

**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 Płuska
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
Prawie dziesięcioprocentowe, licząc od początku roku, umocnienie złotego może w najbliższych miesiącach prowadzić do obniżenia wskaźnika inflacji nawet o 0,6-0,8pkt proc. Dane ze sfery realnej i podwyższona inflacja za styczeń nie pozwolą jednak na szybki powrót oczekiwań na poluzowanie monetarne w Polsce. Zdecydowanie pozytywny dla sfery realnej wydzźwięk będzie miała również marcowa projekcja inflacyjna.	
Gospodarka polska	4
Wytracanie pędu przez polską gospodarkę okazuje się zatem bardzo łagodnym procesem mocno kontrastującym z epizodem spowolnienia w 2008/2009 roku.	
Gospodarka globalna - Czy ECB angażuje się w poluzowanie ilościowe? Tak!	6
ECB również angażuje się w poluzowanie ilościowe, jednak wprowadza je tylnymi drzwiami z uwagi na specyfikę strefy euro. LTRO będzie wspierał zarówno obligacje krajów peryferyjnych, jak i najbardziej bezpieczne obligacje z puli papierów emitowanych w strefie euro.	
Gospodarka globalna - Chiny: łagodne czy silne spowolnienie?	9
Od początku 2011 roku dynamika wzrostu PKB Chin systematycznie malała. Przyczyną tego zjawiska są efekty realizowanych reformy strukturalnych gospodarki oraz pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarki globalnej. Jeśli nie nastąpi dalsza eskalacja kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, a pojawiające się ożywienie w USA będzie kontynuowane, to spowolnienie wzrostu PKB Chin będzie łagodne.	
Euromonitor	11
Na rynku	12
Choć z uwagi na skalę ruchu i ryzyko zastopowania napływu pozytywnych informacji rośnie ryzyko korekty na rynku złotego i polskich obligacji, nie jest ono na tyle znaczące, aby zmienić nasze konstruktywne podejście do złotego i obligacji. Ze względu na wyższą korelację z ryzykownymi aktywami i złotym, obligacje z sektora 7 lat plus powinny w lutym zanotować najwyższe wzrosty.	
Sekcja specjalna - Scenariusze kreślone przez wskaźniki wyprzedzające dla strefy euro i Niemiec	15
Indeksy koniunktury znajdują się w punkcie przegięcia. Analiza wskazuje, że w średnim okresie także strefa euro w ślad za Niemcami powinna powrócić na ścieżkę wzrostu, choć ta perspektywa może się wydłużyć. Do realizacji tego scenariusza konieczny jest pozytywny krajobraz polityczny, który będzie wspierał sentyment i oczekiwania.	
Kalendarz publikacji danych	20

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

Wskaźnik	2008	2009	2010	2011	2012 F	
PKB r/r	5.1	1.6	3.8	4.3	2.8	
Inflacja (średnia w okresie)	4.3	3.5	2.8	4.3	3.6	
Saldo rachunku obrotów bież. (%PKB)	-5.3	-1.6	-4.5	-4.9	-3.6	
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	9.5	12.1	12.4	12.5	13.6	
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.00	
	2011	2011	2011	2011	2012	2012
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 F	Q2 F
PKB r/r	4.5	4.3	4.2	4.2	3.6	3.1
Inflacja (średnia w okresie)	3.7	4.2	4.1	4.6	4.1	3.7
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50

F - prognoza



Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Lip 2011	Sie 2011	Wrz 2011	Paź 2011	Lis 2011	Gru 2011	Sty 2012
PKB i produkcja							
PKB (%)			4.2				
Popyt krajowy (%)			3.2				
Spożycie indywidualne (%)			3.0				
Nakłady brutto na środki trwałe (%)			8.5				
Wartość dodana (%)			4.0				
w przemyśle (%)			5.5				
w budownictwie (%)			11.9				
w sektorze usług rynkowych (%)			5.3				
Produkcja przemysłowa r/r (%)	1.8	8.1	7.7	6.5	8.7	7.7	10.5
Produkcja przemysłowa m/m (%)	-6.0	4.3	13.0	-2.4	0.7	-4.9	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	8.2	11.3	11.4	11.2	12.6	8.6	13.8
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	0.7	1.1	1.3	4.1	-5.5	20.8	
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3611.6	3591.2	3581.9	3617.2	3682.2	4015.4	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	5.2	5.4	5.2	5.1	4.4	4.4	5.3
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	0.3	-0.6	-0.3	1.0	1.8	9.0	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	3.3	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	
Stopa bezrobocia (%)	11.8	11.8	11.8	11.8	12.1	12.5	13.2
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	-0.3	0	0.1	0.7	0.7	0.4	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	4.1	4.3	3.9	4.3	4.8	4.6	4.4
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	2.4	2.7	2.6	2.8	3	3.1	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	0.4	0.6	1.7	0.1	0.9	0.3	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	5.9	6.8	8.4	8.5	9.1	8.1	8.5
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	798.1	815.8	829.5	835.7	853.5	881.1	874.3
Podaż pieniądza r/r (%)	7.4	8.8	10.2	10.5	11.8	12.6	13.7
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	13.7	12.1	14.5	14.5	13.3	12.0	12.9
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	9.2	10.1	13.0	13.3	16.8	19.1	16.9
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	9.8	10.6	12.3	12.9	13.7	13.5	14.5
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	6.1	7.2	9.1	8.6	13.5	12.1	14.8
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1962	-1428	-1346	-1546	-1034	-1027	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.00	4.14	4.42	4.40	4.50	4.47	4.22
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2.78	2.88	3.30	3.17	3.35	3.45	3.23
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Stopa lombardowa (%)	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Stopa depozytowa (%)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
WIBOR 3M (%)	4.61	4.62	4.66	4.81	4.87	4.89	4.89
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.63	4.41	4.45	4.65	4.88	4.85	4.72
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	5.29	4.97	5.28	5.06	5.25	5.34	5.03
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	5.79	5.61	5.92	5.73	5.92	5.89	5.58
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.5	2.5	3.0	3.0	3.0	2.8	2.7
PKB w strefie euro r/r (%)			1.3				
Stopa podstawowa ECB (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.3	1.0	1.00
Inflacja w USA r/r (%)	3.6	3.8	3.9	3.5	3.4	3.0	
PKB w USA r/r (%)			1.8			2.8	
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

Jastrzębia retoryka RPP w styczniu

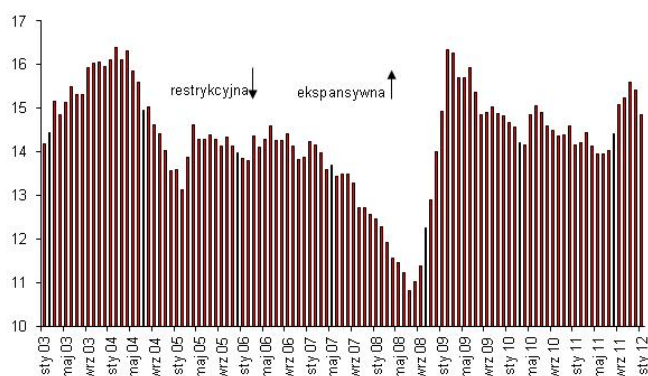
W styczniu RPP pozostawiła stopę bazową na poziomie 4,5%. Konsekwencją serii zaskoczeń wyższym wzrostem gospodarczym i inflacją było jednak wyraźne zaostrzenie retoryki Rady, która wskazała w komunikacie na wzrost prawdopodobieństwa kształtowania się podwyższonej inflacji w najbliższych miesiącach. Prezes Belka i kolejno pozostali członkowie Rady wskazywali na spadek prawdopodobieństwa obniżek stóp i wzrost prawdopodobieństwa ich podwyżek. Profesorowie Glapiński i Kaźmierczak pokusili się w wywiadach wręcz o przewidywania daty zacieśnienia monetarnego.

Zwrot w nastawieniu RPP potwierdziły też styczniowe „Minutes”. W dyskusji członkowie RPP z dużym optymizmem wypowiadali się o perspektywach gospodarczych. Zdaniem większości Rady osłabienie wzrostu gosp. okaże się mniejsze niż oczekiwano a wzrost PKB będzie również odporny na spowolnienie w Europie. Tym optymistycznym oczekiwaniom co do sfery realnej towarzyszyło rosnące, zwłaszcza po listopadowej niespodziance, zaniepokojenie RPP wysoką inflacją. Członkowie Rady wskazywali na istotne rewizje w górę prognoz inflacji na 2012 rok oraz wzrost oczekiwań inflacyjnych, co już raz w 2011 roku stało się bezpośrednią przyczyną zagęszczenia podwyżek stóp procentowych.

Jak duże jest ryzyko podwyżki stóp?

Na styczniowym posiedzeniu, już nie „niektórzy” ale „większość” RPP wskazała na możliwość podwyżek stóp w przyszłości. Scenariusz taki RPP warunkuje wprost: „gdyby aktywność gospodarcza uległa tylko nieznacznemu osłabieniu, a inflacja nie wykazywałaby wyraźnego trendu spadkowego” oraz gdy zakończony zostanie proces rewizji w dół prognoz dla strefy euro.

Wykres 1: Indeks restrykcyjności polityki monetarnej (MCI)

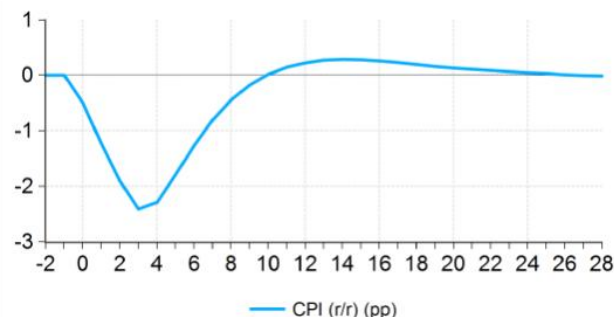


Źródło: NBP

Z powyższych trzech warunków dwa (pierwszy i ostatni) wydają się właśnie wypełniać. Obserwujemy skokowy wzrost indeksu PMI, silne wzrosty produkcji przemysłowej, inwestycji i kredytu dla firm. Od ponad dwóch tygodni obserwujemy również rewizje prognoz wzrostu gospodarczego dla strefy euro i przede wszystkim dla Niemiec. Obecnie konsensus prognoz banków zagranicznych wskazuje nawet nie na stagnację, a pozytywny wzrost PKB w Niemczech w 2012 roku. Średnia prognoz dla całej strefy euro podniosła się w ostatnim czasie o około 0,5 pkt. proc. Szybko nie będzie natomiast można zweryfikować warunku wyraźnego trendu spadkowego inflacji.

Prawie dziesięcioprocentowe, licząc od początku roku, umocnienie złotego znacząco zwiększa restrykcyjność polityki monetarnej. Umocnienie to może w najbliższych miesiącach prowadzić do obniżenia wskaźnika inflacji nawet o 0,6-0,8pkt proc. (patrz wykres z funkcją odpowiedzi na impuls z modelu NECMOD, szokiem jest 10% aprecjacja na bazie REER, NEER); gdyż skutki ostatniej deprecjacji i obecnej aprecjacji się nakładają. Zachowanie kursu złotego może istotnie wpłynąć na nastroje w samej Radzie, jako, że wyraźnie wydaje się odbiegać od konsensusu i obaw prezentowanych jeszcze niedawno przez członków Rady (słaby złoty wydawał się być problemem numer jeden dla tego gremium). Wśród czynników mogących ostudzić pro podwyżkowe zapędy RPP może znaleźć się również struktura wzrostu gospodarczego z mocno hamującą konsumpcją prywatną i publiczną oraz realizujące się zacieśnienie fiskalne.

Wykres 2: Odpowiedź inflacji na impuls kursowy



Źródło: GUS

W lutym stopy i komunikat bez zmian

Pomimo świadomości powyższych mechanizmów, duże „zajęstrzębienie” Rady w styczniu prawdopodobnie uniemożliwi istotne złagodzenie komunikatu i retoryki gremium już w lutym, gdyż groziłoby to utratą wiarygodności tego gremium. Zmian akcentów będziemy musieli szukać w wypowiedziach prezesa i poszczególnych członków RPP. Kanwą do łagodzenia retoryki może stać się wspomniane zrealizowane i oczekiwane umocnienie złotego. Dane ze sfery realnej i podwyższona inflacja za styczeń nie pozwolą jednak na szybki powrót oczekiwań na poluzowanie monetarne w Polsce. Zdecydowanie pozytywny dla sfery realnej wydźwięk będzie miała również marcowa projekcja inflacyjna (może ona uwzględniać umocnienie złotego i wskazywać również na niższą inflację). Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny scenariusz to wydłużenie okresu stabilizacji stóp procentowych NBP co najmniej do połowy roku.

