

1 sierpnia 2014

Przegląd Makroekonomiczny

Departament Analiz Ekonomicznych

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

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

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Marek Ignaszak
analityk
tel. +48 22 829 02 56
marek.ignaszak@mbank.pl

Departament Rynków Finansowych

Marcin Turkiewicz
transakcje walutowe
tel. +48 22 829 01 84
marcin.turkiewicz@mbank.pl

Bartłomiej Małocha
transakcje stóp procentowych
tel. +48 22 829 01 77
bartlomiej.malocha@mbank.pl

Departament Sprzedaży Rynków Finansowych

Bogusław Goleń
współpraca z klientami
tel. +48 22 829 02 11
bogdan.golen@mbank.pl

Inga Gaszkowska-Gębska
klienci finansowi
tel. +48 22 829 12 05
inga.gaszkowska-gebska@mbank.pl

Jacek Jurczyński
instrumenty strukturyzowane
tel. +48 22 829 15 16
jacek.jurczynski@mbank.pl

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
<http://www.mbank.pl>

Spis treści

| | |
|--|-----------|
| Główne wskaźniki makroekonomiczne | 2 |
| Przegląd Makroekonomiczny w pigułce | 3 |
| Gospodarka globalna: Trudny zakład o inflację w USA | 4 |
| Nihilizm prognostyczny z nutą ironii, czyli jak ciężko prognozuje się kurs EURPLN | 7 |
| Dlaczego stopy NBP powinny być niższe? | 10 |
| Euromonitor | 13 |
| Na rynku | 14 |
| Kalendarz publikacji danych | 17 |

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F |
|------------------------------------|------|------|------|-------|------|-------|
| PKB r/r (%) | 1.6 | 3.9 | 4.5 | 2.0 | 1.6 | 3.3 |
| Inflacja CPI r/r (średnio %) | 3.5 | 2.8 | 4.3 | 3.675 | 0.9 | 0.3 |
| Saldo obrotów bieżących (%PKB) | -1.6 | -4.5 | -4.9 | -3.5 | -1.3 | -0.9 |
| Stopa bezrobocia (koniec okresu %) | 12.1 | 12.4 | 12.5 | 13.4 | 13.4 | 13.0 |
| Stopa ref. NBP (koniec okresu %) | 3.5 | 3.5 | 4.5 | 4.25 | 2.5 | 2 |

| | 2013 | 2013 | 2013 | 2013 | 2014 | 2014 | 2014 | 2014 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 F | Q3 F | Q4 F |
| PKB r/r (%) | 0.4 | 0.8 | 2.0 | 2.7 | 3.4 | 3.0 | 3.0 | 3.6 |
| Konsumpcja prywatna r/r (%) | 0.0 | 0.1 | 1.0 | 2.1 | 2.6 | 2.5 | 2.6 | 2.8 |
| Konsumpcja publiczna r/r (%) | 0.1 | 5.0 | 3.0 | 3.1 | 0.7 | 2.0 | 2.0 | 2.4 |
| Inwestycje r/r (%) | -2.4 | -3.3 | 0.5 | 2.0 | 10.7 | 5.0 | 5.0 | 8.5 |
| Inflacja (średnio %) | 1.3 | 0.5 | 1.1 | 0.8 | 0.6 | 0.2 | -0.2 | 0.4 |
| Stopa bezrobocia (koniec okresu %) | 14.3 | 13.2 | 13.0 | 13.4 | 13.9 | 12.0 | 11.5 | 12.2 |
| Stopa ref. NBP (% koniec okresu) | 3.25 | 2.75 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.00 | 2.00 |
| Wibor 3M (% koniec okresu) | 3.39 | 2.73 | 2.67 | 2.71 | 2.71 | 2.68 | 2.22 | 2.22 |
| Rentowność obligacji 2-letnich (%) | 3.19 | 3.07 | 3.06 | 3.05 | 3.01 | 2.51 | 2.30 | 2.30 |
| Rentowność obligacji 10-letnich (%) | 3.94 | 4.34 | 4.48 | 4.35 | 4.23 | 3.45 | 3.20 | 3.60 |
| EUR/PLN (koniec okresu) | 4.18 | 4.33 | 4.22 | 4.15 | 4.17 | 4.16 | 4.15 | 4.15 |
| USD/PLN (koniec okresu) | 3.26 | 3.32 | 3.12 | 3.02 | 3.04 | 3.12 | 3.17 | 3.15 |
| F - prognoza | | | | | | | | |

Główne wskaźniki makroekonomiczne

| | Sty 2014 | Lut 2014 | Mar 2014 | Kwi 2014 | Maj 2014 | Cze 2014 | Lip 2014 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| PKB i produkcja | | | | | | | |
| PKB (%) | | | 3.4 | | | 3.0 | |
| Popyt krajowy (%) | | | 3.0 | | | | |
| Spożycie indywidualne (%) | | | 2.6 | | | 2.6 | |
| Nakłady brutto na środki trwałe (%) | | | 10.7 | | | 5.0 | |
| Wartość dodana (%) | | | 3.0 | | | | |
| w przemyśle (%) | | | 4.0 | | | | |
| w budownictwie (%) | | | 8.0 | | | | |
| w handlu (%) | | | 3.8 | | | | |
| Produkcja przemysłowa r/r (%) | 4.2 | 5.3 | 5.4 | 5.4 | 4.4 | 1.7 | 0.7 |
| Produkcja przemysłowa m/m (%) | 3.0 | -1.8 | 9.4 | -2.3 | -1.7 | -0.1 | 0.7 |
| Sprzedaż detaliczna r/r (%) | 4.8 | 7.0 | 3.1 | 8.4 | 3.8 | 1.2 | 1.3 |
| Sprzedaż detaliczna m/m (%) | -21.3 | -0.6 | 12.5 | 2.3 | -2.7 | -1.1 | 4.4 |
| Rynek pracy | | | | | | | |
| Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN) | 3805.3 | 3856.6 | 4017.8 | 3976.8 | 3878.3 | 3943.0 | 3975.6 |
| Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%) | 3.4 | 4.0 | 4.8 | 3.8 | 4.8 | 3.5 | 3.8 |
| Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%) | -9.9 | 1.3 | 4.2 | -1.0 | -2.5 | 1.7 | 0.8 |
| Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%) | 0.0 | 0.2 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%) | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.1 |
| Stopa bezrobocia (%) | 14.0 | 13.9 | 13.5 | 13.0 | 12.5 | 12.0 | 11.8 |
| Ceny | | | | | | | |
| Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0 | -0.1 | 0.0 | -0.3 |
| Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%) | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | -0.3 |
| Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%) | 0.4 | 0.9 | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 1 | 0.4 |
| Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%) | 0 | -0.1 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | 0 | 0.0 |
| Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%) | -1 | -1.4 | -1.3 | -0.7 | -1 | -1.7 | -1.9 |
| Agregaty monetarne | | | | | | | |
| Podaż pieniądza M3 (mld PLN) | 962.4 | 968.4 | 980.4 | 986.1 | 991.1 | 995.5 | 995.2 |
| Podaż pieniądza r/r (%) | 5.4 | 5.2 | 5.2 | 5.4 | 5.2 | 5.2 | 5.3 |
| Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%) | 5.3 | 4.9 | 4.7 | 5.6 | 4.5 | 4.4 | |
| Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%) | 1.9 | 2.3 | 3.0 | 4.5 | 4.8 | 4.3 | |
| Depozyty gospodarstw domowych r/r (%) | 5.5 | 5.2 | 4.9 | 5.7 | 6.1 | 5.8 | |
| Depozyty przedsiębiorstw r/r (%) | 8.8 | 7.7 | 7.4 | 5.8 | 4.5 | 5.5 | |
| Zagranica | | | | | | | |
| Rachunek obrotów bieżących (mln EUR) | -873 | -508 | 615 | 941 | 280 | -678 | |
| Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca) | 4.25 | 4.16 | 4.17 | 4.20 | 4.14 | 4.16 | 4.18 |
| Kurs USD/PLN (koniec miesiąca) | 3.15 | 3.01 | 3.03 | 3.03 | 3.04 | 3.04 | 3.12 |
| Stopy procentowe | | | | | | | |
| Stopa interwencyjna NBP (%) | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 |
| Stopa lombardowa (%) | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| Stopa depozytowa (%) | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| WIBOR 3M (%) | 2.61 | 2.61 | 2.61 | 2.62 | 2.62 | 2.58 | 2.57 |
| Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca) | 3.25 | 3.09 | 3.01 | 2.90 | 2.72 | 2.51 | 2.49 |
| Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca) | 4.11 | 3.71 | 3.75 | 3.55 | 3.27 | 3.03 | 2.94 |
| Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca) | 4.74 | 4.39 | 4.23 | 4.03 | 3.67 | 3.45 | 3.40 |
| Gospodarka światowa | | | | | | | |
| Inflacja w strefie euro r/r (%) | 0.7 | 0.8 | 0.5 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| PKB w strefie euro r/r (%) | | | 0.9 | | | | |
| Stopa podstawowa ECB (%) | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.15 | 0.15 |
| Inflacja w USA r/r (%) | 1.6 | 1.1 | 1.5 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | |
| PKB w USA r/r (%) | | | -2.1 | | | 4.0 | |
| 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.

Przegląd Makroekonomiczny w pigułce

W niniejszym Przeglądzie Makroekonomicznym mierzymy się z problemem amerykańskiej inflacji, przedstawiamy argumenty na rzecz obniżki stóp procentowych w Polsce oraz – w nieco bardziej wakacyjnym klimacie – pokazujemy anty-użyteczność ilościowego modelowania kursów walutowych.

Amerykańska inflacja w końcu znów znalazła się w orbicie zainteresowania analityków i inwestorów. Tym niemniej, jej przyspieszenie początkowo spotkało się z lekceważeniem ze strony Fed – Janet Yellen określiła go jako „szum”. Czy tak jest w istocie? Przegląd poszczególnych kategorii inflacji wskazuje, że część obecnych wzrostów ma charakter tymczasowy, część zaś nosi znamiona dłuższych tendencji. Zestawienie jednych i drugich sugeruje, że zanim doczekamy się kolejnych wzrostów inflacji, najpierw pewnie zobaczymy spadki. W efekcie, inflacja stanie się czynnikiem generującym dodatkową niepewność na rynkach finansowych. Niepewność z kolei oznaczać będzie zmienność.

