowa powinna po obecnym soft patch powrócić na trajektorię cyklicznego ożywienia.	
Gospodarka polska	4
Obniżenie tempa wzrostu realnego dochodu rozporządzalnego (patrz wysoka inflacja) oraz jego dodatkowe obciążenie kosztem spłaty rat kredytowych (osłabienie złotego względem franka szwajcarskiego) mogą prowadzić do obniżenia ścieżki konsumpcji. Przyjmując różne wartości krańcowej skłonności do konsumpcji (w zależności od percepcji konsumentów odnośnie „trwałości” zmiany dochodu) przedstawiamy szacunki odchylenia konsumpcji od bieżącego trendu pod wpływem zaistnienia powyższych efektów. Nasza analiza wskazuje na możliwość obniżenia strumienia konsumpcji (względem rysującego się trendu) o 0,4-1,2pp. w najbliższych kwartałach. Oznaczałoby to obniżenie dynamiki konsumpcji z obecnych 4,1% do 2,9-3,7% r/r.	
Euromonitor	6
Na rynku	7
Kurs CHFPLN narażony jest przede wszystkim na asymetryczne wystrzały w górę (powrót do niższych poziomów trwa dłużej), zwłaszcza że osłabienie PLN względem CHF utożsamiane jest przez inwestorów ze wzrostem ryzyka destabilizacji polskiego sektora finansowego, co może generować osłabienie złotego również względem euro.	
Sekcja specjalna - indeksy zaskoczeń (cz. II)	10
Kontynuujemy analizę wpływu zaskoczeń nowych odczytów makro na rynki finansowe. Przedstawiamy analizę omówionych w poprzednim miesiącu indeksów zaskoczeń dla USA, strefy euro i Polski oraz ich wykorzystanie nie tylko do oceny sentymentu rynku, ale także do modelowania i prognozowania zmiennych realnych oraz np. kursów walutowych (jako zmienna objaśniająca trudno kwantyfikowalne dotąd zjawiska).	
Kalendarz publikacji danych	13

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010	2011P
PKB r/r	6.5	4.8	1.7	3.8	4.4
Inflacja (średnia w okresie)	2.4	4.3	3.5	2.8	4.5
Saldo rachunku obrotów bież. (%PKB)	-4.5	-5.3	-1.6	-4.5	-4.9
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	11.4	9.5	11.9	12.3	11.9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5	5	3.5	3.5	4.75

	2010			2011		
	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P
PKB r/r	3.5	4.2	4.5	4.4	4.3	4.4
Inflacja (średnia w okresie)	2.1	2.6	2.9	3.7	4.7	4.7
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3.5	3.5	3.5	4	4.5	4.5

P - prognoza



Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Gru 2010	Sty 2011	Lut 2011	Mar 2011	Kwi 2011	Maj 2011	Cze 2011
PKB i produkcja							
PKB (%)	4.5			4.4			
Popyt krajowy (%)	6.3			4.5			
Spożycie indywidualne (%)	4.0			3.9			
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	1.6			6.0			
Wartość dodana (%)	3.9			4.1			
w przemyśle (%)	6.5			7.8			
w budownictwie (%)	6.8			14.1			
w sektorze usług rynkowych (%)	3.3			3.3			
Produkcja przemysłowa r/r (%)	11.4	10.3	10.7	7.0	6.6	7.7	4.9
Produkcja przemysłowa m/m (%)	-4.2	-6.4	3.5	15.3	-9.4	2.6	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	12.0	5.8	12.2	9.4	18.6	13.8	11.9
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	25.3	-28.6	1.8	18.8	2.3	-1.1	
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3847.9	3391.6	3422.1	3633.5	3597.8	3484.0	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	5.4	5.0	4.1	4.0	5.9	4.1	4.4
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	9.1	-11.9	0.9	6.2	-1.0	-3.2	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	2.4	3.8	4.2	4.1	3.9	3.6	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	0.0	2.3	0.2	-0.1	0.1	0.0	3.3
Stopa bezrobocia (%)	12.3	13.0	13.2	13.1	12.6	12.2	12.0
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.4	1.2	0.2	0.9	0.5	0.6	-0.4
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	3.1	3.6	3.6	4.3	4.5	5.0	4.2
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	1.6	1.6	1.7	2.0	2.1	2.4	2.4
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	1.2	0.4	1.2	1.6	0.7	-0.2	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	6.2	6.2	7.5	9.5	8.8	6.5	5.6
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	782.5	769.1	775.0	800.2	789.2	794.5	795.4
Podaż pieniądza r/r (%)	8.6	8.2	8.3	10.9	9.4	7.8	7.1
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	14.0	12.5	13.7	13.3	12.4	11.7	9.4
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	-0.2	0.3	0.9	4.0	6.4	22.7	7.0
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	9.8	9.5	9.7	10.8	11.2	9.8	9.2
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	9.9	9.2	8.9	7.3	9.1	8.2	5.5
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1820	-930	-806	-1089	-1173	-401	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3.96	3.93	3.96	4.02	3.93	3.95	3.98
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2.96	2.87	2.87	2.84	2.66	2.74	2.74
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	3.50	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.50
Stopa lombardowa (%)	5.00	5.25	5.25	5.25	5.50	5.75	6.00
Stopa depozytowa (%)	2.00	2.25	2.25	2.25	2.50	2.75	3.00
WIBOR 3M (%)	3.85	3.99	4.05	4.09	4.20	4.35	4.59
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.77	5.04	5.10	5.03	4.99	5.00	4.83
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	5.52	5.91	5.85	5.80	5.76	5.60	5.34
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	6.06	6.34	6.24	6.27	6.14	6.06	5.78
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.2	2.4	2.4	2.6	2.8	2.7	2.7
PKB w strefie euro r/r (%)	1.9			2.5			
Stopa podstawowa ECB (%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3
Inflacja w USA r/r (%)	1.5	1.6	2.1	2.7	3.2	3.6	
PKB w USA r/r (%)	3.1			1.8			
Stopa docelowa Fed Funds (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25

Źródło: Bloomberg; Reuters; NBP; GUS; EBC; Fed; Eurostat.

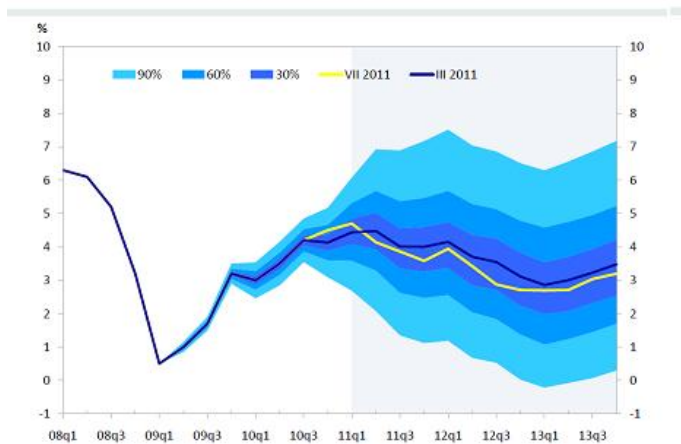
Prognozy oznaczono kursywą.

Polityka monetarna

Zgodnie z oczekiwaniami analityków i inwestorów RPP utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Obecnie stopa REPO wynosi 4,5%. Komunikat po posiedzeniu należy ocenić jako łagodny. RPP wskazuje na wyplaszczanie ścieżki wzrostu na świecie oraz złagodzenie wzrostów cen surowców. Wzrost inflacji do 5% r/r RPP częściowo tłumaczy zmianami metodyki badania i efektami zewnętrznymi (Glapiński na konferencji). Rada podtrzymała swoją ocenę skutków i perspektyw prowadzenia polityki monetarnej z poprzedniego miesiąca sugerując, że już dokonane podwyżki stóp umożliwią obniżenie inflacji w średnim terminie. W komunikacie pozostał fragment sugerujący korektę stóp na wypadek nieoczekiwanego wzrostu inflacji, jednak scenariusz taki, jak wnosimy po dość rozprężonej atmosferze na konferencji po posiedzeniu, niekoniecznie jest scenariuszem bazowym dla samej RPP. Na łagodny wydźwięk komunikatu wpłynęły też wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej wskazującej na wyraźne obniżenie się ścieżki wzrostu PKB i inflacji w kolejnych latach.