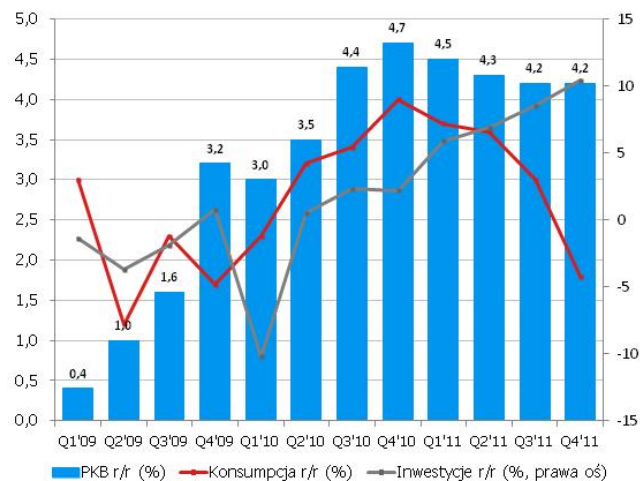
Marcin Mazurek
Ernest Pytlarczyk

Gospodarka polska

Silne momentum, ale istotne zmiany w strukturze wzrostu

W całym 2011 roku polski PKB wzrósł o 4,3%, co oznacza, że w IV kw. dynamika PKB mogła wynieść nawet więcej niż 4,1% r/r wobec 4,2% zanotowanych w III kw. Wytracanie pędu przez polską gospodarkę okazuje się zatem bardzo łagodnym procesem mocno kontrastującym z epizodem spowolnienia w 2008/2009 roku.

Wykres 1: PKB r/r



Źródło: GUS

Rozbicie PKB potwierdziło nasz pogląd co do „mechaniki” polskiego wzrostu gospodarczego. W IV kw. dynamika konsumpcji mogła obniżyć się do poziomu poniżej 2% r/r (wobec 3,0% w III kwartale). Oznacza to, że konsumenci, zgodnie z sugerowanym przez nas jeszcze w połowie 2011 roku scenariuszem, dotkliwie odczuli wpływ szoków cenowych i kursowych oraz uszczuplenie dochodu do dyspozycji (skumulowany ubytek popytu konsumpcyjnego szacujemy na ok. 1,4pkt proc.). Pozytywnie w ostatnim kwartale 2011 roku zaskoczyły natomiast inwestycje. Wzrost inwestycji mógł wynieść nawet powyżej 10% r/r (wobec 8,5% w III kwartale). W danych tych otrzymaliśmy potwierdzenie kontynuacji ożywienia inwestycji prywatnych, które mają do nadrobienia poważny ubytek zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw. Utrzymała się prawdopodobnie pozytywna kontrybucja inwestycji w infrastrukturę.

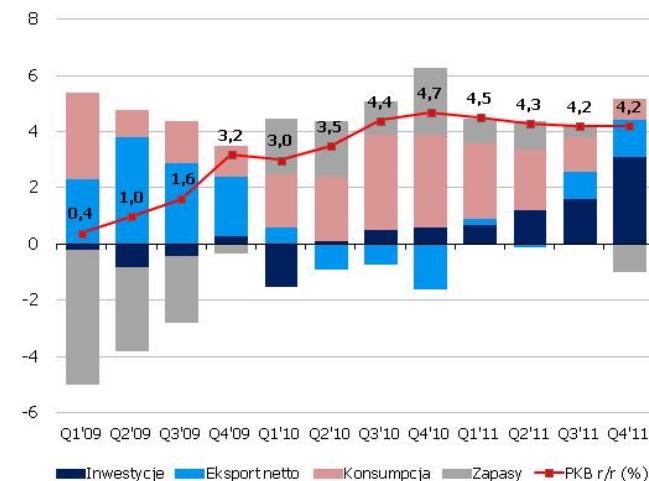
Wykres 2: Zdolności produkcyjne



Źródło: GUS

W IV kw. z całą siłą ujawniły się również automatyczne stabilizatory polskiej gospodarki z kursem walutowym na czele, co przełożyło się na prawdopodobnie przekraczającą 1,5 pkt proc. kontrybucję eksportu netto do wzrostu.

Wykres 3: Kontrybucje do wzrostu PKB



Źródło: GUS

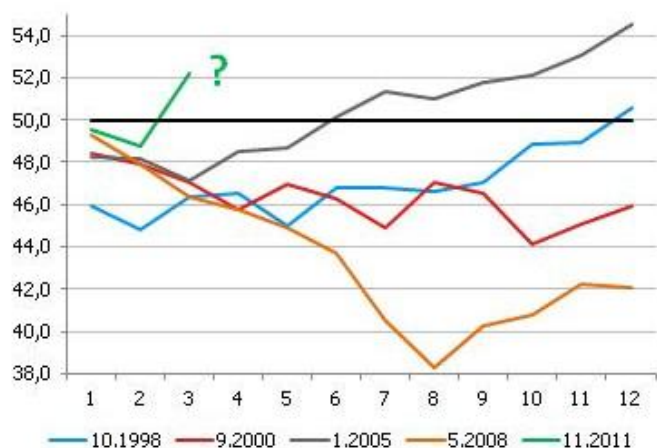
Wzrost indeksów koniunktury

Serie pozytywnych zaskoczeń publikacjami danych makroekonomicznych znalazły w styczniu odzwierciedlenie w indeksach koniunktury. Pozytywnie zaskoczyły zarówno indeksy publikowane przez GUS (do których, po kompletnym rozkorelowaniu z twardymi danymi na przestrzeni ostatnich lat przykładamy już minimalną wagę) oraz indeks PMI. Indeks PMI w polskim przemyśle wzrósł w styczniu o rekordowe 3,4pkt. do poziomu 52,2 pkt. powracając tym samym po 2 miesiącach na poziom powyżej granicznych 50 pkt. oddzielających recesję od ożywienia. W przeciwieństwie do poprzednich miesięcy przedsiębiorcy odnotowali wzrost nowych zamówień, co przyspieszyło wzrost produkcji oraz zahamowało spadek poziomu zatrudnienia zapoczątkowany w poprzednim miesiącu. Po największym od dwóch i pół roku spadku zarejestrowanym w grudniu, liczba nowych zamówień wzrosła w najszybszym tempie od sierpnia 2011r. i znacznie przekroczyła średnią długoterminową. Dane wskazały także na pierwszy od 8 miesięcy wzrost liczby zamówień eksportowych, część respondentów informowała o lepszym popycie z rynków europejskich. Wskazuje to na zmianę trendu proporcji nowych zamówień do produkcji, która od pół roku znajdowała się w trendzie malejącym wskazując raczej na generowanie nadwyżek zapasów i nadrabianie zaległości produkcyjnych niż wzrost realnego popytu. Kolejną oznaką ożywienia w sektorze płynącą z danych jest wzrost liczby środków produkcji zakupionych przez producentów, który nastąpił po 2 miesiącach spadków. Po stronie inflacyjnej wzrosły zarówno koszty produkcji, jak i ceny wyrobów gotowych. Inflacja kosztów produkcji przyspieszyła i ukształtowała na najwyższym poziomie od 9 miesięcy.

Stycyniowy odczyt potwierdził nasze oczekiwania co do znacznej poprawy sytuacji w sektorze przemysłowym, choć skala wzrostu nawet nas pozytywnie zaskoczyła. Tak duży wzrost może wiązać się z faktem odreagowania obciążonych sytuacją na rynkach finansowych oczekiwań przedsiębiorców w sytuacji nierealizowania się czarnych scenariuszy dla sfery realnej (uważane za wyprzedzające wskaźniki zatrudnienia i nowych zamówień

wzrastają ukazując podobne trendy jak np. indeksy Ifo z silnymi oczekiwaniami i stosunkowo stabilną, ale słabszą oceną sytuacji bieżącej). W historii badania podobny wzrost zanotowany był jedynie 2 razy w drugiej połowie 2009r. przepowiadając powrót indeksu do trendu wzrostowego. Trzeba jednak mieć na uwadze specyfikę obecnego cyklu - historycznie po spadku poniżej 50 pkt. indeks utrzymywał się tam średnio 17 miesięcy (najkrótszy taki spadek trwał 5 miesięcy). Ścieżka zmian PMI różni się istotnie od historycznych zachowań (patrz wykres).

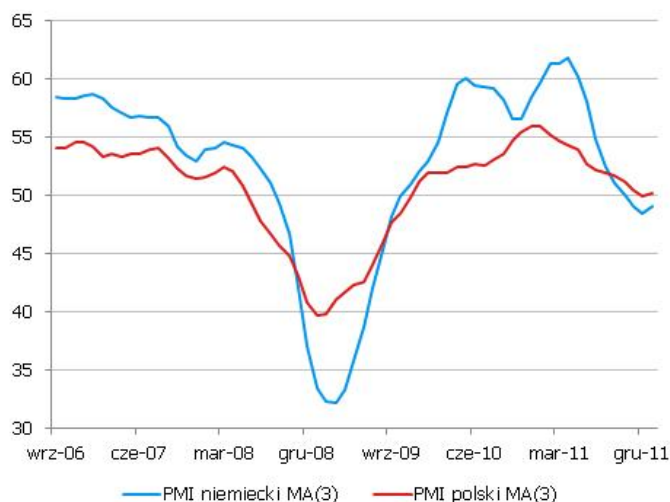
Wykres 4: Ścieżki PMI od pierwszego momentu spadku poniżej 50 pkt. przez kolejnych 12 miesięcy



Źródło: Markit

Wyglądzona ścieżka zmian (MA(3 msc)) indeksów w Polsce i Niemczech wskazuje, że podobnie jak na początku 2009r. mamy w Polsce znacznie lepszą sytuację (od czerwca poziomy PMI w Polsce są wyższe). Zmiany następują jednak w tym samym kierunku (co potwierdza także wzrost zamówień eksportowych i popytu z Europy), a zatem odwrócenie trendu na europejskich wskaźnikach koniunktury (wczoraj finalne odczyty PMI potwierdziły wzrosty, a nawet dodały 0,1pkt do wstępnych wyliczeń) i zasłyszane ostatnio plotki o rewizjach prognoz (tym razem w górę) dla strefy euro i Niemiec są pozytywnym czynnikiem także dla polskich odczytów. Musimy podkreślić, że dopiero kilkumiesięczne wzrosty wskazywać będą na trwałe odwrócenie trendu, zaś noworoczna poprawa sentymentu na rynkach napędzana przez wsparcie płynnościowe z EBC może okazać się krótkotrwała przy braku rozwiązania fundamentalnych problemów strefy euro. W Polsce kluczową determinantą dalszych zmian będą dane realne (nasze prognozy plasują się raczej pozytywnie i powyżej konsensusu, PMI powinien pozostać zatem powyżej 50pkt. - choć korekta z wysokich 52,2pkt. jest niewykluczona).

Wykres 5: Porównanie trendu PMI dla Polski i Niemiec



Źródło: Markit

Perspektywy na kolejne kwartały

W kolejnych kwartałach widzielibyśmy jedynie powolne obniżanie dynamiki PKB i utrzymanie zasignalizowanych tendencji na jego składowych - względnie wysoką dynamikę inwestycji wynikającą z odbudowy mocy produkcyjnych i krótkiego dotychczasowego cyklu i niższą dynamikę konsumpcji prywatnej (luka między dynamiką funduszu płac i sprzedażą detaliczną wynosi obecnie ponad 4pkt proc i powinna się zawęzić w kolejnych kwartałach poprzez ograniczenie dynamiki konsumpcji).

Bieżące dane jednoznacznie wskazują na postępujące równoważenie polskiej gospodarki (niższa konsumpcja i wzrost eksportu netto) i poprawę potencjału produkcyjnego (wysokie inwestycje). Proces ten oraz zależność między aktywnością inwestycyjną firm i zatrudnieniem powinien prowadzić do zmniejszenia ryzyka wyraźnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy, a co za tym idzie zmniejszenia ryzyka dla portfeli kredytowych banków.

Paulina Ziemińska
Ernest Pytlarczyk

Gospodarka globalna - Czy ECB angażuje się w poluzowanie ilościowe? Tak!

Po wyczerpaniu możliwości dostarczania płynności sektorowi bankowemu za pomocą krótkich i średnio-terminowych operacji płynnościowych, ECB wytoczył ciężkie działa w postaci 3-letnich LTRO, czym w skutkach swoich działań zbliżył się do działania Rezerwy Federalnej. Uważamy, że oba banki obecnie angażują się w poluzowanie ilościowe, tyle tylko że obwarowany traktatami i operujący w heterogenicznym środowisku ECB musi robić to przy pomocy innych instrumentów. Wprowadzenie długich operacji refinansujących zmienia obraz globalnej polityki pieniężnej, nie na tyle jednak aby powodować kierunkowe osłabienie EUR. Uważamy, że wręcz przeciwnie - mnogość problemów rozwiązywanych przez LTRO może powodować zmniejszenie premii za ryzyko w kursie EURUSD i przynajmniej stabilizować wspólną walutę w najbliższym okresie. Odnośnie rynku obligacji nie spodziewamy się, aby rekordowe operacje finansowe przyniosły gwałtowne rally na papierach peryferiów. Z uwagi na dużą heterogeniczność instytucji uczestniczących w LTRO wsparcie mogą otrzymać zarówno obligacje niektórych krajów peryferyjnych oraz te z rdzenia strefy euro.

