



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Styczeń 2010, Nr 94 (1)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Sfera realna	s. 3
Sfera nominalna i polityka monetarna	s. 6
Gospodarka globalna	s. 9
Euromonitor	s. 13
Na rynku	s. 14
Kalendarz	s. 16

RYSZARD PETRU
główny ekonomista
tel. (22) 829 15 26
ryszard.petru@brebank.pl

ERNEST PYTLARCZYK
główny analityk
tel. (22) 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

MARCIN MAZUREK
analityk
tel. (22) 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

PIOTR PIĘKOŚ
analityk
tel. (22) 829 90 34
piotr.piekos@brebank.pl

- Rok 2009 był dla polskiej gospodarki z całą pewnością znacznie lepszy od oczekiwań. Polska nie uniknęła wprawdzie silnego spowolnienia, wywołanego przede wszystkim ograniczeniem popytu zewnętrznego oraz istotnym obniżeniem się poziomu inwestycji wynikającym ze spadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz ograniczenia akcji kredytowej, nie mniej jednak zdołała utrzymać dodatnie tempo wzrostu gospodarczego nie tylko jako jedyny kraj regionu, ale także całej UE. Jeśli chodzi o rok 2010, oczekujemy, że dopiero druga połowa roku przyniesie poprawę na rynku pracy i odbudowę zatrudnienia przez firmy, co z kolei w naturalny sposób wesprze konsumpcję prywatną, a tym samym wzrost gospodarczy. W przypadku inwestycji głównym motorem odbicia powinien być zwiększony napływ FDI (wraz z poprawą globalnego sentymentu) oraz przyspieszenie publicznych inwestycji infrastrukturalnych, natomiast pozostałe inwestycje prywatne nie zanotują raczej silnego przyspieszenia.
- O ile w „starej” Radzie linia podziałów biegła w zasadzie wzdłuż obozów jastrzębi i gołębi (z Czekajem po środku), w nowej Radzie dodatkowo wyróżnić będzie można dysponującą większością grupę zdecydowanych euroentuzjastów (nominowani z ramienia PO i PSL) i członków charakteryzujących się bardziej chłodną diagnozą procesu przyjęcia wspólnej waluty (nominowani przez Prezydenta + prezes Skrzypek). Taki układ sił zwiększa prawdopodobieństwo, że Rada zareaguje nie tylko na odradzanie presji inflacyjnej w drugiej połowie 2010, ale również na zwiększające się ryzyko trwałego niespełnienia inflacyjnego kryterium konwergencji.
- Ożywienie w gospodarce amerykańskiej będzie prawdopodobnie silniejsze niż w strefie euro. Dostosowania kosztowe wśród przedsiębiorstw amerykańskich były ostrzejsze, a restrukturyzacja w obliczu kryzysu głębsza. Z tego powodu odchudzone firmy mogą być lepiej przygotowane do globalnej konkurencji. Dodatkowo 2010 będzie rokiem nadzwyczaj silnej stymulacji fiskalnej w USA (dotychczas zrealizowano niespełna 1/3 z 800 mld pakietu fiskalnego a jego wartość zostanie prawdopodobnie podwyższona o 150-200 mld środków z nie-trafionego programu TARP). w przypadku gospodarki amerykańskiej coraz częściej pojawiają się sygnały występowania endogenicznych mechanizmów generujących wzrost gospodarczy (powstałych jako efekty zwrotne stymulacji fiskalnej).

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010	2011
PKB r/r	6,5	4,8	1,7	3,0+	4,5
Inflacja (średnia w okresie)	2,4	4,3	3,5	2,3	2,9
Saldo na rachunku obrotów bież. (% PKB)	-4,5	-5,3	-1,2	-2,3	-3,7
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	11,4	9,5	12,0	12,5	10,5
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	4,00	5,50

Wskaźnik	2009				2010	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
PKB r/r	0,8	1,1	1,7	3,2	3,2	2,9
Inflacja r/r (średnia w okresie)	3,2	3,7	3,5	3,5	3,3	2,1
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

Styczeń 2010

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Cze 09	Lip 09	Sie 09	Wrze 09	Paź 09	Lis 09	Gru 09
PKB i produkcja							
PKB	1,1%			1,7%			3,2%
Popyt krajowy	-2,1%			-1,2%			0,8%
Spożycie indywidualne	1,7%			2,2%			2,2%
Nakłady brutto na środki trwałe	-3,0%			-1,5%			-4,0%
Wartość dodana	0,8%			1,8%			
w przemyśle	-5,0%			-0,2%			
w budownictwie	4,6%			7,2%			
w sektorze usług rynkowych	2,9%			2,0%			
Produkcja przemysłowa r/r	-4,5%	-4,4%	0,1%	-1,3%	-1,3%	9,8%	15,3%
Produkcja przemysłowa m/m	6,0%	-2,6%	-4,4%	15,0%	1,9%	-3,3%	1,7%
Sprzedaż detaliczna r/r	0,4%	3,6%	3,1%	0,7%	0,7%	3,9%	6,3%
Sprzedaż detaliczna m/m	1,6%	5,6%	-3,5%	-0,7%	3,7%	-6,5%	22,6%
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3287,88	3361,90	3268,69	3283,18	3312,32	3403,92	3595,98
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,0%	3,9%	3,0%	3,3%	2,0%	2,3%	4,9%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	2,9%	2,3%	-2,8%	0,4%	0,9%	2,8%	5,6%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	-1,9%	-2,2%	-2,2%	-2,4%	-2,4%	-2,2%	-1,8%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%
Stopa bezrobocia	10,6%	10,7%	10,8%	10,9%	11,1%	11,4%	11,9%
Handel zagraniczny							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-11	-570	124	-57	-991	-2510	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-109	-488	-348	-4	-819	-590	
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	-21,4%	-23,5%	-20,8%	-17,1%	-17,6%	-1,3%	
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	-32,0%	-29,5%	-27,8%	-26,4%	-21,7%	-10,5%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,7%	-2,7%	-2,4%	-1,8%	-1,7%	-2,4%	
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,2%	0,1%	-0,4%	0,0%	0,1%	0,3%	0,2%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	3,5%	3,6%	3,7%	3,4%	3,1%	3,3%	3,7%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	2,7%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,9%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,8%	-1,5%	-0,4%	-0,2%	0,4%	-0,3%	-0,1%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	4,1%	2,8%	2,2%	1,6%	2,0%	2,0%	2,2%
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	693,7	689,4	685,4	691,3	711,2	699,7	701,5
Podaż pieniądza r/r	14,4%	11,9%	9,0%	9,6%	11,9%	7,9%	5,3%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	35,7%	32,1%	27,9%	26,3%	20,4%	18,3%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	14,7%	11,4%	7,3%	6,5%	2,8%	-0,2%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	24,7%	22,5%	20,6%	19,9%	19,3%	17,4%	1,2%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	7,2%	3,0%	2,7%	3,3%	3,5%	7,1%	-2,7%
Kursy walutowe							
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4,45	4,15	4,10	4,20	4,25	4,16	4,10
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,17	2,91	2,86	2,87	2,89	2,78	2,86
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Stopa lombardowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Stopa depozytowa	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
WIBOR 3M	4,34%	4,07%	4,08%	4,08%	4,08%	4,09%	4,17%
Rentowność obligacji 2Y	5,29%	5,00%	5,11%	5,13%	5,01%	5,14%	5,22%
Rentowność obligacji 5Y	5,83%	5,47%	5,66%	5,72%	5,71%	5,69%	5,96%
Rentowność obligacji 10Y	6,27%	6,11%	6,12%	6,18%	6,15%	6,19%	6,26%
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro (r/r)	-0,1%	-0,7%	-0,2%	-0,3%	-0,1%	0,5%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)	-4,8%			-4,0%			
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflacja w USA (r/r)	-1,4%	-2,1%	-1,5%	-1,3%	-0,2%	1,8%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)	-0,7%			2,2%			
Stopa docelowa Fed Funds	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy wą oznaczono prognozy.

