AKADEMICKI KONSENSUS EKONOMICZNY

NUMER 5 – CZERWIEC 2014

STUDENCKIE KOŁO NAUKOWE FINANSÓW I MAKROEKONOMII

www.konsensus.edu.pl

http://www.facebook.com/AkademickiKonsensusEkonomiczny

Wprowadzenie

Najlepszym analitykiem maja został **Marcin Pietrzak**, student SGH na kierunku Metody Ilościowe w Ekonomii i Systemy Informacyjne, który jest współkoordynatorem projektu **Prognozy Gospodarki Polskiej SKN FM**. Warto również wspomnieć, iż Marcin wygrał dwie rundy w poprzedniej odsłonie konkursu. Drugie miejsce zajął do **Karol Rybaczuk**, student UŁ na kierunku Analityka Gospodarcza i członka SKN 4Future. Trzecie miejsce zdobył **Marcin Luziński**, analityk BZ WBK oraz doktorant w Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH i zwycięzca drugiej edycji AKE. W tej rundzie wzięło udział 67 uczestników. Nikomu z nich nie udało się pobić rynku, natomiast aż cztery osoby pięciokrotnie bezbłędnie przewidziały wartości wskaźników. Byli to: Adrian Domagała, Arkadiusz Żarowski, Hoang Bao Le oraz Karol Rybaczuk. Wszystkim uczestnikom gratulujemy.

Klasyfikacja uczelni pozostaje niezmienna, prowadzi **Uniwersytet Łódzki**, na drugim miejscu jest SGH, na trzecim UEP. Dwaj najlepsi uczestnicy klasyfikacji rundy majowej prowadzą także w klasyfikacji generalnej, trzecie miejsce zajmuje Piotr Kapusta.

Zmienne, które okazały się największym zaskoczeniem dla uczestników to m.in. **saldo rachunku bieżącego, inflacja CPI, sprzedaż detaliczna oraz inwestycje**.

Tak dobrych danych nie spodziewał się również rynek. O wiele bardziej przewidywalna była **stopa procentowa NBP**, która nie zmieniła się od prawie roku. Taka sytuacja implikuje również niską zmienność WIBORu. W przypadku wskaźników rynku finansowego (kursu EUR/PLN i WIGu20) została potwierdzona teza, że najlepsze rezultaty prognostyczne daje dla nich **metoda naiwna**.

W tym numerze newslettera AKE szczególnie polecamy interesujący wywiad na temat zachowań kursu złotego i prognozowania kursów walutowych z dr. **Michałem Rubaszkiem** z Instytutu Ekonometrii SGH. Ponadto, zachęcamy do zapoznania się z komentarzem **Krzysztofa Wołowicza**, głównego ekonomisty BPS TFI S.A., z którego dowiecie się jak wpłyną ostatnie dane makroekonomiczne i obniżka stóp EBC na dynamikę polskiego PKB w kolejnym kwartale. Oprócz tego, jak zwykle prezentujemy analizę najważniejszych wydarzeń gospodarczych, kalendarium odczytów. W tym numerze przedstawiamy również skrót raportu autorstwa projektu **Prognozy Gospodarki Polskiej**, który dotyczy prognoz długookresowych. Życzymy przyjemnej lektury.

Kalendarium odczytu danych makroekonomicznych za maj:

Data	Wskaźnik	Poprzedni odczyt		Instytucja	Prognoza AKE
		r/r	m/m		
16 VI	Inflacja bazowa	0,8%	0,3%	NBP	0,8%
17 VI	Wynagrodzenia	3,8%	-1%	GUS	4,1%
17 VI	Zatrudnienie	0,7%	0%	GUS	0,7%
18 VI	Produkcja przemysłowa	5,4%	-2,3%	GUS	5,5%
18 VI	Inflacja PPI	-0,7%	-0,1%	GUS	-0,5%
23 VI	Bezrobocie	13,0%		GUS	12,5%
26 VI	Sprzedaż detaliczna	8,4%	2,3%	GUS	6,4%

Monitoring Makroekonomiczny

Prezentujemy skrót czerwcowego wydania MME - analizy najnowszych odczytów gospodarki realnej, otoczenia zewnętrznego oraz rynku kapitałowego przygotowanej przez SKN FM.