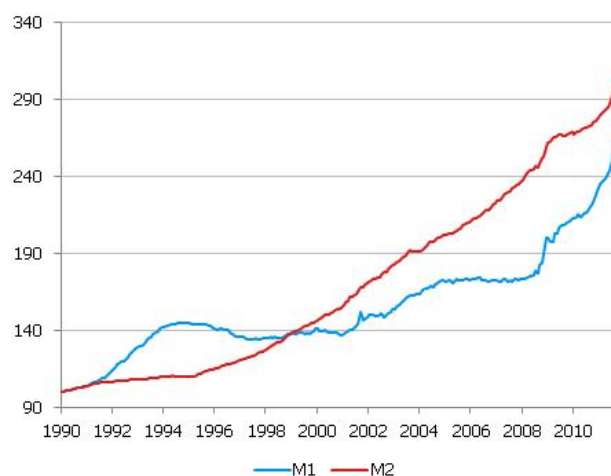
Quantitative easing a credit easing

Jeszcze 2 lata temu credit easing (CE), a więc działanie ukierunkowane na poprawę funkcjonowania danego fragmentu rynku pieniężnego z ubocznym skutkiem w postaci wzrostu podaży pieniądza, próbowano oddzielić od quantitative easing (QE), a więc działania ukierunkowanego na wzrost masy pieniądza per se. Przynajmniej w pierwszej fazie stosowania działań niestandardowych przez banki (2008 rok) rozróżnienie to miało znaczenie, gdyż na szali stawiano wiarygodność banku centralnego, wskazując przede wszystkim na ryzyka inflacyjne. QE nabrało w tym czasie niemal pejoratywnego znaczenia, choć było już de facto od wielu lat stosowane w Japonii i w dodatku bez wyraźnych skutków inflacyjnych. Stąd też np. w pierwszych etapach reakcji Fed na nabierający rozpędu kryzys Bernanke wołał stosować pojęcie credit easing, a tej linii rozumowania (posuniętej już niemal do przerysowania) wydaje się wciąż trzymać ECB.

Definicja poluzowania ilościowego

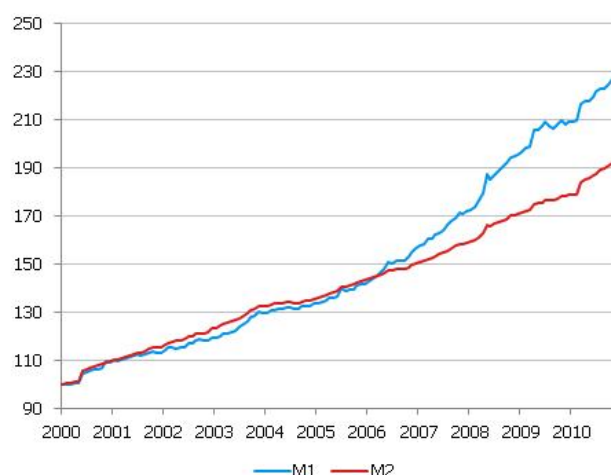
Na obecnym etapie rozróżnienie pomiędzy tymi dwiema operacjami wydaje się jedynie figurować na papierze, gdyż w obydwu przypadkach skutkiem jest przyrost masy pieniądza w gospodarce. Skutek ten został już doskonale rozpoznany przez inwestorów, a wszelka niestandardowa polityka banku centralnego analizowana jest pod tym kątem. Rozsądne wydaje się więc rozpatrywanie poluzowania ilościowego jako działania, którego skutkiem jest planowy i długotrwały wzrost podaży pieniądza (głównie wielkiej mocy, zbliżonego do bazy monetarnej) w gospodarce z inspiracji banku centralnego. W tym zakresie zarówno ECB jak i Fed postępują bardzo podobnie: od 2007/2008 roku wzrost M1 postępuje dużo szybciej niż szerszego pieniądza M2 - w tym kontekście oba banki angażują się w poluzowanie ilościowe (drobne niuanse komentujemy później).

Wykres 1: Agregaty monetarne w USA



Źródło: Bloomberg

Wykres 2: Agregaty monetarne w strefie euro



Źródło: Bloomberg

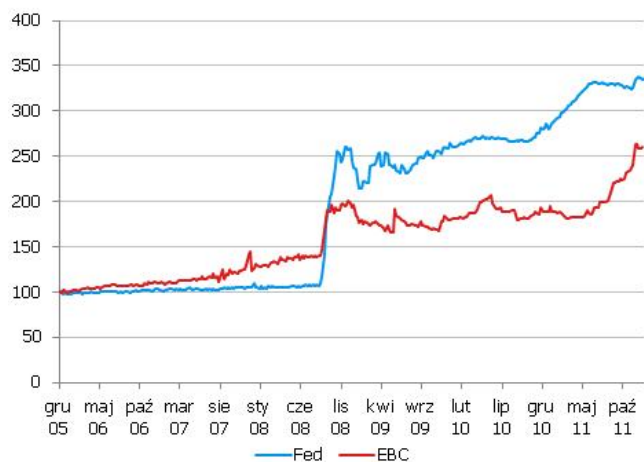
Jak pompować pieniądź w gospodarkę?

Najprostszym sposobem dodruku pieniądza w gospodarce byłoby zrzućcie ich z helikoptera (słynna metafora Bena Bernanke), niemniej taki sposób dystrybucji nie rozwiązywałby problemów w transmisji polityki monetarnej, które mogą być jednocześnie atakowane przez inne rozwiązania. Stąd też dodruk pieniądza odbywa się przede wszystkim przez zakup aktywów dłużnych (bezpośrednie wypłaszczenie krzywej rentowności na rynku papierów rządowych lub/i komercyjnych), który niweluje dodatkowo napięcia na niektórych klasach aktywów, ale też uwalnia bilanse banków z problematycznych aktywów, umożliwiając wzrost akcji kredytowej. Dodrukiem mogą być także długoterminowe operacje płynnościowe prowadzone pod zastaw papierów wartościowych; tu jednak efekty drugiego rzędu (czyli poprawa bilansów banków, poprawa funkcjonowania niektórych rynków) pojawiają się jako wyraz zachowania instytucji finansowych (parkowanie pożyczonych od banku centralnego środków), a więc niejako pośrednio. Skutek jest jednak w gruncie rzeczy taki sam - bezpośrednio lub pośrednio zmienia się kształt i struktura krzywej/krzywych dochodowości a podaż pieniądza rośnie.

ECB drukuje inaczej, dopasowując się do specyfiki eurosystemu

Podczas gdy Fed angażował się otwarcie w zakupy obligacji, ECB koncentrował się na zmianach w dotychczasowych operacjach płynnościowych. Rozszerzanie standardowych narzędzi Europejskiego Banku Centralnego - choć generowało wzrost masy pieniądza w obiegu - odbywało się na zasadzie fine tuning, z koncentracją na operacjach krótko- i średniookresowych i bez twardego przekonania - odmiennie niż w przypadku Fed - odnośnie okresu ich obowiązywania (działania). Stąd też siła oddziaływania tych operacji na podmioty i gospodarce i sektor bankowy była inna, po pierwsze z uwagi na ich celowo krótkoterminowy charakter (nawet jeśli byłyby one rolowane, to i tak ryzyko refinansowania ze strony banku korzystającego z płynności pozostaje duże), a także programowo mimo wszystko negatywne postrzeganie tego rodzaju finansowania przez instytucję centralną bądź nadzór bankowy (w końcu jest to finansowanie w pewnej mierze awaryjne, a więc nadzwyczajne, tak więc ryzyko jego przedłużania poza umownie przyjęty horyzont może rodzić pokusę nadużycia; z drugiej strony możliwa jest stygmatyzacja banku, jako korzystającego z pomocy publicznej). Sytuację diametralnie zmieniły 3-letnie operacje refinansujące (LTRO), które okresem swego oddziaływania zbliżyły się do oczekiwanego czasu przetrzymywania papierów przez Fed.

Wykres 3: Indeks zmian aktywów EBC i Fed



Źródło: Bloomberg

LTRO znacznie różni się od zakupów aktywów (outright) dokonywanych przez Fed, co wydaje się w pełni odpowiadać specyfice systemu monetarnego strefy euro. A oto różnice.

- Skala.** Ogłoszone LTRO nie ma formalnie limitu. To rynek decyduje ile płynności zaczerpnąć, a nie bank centralny jak w przypadku zakupów papierów Fed, kiedy za każdym razem wyznaczony jest górny pułap zakupów. Co więcej, krajowe banki centralne prowadzą nawet lobbying wśród instytucji krajowych, zachęcając do uczestnictwa w LTRO. Jest to działanie ukierunkowane bezpośrednio na zmniejszenie zakorzenionych (zgodnie zresztą z logiką lender of last resort) obaw banków komercyjnych odnośnie pozostawiania na linii kredytowej z banku centralnego.
- Szybkość działania.** Poluzowanie ilościowe teoretycznie realizowane było w pewnej rozciągniętej przestrzeni czasowej, natomiast wystarczyło samo ogłoszenie, aby zyskało praktycznie pełny efekt cenowy poprzez kanał oczekiwań rynkowych. LTRO realizowane jest błyskawicznie, jednak

okres pomiędzy jego ogłoszeniem a realizacją (dzień przeprowadzenia przetargu) dopuszcza możliwość generowania zarówno pozytywnych jak i negatywnych oczekiwań odnośnie skali partycypacji. Jednak to w przypadku LTRO dodatkowa płynność pojawia się „od razu”, w przypadku poluzowania ilościowego podaży pieniądza zwiększa się stopniowo (mimo natychmiastowych skutków cenowych na rynku).

- Wpływ na kształt krzywych rentowności.** Poluzowanie ilościowe realizowane przez Fed związane było z bezpośrednim zakupem papierów, a obszar zakupów na krzywych rentowności był dość precyzyjnie określony. Choć takie działanie jest również stosowane przez ECB (obligacje zabezpieczone, program SMP) to albo jest ono prowadzone w niewielkiej skali (obligacje zabezpieczone), albo sterylizowane (SMP), aby poza udrożnieniem kanału transmisji monetarnej nie generować efektów ubocznych w postaci zwiększenia dodatkowych płynnych środków w obiegu (przynajmniej w skali systemowej, każda interwencja prowadzi natomiast do zmian płynności w obrębie poszczególnych banków, a nawet krajów). Wersja QE stosowana przez Fed nie sprawdziłaby się w przypadku strefy euro, gdyż nie istnieje jednolity rynek euro obligacji, stąd powstałby nierozwiązalny problem wyboru papierów (a to już polityka niekoniecznie gospodarcza). Stąd też to uczestnikom rynku (bankom) pozostawiono wybór, gdzie zaparkować otrzymane środki pieniężne. Część środków posłuży na pewno na rolowanie zadłużenia bankowego, część środków zwiększy poduszkę płynnościową, część wykorzystana zostanie (została) na zakupy długu peryferyjnego - nie bez przyczyny każda kolejna aukcja była udana; oczywiście na rekordowej płynności korzystają też bezpieczne aktywa, jako alternatywa dla depozytów w ECB.
- Zastaw.** Wobec tego ECB zdecydował się na zaoferowanie bankom płynności pod zastaw, omijając kryterium wyboru papierów do zakupu. Banki przedkładają zastaw same, a więc mechanizm eliminacji niepłynnych aktywów przebiega niejako rynkowo... Dodatkowo, decydując się na operacje repo (z rozszerzonym zbiorem dopuszczalnego zastawu na papierach wartościowych) ECB wyeksportował poza bilans ryzyko utraty wartości zastawu (konieczność uzupełnienia spoczywa na kredytobiorcy), które to spoczywa w pełni na barkach Fed (choć wyłączając część zakupów MBS, portfel treasuries może być uznawany za obciążony zerowym ryzykiem).
- Czas trwania.** Formalnie czas trwania QE w USA nie został wyspecyfikowany. Na razie ścierają się dwie możliwości: albo Fed zacznie uszczuplać portfel zaraz po rozpoczęciu podwyżek stóp procentowych lub też potrzyma aktywa do czasu zapadalności. W przypadku LTRO wyspecyfikowany jest maksymalny czas zasilania w płynność (3-lata), przy czym istnieje możliwość wcześniejszej spłaty po 1 roku.

Skutki dla EURUSD

Większe zaangażowanie w politykę płynności ze strony ECB odsunęło do tej pory dość jednostronne postrzeganie polityki „psucia” dolara przez Fed. Stąd też osłabienie dolara nie jest już tak oczywiste jak jeszcze kilkanaście tygodni wcześniej. Uważamy jednak, że mimo stosunkowo większej płynności dostarczanej obecnie przez ECB również ryzyko umocnienia dolara względem EUR nie jest tak oczywiste, gdyż wciąż kurs EURUSD znajduje się pod wpływem wielu przeciwstawnie działających czynników.