SFERA REALNA

Jak będzie wyglądał rok 2010 w polskiej gospodarce?

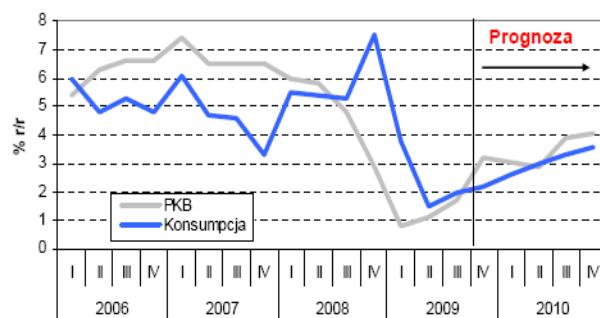
Rok 2009 był dla polskiej gospodarki z całą pewnością znacznie lepszy od oczekiwań, szczególnie biorąc pod uwagę niezwykle pesymistyczne nastroje panujące na jego początku. Przed rokiem mało kto oczekiwał, że krajowej gospodarce uda się uniknąć recesji w obliczu największego globalnego kryzysu gospodarczego od czasów Wielkiej Depresji z lat 30-tych XX wieku. Polska zdołała jednak utrzymać dodatnie tempo wzrostu gospodarczego nie tylko jako jedyny kraj regionu, ale także całej UE. Dla porównania według ostatnich prognoz KE PKB w Czechach spadł w zeszłym roku o 4,8%, na Słowacji o 5,8%, zaś na Węgrzech aż o 6,5%, podczas gdy w przypadku Polski KE oczekuje wzrostu na poziomie 1,2% - naszym zdaniem dynamika PKB może wynieść nawet 1,7%, na co wskazuje istotna poprawa wskaźników makro w drugiej połowie roku.

Nie mniej jednak pomimo tych relatywnie dobrych wyników na tle innych państw, w ujęciu absolutnym rok 2009 przyniósł i tak znaczące spowolnienie gospodarcze - przypomnijmy, że jeszcze w 2008 r. PKB Polski rósł w tempie 5,0%. Można wyróżnić dwa główne czynniki spowolnienia polskiej gospodarki. Z jednej strony było to silne ograniczenie popytu zewnętrznego, związane ze znaczącym pogorszeniem sytuacji gospodarczej w krajach UE (w szczególności w Niemczech, które są największym partnerem handlowym Polski), zaś z drugiej istotne obniżenie się poziomu inwestycji wynikające ze spadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz ograniczenia akcji kredytowej przez sektor bankowy. Bardzo ważny był też fakt, że wraz z pogorszeniem się koniunktury przedsiębiorcy drastycznie ograniczyli poziom zapasów, co zaowocowało silnym negatywnym wkładem tej kategorii do dynamiki PKB.

Natomiast czynnikiem, który mimo powyższych negatywnych efektów pozwolił na nieprzerwany wzrost polskiej gospodarki w zeszłym roku, był w głównej mierze stabilny krajowy popyt konsumpcyjny. W przypadku polskiej gospodarki był to historycznie czynnik kluczowy. Gospodarka polska charakteryzuje się relatywnie niewielkim udziałem eksportu w PKB (ok. 40%) w porównaniu np. ze wspomnianymi wcześniej pozostałymi krajami Europy Środkowo-Wschodniej, silnie uzależnionymi od eksportu, gdzie jego udział w PKB jest prawie dwukrotnie większy niż w Polsce. Siłą rzeczy więc popyt wewnętrzny gra w Polsce większą rolę, a relatywnie niski poziom rozwoju powoduje, że możliwości przesunięcia konsumpcji w czasie w porównaniu z dojrzałymi gospodarkami są dość ograniczone. Jest to także związane z tym, że

konsumpcja w Polsce jest w dużo mniejszym stopniu finansowana akcją kredytową niż ma to miejsce w krajach rozwiniętych (a nawet w krajach regionu jak Czechy czy Słowacja), gdyż ta została wyraźnie ograniczona. Dodatkowym czynnikiem było mniejsze od oczekiwań przełożenie się kryzysu na krajowy rynek pracy. Rynek pracy w obecnym spowolnieniu okazał się dużo bardziej elastyczny i zdolny do szybkiego dostosowania, które nastąpiło w pierwszej połowie roku (fala zwolnień grupowych m.in. w branżach nastawionych na eksport i w sektorze finansowym). Dzięki temu przedsiębiorstwa zdołały istotnie poprawić swoją sytuację finansową i tym samym zapobiec redukcji zatrudnienia na znacznie większą skalę, która miałaby najprawdopodobniej miejsce, gdyby zareagowano z opóźnieniem. Dzięki temu druga połowa roku przyniosła stabilizację zatrudnienia, a stopa bezrobocia nie zanotowała gwałtownego wzrostu, lecz utrzymywała się przez większą część roku w okolicach 11% (stopa bezrobocia BAEL w okolicach 8%).

Wykres 1. Dynamika PKB i konsumpcji w Polsce (%r/r)



Źródło: GUS, prognoza BRE.

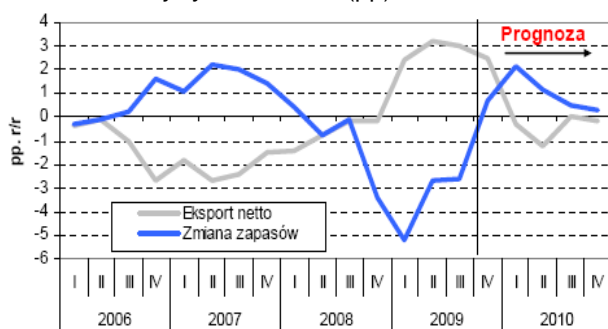
W 2009 r. wysoką dodatnią kontrybucję do wzrostu gospodarczego utrzymywał również eksport netto. Nie było to jednak spowodowane siłą polskiego eksportu, lecz jedynie poprawą salda handlu zagranicznego w wyniku szybszego spadku importu niż eksportu. Interesującym zjawiskiem jest fakt, że tak silnie osłabionemu importowi towarzyszył utrzymujący się istotny dodatni wkład konsumpcji prywatnej. Ponieważ import stanowi jej znaczną część, brak jej załamania świadczy o pozytywnym dla PKB efekcie substytucji dóbr z importu dobrami krajowymi.

