

**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

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 526 70 34
artur.pluska@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
Nowa projekcja inflacyjna nie dostarczy amunicji gołębim członkom RPP. Biorąc pod uwagę istotność kanału kursowego wysoce nieprawdopodobne wydaje się uzyskanie na podstawie modelu NECMOD ścieżki inflacji schodzącej poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) już w 2012 roku.	
Polityka fiskalna - Jakie są szanse na zmianę ratingu Polski?	4
Od kilku miesięcy obserwujemy spiralę cięć ocen wiarygodności kredytowej dokonywanych przez 3 najważniejsze agencje ratingowe (Moody's, Standard&Poor's i Fitch Ratings); dotyczy ona zarówno krajów jak i instytucji finansowych strefy euro. Wygrana Platformy Obywatelskiej a następnie zapowiedź kontynuacji obecnie rządzącej koalicji oraz realizacji przez nią dotychczasowej polityki gospodarczej spotkały się z pozytywną reakcją agencji ratingowych. Ale jednocześnie Polska dostała od nich ostrzeżenie. W związku z powyższym warto przeanalizować jakie są szanse zmiany oceny wiarygodności kredytowej Polski.	
Gospodarka globalna - Czekając na dalsze poluzowanie monetarne	8
Z dużym prawdopodobieństwem tymczasowa tylko poprawa sytuacji w amerykańskiej sferze realnej oraz kontrakcja aktywności gospodarczej w strefie euro uzasadniają kontynuację ekspansji monetarnej. Oczekujemy ogłoszenia QE na początku przyszłego roku ze strony Fed oraz kontynuacji standardowego poluzowania polityki monetarnej przez ECB.	
Euromonitor	11
Na rynku	12
Pomimo dość jastrzębiej retoryki RPP i wyższego odczytu inflacji lepsze perspektywy budżetowe i coraz silniej komunikowane plany reform strukturalnych powinny przełożyć się na redukcję premii za ryzyko w najdłuższych polskich obligacjach.	
Sekcja specjalna - Zaskoczenia chodzą seriami	14
Doświadczenie analityków podpowiada, że dane realne zachowują się z dużą regularnością w seriach miesięcznych - pozytywny/negatywny odczyt początkuje często cały „dobry/zły” miesiąc. Analiza statystyczna potwierdza ten paradygmat i wskazuje, że podobne zjawisko zachodzi również dla samych kierunków odchylenia rzeczywistych odczytów od konsensusu prognoz - zaprzeczając efektywności informacyjnej rynku (analitycy nie wykorzystują opublikowanych już informacji do weryfikacji prognoz i co więcej - regularność z jaką pojawiają się serie zaskoczeń nie jest odzwierciedlana przez instrumenty finansowe). Fakt ten w połączeniu w silnym wpływem zaskoczeń prognozami na wyceny instrumentów finansowych sugeruje możliwość wykorzystanie powyższych zależności w predykcji zmian instrumentów w największym stopniu odzwierciedlających wpływ czynników lokalnych np. kontraktów FRA.	
Kalendarz publikacji danych	17

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

Wskaźnik	2008	2009	2010	2011 F	2012 F
PKB r/r	4.8	1.7	3.8	3.5	3.2
Inflacja (średnia w okresie)	4.3	3.5	2.8	4	3.4
Saldo rachunku obrotów bież. (%PKB)	-5.3	-1.6	-4.5	-4.9	-3.6
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	9.5	11.9	12.3	12.6	12.8
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5.00	3.5	3.5	4.5	4.0
	2010	2010	2011	2011	2011
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3 F
PKB r/r	4.2	4.5	4.4	4.3	4.1
Inflacja (średnia w okresie)	2.6	2.9	3.7	4.2	4.1
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3.5	3.5	4.0	4.5	4.5

F - prognoza



Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Kwi 2011	Maj 2011	Cze 2011	Lip 2011	Sie 2011	Wrz 2011	Paź 2011
PKB i produkcja							
PKB (%)			4.3			3.6	
Popyt krajowy (%)			4.3				
Spożycie indywidualne (%)			3.5				
Nakłady brutto na środki trwałe (%)			7.8				
Wartość dodana (%)			4.2				
w przemyśle (%)			4.1				
w budownictwie (%)			17.0				
w sektorze usług rynkowych (%)			4.1				
Produkcja przemysłowa r/r (%)	6.6	7.7	2.0	1.8	8.1	7.7	8.3
Produkcja przemysłowa m/m (%)	-9.4	2.6	1.1	-6.0	4.3	13.0	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	18.6	13.8	10.9	8.2	11.3	11.4	10.5
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	2.3	-1.1	1.4	0.7	1.1	1.3	
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3597.8	3484.0	3600.5	3611.6	3591.2	3581.9	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	5.9	4.1	5.8	5.2	5.4	5.2	5.3
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-1.0	-3.2	3.3	0.3	-0.6	-0.3	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	3.9	3.6	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.1	
Stopa bezrobocia (%)	12.8	12.4	11.9	11.8	11.8	11.8	11.9
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	0.5	0.6	-0.4	-0.3	0	0.1	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	4.5	5	4.2	4.1	4.3	3.9	4.2
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	2.1	2.4	2.4	2.4	2.7	2.6	2.5
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	0.7	-0.3	0.3	0.4	0.6	1.4	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	8.8	6.3	5.6	5.9	6.8	8.1	8.6
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	789.2	794.5	796.3	798.1	815.8	829.1	838.3
Podaż pieniądza r/r (%)	9.4	7.7	7.2	7.4	8.8	10.1	10.8
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	12.4	12.2	9.4	13.6	12.1	14.5	15.4
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	6.3	5.9	6.9	9.2	9.8	13.1	12.6
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	11.3	9.8	9.2	9.8	10.6	12.5	12.9
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	9.2	8.2	5.5	6.1	7.2	9.0	11.3
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1285	-141	-1994	-2044	-1730	-2156	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3.93	3.95	3.98	4.00	4.14	4.42	4.40
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2.66	2.74	2.74	2.78	2.88	3.30	3.17
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Stopa lombardowa (%)	5.50	5.75	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Stopa depozytowa (%)	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
WIBOR 3M (%)	4.20	4.35	4.59	4.61	4.62	4.66	4.81
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.99	5.00	4.83	4.63	4.41	4.45	4.65
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	5.76	5.60	5.34	5.29	4.97	5.28	5.06
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	6.14	6.06	5.78	5.79	5.61	5.92	5.73
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.8	2.7	2.7	2.5	2.5	3.0	3.0
PKB w strefie euro r/r (%)			1.6				
Stopa podstawowa ECB (%)	1.3	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
Inflacja w USA r/r (%)	3.2	3.6	3.6	3.6	3.8	3.9	
PKB w USA r/r (%)			1.3			2.5	
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

Stopy bez zmian po październikowym posiedzeniu

Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła w październiku stopę referencyjną na niezmiennym poziomie 4,5%. W komunikacie zwrócono uwagę na osłabienie aktywności gospodarczej na świecie, spadek indeksów koniunktury w Polsce (pomimo lepszych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej), stagnację na rynku pracy oraz utrzymującą się na podwyższonym poziomie inflację (choć sierpniowy wzrost CPI do 4,3% wiązał się głównie ze wzrostem cen usług telekomunikacyjnych, to podobne poziomy utrzymać się będą w kolejnych miesiącach). Fragment komunikatu dotyczący kursu polityki pieniężnej nie został jednak zneutralizowany - pozostało zdanie: „Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu”, co zostało zinterpretowane przez rynek jako stosunkowo jastrzębi komentarz (reakcja odzwierciedlona m.in. we wzroście stawek FRA). Tą jastrzębią retorykę uzasadniają przeprowadzone interwencje na rynku walutowym, których kontynuację zapowiedział prezes Belka podczas konferencji (zwracając co prawda uwagę na to, że NBP nie broni konkretnych poziomów złotego, a jedynie powstrzymuje działania spekulacyjne i uspokaja rynek walutowy). Szef NBP podkreślił, że obecne poziomy kursu PLN odbiegają od fundamentów polskiej gospodarki i poziomów równowagi oraz utrudniają NBP kontrolę inflacji.

Obniżka stóp przez ECB i przestrzeń do poluzowania monetarnego w Polsce

W warunkach „normalnej” (nie przekraczającej 10% w skali rocznej) zmienności kursu złotego istotną determinantą polskiej polityki monetarnej był dysparytet stóp procentowych z Eurolandem. Rozszerzenie tego dysparytetu, poprawiając atrakcyjność polskiej waluty zwiększało (prognozowaną) restrykcyjność polityki monetarnej otwierając przestrzeń do redukcji stóp procentowych przez RPP. Podwyższona zmienność złotego oraz coraz bardziej eksponowana strategia wpływania przez NBP na kurs polskiej waluty (patrz seria interwencji na umocnienie złotego) sugerują jednak, że teraz (po obniżce stóp przez ECB) RPP oprze się pokusie szybkiego wykorzystania przestrzeni do poluzowania jaką daje rozszerzony dysparytet stóp ze strefą euro. Różnica stóp procentowych może jednak powrócić jako argument za poluzowaniem monetarnym w 2012 roku. Wówczas ryzyko spekulacyjnego osłabienia złotego podyktowane - jak to ma miejsce obecnie przebiegiem prognozy ostrożnościowego zadłużenia - nie będzie głównym czynnikiem wzmagającym zmienność złotego. Dodatkowo na początku 2012 roku bardziej ewidentne powinny okazać się słabnięcie popytu konsumpcyjnego i pogorszenie perspektyw dla wzrostu - argumenty, które ze względu na zaskakująco dobre bieżące dane nie trafiają obecnie do większości w RPP.

Wykres 1: Roczna implikowana zmienność EURPLN

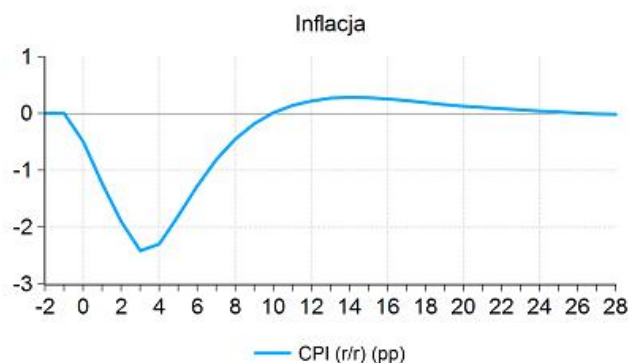


Źródło: Bloomberg

Nowa projekcja inflacyjna i zmienność na rynku walutowym argumentami przeciw szybkim obniżkom stóp

Bieżące nastroje w Radzie są wręcz jastrzębie - cytując opis dyskusji po posiedzeniu - część członków Rady (a więc prawie połowa) była jednocześnie zdania, że w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe niż obniżek, szczególnie jeśli inflacja - na skutek osłabienia się kursu złotego wywołanego przez napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych - będzie się utrzymywała powyżej celu inflacyjnego dłużej niż się obecnie oczekuje. Wspierać te nastroje powinny bieżące dane makroekonomiczne - w III kw. PKB prawdopodobnie rósł nadal w tempie powyżej 4% r/r - oraz wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej (publikowanej łącznie z komunikatem RPP ws. stóp procentowych). Wyniki nowej projekcji PKB nie powinny znacząco w średnim terminie odbiegać od wyników projekcji lipcowej - podwyższona zostanie prawdopodobnie ścieżka inwestycji publicznych, dodatnią kontrybucję do wzrostu PKB utrzymają inwestycje prywatne. Przebieg taki (wzrost PKB w 2012 na poziomie 3,2%) zresztą komunikował już szef instytutu ekonomicznego A. Sławiński. Większych rozbieżności pomiędzy projekcją listopadową i lipcową spodziewamy się w przypadku inflacji. Od lipca nastąpiło niemal 10%, nieantycypowane przez poprzednią projekcję, osłabienie złotego do euro. Kanał kursowy jest według modelu NECMOD najsilniejszym kanałem transmisji polityki monetarnej. 10% osłabienie złotego mogłoby podnieść ścieżkę inflacji nawet o 2pp w perspektywie roku. W świetle tak silnego oddziaływania kursu walutowego wysoce nieprawdopodobne wydaje się zatem uzyskanie na podstawie modelu NECMOD ścieżki inflacji schodzącej poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) już w 2012 roku.