W pierwszej kolejności należy zaznaczyć, że z uwagi na napięcia na peryferiach w kursie EURUSD jest obecnie wpisana nega-



tywna premia za ryzyko rozpadu (lub eskalacji kryzysu) w strefie euro, którą de facto bardzo trudno oszacować. W przypadku postępów we wdrożeniu fiscal compact, czy też postępów w sprawie restrukturyzacji zadłużenia w Grecji premia ta może się zmniejszać, generując pozytywne środowisko dla wzrostów EURUSD. Po drugie, EUR zawsze pozytywnie reagowało na polepszenie wzrostu gospodarki światowej. Stąd też mimo, że lepsze dane z USA powinny umacniać dolara, zmniejszają jednocześnie premię za ryzyko wynikającą z osłabienia wzrostu strefy euro. Po trzecie, mimo że operacje refinansujące zwiększają podaż pieniądza, to jednocześnie niwelują zagrożenia dla sektora bankowego w strefie euro i jego niekontrolowane delewarowanie, co znów zmniejsza premię za ryzyko rozpadu strefy euro i zwiększa prawdopodobieństwo lepszego wzrostu w strefie euro (tak na marginesie obecnie przebiega rewizja w górę prognoz dla strefy euro). Stąd scenariuszem na najbliższe miesiące może być nie tyle osłabienie co stabilizacja EUR, z perspektywą do wzrostów w momencie trwałego powrotu wzrostu gospodarczego.

Skutki dla rynku obligacji

Jak już wspomniano, LTRO generuje w sektorze bankowym dodatkową płynność, która jest rozdysponowywana adekwatnie do bieżących potrzeb banków. Beneficjentem są po części obligacje krajów peryferyjnych - jest to działanie przede wszystkim banków silniejszych kapitałowo, zarówno peryferyjnych jak i z „rdzenia” strefy euro - po części papiery bezpieczne, które konkurują z depozytami w ECB. Pierwszy sposób lokowania środków z LTRO to tak zwany Sarko-trade, cicho proponowany bankom jako próba obejścia traktatów i wprowadzenia zakupów obligacji przez ECB na wielką skalę niejako tylnymi drzwiami i pomoc w finansowaniu deficytów budżetowych po niższych kosztach. Niemniej nie dla wszystkich uczestników rynku taka gra jest atrakcyjna, zwłaszcza jeśli chodzi o obligacje o mniejszej płynności i kraje o słabszym postępie w reformach fiskalnych (lub te w których wyniku znacznego osłabienia wzrostu z uwagi na zbyt surowe cięcia fiskalne wzrost może się jeszcze bardziej zawalić). Większość inwestorów doskonale pamięta zapewnienia polityków, że default w strefie euro nie wchodzi w grę, z których bardzo szybko się wycofali. Mało zachęcająco brzmią też zapowiedzi włączenia CAC do już wemitowanych obligacji, aby zapobiec segmentacji krzywych. Stąd też w najbliższym czasie raczej nie należy się spodziewać ani rally na papierach peryferiów, ani też spektakularnych spadków cen bezpiecznych obligacji.

Marcin Mazurek

Gospodarka globalna - Chiny: łagodne czy silne spowolnienie?

W 2011 roku wzrost PKB Chin wyniósł 9,3% i był niższy o 1,1 p. proc. od wzrostu zanotowanego w 2010 roku. Od początku 2011 roku dynamika wzrostu PKB systematycznie malała. Przyczyną tego zjawiska są efekty realizowanych reformy strukturalnych gospodarki oraz pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarki globalnej. W związku z tym powstaje pytanie jak głębokie będzie spowolnienie gospodarki chińskiej oraz jakie są zagrożenia dla wzrostu gospodarczego.

Wykres 1. Kwartalna dynamika PKB r/r (%)

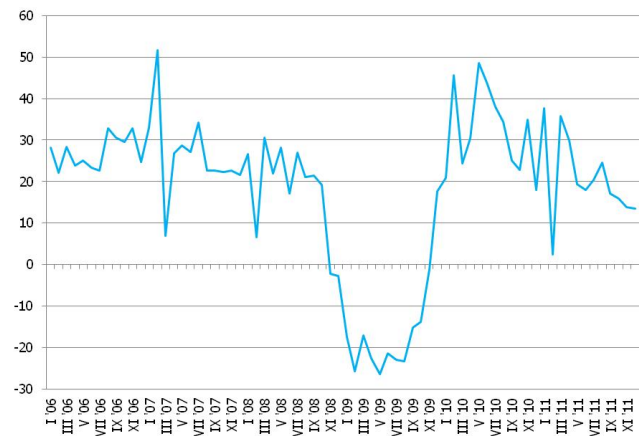


Źródło: Bloomberg

Anatomia spowolnienia i dalsze perspektywy wzrostu

Na spowolnienie wzrostu gospodarczego składa się przede wszystkim spadająca dynamika eksportu oraz inwestycji.

Wykres 2. Eksport r/r (%)

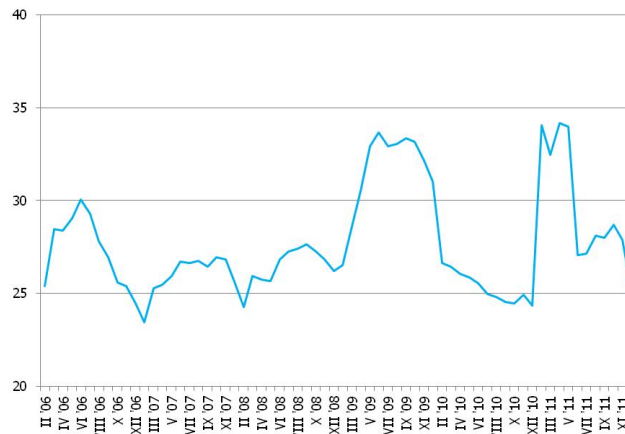


Źródło: Bloomberg

W 2011 roku średnioroczna dynamika eksportu wyniosła 20,7% wobec 32,3% w 2010 roku. Spadek eksportu związany jest ze spowolnieniem gospodarek będących głównymi odbiorcami chińskich towarów, a przede wszystkim USA oraz strefy euro (oba obszary odpowiadają za prawie 50% całości eksportu). Znaczącym ryzykiem dalszego spadku obarczony jest eksport towarów do strefy euro, choć ostatnie dane makroekonomiczne napływające z tej gospodarki wskazują na stabilizację sytuacji ekonomicznej. Zdecydowane działania EBC (obniżka stóp procentowych pod koniec roku o 50pb, udostępnienie bankom

3-letnich pożyczek LTRO) przyczyniły się do złagodzenia napięć związanych z kryzysem zadłużenia w strefie euro oraz poprawy nastroju wśród inwestorów. Jeśli nie nastąpi eskalacja kryzysu zadłużenia to po łagodnej recesji końca 2011 roku i początku 2012 roku powinno pojawić się ożywienie w gospodarce strefy euro, co będzie skutkowało ponownym wzrostem importu towarów z Chin. Dużo lepsze perspektywy dla chińskiego eksportu płyną z gospodarki USA, gdzie pojawiające się ożywienie stwarza duże prawdopodobieństwo co najmniej utrzymania jego dynamiki.

Wykres 3. Inwestycje r/r (%)

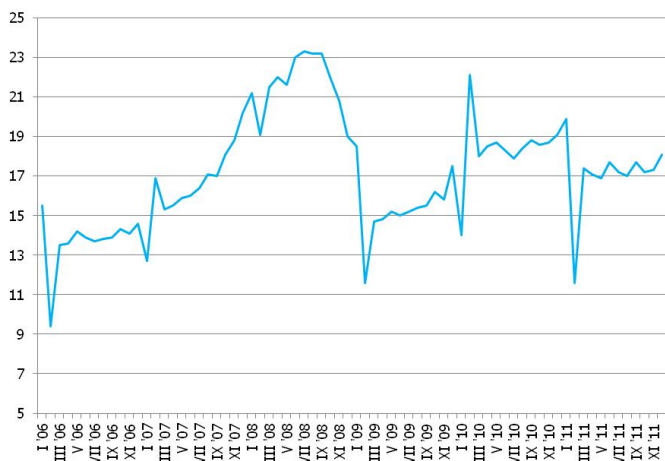


Źródło: Bloomberg

Dynamika inwestycji spadła z poziomu 34% r/r w połowie 2011 roku do 25,1% r/r na koniec 2011 roku. Spadek dynamiki inwestycji w głównej mierze wynika ze schłodzenia rynku nieruchomości. Chińskie władze celowo doprowadziły do schłodzenia rynku z uwagi na szybko rosnące ceny nieruchomości oraz powstałą bańkę spekulacyjną. Wysokie ceny przekładały się na niską dostępność nieruchomości dla słabiej uposażonych gospodarstw domowych (a wysoka dostępność jest elementem długoterminowej strategii rozwoju mieszkalnictwa). Obecnie efektem działań są spadające ceny, a także liczba nowo powstających budynków. Pomimo spadku cen nie nastąpi na dużą skalę wzrost NPL jaki miał miejsce w krajach rozwiniętych w przededniu kryzysu finansowego. Zapobiegają temu ograniczenia administracyjne w udzielaniu inwestorom kredytów na zakup kolejnych nieruchomości (na drugą nieruchomość wkład własny musi wynosić 50%, na trzecią 100%). W średniej perspektywie czasu trend spadających cen będzie zachowany, co związane będzie z dalszą realizacją strategii chińskich władz odnośnie zwiększania dostępności nieruchomości. Dynamika inwestycji w nieruchomości odbije, gdy tylko ceny osiągną poziomy, przy których uaktywni się popyt. Z kolei można oczekiwać wzrostu dynamiki pozostałych inwestycji wraz z poluzowaniem polityki fiskalnej oraz monetarnej. Podobna sytuacja miała miejsce w okresie poprzedniego spowolnienia, wówczas przy jednocześnie słabnącym eksporcie gwałtownie wzrosły inwestycje wspierane silnym impulsem fiskalnym i monetarnym.

Obok eksportu coraz większą rolę we wzroście gospodarczym zaczyna odgrywać konsumpcja krajowa. Średnioroczna dynamika sprzedaży detalicznej w 2011 roku wyniosła 17,1% wobec 18,4% w 2010 roku. Za przyczynę nieznacznego spadku dynamiki sprzedaży można obarczyć wspomniane wcześniej spowolnienie eksportu oraz negatywny wpływ efektu dochodowego wygenerowanego spadkiem cen na rynku nieruchomości. Spora dywergencja dynamik eksportu i sprzedaży detalicznej wskazuje

na ujawniający się popyt wewnętrzny. Można stwierdzić, że są to pierwsze efekty reform strukturalnych gospodarki mających na celu oparcie jej rozwoju na popycie wewnętrznym i zmniejszenie uzależnienia jej od eksportu. Konsumpcja wewnętrzna nie jest obciążona dużym ryzykiem spadku, zatem jej wzrost utrzyma się na stabilnym poziomie. Jej zabezpieczeniem jest możliwość poluzowania polityki fiskalnej poprzez obniżkę podatków, wprowadzenie ulg czy też subsydiów do konsumpcji.

Wykres 4. Sprzedaż detaliczna r/r (%)


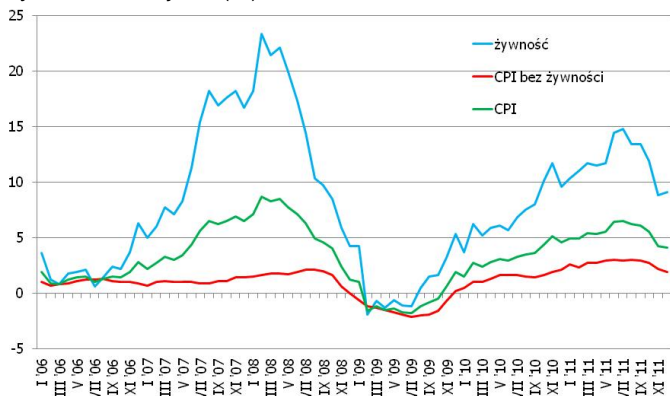
Źródło: Bloomberg

Zagrożenia dla wzrostu gospodarczego i margines działania

Istotnymi czynnikami ryzyka dla stabilności wzrostu gospodarczego są:

- kryzys zadłużeniowy strefy euro,
- inflacja,
- oraz zadłużenie samorządów lokalnych.

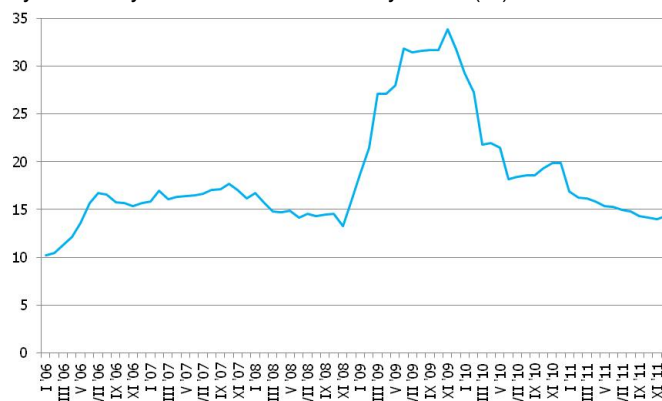
Ewentualna eskalacja kryzysu zadłużeniowego w strefie euro przekładająca się na silny spadek eksportu doprowadzi do dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Spowolnienie to może zostać złagodzone m.in. luźną polityką monetarną wspierającą popyt wewnętrzny. Jednak przestrzeń do jej poluzowania jest dość ograniczona.