Warto też podkreślić, że spadek polskiego eksportu w wyniku globalnej recesji był w dużej mierze ograniczony przez efekt osłabienia złotego, które zwiększyło konkurencyjność polskich eksporterów i pozwoliło im utrzymać a nawet niekiedy zwiększyć marże na swoich produktach. Przełożyło się to pozytywnie na

Styczeń 2010

wyniki sektora przedsiębiorstw niefinansowych, które począwszy od Q2'2009 znów charakteryzowały się dodatnią dynamiką. W drugim i trzecim kwartale zeszłego roku wyniki przedsiębiorstw niefinansowych były wyższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego (o 14-18%). Z kolei spadek inwestycji prywatnych został istotnie złagodzony dzięki ich substytucji przez inwestycje publiczne (głównie w rozbudowę infrastruktury drogowej).

Wykres 2. Kontrybucje eksportu netto i zmiany zapasów do rocznej dynamiki PKB (pp)



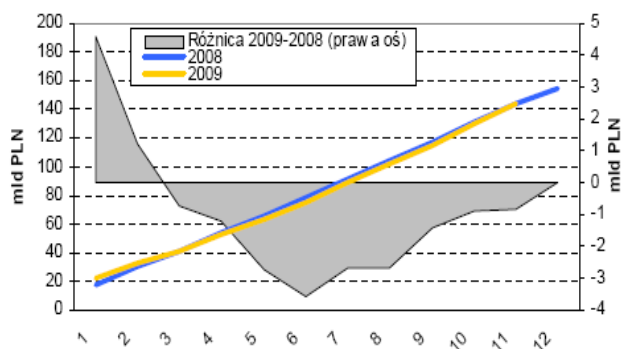
Źródło: GUS, prognoza BRE.

Oczekujemy, że w najbliższych kwartałach dynamika konsumpcji będzie relatywnie stabilna z tendencją do lekkiego wzrostu pod koniec roku. Wzrost konsumpcji będzie bowiem ograniczany poprzez opóźniony efekt pogorszenia sytuacji na rynku pracy i spadku funduszu płac. Sądzymy, że dopiero druga połowa roku przyniesie poprawę na rynku pracy i odbudowę zatrudnienia przez firmy, co z kolei w naturalny sposób wesprze konsumpcję prywatną. Oczywiście sytuacja na rynku pracy będzie w znacznej mierze pochodną perspektyw wzrostu popytu, zarówno w kraju jak i zagranicą.

W tym zakresie pierwszym pozytywnym sygnałem jest istotne wyhamowanie procesu ograniczania zapasów przez przedsiębiorców (widoczne już w Q3'2009), a najbliższe kwartały powinny przynieść stopniową odbudowę zapasów wraz z poprawiającą się koniunkturą. Drugim istotnym czynnikiem jest planowany wzrost wydatków na inwestycje infrastrukturalne – według planów MF wyniesie on ok. PLN12mld. Kolejnym istotnym czynnikiem wpływającym na poziom popytu wewnętrznego będzie skala bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W latach przed kryzysem średni roczny napływ FDI do Polski kształtował się na poziomie EUR8-10mld, z czego ok. 30-40% w ostatnim okresie stanowiły reinwestowane zyski. Ta część popytu inwestycyjnego jest trudna do prognozowania ze względu na to, że jest pochodną nastrojów globalnych i poziomu awersji do ryzyka. Przyjmując jednak, że globalna awersja do ryzyka będzie malała, można założyć, że napływ FDI do Polski będzie bliski średnim poziomom obserwowanym w ostatnich latach. Ostatnią i najważniejszą

kategorią są pozostałe inwestycje prywatne. Ich powolny wzrost w 2010 roku będzie związany z odbudową zapasów. Niemniej uwzględniając wykorzystanie mocy wytwórczych na poziomie 77% trudno spodziewać się istotnego przyspieszenia w inwestycjach prywatnych. Ograniczeniem będzie również skala przyrostu kredytu, który będzie ograniczony ze względu na postępujący wciąż w gospodarce światowej i w pewnym zakresie również w Polsce proces delewarowania. Innym czynnikiem ograniczającym podaż kredytu jest wciąż ograniczenie związane z długoterminowym finansowaniem. W sumie więc nie należy spodziewać się istotnego wzrostu inwestycji prywatnych w 2010 roku. Gdyby jednak miał nastąpić większy przyrost inwestycji to odbędzie się on kosztem wzrostu negatywnej kontrybucji eksportu netto, ze względu na przyrost importu.

Wykres 3. Porównanie wykonania dochodów z podatków pośrednich w latach 2008-2009



Źródło: MF.

Sytuacja fiskalna będzie pochodną sytuacji makroekonomicznej. Według wstępnych deklaracji ministra finansów deficyt sektora finansów publicznych nie przekroczył 6,3% PKB, a dług publiczny wyniósł 49,6%–49,8% PKB. Nie zagłębiając się specjalnie w kwestie wykonania budżetu za 2009 rok należy przypomnieć o podstawowej zasadzie, że wszelkie porównania odnoszą się do przyjętego wcześniej planu. Dla przypomnienia nowelizacja budżetu na rok 2009 była dokonywana w jednym z najbardziej pesymistycznych momentów kryzysu globalnego. Tak więc od czasu kiedy nastąpiła nowelizacja budżetu większość informacji z polskiej gospodarki zaskakiwało pozytywnie w stosunku do budżetowego scenariusza. W tym kontekście najbardziej pozytywnie zaskoczył Q4, w którym nastąpiła stabilizacja popytu konsumpcyjnego a pogorszenie sytuacji na rynku pracy było mniejsze niż się spodziewano. Z tej perspektywy rok 2010 może mieć podobną charakterystykę. Po stronie dochodów spodziewamy się pozytywnej niespodzianki zarówno w przypadku inflacji (wyższej w naszej ocenie o ponad 1pp od szacunków MF) jak i wzrostu gospodarczego i popytu wewnętrznego (oczekujemy dynamiki PKB wyższej o prawie 2pp). Dodatkowo do budżetu wpłynie w tym roku zysk z

Styczeń 2010

NBP za 2008 r., który może kształtować się na poziomie PLN4mld deklarowanych przez prezesa NBP do ponad PLN10mld szacowanych przez MF. Decyzję w sprawie ostatecznego szacunku zysku za 2008 r. NBP podejmie w maju. Główna rozbieżność dotyczy tego czy w ramach zysku uwzględniać niezrealizowane różnice kursowe czy też nie. Jednakże nawet w wariantach minimum przyrost dochodów w naszym scenariuszu makroekonomicznym może być znaczny (rzędu PLN20mld). Po stronie ryzyka należy uwzględnić z kolei wykorzystaną w tym roku nadwyżkę przewalutowanych środków unijnych, kredyty komercyjne i pożyczkę budżetową dla ZUS, a także (już nie po stronie dochodów lecz przychodów) skalę tegorocznej prywatyzacji. Dla przypomnienia na koniec roku zadłużenie ZUS wyniosło PLN7,7mld, z czego

PLN2,2mld przypadło na kredyty komercyjne, a PLN5,5mld na pożyczkę Skarbu Państwa. Z kolei prywatyzacja ma przynieść w tym roku PLN25mld przychodów.

Jeszcze w styczniu MF powinno przedstawić tzw. plan konsolidacji finansów publicznych. Nie spodziewamy się jednak, by w planie tym znalazły się rozwiązania wpływające na sytuację finansów publicznych w roku 2010. Tak więc to co się będzie działo w 2010 r. w małej mierze zależy od rządu, a głównie od skali i tempa globalnego ożywienia. W sumie, w wariantach powolnego ożywienia i poprawy globalnego sentymentu można szacować, że w 2010 r. relacja długu publicznego do PKB znajdzie się poniżej 55%, czyli drugiego proggu ostrożnościowego.