PKB (▲ 3,4% r/r)

Wynik ten spowodowany był dobrym wynikiem popytu wewnętrznego, w tym inwestycji (10,7%). Wzrost był wspierany przez poprawę na rynku pracy, większą konsumpcję oraz lepsze nastroje wśród przedsiębiorców. W następnych kwartałach prawdopodobnie zmniejszy się korzystny wpływ eksportu, natomiast rola inwestycji pozostanie utrzymana.

PROD. PRZEMYSŁOWA (▲ 5,4% r/r, ▼ -2,3% m/m), PMI – 50,8 pkt (▼)

Produkcja przemysłowa wzrosła dzięki branży produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej. Najgorszy wynik zanotowało wydobycie węgla kamiennego i brunatnego. Przyczyną kolejnego spadku PMI było zwolnienie dynamiki produkcji oraz mniejsza liczba zamówień eksportowych, która jest efektem niestabilnej sytuacji w Rosji i na Ukrainie. Może to długoterminowo wpłynąć na pogorszenie wskaźnika, chociaż w kwietniu zanotowano jednocześnie rozwój branż produkujących na rynki zagraniczne.

SPRZEDAŻ DETALICZNA (▲ 8,4% r/r, ▲ 2,3% m/m)

Wynik okazał się gorszy od prognozy (**9,1%**). Największe przyrosty sprzedaży zanotowano w kategoriach takich, jak żywność, wyroby tytoniowe, farmaceutyki, kosmetyki. Spadły ceny paliw. Na odwrócenie trendu dynamiki sprzedaży żywności wpłynęła baza statystyczna z zeszłego roku i przesunięta data Wielkanocy. Niska inflacja, poprzez obniżenie skłonności do oszczędzania, będzie dalej stymulowała konsumpcję. Świadczy o tym wzrost wartości kredytów konsumenckich.

BEZROBOCIE (▼ 13%), ZATRUDNIENIE (▲ 0,7% r/r), WYNAGRODZENIA (▲ 3,8% r/r),

Według GUS-u wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw był bliski zeru. Przewiduje się dalszy spadek bezrobocia wywołany rozpoczęciem okresu letnich prac sezonowych. Spadek wynagrodzeń względem marca był spowodowany mniejszą liczbą dni roboczych oraz wypłatą premii kwartalnych.

INFLACJA (▼ 0,3% r/r, ► 0% m/m),

Na wysokość odczytu wpłynął wzrost cen obuwia i odzieży oraz spadek opłat za łączność, paliwa i żywność. Najbliższe miesiące mogą przynieść dalsze obniżenie wskaźnika ze względu na zanik wpływu podwyżki opłat za wywóz śmieci oraz niższych cen żywności. Będzie to równoważone większym wpływem inwestycji, dobrym odczytem PKB oraz wzrostem mocy produkcyjnych.

POLITYKA PIENIĘŻNA (► 2,5%)

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała zachowanie poziomu stóp do końca III kwartału (forward guidance). Dynamika kredytowa wśród gospodarstw domowych i przedsiębiorstw poprawiła się. Niski odczyt inflacji oraz bieżąca polityka EBC zapoczątkowała rozważanie obniżenia stóp procentowych, jednakże nie jest to dominujący pogląd wśród członków RPP.

SALDO OBROTÓW BIEŻĄCYCH – 517 mln € (▲)

Wynik salda był skutkiem transferów z Unii Europejskiej (1173 mln €) będących elementem Wspólnej Polityki Rolnej oraz dodatniego salda obrotów towarowych i usług. W ostatnich miesiącach zmniejszył się deficyt na rachunku bieżącym, jak również jego wpływ na PKB. Kwiecień może przynieść mniejszy eksport ze względu na spadek zamówień eksportowych. Jednocześnie wzrost sprzedaży detalicznej nie powinien mieć przełożenia na import z racji wcześniejszych zamówień.