Wykres 5. Inflacja r/r (%)


Źródło: Bloomberg

Jest to związane z charakterystyką inflacji. Po kryzysie finansowym wraz z pojawiającym się ożywieniem gospodarki globalnej od połowy 2009 roku inflacja zaczęła dynamicznie rosnąć osiągając w połowie 2011 roku szczyt na poziomie 6,4% r/r. Na

koniec 2011 roku inflacja spadła do poziomu 4,1% r/r. Wzrost inflacji był powodowany wzrostem cen surowców na rynkach światowych związanym z szybkim ożywieniem gospodarczym. Dodatkowo inflacja była napędzana rosnącymi cenami żywności. Obecnie spadek cen surowców oraz żywności przełożył się na osłabienie inflacji. Ceny żywności, które zależą silnie od szoków podaży (np. kłeski żywiołowe) przy jednocześnie wysokim i rosnącym popycie nadal stanowią zagrożenie dla stabilności inflacji. Należy też zwrócić uwagę na fakt, że podaż żywności jest prawie równa popytowi na nią. W zasadzie ogranicza to zakres możliwości poluzowania monetarnego, a zatem wspierania wzrostu gospodarczego.

Wykres 6. Dynamika wolumenu kredytów r/r (%)


Źródło: Bloomberg

Obok inflacji również zadłużenie samorządów lokalnych stanowi istotne ograniczenie dla polityki pieniężnej. W sektorze bankowym istnieje duża pula kredytów udzielonych w latach 2009-2010 dla sektora samorządowego z przeznaczeniem na inwestycje w nieruchomości oraz infrastrukturę, co było konsekwencją poluzowania monetarnego jak i fiskalnego w okresie spowolnienia gospodarczego. Spora część tych kredytów charakteryzuje się niską jakością wynikającą z niewysokiego poziomu rentowności (problem taniego finansowania i negatywnej selekcji). Ponadto dochody samorządów, które zaciągnęły zobowiązania nie są stabilne, co oznacza, że w okresie spowolnienia może dojść do ich istotnego spadku. W związku z tym istnieje ryzyko wystąpienia silnych napięć w sektorze bankowym.

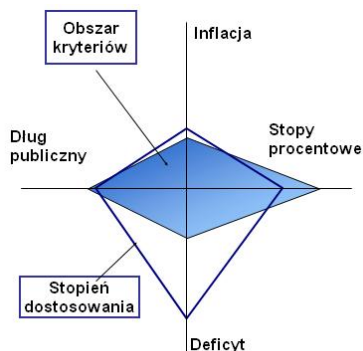
Reasumując

Jeśli nie nastąpi eskalacja kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, a pojawiające się ożywienie w USA będzie kontynuowane, to spowolnienie wzrostu PKB Chin będzie łagodne. Obecnie wskazują na to wyprzedzające wskaźniki koniunktury (w styczniu wskaźnik PMI wyniósł 50,5 pkt wobec 50,3 pkt w grudniu). Scenariuszowi łagodnego spowolnienia będzie sprzyjać kontynuacja polityki reform strukturalnych gospodarki chińskiej stopniowo przedstawiająca rozwój gospodarczy na tory stabilnego i zrównoważonego wzrostu (zmniejszenie uzależnienia od eksportu i inwestycji, większe znaczenie popytu konsumpcyjnego). Wzrost gospodarczy będzie wspierany luźniejszą polityką monetarną (jednak należy pamiętać o ograniczonej przestrzeni do jej poluzowania) jak również fiskalną, ukierunkowaną na wewnętrzny popyt (przede wszystkim konsumpcją), która w zamierzeniu ma łagodzić skutki obniżenia się dynamiki eksportu.

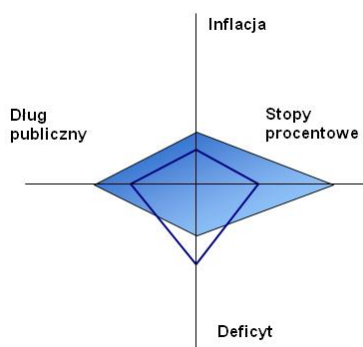
Kryteria konwergencji*

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,10% (grudzień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 8,02% (grudzień 2011)
- Deficyt budżetu: <3,0% PKB
- Dług publiczny: <60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

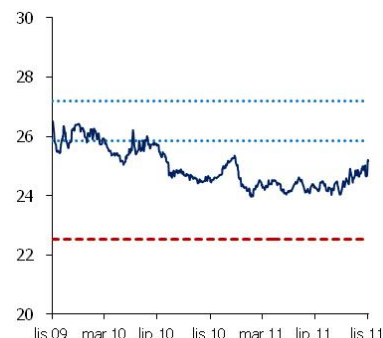
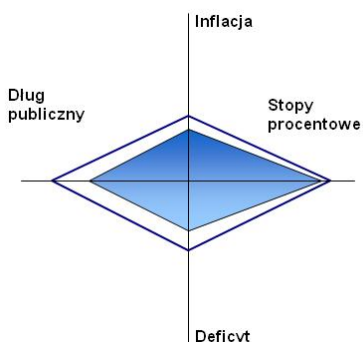
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

POLSKA


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,6% (grudzień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,80% (grudzień 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% (grudzień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,67% (grudzień 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% (grudzień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 8,53% (grudzień 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 walutowy

EURUSD

Od początku roku EURUSD znajduje się w fazie korekty w górę, a potwierdzeniem może być przełamanie na bazie dziennej górnej granicy utworzonego ostatnio range 1,3021-1,3237. Wzrost notowań na początku roku to przede wszystkim pokrywanie części krótkich pozycji w EUR (pozycjonowanie jest jednak w dalszym ciągu ekstremalne, co uprawdopodobnia dalsze wzrosty) w związku z poprawą globalnej aktywności gospodarczej, niezrealizowaniem przynajmniej części bardzo negatywnych oczekiwań i pozytywnymi skutkami operacji płynnościowych ECB.

3-letnie LTRO ECB istotnie wsparło EUR, gdyż poprzez zmniejszenie ryzyka delewarowania i refinansowania sektora bankowego zmniejszyło również (trudno mierzalną niestety) premię za ryzyko związaną z rozpadem strefy euro. W połowie miesiąca wsparciem dla EUR okazał się także wyjątkowo gołąbi komunikat Fed (przesunięcie okresu niskich stóp procentowych do końca 2014, skoncentrowanie uwagi na sferze realnej, praktycznie brak ryzyka inflacyjnych). Został on odczytany przez wielu uczestników rynku jako bezwarunkowe dostarczenie dalszego poluzowania monetarnego, którego poprzeczkę postawiono obecnie na niskim wzroście, ale nie na dalszym spowolnieniu. Znaczenie tego elementu osłabło po ostatnich lepszych danych z rynku pracy (kilka otrzeźwiających komentarzy ze strony członków Fed, między innymi Bullarda), choć w dalszym ciągu nie jesteśmy w stanie stwierdzić definitywnie, że poluzowanie ilościowe w nowej wersji (rynek nieruchomości) nie wystąpi. Uważamy, że chwilowa „odstawka” oczekiwań na QE3 będzie trwała dopóki momentum w danych realnych nie osłabnie; jeśli osłabnie, korekta może być dość gwałtowna. Jest to de facto element wspierający bardziej dolara niż euro, jednak czynnikiem pozytywnym dla EUR jest poprawa globalnej aktywności gospodarczej, która powoduje rewizję oczekiwań na QE. W konsekwencji obydwaj czynniki się znoszą.

W obecnym momencie kluczowe jest złamanie wyznaczonego ostatnio range. Pozytywna decyzja w sprawie Grecji może sprokować relief rally, jednak do jego kontynuacji potrzebne będą dalsze dobre dane przede wszystkim o wzroście PKB w strefie euro (wskaźniki wyprzedzające). Uważamy, że nawet rekordowe LTRO, które odbędzie się 28 lutego (settlement 29 lutego) nie powinno popsuć sentymentu do wspólnej waluty, a jego skutki (interesujący będzie wpływ na kompresję spreadów kredytowych i w dalszej kolejności na ogólne warunki kredytowe w strefie euro) przynajmniej w krótkim okresie będą wsparciem dla EUR przez kanał redukcji premii za ryzyko (kwestie podaży pieniądza mogą powrócić, ale w dłuższym terminie).

Z czysto technicznego punktu widzenia, notowania powróciły ponad 61,8% zniesienie Fibo, które było wyznacznikiem korekty z punktu widzenia średnioterminowego trendu wzrostowego (od pierwszej połowy 2010 roku), co jest pozytywnym sygnałem. Jeśli natomiast przyjmiemy, że złamanie 61,8% Fibo definitywnie potwierdza, że obecny ruch to nie korekta we wzrostowym trendzie, lecz początek fali spadkowej, pozytywną informację może być kanał deprecjacyjny, który można wyrysować na EURUSD. Do jego górnego ograniczenia jeszcze trochę brakuje (okolice 1,3620) a oscylator jest bliski strzału stochastycznego. Przynajmniej więc w perspektywie najbliższych tygodni możliwa

jest kontynuacja ruchu w górę.

Wykres 1: EURUSD



Źródło: Reuters

EURPLN

Mimo nawału pesymistycznych prognoz formułowanych pod koniec 2011 roku (4,70...4,80...) załamanie złotego nie nastąpiło. Wręcz przeciwnie, w niemalże monotonicznym ruchu w dół notowania EURPLN dotarły do 4,1510 ustanawiając nowe lokalne minima. Warto jednak zaznaczyć, że ruch odbył się przy osłabieniu krajowego czynnika w PLN, w pierwszej kolejności był stymulowany ruchem na EURUSD, następnie złoty wsparty był przede wszystkim korzystnym zachowaniem całego regionalnego koszyka walut (patrz wykres).

Wykres 2: Czynniki krajowy w EURPLN



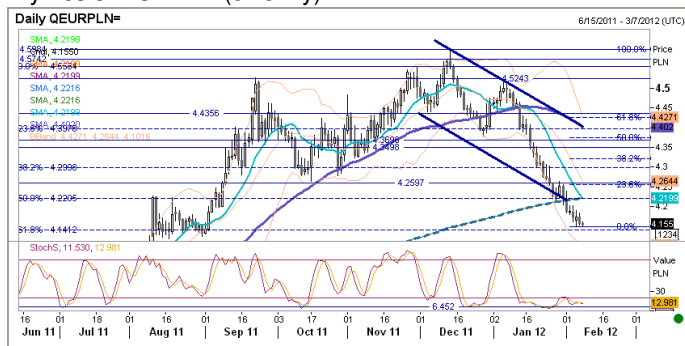
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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

Źródło: Reuters, obliczenia własne

Oznacza to ni mniej ni więcej, że oprócz de facto zdyskontowanych już czynników krajowych (bardzo dobra pozycja fiskalna, relatywnie jastrzębia RPP, dobre dane o wzroście PKB), umocnieniu złotego sprzyjały przede wszystkim czynniki globalne. Można do nich przede wszystkim zaliczyć nową falę napływu kapitału na rynek obligacji (MF sfinansował już dzięki temu 35% potrzeb pożyczkowych), spowodowaną przede wszystkim poprawą oczekiwaną sytuacji w strefie euro w związku ze zrealizowaną operacją LTRO (oraz oczekiwaniami na kolejny załadunek podaży pieniądza pod koniec lutego), utrzymaniem środowiska niskich stóp procentowych w USA oraz poprawy w globalnych danych realnych (np. konsensus dryfujący w kierunku znacznie krótszej recesji w strefie euro). W takich warunkach wysoka „beta” krajów emerging markets względem globalnego wzrostu zachęcała przynajmniej część inwestorów do zajęcia pozycji na umocnienie EUR poprzez zainicjowanie pozycji long w walutach CEE (HUF,

PLN, CZK) charakteryzujących się torbodoładowaniem w sytuacji poprawy aktywności gospodarczej w strefie euro.

Wykres 3: EURPLN (dzienny)



Źródło: Reuters

Wykres 4: EURPLN (tygodniowy)



Źródło: Reuters

Uważamy, że choć ruch który odbył się na PLN wygląda obecnie na lekko przesadzony (patrz techniczne wyprzedanie EURPLN zarówno na wykresie dziennym, jak i na tygodniowym) nie mamy obecnie powodów do rewizji oczekiwań na co najmniej utrzymanie się siły polskiej waluty w przyszłości (z dokładnością do technicznej korekty której najbardziej optymistyczny zasięg można wyznaczyć na poziomie MA200 w okolicach 4,22). Co prawda tempo wzrostu gospodarczego osłabnie, RPP prawdopodobnie stanie się wkrótce bardziej gołębia, jednak nie są to obecnie czynniki, którymi zaprzętają sobie głowę uczestnicy rynku. Przy obecnych poziomach kursu ważniejsza po raz kolejny wydaje się znów sytuacja w globalnej gospodarce, która po zaakceptowaniu pakietu pomocowego dla Grecji powinna zmierzać do przynajmniej krótkotrwałego okresu stabilizacji.