SFERA NOMINALNA I POLITYKA MONETARNA

Ostatnie posiedzenie RPP w (pełnym) starym składzie

Po grudniowym posiedzeniu RPP stopy procentowe pozostały na poziomie 3,5% a nieformalne nastawienie w polityce monetarnej pozostało neutralne. Pojawił się nowy instrument pod postacią kredytu dyskontowego (ze stopą ustaloną obecnie na 4%).

W swej ocenie realnej sfery gospodarki Rada wskazała na postępujące ożywienie za granicą, jednak z wyraźnym podziałem na obszary szybszego (daleki wschód, USA) oraz wolniejszego wzrostu (strefa euro). W przypadku gospodarki polskiej podkreślono dalszą poprawę koniunktury widoczną nie tylko we wskaźnikach ankietowych, lecz również twardych danych dotyczących produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej a także stopniowe wyhamowanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy (stabilizacja zatrudnienia mimo wzrostów stopy bezrobocia – fakt, który podkreślamy w naszych analizach już od kilku miesięcy). Wśród czynników ryzyka pojawiła się wzmianka o napędzaniu ożywienia przez pakiety fiskalne a także powszechny problem z dostępnością kredytu.

W kwestii procesów nominalnych RPP odnotowała stabilizację cen szerokiej klasy aktywów na rynku finansowym i surowcowym (sygnał mniejszej obawy o wystąpienie baniek spekulacyjnych, generujących niekorzystne szoki podażowe?). Trzeba przyznać, że jest to element zupełnie nowy w komunikacie RPP. Wśród punktów odniesienia obecnych w komunikacie od dawna, zwrócono natomiast uwagę na zahamowanie aprecjacji walut krajów wschodzących oraz podwyższony poziom inflacji bazowej. W komunikacie znalazł miejsce także generowany przez efekty bazowe pofałdowany kształt ścieżki inflacji, który już wcześniej pojawiał się w wypowiedziach członków i na który to fakt zwracaliśmy uwagę już w październiku (poniżej zamieszczamy jeszcze raz streszczenie naszej analizy). W szczególności RPP oczekuje najpierw wzrostu, a następnie spadku inflacji w kolejnych miesiącach (jako nowy czynnik ryzyka dla wyższej inflacji pojawiają się podwyżki podatków). Odnosnie średniego okresu, prawdopodobieństwo przeszczerzenia i niezrealizowania celu inflacyjnego pozostają zbliżone a dotychczasowe działania RPP oraz poprawa globalnej koniunktury sprzyjają powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego wzrostu.

Sądząc po wprowadzeniu nowego instrumentu polityki pieniężnej, RPP jest wciąż zaniepokojona niskim poziomem aktywności kredytowej (co zostało zresztą wspomniane w części komunikatu opisującej bieżący stan gospodarki). Kredyt dyskontowy (wprowadzony od 1 stycznia) umożliwi bankom zaciągnięcie po-

życzki w NBP (na maksymalny okres 12-miesięcy) pod zastaw weksli własnych przedsiębiorstw. Kredyt dyskontowy jest instrumentem innym od kredytu redyskontowego. W przypadku kredytu dyskontowego w rozliczenie przyjmowane są weksle własne (głównie zabezpieczenia kredytów) wystawione przez przedsiębiorstwa na banki, natomiast kredyt redyskontowy polega na powtórny dyskencie weksli handlowych (związanych z obrotem gospodarczym), które już raz zostały zdyskontowane w banku komercyjnym. Choć trudno obecnie wnioskować o popularności tego nowego instrumentu, pozostaje pytanie o moment wprowadzenia kredytu dyskontowego – czy przypadkiem nie będzie przyczynkiem do nadmiernej ekspansywności polityki pieniężnej, zwłaszcza w obecnej fazie ożywienia gospodarki.

Krytyczny wpływ efektów bazowych na ścieżkę inflacji w 2010 roku

Jeszcze w październiku, w obszernej analizie, identyfikowaliśmy i kwantyfikowaliśmy wpływ efektów bazowych na ścieżkę inflacji w roku 2010. Jako, że od tamtego czasu spostrzeżenia nasze zdała się zaakceptować zdecydowana większość ekonomistów, postanowiliśmy w tym miejscu ponownie przywołać główne wyniki wspomnianej analizy.

Co to jest efekt bazowy?

Za efekt bazowy uznajemy zmiany w inflacji roku poprzedniego wynikające z czynników o charakterze jednorazowym (szokowym), których powtórzenie w kolejnych kwartałach wydaje się mało prawdopodobne (przynajmniej z dzisiejszej perspektywy).

Podstawowymi podejrzanymi o szokowy wpływ na inflację CPI są ceny ropy naftowej (wyrażane w dolarach amerykańskich) oraz kurs walutowy. W przypadku kursu walutowego za szokowe dla inflacji (bo prawdopodobnie nieoczekiwane przez podmioty rynkowe, spodziewające się ciągłej aprecjacji lub przynajmniej stabilności kursu w drodze do strefy euro) można uznać gwałtowne osłabienie waluty zapoczątkowane pod koniec 2008 roku. W przypadku ropy naftowej szokiem było napompowanie bańki spekulacyjnej w 2008 roku i jej późniejsze pęknięcie. W przypadku obydwu zmiennych ścieżki w 2010 roku powinny być relatywnie gładkie, szczególnie w porównaniu do lat 2008-2009.

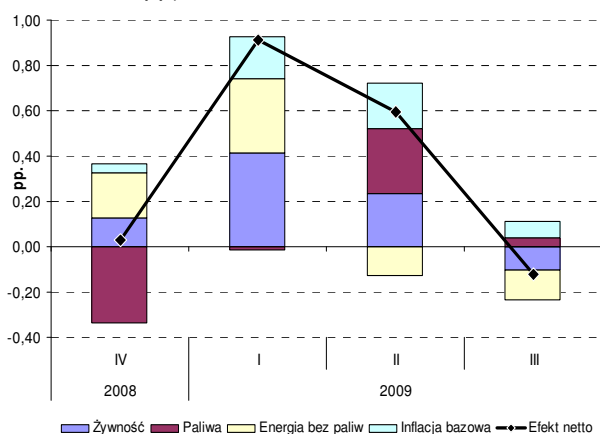
Mniej pewnymi kandydatami na szoki są czynniki związane z podwyżkami cen kontrolowanych, w tym energii.