Tymczasem na krajowym podwórku ekonomiści ciągle wykazują mało zrozumienia dla zasadności wznowienia obniżek stóp procentowych; inwestorzy wręcz przeciwnie. Być może ekonomiści cierpią na rozpoznany w psychologii tzw. efekt zakotwiczenia. W tym konkretnym przypadku wiąże się on z faktem nie tak dawnego podwyższenia prognoz makroekonomicznych dla Polski i bardzo trudnym do pogodzenia z tymi rewizjami odejściem od wcześniejszego scenariusza zakładającego normalizację stóp procentowych w Polsce. Ekonomiści chyba też ciągle bagatelizują usterkę w polskim cyklu, która wydaje się nie tyle odchodzić, co umacniać. Wreszcie, z dużą (zbyt dużą) uwagą śledzą uspokajające (wykluczające obniżki) komentarze RPP zapominając, że scenariusze monotonicznie przyspieszającego wzrostu ferowane przez członków Rady jeśli nie już, to lada chwila zostaną sfalsyfikowane. Argumentem przeciwko obniżkom jest też panujący obecnie ferment w RPP związany z tzw. aferą taśmową, która być może odciągnęła uwagę RPP od kwestii monetarnych. Być może. Tego nie wiemy. Uważamy jednak, że polska RPP pomimo wewnętrznych podziałów ma jednak imponującą historię reagowania na scenariusze makroekonomiczne i korygowania własnych błędów.

Wakacyjny klimat na rynkach finansowych sprzyjał także zwróceniu uwagi na bardziej uniwersalne problemy. Przeprowadziliśmy ćwiczenie, którego celem była identyfikacja reżimów rządzących notowaniami EURPLN. Przy okazji sprawdziliśmy, jak bardzo przydają się (w sensie poznawczym i inwestycyjnym) modele tropiące fundamentalne bądź sprawiedliwe poziomy kursów walutowych. W świetle naszych wyników ryzykujemy tezę, że wszelkie próby tradingu walutowego w oparciu o modele strukturalne oraz zależności pomiędzy różnymi klasami instrumentów finansowych są z góry skazane na porażkę.

Nasze (w świetle poprzedniego akapitu na szczęście nie w pełni ilościowe, lecz eksperckie) przewidywania dotyczące kursów walutowych nieznacznie się zmieniły od czasu ostatniej publikacji Przeglądu. O ile nadal uważamy, że EUR-RUSD pozostawać będzie w trendzie spadkowym (nota bene całkiem nieźle trafiliśmy przełamanie kursu w kierunku spadków w drugiej połowie roku) to widoki na przyszłość złotego są raczej nieciekawe. Większa zmienność i oczekiwane rewizje prognoz makroekonomicznych dla Polskiej gospodarki sprawiają, że dominują ryzyka słabszego złotego.

Gospodarka globalna: Trudny zakład o inflację w USA

Inwestorzy stanęli przed ścianą. Z jednej strony Yellen jeszcze miesiąc temu określała wzrosty inflacji jako szum. Z drugiej Fed gremialnie przyznał w komunikacie, że procesy cenowe przesunęły się w kierunku celu a ryzyko jego niezrealizowania zmalało. Wszystko to jednak zostało podane przy utrzymaniu retoryki o niewykorzystaniu mocy wytwórczych. Czy możliwe jest zatem, że Fed nie wie, jak będzie się kształtowała inflacja w przyszłości i chce operować tylko na pewnych danych makroekonomicznych, czyli działać reaktywnie?

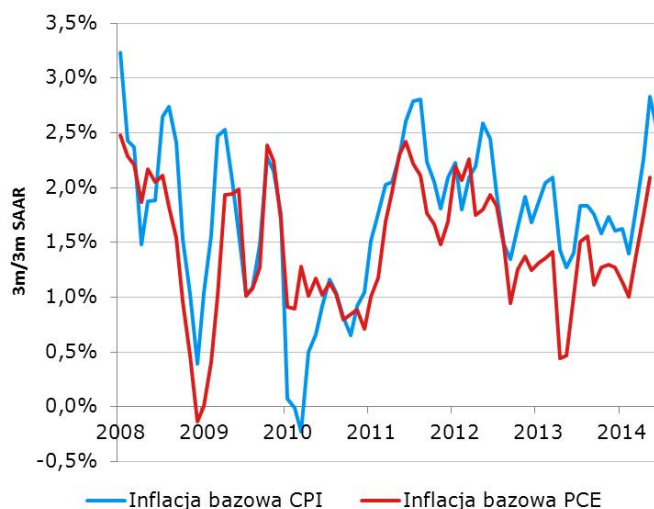
Naszym zdaniem – jak najbardziej. Oznacza to skrócenie horyzontu analizy inwestycyjnej do najdrobniejszych, miesięcznych wahań inflacji. Dlatego też w niniejszym tekście podejmujemy próbę rozebrania czynników cenowych na czynniki pierwsze, ale nie od strony danych szczegółowych. Przegląd poszczególnych kategorii inflacji wskazuje, że część obecnych wzrostów ma charakter tymczasowy, część zaś nosi znamiona dłuższych tendencji; żeby jednak rosło, pewnie najpierw spadnie. Marsz w kierunku normalizacji polityki pieniężnej będzie tak samo miarowy jak wysokość inflacji w kolejnych miesiącach, przy czym wpływ danych realnych na myślenie rynku będzie pewnie asymetryczny: publikacje zaskakujące negatywnie będą czyściły większą część oczekiwań na podwyżki niż budowały publikacje pozytywnie odbiegające od mediany.

Przyspieszenie inflacji w I połowie roku

Od czasu, gdy perspektywa normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych powróciła w orbitę zainteresowania inwestorów i ekonomistów (czyli od maja 2013 roku), inflacja była jedynym składnikiem zestawu zmiennych, który niezaprzeczalnie i uparcie pozostawał poniżej celu Fed. Mimo względnie trwałego wzrostu PKB i systematycznego spadku niewykorzystanych zasobów w gospodarce inflacja przez większą część 2013 spowalniała.

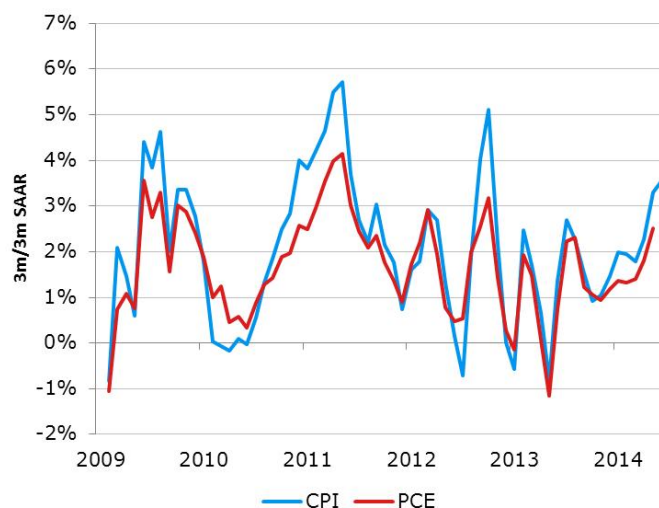
Odwrócenie kierunku niespodzianek nastąpiło w bieżącym roku, a samo przyspieszenie inflacji było na przestrzeni ostatnich miesięcy imponujące. Roczna dynamika CPI wzrosła z 1,1% w lutym do 2,1% w maju, w podobnej skali przyspieszyła inflacja PCE (z 0,8% do 1,8%). Wzrostom towarzyszyły wyższe inflacje bazowej, która wylądowała na poziomie 1,9% wobec cyklicznych minimów 1,6%, zaś bazowa PCE (ulubiona miara Fed) – z 1,1% do 1,5%. Wielbicieli szybszych miar mogą zauważyć, że annualizowane momentum inflacji bazowej CPI wyniosło w maju 2,8%, a więc najwyższe od początku 2008 roku.

Wykres 1: Zannualizowane momentum inflacji



Źródło: BLS, FRED

Wykres 2: Zannualizowane momentum inflacji bazowej



Źródło: BLS, FRED

Na obecnym etapie spacer po poszczególnych kategoriach CPI w poszukiwaniu wzorców to podejście bardziej nośne niż poszukiwanie zależności pomiędzy sferą realną a inflacją na podstawie korelacji ze światem, który obecnie wygląda zupełnie inaczej. W zasadzie nie istnieje jasna, tj. dająca się przedstawić w formie wykresu relacja przyczynowo-skutkowa pomiędzy stanem gospodarki (ewentualnie jakąś zmienną go ilustrującą) a przyszłą inflacją. Gdyby niezbity dowód na brak lub istnienie zagrożeń inflacyjnych istniał, Fed już dawno by go przedstawił. Poruszamy się raczej obecnie w orbicie poszlak i domniemywań (fundamentalnych źródeł inflacji niektórzy upatrują a to w zacieśnieniu rynku pracy, a to w sprzyjającej demografii). Wiele względnie trwałych relacji makroekonomicznych załamało się, być może związane jest to z jakąś strukturalną zmianą gospodarki, być może jest to z pokłosem wychodzenia z kryzysu finansowego, być może problem leży we właściwym pomiarze odpowiednich zmiennych (np. luki popytowej). Wejdźmy zatem głębiej w poszczególne komponenty inflacji.

Co jest odpowiedzialne za ostatnie wzrosty inflacji?

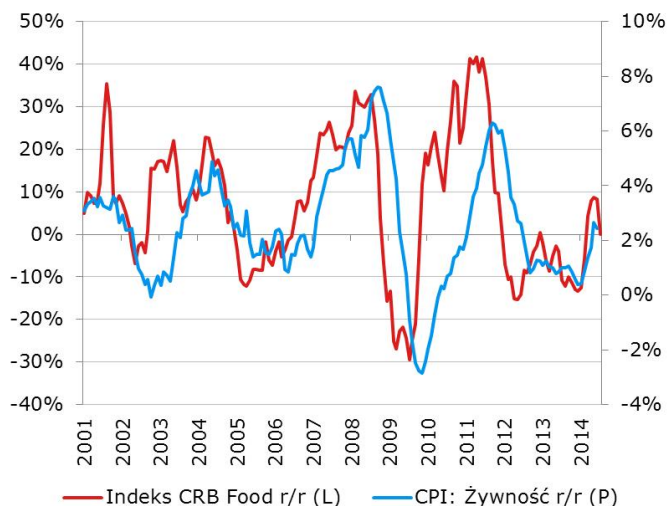
Za istotną część przyspieszenia inflacji odpowiadają ceny żywności, które od początku roku wzrosły o 1,8%, i ceny nośników energii (wzrost od początku roku o 1,7% i o 5,6% od lokalnego minimum). Pierwsze z nich to konsekwencja m.in. trwającej w wielu stanach USA suszy. Te drugie w tym roku wspierane były przez zaburzenia geopolityczne (Irak, Krym i Ukraina), a także przez zwiększony popyt w czasie wyjątkowo srogiej zimy w Stanach Zjednoczonych. W koszyku bazowym przyspieszenia winne są przede wszystkim następujące kategorie: mieszkanie (dodało ok. 0,1 p.proc. do rocznego wskaźnika inflacji), transport publiczny (przyrost wkładu o 0,05 p.proc.), odzież i obuwanie (0,03 p.proc.) oraz dobra związane z ochroną zdrowia (0,04 p.proc.). W przypadku mieszkania i ochrony zdrowia można mówić o „powrocie z dalekiej podróży”, a więc o podnoszeniu się z lokalnych dołków cenowych (jest to szczególnie widoczne w przypadku cen usług mieszkaniowych). Wzrosty cen w transporcie publicznym to z kolei zasługa cen biletów lotniczych (od początku roku wzrost o 11%), które wprawny obserwator trendów łatwo powiąże z cenami paliw, szczególnie z dużymi i gwałtownymi ich wychyleniami.