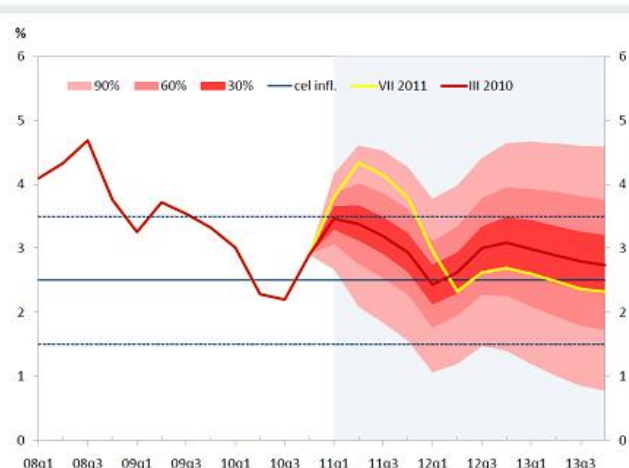
Zdaniem ekspertów NBP inflacja będzie się monotonicznie obniżać przez najbliższe 4 kwartały. W średnim okresie (na koniec 2013 roku) ścieżka inflacji obniży się względem prognozy z marca o około 0,4pp i tym samym znajdzie się poniżej celu inflacyjnego NBP. Na obniżenie prognozowanej ścieżki inflacji w średnim okresie wpłynęły dokonane już podwyżki stóp procentowych (modelowy wpływ tego czynnika na inflację to około 0,3pp), założenia co do obniżenia inflacji cen żywności i cen energii. W przypadku wzrostu PKB, prognozy zostały obniżone pod wpływem uwzględnienia w modelu wyższej ścieżki stóp procentowych, presji kosztowej (wyższy poziom indeksu cen surowców i żywności) oraz założeń co do redukcji deficytu budżetowego w kolejnych latach. NBP nie zmienił założeń co do tempa wzrostu gospodarki światowej. Przechodząc do składowych PKB, NBP zweryfikował przede wszystkim założenia co do dynamiki inwestycji w średnim okresie (głównie ze względu na zmiany założeń co do rozkładów transferów z UE w kolejnych latach) dopuszczając jednocześnie utrzymanie wyższej dynamiki konsumpcji w najbliższych kwartałach.

Projekcja lipcowa PKB
na tle projekcji marcowej



Źródło: NBP

Projekcja lipcowa inflacji CPI
na tle projekcji marcowej



Źródło: NBP

Uwagę naszą zwróciły wyniki projekcji w zakresie rynku pracy. Projekcja wskazuje na wzrost liczby pracujących i spadek stopy bezrobocia. Rosną również jednostkowe koszty pracy. Czynniki te mogą być źródłem dodatkowej presji cenowej. Przechodząc do wymienionych w raporcie ryzyk dla projekcji, uderzającym jest ich asymetryczny potencjalny wpływ na inflację (istnieje ryzyko realizacji wyższej ścieżki inflacji niż ta prezentowana w projekcji).

Tymczasem roczny wskaźnik inflacji obniżył się w czerwcu do poziomu 4,2% po zaskakującym wzroście do poziomu 5% w maju. Oczekiwania rynkowe oscylowały wokół poziomu 4,8% r/r. Sprawcą niespodziewanego spadku inflacji są niższe ceny żywności (spadek aż o 1,8% m/m, głównie warzyw, cukru i mięsa). Skala tego spadku wpisuje się w niższe ceny żywności w regionie (wczorajsze zaskoczenia na Węgrzech i Czechach), jednak w odróżnieniu od krajów regionu, gdzie rozłożona była na kilka miesięcy, w Polsce skumulowała się w czerwcu. Inflacja bazowa w czerwcu wyniosła prawdopodobnie 2,4% r/r, czyli utrzymała się na poziomie z lipca. W zdecydowanej większości kategorii obserwujemy dalsze wzrosty cen. Wyjątkiem jest tu kategoria łączność, gdzie na spadek cen wpłynęła promocja w telefonii komórkowej.

Inflacja utrzyma się na zbliżonym do obecnego odczytu poziomie w lipcu i sierpniu. Nieznacznie, pod wpływem rosnących cen usług, powinna wzrosnąć natomiast inflacja bazowa. Podkreślamy, że prognozowanie najbliższych odczytów inflacji będzie utrudnione ze względu na zmiany metodologii GUS i zaburzenie dotychczasowych wzrostów sezonowych. Rynek zareagował na niższą inflację 10pb spadkiem rentowności polskich obligacji (najwięcej spadły rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości). Obecnie inwestorzy nie wyceniają nawet jednej podwyżki stóp do końca roku. Niepewność co do perspektyw dla wzrostu gospodarczego będzie wspierać oczekiwania na koniec zacieśnienia monetarnej. Zwrot akcji możliwy na jesieni, kiedy to gospodarka światowa powinna po obecnym soft patch powrócić na trajektorię cyklicznego ożywienia.

Marcin Mazurek
Ernest Pytlarczyk

Gospodarka polska

Obniżenie tempa wzrostu realnego dochodu rozporządzalnego (patrz wysoka inflacja) oraz jego dodatkowe obciążenie kosztem spłaty rat kredytowych (osłabienie złotego względem franka szwajcarskiego) mogą prowadzić do obniżenia ścieżki konsumpcji. Przyjmując różne wartości krańcowej skłonności do konsumpcji (w zależności od percepcji konsumentów odnośnie „trwałości” zmiany dochodu) przedstawiamy szacunki odchylenia konsumpcji od bieżącego trendu pod wpływem zaistnienia powyższych efektów. Nasza analiza wskazuje na możliwość obniżenia strumienia konsumpcji (względem rysującego się trendu) o 0,4-1,2pp. w najbliższych kwartałach. Oznaczałoby to obniżenie dynamiki „konsumpcji” z obecnych 4,1% do 2,9-3,7% r/r. Dla ułatwienia „konsumpcji” tekstu prezentujemy także koncepcję dochodu trwałego na prostych przykładach liczbowych.

Wnioskowanie na temat wpływu szokowych zmian inflacji oraz zmian wysokości rat kredytów hipotecznych zostało przeprowadzone z wykorzystaniem teorii trwałego (permanentnego) dochodu rozwiniętej przez Friedmana. Koncepcja dochodu trwałego sugeruje, że odsetek skonsumowanego, dodatkowego dochodu rozporządzalnego (na potrzeby niniejszego opracowania dochód rozporządzalny będziemy rozpatrywali po uwzględnieniu inflacji, a więc w kategoriach realnych) zależy od tego, w jaki sposób zmiana dochodu jest postrzegana. Jeśli konsument uznaje zmianę za przejściową, konsumuje tylko niewielki odsetek dodatkowego dochodu (rozkładając konsumpcję w czasie w sposób równomierny/gładki); krańcowa skłonność do konsumpcji ze zmiany postrzeganej jako trwała jest znacznie wyższa niż ze zmiany postrzeganej jako przejściowa.

Pojawiające się w literaturze szacunki krańcowej skłonności do konsumpcji z dodatkowego dochodu uznawanego za przejściowy wahają się od 0,2 do 0,4 (to znaczy z każdej dodatkowej złotówki dochodu konsument zużyje od 20 do 40 groszy, natomiast każde obniżenie dochodu o 1 zł pociągnie za sobą obniżenie konsumpcji o 20 lub 40 groszy). W przypadku dochodu uznawanego za trwały szacunki mieszczą się w przedziale 0,6-0,9. Co ciekawe (wydaje się to zgodne z intuicją) badania pokazują, że dochód przejściowy wydawany jest przez konsumentów w przeważającej mierze na dobra trwałego użytku zaś zmiany w dochodzie postrzeganym jako trwały skutkują zmianami we wzorcach konsumpcji dóbr nietrwałych.