Styczeń 2010

Wpływ szoków na inflację w 2009 roku

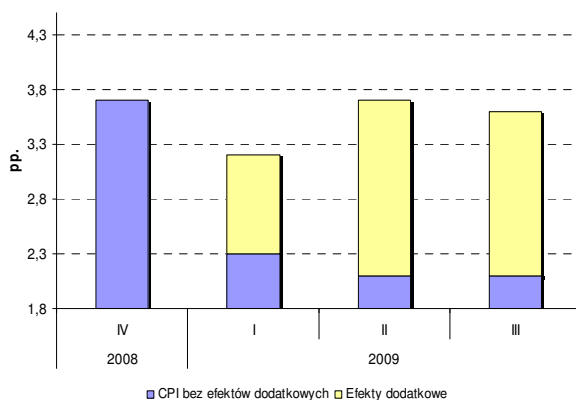
Wpływ kursu walutowego, cen ropy i podwyżek cen energii (a więc postulowanych przez nasz szoków lub zdarzeń nadzwyczajnych) przedstawiamy na wykresach. Jest on liczony jako różnice wartości teoretycznych (a więc wyliczonych na podstawie modeli) zmiennej objaśnianej otrzymanej przy historycznych (czyli faktycznych) zmianach kursu walutowego, ropy naftowej i cen energii oraz wartości teoretycznych otrzymanych przy założeniu stabilności kursu, ropy naftowej i historycznej sezonowości cen energii. Nadzwyczajne zmiany cenowe przedstawiamy jako odchylenia (prezentowane w punktach procentowych) od dynamik kwartalnych i rocznych wskaźnika CPI. Dodatni efekt szoku oznacza, że w okresie występowania zawyżył on inflację; ujemne odchylenia traktujemy analogicznie. W przypadku danych kwartalnych prezentujemy pełne rozbięcie na poszczególne kategorie CPI; w przypadku wskaźnika rocznego ograniczamy się do efektu całościowego (efekt netto wpływu szoków na wszystkie kategorie CPI).

Wykres 1. Nadzwyczajne efekty i ich wpływ na poszczególne kategorie inflacji CPI (wpływ na dynamiki kwartalne w pp)



Źródło: BRE Bank

Wykres 2. Nadzwyczajne efekty we wskaźniku CPI (wpływ na dynamiki roczne w pp)



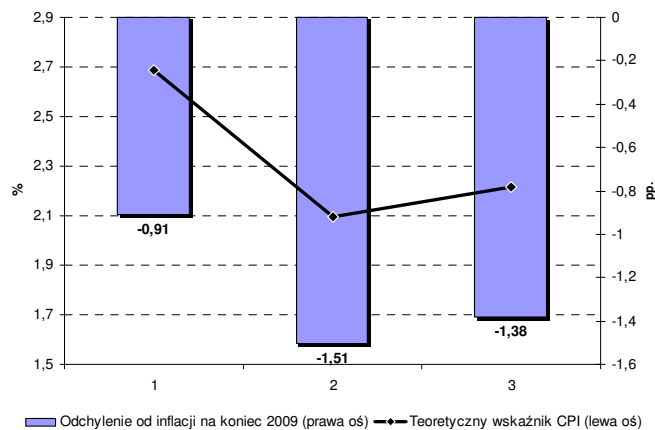
Źródło: BRE Bank

Podsumowując, efektem nadzwyczajnych zmian kursu walutowego, cen ropy naftowej oraz podwyżek cen energii było istotne zawyżenie inflacji CPI, które to na wskaźniku rocznym wyniosło w I kwartale 0,9 punktu procentowego, 1,6 punktu procentowego w II kwartale oraz 1,5 punktu procentowego w III kwartale.

Jak efekty bazowe obniżają inflację w 2010 roku

Zgodnie ze stosowaną przez nas definicją za efekty bazowe wpływające na poziom wskaźnika rocznego inflacji w 2010 roku należy uznać zmiany w indeksie CPI, które zostały spowodowane przez czynniki o charakterze w dużym stopniu jednorazowym – tylko te należy zatem wziąć pod uwagę, aby określić zawyżenie, bądź zaniżenie ścieżki inflacji w 2010 roku.

Wykres 3. Odchylenie ścieżki inflacji w 2010 r. w związku z (nadzwyczajnymi) efektami bazowymi z 2009 r.



Źródło: BRE Bank

Nasze obliczenia sugerują, że przy założeniu ukształtowania się inflacji na koniec 2009 roku na poziomie 3,6-3,7% r/r i realizacji „neutralnego” scenariusza co do zmian indeksu CPI w roku 2010 (czyli scenariusza w którym ceny konsumenta nie podlegają szokom o takim natężeniu jak w 2009 roku) roczny wskaźnik inflacji obniżyłby się do nieco poniżej 2% w I kw., i znacznie poniżej środka celu inflacyjnego w II i III kw. 2010 roku (patrz teoretyczny wskaźnik CPI na wykresie). Tym samym, z dzisiejszej perspektywy, scenariusz „neutralny” na 2010 jawi się jako bardzo pozytywny!

Styczeń 2010

Perspektywy dla polityki monetarnej

Perspektywy polityki monetarnej (krótko i średnioterminowe), poza oczywistym wpływem danych makroekonomicznych (w tym spadkiem inflacji) wydają się być do pewnego stopnia determinowane przez fakt powołania nowych członków Rady Polityki Pieniężnej. Członkowie o jastrzębich poglądach na politykę monetarną mogą mieć w nowej Radzie jedynie ulotną przewagę (trójka Rzońca, Winiecki i Bratkowski wydaje się mieć duży potencjał do nadania tonu dyskusji, Głębocka-Zielińska i Chojna-Duch raczej nie będą wyłamywać się z głównego nurtu, choć ta druga może oponować przeciw gwałtowniejszym ruchom na stopach, Hauser wydaje się z kolei pragmatykiem polityki gospodarczej). Stąd nie spodziewamy się, aby nowa RPP swoje urządowanie rozpoczęła od podwyżki stóp procentowych. Okres systematycznego spadku rocznego wskaźnika inflacji w kolejnych miesiącach 2010 r. i złudzenie co do bezinflacyjnego wzrostu może wręcz wygasić oczekiwania na podwyżki stóp. Choć ostatni artykuł kandydata do RPP Hausnera sugeruje, że sytuacja fiskalna może wy-

magać restrykcyjnej polityki pieniężnej, wypowiedzi pozostałych nominowanych przez PO kandydatów do RPP wskazują, że ciągle niechętnie widzieliby oni zakończenie jakże owocnej stymulacji monetarnej. Nie wydaje się, aby członkom tym przeszkadzała konfiguracja bardzo dobrych danych ze sfery realnej za grudzień (patrz: Główne wskaźniki makroekonomiczne).

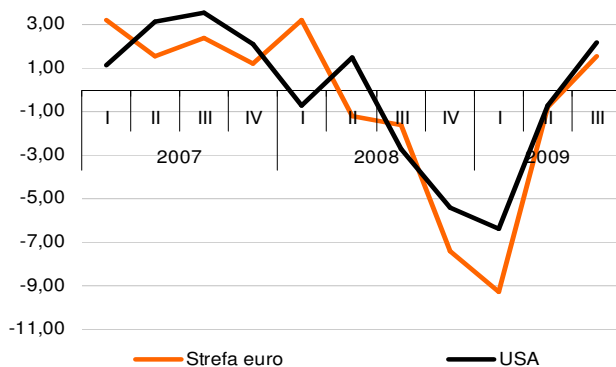
O ile w „starej” Radzie linia podziałów biegła w zasadzie wzdłuż obozów jastrzębi i gołębi (z Czekajem po środku), w nowej Radzie dodatkowo wyróżnić będzie można dysponującą większością grupę zdecydowanych euroentuzjastów (nominowani z ramienia PO i PSL) i członków charakteryzujących się bardziej chłodną diagnozą procesu przyjęcia wspólnej waluty (nominowani przez Prezydenta + prezes Skrzypek). Taki układ sił zwiększa prawdopodobieństwo, że Rada zareaguje nie tylko na odradzanie presji inflacyjnej w drugiej połowie 2010, ale również na zwiększające się ryzyko trwałego niespełnienia inflacyjnego kryterium konwergencji.