Które ze wzrostów mają szansę się utrzymać?

Jeśli rację ma J.Yellen i wzrost inflacji w Stanach Zjednoczonych jest faktycznie szumem, to należałoby oczekiwać wygasania czynników, które za ten wzrost odpowiadały. Przegląd kategorii wskazuje, że taki pogląd jest uprawniony jedynie częściowo.

Po pierwsze, stabilizacja cen żywności powinna przynieść najpierw stabilizację kontrybucji do rocznego wzrostu CPI, a następnie jej stopniowy spadek, o ile nie pojawi się kolejny zewnętrzny impuls dla cen żywności.

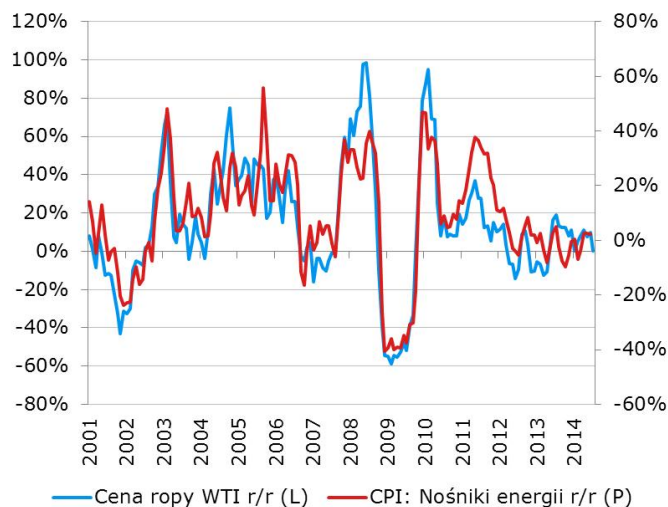
Wykres 3: Dynamika cen żywności



Źródło: BLS, FRED, Bloomberg

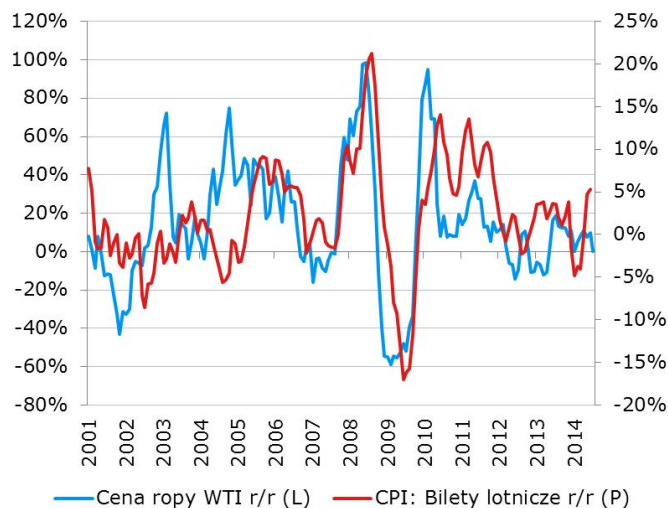
Po drugie, lipcowe spadki cen ropy naftowej w praktyce zanegowały połowę tegorocznego rajdu cen tego surowca. Przesunięcie wahadła cen energii w drugą stronę znajdzie zapewne odzwierciedlenie w cenach detalicznych benzyny i innych nośników energii już w lipcu i sierpniu (patrz wykresy poniżej). Wygaśnięcie impulsu w przypadku cen biletów lotniczych zobaczyliśmy już w lipcu (efektywnie 0% m/m).

Wykres 4: Dynamika cen nośników energii



Źródło: BLS, FRED, Bloomberg

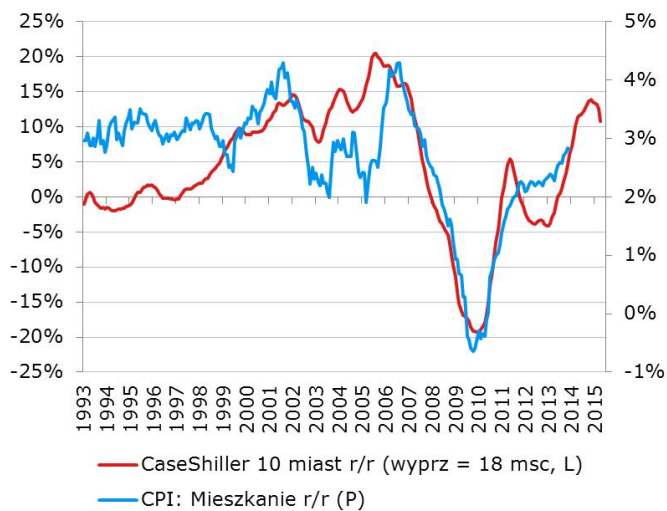
Wykres 5: Dynamika cen biletów lotniczych



Źródło: BLS, FRED, Bloomberg

Po trzecie, nad kategoriami bazowymi góruje oczywiście kategoria mieszkanie (Shelter). Tutaj w prognozowaniu przyszłych kierunków zmian w tej kategorii najłatwiej odwołać się do relacji z cenami nieruchomości. W przybliżeniu, zmiany trendów tamże (wykorzystujemy indeks CaseShiller) wyprzedzają punkty zwrotne w inflacji o ok. 18 miesięcy (w gigantycznym skrócie można uznać to za wynik interakcji między rynkiem nieruchomości na wynajem, a rynkiem nieruchomości na sprzedaż). Oznacza to, że hamowanie cen, które obserwuje się w pierwszych miesiącach roku zapowiada wygasanie impulsu dla inflacji cen mieszkań dopiero w II połowie przyszłego roku. Do tego czasu wkład tej kategorii powinien rosnąć (patrz wykres niżej).

Wykres 6: Dynamika cen nieruchomości i usług mieszkaniowych



Źródło: BLS, FRED, Bloomberg

Po czwarte, szanse na wzrosty można dostrzec również w takich kategoriach, jak rekreacja, transport prywatny i wyposażenie gospodarstwa domowego, znajdujących się blisko historycznych minimów. Z drugiej strony, dynamiki cen usług medycznych i edukacyjnych znajdują się w wyraźnych, wieloletnich trendach spadkowych, na które koniunktura wydaje się oddziaływać w ograniczonym stopniu.

Podsumowanie

Summa summarum, przy założeniu braku egzogenicznych szoków dla rynków surowcowych i żywnościowych, bilans ryzyk dla amerykańskiej inflacji na najbliższe miesiące przesuwają się wyraźnie w dół. W przypadku inflacji bazowej sprawa nie jest już tak jednoznaczna, ale z pewnością okres dynamicznych wzrostów inflacji bazowej gospodarka amerykańska ma już za sobą. Tym niemniej, ewolucję inflacji w ostatnich miesiącach członkowie FOMC uznali za dostateczną, aby na ostatnim posiedzeniu zmienić fragment komunikatu jej poświęcony, choć na razie wygląda to jak odnotowanie ostatnich publikacji.

Nihilizm prognostyczny z nutą ironii, czyli jak ciężko prognozuje się kurs EURPLN

Wykorzystując wakacyjne uspokojenie na rynkach finansowych postanowiliśmy przeprowadzić ćwiczenie, którego celem jest identyfikacja reżimów rządzących notowaniami EURPLN. Przy okazji sprawdziliśmy, jak bardzo przydają się (w sensie poznawczym i inwestycyjnym) modele tropiące fundamentalne bądź sprawiedliwe poziomy kursów walutowych. Uzyskane wyniki nie są zachęcające dla piewców ilościowego podejścia do modelowania kursów walutowych. W przypadku identyfikacji reżimów walutowych zmieniają się one bardzo często, co sprawia, że nawet znajomość zmiennych objaśniających nie pozwala na precyzyjne formułowanie prognoz (zwykle lepiej obstawiać kurs bez zmian tj. tak zwaną prognozę naiwną). Modele starające się wyliczyć „fundamentalny” bądź „sprawiedliwy” kurs walutowy należy również traktować z przymrużeniem oka. Dobry wynik in-sample strategii tradingowych opartych o taki kurs jest w dużej mierze artefaktem statystycznym użytej metody i nie można uogólniać go poza próbę, na której wyliczane są parametry modelu. To może być cios szczególnie bolesny dla zwolenników maksymalizacji zysku in-sample i podobnych przejawów dążenia do „przepasowania” modelu.

Identyfikacja i procedura różnicowania reżimów

Procedurę identyfikacji czynników stojących za zmianami EURPLN w danym okresie oparto o liniowe modele czynnikowe szacowane w rolowanych, liczących 60 sesji oknach. Jako zmienną endogeniczną przyjęto szereg EURPLN, zmiennymi egzogenicznymi ustanowiono ceny instrumentów finansowych notowanych na globalnych rynkach. Instrumenty zgrupowano w cztery kategorie: stopy procentowe w Polsce, stopy procentowe w strefie euro, waluty, giełdy. Dla każdej z tych grup instrumentów dokonano redukcji wymiarów metodą głównych składowych zachowując co najmniej 80% zmienności. Dodatkowo do zbioru zmiennych egzogenicznych zaliczono różnicę w stromiznie krzywej pomiędzy polską a strefą euro (dysparytet spreadów 5Y – 1Y).