Hipotezę dochodu trwałego można łatwo wytłumaczyć na prostych przykładach liczbowych. Załóżmy, że okres życia gospodarstwa domowego to 10 lat. W tym czasie otrzymuje ono dochód z pracy równy 100 w każdym okresie (dla uproszczenia załóżmy, że jest to już wartość bieżąca w przypadku oczekiwanych dochodów). Załóżmy dodatkowo, że gospodarstwo domowe potrafi rozróżnić zmiany trwałe od przejściowych oraz, że decyzje podejmowane są na podstawie średniego dochodu oczekiwanego w ciągu całego życia gospodarstwa (a więc sumy oczekiwanych dochodów podzielonej przez 10). Przyjmujemy, że gospodarstwo domowe konsumuje 90% swojego średniego dochodu oczekiwanego w całym życiu. W świecie bez szoków (szoki także przedstawiamy jako wartość bieżącą w przypadku realizacji w latach 1+) i inflacji ścieżka konsumpcji wyglądałaby następująco (plan bazowy).

¹ Formalnie mówi się o hipotezie dochodu trwałego, gdyż teoria nie została dotychczas potwierdzona empirycznie, gdyż jest w pełnym kształcie dość rygorystyczna; badania jednak z sukcesem potwierdzają zróżnicowanie krańcowych skłonności do konsumpcji z dochodu trwałego i przejściowego - to w zupełności wystarcza w naszej analizie.

Tabela 1

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Dochód (realny)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Szok (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Konsumpcja (realna)	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Inflacja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: Obliczenia własne

Wprowadźmy obecnie konsumentowi utrudnienie w postaci inflacji (2% rocznie w pierwszym roku) oraz szoku uznawanego za przejściowy (występuje tylko w 1 okresie, a następnie jego wartość wynosi 0). Pamiętając, że gospodarstwo domowe konsumuje 90% średniego, oczekiwanego dochodu w całym życiu otrzymujemy następujący plan konsumpcji.

Tabela 2

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Dochód (realny)	100	98	98	98	98	98	98	98	98	98
Szok (+/-)	-40	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Konsumpcja (realna)	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8
Inflacja	0,02	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: Obliczenia własne

Zauważmy, że konsumpcja w każdym roku uszczupla się o 5,2 wobec poprzedniej ścieżki bez szoku. Gospodarstwo domowe obniża więc swoją konsumpcję o wiele mniej niż obniża się dochód w 1 roku. Krańcowa skłonność do konsumpcji w przypadku przejściowej zmiany dochodu wynosi więc zaledwie 13%, gdyż gospodarstwo domowe wygładza ubytek konsumpcji pomiędzy wszystkie lata swojego życia. W przypadku, gdyby inflacja została uznana za fenomen trwały (stała destabilizacja oczekiwań inflacyjnych - utrata wiarygodności banku centralnego) konsumpcja w każdym roku obniżyłaby się o 11,1, czyli prawie dwukrotnie więcej. Warto także zauważyć, jak destrukcyjne skutki dla konsumpcji miałyby wyższa inflacja. Inflacja na poziomie 5% (a więc takim jak został odnotowany w maju w Polsce) w pierwszym roku (brak destabilizacji oczekiwań) prowadziłaby do obniżenia planu konsumpcji o 7,5 (a więc o 2,3 więcej niż dla inflacji 2%), zaś uporczywa 5% inflacja obniżyłaby konsumpcję roczną aż o 20,6.

Zobaczmy teraz jak gospodarstwo zareaguje na szok uznawany za trwały (w kolejnym roku szok jest już urealniany).

Tabela 3

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Dochód (realny)	100	98	98	98	98	98	98	98	98	98
Szok (+/-)	-40	-39	-39	-39	-39	-39	-39	-39	-39	-39
Konsumpcja (realna)	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53
Inflacja	0,02	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: Obliczenia własne

Konsumpcja obniżyła się znacznie bardziej niż w przypadku zmiany uznawanej za przejściową. Krańcowa skłonność do konsumpcji wynosi obecnie 92,5% - z tego powodu, że gospodarstwo obniża całą oczekiwaną ścieżkę dochodu w ciągu całego życia (dochodu trwałego). Na marginesie dodajmy, że plan konsumpcyjny z uporczywą inflacją 2% obniżyłby się z 90 (w planie bazowym) o 44,5 (wobec 37 w scenariuszu z inflacją przejściową), a z uporczywą inflacją 5% o 53.

Reasumując, choć pokazaliśmy tylko przypadki skrajne, czym bardziej zmiana dochodu uznawana jest za trwałą tym większe dostosowanie konsumpcji. W przypadku negatywnych szoków doświadczanych przez gospodarstwo domowe nie jest istotna jedynie wielkość szoku lecz sposób jego percepcji. Duże szoki uznawane za przejściowe mogą mieć podobnie destrukcyjny wpływ na konsumpcję jak małe szoki uznawane za trwałe. Czym szok bardziej trwały tym konsumpcja spada mocniej.

Po niezbędnym wstępie teoretycznym należy przejść do praktyki. Uważamy, że podstawowymi determinantami (realnego) dochodu pozostającego do dyspozycji polskich (uśrednionych) konsumentów są obecnie inflacja CPI oraz zmiany w wysokości rat kredytów hipotecznych powodowane osłabianiem się złotego względem franka szwajcarskiego. Gwoli wyjaśnienia nadmieniamy, że oczywiście rata hipoteczna jest płatnością za zrealizowaną w przeszłości konsumpcję, a więc de facto nie uszczupla dochodu rozporządzalnego lecz stanowi o jego rozdysponowaniu. Niemniej jednak rata hipoteczna jest stałym, wymagalnym zobowiązaniem, które spłacane jest w pierwszej kolejności przez gospodarstwa domowe - stąd też wzrost wysokości raty można traktować bez zmniejszenia precyzji wywodu jako zmniejszenie dochodu rozporządzalnego. Pozostałe determinanty dochodu rozporządzalnego (podatki bezpośrednie, transfery) można potraktować jako niezmiennie, jako że pomiędzy latami 2010 i 2011 nie doszło do znacznych zmian legislacyjnych w tym zakresie. Jako że celem naszej analizy jest zbadanie zmian konsumpcji wynikających z wyżej wymienionych dwóch efektów szokowych, stąd abstrahuemy od zmian konsumpcji wynikających z nieanalizowanych tu czynników o charakterze cyklicznym, bądź strukturalnym. Nieco upraszczając uzyskane wyniki można zatem rozumieć je jako odchylenia konsumpcji względem bieżącego trendu.

Zmiany wysokości raty kredytu hipotecznego

Wolumen kredytów hipotecznych denominowanych w obcej walucie wyniósł na koniec maja 2011 około 170 mld zł (zdecydowana większość tych kredytów to kredyty w CHF). Przy średniej zapadalności tych kredytów równej około 20 lat i średnim oprocentowaniu na poziomie poniżej 2% rocznie łatwo policzyć, że miesięczna rata (kapitał plus odsetki) wyniosła około 850 mln zł i wzrosła o niemal 150 mln zł w porównaniu z poziomem z połowy 2010 roku. Ostatnie osłabienie złotego względem CHF skutkuje dalszym wzrostem tej średniej zagregowanej raty o około 80 mln zł miesięcznie. W skali rocznej zagregowane raty od kredytów walutowych wzrosły więc o około 2,8 mld zł względem połowy 2010. Panika medialna towarzysząca umocnieniu CHF względem złotego i silny trend na parze walutowej CHF/PLN to prawdopodobnie czynniki wzmacniające w gospodarstwach domowych przeświadczenie o trwałości szokowego wzrostu wysokości rat (ostatecznym dowodem odczucia trwałości zmiany - na poziomie jednostkowym - jest przewalutowanie kredytu; oczywiście takie przypadki się zdarzają), a co za tym idzie trwałych zmianach dochodu rozporządzalnego i nawyków konsumpcyjnych. Przy uwzględnieniu krańcowej skłonności do konsumpcji w przypadku trwałej zmiany dochodu rozporządzalnego na poziomie 0,9 oznaczałoby to obniżenie konsumpcji o 0,2-0,3pp względem trendu (w skali roku). Wszystko przy założeniu, że jednostką czasu dla naszej analizy jest okres jednego roku i w tymże okresie następują postulowane przez model dostosowania konsumpcji.