Wykres 2: Wpływ 10% osłabienia kursu złotego na inflację (na podstawie modelu NECMOD)



Źródło: NBP

Takim (wyższym) wynikiem projekcji ciężko byłoby RPP podeprzeć nagle złagodzenie stanowiska, czy wręcz zapowiedzi poluzowania monetarnego. Do dalszej (krótkoterminowej) dywergencji oczekiwań na ścieżkę stóp w Polsce i w strefie euro może przyczynić się seria odczytów danych w listopadzie poczynając od ponownego wzrostu inflacji z 3,9% do 4,2-4,3% r/r.

Ernest Pytlarczyk

Polityka fiskalna - Jakie są szanse na zmianę ratingu Polski?

Od kilku miesięcy obserwujemy spirale cięć ocen wiarygodności kredytowej dokonywanych przez 3 najważniejsze agencje ratingowe (Moody's, Standard&Poor's i Fitch Ratings); dotyczy ona zarówno krajów jak i instytucji finansowych strefy euro. Informacje o kolejnych cięciach stały się już na tyle „powszechne”, że inwestorzy uodpornili się na nie i dlatego nie wywołują tak silnych reakcji na rynkach finansowych jak wcześniej. Brak reakcji może też wynikać z faktu, że część z nich została już wcześniej zdyskontowana przez rynek.

Rynki jednak nie są obojętne na zmiany oceny kredytowej krajów emerging markets, w tym też ratingu Polski. Dowodem są reakcje na wypowiedzi agencji po wynikach wyborów parlamentarnych w Polsce. Wygrana Platformy Obywatelskiej a następnie zapowiedź kontynuacji obecnie rządzącej koalicji oraz realizacji przez nią dotychczasowej polityki gospodarczej spotkały się z pozytywną reakcją agencji ratingowych (pozostanie przy władzy dotychczasowej koalicji zapewnia stabilność polityczną i stwarza przestrzeń do przeprowadzenia dalszych reform, co w rezultacie będzie miało pozytywny wpływ na ocenę wiarygodności w długim horyzoncie) oraz rynków zagranicznych, co miało swoje odzwierciedlenie w umocnieniu kursu złotego. Jednocześnie jednak Polska dostała ostrzeżenie, iż jeśli zgrzyty w planowanej redukcji deficytu (co prawdopodobnie będzie miało miejsce) przełożą się na negatywne postrzeganie przez inwestorów zagranicznych i w konsekwencji na wzrost kosztów obsługi długu, wówczas ocena kredytowa może zostać obniżona. To prawdopodobnie wywołałoby intensywny odpływ inwestorów zagranicznych z kraju, co uruchomiłoby dalej łańcuch bardzo niekorzystnych wydarzeń dla gospodarki i finansów.

W związku z powyższym warto przeanalizować jakie są szanse na zmianę oceny wiarygodności kredytowej Polski, która obecnie wynosi (długoterminowa dla waluty zagranicznej): A2 (Moody's), A- (Standard&Poor's), A- (Fitch Ratings). Proces diagnozowania i nadawania oceny krajom przez trzy najważniejsze agencje ratingowe jest zbliżony i opiera się na pięciu następujących kryteriach: sytuacji politycznej, ogólnej sytuacji gospodarczej, płynności zewnętrznej kraju, sytuacji fiskalnej i sytuacji monetarnej. W ramach każdego kryterium diagnoza polega zarówno na wartościowaniu ilościowym oraz jakościowym, a na ich podstawie wystawiana jest ogólna ocena wiarygodności kredytowej kraju.

Sytuacja polityczna

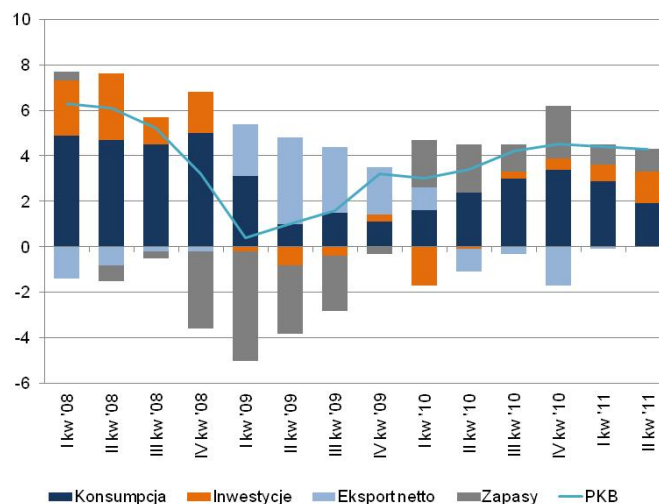
Zdecydowana wygrana Platformy Obywatelskiej a następnie zapowiedź kontynuacji obecnie rządzącej koalicji istotnie przyczynia się do stabilizacji sytuacji politycznej w kraju. Prawdopodobnie skład rządu w obszarze najbardziej kluczowym dla gospodarki pozostanie bez zmian (np. resort gospodarki, finansów publicznych, rozwoju regionalnego). W zasadzie oznacza to kontynuację dotychczasowego kursu polityki gospodarczej i fiskalnej państwa. Podobnie nie należy spodziewać się radykalnych zmian personalnych na średnich szczeblach władzy oraz stanowiskach menedżerskich w ważnych dla funkcjonowania kraju instytucjach państwowych. Rząd, dysponując już przygotowanym zapleczem personalnym z wcześniejszego okresu kadencji oraz pełną wiedzą i diagnozą na temat stanu gospodarki i finansów państwa, ma szansę efektywnie wykorzystać kolejny 4-letni okres sprawowanej władzy. W tej sytuacji ten krótki cykl polityczny jest wystarczający na wprowadzenie ważnych zmian systemowych, co wcześniej

wielokrotnie było wskazywane jako istotne ograniczenie dla reform. O konkretnych propozycjach reform piszemy w sekcji dot. polityki fiskalnej.

Sytuacja gospodarcza

W pierwszych dwóch kwartałach realny wzrost PKB wyniósł odpowiednio 4,4% i 4,3%. W całym 2011 r. realna dynamika PKB ma wynieść ok. 3,8%.

Wykres 1. Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce



Źródło: GUS

W nadchodzących latach 2012-13 wzrost gospodarczy najprawdopodobniej spowolni do nieco ponad 3% (w 2013 roku gospodarka powinna znaleźć się już na trajektorii wzrostowej). Ostateczna skala obniżenia tempa wzrostu będzie zależna od uwarunkowań zewnętrznych, rozwoju sytuacji gospodarczej oraz politycznej w strefie euro, a w szczególności kondycji gospodarki naszego głównego partnera handlowego, jakim są Niemcy. Wzrost gospodarczy będzie nadal opierał się na popycie wewnętrznym przy jednoczesnym wzroście kontrybucji do wzrostu eksportu netto z uwagi na osłabienie kursu złotego (eksport jest swego rodzaju stabilizatorem dynamiki wzrostu przy epizodach spowolnienia). W ramach popytu wewnętrznego jednym z filarów wzrostu pozostaną prawdopodobnie inwestycje - z uwagi na dużą dekapitalizację majątku trwałego oraz relatywnie płytkie spowolnienie, kontynuowane będą przede wszystkim inwestycje prywatne. Wspieraniem dla procesów inwestycyjnych w sektorze prywatnym powinna być obecnie dobra sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw. Ciągły napływ środków z UE przełoży się na dalszy strumień inwestycji publicznych, jednak jego skala będzie mniejsza niż w latach 2010-2011. Konsumpcja prywatna spowolni (efekty przeszacowania dochodu trwałego oraz zmiany w dochodach bieżących), jednak utrzyma się w okolicach 2% (w 2013 prawdopodobnie znacznie więcej). Z kolei konsumpcja publiczna z uwagi na kontynuowany proces konsolidacji finansów publicznych może mieć zerową kontrybucję do wzrostu.

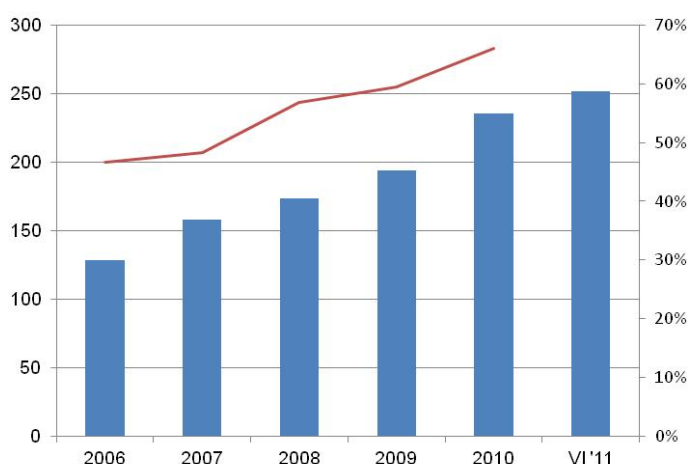
Agencje ratingowe pozytywnie oceniają strukturę wzrostu gospodarczego. Przede wszystkim za pozytywny czynnik wskazują wzrost gospodarczy oparty na popycie wewnętrznym oraz brak silnego uzależnienia gospodarki od eksportu. Eksport netto jest również ważnym stabilizatorem wzrostu w okresach spowolnienia. Z tego powodu tylko nieznaczne spowolnienie wzrostu (scenariusz agencji ratingowych jest nieco bardziej pesymistyczny od naszego) może zostać odebrane nawet umiarkowanie pozytywnie.

Płynność zewnętrzna kraju

Szczególną uwagę agencje ratingowe zwracają na zdolność kraju do obsługi zewnętrznych zobowiązań. Ta zdolność uwarunkowana jest strukturą terminową zobowiązań zewnętrznych oraz poziomem oficjalnych rezerw walutowych. Rezerwy walutowe powinny pokrywać krótkoterminowe zobowiązania (zapadające do roku) i powinny być generowane „stabilnymi” źródłami (np. bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi).