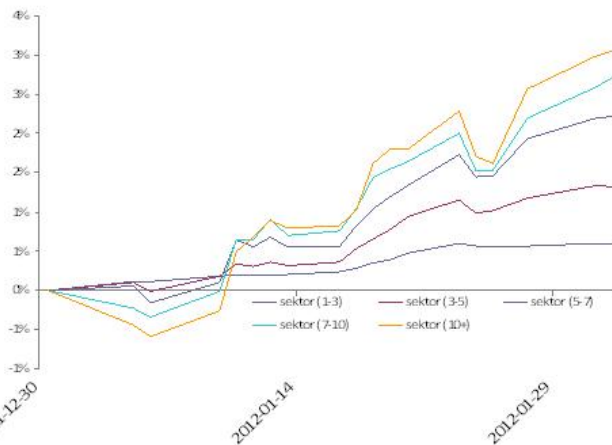
Marcin Mazurek

Rynek obligacji

Czynniki globalne (z europejskim LTRO na czele i globalnym rally na ryzykownych aktywach) w połączeniu z pozytywnymi komentarzami odnośnie Polski (KE pochwaliła politykę fiskalną) zainicjowały istotne umocnienie złotego i dalsze wzrosty cen obligacji. Zyskiwały zarówno papiery krótsze, które stały się przedmiotem carry trades na złotym, i dłuższe, odzwierciedlając konstruktywny pogląd na fundamenty polskiej gospodarki. Jastrzębia retoryka RPP nie tylko nie przeszkodziła polskim obligacjom, ale poprzez wspieranie złotego umocniła pozytywny sentyment na rynku obligacji.

Luty, podobnie jak styczeń naznaczony będzie kontynuacją zaskoczeń wyższym wzrostem gospodarczym w wiodących gospodarkach - banki podwyższają już nawet prognozy wzrostu dla strefy euro. Wyraźnie obniżyło się również ryzyko wystąpienia credit crunch w Europie, do czego walenie przyczyniło się grudniowe LTRO przeprowadzone przez ECB. Deklaracje ekspansywnej polityki monetarnej poczynione przez Fed i kolejne dwa, prawdopodobnie rekordowe LTRO w strefie euro powinny eliminować ryzyko utraty płynności przez duże instytucje finansowe i wspierać systematyczną rekaptalizację globalnego sektora bankowego. LTRO poza automatycznym niemal wsparciem obligacji krajów peryferii strefy euro (carry trades) wspiera aktywa krajów, które zagrożone były bezpośrednio, lub pośrednio skutkami credit crunch w strefie euro. W szczególności wsparcie uzyskują aktywa krajów satelitów strefy euro, takich jak Polska, czy Węgry, gdzie rozładowane zaczynają być problemy z finansowaniem w obcej walucie.

Wykres 5: Polskie obligacje skarbowe. Stopy zwrotu za styczeń 2012.



Źródło: Bloomberg

Należy zwrócić uwagę, że wynikające z ekspansywnej polityki Fed (tanie finansowanie) globalne rally na ryzykownych aktywach odbywa się na stosunkowo niewielkich obrotach (obroty S&P są o 50% niższe niż w styczniu 2011 roku), co sugeruje jeszcze brak powszechnej wiary w opisywaną przez nas mechanikę wzrostów z jednej strony i przestrzeń do dalszych wzrostów, jeśli uzyskamy potwierdzenie obserwowanych obecnie pozytywnych tendencji w sektorze bankowym i gospodarce z drugiej strony. Globalne rally szczególnie dynamicznie, czego już uzyskaliśmy próbkę na EURPLN, realizować może się na aktywach krajów EM. Obecna jastrzębia retoryka RPP może tylko wzmacniać presję na umocnienie złotego, co z kolei wnioskuje z historycznie silnej korelacji, przełożyć się powinno na dalsze wzrosty cen obligacji (i



wypłaszczenie krzywej dochodowości).

W miesiąc luty wchodzimy co prawda z ryzykiem umiarkowanej korekty (do końca tygodnia rozstrzygnie się kwestia PSI w Grecji, gwałtowne wzrosty ryzykownych aktywów w styczniu), jednak ryzyko to nie jest na tyle znaczące, aby zmienić nasze konstruktywne nastawienie do ryzykownych aktywów. Z czynników stricte lokalnych, polskich; 1) retoryka RPP nie powinna ostatecznie przerodzić się w podwyżki stóp procentowych, a jedynie wspierać złotego, 2) bieżąca wysoka inflacja nie powinna przysłonić faktu, że umocnienie złotego może skutkować bardziej stromą ścieżką obniżania inflacji, co historycznie jednak powodowało wygaszanie oczekiwań na zacieśnienie monetarne i dodatkowo wspierało polskie obligacje, 3) w obecnej fazie globalnego cyklu inwestycyjnego przyzwoity polski wzrost to argument za zmniejszeniem premii za ryzyko w polskich papierach, 4) MinFin zrealizował już 35% potrzeb pożyczkowych zmniejszając presję podażową.

Ze względu na wyższą korelację z ryzykownymi aktywami i złotym, właśnie obligacje z sektora 7 lat plus powinny w lutym zanotować najwyższe wzrosty.

Ernest Pytlarczyk

Sekcja specjalna - Scenariusze kreślone przez wskaźniki wyprzedzające dla strefy euro i Niemiec

Kontynuujemy analizę indeksów koniunktury - tym razem dla strefy euro i Niemiec. Bazując na wnioskach z analizy historycznych ścieżek indeksów koniunktury (metody omówione były dokładnie w poprzedniej edycji miesięcznika) określamy perspektywy dla wzrostu gospodarczego. Indeksy koniunktury znajdują się w punkcie przegięcia, choć obserwujemy znaczną dywergencję w ich poziomach i wyprzedzających danych realnych dla strefy euro i Niemiec (w danych realnych obserwujemy odbicie na razie tylko w Niemczech). Analiza wskazuje, że w średnim okresie także strefa euro powinna powrócić na ścieżkę wzrostu, choć ta perspektywa może się wydłużyć. Do realizacji tego scenariusza konieczny jest też pozytywny krajobraz polityczny, który będzie wspierał sentyment i oczekiwania (początek roku pokazał bowiem, że są one w dużej mierze „nakręcane” medialną wrzawą wokół Grecji).

Indeksy koniunktury - wstępna analiza

Nierzadko sygnały wysyłane przez różne indeksy koniunktury są pozornie sprzeczne, nawet jeśli ich moc predykcyjna wobec cyklu pozostaje wysoka (co implikuje ich istotność w kalendarzu danych makro). Wybraliśmy podstawowe indeksy koniunktury dla gospodarki europejskiej oraz Niemiec (w Tabeli A znajdują się wybrane indeksy, najczęstsza kolejność ich publikacji, data określająca początek próbki oraz skróty używane w dalszym tekście) - są to tzw. indeksy dyfuzji (*diffusion indexes*), wyliczane na podstawie danych ankietowych, w których respondenci oceniają sytuację bieżącą lub/i przyszłą wybierając z trzech odpowiedzi: pozytywna, negatywna i neutralna. Indeks powstaje jako różnica zbilansowana różnicą między odpowiedziami pozytywnymi i negatywnymi. Możemy je podzielić ze względu na respondentów - ogólnie na ankiety związane z sektorem przemysłowym (Ifo, PMI), przeprowadzane wśród analityków finansowych (ZEW, Sentix) oraz wśród konsumentów (GfK, ECC). Co więcej indeksy Ifo oraz ZEW dla gospodarki niemieckiej publikowane są w rozbiu na dwie perspektywy czasowe - bieżącą oraz oczekiwania na kolejne 6 miesięcy. Szczegóły techniczne analizy oraz tzw. stylizowane fakty dla gospodarki amerykańskiej (tym bardziej istotne, że analiza historyczna jest w przypadku strefy euro trudniejsza ze względu na zdecydowanie krótsze szeregi danych) były dokładnie opisane w poprzedniej edycji miesięcznika. Dla zachowania przejrzystości tekstu wszystkie dane liczbowe zostały umieszczone w tabelach na końcu w Aneksie.

• Niemcy

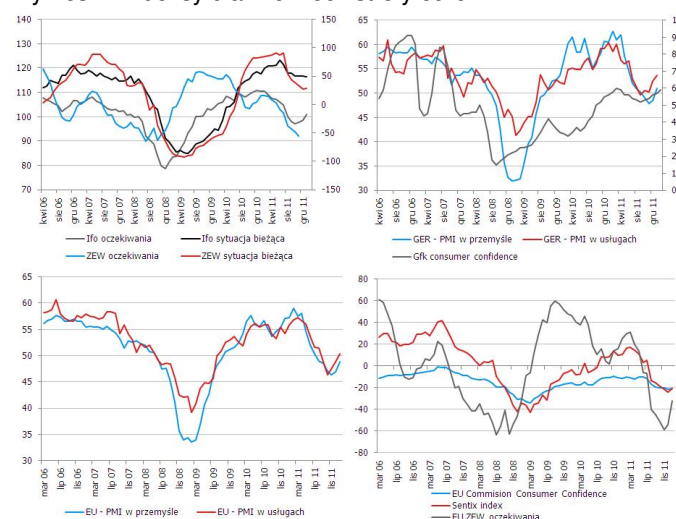
Wszystkie indeksy poza ZEW-exp oraz ZEW-eu wykazują względnie wysoki poziom korelacji z PKB i produkcją przemysłową. Analiza indeksów dla Niemiec wskazuje na dużą zmienność obecnego cyklu (skrót: OC)- przy nieznacznie niższej średniej odchyleniu standardowe liczone od ostatniego dołka (przełom 2008/09) przewyższająca to liczone dla całego historycznego szeregu (Tabela B). Co więcej minimum i maksimum dla całego szeregu zostało osiągnięte w trwającym cyklu (minimum wynika z siły spadków podczas recesji 2008/09, zaś maksimum określa siłę późniejszego odbicia sentymentu) dla wszystkich indeksów poza GfK. Indeksy które bez opóźnienia wskazują zmiany w sferze realnej (ZEW-cur, Ifo-cur), a zatem oceniające sytuację bieżącą w niemieckiej gospodarce znajdują się istotnie powyżej wyznaczonych krytycznych progów (historycznie średnio

oddzielających wzrost produkcji lub PKB od recesji). Indeksy o charakterze wyprzedzającym także znajdują się powyżej progów (poza PMI-ser, któremu brakuje zaledwie 0,1pkt i znajduje się w trendzie wzrostowym już od 5 miesięcy). Warto też zauważyć, że jedynie indeksy PMI spadły na jesieni 2011r. poniżej krytycznych poziomów i wyjątkowo tylko na 1 i 3 miesiące (odpowiednio dla sektora usług i przemysłowego), co przy gradualnych zmianach indeksów dyfuzji jest nietypowym zachowaniem.

• strefa euro

W strefie euro mamy do czynienia z mniejszą zmiennością, trudno jednak wnioskować o obecnym cyklu ze względu na krótką historię danych. Obecne poziomy wybranych indeksów koniunktury znajdują się poniżej krytycznych poziomów, przy czym powoli powracają do trendu wzrostowego - indeksy o charakterze wyprzedzającym (2-3miesiące) wzrastają już przez 3-4 miesiące, zaś ECC nie wykazujący opóźnienia względem danych realnych dopiero od miesiąca, co wskazuje na duże prawdopodobieństwo kontynuacji trendu wzrostowego w kolejnych miesiącach. Modele wskazują, że dla strefy euro istotniejszy wpływ na poziom realnych zmiennych mają nie miesięczne zmiany, ale sam poziom indeksów koniunktury.