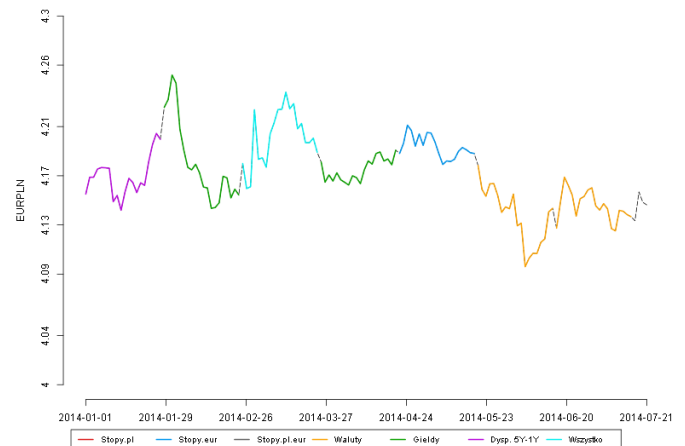
40 pierwszych dni w każdym oknie stanowi próbka ucząca, na której szacowane są parametry modelu liniowego. Kolejne 20 sesji to próbka walidacyjna, służąca do wyliczania błędu prognozy przeskalowanego do błędu prognozy naiwnej (MASE – mean absolute scaled error). W każdym z okien szacowany jest osobny model dla każdej grupy zmiennych egzogenicznych: model dla stóp procentowych w Polsce, stóp procentowych w strefie euro oraz model dla różnicy stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro. Ponadto szacujemy następujące modele: model oparty o zmiany indeksów giełdowych, innych par walutowych, dysparytet stromizny 5Y-1Y oraz model, w którym zmiennymi objaśniającymi są główne składowe objaśniające 90% zmienności całego, opisanego wyżej zbioru danych. W sumie 7 modeli w każdym z 33 okien obejmujących dane od początku 2012 roku.

Dla każdego z modeli konstruowana jest prognoza out-of-sample służąca do policzenia błędu prognozy w próbie walidacyjnej. Model charakteryzujący się najniższym błędem prognozy wyznacza reżim panujący w danym okresie na EURPLN. Wyniki opisanej powyżej analizy przedstawiają poniższe wykresy. Sposób interpretacji wykresu najprościej będzie wytłumaczyć na następującym przykładzie: fioletowa linia, od której rozpoczyna się pierwszy wykres sugeruję, że na początku 2014 roku czynnikiem determinującym zachowanie złotego był dysparytet stromizny

krzywej, natomiast przełom lutego i marca 2014 (oznaczony na tym samym wykresie błękitną linią) to okres, w którym najlepiej prognozującym jest model oparty o wszystkie zmienne, tj. okres nie charakteryzujący się żadnym wyróżnionym reżimem.

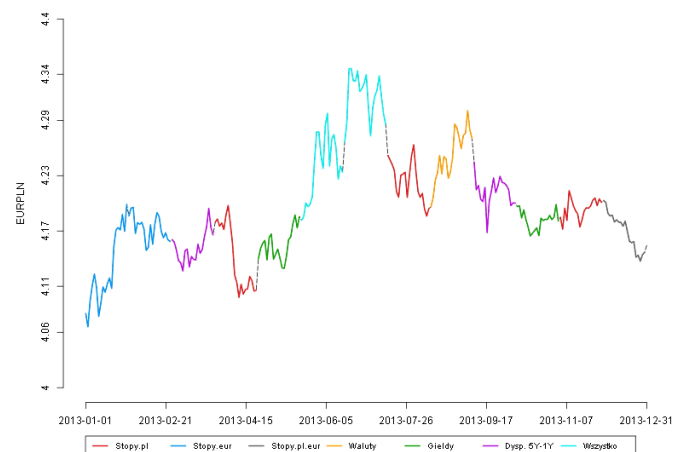
Reżimy zmieniają się zbyt często, aby z tej informacji korzystać...

Wykres 1: Reżimy obowiązujące na EUR/PLN.



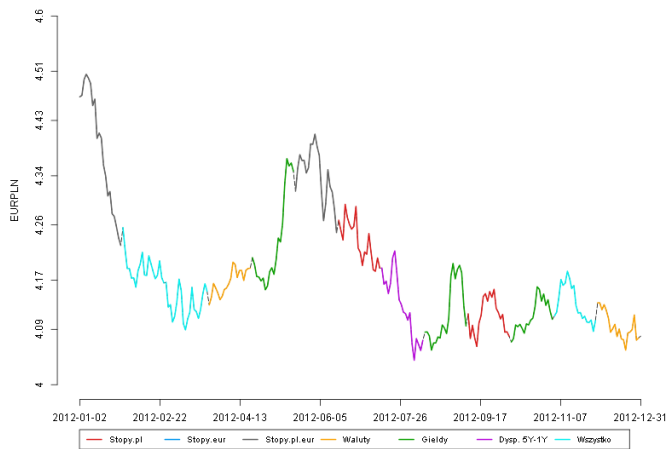
Źródło: Bloomberg.

Wykres 2: Reżimy obowiązujące na EUR/PLN.



Źródło: Bloomberg.

Wykres 3: Reżimy obowiązujące na EUR/PLN.



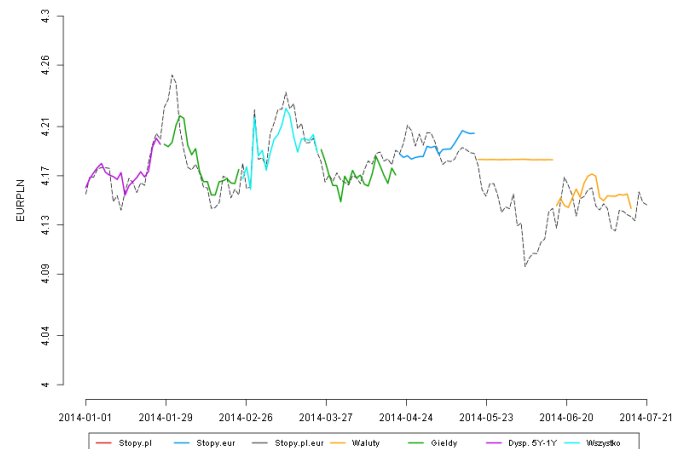
Źródło: Bloomberg.

Zwraca uwagę przede wszystkim zmienność reżimów rządzących notowaniami EURPLN. Brak jest długich okresów, w których prym w kształtowaniu EURPLN wiezie jeden czynnik. Powyższy wynik obrazuje jak istotną przyczyną błędów w prognozowaniu ścieżki EURPLN jest niepewność co do struktury modelu, którego używamy. Inaczej mówiąc, do standardowych błędów prognozy wynikających z niedokładnych oszacowań parametrów należy jeszcze doliczyć błąd wynikający z możliwości zmiany samego modelu objaśniającego kształtowanie się cen złotego.

Znajomość reżimu wcale nie pomaga w prognozowaniu

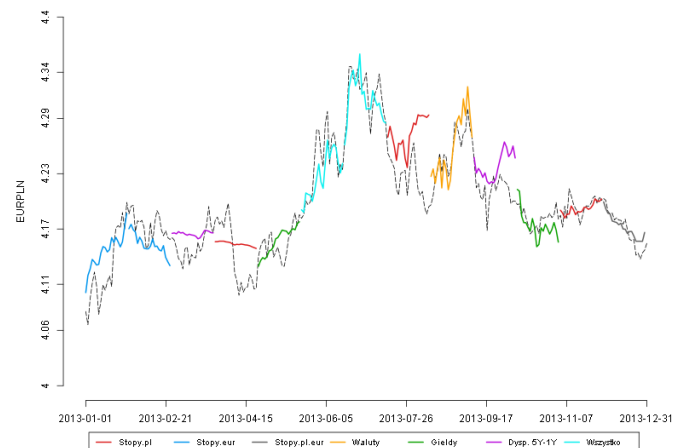
Jeszcze bardziej przynębiający dla próbujących przewidzieć przyszłe kształtowanie się ceny polskiej waluty są poniższe wykresy, na których na nakreślony przerywaną linią kurs EURPLN naniesione zostały poszczególne prognozy o najmniejszych błędach. Nawet w hipotetycznym scenariuszu, w którym znamy dokładnie przyszłą ścieżkę stóp procentowych w Polsce i strefie euro, oraz bezbłędnie przewidujemy zachowanie cen innych instrumentów finansowych popełniamy bardzo duże błędy prognozując zachowanie kursu EURPLN. Medianowy znormalizowany błąd prognozy dla próbki rozpoczynającej się w 2012 roku wynosi 1,62, czyli jest aż o 62% większy od błędu prognozy naiwnej ($EURPLN_{t+1} = EURPLN_t$). Okresy, w których najlepsza z prognoz podąża w przeciwną stronę do kursu walutowego nie należą do rzadkości.

Wykres 4: Najlepsze z prognoz EUR/PLN vs. kurs EUR/PLN.



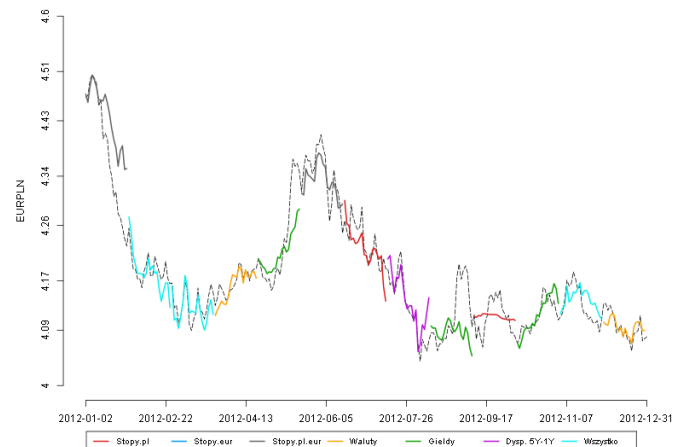
Źródło: Bloomberg.

Wykres 5: Najlepsze z prognoz EUR/PLN vs. kurs EUR/PLN.



Źródło: Bloomberg.

Wykres 6: Najlepsze z prognoz EUR/PLN vs. kurs EUR/PLN.