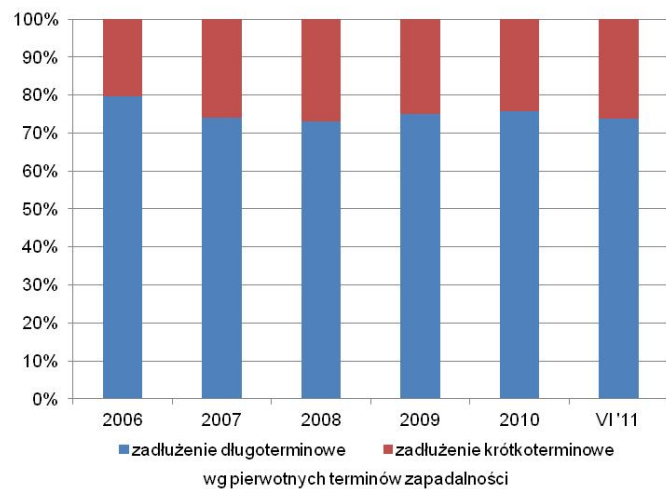
Całkowite zadłużenie zewnętrzne na koniec 2010r. wyniosło 236 mld EUR, co stanowiło 66% PKB. W połowie 2011r. zadłużenie wzrosło do 252,2 mld EUR. W ramach tego zadłużenia krótkoterminowe zobowiązania (liczone wg pierwotnych terminów zapadalności) na koniec 2010r. stanowiły 24,3%, co odpowiadało kwocie 57,3 mld EUR. W połowie 2011r. te zobowiązania stanowiły ponad 26%, co było równe 65,9 mld EUR.

Wykres 2. Zadłużenie zewnętrzne Polski (mld EUR, %PKB)



Źródło: NBP

Wykres 3. Struktura terminowa zadłużenia zewnętrznego

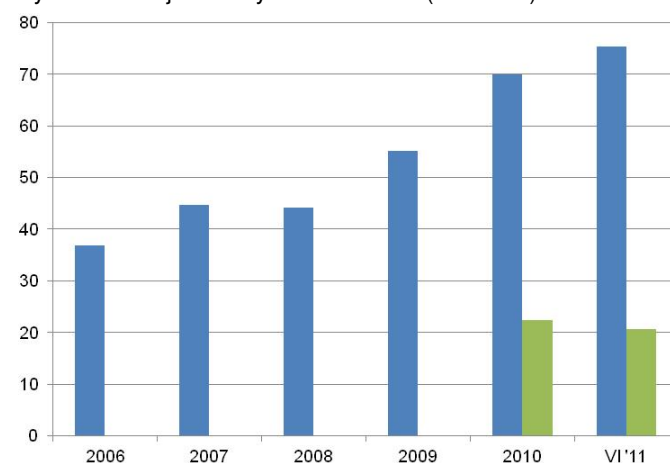


Źródło: NBP

Poziom oficjalnych aktywów rezerwowych, które na koniec połowy 2011r. wyniosły 75,4 mld EUR (na koniec października spadły do 73,3 mld EUR) w pełni pokrywa zewnętrzne zobowiązania krótkoterminowe liczone wg pierwotnych terminów wykupu. Pojawia się tylko wątpliwość, czy te rezerwy pokrywają również część zobowiązań długoterminowych, które zapadają w ciągu

najbliższego roku (tzn. chodzi o całość zobowiązań zapadających w ciągu roku). Ze względu na brak publikowanych takich danych trudno określić wartość tej kategorii zobowiązań i dokonać oceny stopnia wypełnienia reguły Guidotti-Greenspana (wg tej reguły wszystkie zobowiązania krótkoterminowe powinny być pokryte przez oficjalne aktywa rezerwowe). Doliczając natomiast do oficjalnych rezerw walutowych elastyczną linię kredytową (FCL) MFW, wartość płynnych środków wyniosła w połowie roku ponad 96 mld EUR. W tych warunkach sytuacja płynnościowa jawi się jako co najmniej dobra.

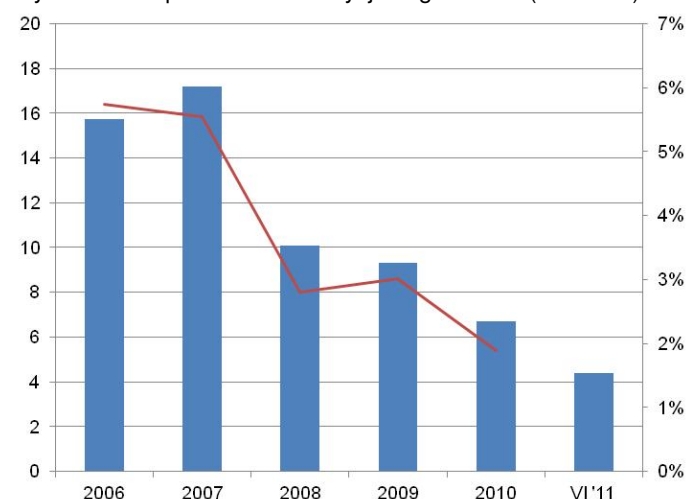
Wykres 4. Oficjalne aktywa rezerwowe (mld EUR)



Źródło: NBP

Stabilnymi źródłami generowania oficjalnych rezerw walutowych w Polsce są napływ inwestycji bezpośrednich oraz fundusze Unii Europejskiej, co jest pozytywne z punktu widzenia oceny wiarygodności kredytowej. Po stronie tych funduszy nie ma ryzyka odpływu w razie wzrostu awersji rynku do emerging markets. Niepokoi spadek napływu bezpośrednich inwestycji do kraju, który pojawił się w ostatnich latach (globalna zmiana kierunków inwestycji, większy home-bias). Summa summarum jednak nie należy się spodziewać, że napływ BIZ się odwróci - stąd też można oczekiwać dalszej, choć może nieco wolniejszej, akumulacji rezerw z tego tytułu; niewykluczone, że uspokojenie sytuacji światowej, połączone z obecnymi działaniami na rzecz podniesienia produktywności pracy i kapitału w Polsce (np. infrastruktura) pozwoli powrócić do dawnych trendów.

Wykres 5. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (mld EUR)



Źródło: NBP

Sytuacja fiskalna

Poza płynnością zewnętrzną kraju agencje szczególnie zwracają uwagę na sytuację finansów publicznych. Monitorują poziom zadłużenia oraz nierównowagę sektora finansów publicznych. Dodatkowo poddają analizie obciążenie sektora finansów kosztami obsługi zadłużenia. Jeśli dany kraj ma wysoki poziom nierównowagi finansów publicznych, wysokie zadłużenie czy też ryzyko utraty zdolności do terminowej i pełnej regulacji zobowiązań, to agencje mogą obniżyć rating lub w najlepszym przypadku umieścić go na tzw. liście obserwacyjnej. Agencje obecnie wytykają Polsce przede wszystkim wysoki poziom deficytu fiskalnego, który obecnie jest główną przeszkodą w ewentualnym podniesieniu ratingu Polski.

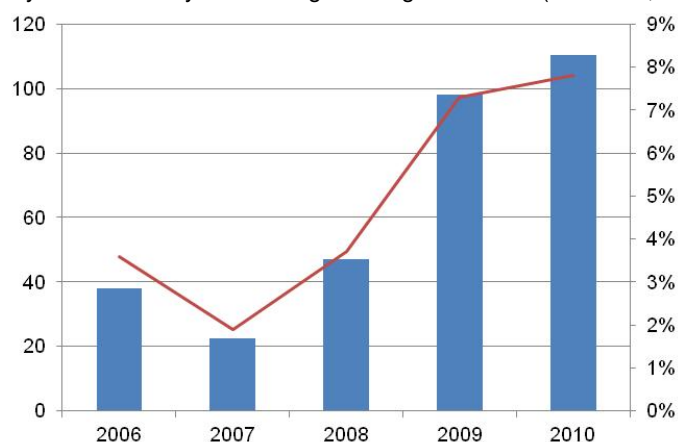
Wzrost deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych powyżej poziomu 3% PKB spowodował objęcie Polski procedurą nadmiernego deficytu. W związku z tym oraz pod presją rynku rząd podjął działania zmierzające do ograniczenia deficytu. Objęły one zarówno stronę wydatkową (wprowadzenie reguły wydatkowej, zamrożenie indeksacji wynagrodzeń w administracji) i dochodową (przejściowe zwiększenie stawki podatkowej VAT z 22% do 23%). Rezultatem ma być zgodnie z Aktualizacją Programu Konwergencji 2011 r. obniżka deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do poziomu 5,6% PKB, a w przyszłym roku do 2,9% PKB. Tegoroczny cel deficytu prawdopodobnie zostanie zrealizowany. Z kolei cel deficytu w 2012r. może się jawić (przynajmniej z zewnętrznej perspektywy) jako zagrożony, a na pewno już mało ambitny. Zwracać uwagę może przede wszystkim sektor ubezpieczeń społecznych oraz sektor centralny.

Ostatnie projekcje Zakładu Ubezpieczeń Społecznych wskazują, że w latach 2013-17 może brakować łącznie od 224 mld zł do 346 mld zł (w kwotach zdyskontowanych na 2010r.). Skala niedoborów jest bardzo wysoka i wskazuje, że w średnim okresie nie obejdzie bez głębszych zmian systemowych w ubezpieczeniach społecznych. Podobnie w przypadku sektora centralnego - gorszy scenariusz makro wyceniany przez agencje to również problem dla dochodów podatkowych; gorszy scenariusz makro pociąga także za sobą bardziej negatywny scenariusz dla rynku pracy. Biorąc jednak pod uwagę nasz scenariusz dla sfery realnej oraz możliwe zmiany legislacyjne, które rząd może sprawniej przeprowadzić z uwagi na bardziej korzystny układ polityczny (reforma ubezpieczeń zdrowotnych rolników, reformy KRUS, wydłużenie i zrównanie wieku emerytalnego dla kobiet i mężczyzn, zmiany w systemie emerytalnym służb mundurowych czy też zmiany zasad opodatkowania dochodów rolniczych) niewykluczone jest pozytywne zaskoczenie w najbliższych miesiącach, zwłaszcza że rząd ma prawdopodobnie jeszcze takie asy w rękawie jak ujednoczenie stawek VAT, czy względnie wysoki zysk z NBP (prosta arytmetyka wskazuje, że przy takiej deprecjacji złotego kilkunastomiliardowy zysk z NBP nie jest wcale niczym nieprawdopodobnym). Wspomniane zmiany są o tyle pozytywne, że nie dotyczą siły napędowej polskiej sfery realnej - inwestycji - stąd też ich wydźwięk zdecydowanie różni się od ślepych działań konsolidacyjnych przeprowadzanych w choćby w krajach peryferyjnych (a rating to przecież miara względna).