Skokowy wzrost inflacji

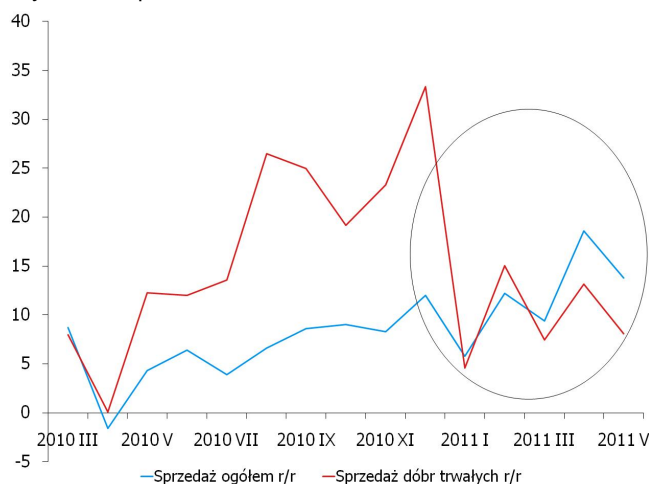
Wzrost inflacji w ostatnich miesiącach do poziomu 5% (i oczekiwań inflacyjnych do poziomu 4,8%) oznacza odchylenie względem celu inflacyjnego NBP (2,5%) i inflacji z ostatniego kwartału 2010 roku (średnio 2,9%), a więc również względem uwzględnionej przez gospodarstwa domowe w planach konsumpcyjnych inflacji, o ponad 2pp. Nie upraszczając nadmiernie, odchylenie to w dużej mierze traktujemy jako zmianę o charakterze szokowym (tym bardziej, że wynikała ona przede wszystkim z czynników zewnętrznych oraz podaży takich jak wzrost cen energii oraz cen żywności). O ile w przypadku szokowego wzrostu kursu CHF i rat od kredytów walutowych można postulować trwałe wpływy na dochód rozporządzalny, o tyle wzrost inflacji

może w kalkulacji dochodu rozporządzalnego mieć jedynie efekt przejściowy, nie mający znacznego wpływu na szacunki dochodu permanentnego. Za taką hipotezą przemawiałyby ciągle duża wiarygodność polskiego banku centralnego i niezaburzona nawet znacznymi wzrostami cen żywności adaptacyjność oczekiwań inflacyjnych. W tej sytuacji skumulowanym skutkiem trwającego pół roku szoku inflacyjnego mogłoby być obniżenie/dostosowanie dynamiki konsumpcji względem dotychczasowego trendu o 0,4-0,8pp (krótkookresowy spadek dochodu rozporządzalnego o około 2% względem trendu i krańcowa skłonność do konsumpcji w przypadku przejściowej zmiany dochodu mieszcząca się w przedziale 0,2-0,4).

Skutki szoku inflacyjnego i kursowego a struktura konsumpcji

Z szokiem cenowym i kursowym polska gospodarka zmagają się od kilku kwartałów. Ostatnie miesiące wydają się, na poziomie rozbitcia sprzedaży detalicznej, potwierdzać coraz silniejsze oddziaływanie tychże szoków. Po pierwsze, w wyniku oddziaływania szoku cenowego, najwidoczniej postrzeganego w kategoriach przejściowych, obniżyła się dynamika sprzedaży dóbr trwałych. Wynik ten zresztą zgodny jest z wynikami badań empirycznych dla innych gospodarek. Szok związany ze zmianami kursu CHF i wysokości rat kredytowych ciągle w ujęciu całej gospodarki ma zbyt małą skalę, aby spowodować wyraźne zmiany zachowań konsumentów, choć niewątpliwie spowodował on wyraźne zmiany wzorców konsumpcyjnych w grupie gospodarstw domowych bezpośrednio dotkniętych tymże problemem.

Wykres 1: Sprzedaż r/r



Źródło: GUS

Wnioski

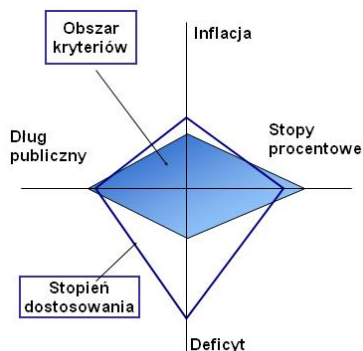
Realizujące się przez ostatnie miesiące szoki cenowe (wzrost cen energii i żywności) oraz wzrost rat kredytowych mogą istotnie zaburzyć ścieżkę dochodu rozporządzalnego, a co za tym idzie ścieżkę konsumpcji, wpływając jednocześnie na przebieg cyklicznego ożywienia gospodarczego. Oceniamy, że czynniki te mogą obniżyć dynamikę konsumpcji, względem cyklicznego wzorca, nawet o 0,4-1,2pp w kolejnych kwartałach. Możliwy jest zatem spadek dynamiki konsumpcji do poziomów poniżej 3,5% r/r. Niższa dynamika konsumpcji będzie czynnikiem zmniejszającym skłonność RPP do dalszego zacieśnienia gospodarczego w najbliższych kwartałach.

Marcin Mazurek
Ernest Pytlarczyk

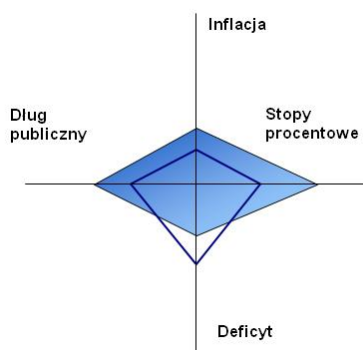
Kryteria konwergencji*

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,3% (maj 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,10% (maj 2011)
- Deficyt budżetu: <3,0% PKB
- Dług publiczny: < 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

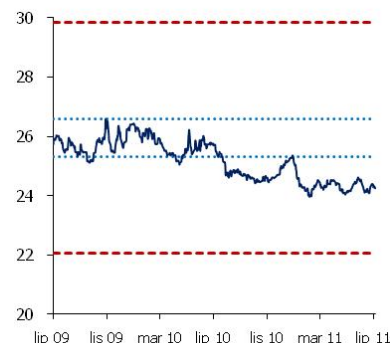
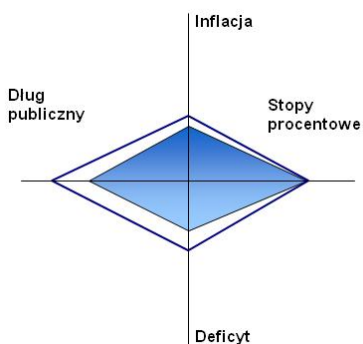
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

POLSKA


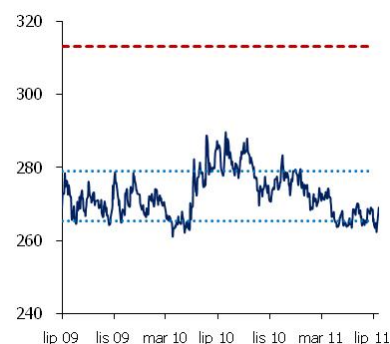
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,3% (maj 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,88% (maj 2011)
- Deficyt budżetu: 7,9% PKB (2010)
- Dług publiczny: 55,0% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie


CZECHY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,0% (maj 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,77% (maj 2011)
- Deficyt budżetu: 4,7% PKB (2010)
- Dług publiczny: 38,5% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie


WĘGRY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,9% (maj 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,22% (maj 2011)
- Deficyt budżetu: 4,2% PKB (2010)
- Dług publiczny: 82,0% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie



*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). W naszym zestawieniu na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