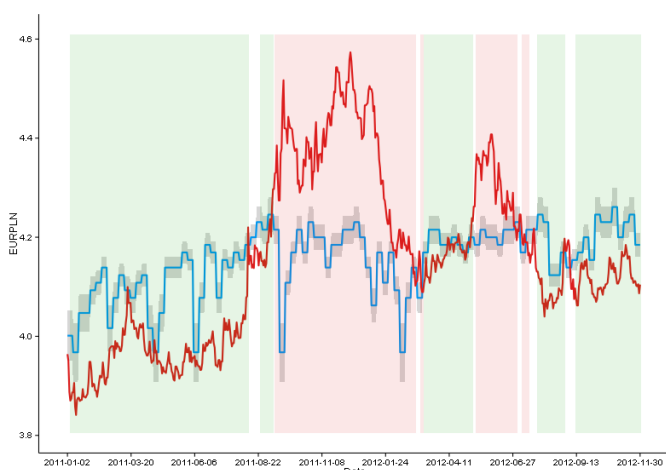


Źródło: Bloomberg.

Modele fundamentalne i sprawiedliwe – artefakty samych siebie

Pierwszy z powyższych czynników, tj. duża zmienność modelu opisującego zmiany EURPLN na wymierne implikacje dla strategii tradingowych konstruowanych w oparciu o modele szacujące fundamentalną wartość kursu walutowego. Zmieniające się losowo czynniki stojące za zmianami notowań złotego sprawiają, że wyniki in-sample takich modeli tradingowych nie uogólniają się na okres poza próbką uczącą. Zobrazujemy to następującym przykładem. Na poniższym wykresie przedstawiono kurs EURPLN oraz fundamentalny, sprawiedliwy kurs EURPLN wyliczony na podstawie liniowego modelu, w którym zmienną objaśniającą jest liczba zapytań „Nicolas Cage” w wyszukiwarce google w danym dniu. Czerwonym tłem oznaczono okresy obowiązywania rekomendacji sprzedaj (kurs znajduje się powyżej kursu fundamentalnego) zieloną natomiast okresy obowiązywania rekomendacji kup (kurs znajduje się poniżej kursu fundamentalnego).

Wykres 7: Kurs EURPLN vs. wartość „fundamentalna” wyliczona na podstawie zapytań „Nicolas Cage”.



Źródło: Bloomberg.

Stosując tę strategię można było w okresie od stycznia 2011 do października 2012 powiększyć swój kapitał o ponad 25

Wykres 8: Linia kapitału w próbce uczącej.



Źródło: Bloomberg.

Trudno doszukiwać się związku przyczynowego pomiędzy zapytaniami w google a kursem polskiej waluty. Możliwość uzyskania zysków in-sample z tak określonej strategii jest jedynie artefaktem statystycznym metody użytej do obliczenia wartości fundamentalnej. Mówiąc najprościej, po wyliczeniu średniej z próby bardzo łatwo jest ex post wyznaczyć okresy, w których kurs mocno od tejże średniej się odchyła. Ponieważ brak jest w powyższym związku zależności przyczynowej, nie mamy żadnej gwarancji, że średnia ta będzie przebiegała na podobnej wysokości także w przyszłości. Przedłużając linię kapitału poza próbkę uczącą otrzymujemy wyniki porównywalne z rzutem monetą, co nie powinno stanowić zaskoczenia.

Wykres 9: Linia kapitału w całym oknie.



Źródło: Bloomberg.

Powyższa analiza pokazuje jak ważkim problemem jest tzw. overfitting, czyli „przepasowanie” modelu w próbce uczącej. Efekty czysto statystyczne sprawiają, że nawet modele oparte nawet o najbardziej absurdalne predyktory mogą wykazywać wysokie „papierowe” zyski w próbce uczącej, które znikają przy próbach faktycznego handlu w oparciu o generowane przez te modele sygnały. Opisany w artykule eksperyment prognostyczny pokazuje ponadto, że nawet regresory postrzegane jako te mające umocowanie teoretyczne spisują się w prognozowaniu kursu walutowego przeciętnie gorzej od prognoz naiwnych i niewiele tylko lepiej od „Nicolasa Cage’a”. W świetle tych wyników, do wyznaczania „fundamentalnego” kursu walutowego należy podchodzić z dużą ostrożnością. My idziemy krok dalej i ryzykujemy tezę, że o istnieniu takiego bytu jak kurs fundamentalny w ogóle nie może być mowy, a wszelkie próby tradingu walutowego w oparciu o modele strukturalne oraz zależności pomiędzy różnymi klasami instrumentów finansowych są z góry skazane na porażkę.

Dlaczego stopy NBP powinny być niższe?

Ekonomiści ciągle wykazują mało zrozumienia dla zasadności wznowienia obniżek stóp procentowych NBP. Inwestorzy już taką możliwość uwzględniają w wycenach instrumentów stopy procentowej. W poniższym tekście postaramy się przekonać o zasadności i możliwości obniżek stóp procentowych w Polsce.

Gołębia projekcja inflacyjna

Projekcja inflacyjna wskazuje, że w całym jej horyzoncie inflacja pozostaje komfortowo poniżej celu NBP na poziomie 2,5%. Co ciekawe, po raz pierwszy w historii wachlarz inflacyjny jest w tak dużym stopniu skrzywiony w kierunku niższej inflacji. Najbardziej antyinflacyjnie nastawia nas jednak geneza takiej ścieżki wzrostu cen, gdyż wynika ona generalnie z powrotu do bardziej unormowanych ścieżek wzrostu cen żywności i energii przy powolnym dryfie inflacji bazowej w kierunku 2%. Dryf ten wynika prawdopodobnie z domykania się luki popytowej, która jednak w całym horyzoncie projekcji pozostaje niedodatnia. Argumenty za zdolnością gospodarki do generowania endogenicznych napięć inflacyjnych wydają się słabe. Wszystko przy przeszacowaniu ścieżki wzrostu już w II kwartale, o czym w dalszej części tekstu.

Słabsze wyniki gospodarcze mogą się przeciągnąć...

Wspomniane niedoszacowanie dynamiki PKB już w II kwartale sięga co najmniej 0,5pp (scenariusz NBP zakłada tempo wzrostu 3,5% plus podczas gdy okolice 3,0% to chyba maksimum, które jesteśmy w stanie wyliczyć po danych ze sfery realnej za II kwartał). Można racjonalnie założyć, że pomyłka w szacunkach PKB w tak krótkim horyzoncie automatycznie obniża prawdopodobieństwo realizacji całej ścieżki wzrostu gospodarczego, zwiększa lukę popytową i jednocześnie stoi na przeszkodzie realizacji aktualnej (i tak już niskiej) projekcji inflacyjnej.

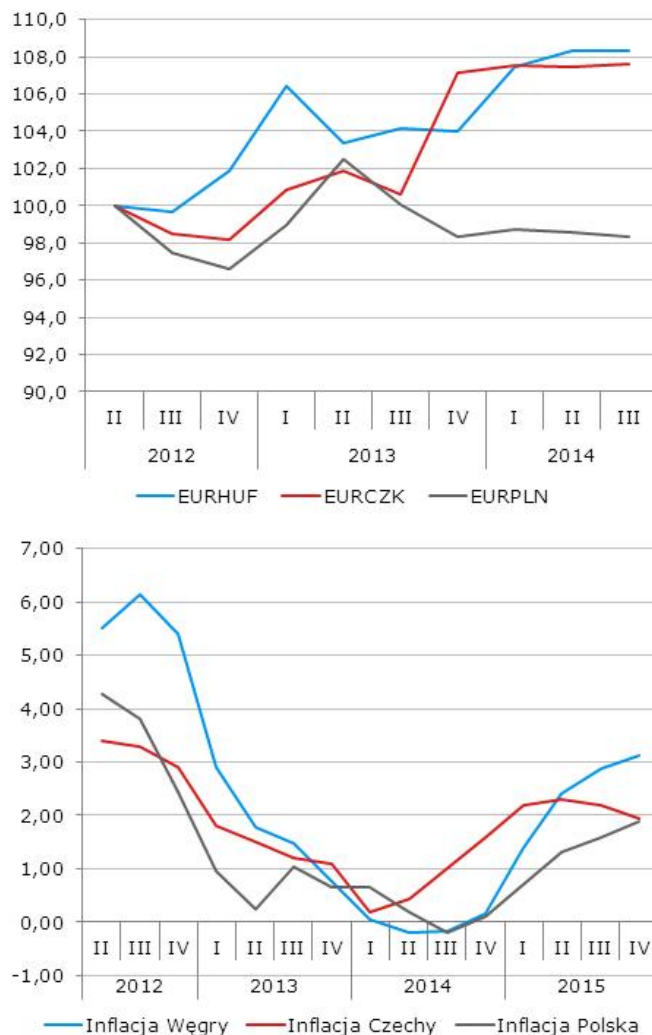
Choć analitycy przyczyn wyhamowania gospodarki szukają w czynnikach jednorazowych (odreagowanie po bardzo dobrym I kwartale, koniec sprzedaży aut z kratką czy obniżenie eksportu na wschód), są to wytłumaczenia niepełne. Fakt osłabienia w tym samym czasie wzrostu gospodarczego w strefie euro rodzi dalsze pytania o losy ożywienia. Tym bardziej, że nie widzimy gwałtownego odreagowania koniunktury w czerwcu i lipcu. Trudno jednocześnie spodziewać się, aby ramy czasowe spowolnienia były aż tak ostro nakreślone do granic II kwartału i ani miesiąca dłużej. Już same badania koniunktury NBP (prawdopodobnie nieznanne w momencie formułowania projekcji inflacyjnej) wskazują na wyplaszczenie wzrostu PKB, jednocześnie większość wskaźników wyprzedzających weszła w fazę plateau lub spada. Nie dotyczy to (na razie) inwestycji, choć naszym zdaniem w bieżącym cyklu zazwyczaj wyprzedzający komponent inwestycyjny mógł zyskać naturę bardziej bieżącą z uwagi na wyższy poziom niepewności gospodarczej po krótkim cyklu ożywienia 2010-2011. Jeśli tak faktycznie jest, słabsze prognozy popytu mogą stanowić zagrożenie także dla aktywności inwestycyjnej.

Polska polityka monetarna restrykcyjna na tle regionu

Polska projekcja inflacyjna wyróżnia się na tle projekcji innych banków centralnych regionu (Czech i Węgier): prognozowana przez NBP ścieżka inflacji jest najniższa. W tym samym czasie złoty jest walutą zdecydowanie najmocniejszą na tle HUF i CZK. Tymczasem, stopy procentowe w gospodarce polskiej (nominalnie

i realnie) są na tle regionu najwyższe. W takiej sytuacji liczenie indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej nawet nie ma sensu. Polska jest najbardziej restrykcyjna w zakresie i stóp procentowych, i kursu walutowego. Dodajmy, że jeszcze miesiąc temu, dzięki tzw. forward guidance, droga do obniżek w Polsce była de facto zamurowana, podczas gdy banki centralne regionu otwarcie mówią o kontynuacji poluzowania monetarnego. Co ważne, banki centralne Czech i Węgier pokazują swoimi działaniami, że wymagana przez inwestorów premia za ryzyko w stopach procentowych jest po prostu niska. Co więcej, świat po Lehmanie to świat różnicowania wysokości stóp procentowych pod kątem inflacji i równowagi zewnętrznej - oba warunki są w przypadku gospodarki polskiej spełnione. Argumenty więc, jakoby obniżki stóp zdestabilizowały rynek długu czy walutowy można na razie odłożyć na półkę.