Konsekwencją istnienia deficytu sektora finansów publicznych jest wzrost poziomu długu publicznego. Poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w Polsce na koniec 2010r. wyniósł 54,9% PKB (wg metodologii krajowej wyniósł 52,8%), co stanowiło 776,8 mld zł. W 2011r. dług sektora prawdopodobnie wyniesie na poziomie 57% PKB (wg metodologii krajowej będzie

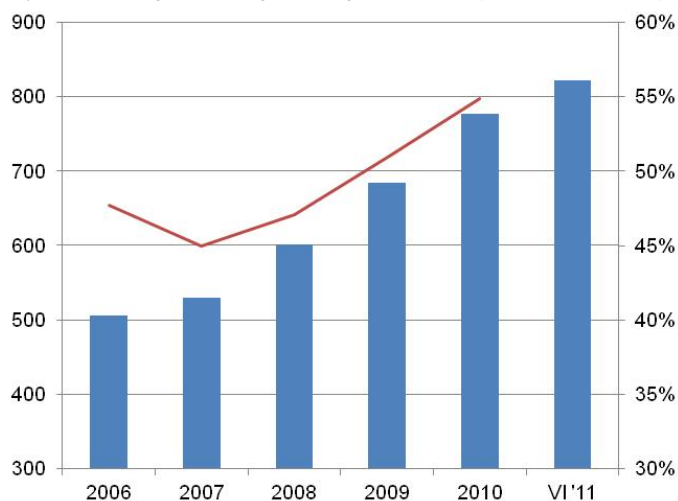
to 53,8%). Poziom zadłużenia z roku na rok stopniowo rośnie zbliżając się do poziomu 60%, tj. poziomu kryterium z Maastricht. Wg metodologii krajowej dług zbliża się do II progu ostrożnościowego, co rodzi wysokie ryzyko jego przekroczenia (przynajmniej na papierze biorąc pod uwagę wielość środków w arsenale MF). W kolejnych latach spodziewane jest ograniczenie wzrostu długu i obniżenie jego relacji do PKB. Obecny poziom zadłużenia nie jest postrzegany w negatywnych barwach przez agencje ratingowe ze względu na dość wysoką średnią zapadalność długu (średnia zapadalności długu SP wynosi ok. 4,5 roku). Jeśli natomiast nie nastąpi stabilizacja długu w perspektywie 2-3 lat może dojść do obniżenia oceny kraju - oczywiście nie jest to jednak problem na dziś i pewnie też nie na jutro z uwagi na opisane powyżej opcje i działania konsolidacyjne.

Wykres 6. Deficyt sektora general government (mld PLN, %)



Źródło: MF

Wykres 7. Dług sektora general government (mld PLN, %PKB)



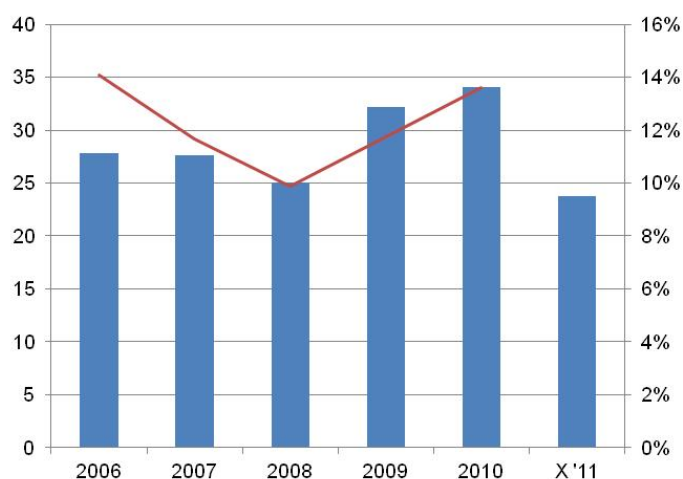
Źródło: MF

Wraz ze wzrostem zadłużenia sektora finansów publicznych rosną koszty obsługi długu. Relacja kosztów obsługi do poziomu dochodów sektora jest indykatorem zdolności do terminowej regulacji zobowiązań, na co również szczególną uwagę zwracają agencje ratingowe. Większy udział kosztów w dochodach zwiększa ryzyko, że w przyszłości mogą wystąpić problemy z ich obsługą, a sam budżet nie stwarza dużego potencjału do ekspansji fiskalnej w sytuacji spowolnienia gospodarczego. W Polsce na koniec 2010r. koszty obsługi długu Skarbu Państwa wyniosły 34,1 mld zł i stanowiły 14% dochodów budżetu państwa. W kolejnych 2 latach

należy spodziewać się stopniowego wzrostu kosztów zarówno w wartościach nominalnych jak i w relacji do dochodów budżetu państwa. W dalszym okresie należy spodziewać się stabilizacji a następnie obniżenie relacji kosztów do dochodów. Lepszy pierwotny wynik budżetu (wynik ewentualnych działań doraźnych, czy też powolne efekty wdrażanych zmian strukturalnych) pozwala jednak na zachowanie spokoju w kwestii wyższych płatności odsetkowych.

Polska obecnie jest pozytywnie postrzegana przez inwestorów zagranicznych, co pozwala finansować się bezpośrednio za granicą. Ostatnie emisje obligacji zagranicznych na międzynarodowych rynkach finansowych potwierdzają (październikowa emisja obligacji USD okazała się sukcesem pod względem bid-cover-ratio) fakt dostępu kraju do finansowania zagranicznego oraz stanowi swego rodzaju wsparcie dla wysokiej oceny wiarygodności kredytowej kraju przez agencje.

Wykres 8. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa (mld PLN, %)



Źródło: MF

Reasumując...

Obecna sytuacja polityczna ma pozytywny wpływ na postrzeganie kraju przez inwestorów zagranicznych oraz agencje ratingowe. Stwarza ona przestrzeń do przeprowadzenia istotnych reform strukturalnych, których efektem powinien być powrót sektora finansów publicznych na ścieżkę stabilnego rozwoju, z czego wkrótce powinny zdać sobie sprawę agencje ratingowe. Działania rządu prawdopodobnie nie ograniczą się tylko do zmian doraźnych (ograniczających poziom deficytu oraz wzrostu długu publicznego), ale również systemowych, przede wszystkim w obszarze ubezpieczeń społecznych. Wsparciem dla perspektywy do bardziej pozytywnej oceny jest potencjał polskiej gospodarki do generowania wzrostu gospodarczego w nadchodzących latach. Kontynuacja inwestycji publicznych współfinansowanych środkami unijnymi oraz prawdopodobny wzrost inwestycji prywatnych, a także utrzymująca się (biorąc pod uwagę skalę szoków, których doświadczyły gospodarstwa domowe) konsumpcja prywatna oddala zagrożenie głębszego spowolnienia i silnego negatywnego wpływu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro oraz materializującego się ryzyka spowolnienia gospodarki światowej.

Artur Płuska

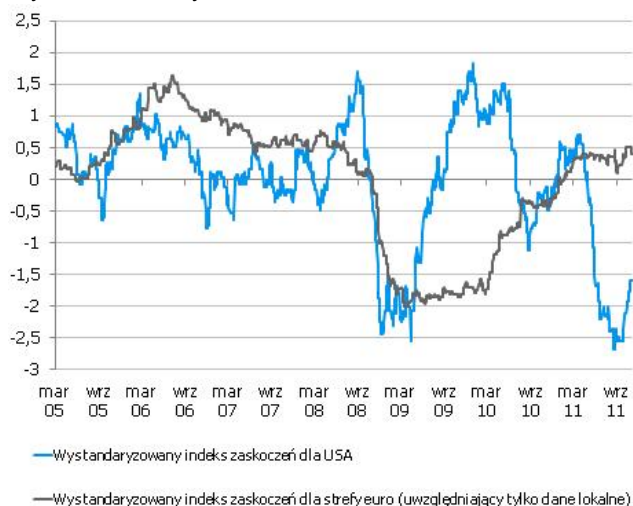
Gospodarka globalna - Czekając na dalsze poluzowanie monetarne

Dywergencja w danych makro

Ostatnie tygodnie przyniosły wyraźną dywergencję odczytów danych dla strefy euro oraz USA. Była ona na tyle wyraźna, że niemal odczuwalna - zwrócenie się w tej kwestii w kierunku indeksów zaskoczeń (patrz wykres) wydaje się jedynie formalnością. Dane zza Atlantyku zaskakiwały wyraźnie w pozytywny sposób. Dość wspomnieć w tym miejscu samo zatrudnienie w sektorze pozarolniczym (w tym rewizje w górę danych historycznych - typowe dla rosnących trendów), odporne na zejście poniżej 50pkt. indeksy ISM, czy też zbiorcze dane o PKB za III kwartał, wskazujące wyraźnie na siłę konsumpcji indywidualnej i solidne wzrosty inwestycji prywatnych.

Tymczasem serie publikacji w strefie euro to pasmo nieszczęść: wyraźne zejście wskaźników koniunktury PMI poniżej 50pkt., tąpnięcie na niemieckich zamówieniach w przemyśle, czy też strukturalna słabość konsumpcji indywidualnej (kolejny spadek sprzedaży detalicznej w trzykrotnie większej skali od oczekiwań).

Wykres 1: Indeksy zaskoczeń



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Co komunikują banki centralne?

Rozkorelowanie danych widoczne jest bardzo wyraźnie również w komunikacji (oraz działaniach) banków centralnych. O ile FOMC zaznacza w komunikacie pewną poprawę aktywności gospodarczej komunikując jednak już niemal nudny - obecny przecież w komunikacie przez ponad rok - brak postępu w realizacji podstawowych celów polityki pieniężnej, ECB (pod przywództwem M. Draghi'ego) jest już negatywny także w ocenie bieżącej sytuacji gospodarczej i obcina stopy.

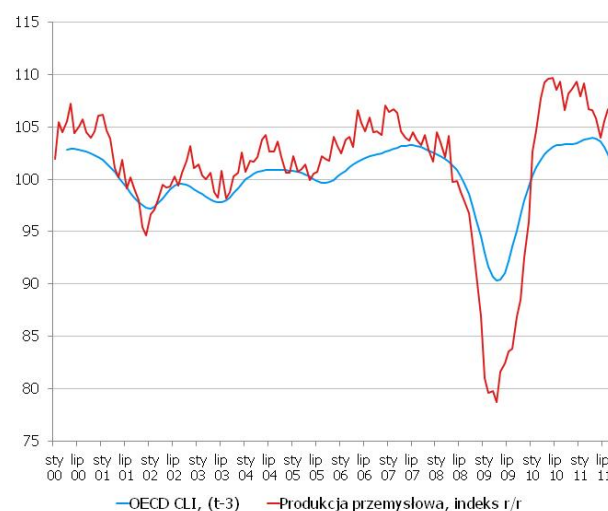
Skoro Włoch (ryzyko, że odezwą się głosy szukające teorii spiskowych) obniża stopy już na pierwszym swoim posiedzeniu, bez wcześniejszej zapowiedzi i niejako wbrew wcześniejszym komentarzom pozostałych członków Rady Gubernatorów (a obniżka była jednogłośnie - dało się zatem przekonać największych jastrzębi), europejscy bankierzy centralni muszą posiadać dodatkową informację w postaci prawdopodobnie bardzo negatywnych prognoz średnioterminowych, które zostaną zaprezentowane na grudniowym posiedzeniu. Co takiego zobaczyli członkowie

Rady Gubernatorów ECB wskazując na nadchodzącą niewielką recesję?

Ostatnie podrygi przemysłu w EMU

W pierwszej kolejności należy podkreślić, że ostatnie dobre dane o produkcji przemysłowej z Niemiec to przede wszystkim wynik zdarzeń nadzwyczajnych, związanych z ruchomym kalendarzem wakacyjnym w poszczególnych landach. Wrzesień przyniósł już poważne otrzeźwienie - po wzroście o 3,2% m/m odnotowanym w lipcu, sierpień przyniósł wyhamowanie o 0,4% m/m, a wrzesień tąpnięcie do -2,7% m/m. Przesunięcia w kalendarzu wakacyjnym wygenerowały - niestety mylne - wyobrażenie, że produkcja przemysłowa jest w stanie rozmiąć się z trendem na nowych zamówieniach i opóźnieniach w realizacji zamówień (z indeksów PMI). Otóż nie może. Tym samym główna siła napędowa w strefie euro zaczyna się dławić. Równie nieciekawie wygląda sytuacja w całej strefie euro - wysoka korelacja z wyprzedzającym (wyprzedzenie wynosi od 3 do 4 miesięcy) wskaźnikiem OECD CLI wskazuje wyraźnie (patrz wykres), że dynamika produkcji przemysłowej znajdzie się ponownie na terytoriach ujemnych na początku przyszłego roku. Biorąc pod uwagę korelację sektora przemysłowego z PKB, łagodna recesja w 2012 roku jest faktem.