Wykres 1: Indeksy dla Niemiec i strefy euro



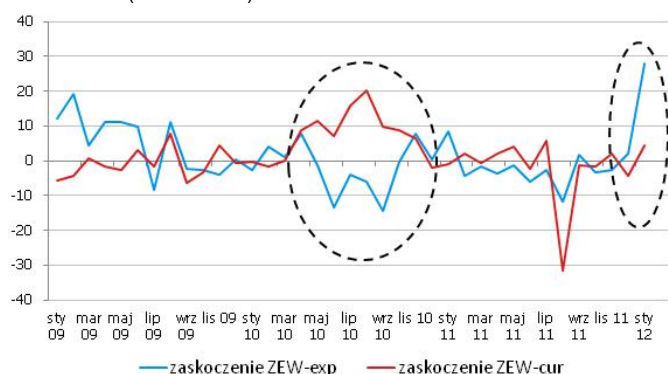
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Odreagowanie nadmiernego pesymizmu przez wzrost oczekiwań

Na podstawie modeli (Tabela C) wnioskujemy, że najlepsze własności predykcyjne wykazują indeksy PMI (stopień objaśnienia powyżej 90%), a generalnie indeksy koniunktury wyznaczają przede wszystkim trwałe zmiany w cyklu. Modele pozwalają także na wyliczenie prognoz produkcji i PKB na kolejny okres (Tabela D). Dla gospodarki niemieckiej prognozy pozostają stosunkowo optymistyczne (choć np. roczna dynamika IP pod koniec 2011r. przekłada się na kontrakcję w ujęciu miesięcznym), podczas gdy w strefie euro produkcja przemysłowa i PKB pod koniec 2011 r. i w I kw. 2012r. znajdują się na minusie. Oczywiście nie są to prognozy wiążące, jednak ich spójność z prezentowanymi przez profesjonalnych analityków oraz wysoki stopień objaśnienia modeli wskazują, że trendy wyznaczane przez indeksy koniunktury mają duże prawdopodobieństwo realizacji. Widać także, że prognozy oparte na modelach wskaźników wyprzedzających są niższe niż tych opisujących sytuację bieżącą, co wskazuje na niedoszacowywanie oczekiwań przez ankietowanych. Trzeba jednak

zauważyć, że modele te bazują na wskaźnikach wyprzedzających opóźnionych o kilka miesięcy. Obecnie widoczne jest odwrócenie tendencji formułowania negatywnych oczekiwań na kolejne 6 miesięcy (obserwujemy to dla indeksów Ifo i ZEW, dla których publikowane są rozbieżności na składową bieżącą i oczekiwań). Może to wynikać z faktu nierealizowania się czarnych scenariuszy w sferze realnej związanych z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro i noworocznej poprawy sentymentu wspieranej przez akcje płynnościowe EBC. Przedsiębiorcy oraz eksperci finansowi odregowują teraz w swoich oczekiwaniach wcześniejsze obciążenie negatywną sytuacją na rynkach finansowych.

Wykres 2: Zaskoczenia (odczyt-prognoza) dla sytuacji bieżącej i oczekiwań (GER-ZEW)



Źródło: Bloomberg

Wykres 3: Zaskoczenia (odczyt-prognoza) dla sytuacji bieżącej i oczekiwań (ZEW-eu)



Źródło: Bloomberg

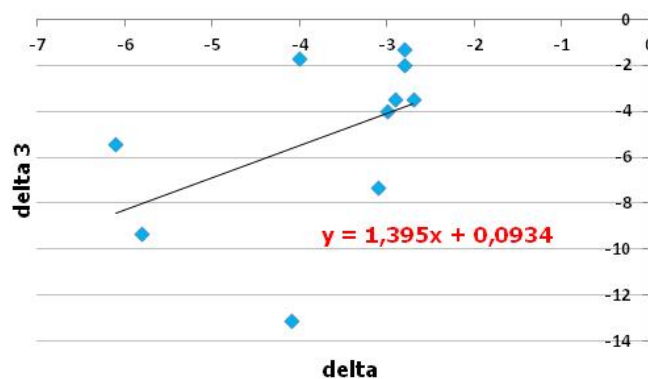
Na Wykresie 2 widać, że oczekiwania odnośnie składowych wyprzedzających były znacznie niższe niż ich styczniowa realizacja (zaskoczenie odczytem ZEW-exp silnie dodatnie), zaś ścieżka w 2011r. wskazuje, że oczekiwania formułowane były przez ankietowanych na niższym poziomie niż oczekiwał rynek (zaskoczenia ZEW-exp ujemne, tzn. odczyty były niższe od prognoz). Szczególnie widoczne było to pod koniec 2010r. kiedy bieżąca sytuacja okazywała się znacznie lepsza od prognoz, zaś oczekiwania na kolejne miesiące formułowane były negatywnie (patrz Wykres 2, na Wykresie 3 analogiczna sytuacja przedstawiona jest dla strefy euro). Obecne odwrócenie tej tendencji oznacza de facto powrót do trendu spójnego z zachowaniem pozostałych wskaźników koniunktury (widoczna na Wykresie 1 znaczna dywergencja między oczekiwaniami, a oceną sytuacji bieżącej historycznie pociągałaby za sobą spadki tej drugiej - obecnie jednak mamy do czynienia z ich odbiciem), co potwierdza wcześniejszy nadmierny pesymizm.

Wartości ekstremalne przyrostów, a punkty zwrotne w cyklu

Badając rozkłady wskaźników koniunktury dla USA zauważyliśmy, że pojawienie się ekstremalnego przyrostu jest silnym sygnałem wyprzedzającym dla cyklu koniunkturalnego (dla strefy euro mamy zbyt krótkie szeregi, więc posilujemy się wnioskami z danych z USA). Przeanalizowaliśmy momenty dużych zmian indeksów koniunktury (gdy miesięczny przyrost jest mniejszy niż 1-5% kwantyl lub większy niż 95-99% kwantyl odpowiedniego rozkładu) i zauważyliśmy, że zachodzi zależność wyprzedzająca między ekstremalnym przyrostem indeksów, a trendem produkcji przemysłowej i PKB. Co więcej, rekordowe przyrosty (oznaczające dużą miesięczną różnicę między odpowiedziami ankietowymi) obserwowane dla kilku indeksów koniunktury w przeciągu 2-3 miesięcy zapowiadają przyszłe odwrócenie trendu (obserwowaliśmy to m.in. na przełomie roku 2010/11, gdy IP i PKB odnotowały szczyt wzrostu - 5 miesięcy wcześniej indeksy ZEW-cur, Ifo, Ifo-cur, Ifo-exp odnotowały ekstremalny wzrost; na początku 2009r. podobna sytuacja miała miejsce ze zmianą trendu zmiennych realnych na wzrostowy - wówczas z wyprzedzeniem 3-5 miesięcy poza wspomnianymi także PMI-man spadł ekstremalnie). W obecnym cyklu także obserwowaliśmy podobne ujemne przyrosty indeksów z ogonów rozkładu (Tabela E), co może wskazywać, że obserwowane obecnie odbicie wskaźników koniunktury będzie trwałe. Pojawienie się takich obserwacji (w większości w sierpniu 2011r.) wskazuje także na większe prawdopodobieństwo powrotu gospodarek europejskiej i niemieckiej na ścieżkę wzrostu w drugiej połowie 2012r.

W celu zbadania długookresowego wpływu obserwowanych zmian na sam wskaźnik w przyszłości i wychwyceniu jego trendów w odpowiedzi szczególnie na ekstremalne przyrosty policzyliśmy też warunkowe rozkłady prawdopodobieństwa przyszłych zmian pod warunkiem zaobserwowanych już przyrostów (przykładowe Wykresy 4 i 5, w których na osi X znajduje się zaobserwowany przyrost miesięczny Ifo-cur i Ifo-exp, zaś na osi Y zmiana w ciągu kolejnych 3 i 12 miesięcy). Po obserwowanym wybiciu w sierpniu 2011r. faktycznie po 3 miesiącach obserwujemy niższą wartość indeksu Ifo-cur (o 1,3 pkt.), zaś w ciągu 12 miesięcy powinniśmy zaobserwować wzrost indeksu Ifo-exp w okolice 110pkt, zatem analiza rozkładów także wskazuje na wzrostową ścieżkę wzrostu indeksów niemieckich, co implikuje lepsze dane realne w perspektywie kilku miesięcy.

Wykres 4: Rozrzut przyrostu po 3 miesiącach (delta 3) po ekstremalnym spadku Ifo-cur poniżej 5% kwantyla (delta)

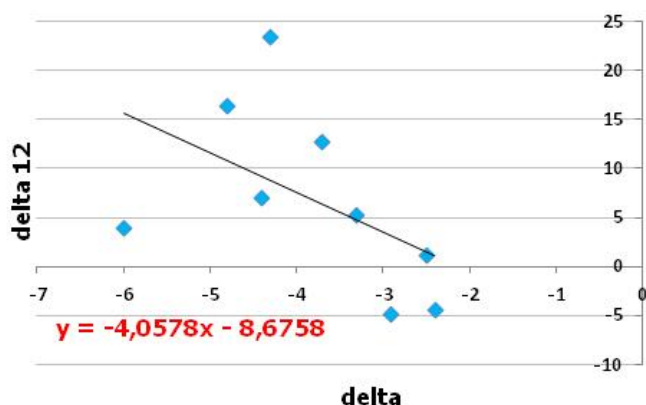


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Dla strefy euro przejście wskaźników PMI do trendu wzrostowego, gdy znajdują się poniżej progu recesyjnego historycznie pociąga

za sobą wzrosty w kolejnych miesiącach - wskaźniki te są raczej gładkie - korekty nie trwają zwykle dłużej niż jeden miesiąc. Obecnie mamy już drugi miesiąc wzrostu PMI-man i trzeci PMI-ser, co zwiększa prawdopodobieństwo pozostania indeksów w trendzie wzrostowym. Indeksy koniunktury konsumenckiej w strefie euro nie wykazują podobnych zależności.

Wykres 5: Rozrzut przyrostu po 12 miesiącach (delta 12) po ekstremalnym spadku Ifo-exp poniżej 5% kwantyla (delta)



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wyprzedzające dane ze sfery realnej

Wnioskowanie ze statystycznej analizy ankietowych indeksów koniunktury powinno być podparte spojrzeniem na sytuację realnej gospodarki.

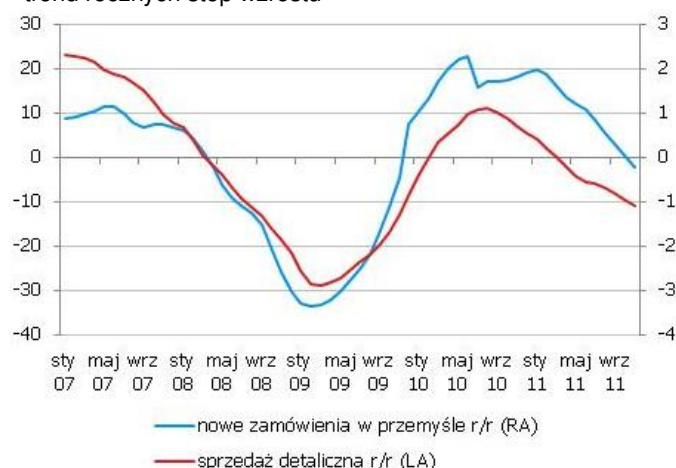
• Niemcy

Wiemy już, że wyprzedzające wskaźniki koniunktury dla gospodarki niemieckiej wskazują pozytywne trendy. Podobnie dobrym sygnałem jest wzrost nowych zamówień (odnotowany także w ostatnich badaniach ankietowych indeksu PMI), choć dekompozycja grudniowych danych (wzrost 1,7% m/m wobec oczekiwanej stagnacji) wskazuje na słaby popyt wewnętrzny (-1,4% m/m) oraz europejski (-6% m/m), a zatem wzrost nowych zamówień spoza strefy euro może być napędzony przez stosunkowo słabą wspólną walutę (co ma szansę odwrócić spadkowy trend na produkcji przemysłowej obserwowany od początku 2011r.). Wykorzystanie mocy produkcyjnych (odsezonowane) stabilnie wzrasta od czerwca 2009r. (co jest typową cechą wczesnej fazy ożywienia i zwykle wiąże się ze wzrostem dynamiki inwestycji), choć dane ankietowe w sektorze przemysłowym (publikowane przez Eurostat) wskazują na zatrzymanie wzrostu od połowy 2011r. Gospodarka niemiecka pozostaje konkurencyjna, choć ryzykiem są wzrastające jednostkowe koszty pracy i prognozowany silniejszy wzrost płac w 2012r. Wskaźniki bieżące w postaci konsumpcji i zatrudnienia utrzymują stabilny wzrost, stopa bezrobocia od kryzysu 2008/09 także spada. Brak zapaści na rynku pracy i spadająca inflacja wpływająca na wzrost realnego dochodu pozwoli na utrzymanie przyzwoitej dynamiki konsumpcji. Pozytywną informację niesie także wskaźnik opóźniony w postaci rocznej stopy wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw, który choć w obecnym cyklu wykazuje dużą zmienność, to pozostaje w trendzie rosnącym. Wstępne dane wskazują, że w IV kw. 2011r. gospodarka niemiecka skurczyła się o ok. 0,25% kw/kw, jednak wnioski płynące z analizy wskaźników koniunktury potwierdzone przez obserwowane trendy w danych realnych wskazują, że w przypadku braku szoków (np. w postaci defaultu Grecji) Niemcy mogą wrócić na ścieżkę wzrostu już w I kw. nowego roku.

• strefa euro

Sytuacja w całej strefie euro nie przedstawia się aż tak optymistycznie. W 2011r. gospodarki grecka i portugalska skurczyły się odpowiednio o 5,5 i 1,9%, zaś sumarycznie gospodarka europejska urosła tylko o 1,5%. Statystyka kwartalna wygląda jednak gorzej - aż 9 krajów z 17 w ostatnio opublikowanych danych za III kw. wykazało ujemną kwartalną stopę wzrostu PKB. Prognozy Eurostatu na 2012r. zakładają minimalny 0,5% roczny przyrost PKB w strefie euro. Dynamiki roczne osłabiają się od początku 2011r., zaś kwartalne spadły w drugiej połowie roku poniżej zera wskazując postępujące spowolnienie w strefie euro. Wskaźnik wyprzedzający w postaci nowych zamówień pod koniec roku ciągle pozostawał w trendzie spadkowym (Wykres 6), w ankietach dot. indeksów PMI w styczniu odnotowano mniejszą skalę spadku nowych zamówień (także eksportowych) oraz spadek opóźnień w produkcji.