KURS WALUTOWY EUR/PLN – (4,13-4,20 zł)

Przez większą część miesiąca złotówka nieznacznie się osłabiała względem walut bazowych. Wpłynęły na to słaby odczyt PMI dla Polski i rozwój sytuacji za wschodnią granicą. Odczyt PKB nie odwrócił tendencji. Napływ kapitału na rynki wschodzące oraz wynik wyborów na Ukrainie doprowadziły do umacniania się złotego do euro pod koniec miesiąca.

WIG20 - 2430 pkt (▼ 0,4%), WIG - 52067 pkt (▲ 0,3%)

Na początku miesiąca sesje przebiegały płasko. W pierwszej połowie maja na spadek oddziaływała niższa aktywność gospodarcza w Chinach i gorszy od przewidywań wynik sprzedaży detalicznej w Stanach, co było równoważone wpływem wstępnego odczytu PKB. Podniesienie ratingu dla Grecji i Hiszpanii sprawiło, że pod koniec trzeciego tygodnia WIG20 wzrósł do poziomu 2466 pkt. Pod koniec miesiąca doszło do przeceny akcji na giełdzie. Decyzja EBC o obniżeniu stóp procentowych przyniosła zauważalne wzrosty w czerwcu, niemal do 2500 pkt.

Pod linkiem: **http://docs.google.com/file/d/0B-GPi3AAFFQIVVlkQ0k2NHNEVzA/edit** znajduje się pełna wersja **Monitoringu Makroekonomicznego.** W nowym numerze między innymi rozwinięcie powyższych analiz oraz artykuł -podsumowujący 10-lecie Polski w **Unii Europejskiej**.

Prognozy Gospodarki Polskiej

Przedstawiamy raport PGP na semestr letni, który zawiera przewidywania zmian głównych wskaźników makroekonomicznych w następnych kwartałach. Projekt został uhonorowany wyróżnieniem dla najlepszego studenckiego zespołu analitycznego w konkursie na Najlepszych Analityków Makroekonomicznych, organizowanym przez Narodowy Bank Polski i Parkiet Rzeczpospolitej. [1]

Zespół PGP SKN FM na gali wręczenia nagród w Konkursie na Najlepszego Analityka Makroekonomicznego, organizowanego przez NBP i Parkiet Rzeczpospolitej (fot. G. Szymański)

Wzrost gospodarczy

W tym roku głównym czynnikiem wspierającym wzrost będzie spożycie wewnętrzne. Obecna i przyszła ocena sytuacji gospodarczej przez gospodarstwa domowe potwierdza tę tendencję. Będzie temu towarzyszył wyraźny wkład nakładów na środki trwałe. Lepsza koniunktura skłoni rynek do podejmowania większych inwestycji. Jednocześnie sektor publiczny rozpoczyna realizację projektów finansowanych transzami z funduszy unijnych, jednakże efekt będzie powstrzymywany przez planowaną konsolidację finansów publicznych. Wpływ eksportu będzie maleć, w IV kwartale stanie się neutralny. Nie bez znaczenia będzie obecny stan ożywienia gospodarczego w strefie euro, zwłaszcza w Niemczech. W kontekście makroekonomicznym na zwiększenie PKB będzie

[1] http://www.nbp.pl/home.aspx?f=%2Faktualnosci%2Fwiadomosci_2014%2F20140526_Analityk_Makroekonomiczny.html

oddziaływać głównie niska inflacja, która wraz ze wzrostem wynagrodzeń zwiększy realne dochody ludności i co za tym idzie konsumpcję.