Wykres 2: Produkcja przemysłowa w strefie euro i wskaźnik OECD CLI



Źródło: Eurostat, OECD

Niemiecka skłonność do „przeszczędzania”

Na tendencje w sektorze przemysłowym nakładają się również strukturalno-cykliczne efekty widoczne przede wszystkim w gospodarce niemieckiej, która jest największym dawcą oszczędności (przy nadwyżce na rachunku bieżącym) dla całej strefy euro. Do tej pory środki te były z powodzeniem wydawane przez kraje strefy euro finansowane przez gospodarkę niemiecką - teraz z uwagi na powszechne dążenie do konsolidacji fiskalnej - kanał ten został przynajmniej zapchany i większość oszczędności kierowana jest w aktywa finansowe lub też tezauryzowana w sektorze bankowym.

Wysoka stopa oszczędności wiąże się z niezwykle stabilnym poziomem konsumpcji. Jedną z hipotez tłumaczących ten fenomen - oprócz stereotypowej niemieckiej przezorności i solidności - jest niska użyteczność krańcowa czerpana z każdego dodatkowego euro konsumpcji z uwagi na obiektywnie wysoki jej poziom oraz standard życia. Istnieje prawdopodobieństwo, że obecnie w związku z niekorzystnymi zmianami na rynku pracy oraz przeszacowaniem bieżącego i trwałego dochodu rozporządzalnego,

Niemcy zaczną oszczędzać jeszcze bardziej, potęgując procykliczność konsumpcji indywidualnej. Zdajemy sobie sprawę, że takie wnioskowanie może na pierwszy rzut oka przeczyć kolejnej obiegowej prawdzie o niesamowicie odpornym niemieckim rynku pracy. Jednak wysokie poziomy zatrudnienia po działaniach liberalizacyjnych z 2009 roku przestały dobrze odzwierciedlać dynamikę konsumpcji z uwagi na większe rozpowszechnienie zatrudnienia w niepełnym wymiarze - oczekiwania odnośnie dochodu gospodarstw domowych mogą być tym samym bardziej pesymistyczne niż te formułowane w oparciu o zagregowane dane o zatrudnieniu. W takiej sytuacji osiągnięcie celu inflacyjnego na poziomie lekko poniżej 2% może być w 2012 roku trudne (nieważne, że inflacja HICP znajduje się na poziomie 3%) - stąd nagła i nieoczekiwana zmiana kierunku polityki pieniężnej.

Fed widzi więcej i w dłuższym horyzoncie

Czy w takim razie członkowie FOMC są w takim momencie krótkowzroczni? Na pewno nie. Należy zauważyć, że FOMC niejako opuścił moment zacieśniania polityki pieniężnej przez ECB, stojąc twardo na stanowisku bardzo dużych ryzyk dla sfery realnej. Z perspektywy może się wydawać, że to właśnie taka diagnoza okazała się słuszną, zwłaszcza że w czasie podwyżek stóp ECB, FOMC ogłosił bezprecedensowe zobowiązanie do utrzymania niskich stóp procentowych „przynajmniej do połowy 2013 roku”. FOMC znów czeka i obserwuje rozwój sytuacji, będąc doskonale świadomym ryzyk dla gospodarki amerykańskiej, które po raz kolejny materializują się w najbliższej przyszłości. Może sobie tym samym pozwolić na potwierdzenie faktu pewnej poprawy w sferze realnej - jest to tylko i wyłącznie przekaz informacyjny, a oczekiwania pozostają pesymistyczne. Uważamy, że taki układ komunikatu jest jak najbardziej uzasadniony.

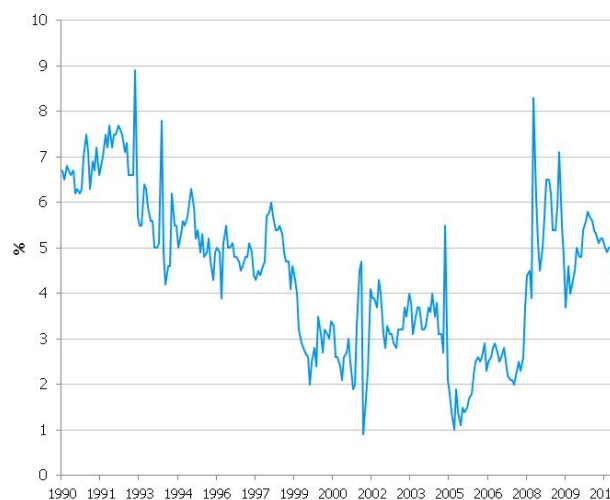
Przesuwanie konsumpcji = będzie gorzej

Znaczna część przyspieszenia w gospodarce amerykańskiej generowana jest na razie przez efekty jednorazowe, związane z realizacją odłożonych w czasie zakupów (stąd tak wysoki udział dóbr trwałych w konsumpcji indywidualnej), dotyczących między innymi importowanych samochodów. Trend ten nałożył się również z wymianą floty na samochody bardziej oszczędne, a więc w domyśle importowane, które nie były w dużej mierze dostępne na wiosnę i wczesnym latem. Problem ma jednak również drugie dno. Konsumenci amerykańscy, w przeciwieństwie do konsumentów niemieckich, nie mają oporów przed zmniejszeniem stopy oszczędności (lub innymi słowy konsumpcją w poczet przyszłego dochodu lub konsumpcją w poczet bieżącego majątku). W konsekwencji stopa oszczędności osiągnęła znowu najniższy poziom od 2007 roku.

Tymczasem jak dotąd nic nie usprawiedliwia widocznego optymizmu zakupowego. W pierwszej kolejności zauważmy, że ostatni „szal zakupowy” (a szczególnie ostatnia jego faza - patrz wykres 4) wygenerował się wbrew spadającym indeksom optymizmu konsumentów, a tego rodzaju rozbieżności kończą się zawsze ograniczeniem konsumpcji. Biorąc pod uwagę duże znaczenie oczekiwań z rynku pracy w formowaniu tego optymizmu - taka konfiguracja wspiera tezę o zrealizowaniu zaplanowanych wcześniej zakupów, a nie popytu który pojawił się nagle wskutek obecnej niewielkiej poprawy sytuacji gospodarczej. Co więcej, miara bieżącego dochodu z pracy prezentowana w ramach Employment Cost Index (ECI) przez BLS odnotowała w III kwartale tapnięcie do 1,2% SAAR (ze średnio 1,9% SAAR od początku 2009 roku). Nie tylko więc liczba ludzi bez pracy pozostaje wysoka, lecz również obniża się średnia płaca otrzymywana przez pracujących. Sugeruje to, że konsumpcja na początku 2012 roku

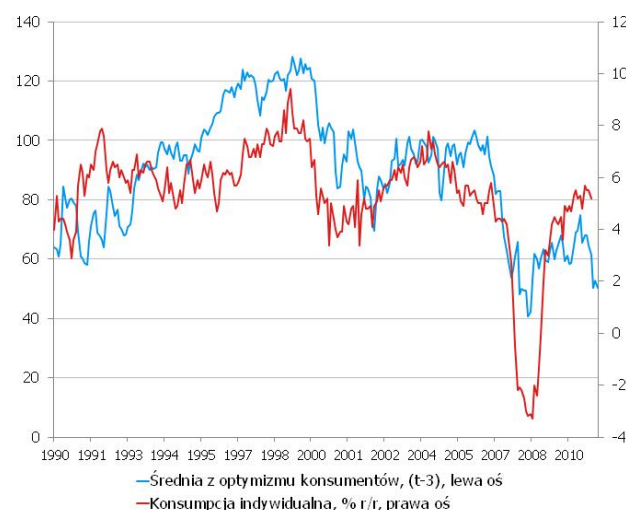
zannotuje prawdopodobnie ujemną kontrybucję do wzrostu PKB.

Wykres 3: Stopa oszczędności w USA



Źródło: BEA

Wykres 4: Konsumpcja i optymizm konsumentów w USA



Źródło: BEA, BLS

Uczymy się czytać prognozy Fed

Niewykluczone zatem, że ryzyko double-dip ponownie wróci do dyskusji na początku 2012 roku, kiedy nie tylko zastrajkują konsumenci, ale przez gospodarkę przetoczy się prawdopodobnie kolejna fala cięcia wydatków przez władze centralne i lokalne. Uważamy, że taki scenariusz jest już widoczny w prognozach przygotowanych przez członków FOMC i tym samym QE3.0 nie wymaga już pozostawienia pytania „czy?” tylko raczej „kiedy?”. Uważamy przy tym, że konieczność dalszej stymulacji monetarnej wynika bezpośrednio z przedstawionych prognoz, co zgodne jest zresztą z kierunkiem polityki komunikacyjnej Fed (przypominamy, że jednym z pomysłów opracowanych przez Janet Yellen, który miał służyć komunikacji ilościowych celów polityki pieniężnej przez FOMC, było przemyślenie ich właśnie w prognozach średnioterminowych). Zauważmy, że listopadowe prognozy zakładają (w najgorszym przypadku) obniżenie stopy bezrobocia o 0,7pp. do końca 2013 roku. Patrząc na zależność NFP i zmian stopy bezrobocia można wnioskować, że takie obniżenie stopy bezrobocia wymagałoby średnio, aby liczba zatrudnionych rosła o nieco ponad 200 tys. miesięcznie, co już dzisiejszej perspektywy



wygląda jak lot w kosmos, a biorąc pod uwagę perspektywę obniżenia PKB wydaje się niemożliwe. Ergo, obecne prognozy FOMC przygotowane zostały przy założeniu większej stymulacji monetarnej (każdy z członków, który dostarcza prognozę dokonuje jej przy optymalnym dla niego kształcie polityki pieniężnej), która warunkuje szybszą poprawę aktywności niż ta, z którą obecnie mamy do czynienia.

QE3.0 - kiedy?

Na co zatem czeka Fed z wprowadzeniem kolejnego poluzowania ilościowego, zwłaszcza że po listopadowym posiedzeniu zwoleńnicy QE3.0 wypowiadający się w mediach zostali skutecznie spacyfikowani a jedynym głosem sprzeciwu był głos Evansa (sugeruje to spore zadowolenie jastrzębi Plossera, Fishera oraz Kocherlakoty z obecnego kursu polityki Fed)? Po pierwsze, Ben Bernanke może budować większą koalicję w łonie FOMC i czekać na odejście jastrzębi (Plosser, Fisher) które nastąpi na początku przyszłego roku. Po drugie, FOMC może czekać na rozstrzygnięcie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro - już teraz wiadomo, że doszło przynajmniej do jednego spotkania FOMC poza wyznaczonymi terminami, na którym dyskutowane były prawdopodobnie działania związane z ewentualnym bankrutstwem Grecji, czy eskalacji problemów z obsługą zadłużenia we Włoszech. Po trzecie, FOMC może wyczekiwać na szczegóły dotyczące prac senackiej komisji konsolidacyjnej. Po czwarte wreszcie, wszystkie dotychczasowe rundy QE były poprzedzone znacznym obniżeniem aktywności gospodarczej (głównie zahamowaniem poprawy na rynku pracy) - tym razem prawdopodobnie FOMC również czeka na sygnał do działania.