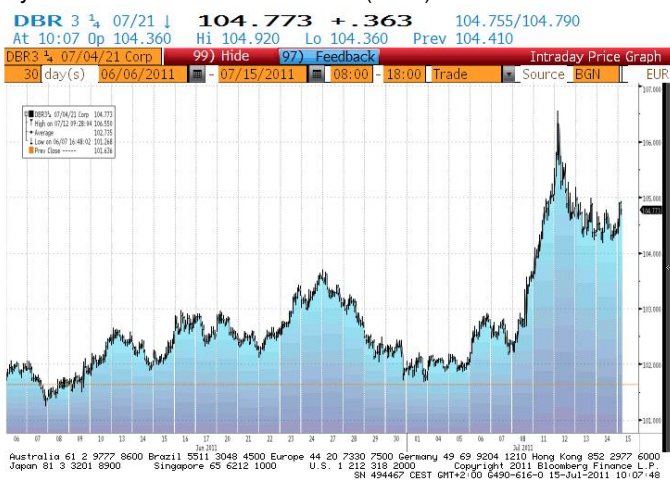


Na rynku

Rynek obligacji

Czerwiec charakteryzował istotny wzrost awersji do ryzyka. Wzrost ten wiązał się przede wszystkim ze wzrostem ryzyka niekontrolowanego bankructwa Grecji i był podsycany kolejnymi redukcjami ratingów dla Portugalii i Irlandii. W tej sytuacji silnie zyskiwały obligacje amerykańskie i, jeszcze wyraźniej, niemieckie. Kiedy już wydawało się, że rally na bezpiecznych papierach dobiega końca (na taki scenariusz zaczęła wskazywać stabilizacja tzw. indeksów zaskoczenia) piątek 8 lipca przyniósł istotnie gorszy od oczekiwań raport z amerykańskiego rynku pracy. Ceny amerykańskich i niemieckich obligacji wystrzeliły. Ruch w górę był dodatkowo stymulowany pojawieniem się obaw o finansowanie długu włoskiego i wyprzedają akcją włoskich banków. Ostatnie dni to konsolidacja na rynkach bazowych i wzrost obawy o politykę fiskalną w USA (problemy z przegłosowaniem przez Kongres zwiększenia limitu zadłużenia i co za tym idzie wzrost ryzyka utraty płynności, czy też czasowa niewypłacalność, amerykańskiego budżetu). Jednocześnie rynki zaczęły spekulację co do nowej odsłony poluzowania ilościowego w USA.

Wykres 1: Niemiecki 10-letni bund (cena)



Źródło: Bloomberg

Wykres 2: Amerykański 10-letni tresury (cena)

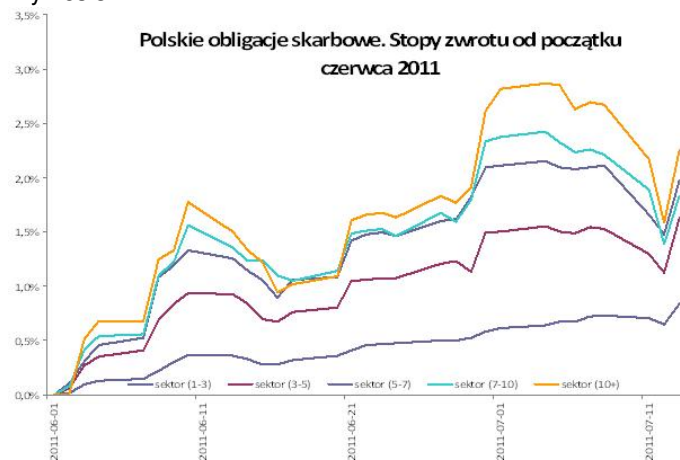


Źródło: Bloomberg

W sytuacji dużej zmienności rynków bazowych nastąpiła zmiana

reżimu rynkowego manifestująca się ze zmianami korelacji polskich obligacji i rynków bazowych. Długi koniec zaczął bardziej wyraźnie reagować na wzrosty i spadki awersji do ryzyka (stąd spadki cen obligacji na początku lipca). Wzrosła korelacja rynku stopy procentowej i rynku walutowego. Zasadniczym wyznacznikiem cen długich papierów polskich stał się kurs EURCHF (inwestorzy zaczęli wzrosty kursu CHF utożsamiać ze wzrostem ryzyka destabilizacji polskiego sektora bankowego). Bardziej czytelny okazał się natomiast kierunek zmian na krótkim końcu krzywej. Czynniki lokalne, a przede wszystkim zaskakująco niski odczyt inflacji (spadek z 5% do 4,2%), przełożyły się na niemal całkowite wygaszenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych (jedna podwyżka do końca cyklu) i wzrosty cen papierów z krótkiego końca.

Wykres 3



Źródło: Bloomberg

Sytuacja globalna pozostaje nadal napięta (ucieczka kapitału do Szwajcarii będzie kontynuowana, uporządkowanie bankructwa Grecji zajmie jeszcze trochę czasu, politycy w Eurolandzie nie wydają się nadażać za zmianami w percepcji inwestorów). W tej sytuacji ceny dłuższych polskich papierów mogą charakteryzować się również większą zmiennością. Dużo nadziei na dalsze wzrosty cen polskich papierów wiążemy z ustabilizowaniem globalnych indeksów zaskoczeń i osiągnięciem kompromisu ws. budżetu w USA. Bardziej jasna wydaje nam się sytuacja na krótkim końcu. Niższe odczyty ze sfery realnej powinny zapobiegać wzrostowi oczekiwań na zacieśnienie monetarne. Ten czynnik lokalny może okazać się istotny dla dłuższych papierów (szczególnie w sytuacji konsolidacji na rynkach bazowych).

Rynek walutowy

Rynki bazowe

Ubiegły miesiąc upłynął pod znakiem zmiennego handlu na EURUSD (po osiągnięciu lokalnych maksimum w okolicach 1,4579 szybko przetestowane zostały również nowe minima na 1,3838). Huśtawka nastrojów była podsycana przede wszystkim przez wydarzenia polityczne orbitujące w okolicach kryzysu zadłużeniowego. Maksima odnotowano po zatwierdzeniu dalszych cięć budżetowych w Grecji (połączonych z programem prywatyzacji) oraz uwolnieniu kolejnej transzy pomocy EU + IMF. Słabość EUR, która pojawiła się w lipcu to przede wszystkim pochodna opieszałości decydentów politycznych UE, odwołujących decyzję odnośnie zatwierdzenia kolejnego pakietu pomocowego (zgodnie z niepisaną umową miało to nastąpić 11 lipca i zgodnie z umową

miało nie pociągać za sobą żadnych elementów *default* - obecnie wypowiedzi oficjeli UE wskazują, że oryginalny zamysł został prawdopodobnie istotnie rozmiękczone). Legislacyjna obstrukcja zdążyła już w międzyczasie uderzyć w inne kraje peryferyjne (w tym na pierwszy plan wysuwają się faktycznie zrealizowane w aukcjach rekordowe rentowności obligacji włoskich - kraju, którego problemów żaden EFSF nie zdołałby udźwignąć). Powtarza się tym samym zgrany jak stara płyta scenariusz, w którym to nie politycy lecz rynek finansowy dyktują ostateczne rozwiązania, które opracowywane jest dopiero po postawieniu polityków pod ścianą. W tym kontekście obietnice zwiększenia okresu zapadalności pożyczek z EFSF oraz obniżenia oprocentowania to tylko nic nieznacząca wisienka na torcie.

Wykres 4: EURUSD na razie bez wyraźnego kierunku


Źródło: Reuters

Można zaryzykować stwierdzenie, że spadki EURUSD są jednak do tej pory wyjątkowo łagodne. W tym względzie pomogło nieznaczne ocieplenie nastrojów w sferze makro (wyhamowanie spadków indeksów zaskoczeń) oraz wydarzenia po drugiej stronie Atlantyku. Wprawdzie Fed nie zdecydował się na formalne rozszerzenie programu aktywów, prezes Bernanke wyraził przekonanie, że stan sfery realnej nie jest satysfakcjonujący (pochodna głównie słabych danych z rynku pracy), co też skłania Fed do pozostania w gotowości rozszerzenia akomodacji monetarnej (wystąpienie było zdecydowanie bardziej gołębnie niż komunikat z ostatniego posiedzenia oraz dyskusja w "Minutes"). Co więcej, powróciło zainteresowanie limitem zadłużenia USA, który zostanie osiągnięty 2. sierpnia. Ciągły, dogmatyczny niemal brak współpracy ze strony republikanów (zgadzają się na 15% dodatkowych środków pochodzących z podatków i 85% z cięć wydatków - propozycje 17% środków z podatków są kategorycznie odrzucane) istotnie podsyca ryzyko obniżenia ratingu amerykańskiego długu - kolejna agencja ratingowa (tym razem Moody's) umieściła rating USA na liście obserwacyjnej do obniżki. Brak zgody generuje pomysły na siłowe rozwiązania problemu. Niektórzy konstytucjonalisci uważają, że zapis o limicie zadłużenia narusza 14 poprawkę do konstytucji - ergo, prezydent Obama może limit po prostu zignorować. Republikanie proponują ostatnio także polityczne rozwiązanie problemu w którym kongres odrzuca propozycję zwiększania limitu zadłużenia (a więc republikanie wywiązują się przed swoim elektoratem), a Obama wetuje odrzucenie i w konsekwencji limit zadłużenia zostaje podniesiony. Komentatorzy uważają, że może być to pyrrusowe zwycięstwo republikanów - zdecydowanie więcej zyskują na tym demokraci. Tak czy inaczej należy się liczyć z rozwiązaniem wypracowanym rzutem na taśmę - historia pokazuje, że w takich właśnie momentach

demokratyczny prezydent i republikański kongres nagle znajdują wspólny język.