Wykres 6: Nowe zamówienia i sprzedaż detaliczna w strefie euro - trend rocznych stóp wzrostu

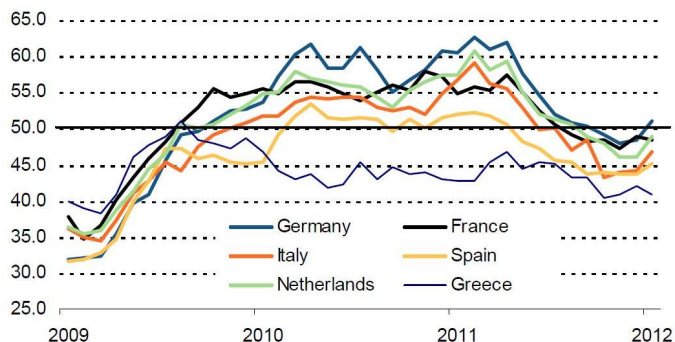


Źródło: Eurostat

Podobnie sytuacja przedstawia się po stronie konsumpcji - patrz trend sprzedaży detalicznej na Wykresie 6 (co więcej wyprzedzające indeksy koniunktury konsumenckiej pomimo zmiany trendu ciągle znajdują się na „recesyjnych” poziomach). Wykorzystanie mocy produkcyjnych wzrosło po kryzysie 2008/09, jednak od początku 2011r. znajduje się znowu w trendzie malejącym. Taka konstelacja danych nie wskazuje rychłego odbicia w produkcji przemysłowej całej strefy euro (ostatnie dostępne dane za listopad wskazują na spadek o 0,2% w skali roku), choć pozytywny sygnał płynie z indeksów PMI - duży udział nadrobienia zaległości produkcyjnych w bieżącej produkcji może wpłynąć na powrót produkcji do trendu wzrostowego przy jedynie niewielkim wzroście popytu. Podobnie wyprzedzająco może być traktowana podaż pieniądza - wskaźnik M2 od III kw. 2009r. znajduje się na niskim 2-3% poziomie, zaś pod koniec 2011r. spadł nawet poniżej 2%, akcja kredytowa dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostaje na niskim poziomie (w grudniu wzrost o 1,1% i 1,5% r/r odpowiednio), konsumpcja nie jest wspierana danymi z rynku pracy - stopa bezrobocia w 2011r. pozostawała w trendzie wzrostowym.

Wykres 7: PMI w przemyśle w strefie euro

Manufacturing PMI®, 50 = no change on month



Źródło: Markit

Podsumowanie

Indeksy koniunktury znajdują się w punkcie przegięcia, choć obserwujemy znaczną dywergencję w ich poziomach dla strefy euro i Niemiec. Podobne różnice obserwujemy w uważanych za wyprzedzające danych ze sfery realnej. Analiza sygnałów wysyłanych przez indeksy koniunktury wskazuje, że w średnim okresie powinniśmy obserwować powolne ożywienie całej europejskiej gospodarki (w danych realnych obserwujemy odbicie na razie tylko w Niemczech, zatem perspektywa powrotu strefy euro na ścieżkę wzrostu może się wydłużyć). Wspierają to wyższe poziomy indeksów opisujących sytuację bieżącą oraz wynikające z wcześniejszego niedoszacowywania oczekiwań odreagowanie w ich poziomach (czarne scenariusze recesyjne nie realizują się). Pojawienie się (w większości w sierpniu 2011r.) ekstremalnych spadków w poziomach indeksów koniunktury wskazuje zgodnie z historyczną analizą na pojawienie się trwałej zmiany trendu w ciągu kilku miesięcy, co obserwujemy obecnie - potwierdza to także obserwowana już od 2-3 miesięcy gładka struktura wzrostów. Zatem indeksy wskazują na trwałą zmianę trendu, jednak na razie tylko w Niemczech znajdują się powyżej "recesyjnych" poziomów i dopiero w dłuższym terminie (PMI wskazuje perspektywę ok. 12 miesięcy) możemy spodziewać się poprawy w krajach peryferyjnych strefy euro, co potwierdza bardzo powolne podnoszenie się indeksów koniunktury w rozbiciu regionalnym (Wykres 7). Wsparciem dla europejskich gospodarek będzie luźna polityka monetarna (w 2012r. można spodziewać się obniżki stóp poniżej granicznego 1%) oraz inne niestandardowe operacje (szczególnie w perspektywie głębokich cięć fiskalnych). Do realizacji tego scenariusza konieczny jest pozytywny krajobraz polityczny, który będzie wspierał sentyment i oczekiwania (początek roku pokazał bowiem, że są one w dużej mierze „nakręcane” medialną wrzawą wokół Grecji), te zaś wpłyną na realne dane wzpółzależnych gospodarek - w bliższej perspektywie Niemiec, w dłuższej całej strefy euro.

Paulina Ziemińska

Aneks - pozostałe tabele (Źródło: Bloomberg, Obliczenia własne)
Tabela A: Wybrane indeksy koniunktury

kol. publ.	od kiedy	indeks	skrót
Niemcy			
1	12.1991	ZEW sytuacja bieżąca	ZEW-cur
1	12.1991	ZEW oczekiwania	ZEW-exp
2	01.2005	GfK Consumer Conf.	GfK
3	04.2006	PMI w przemyśle	PMI-man
4	03.2006	PMI w usługach	PMI-ser
5	01.1991	Ifo Business Climate	Ifo
5	01.1991	Ifo sytuacja bieżąca	Ifo-cur
5	01.1991	Ifo oczekiwania	Ifo-exp
strefa euro			
1	07.2002	Sentix	Sx
2	12.1999	ZEW expectations	ZEW-eu
3	01.1985	EC Consumer Confidence	ECC
4	03.2006	PMI w przemyśle	PMI-man-eu
5	03.2006	PMI w usługach	PMI-ser-eu

Tabela B: Wybrane indeksy koniunktury

Niemcy						
	próg wg PKB	próg wg IP	min OC	min hist.	max OC	max hist.
ZEW-cur	-73,2	-44,7	-92,8	-98,5	91,5	91,5
GfK	3,3		1,5	1,5	6,0	9,1
PMI-man	49,6	51,1	32,0	32,0	62,7	62,7
PMI-ser	51,4	52,3	41,3	41,3	60,3	61,0
Ifo	94,9	98,5	84,6	84,6	115,4	115,4
Ifo-cur	93,2	97,3	85,0	85,0	123,3	123,3
Ifo-exp	96,0	98,6	78,5	78,5	110,7	110,7
	średnia OC	średnia hist.	odch.std. OC	odch.std. hist.	obecny poziom	opóź. (msc)
ZEW-cur	9,1	-25,1	69,0	55,1	26,8	0
GfK	3,9	4,7	1,4	1,8	5,6	3
PMI-man	52,0	52,9	9,0	7,8	48,1	2-3
PMI-ser	52,8	53,5	5,0	4,5	52,7	2-3
Ifo	102,6	100,7	10,6	6,9	106,6	0-3
Ifo-cur	107,8	101,8	12,9	9,5	116,7	0
Ifo-exp	101,2	100,7	9,2	5,7	97,3	3
strefa euro						
	próg wg PKB	próg wg IP	min OC	min hist.	max OC	max hist.
Sx	0	0	-42,7	-42,7	17,1	42,0
ECC	-15,22	-15,45	-34,2	-34,2	-9,4	2,7
PMI-man-eu	51,37	51,10	33,5	33,5	59,0	59,0
PMI-ser-eu	52,87	52,71	39,2	39,2	57,2	60,7
	średnia OC	średnia hist.	odch.std. OC	odch.std. hist.	obecny poziom	opóź. (msc)
Sx	-9,0	2,2	17,8	19,2	-24	3
ECC	-16,8	-12,1	6,2	7,1	-20,4	0
PMI-man-eu	50,7	51,3	6,7	6,6	46,9	2-3
PMI-ser-eu	51,5	52,7	4,8	5,1	48,3	3

Tabela C: Modele regresyjne

W celu określenia ilościowej zależności przyrostów oraz poziomów indeksów koniunktury (ozn. x) i zmian PKB oraz produkcji przemysłowej (ozn. y) estymujemy równania regresji w ogólnej postaci:

$$y_t = a \cdot (x_{t-i-1} - b) + (c \cdot \Delta x_{t-i}),$$

gdzie i oraz j określają odpowiednio dobre rządy opóźnień (tak aby współczynnik a oraz c były dodatnie). Tabela D przedstawia oszacowane współczynniki oraz poziom dopasowania adj. R-kwadrat dla powyższego modelu ($R^2_{(1)}$) oraz modelu z dodaną opóźnioną zmienną y postaci AR(1) ($R^2_{(2)}$).

Tabela D: Modele

<i>x</i>	<i>i</i>	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>c</i>	$R^2_{(1)}$	$R^2_{(2)}$
Niemcy						
			<i>y = IP</i>			
ZEW-cur	0	0,06	-45,2	0,24	45,5%	87,7%
PMI-man	2	1,16	51,2	0,79	87,6%	94,3%
PMI-ser	1	1,84	52,3	0,81	71,6%	93,1%
lfo	0	0,71	98,5	0,43	68,7%	88,9%
lfo-cur	0	0,42	97,5	1,03	51,7%	88,9%
lfo-exp	3	0,89	98,6	0,52	74,9%	90,0%
			<i>y = PKB</i>			
ZEW-cur	1	1,76	-95,5	0,06	52,5%	80,0%
GfK	0	1,27	3,52	0,60	41,4%	
PMI-man	1	0,44	49,8	0,35	92,7%	
PMI-ser	0	0,72	51,6	0,28	78,1%	86,7%
lfo	0	0,26	95,2	0,12	66,1%	78,9%
lfo-cur	0	0,17	93,4	0,26	58,1%	81,3%
lfo-exp	1	0,34	96,5	0,18	71,9%	83,4%
strefa euro						
			<i>y = IP</i>			
PMI-man-eu	2	1,17	51,2	0,62	87,5%	95,2%
PMI-ser-eu	2	1,47	52,7	0,69	78,2%	94,5%
			<i>y = PKB</i>			
Sx	0	0,11	-7,85	0,03	77,7%	88,3%
ECC	0	0,23	-19,42	0,10	59,7%	85,7%
PMI-man-eu	1	0,4	49,5	0,27	93,8%	95,0%
PMI-ser-eu	1	0,54	51,4	0,34	93,2%	

Tabela D: Prognozy

indeks	prognoza
Niemcy	
IP na 12.2011	
GER-PMI-man	1,8
GER-PMI-ser	2,4
ZEW-cur	2,9
lfo	4,3
lfo-cur	3,3
lfo-exp	2,2
Niemcy	
PKB na Q4'2011	
GER-PMI-man	0,6
GER-PMI-ser	1,2
ZEW-cur	1,9
lfo	2,9
lfo-cur	2,5
lfo-exp	1,4
strefa euro	
IP na 12.2011	
EU-PMI-man	-1,0
EU-PMI-ser	-0,5
strefa euro	
PKB na Q4'2011	
EU-PMI-man	0,2
EU-PMI-ser	-0,4
ECC	0,6
Sx	-0,1

Tabela E: Przyrosty ekstremalne

indeks	data	przyrost	kwantyl
Niemcy			
GER-PMI-man	5.11	-4,3	3%
GER-PMI-ser	7.11	-3,8	5%
ZEW-cur	8.11	-37,1	1%
lfo	8.11	-4,2	1%
lfo-cur	8.11	-3,2	2%
lfo-exp	8.11	-5,0	1%
strefa euro			
EU-PMI-man	5.11	-3,4	2%
EU-PMI-ser	9.11	-2,7	1%
ECC	8.11	-5,3	1%
ZEW-eu	6.11	-19,5	3%

Źródło: Bloomberg, Obliczenia własne



Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Luty 2012	Marzec 2012	Kwiecień 2012
POLSKA			
Inflacja CPI	15	13	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	17	19	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	16	18
PKB	-	-	1
Koniunktura gospodarcza	22	22	20
Podaż pieniądza M3	14	14	13
Bilans płatniczy	13	13	12
Inflacja bazowa	-	20	20
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	6
Posiedzenie RPP	7-8	6-7	3-4
STREFA EURO			
Inflacja HICP	29	14	17
PKB	15	-	3
Wskaźnik koniunktury ZEW	14	13	
Posiedzenie ECB	9	8	4
USA			
Inflacja CPI	17	16	13
PKB	-	-	4
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	3	9	6
Zamówienia na dobra trwałe	28	28	25
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	2
Posiedzenie Fed	-	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 OBROCE 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.