QE3.0 - jak?

Najbardziej prawdopodobnym sposobem implementacji kolejnego poluzowania ilościowego będzie skup MBS, jako że rynek papierów rządowych z dotychczasowym celem w okolicach 10Y jest już wyraźnie przetrzebiony (w rękach FOMC znajduje się kilkanaście procent rynku). Celowanie w rynek nieruchomości ma - oprócz walorów czysto technicznych - znaczenie ekonomiczne. Obecna recesja różniła się od poprzednich tym, że tąpnięciu na rynku nieruchomości (pęknięciu bańki), który był preludium do recesji, nie towarzyszyło późniejsze odbicie tego rynku, które zwykle generowało sporą część ożywienia po recesji, inicjowaną jeszcze w okolicach dołka cyklu koniunkturalnego z uwagi na niski poziom stóp procentowych.

Obecnie mechanizm ten przestał działać ze względu na olbrzymie straty w majątku gospodarstw domowych, obniżenie mobilności konsumentów i zmniejszenie obrotu na rynku nieruchomości, dużą podaż na rynku wtórnym i niechęć do kredytowania (pomimo korzystnych warunków podaźowych) z uwagi na niepewne perspektywy na rynku pracy. Koncentracja zakupów na ultra-długim końcu krzywej dochodowości (i to w dodatku w segmencie instrumentów sekurytyzowanych) ma wszystkie zalety zakupów treasuries w sensie uwalniania środków pieniężnych i dodatkowo obniża koszty finansowania (znacjonalizowanych już) agencji (Fannie, Freddie, Ginnie), które mogą w ostatecznym rozrachunku zaangażować się w większą stymulację rynku nieruchomości inspirowaną choćby przez administrację Obamy (już od dłuższego czasu mówi się o kolejnym pakiecie fiskalnym - dlaczego zatem nie połączyć wysiłków polityki monetarnej i fiskalnej w jednym posunięciu? Biorąc pod uwagę powyższe ograniczenia uważamy, że FOMC zdecyduje się na QE3.0 na początku przyszłego roku.

ECB tnie na razie „tylko” stopy procentowe

Co zatem z ECB? Scenariuszem na najbliższe miesiące są dalsze

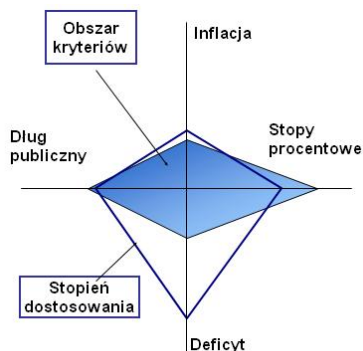
obniżki stóp procentowych. Trudno jednak wyrokować, czy dalszy ruch zostanie przeprowadzony już w grudniu, czy może odłożony na styczeń - patrz wcześniejsze uwagi o zaskoczeniu ostatnią obniżką. Uważamy jednak, że w obecnych warunkach trudno stawiać granicę odnośnie wysokości docelowych stóp procentowych, zwłaszcza historyczne 1% minimum jest granicą wyłącznie mentalną i nic nie stoi na przeszkodzie „japonizacji” stóp procentowych także w strefie euro, zwłaszcza że stymulacja niższymi stopami procentowymi w kolejnym epizodzie recesyjnym tuż po poprzedniej recesji musi być znacznie mniej skuteczna z uwagi na nadwyrężoną kondycję bilansową podmiotów ekonomicznych. Tym samym spodziewamy się, że stopy procentowe zostaną obniżone do 0,75-0,5% prawdopodobnie jeszcze do połowy przyszłego roku. Nie możemy z całą pewnością wykluczyć, że nowy szef ECB nie sięgnie bo bardziej wyszukane narzędzia, podobne do tych stosowanych w Japonii, Wielkiej Brytanii i USA. W celu posunięcia Securities Markets Programme (SMP) do poluzowania ilościowego wystarczy odejść od sterylizacji dotychczasowych zakupów, bądź też rozszerzyć program zakupu obligacji zabezpieczonych także na inne papiery; w tym kontekście stworzenie wspólnych papierów europejskich (czy to formie Euro Safe Bonds czy też Eurobonds) rozwiązywałoby problem doboru portfela.

Marcin Mazurek

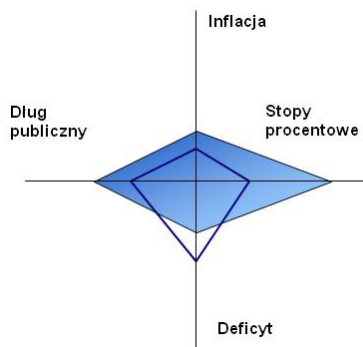
Kryteria konwergencji*

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,97% (wrzesień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,93% (wrzesień 2011)
- Deficyt budżetu: <3,0% PKB
- Dług publiczny: <60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

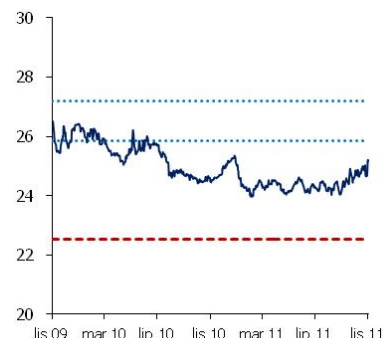
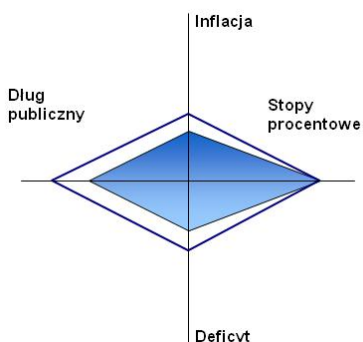
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

POLSKA


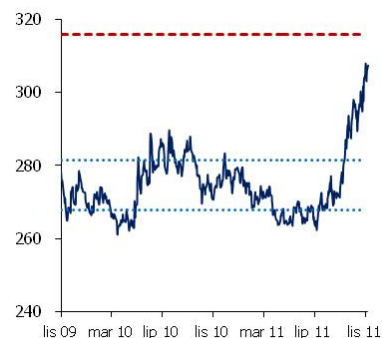
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,5% (wrzesień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,71% (wrzesień 2011)
- Deficyt budżetu: 7,9% PKB (2010)
- Dług publiczny: 55,0% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie


CZECHY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,9% (wrzesień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,14% (wrzesień 2011)
- Deficyt budżetu: 4,7% PKB (2010)
- Dług publiczny: 38,5% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie


WĘGRY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (wrzesień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,88% (wrzesień 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

Przez ostatnie tygodnie, pomimo zawirowań z greckim referendum przeważało nastawienie risk-on, co wspierało polskie obligacje. Inwestorzy, jeśli w ogóle sugerowali się polskimi danymi, postrzegali je w kategoriach wpływu na politykę fiskalną - lepsze dane ze sfery realnej to lepsze wyniki budżetu, co naturalnie wspierało zmniejszenie premii za ryzyko w dłuższych papierach.

Pomimo braku szczegółów rozwiązań zaakceptowanych na szczycie UE i przesunięciem na pierwszy plan sytuacji politycznej we Włoszech przez najbliższe tygodnie ma szansę utrzymać się relatywnie zwiększony apetyt na ryzyko na globalnych rynkach finansowych. Inwestorzy docenili przerwanie politycznego impasu i niezrealizowanie się najbardziej pesymistycznych scenariuszy dla strefy euro. Pomimo, iż cały czas obecne pozostaje ryzyko operacyjne związane z wdrażaniem postanowień szczytu obecnie wyprzedanie ryzykownych aktywów sięgnęło limitu i z technicznego punktu widzenia może sprzyjać kontynuacji poprawy sentymentu na tychże aktywach.

Pozytywne zaskoczenia wynikami spółek giełdowych i danymi makro w USA zmniejszają ryzyko double dip, ale nie zmieniają faktu, że gospodarce daleko do wygenerowania presji inflacyjnej, czy spadku bezrobocia, które miałyby zwiastować rychłe zakończenie ery zerowych stóp procentowych. Co więcej, niefortunne sformułowanie strategii polityki monetarnej jako utrzymanie stóp Fed bez zmian do 2013 roku zaczyna coraz bardziej uwierać FOMC i sugeruje wprowadzenie bezpośrednich celów dla stopy bezrobocia i inflacji (np. 7% i 3%). Zmiana ta mogłoby wpłynąć na argumentację w Fed i otworzyć drogę do kolejnej rundy poluzowania ilościowego, wspierającego zarówno anemicznie odbijającą gospodarkę USA, jak i procesy rekapitalizacji w strefie euro. Wizja QE3 wspierać powinna również aktywa Emerging Markets w tym polskie obligacje.

W listopadzie spodziewamy się dwóch sekwencji zdarzeń - jedna o bardziej i druga o mniej pozytywnym wpływie na polskie obligacje. Pierwszą sekwencję rozpoczęło już posiedzenie ECB, które przyniosło obniżenie prognoz PKB i obniżkę stóp procentowych. Oczywistym efektem był spadek polskich stóp rynkowych. Kolejno, po kilku tygodniach milczenia, liczymy na bardziej wyraźne deklaracje ze strony polskiego rządu, premiera, prezydenta. Deklaracje te, biorąc pod uwagę wynik wyborów i zdecydowanie korzystniejszy niż cztery lata temu układ sił politycznych (SLD i Palikot w odwodzie), mogą dotyczyć mniej popularnych społecznie reform i zmian o charakterze strukturalnym (może być to podobnie jak w szeregu krajów rozwiniętych zmiana wieku emerytalnego lub uporządkowanie systemu podatkowego), a co za tym idzie mogą być wydarzeniem skutkującym w kilku miesięcznej perspektywie poprawieniem polskiego ratingu. Ta pierwsza sekwencja powinna prowadzić do zdecydowanego obniżenia rentowności polskich obligacji. Najsilniej jednak powinny obniżyć się rentowności długich papierów (kontynuacja spadku ryzyka, systematycznie wspierana dobrymi perspektywami dla budżetu i zmniejszającymi się potrzebami pożyczkowymi - patrz ok. 11 mld zysku z NBP w 2012r).

Drugą sekwencję zdarzeń powinno rozpocząć posiedzenie RPP i publikacja projekcji inflacyjnej. RPP w dużej mierze pod wpływem zmienności złotego, ale również bieżących dobrych danych ze sfery realnej, ani myśli o szybkich obniżkach stóp, projekcja potwierdzi tylko rozterki tego gremium. Negatywny sentyment na krótkiej stopie pogorszyć może publikacja danych o inflacji (znów wyraźnie powyżej 4%) i przyzwoitych danych ze sfery realnej. W efekcie listopad powinien przynieść dalsze wyplaszczanie krzywej

dochodowości - obstawiamy jednak, że pomimo niespodzianek inflacyjnych i dość jastrzębiej retoryki RPP zrealizuje się bullish flattener.

Negatywne co do natury dla polskich aktywów procesy rekapitalizacji w strefie euro nie powinny być w listopadzie jeszcze czynnikiem decydującym o sentymencie (ciągle brak szczegółów rozwiązań, dopiero sonduje się drogi ograniczenia wzrostu RWA i zaangażowania polskich spółek córek w polskie papiery skarbowe). Proces ten może silniej oddziaływać na ceny polskich papierów dopiero w kolejnych miesiącach. Oceniamy, że w listopadzie czynnikami wspierającymi wzrost cen polskich obligacji będzie niedoważenie i stosunkowo wysoki poziom cashu w OFE.