GOSPODARKA GLOBALNA

I po recesji...

Gospodarki USA i strefy euro hamowały podczas ostatniej recesji w zasadzie równocześnie (większa kontrakcja w strefie euro), podobnie także wygląda obserwowane obecnie ożywienie. Rzut oka na ostatnie 4 kwartały – a więc okres, w którym dokonano się przejście od dna recesji do początków ożywienia – pozwala stwierdzić, że w zakresie poszczególnych komponentów PKB zaznaczają się zarówno podobieństwa, jak i różnice. W celu utrzymania porównalności wyników cała dyskusja prowadzona jest na odsezonowanych danych w ujęciu annualizowanym (standardowa forma prezentacji danych dla gospodarki amerykańskiej), w formie kontrybucji do tempa wzrostu PKB.

Wykres 1. Porównanie dynamiki PKB w USA i strefie euro (dane odsezonowane w ujęciu annualizowanym, w %). Jak dotąd wyraźne „V”

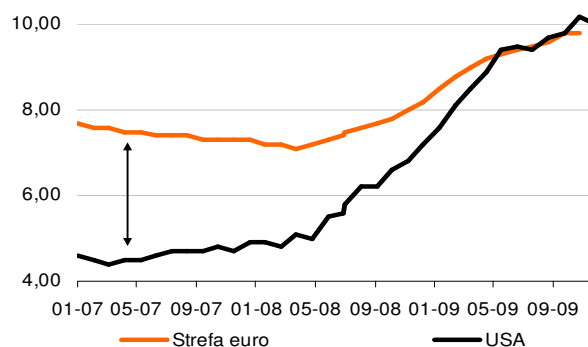


Źródło: BEA, Eurostat, obliczenia własne.

Wyraźnie zbliżona (praktycznie doskonała) korelacja jest związana z reakcją inwestycji (choć hamowanie w przypadku gospodarki amerykańskiej było głębsze, głównie za sprawą rynku nieruchomości). Różnice zaznaczają się natomiast w przebiegu konsumpcji, wkładzie eksportu netto oraz wydatków realizowanych za pośrednictwem sektora rządowego. Kontrybucja konsumpcji w strefie euro utrzymywała się w ostatnich 4 kwartałach na wyraźnie ujemnych poziomach (oprócz II kwartału 2009, kiedy odnotowano zerowy wkład w tempo wzrostu PKB), a jej wkład dodatkowo pogorszył się w ostatnim kwartale. Z kolei w USA obserwujemy wyraźne odbicie konsumpcji, z wyjątkowo wysokim III kwartałem, w którym w pełni ujawniły się efekty pakietu stymulacyjnego (ulgi podatkowe). W zakresie kontrybucji eksportu netto, duży ujemny wkład tej kategorii na przełomie 2008 i 2009 tłumaczy silniejszą kontrakcję gospodarek strefy euro, podczas gdy w USA widoczne stało się zjawisko kompensacji popytu krajowego (teraz już coraz słabsze). W zakresie wydatków rządowych, ich

ścieżka w strefie euro pozostała w ostatnim roku płaska, +1,33pp. wkładu wydatków federalnych w USA do dynamiki PKB wygląda na jej tle wyjątkowo imponująco. Z punktu widzenia rachunków narodowych interwencja państwowa okazała się bardziej skuteczna w USA, jednak to w strefie euro programy rządowe doprowadziły do relatywnie niewielkiego rozluźnienia rynku pracy (obecnie stopy bezrobocia znajdują się na podobnym poziomie, lecz strefa euro „startowała” z dwukrotnie wyższego poziomu – patrz wykres).

Wykres 2. Porównanie stopy bezrobocia w USA i strefie euro (metodologia BAEL z poprawką sezonową)



Źródło: BLS, Eurostat.

Obniżki stóp procentowych i działania niestandardowe banków centralnych

Reakcją na gwałtowne hamowanie gospodarki oraz objawy kryzysu finansowego były szybkie cięcia stóp procentowych (docelowo do poziomu 0-0,25% w USA, osiągniętego 16 grudnia 2008, oraz 1,00% w strefie euro, osiągniętego 13 maja 2009) połączone z działaniami z zakresu zwiększenia terminu zapadalności standardowych instrumentów płynnościowych banku centralnego, *credit* i *quantitative easing*, nadzwyczajną pomocą finansową dla kluczowych instytucji (*too big to fail...*) oraz operowaniem spreadem pomiędzy stopami depozytowymi i pożyczkowymi banków centralnych.

Więcej uwagi warto poświęcić wyjaśnieniu różnic pomiędzy *credit* i *quantitative easing*, jako że różnica między tymi dwoma działaniami jest dość subtelna. *Credit easing* obejmuje działania banku centralnego ukierunkowane na poprawę funkcjonowania konkretnych rynków: głównie zakup papierów wartościowych lub też finansowanie zakupów dokonywanych przez stronę trzecią. Z kolei *quantitative easing* dotyczy działań nie związanych bezpośrednio z systemem

Styczeń 2010

finansowym, lecz naturalną barierą efektywności polityki stopy procentowej w sytuacji, gdy osiąga ona wartość bliską zera. Przy polityce *quantitative easing* cel operacyjny banku centralnego zmienia się na kontrolę poziomu rezerw systemu bankowego, co z kolei sprowadza się do obniżenia rentowności instrumentów finansowych o wybranych terminach zapadalności, realizowanej poprzez zakup tych instrumentów przy pomocy rezerw banku centralnego, a więc czystej kreacji pieniądza. *Quantitative easing*, w odróżnieniu od *credit easing* nie przewiduje wsparcia dla konkretnych rynków, lecz stóp procentowych o danym terminie zapadalności (intencją jest oddziaływanie na stopy procentowe kluczowe dla funkcjonowania danej gospodarki a więc wybrane fragmenty krzywej dochodowości).

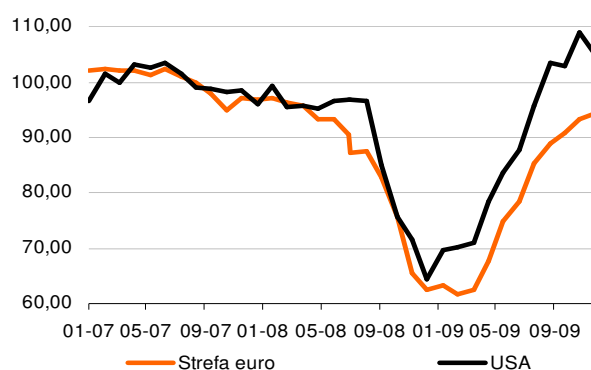
Różnica w reakcji ECB i Fed na gwałtowne hamowanie gospodarki oraz ryzyko znacznej destabilizacji systemu finansowego była odmienna. Pierwsze różnice widoczne są już po stronie obniżek stóp procentowych: polityka ECB pozostała na tym polu znacznie bardziej akomodacyjna (prawdopodobnie w związku z postrzeganiem *ex ante*, mniejszym zagrożeniem deflacyjnym). Zgodnie ze specyfiką obydwu systemów finansowych (kontynentalnego, opartego w znacznej mierze na sektorze bankowym i amerykańskiego – operującego głównie w powiązaniu rynkiem pieniężnym i kapitałowym), odmienne były też instrumenty niestandardowe stosowane przez obydwa banki centralne. W przypadku ECB działania skoncentrowały się na dostarczaniu płynności bankom za pomocą przetargów o stałej stopie procentowej bez redukcji (okres kredytowania do 1 roku) oraz, po części, zakupach zabezpieczonych obligacji. Arsenał środków zastosowanych przez Fed okazał się bardziej bogaty: od zachęt do korzystania z „okienka dyskontowego” (zwykle traktowanego jako ostateczność) po zakupy papierów wartościowych z różnych segmentów rynku (w tym zamiana MBS powiązanych z rynkiem subprime na wysoko-ratingowe walory skarbu państwa), obligacje hipoteczne emitowane przez GSE (próby obniżenia oprocentowania kredytów) oraz obligacje skarbowe.