Wykres 1: Porównanie inflacji oraz kursów walutowych w Polsce, Czechach i na Węgrzech



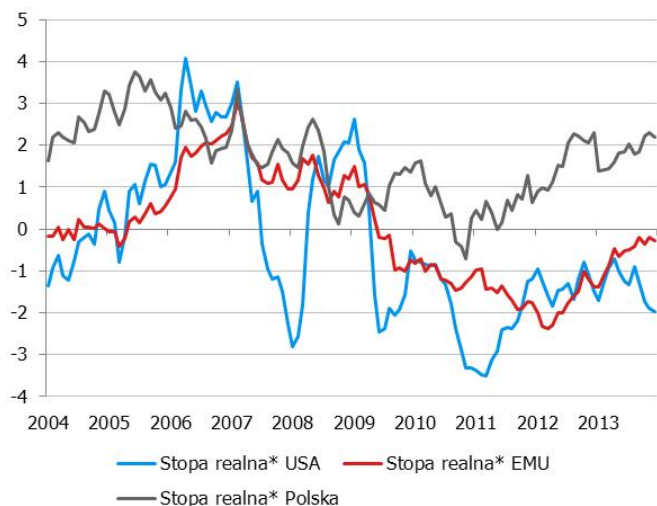
Źródło: Bloomberg.

Wysokie realne stopy procentowe

Świat po wielkiej recesji charakteryzują tzw. represje finansowe, polegające na wymuszeniu przez rządy i banki centralne niskich nominalnych i przede wszystkim realnych stóp procentowych. Normą stały się zerowe, lub nawet ujemne stopy realne, ukierunkowane na pobudzenie aktywności gospodarczej wszystkimi możliwymi kanałami (poprzez inwestycje, konsumpcję, zmniejsze-

nie obciążenia fiskalnych, zwiększenie atrakcyjności finansowania projektów publicznych). Tymczasem polskie stopy realne są bardzo wysokie.

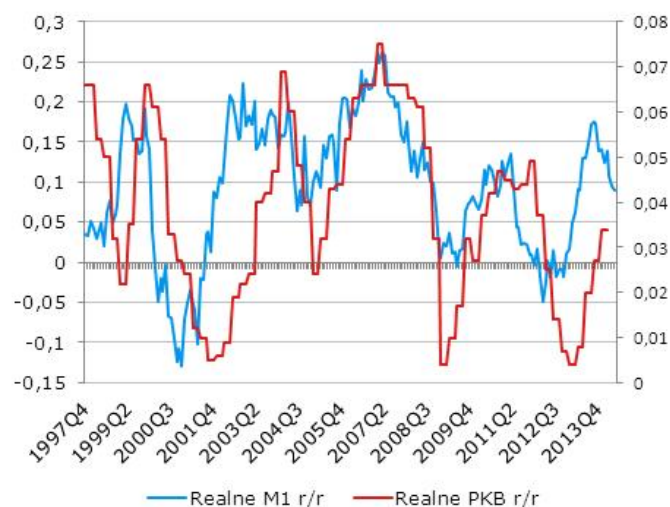
Wykres 2: Stopy realne w Polsce, USA i strefie euro



Źródło: Bloomberg.

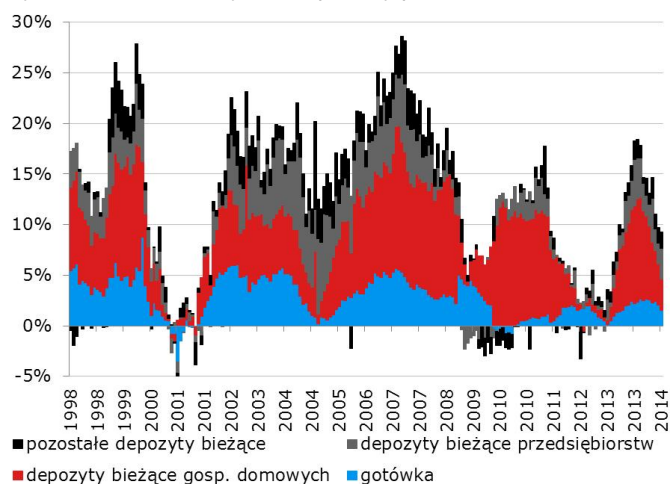
Wysokie realne stopy są naszym zdaniem podstawowym zagrożeniem dla scenariusza ożywienia gospodarczego w Polsce - większym niż się powszechnie uważa. Pomimo, iż stopy nominalne są obecnie na najniższym historycznie poziomie i powszechnie uważane są za stymulujące rynek kredytów, to jednocześnie następuje rotacja oszczędności w stronę depozytów terminowych. O ile percepcja realnej stopy może być w społeczeństwie dość ograniczona to poczucie, że oszczędzając na depozycie bankowym gospodarstwa domowe nie tylko nie wystawiają się na ryzyko rynków finansowych, ale i nie odczuwają, że ich oszczędności tracą siłę nabywczą (czego o rynkach takich jak USA, czy Niemcy, gdzie oszczędności relokowane są w rynek nieruchomości już nie można powiedzieć) może być dobrym opisem motywów konsumentów. To zachowanie konsumentów odróżnia bieżącą fazę ożywienia od poprzednich epizodów i stanowi potencjalne zagrożenie dla dalszych wzrostów konsumpcji. A kontrakcja konsumpcji to chyba ostatnia rzecz jakiej życzylibyśmy sobie w obecnej fazie cyklu. Dość wspomnieć na przykład bieżący (a nie wyprzedzający) charakter inwestycji, czy zagrożenia związane z eksportem na wschód.

Wykres 3: Porównanie realnego M1 oraz realnego PKB r/r.



Źródło: Bloomberg.

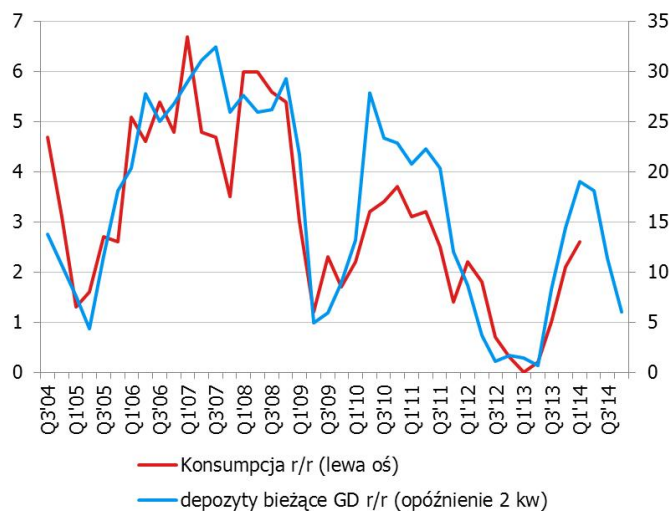
Wykres 4: Struktura dynamiki podaży pieniądza M1



Źródło: Bloomberg.

Wysokie stopy realne są przyczyną spadku dynamiki M1 (płynnego pieniądza), co stratedzy giełdowi skorzy byłoby połączyć z niczym innym jak ryzykiem spowolnienia. Obecnie przyczyną obniżenia dynamiki M1 są depozyty bieżące gospodarstw domowych (a dokładnie odchodzenie od nich na rzecz depozytów terminowych i funduszy, głównie obligacyjnych) (patrz wykres) a spadek tych faktycznie wskazuje na zagrożenia dla konsumpcji, i wyprzedający charakter takiej zależności jest jak najbardziej niepokojący (patrz kolejny wykres)

Wykres 5: Konsumpcja oraz kontrybucja depozytów bieżących.



Źródło: Bloomberg.

W dyskusji o realnych stopach procentowych pojawiają się argumenty, że wcale nie są one takie wysokie, jeśli weźmiemy do ich kalkulacji oczekiwania analityków dla inflacji (ale już w mniejszym stopniu te implikowane przez obligacje indeksowane do inflacji). To prawda - nie są. Być może taką skalą chytryści i możliwości przewidywania (lub brania pod uwagę konsensusów rynkowych) są w stanie popisać się przedsiębiorstwa. Niemniej wydaje nam się, że nie w przypadku, gdy aktywność inwestycyjna jest w gruncie rzeczy bardzo zależna od bieżącego popytu, a z taką sytuacją mamy obecnie do czynienia. Inaczej liczona stopa realna jest być może niska, jednak kanał jej oddziaływania na gospodarkę jest naszym zdaniem chybiony.

Dla konsumentów inflacja oczekiwana jest po prostu inflacją bieżącą (pokazują to badania ankietowe NBP), a więc dla konsumentów stopy realne są wysokie. Konwersja części konsumpcji w oszczędności oznacza osłabienie ścieżki popytu a przy wspomnianym charakterze inwestycji, także pewien ubytek działalności inwestycyjnej. Stoimy zatem na stanowisku, że stopy realne w polskiej gospodarce są jednak wysokie i stanowią poważne zagrożenie dla tempa ożywienia. W tym momencie może nie jest kluczowe jak długo potrwa usterka na ścieżce monotonicznego tempa wzrostu PKB. Kluczowy jest fakt, że zwiększenie stopy oszczędności spowodowane wyższymi realnymi stopami procentowymi może niepotrzebnie cementować tak wypłaszczoną ścieżkę ożywienia.

Asymetryczne ryzyko umocnienia złotego i napływ kapitału portfelowego.