Wykres 5: Brak „twardego dna” na EURCHF


Źródło: Reuters

Choć powyższe wydarzenia nie zdołały nadać wyraźnego kierunku EURUSD (czynniki wpływające na wycenę EUR i USD mniej więcej zbilansowały się), utrzymujący się negatywny napływ informacji podtrzymał zainteresowanie walutami safe haven: CHF i JPY (powrót do łask inwestorów mimo ryzyka interwencji Banku Japonii). CHF ustanowił nowe globalne rekordy względem euro (1,1496) oraz dolara (0,8082), JPY natomiast ustanowił rekordy tylko lokalne: względem dolara (78,45) oraz euro (109,56). Warto nadmienić, że za najbardziej bezpieczną walutę na świecie uznawany jest obecnie CHF - od drugiego kwartału 2010 roku trwa umocnienie franka w stosunku do jena japońskiego. Z technicznego punktu widzenia CHF pozostaje w bardzo wyraźnym trendzie aprecjacyjnym.

Wykres 6: Frank jako top safe haven


Źródło: Reuters

W najbliższym czasie spodziewamy się zmiennego handlu na EURUSD (bardzo prawdopodobna jest sytuacja, w której wzajemnie niwelujący się napływ informacji z obu stron Atlantyku będzie kontynuowany). W tym samym czasie spadkowe trendy na EURCHF i USDCHF mogą być kontynuowane (z marginesem błędu na realizację części zysków po „event risks” związanych z ujawnianiem kolejnych szczątkowych, pozytywnych informacji w globalnie negatywnym obrazie peryferii strefy euro). Handel na



JPY może być bardziej ostrożny niż na CHF z uwagi na zagrożenie interwencją (ostatnie komentarze ze strony japońskiego MF mówią o „znacznej jednokierunkowości ruchu na parach walutowych JPY).

Rynek krajowy

EURPLN znalazł się w deprecjacyjnym kanale jeszcze w maju, przy czym po zerodowaniu kanału w dół na początku czerwca (chwilowa ulga w problemach strefy euro - moment zbieżny z maksimumi lokalnymi na EURUSD), kilkanaście dni później zerodował górną jego granicę. Złotemu szkodą czynniki globalne (niepewność związana z kondycją światowej gospodarki, niepewność polityczna w strefie euro i kryzys zadłużeniowy) oraz lokalne (wyceniany koniec podwyżek stóp procentowych, słabsze dane makro, ujawnione pogorszenie struktury przepływów widoczne w danych o bilansie płatniczym). Spodziewamy się, że EURPLN utknie na dłuższy czas w przedziale 3,90-4,10, przy czym w najbliższych tygodniach zdecydowanie trudniejsze będzie osiągnięcie celów dolnych niż górnych.

Wykres 7: Złoty w kanale deprecjacyjnym



Źródło: Reuters

Oslabienie złotego względem CHF przebiega jeszcze szybciej niż względem EUR (z uwagi na duże zainteresowanie kupowaniem CHF względem EUR - patrz waluty bazowe), czego wynikiem są nowe globalne maksima (3,5103). Nie spodziewamy się szybkiego uspokojenia sytuacji, która warunkowana jest czynnikami globalnymi. Dodatkowo CHFPLN narażony jest przede wszystkim na asymetryczne wystrzały w górę (powrót do niższych poziomów trwa dłużej), zwłaszcza że osłabienie PLN względem CHF generuje ryzyko wystąpienia problemów z sektorem bankowym, co może generować zainteresowanie kupowaniem EURPLN, prowadząc do dalszej przeceny PLN względem CHF.

Wykres 8: CHFPLN ustanawia rekordy wszechczasów



Źródło: Reuters

Marcin Mazurek
Ernest Pytlarczyk

Sekcja specjalna - indeksy zaskoczeń (cz. II)

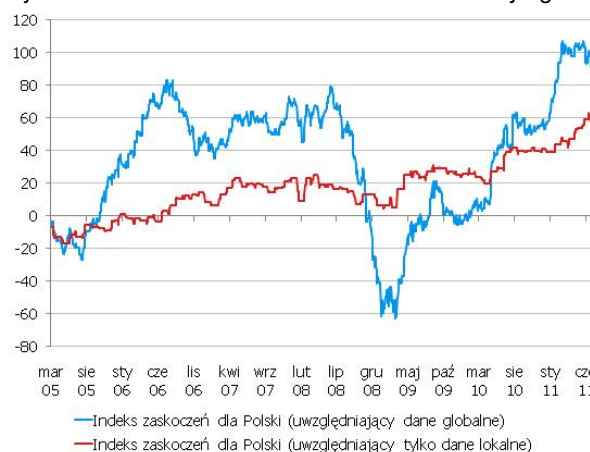
Momenty publikacji nowych danych makroekonomicznych są często punktami zwrotnymi dla rynków finansowych. Dzieje się tak przede wszystkim gdy odczyty odbiegają znacznie od rynkowego konsensusu. Do pomiaru tego zjawiska skonstruowaliśmy tzw. indeksy zaskoczeń - obliczane codziennie na podstawie pierwszych (nierewidowanych) odczytów danych oraz median odpowiednich prognoz analityków publikowanych w serwisie Bloomberg. Indeksy są ważoną średnią wystandaryzowanych „zaskoczeń”, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań wybranych instrumentów finansowych. Dokładna konstrukcja indeksów została przedstawiona w poprzednim Miesięcznym Przeglądzie Makroekonomicznym (z 15 czerwca 2011).

Analiza indeksów zaskoczeń (sentymetu)

W poprzednim miesiącu przedstawiliśmy analizę indeksu zaskoczeń (sentymetu) dla USA. Jej główne wnioski to poprawność wskazań indeksu dla momentów wchodzenia w recesję i momentów wychodzenia z recesji. Uderzająca okazała się duża zgodność wskazań indeksu z indeksem koniunktury ISM. Zgodność wskazań jest mniejsza w przypadku zestawienia indeksu zaskoczeń z danymi o PKB, produkcji i NFP. Indeks charakteryzował się stosunkowo dużymi i persystentnymi zmianami nawet, jeżeli nie mieliśmy do czynienia ze zmianami fazy cyklu (np. II kw. 2008, I/II kw. 2010), a jedynie odchyleniami od trajektorii cyklu. Co niezwykle istotne zmiany te skorelowane były ze zmianami wycen instrumentów rynkowych.