Dynamiczne odbicie i lepsze perspektywy dla gospodarki amerykańskiej

W porównaniu z początkiem recesji (według oficjalnego datowania NBER przypada on na IV kwartał 2007 roku), nominalny PKB w USA plasuje się obecnie (III kwartał) około 3,1% niżej (3,3% w przypadku strefy euro). Tym samym od dna recesji (czyli oficjalnego jej końca – prawdopodobnie datowanego na II kwartał 2009) produkt krajowy brutto USA „odrobił” około 17%, podczas gdy w strefie euro około 11%. Choć być może w ten sposób mierzona skala odbicia nie jest spektakularna, należy mieć na uwadze przede wszystkim jego dynamikę – w tym względzie

warto przyrzeć się wskaźnikom koniunktury z sektora przemysłowego, gdyż to właśnie one najdokładniej odzwierciedlają punkty zwrotne cyklu koniunkturalnego.

Wykres 3. Wskaźniki PMI dla przemysłu w USA i strefie euro (przeskalowane do wspólnej podstawy średnia 2007 = 100)

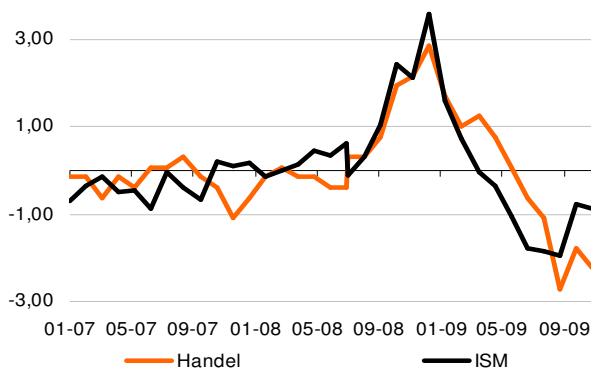


Źródło: ISM, Bloomberg.

Koniunktura w przemyśle USA osiągnęła w grudniu 55,9pkt. odrabiając tym samym całkowicie spadki z końca 2008, plasując się prawie 70% powyżej najniższego poziomu (osiągniętego w grudniu 2008). Bardzo podobnie zachowała się koniunktura w sektorze przemysłowym strefy euro (w sensie kierunku) jednak dynamika ożywienia była nieco niższa: grudniowy odczyt na poziomie 51,6pkt. uplasował się wciąż nieco niżej średniej z 2007 roku, lecz 54% powyżej wartości minimalnej (luty 2009). Obydwa wskaźniki koniunktury wskazują na znaczne rozpędzenie sektorów przemysłowych, ukierunkowanych z jednej strony na zaspokojenie nowych zamówień oraz autonomiczną odbudowę bezpiecznego poziomu zapasów. Z uwagi na dostępność danych prezentujemy wykres dla gospodarki amerykańskiej – zarówno twarde dane z sektora handlowego, jak i wskaźniki koniunktury pokazują dokładnie ten sam obraz – z uwagi na duże przestoje produkcji przedsiębiorstwa są obecnie silnie wysprzedane, co zapewnia autonomiczną odbudowę produkcji jeszcze przynajmniej przez kilka miesięcy (jest duża szansa, że w tym horyzoncie ujawnią się już inne mechanizmy podtrzymujące wzrost).

Styczeń 2010

Wykres 4. Stosunek zapasów do sprzedaży w USA liczony według danych o sprzedaży detalicznej oraz indeksów koniunktury ISM (dane przeskalowane względem średniej i odchylenia standardowego)



Źródło: ISM, Census Bureau, obliczenia własne.

Istnieją racjonalne przesłanki aby sądzić, że ożywienie w gospodarce amerykańskiej będzie silniejsze niż w strefie euro. Po pierwsze, po zachowaniu rynku pracy widać wyraźnie, że dostosowania kosztowe wśród przedsiębiorstw amerykańskich były ostrzejsze, a restrukturyzacja w obliczu kryzysu głębsza. Z tego powodu odchudzone firmy mogą być lepiej przygotowane do globalnej konkurencji. Po drugie, 2010 będzie rokiem nadzwyczaj silnej stymulacji fiskalnej w USA (dotychczas zrealizowano niespełna 1/3 z 800 mld pakietu fiskalnego a jego wartość zostanie prawdopodobnie podwyższona o 150-200 mld środków z nietrafionego programu TARP). W przypadku strefy euro pojawiają się natomiast hipotezy, że duża ochrona rynku pracy oraz uniemożliwienie migracji czynników produkcji może być hamulcem dla przyszłego wzrostu gospodarczego. Po trzecie wreszcie, w najbliższym okresie kluczowe wydaje się wsparcie od strony konsumentów, co w przypadku strefy euro może być trudne z uwagi na obserwowane od kilku lat trendy bardzo niewielkiego wzrostu konsumpcji (stabilizacja rynku pracy i rynku domów może natomiast stanowić silny bodziec do zwiększenia konsumpcji amerykańskich konsumentów); gorsze perspektywy konsumpcyjne strefa euro częściowo niweluje większą otwartością i lepszymi perspektywami eksportowymi (nawet mimo wysokiego kursu EURUSD, większość towarów wymieniana jest w obrębie ugrupowania lub wysyłana poza USA). Po czwarte wreszcie, w przypadku gospodarki amerykańskiej coraz częściej pojawiają się sugestie o wystąpieniu endogenicznych mechanizmów generujących wzrost gospodarczy (powstałych jako efekty zwrotne stymulacji fiskalnej). Czynnikiem ryzyka pozostaje wysokie zadłużenie gospodarki amerykańskiej oraz zachowanie rynków finansowych (w tym rynku akcji, który w dużej mierze może determinować zachowania konsumpcyjne Amerykanów).

Co do procesów cenowych, obecnym konsensusem jest brak zagrożeń inflacyjnych w średnim okresie. Potwierdzają to zresztą prognozy ECB i Fed, które sugerują brak presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, a nawet możliwość niezrealizowania celu inflacyjnego. W opozycji do prognoz prezentowanych przez banki centralne pozostają poglądy monetarystyczne i wskazanie na ogromny wzrost bazy monetarnej, które powinna przekładać się na wzrost cen. Na razie oprócz silnego wzrostu wolumenu pieniądza wielkiej mocy nie widać przełożenia na pozostałe agregaty monetarne, co pozwala sądzić, że odpowiednio dopasowana strategia wyjścia Fed i EBC pozwoli na zażegnanie, na razie tego hipotetycznego zagrożenia. Dysydenci pojawiają się także w łonie banków centralnych. Warto wspomnieć tu przede wszystkim o najnowszych badaniach zespołu C. Plossera (w 2010 roku będzie głosującym członkiem FOMC) z Philadelphia Fed, które sugerują obniżenie tempa wzrostu potencjalnego gospodarki amerykańskiej z uwagi na silny szok produktywności, który dotknął sektory związane z pośrednictwem finansowym – w kwestii podwyżek stóp Plosser wesprze jastrzębi obóz FOMC.