Obroty bieżące

Brak presji inflacyjnej w strefie euro oraz luźniejsza polityka monetarna EBC stanowią ryzyko dla prognoz polskiego eksportu. Obniżenie stóp procentowych przez EBC zwiększyło dysparytet pomiędzy UE a Polską. Będzie to oznaczać większy napływ kapitału do kraju i w efekcie aprecjację złotówki, jednakże to zjawisko nie powinno być silne. Eksport będzie wspierany przez dobre wyniki gospodarcze Niemiec. Z drugiej strony, poprzez deprecjację hrywny zmniejszyły się obroty handlowe z Ukrainą. Na osłabienie dynamiki eksportu mogą wpłynąć dotychczasowe embarga nałożone na polską gospodarkę oraz brak perspektyw ich zniesienia. Zdaniem autorów raportu, negatywne efekty powinny zanikać w 2015 roku. Przyspieszenie tempa PKB odbije się na wzroście importu, który pod koniec roku będzie rósł szybciej niż eksport. Powodem będzie wzrost popytu krajowego i skutki konfliktu na Ukrainie.

Rynek pracy

Bezrobocie będzie dalej się zmniejszać, głównie dzięki reformie urzędów pracy i poprawie ich efektywności, jednakże do końca 2015 roku nie spadnie poniżej 10%. Spadek może być hamowany przez planowaną reformę rynku pracy, ograniczającą występowanie „umów śmieciowych". Presja na wzrost wynagrodzeń pozostaje niewielka, jednakże szybszy od dynamiki płac wzrost efektywności może odwrócić ten trend.

Inflacja

Inflacja będzie się znajdowała do 2015 roku poniżej celu (2,5%). Głównym czynnikiem proinflacyjnym będzie wyższy od prognoz wzrost gospodarczy. Wraz z popytem wzrosną ceny w kategoriach bazowych koszyka inflacyjnego. Wśród czynników zewnętrznych wpływających na niską inflację będzie przeważać wysoka podaż żywności, związana z embargami oraz przewidywaniami zbiorów w 2014 roku. Według MFW ceny surowców nie będą się znacząco wahać. Również ceny produkcji sprzedanej (ujemne od 6 kwartałów) nie sygnalizują wzrostu inflacji.

Cały raport znajduje się pod linkiem: http://goo.gl/2n0ZRE. Na następnej stronie znajdują się prognozy do połowy 2015 roku. Wydanie ukazało się przed odczytem rachunków narodowych za I kwartał.

Objaśnienia:

1. Zmienne rachunków narodowych, inflacji i wynagrodzeń to tempa zmian w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.
2. Tempa zmian zmiennych rachunków narodowych to tempa realne brutto niewyrównane sezonowo w cenach średniorocznych roku poprzedniego.
3. Tempo zmian wynagrodzeń dotyczy wynagrodzeń realnych w gospodarce ogółem.

WSKAŹNIK	I kw. 2014	II kw. 2014	III kw. 2014	IV kw. 2014	I kw. 2015	II kw. 2015
PKB	3,4%	3,7%	4%	4,1%	4,2%	4,2%
SPOŻYCIE OGÓŁEM	2,8%	3,2%	3,4%	3,5%	3,5%	3,6%
NAKŁADY BRUTTO NA ŚRODKI TRWAŁE	3,7%	5,8%	7,2%	7,8%	8,2%	6,3%
EKSPORT	6,8%	6,7%	6,6%	6%	6,5%	7%
IMPORT	2,4%	3,8%	4%	6,7%	7%	7,4%
INFLACJA CPI	0,6%	0,6%	0,5%	1%	1,3%	1,4%
WYNAGRODZENIA	3,4%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	4,1%
BEZROBOCIE BAEL	10%	9,3%	9%	8,9%	9,2%	8,4%
BEZROBOCIE REJESTROWANE	13,5%	12,1%	11,4%	11,5%	12,3%	11,1%

DANE
SZACUNKI
PROGNOZY

Nadmierny optymizm

Krzysztof Wołowicz

główny ekonomista BPS TFI S.A.