Rynek walutowy

Złoty przez ostatni miesiąc w zasadzie nie zmienił swojej wartości do euro, poruszając się w przedziale 4,2680-4,4888. Wysoka zmienność wygenerowana została przede wszystkim przez korzystny wynik wyborów parlamentarnych (dolna granica przedziału) w połączeniu z napięciami na peryferiach strefy euro - maksima kursowe zanotowane zostały pod nieobecność krajowych inwestorów 1 listopada, tuż po ogłoszeniu decyzji o uzależnieniu konsolidacji fiskalnej w Grecji od referendum. W ostatnim okresie czynniki krajowe były wsparciem dla krajowej waluty (lepsze dane ze sfery realnej, dość jastrzębia RPP, wciąż wysoka inflacja) co potwierdzają wskazania naszego modelu: złoty pozostawał znacznie silniejszy niż wynikałoby to z korelacji z ryzykiem oraz wydarzeniami w regionie.

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.

Źródło: Bloomberg

Ze względu na jastrzębią retorykę RPP obniżka stóp procentowych przez ECB (zwiększenie dysparytetu stóp) wpłynęła na niewielkie umocnienie złotego. Uważamy, że nadchodząca decyzja polskiej Rady powinna pozostawać neutralną - patrz sekcja polityka monetarna i wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej. W najbliższym czasie pewien pozytywny wpływ na polską walutę powinna przynieść zapowiedź reform strukturalnych rządu (emerytury mundurowe i wiek emerytalny, KRUS, podatek dochodowy dla rolników), jednak nie można wykluczyć, że większość tych reform została już zdyskontowana wraz z korzystnym wynikiem wyborów parlamentarnych. Reasumując, nie spodziewamy się w najbliższym czasie radykalnych zmian w wycenie złotego. Polska waluta pozostanie przede wszystkim pod wpływem dalszych nieoczekiwanych wydarzeń jednorazowych (niepokoje na peryferiach, konsolidacja fiskalna we Włoszech i we Francji), które generują ryzyko gwałtownego osłabienia, przy NBP występują-



cym w roli siatki bezpieczeństwa (interwencje). Nie spodziewamy się przy tym, że już w perspektywie najbliższych tygodni złoty znajdzie się pod presją ze strony krajowych danych realnych, gdyż te pozostaną niezłe (łącznie z PKB), generując pewne ryzyko przeszacowania prognoz w górę na 2012 rok, nawet w obliczu postępującego spowolnienia w strefie euro. Z czysto technicznego punktu widzenia złoty pozostaje w trendzie deprecyjnym (taki jest układ średnich, na takie zachowanie wskazuje także nowo uformowany kanał, gdzie notowania znajdują się przy jego dolnym ograniczeniu). W krótszej jednak perspektywie zachowanie złotego będzie prawdopodobnie zablokowane ostatnimi ekstremami. O zmianie kierunku będzie można mówić dopiero po ich złamaniu.

Ernest Pytlarczyk
Marcin Mazurek

Sekcja specjalna - Zaskoczenia chodzą seriami

Doświadczenie analityków podpowiada, że dane realne zachowują się dużą regularnością w seriach miesięcznych - pozytywny odczyt początku często cały „dobry” miesiąc (podobnie dla negatywnych danych). Postanowiliśmy sprawdzić ten paradygmat. Analiza statystyczna potwierdza tę hipotezę i wskazuje, że podobne zjawisko zachodzi dla zaskoczeń (różnicy między wartością zrealizowaną i prognozowaną) z odczytów - zaprzeczając efektywności informacyjnej rynku (analitycy nie wykorzystują nowych publikowanych informacji do weryfikacji prognoz i co więcej - regularność zaskoczeń nie jest wyceniana przez rynek). Fakt ten w połączeniu w silnym wpływem zaskoczeń prognozami na wyceny instrumentów finansowych sugeruje możliwość wykorzystanie powyższych zależności w predykcji zmian instrumentów w największym stopniu odzwierciedlających wpływ czynników lokalnych np. kontraktów FRA.

Nasze comiesięczne prognozy danych makroekonomicznych z polskiej sfery realnej bazują na wielu spostrzeżeniach dotyczących struktury danych, sezonowości, zachodzących trendów i zależności. Długoterminowe relacje i fazy cyklu koniunkturalnego nie zawsze muszą być odzwierciedlone w spójnych zmianach krótkookresowych wskaźników i są zaburzane często przez jednorazowe czynniki, tym bardziej że publikacje z polskiej gospodarki najsilniej wpływające na zmiany na rynkach prezentowane są najczęściej w postaci rocznych stóp wzrostu (których zmiany zależą silnie od bazy statystycznej). Zauważyliśmy jednak, że najważniejsze comiesięczne publikacje danych z polskiej sfery realnej są silnie skorelowane, a zatem pierwsza publikacja w danym miesiącu pozwala z dużym prawdopodobieństwem przewidzieć kolejne odczyty pozostałych danych, a także przyszłe wywołane nimi zaskoczenie rynku wynikające z odstępstwa odczytu od prognoz (o wpływie tak rozumianych zaskoczeń na rynki finansowe pisaliśmy w poprzednich miesięcznikach). Przewidując zaskoczenia rynku i znając ich historyczny wpływ na notowania różnych instrumentów jesteśmy w stanie przewidzieć ruchy samego rynku w perspektywie krótkoterminowej (wyznaczonej przez publikacje z danego miesiąca). Oczywiście nowe odczyty ze sfery realnej nie są jedynym czynnikiem determinującym zmiany na rynkach, zatem stopień objaśnienia tych zmian nie przekracza zwykle 50%, jednak dokładna analiza danych i testy statystyczne potwierdzają istotność zaobserwowanych zależności. Do badania wykorzystujemy trzy zmienne w postaci rocznych stóp wzrostu: płace, produkcję przemysłową i sprzedaż detaliczną (do analizy zależności samych odczytów dokładamy także PMI). Jako instrument rynkowy używany do detekcji zmian na rynkach używamy stawek FRA 3x6 przybliżających krótkoterminowe (a więc najpełniej odzwierciedlające zmiany wywołane czynnikami lokalnymi) oczekiwania co do zmian stawek Wibor i pośrednio stóp NBP.

Silna zależność comiesięcznych odczytów ze sfery realnej

Kolejność publikacji danych przez GUS jest niezmienna (przynajmniej od początku 2007r., czyli w wybranej próbie badania) - pierwsze w kolejności publikowane są dane o płacach (15-19 dzień miesiąca), następnie dane o produkcji przemysłowej (17-21) i miesiąc zamykany jest publikacją biuletynu statystycznego ze sprzedażą detaliczną (po 23 dniu miesiąca). Dodatkowo w pierwszych dniach miesiąca publikowany jest odczyt PMI dla polskiego przemysłu.

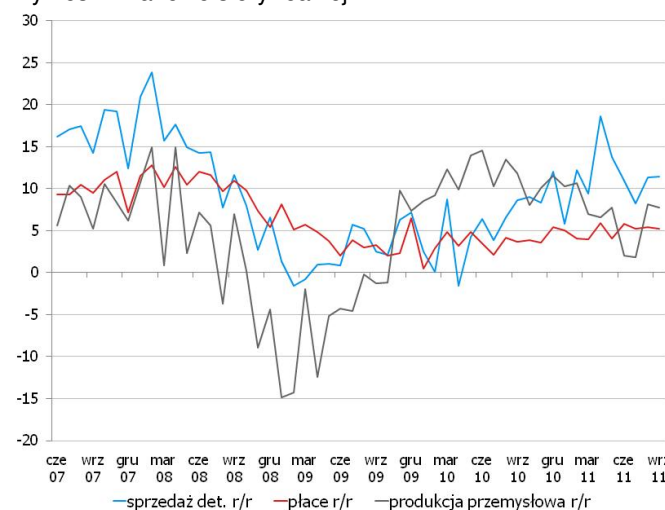
Pierwszą badaną hipotezą będzie zależność comiesięcznych odczytów ze sfery realnej. Macierz korelacji wymienionych zmiennych przedstawia Tabela A. Test hipotezy zerowej mówiącej o braku zależności między odpowiednimi parami zmiennych oparty na współczynniku korelacji (z wykorzystaniem przekształcenia Fishera) wskazuje na brak podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej tylko dla pary płace/produkcja (p-value wynosi 0,183), a zatem istotna dodatnia zależność występuje między parami zmiennych płace/sprzedaż i produkcja/sprzedaż oraz pmi/produkcja i pmi/sprzedaż.

Tabela A: Macierz korelacji dla zmiennych realnych

	pmi	płace	produkcja	sprzedaż
pmi	1	-0,048	0,817	0,479
płace		1	0,10	0,68
produkcja			1	0,56
sprzedaż				1

Źródło: GUS, Obliczenia własne

Wykres 1: Dane ze sfery realnej



Źródło: GUS

Współczynnik korelacji określa nie tylko kierunek, ale także siłę liniowej zależności. Chcąc dokładniej przyjrzeć się zależności samego kierunku zmian w comiesięcznych danych (jego zgodność jest najistotniejsza z punktu widzenia przeprowadzanej analizy - interesuje nas jednoznaczność sygnałów ze sfery realnej i ich spójne oddziaływanie na rynki) wykorzystamy statystyki rangowej korelacji. Testy oparte na współczynnikach Spearmana i Kendalla wskazują na te same pary zmiennych o dodatniej zależności dla zmian kierunków (to znaczy wzrosty idą w parze ze wzrostami, a spadki ze spadkami). Dodatkowo potwierdzamy uzyskane dla kierunków zmian wyniki testem niezależności chi-kwadrat bazującym na tablicach kontyngencji (Tabela B). Choć na pierwszy rzut oka proporcje w tabeli nie wskazują na silną zależność między kategoriami binarnymi (wzrost/spadek), to dokładny test statystyczny odrzuca hipotezę o niezależności zmiennych na poziomach istotności 1% i 5% odpowiednio dla par zmiennych płace/sprzedaż i produkcja/sprzedaż oraz pmi/produkcja (test chi-kwadrat nie potwierdza zależności dla zmiennych pmi/sprzedaż). Zbadaliśmy także łączny rozkład zmian kierunków wybranych zmiennych, aby potwierdzić ich łączną zależność. Przy założeniu braku zależności teoretyczny rozkład dla trzech zmiennych binarnych powinien być wielomianowy z prawdopodobieństwem przyjęcia każdej z dwóch wartości (wzrost lub spadek) przez

każdą z trzech zmiennych (płace, produkcja, sprzedaż) równym 0,5. Zatem prawdopodobieństwo zgodnej zmiany kierunku odczytu (wzrost lub spadek) wszystkich trzech zmiennych w danym miesiącu wynosiłoby 0,25. Z danych empirycznych wynika, że na obserwowanej próbie wartość ta wyniosła 0,422 czyli prawie dwukrotnie przewyższyła teoretyczną wartość wyliczoną przy założeniu niezależności zmiennych. Możemy zatem wnioskować, że łączna zależność między wybranymi zmiennymi jest silnie dodatnia. Analogiczna analiza dla czterech zmiennych (po dodaniu PMI) także potwierdza łączną zależność kierunków zmian - empiryczna wartość prawdopodobieństwa na poziomie 0,241 przewyższa teoretyczną 0,125 wskazując na znacznie częstszą niż przy niezależności odczytów sytuację czterech identycznych zmian kierunku.