Jak sygnalizuje sama RPP do korekcyjnej obniżki stóp procentowych mogłoby dojść w scenariuszu nadmiernego umocnienia złotego, będącego wynikiem zbyt dużego dysparytetu stóp procentowych ze strefą euro. O ile scenariusz ten powiązany z napływem kapitału portfelowego i tzw. carry trades ciągle jest możliwy w sytuacji utrzymującej się niskiej zmienności na rynkach finansowych i rozlewania się płynności wygenerowanej przez TLTRO ze strefy euro, to nie należy traktować go w sposób dosłowny. Po pierwsze, złoty już jest walutą bardzo mocną w stosunku do koszyka walut EM, co ma wpływ na konkurencyjność cenową eksportu i w dużym stopniu odpowiada za „import” deflacji w I połowie 2014. Po drugie, potencjalne zagrożenie dalszym umocnieniem złotego ciągle istnieje, jeśli doszłoby do

europejskiego QE. Po trzecie, siłę złotego należy rozpatrywać w odniesieniu do cyklu koniunkturalnego. W sytuacji osłabienia tempa wzrostu gospodarczego, z czym naszym zdaniem obecnie należy się liczyć, chyba nikt rozsądny nie warunkowałby poluzowania monetarnego uprzednim wystąpieniem anomalii w postaci antycyklicznego umocnienia waluty.

Dlaczego więc ekonomiści wątpią w obniżki?

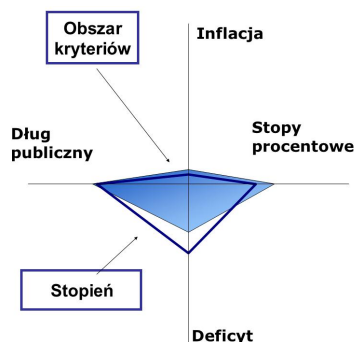
Zasadniczym powodem dyskredytowania przez większość ekonomistów scenariusza wznowienia obniżek stóp procentowych wydaje się rozpoznany w psychologii tzw. efekt zakotwiczenia. W tym konkretnym przypadku wiąże się on z faktem nie tak dawnego podwyższenia prognoz makroekonomicznych dla Polski (niektóre instytucje są w trakcie rewizji prognoz w górę) i bardzo trudnym do pogodzenia z tymi rewizjami odejściem od wcześniejszego scenariusza zakładającego normalizację stóp procentowych w Polsce. Ekonomiści ciągle bagatelizują usterkę w polskim cyklu, choć nie oferują wiarygodnych wyjaśnień dla jej źródeł. Wreszcie z dużą (zbyt dużą) uwagą śledzą uspokajające (wykluczające obniżki) komentarze RPP zapominając, że scenariusze monotonicznie przyspieszającego wzrostu ferowane przez członków Rady jeśli nie już, to lada chwila zostaną sfalsyfikowane. Wsparciem dla anty-obniżkowo nastawionych ekonomistów mają być podziały w RPP i tzw. afera taśmowa, która prawdopodobnie osłabiła pozycję prezesa NBP (patrz nawoływania o nieubieganie się o drugą kadencję) i być może odciągnęła uwagę RPP od kwestii monetarnych. Być może. Tego nie wiemy. Uważamy jednak, że polska RPP pomimo wewnętrznych podziałów ma jednak imponującą historię reagowania na scenariusze makroekonomiczne i korygowania własnych błędów.

Kryteria konwergencji*

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,9% (czerwiec 2014)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,4% (czerwiec 2014)
- Deficyt sektora GG: <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)

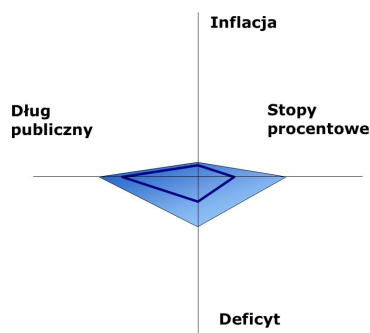
POLSKA



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,6% (czerwiec 2014)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,2% (czerwiec 2014)
- Deficyt sektora GG: 4,3% PKB (2013)
- Dług publiczny: 57,0% PKB (2013)
- Członkostwo w ERM2: nie



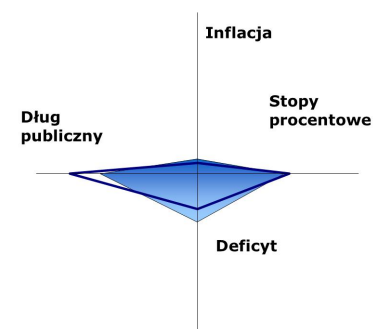
CZECHY



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,7% (czerwiec 2014)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,2% (czerwiec 2014)
- Deficyt sektora GG: 1,5% PKB (2013)
- Dług publiczny: 46,0% PKB (2013)
- Członkostwo w ERM2: nie



WĘGRY



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,7% (czerwiec 2014)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,7% (czerwiec 2014)
- Nadwyżka sektora GG: 2,2% PKB (2013)
- Dług publiczny: 79,2% PKB (2013)
- 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 „referencyjnych” UE, o najniższej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc. - z wyłączeniem sytuacji, gdy dla któregoś z wybranych krajów poziom ten znacznie odbiega w dół od pozostałych ze względu na wyjątkowe okoliczności np. recesję), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów referencyjnych - z wyłączeniem sytuacji, gdy dla któregoś z wybranych krajów poziom ten znacznie odbiega w górę od pozostałych ze względu na wyjątkowe okoliczności np. brak dostępu do rynku finansowego), 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

W sierpniu brak decyzyjnego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. RPP spotka się 19 sierpnia, czyli po publikacji danych, w ramach posiedzenia roboczego.

Dane ze sfery realnej powinny potwierdzić obniżenie momentum gospodarki (jest ono obecnie neutralne). Roczne dynamiki produkcji, sprzedaży i budowlanki ustabilizowały się na skromnych poziomach. Inflacja spadnie poniżej zera i za sprawą jeszcze niższych cen żywności po embargu pozostanie tam przez kolejne miesiące. Naszym zdaniem to silne przesłanki do obniżki stóp procentowych, tym bardziej, że wzrostowa ścieżka konsumpcji prywatnej wydaje się nie taka pewna jak jeszcze kilka miesięcy temu, a skutki sankcji nałożonych na Rosję będą negatywne dla polskich producentów. O tym ostatnim usłyszymy jeszcze za kilka miesięcy w kontekście ryzyka kredytowego korporacji (i tu znów „nic się nie stało” w związku z Ukrainą zostanie boleśnie zweryfikowane).

W USA postępuje systematyczna poprawa wskaźników makroekonomicznych i droga do normalizacji stóp procentowych wydaje się otwarta (podwyżki w połowie 2015 roku). Jesteśmy na półmetku wakacji i rosnąć może nerwowość przed kolejnym posiedzeniem Fed (tym razem z towarzyszącą mu konferencją) i wystąpieniem J. Yellen w Jackson Hole.

Lipcowe rally na obligacjach to jednak, poza ostrożną retoryką Fed, pokłosie konfliktu ukraińskiego, oczekiwań na sankcje i powiązanych z tym ryzyk dla wzrostu w Europie, a więc i oczekiwań na dalsze poluzowanie polityki monetarnej przez ECB. Przypnie należy, że już bardzo mało restrykcyjna i dostępna nawet przy kurczeniu bilansu banku komercyjnego formuła TLTRO może być postrzegana jako ukryta forma QE. Powyższe czynniki prawdopodobnie w dużym stopniu odzwierciedlone już zostały w rekordowo niskich rentownościach europejskich obligacji, co oczywiście nie oznacza automatycznie zmiany trendu dla tej klasy aktywów, jednak sugeruje ograniczoną przestrzeń do dalszych spadków rentowności. Właśnie temu czynniki przypisałibyśmy obecnie największą wagę i przez ten pryzmat patrzylibyśmy na polskie obligacje.

Wykres 1: Rentowności polskich obligacji 10-letnich.



Źródło: Bloomberg

Wyceny polskich obligacji zaczynamy postrzegać jako napięte (od dłuższego czasu takie są, jednak tym razem momentum staje się mniej sprzyjające: nasz model przełączył się w stan „neutral”). Czynniki krajowy już przełożył się na wyceniane 50pb obniżek (bez jasnego sygnału ze strony RPP bezpośrednie przejście do wyceniania całego nowego cyklu może być trudne). Zagrany został element niższych podaży obligacji. Czynniki globalny i regionalny (kwestia niższej stopy naturalnej i relatywnie zbyt restrykcyjnej na tle regionu polityki monetarnej) doprowadził do nadzwyczajnego zainteresowania długimi obligacjami i już ich malejącą atrakcyjnością w odniesieniu do obligacji europejskich. Pozycjonowanie zagranicznych inwestorów wydaje się już bardzo agresywne, a jednocześnie polscy inwestorzy opierają się zakupom przy obecnych waluacjach. Patrząc na polskie dane makro (mizerne momentum sfery realnej i „deflacja”) nie widzimy jeszcze sygnału, który miałby spowodować zmianę wycenianej ścieżki stóp NBP, jednak możemy zidentyfikować co najmniej kilka czynników ryzyka, takich jak niewzruszone stanowisko RPP (i odpowiednie komentarze jej członków) czy niższa płynność rynku w przypadku wyprzedaży (drzwi są naprawdą wąskie) po reformie OFE, które mogą wspierać ewentualną korektę.

Wnioskiem z powyższego powinna być alokacja defensywna i przeważanie CASHU.

Rynek walutowy

EURUSD

Sygnalizowaną przez nas „drugą połowę roku” udało się wyznaczyć dość precyzyjnie w przypadku EURUSD. Spadki zapoczątkowane zostały po posiedzeniu ECB w czerwcu (ujemna stopa depozytowa, nowe TLTRO, które rynek odczytał po pewnym czasie jako „prawie QE”, bo warunki dla zaciągnięcia płynności wcale nie są restrykcyjne) a przypieczerowane po serii lepszych danych z gospodarki amerykańskiej, która na początku lipca odwróciła spadkowy trend na indeksie dolarowym. Lipcowe posiedzenie Fed (odnotowanie wyższych poziomów inflacji) wniosło nowy element w postaci rosnących oczekiwań na wcześniejsze podwyżki stóp procentowych. Popyt ze strony inwestorów spoza strefy euro, ważny do momentu rozwiązania oczekiwań na działanie ECB, prawdopodobnie w dużej mierze wygasł po obniżeniu rentowności krajów rdzenia i peryferii oraz wprowadzeniu ujemnej stopy depozytowej. EUR stał się de facto walutą finansującą. W ostatecznym rozrachunku na przestrzeni 2 miesięcy kurs EURUSD obniżył się z prawie 1,40 do 1,34 w dniu pisania tego komentarza, a więc 1 sierpnia.