Najnowsza porcja danych makroekonomicznych nieco studzi optymizm, który pojawił się po publikacji dynamiki wzrostu gospodarczego za I kw. br. (3,4 proc. r/r). Stało się tak gdyż, wśród danych przeważały gorsze od oczekiwań publikacje. Szczególnie może niepokoić majowy odczyt indeksu PMI. Jego spadek był już trzecim kolejnym, a łącznie w okresie od marca do maja br. indeks PMI obniżył się o 5,1 pkt. do poziomu 50,8 pkt. Ostatni raz indeks spadał przez trzy kolejne miesiące w okresie luty-kwiecień 2013 r., czyli prawie dokładnie rok temu. Wtedy jednak łączny ubytek indeksu wyniósł jedynie 2,3 pkt., co było ponad dwukrotnie mniejszym spadkiem od już notowanego obecnie. Dodatkowo należy podkreślić, że działo się to w okresie kiedy PKB kształtował się na poziomie 0,5 proc. r/r, stanowiącym jeden z najniższych historycznie poziomów. Jakie zatem wnioski należy z tych faktów wyciągnąć?

Za każdym razem w przeszłości tak silne spadki PMI zwiastowały niższą dynamikę wzrostu PKB w kolejnym kwartale**.** Potwierdzeniem takiej konkluzji zdaje się być **stabilizacja średniej 3-miesięcznej dynamiki produkcji**. Podobna sytuacja miała miejsce na przełomie ostatniego kwartału 2012 roku i pierwszego kwartału roku ubiegłego. Wtedy również średnia 3-miesięczna dynamika produkcji wskazywała stabilizację, a PKB za I kw. 2013 r. odnotował niższą dynamikę wzrostu niż kwartał wcześniej.

Zatem wielce prawdopodobne wydaje się, iż po zaskakująco dobrym pierwszym kwartale w drugim zobaczymy wyhamowanie. Zakładamy, że wzrost może osiągnąć poziom 3 - 3,1 proc. r/r. Samo w sobie nie będzie to jeszcze niepokojące, jednak biorąc pod uwagę fakt, że w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy będziemy porównywali ze znacznie **wyższą bazą** (odpowiednio w III i IV kw. 2013 r. było to 1,9 i 2,7 proc.) utrzymanie ścieżki wzrostu znacząco powyżej 3 pkt. proc. w całym roku może okazać się trudne. Tym bardziej, że ożywienie w Europie Zachodniej nie postępuje w takim tempie jak jeszcze niedawno się spodziewano. Będąca m.in. tego następstwem **ostatnia decyzja EBC o obniżce stóp procentowych w strefie euro** grozi zaś umocnieniem polskiej waluty, co będzie czynnikiem negatywnym z punktu widzenia wkładu **eksportu netto do PKB**. Dodatkowym ryzykiem w tym względzie jest również sytuacja za wschodnią granicą. Ewentualny wzrost napięcia uderzy mocniej w eksport na tym kierunku. A trzeba pamiętać, że Ukraina oraz Rosja mają ok. 8 proc. udział w całości polskiego eksportu.

Jak prognozować kurs złotego pod kątem wpływu wybranych czynników?

dr hab. Michał Rubaszek

wykładowca w Szkole Głównej Handlowej, pracownik Instytutu Ekonometrii SGH

1. Niektórzy ekonomiści/instytucje przewidują nadwyżkę w obrotach bieżących przez znaczną część tego roku. Jakie implikacje będzie to miało dla złotego? Na które elementy bilansu płatniczego należy zwracać uwagę w kontekście kursu walutowego?

Aktualnie kurs złotego jest ustalany w ramach systemu kursu płynnego. Oznacza to, że jego cena jest wyznaczana poprzez rynkowy popyt oraz podaż na naszą walutę. W podejściu strumieniowym, popyt i podaż są opisywane przez poszczególne pozycje bilansu płatniczego, który się składa z sald obrotów bieżących, obrotów kapitałowych, obrotów finansowych oraz zmiany rezerw walutowych NBP. W tym podejściu, **nadwyżka na rachunku obrotów bieżących** (current account, CA) stanowi czynnik, który zwiększa popyt na naszą walutę, wytwarzając tym samym presję na jej umocnienie. Czy to oznacza automatycznie, że w przyszłości powinniśmy oczekiwać aprecjacji kursu EUR/PLN? Niekoniecznie. W tym względzie należy wziąć pod uwagę kilka elementów:

Po pierwsze, saldo CA opisuje nierównowagę zewnętrzną w ujęciu strumieniowym. W ujęciu zasobowym należy spojrzeć na **zadłużenie zagraniczne netto**. W tym zakresie przydatne są statystyki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, która jest skumulowaną wartością przeszłych sald na rachunku CA skorygowaną o **efekty zmiany wyceny aktywów** (valuation effects). Ostatnie dane dla Polski wskazują, że nasz dług netto wynosi aktualnie około 65% PKB. Aby powoli spłacać to zadłużenie należy generować nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. A zatem niewielka nadwyżka CA może być spójna z obecnymi fundamentami polskiej gospodarki. Ogranicza to presję na aprecjację kursu walutowego.

Po drugie, przy aktualnym poziomie rozwoju gospodarczego jest rzeczą naturalną, że najbardziej produktywne przedsiębiorstwa krajowe zaczynają inwestować poza granicami naszego kraju. Jest to widoczne w bilansie płatniczym jako **odpływ kapitału z tytułu inwestycji bezpośrednich**. Także krajowe fundusze inwestycyjne coraz śmielej zaczynają inwestować w zagraniczne papiery wartościowe, zarówno akcje jak i obligacje. Jest to rejestrowane jako **odpływ kapitału z tytułu inwestycji portfelowych**. Odpływ kapitału, z kolei, zwiększa podaż naszej waluty, co częściowo neutralizuje presję na aprecjację złotego z tytułu nadwyżki salda CA. Oczywiście, należy tutaj podkreślić, że wciąż napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich jest wyższy niż ich odpływ, ale saldo netto staje się coraz mniejsze.

Po trzecie, należy pamiętać, że konkurencyjność cenowo-kosztowa polskiej gospodarki jest kształtowana przede wszystkim przez poziom **realnego efektywnego kursu złotego**, a nie kurs nominalny wobec euro. Tym samym presja na aprecjację kursu złotego wynikająca z nadwyżki salda CA niekoniecznie musi oznaczać zmiany kursu EUR/PLN, ale może znaleźć swoje ujście w wyższym poziomie inflacji w Polsce niż zagranicą oraz może być „rozładowywana" przez zmiany kursów krzyżowych.

Na końcu wspomniałbym o analizach, które przeprowadziłem w przeszłości. Polegały na porównaniu jakości prognoz dla realnych kursów walutowych wybranych krajów wysokorozwiniętych z dwuwymiarowych modeli wektorowej autoregresji, w których wektor zmiennych endogenicznych składał się z kursu realnego i wybranej zmiennej makroekonomicznej. Jedną z takich zmiennych było saldo na rachunku CA w relacji do PKB. Okazało się, że dokładność prognoz kursu z tego typu modeli była relatywnie niska. Stanowi to pewną informację, że saldo CA nie jest najlepszym wskaźnikiem dla przyszłych zmian kursu walutowego.

2. Jaka jest skuteczność prognoz, które zakładają obecną wartość kursu w przyszłości w porównaniu z prognozami opartymi o teorię parytetu stóp procentowych i parytet siły nabywczej?

W 1983 roku opublikowany został artykuł autorstwa Meese i Rogoff (*Meese R.A., Rogoff K., Empirical exchange rate models of the 70s. Do they fit out of sample?, Journal of International Economics 14, 3-24*), który pokazuje, że **prognozy naiwne** zakładające brak zmian kursu walutowego są bardziej dokładne niż prognozy oparte o modele ekonometryczne. Od tego czasu w literaturze przedmiotu prowadzona jest ożywiona dyskusja, czy jesteśmy w stanie prognozować przyszłe zmiany kursu wymiany. Pomimo kilku artykułów, wskazujących że dla wybranych walut i w wybranym okresie modele ekonometryczne odnoszą w tych zawodach prognostycznych pewien sukces, konsensusem pozostaje pogląd o braku możliwości prognozowania zmian ceny walut.