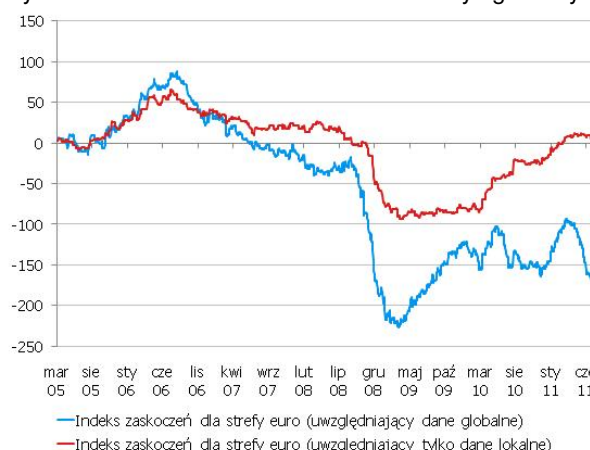
Liczne badania empiryczne wskazują, że europejskie dane makroekonomiczne mają niewielki bezpośredni wpływ na sytuację w USA, jednak amerykańskie dane wpływają na gospodarkę i rynki europejskie. Na polską gospodarkę i instrumenty rynkowe oddziałują zaś odczyty zarówno z USA, jak i Europy. Hierarchia wpływu (przechodnia) danych w wymienionych regionach wygląda zatem następująco: USA -> strefa euro -> Polska. Pomimo, że na wycenę polskich instrumentów finansowych wpływają zarówno zaskoczenia związane z publikacją danych krajowych, jak i zagranicznych istotne wydaje się rozróżnienie i uchwycenie ewentualnej dywergencji między tymi zaskoczeniami. Na Wykresach 1-2 prezentujemy zatem indeksy zaskoczeń dla Polski i strefy euro (metodologia konstrukcji indeksów oparta jest o zgodność sygnałów z kierunkiem zmian na rynku obligacji - zaprezentowana jest w Miesięcznym Przeglądzie Makroekonomicznym z 15 czerwca 2011) utworzone ze wszystkich istotnych przy objaśnianiu zmian cen obligacji zmiennych oraz tylko te utworzone ze zmiennych makro danego regionu (tzw. „krajowe/lokalne”). O ile dla Polski dywergencja pomiędzy indeksem szerokim i krajowym nie wydaje się być znacząca (indeks krajowy wykazuje jedynie mniejszą zmienność, mniej widoczny był także spadek związany z ostatnim kryzysem), to w strefie euro widać jak istotny wpływ na instrumenty finansowe mają dane z USA. Sentymet dla rynku europejskiego okazuje się bardzo dobry, a wszystko „psuje” uwzględnienie elementów globalnych. W obu przypadkach dla „krajowych” indeksów mniejsza jest zmienność - jest to jednak oczywiste ze względu na mniejszą liczbę użytych zmiennych (i może być eliminowane za pomocą standaryzacji). W dalszej części zidentyfikujemy własności prognostyczne indeksów w stosunku do zmiennych realnych.

Wykres 1: Strefa euro - indeks zaskoczeń lokalny i globalny



Źródło: obliczenia własne

Wykres 2: Polska - indeks zaskoczeń lokalny i globalny



Źródło: obliczenia własne

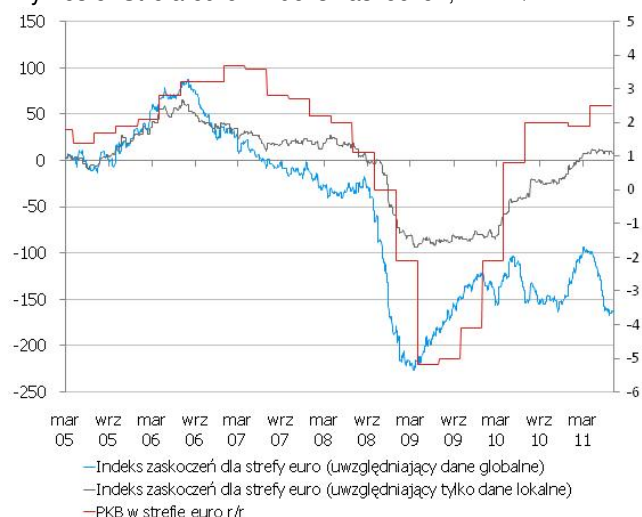
Poniżej prezentujemy indeksy zaskoczeń dla Polski i strefy euro (tzw. szerokie oraz krajowe/lokalne) wraz z PKB (r/r), produkcją przemysłową (r/r), zatrudnieniem oraz indeksem PMI. Można zauważyć istotną korelację (62%) indeksu ze wzrostem gospodarczym, co potwierdza tezę o poprawnym wskazywaniu momentów wejścia/wyjścia z recesji. Warto zwrócić uwagę, na nieproporcjonalnie szybki wzrost polskiego indeksu na początku 2011r. (podobnie zachowują się indeksy odpowiadające cenom obligacji), co może świadczyć o bardzo pozytywnym sentymencie na krajowym rynku (pomimo braku dalszej poprawy wzrostu gospodarczego polska gospodarka wydaje się pozytywnie zaskakiwać coraz bardziej pesymistycznie nastawionych analityków). W strefie euro zauważyć można pokryzysową rozbieżność skal indeksu (mniej widoczna dla indeksu krajowego /lokalnego) oraz wszystkich zmiennych, co może świadczyć o tym, że analitycy nie spodziewali się tak szybkiego i istotnego odbicia wzrostu po kryzysie 2009r. Jednocześnie w PKB i produkcji przemysłowej zauważalne są „garby” przypadające na maj/czerwiec 2010r. i styczeń 2011r. zbliżone z zachowaniem indeksu ogólnego w tych okresach, co świadczyć może o wpływie gospodarki amerykańskiej na pokryzysowe ożywienie w Europie (tym bardziej, że ścieżka krajowego indeksu zaskoczeń dla strefy euro jest bardziej zbliżona do ścieżek zmiennych relanych niż indeksu ogólnego). Indeks PMI w przemyśle strefy euro okazuje się być zbliżony z krajowym/lokalnym indeksem zaskoczeń, co może implikować zatrzymanie spadków PMI i pozostanie indeksu na obecnych poziomach.

Wykres 3: Polska - indeks zaskoczeń, PKB r/r

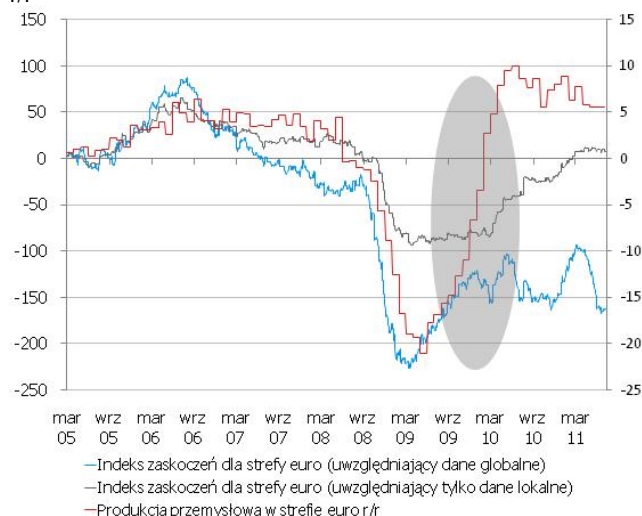

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 4: Polska - indeks zaskoczeń, produkcja przemysłowa r/r

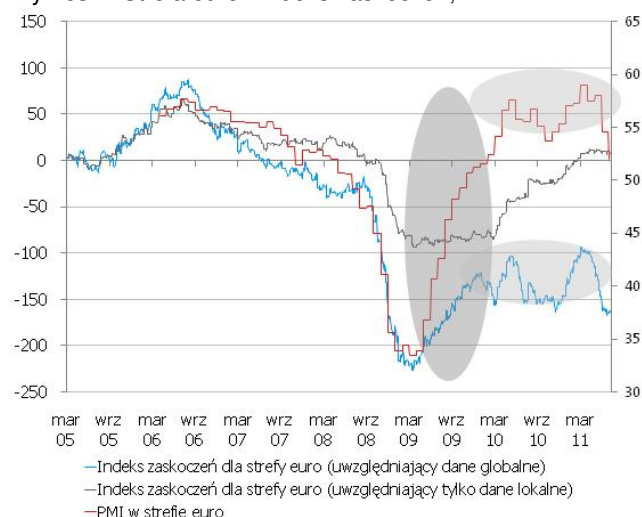

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 5: Strefa euro - indeks zaskoczeń, PKB r/r


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 6: Strefa euro - indeks zaskoczeń, produkcja przemysłowa r/r


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 7: Strefa euro - indeks zaskoczeń, PMI