Perspektywy wzrostu po obu stronach Atlantyku są odmienne i takie prawdopodobnie pozostaną. Implikuje to także różnice w prowadzeniu polityki pieniężnej prowadzonej przez Fed i EBC. Pierwszy z banków centralnych będzie zmierzał do normalizacji polityki pieniężnej zaś drugi stanie w najbliższym czasie pod presją oczekiwań na dalsze luzowanie, co w sytuacji wykazania woli do obserwowania gospodarki po czerwcowych zmianach w polityce pieniężnej może skutkować także rynkową presją na wzrost stóp procentowych (wymagającą szybkiego przeciwdziałania). Uważamy, że EURUSD przełączył się w trend spadkowy i w nim pozostanie, dopóki nie pojawią się mocne przesłanki do jego odwrócenia. Oczywiście nie obejdziesz się bez szumu. Pierwszym kandydatem do jego wygenerowania może być inflacja w USA

(przejściowo mogła minąć maksima) oraz obecnie już wyśrubowane oczekiwania na sferę realną w USA (drobna korekta nogi dolarowej w EURUSD). W sytuacji jednak słabiej koniunktury w strefie euro, rolę wiodącą w spadkach kursu może przejąć noga eurowa - w takich warunkach korekta na kursie w - zaznaczmy to wyraźnie - spadkowym trendzie na EURUSD może wcale nie być widoczna.

Wykres 1: Techniczny wykres EURUSD



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Ostatnie dwa tygodnie przyniosły przełamanie długoterminowego trendu wzrostowego na EURUSD. Zamknięcie poniżej linii trendu potwierdzone zostało kolejną czarną świecą uformowaną w całości poniżej wspomnianego wsparcia. Tym samym, korekta ruchu wzrostowego rozpoczętego w połowie 2012 roku została oficjalnie rozpoczęta. Układ kresek przekłada się na wyraźny sygnał sprzedaży zwiastujący ruch w stronę 1,28 - 1,30, czyli poziom wyznaczany przez strefę konsolidacji z połowy 2013 roku oraz 50% zniesienie niedawnego impulsu wzrostowego. Najbliższe tygodnie powinny być więc korzystne dla posiadaczy dolara.

EURPLN

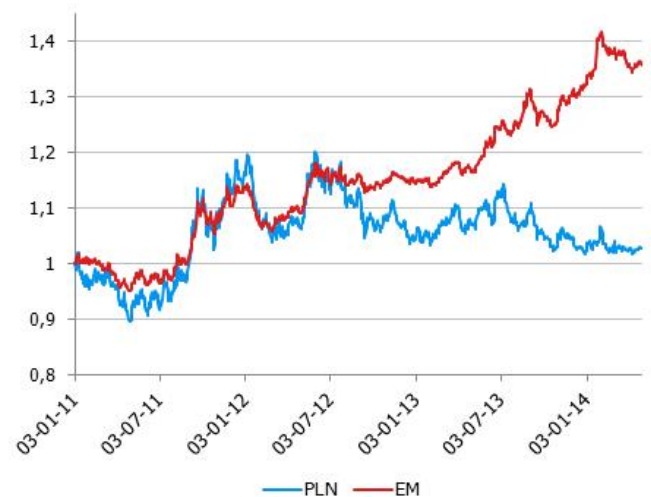
EURPLN ruszył się zgodnie z naszymi oczekiwaniami na impuls ze strony ECB, niemniej impuls spadkowy (umocnienie) wyczerpał się już na początku czerwca w okolicach 4,09. W dalszych dniach i tygodniach następował dryf Polskiej waluty w górę, aż do poziomu 4,19 odnotowanego przy panicznej wyprzedzie polskiej waluty 31 lipca i 1 sierpnia. Co dalej? Po pierwsze odnotować należy, że powolne osłabienie złotego przebiegało 1) w otoczeniu umacniającego się długu, 2) w czasie, kiedy dokonywało się osłabienie danych realnych. Oba czynniki zbiegły się z umacnianiem się oczekiwań na obniżki stóp procentowych (w lokalnym ekstremum rynek wycenił 47 punktów obniżki na wrześniowym posiedzeniu przy praktycznie kompletnej dezaprobie RPP dla tego ruchu).

Po drugie, warto jednak spojrzeć na ten proces z perspektywy. Złoty wcale nie odstawał od uniwersum pozostałych EM w lekkim osłabianiu, co należy naszym zdaniem odczytywać jako kontynuację jego relatywnej siły (tak jak był przewartościowany w stosunku do pozostałych walut EM - taki pozostał). Dokonująca się przecena złotego miała prawdopodobnie mało wspólnego z lokalnymi fundamentami, lecz była fenomenem globalnym, wzmocnionym przez napływ funduszy do dolara po serii lepszych danych makro oraz przy pewnym znużeniu oczekiwań na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez EBC.

Zdajemy sobie sprawę, że obecnie można bardzo łatwo wpaść w błąd zakotwiczenia i zacząć snuć pesymistyczne wizje. Jesteśmy świadkami przeceny aktywów wrażliwych na zmienność rynkową, która została sprokurowana przez ostatni komunikat Fed (kompletna zależność od danych). Oczywiście dotyczy to

także aktywów EM i oczywiście także aktywów polskich, które w warunkach podwyższonej zmiennością na powrót stają się aktywami EM a nie DM. Aby aktywa EM znów miały wartość po skorygowaniu o ryzyko (zmienność) musi dojść do przeceny. Jako że nie ma żadnych efektów substytucji w obrębie polskich aktywów a ucieka kapitał zagraniczny, osłabia się również złoty. Złoty pozostaje wciąż za mocny. Tym samym szansa na kontynuację ruchu w górę jest spora. Aby powróciła pozytywna korelacja pomiędzy złotym i rynkiem długu (oczekiwania na obniżki stóp - umocnienie rynku obligacji - mocniejszy złoty), trzeba przyznać, że bardzo nietypowa korelacja, potrzebna jest przynajmniej chwilowa przerwa w poprawie danych z amerykańskiej gospodarki lub złagodzenie stanowiska EBC (wielki powrót oczekiwań na QE). Są to warunki możliwe do spełnienia, lecz niepewne i natychmiastowe. Dodatkowo, w najbliższych tygodniach dojdzie pewnie do korekty prognoz wzrostu dla gospodarki, co przez kanał cykliczności może także nie sprzyjać polskiej walucie. Nadchodzą trudne miesiące dla złotego z bilansem ryzyk przemieszczającym w kierunku słabszej waluty. Aby presja ustała na dobre potrzebne jest przyspieszenie gospodarki, a na to będziemy musieli poczekać pewnie do końca roku.

Wykres 2: Złoty względem koszyka walut



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Czy zatem oczekiwane przez nas spadki EURUSD powinny się wiązać z osłabieniem złotego w drugiej połowie roku? Naszym zdaniem niekoniecznie. Po pierwsze nie zakwestionowaliśmy jeszcze przyspieszenia PKB w drugiej połowie roku (i na razie nie mamy takiego zamiaru). Cykliczność powinna zatem pozytywnie działać na polską walutę. Po drugie, mimo oczekiwanego pewnego wzrostu rentowności polskiego długu nie możemy wykluczyć sytuacji, w której bardziej atrakcyjne staną się bardziej typowe dla ożywienia klasy aktywów (akcje, obligacje korporacyjne), co wcale nie musi powodować negatywnych dla złotego przepływów na walucie. Dodatkowo, faktyczne poluzowanie polityki pieniężnej przez ECB wygeneruje realny zastrzyk gotówki, który może być lokowany w aktywach złotych, które oferują znacznie wyższe carry niż aktywa EUR (bedzie to czynnik działający „na zakładkę” ze zbliżającą się powoli do normalizacji polityką Fed). Wreszcie, nawet w środowisku budowanych oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w niektórych krajach rozwiniętych, realne (w oczach rynku) staną się także podwyżki ze strony RPP, co również powinno pozytywnie wpływać na polską walutę. Podtrzymujemy tym samym scenariusz umocnienia złotego do końca roku, choć w sytuacji wyjątkowej siły polskiej waluty względem innych walut EM oraz zbliżających się wzrostów rentowności długu ryzyka dla

naszego scenariusza bazowe rozkładają się asymetrycznie w kierunku mniej istotnego umocnienia złotego.

Wykres 3: Techniczny wykres EURPLN



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Za nami tydzień pod znakiem silnego osłabienia złotego. Notowania polskiej waluty powróciły do wnętrza klina przebitego dołem na przełomie maja i czerwca. Kurs zмага się obecnie z MA55 zbliżając się do nakreślonej po szczytach linii trendu. Impet ruchu wskazuje na dużą siłę kupujących i sugeruje przynajmniej atak na szczyty z początku maja (4,2185). Jeśli będziemy świadkami kolejnej białej świecy z korpusem powyżej 4,17 będzie to świadczyło o zanegowaniu sygnału sprzedaży, jakim było przełamanie dolnego ograniczenia klina, i wzmocnieniem sygnału kupna. Kluczowe będą wyniki zmagania kursu z lokalnymi szczytami w przedziale 4,22 – 4,26. Ich przełamanie będzie podstawą to twierdzenia o końcu spadkowego trendu EURPLN i początkiem dłuższego impulsu wzrostowego na tej parze walutowej.

Kalendarz publikacji danych

| Wskaźnik | Sierpień 2014 | Wrzesień 2014 | Październik 2014 |
|---|------------------|------------------|---------------------|
| POLSKA | | | |
| Inflacja CPI | 13 | 15 | 15 |
| Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI | 20 | 17 | 17 |
| Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw | 19 | 16 | 16 |
| PKB | 14 | | |
| Koniunktura gospodarcza | 22 | 22 | 22 |
| Podaż pieniądza M3 | 14 | 12 | 14 |
| Bilans płatniczy | 13 | 15 | 14 |
| Inflacja bazowa | 14 | 17 | 15 |
| Oficjalne aktywa rezerwowe | 7 | 5 | 7 |
| Posiedzenie RPP | | 2-3 | 7-8 |
| STREFA EURO | | | |
| Inflacja HICP (<i>flash</i>) | 29 | 30 | 31 |
| PKB | 14 | 3 | |
| Posiedzenie ECB | 7 | 4 | 2 |
| USA | | | |
| Inflacja CPI | 19 | 17 | 22 |
| PKB | 28 | 26 | 30 |
| Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia | 1 | 5 | 3 |
| Zamówienia na dobra trwałe | 26 | 25 | 28 |
| Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM | 1 | 2 | 1 |
| Posiedzenie Fed | | 16-17 | 28-29 |

Uwaga!

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów opartej 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 mBanku S.A. 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. mBank 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 mBanku S.A., 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.