W tym zakresie, wspomniałbym, że kilka lat temu uczestniczyłem w badaniu, którego celem było sprawdzenie na ile **modele przełącznikowe** (Markov switching models) oraz s**ztuczne sieci neuronowe** (Artificial Neural Networks) mogą być wykorzystane w prognozowaniu kursu złotego względem euro, dolara amerykańskiego, funta brytyjskiego oraz franka szwajcarskiego (*zob. Rubaszek M., Skrzypczyński P. i Koloch G., 2010. Forecasting the Polish Zloty with Non-Linear Models, Central European Journal of Economic Modelling and Econometrics 2(2), 151-167*). Wyniki potwierdziły konsensus z literatury, a mianowicie, że także w przypadku złotego trudno jest stworzyć model, z którego generowałby dokładniejsze prognozy od opartych o proces błądzenia losowego, zakładający brak zmian kursu walutowego.

W ostatnim roku, natomiast udało mi się uzyskać nieco bardziej pozytywne wyniki. A mianowicie, razem z Michele Ca'Zorzi z Europejskiego Banku Centralnego oraz Jakubem Mućkiem pokazujemy, że kalibrowany model zakładający powolny powrót kursu realnego do poziomu danego przez **teorię parytetu siły nabywczej** jest w stanie generować prognozy, które są dokładniejsze od prognoz naiwnych (*Ca'Zorzi M., Mućk J., Rubaszek M. Real exchange rate forecasting: a calibrated half-life PPP model can beat the random walk, Working Paper Series 1576, European Central Bank*). Pokazujemy także, że niepowodzenia we wcześniejszych badaniach wynikały z wysokiego błędu prognozy związanego z procesem estymacji parametrów modeli ekonometrycznych. Należy jednak podkreślić, że nasze wyniki dotyczą efektywnych kursów realnych dla głównych gospodarek światowych i niekoniecznie mają zastosowanie w analizach przyszłych zmian kursu złotego względem euro.

3. Co może, w obecnych warunkach makroekonomicznych, wpłynąć zauważalnie na zmianę kursu złotego, skoro nawet sytuacja na Ukrainie go nie osłabiła?

Okazuje się, że polski złoty reaguje zarówno na czynniki o charakterze krajowym, regionalnym oraz globalnym**.** Trudno jest jednoznacznie określić, które z tych czynników są najważniejsze. Prawdopodobnie występują okresy, kiedy tzw. „rynek" największą wagę przykłada do czynników lokalnych oraz okresy, kiedy są to czynniki globalne. Przykładowo, po upadku Lehman Brothers nastąpiła kilkudziesięcioprocentowa deprecjacja polskiej waluty, gdzie względem franka szwajcarskiego wartość złotego spadła o ponad połowę, pomimo relatywnie dobrych fundamentów polskiej gospodarki. Deprecjacja ta w dominującej części wynikała z czynników o charakterze globalnym. Z drugiej strony, aprecjacja złotego w latach 2004-2007 była związana z czynnikami o charakterze krajowym i regionalnym, a mianowicie rozszerzeniem Unii Europejskiej.

Obecnie, od kilku lat kurs złotego jest relatywnie stabilny, zaś wpływ czynników makroekonomicznych na jego wartość wydaje się być zdecydowanie mniejszy niż w przeszłości. Potwierdza to niewielki wpływ sytuacji na Ukrainie czy zawirowania na rynkach rozwijających się na wartość naszej waluty. Związane to jest m.in. z tym, że Polska coraz częściej postrzegana jako kraj o stabilnej sytuacji makroekonomicznej i wiarygodnej polityce gospodarczej, co jest odzwierciedlone m.in. w niskiej zmienności inflacji, tempa wzrostu PKB czy salda CA. Należy pamiętać, że m.in. na stabilną sytuację sektora bankowego i finansów publicznych, polska gospodarka okazała się bardzo odporna na zawirowania w trakcie ostatniego kryzysu w strefie euro: byliśmy jedyną gospodarką UE, która zanotowała wzrost gospodarczy w 2009 r. Oczywiście ma to swoje odzwierciedlenie w wahaniach kursu złotego.

NEWSLETTER PRZYGOTOWALI:

Inga Karkusińska (i.karkusinska@gmail.com)
Tomasz Salis (tomasz.salis@gmail.com)