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Przeanalizowaliśmy także stopień objaśnienia wybranych danych realnych przez indeksy zaskoczeń. Wyniki mocno różnią się dla Polski i strefy euro. Indeks zaskoczeń obejmujący tylko polskie dane jest niewystarczający do objaśniania zmian polskich danych realnych (skorygowany R-kwadrat rzędu 5%), choć jest istotny statystycznie. Objasnienie indeksem uwzględniającym dane globalne (tzw. szerokim) dla PKB, produkcji przemysłowej i zatrudnienia jest w Polsce rzędu 40-60%. **Zauważalne są także własności prognostyczne tego indeksu - jego opóźnione wartości zwiększają stopień objaśnienia o kilkanaście procent, co sugeruje istotność monitorowania wskazań indeksów przy określaniu zmian koniunktury gospodarczej w Polsce.** Inaczej wygląda sytuacja w strefie euro. Indeksy zaskoczeń uwzględniające dane amerykańskie okazują się być gorszymi indykatorami zmian zmiennych realnych (choć stopień objaśnienia pozostaje na poziomie 50% dla PKB oraz 25-35% dla produkcji i PMI). Wyższe wartości skorygowanego R-kwadrat uzyskujemy dla indeksu uwzględniającego tylko zmienne europejskie - dla wzrostu PKB wynosi on aż 82%, dla produkcji 47%, dla PMI 40%. Oznaczać to może ograniczony wpływ koniunktury w USA na koniunkturę w Eurolandzie w krótkim okresie (często mówi się wprost o znacznym przesunię-

ciu w cyklu) przy dużym krótkookresowym wpływie zmian w USA na europejskie instrumenty finansowe. Dla strefy euro uwzględnienie wartości opóźnionych indeksu zaskoczeń nie przynosi poprawy stopnia objaśnienia.

Analiza porównawcza

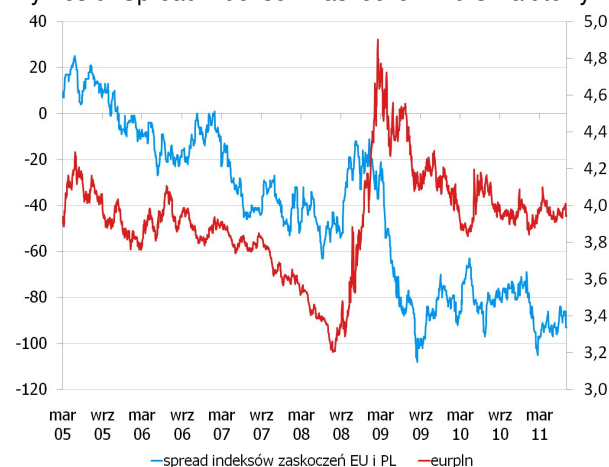
Uzyskane przez nas indeksy umożliwiają syntetyczną (i bieżącą) ocenę tzw. sentymentu dla gospodarek różnych regionów. Możemy także wystandaryzować uzyskane wyniki, aby porównać skalę zaskoczeń w poszczególnych okresach dla analizowanych regionów (Wykres 8). Podobnie jak we wcześniejszych rozważaniach także tutaj widoczny jest zdecydowany spadek sentymentu w USA (średnio do poziomu zbliżonego do 2009r.) - nowe dane makro (np. wyższy indeks ISM w czerwcu) mogą jednak świadczyć, że USA powraca na ścieżkę równoważonego wzrostu i implikowana przez indeks recesja nie stanie się faktem, a jest jedynie wyrazem zbyt optymistycznych oczekiwań analityków co do regularności ożywienia w USA. Z analizy porównawczej wynika także optymistyczny wniosek dla Polski - sentyment jest tu relatywnie bardziej optymistyczny i obecnie utrzymuje się na ustabilizowanym poziomie.

Wykres 8: Standaryzowane indeksy zaskoczeń dla USA, strefy euro (lokalny) i Polski



Źródło: obliczenia własne

Wykres 9: Spread indeksów zaskoczeń i kurs walutowy



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wnioski z wcześniejszej analizy znajdują potwierdzenie także w

analizie porównawczej indeksów zaskoczeń. Dodatkowo w kontekście wzajemnych relacji gospodarek ciekawe może być porównanie różnic między standaryzowanymi indeksami. Szereg ten może służyć np. do modelowania kursów walutowych, gdyż wyjaśnia niekwantyfikowalne dotąd zjawisko sentymentu rynkowego - może okazać się dobrą zmienną objaśniającą odchylenia kursu od poziomu równowagi. Zależność między spreadem indeksów europejskiego i polskiego, a kursem EUR/PLN jest przedstawiona na Wykresie 9.

Wnioski

Podsumowując, indeksy zaskoczeń (sentymentu):

- poprawnie wskazują momenty wchodzenia w recesję i momenty wychodzenia z recesji,
- wykazują dużą korelację z indeksami koniunktury ISM/PMI w przemyśle i PKB oraz względnie dużą z danymi o produkcji przemysłowej i zatrudnieniu,
- dla oceny sentymentu danego regionu można korzystać z indeksów zawierających jedynie zmienne danego regionu,
- dla Polski lepszym indykatorem wyprzedzającym względem zmiennych realnych jest indeks uwzględniający zmienne globalne,
- charakteryzują się stosunkowo dużymi i trwałymi zmianami nawet, jeżeli nie mieliśmy do czynienia ze zmianami fazy cyklu - wskazania indeksu obrazują więc także czyste zmiany sentymentu i być może odchylenia trajektorii danych realnych od wzorca cyklicznego (zatem obniżanie się czy wzrost indeksu to jedynie warunek konieczny nie zaś wystarczający do stwierdzenia kolejnych punktów zwrotnych w cyklu koniunkturalnym),
- omówione indeksy zaskoczeń mogą służyć nie tylko do oceny sentymentu rynku, ale jak już zostało pokazane wyżej mogą zostać wykorzystane do modelowania i prognozowania zmiennych realnych oraz np. kursów walutowych (jako zmienna objaśniająca trudno kwantyfikowalne dotąd zjawiska).

Analiza indeksów dla poszczególnych regionów doprowadza do następujących wniosków:

- Obecne wypłaszczenie fazy wzrostu gospodarczego w USA skutkowało znacznym (i trwałym) spadkiem indeksu zaskoczeń, nie jest jednak przesądzone, że spadek ten pociągnie za sobą wejście gospodarki USA w kolejną recesję.
- Wzrosty cen obligacji amerykańskich i niemieckich wynikają nie tylko i wyłącznie z szeregu trudno kwantyfikowalnych anomalii takich jak kryzys zadłużeniowy w strefie euro, ale również odzwierciedlają systematyczny spadek indeksu zaskoczeń (i rozbieżności między zrealizowaną a oczekiwaną ścieżką ożywienia).
- Rosnący indeks zaskoczeń dla strefy euro odzwierciedla relatywnie dobry stan gospodarki na tle problemów krajów peryferyjnych i awersji do ryzyka (rynek oczekuje gorszych danych niż się pojawiają). Sytuacja globalna ujawnia się jednak w spadającym od kwietnia 2011r. indeksie uwzględniającym sentyment globalny.
- Nieproporcjonalnie szybko rosnący indeks dla Polski wspiera sentyment (szczególnie na tle problemów europejskich) względem polskich instrumentów finansowych.

Paulina Ziemińska
Ernest Pytlarczyk



Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Lipiec 2011	Sierpień 2011	Wrzesień 2011
POLSKA			
Inflacja CPI	13	12	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	19	18	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	18	17	16
PKB	-	30	-
Koniunktura gospodarcza	22	22	22
Podaż pieniądza M3	14	12	14
Bilans płatniczy	15	11	12
Inflacja bazowa	20	19	20
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	5	7
Posiedzenie RPP	5-6	23	6-7
STREFA EURO			
Inflacja HICP	14	17	15
PKB	-	16	-
Wskaźnik koniunktury ZEW	19	23	20
Posiedzenie ECB	7	4	8
USA			
Inflacja CPI	15	18	15
PKB	29	26	29
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	8	5	2
Zamówienia na dobra trwałe	27	24	28
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	1
Posiedzenie Fed	-	9	20

UWAGA!

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROcie INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.