Powyższa analiza wskazuje na łączną zależność siły i kierunku odczytów comiesięcznych danych ze sfery realnej polskiej gospodarki. Potwierdza to hipotezę, że pierwszy odczyt (w tym wypadku PMI lub płace) determinuje z dużym prawdopodobieństwem kolejne (produkcja, sprzedaż detaliczna). Ta własność powinna wpływać na weryfikację prognoz analityków zgodnie z efektywnością informacyjną rynku - w dalszej części sprawdzamy czy zjawisko to ma miejsce.

Tabela B: Tablice kontyngencji (dla okresu 11.2004-10.2011)

	wzrost	spadek
płace/sprzedaż		
wzrost	32,9%	14,6%
spadek	19,5%	32,9%
produkcja/sprzedaż		
wzrost	32,1%	19,0%
spadek	20,2%	28,6%
pmi/produkcja		
wzrost	30,0%	17,25%
spadek	21,25%	31,25%

Źródło: GUS, Obliczenia własne

Skorelowane błędy prognoz

Zakładając spójność scenariuszy zawartych w prognozach analityków należałoby się spodziewać, że silna dodatnia zależność publikacji danych makroekonomicznych pociągnie ze sobą minimalizację błędów prognoz kolejno publikowanych danych. Efektywność informacyjna rynku powinna bowiem wpływać na weryfikację prognoz (którą umożliwia Bloomberg) po każdym nowym odczytzie, a także uwzględnienie jej w wycenach rynkowych. Korzystając z konsensusów prognoz z Bloomberg (ostatecznych) sprawdziliśmy, że efektywność rynku jest zachwiana - to znaczy nie następuje odpowiednia weryfikacja prognoz zmiennych makro oraz nie ma ona odzwierciedlenia w wycenach. W tym celu przeprowadziliśmy podobną analizę zależności zaskoczeń jak dla samych odczytów. Tabela C przedstawia macierz korelacji zaskoczeń (różnicę odczytu minus prognoza) dla omawianych zmiennych.

Tabela C: Macierz korelacji dla zaskoczeń

	płace	produkcja	sprzedaż
płace	1	0,211	0,444
produkcja		1	0,362
sprzedaż			1

Źródło: GUS, Bloomberg, Obliczenia własne

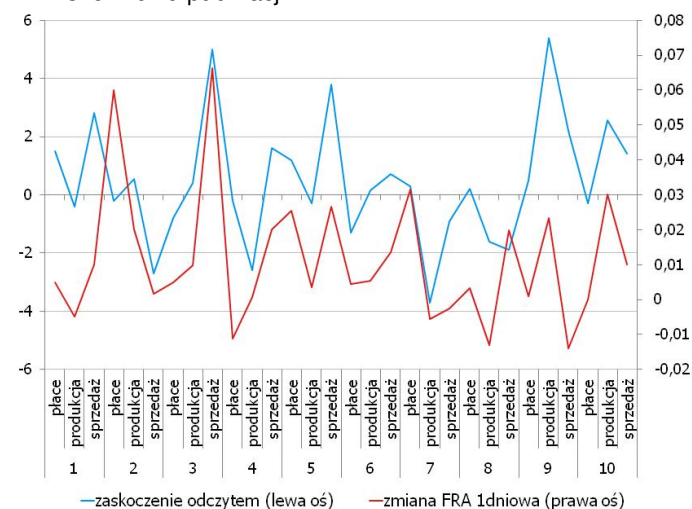
Test oparty na współczynniku korelacji odrzuca hipotezę o niezależności zaskoczeń dla par zmiennych płace/sprzedaż

oraz produkcja/sprzedaż na poziomie istotności 0,01, zaś dla pary płace/produkcja na poziomie istotności 0,05. Testy oparte na współczynnikach rangowych przeprowadzone dla szeregów zaskoczeń odrzuciły hipotezę o niezależności kierunku (zaskoczenie pozytywne/negatywne) odpowiednio na poziomach istotności 0,01 oraz 0,1, zaś test chi-kwadrat odrzucił tę hipotezę tylko dla pary produkcja/sprzedaż (p-value równe 0,04). Analiza wystąpienia takich samych co do kierunku zaskoczeń dla trzech wybranych zmiennych łącznie wskazała, że prawdopodobieństwo empiryczne przewyższa teoretyczne wyliczone przy założeniu niezależności (0,314 wobec 0,25), a zatem kierunek zaskoczeń jest dodatkowo zależny dla wybranych trzech zmiennych. Istotna jest także zależność między zaskoczeniami sprzedażą (z_s), a produkcją (z_{pr}) i płacami (z_p), co przedstawia liniowe równanie regresji objaśniające zaskoczenie odczytem sprzedaży detalicznej przez wcześniej obserwowane zaskoczenia płacami i produkcją na poziomie 34% (równanie: $z_s = 0,301z_{pr} + 0,88z_p$). **Analiza potwierdza brak efektywności rynku i wskazuje lukę do wykorzystania w predykcji przyszłej zmienności instrumentów zależnych od czynników lokalnych.**

Wpływ zaskoczeń na rynki

W poprzednich miesięcznikach dokładniej analizowaliśmy wpływ zaskoczeń na rynki finansowe. Okazuje się, że zaskoczenie wybranymi zmiennymi realnymi istotnie statystycznie wpływa na dzienne ruchy stawek FRA 3x6 (jak już wspominaliśmy - krótkoterminowe kontrakty dobrze odzwierciedlają zmiany czynników lokalnych), a więc kierunek zmian zmiennych realnych determinuje oczekiwania na przyszłe zmiany stóp procentowych (poziomy objaśnienia R-kwadrat na poziomie ok. 15%). Skumulowany w czasie szereg zaskoczeń (patrz Wykres 2) wykazuje korelację z dziennymi ruchami stawek FRA 3x6 na poziomie ok. 50%. Co ciekawe, od początku roku ta wartość rośnie - licząc korelacje w ruchomym oknie, a zatem scenariusz kreślony przez zmienne makroekonomiczne wywiera coraz większy wpływ na oczekiwania na zmiany rynkowe.

Wykres 2: Zaskoczenie odczytem (płace, produkcja i sprzedaż) w okresie styczeń-październik 2011 oraz 1-dniowe zmiany stawek FRA 3x6 w dniu publikacji

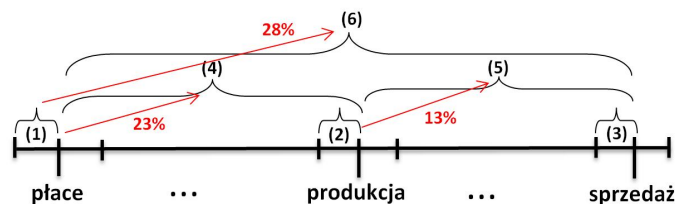


Źródło: GUS, Bloomberg

Ostatecznym potwierdzeniem postawionej hipotezy o zależności odczytów zmiennych realnych, ich zaskoczeń i wpływu zaskoczeń na ruchy stawek FRA jest analiza obserwowanych zależności 1-dniowych (po pierwszym odczytzie) zmian w stawkach FRA

3x6 i zmian w tych stawkach od pierwszej do kolejnej publikacji (odpowiednio (4) i (6) w reakcji na (1), (5) w reakcji na (2) na schemacie D). Regresje wskazują na istotność przedstawionych zależności. Stopień objaśnienia zmian FRA 3x6 po odczycie produkcji przez zmianę stawek po odczycie płac wynosi 23% (regresja (4) na (1)), zmian po odczycie sprzedaży objaśnianych przez zmiany po płacach wynosi 28% (regresja (6) na (1)) oraz 13% dla reakcji zmian sprzedaży po odczycie produkcji ((5) na (2)).

Schemat D: Schemat publikacji



Źródło: GUS, obliczenia własne

Analiza zależności zmian kierunku oparta na teście chi-kwadrat prowadzi do odrzucenia hipotezy o niezależności 1-dniowych zmian stawek FRA 3x6 w reakcji na odczyt produkcji (2) i w reakcji na odczyt sprzedaży (5) na poziomie istotności 0,01 oraz analogicznie dla płac (1) i sprzedaży (6) na poziomie istotności 0,02. Co więcej teza o spójnym kierunku wpływu zaskoczeń (a więc jednokierunkowym charakterze odczytów) znajduje także odzwierciedlenie w analizie 1-dniowych zmian stawek FRA po publikacjach - zmiany w tym samym kierunku (wzrost/spadek) dla trzech analizowanych dat publikacji zachodzą empirycznie z prawdopodobieństwem 0,28, podczas gdy teoretycznie przy założeniu niezależności prawdopodobieństwo to wynosi 0,11, zatem kierunki zmian stawek w dniach publikacji omawianych zmiennych także są zależne dodatnio.

Przeprowadzona analiza potwierdza silny wpływ zaskoczeń na zmiany wycen instrumentów finansowych oraz nieefektywność rynku na przykładzie kontraktów na stopę procentową - informacje i zależności, którymi teoretycznie mogliby dysponować uczestnicy rynku już po pierwszej z serii publikacji nie są odzwierciedlone w cenach instrumentów finansowych i dochodzi do „przewidywalnych” zmian rynkowych po publikacji kolejnych danych (dowodem jest silna korelacja zmienności cen instrumentów po kolejnych publikacjach).

Pierwsza publikacja daje najwięcej informacji

Powyższa analiza korelacji i wpływu zaskoczeń na zmiany i oczekiwanie rynku doprowadza do następujących wniosków:

- odczyty miesięcznych danych realnych z polskiej gospodarki są silnie dodatnio skorelowane,
- brak efektywności informacyjnej rynku implikuje, że zaskoczenia (rozumiane jako różnica rzeczywistego odczytu i konsensusu prognoz) także wykazują dodatnią zależność dla omawianych zmiennych,
- występuje (wraz z wydłużaniem próbki coraz silniejszy) wpływ zaskoczeń z danych realnych polskiej gospodarki na zmiany stawek FRA 3x6 (odzwierciedlające krótkookresowe oczekiwania na rynku stóp procentowych wynikające w dużej mierze ze zmian czynników lokalnych), a zatem:
- na podstawie wcześniej publikowanych odczytów jesteśmy w stanie antycypować nie tylko same późniejsze publikacje (po płacach odpowiednio produkcję i sprzedaż, po produkcji sprzedaż), ale także wywołane nimi przyszłe zmiany cen instrumentów (tu FRA 3x6) finansowych (przede wszystkim ich kierunek, w mniejszym stopniu siłę).

Paulina Ziemińska
Ernest Pytlarczyk



Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Listopad 2011	Grudzień 2011	Styczeń 2012
POLSKA			
Inflacja CPI	15	13	
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	21	19	
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	18	16	
PKB	30	-	-
Koniunktura gospodarcza	22	21	
Podaż pieniądza M3	14	14	13
Bilans płatniczy	15	13	13
Inflacja bazowa	22	20	
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	5
Posiedzenie RPP	8-9	6-7	
STREFA EURO			
Inflacja HICP	16	14	
PKB	15	-	-
Wskaźnik koniunktury ZEW	15	13	
Posiedzenie ECB	3	8	12
USA			
Inflacja CPI	16	16	19
PKB	22	22	27
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	4	2	6
Zamówienia na dobra trwałe	23	23	26
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	3
Posiedzenie Fed	1-2	13	24-25

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 OBROTCIE 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 UPRZEDNIEGO 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 UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.