Pierwsze przymiarki do strategii wyjścia

Poprawa koniunktury skłania główne banki centralnej do lekkiej zmiany retoryki i rozpoczęcia pierwszych prób nakreślenia strategii wyjścia. Wydaje się jednak, że w dalszym ciągu podstawą jest podejście gradualistyczne – w szczególności zbyt szybkie wycofanie impulsu monetarnego (w połączeniu z nawoływaniem do konsolidacji fiskalnej) mogłoby doprowadzić do powtórki sytuacji z czasów Wielkiego Kryzysu i realizacji scenariusza W, którego decydenci z banków centralnych chcieliby uniknąć; zwłaszcza w obliczu obecnie niskiej inflacji i stabilnych oczekiwań inflacyjnych pole manewru w zakresie wsparcia sfery realnej wydaje się wciąż szerokie.

Przechodząc do szczegółów, podczas ostatniej konferencji (3 grudnia) Trichet poinformował, że nie wszystkie operacje wspierające płynność będą kontynuowane w przyszłości. Zapowiedziano m.in., że 12 miesięczna operacja LTRO będzie ostatnią tego typu (tym razem już jednak nie po stałej stopie). Ostatnie 6-miesięczne MTRO ma się odbyć 31 marca 2010. Pozostałe operacje refinansujące będą w nieograniczonej skali przeprowadzane co najmniej do połowy kwietnia 2010. Wydaje się, że strategia wyjścia ECB będzie opierać się w głównej mierze na naturalnym spłaceniu wcześniejszych pożyczek w ramach operacji refinansowych, które przestaną być kontynuowane. Odnośnie ostatniego komunikatu Fed, instrumenty płynnościowe będą wycofywane zgodnie z wcześniej przyjętym harmonogramem, a limity zakupów papierów z danych segmentów rynku zostaną dokończone do marca (choć ich skala – w związku z

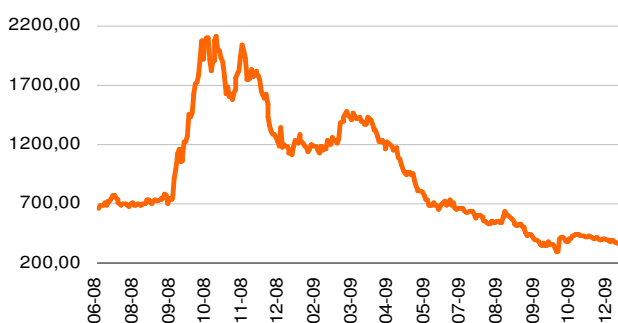
Styczeń 2010

mniejszą podażą – ulegnie w następnych miesiącach istotnemu zmniejszeniu). Co do spekulacji odnośnie kolejnych elementów strategii wyjścia, ostatnio testowane były operacje repo (sprzedaż papierów przez nowojorski oddział Fed) a otwarcie mówi się o oprocentowaniu rezerw banków utrzymywanych na rachunku Fed (w ten sposób faktyczny cel operacyjny zostanie chwilowo przesunięty na stopę depozytową, dopóki sytuacja na rynku Fed funds nie ustabilizuje się na tyle, że stopa na tym rynku odzyska znaczenie dla rynków finansowych). Sprzedaż papierów znajdujących się obecnie w księgach Fed wydaje się na obecnym etapie mało prawdopodobna, gdyż mogłaby się wiązać z dodatkowym i silnym wystromieniem krzywej dochodowości.

Rynki finansowe antycypują normalizację polityki monetarnej i szybsze odbicie w USA

W ciągu ostatnich miesięcy sytuacja na rynkach finansowych uległa wyraźnej stabilizacji. Poprawę widać nie tylko we wskaźnikach syntetycznych opartych na rynkowych spreadach (zob. wykres 5), lecz również w mniejszym zainteresowaniu banków komercyjnych operacjami repo (strefa euro), czy spłatami środków z programów rządowych (USA i spłata 200mld USD środków z TARP). W tle pojawiają się jednak głosy o nadmiernym zadłużeniu gospodarki amerykańskiej oraz ujawniają się faktyczne problemy krajów peryferyjnych strefy euro (Grecja, Hiszpania), które przystąpiły do ugrupowania po niepełnym (oficjalnie „warunkowym”) spełnieniu kryteriów konwergencji.

Wykres 5. HSBC Financial Clog Index.



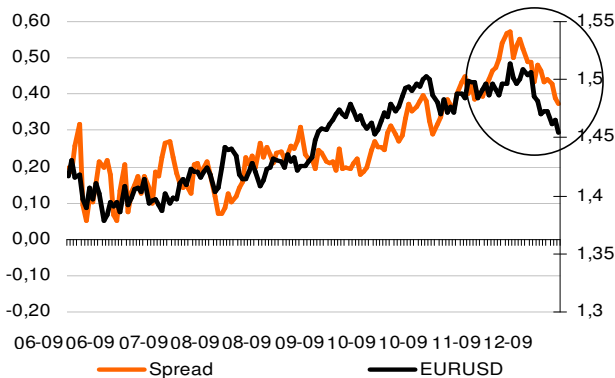
HSBC Financial Clog Index jest syntetyczną miarą napięć na amerykańskim rynku finansowym. Obejmuje 1) napięcia na rynku międzybankowym (TED spread, LIBOR-OIS spread), 2) ryzyko bankructwa instytucji finansowych (CDS spread), 3) spready kredytowe agencji hipotecznych (Fannie i Freddie), 4) zmienność cen akcji (VIX).

Źródło: Bloomberg.

Czynnikiem dominującym jest obecnie scenariusz szybszego wzrostu po obu stronach Atlantyku, jednak z wyraźnym wskazaniem na gospodarkę amerykańską.

Odzwierciedla się to przede wszystkim w wystromieniu krzywych dochodowości dla obydwu gospodarek (czemu sprzyjają na razie rekordowo niskie wyceny na krótkim końcu oraz de facto wciąż prowadzona polityka taniego pieniądza przez banki) i zawężeniu spreadu 2-letnich IRS kwotowanych w USD i EUR. Szczególnie ta druga kwestia wspiera pogląd, że ostatnie umocnienie dolara w stosunku do euro nie wynikało tylko i wyłącznie z przesłanek technicznych a korelacja EURUSD z kierunkiem danych makro uległa ostatnio zmianie. Pozytywne dane z gospodarki amerykańskiej umacniają obecnie dolara poprzez wspieranie oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej Fed i zmniejszenie dysparytetu stóp ze strefą euro. Co więcej, seria obniżek ratingów i perspektyw ratingów państw strefy euro (Grecja, Hiszpania, Irlandia) powoduje, że umocnienie dolara zaczyna być również dyktowane „słabością” strefy euro. Proces ten może przeciągnąć się na kolejne miesiące 2010 roku. Niewykluczone jednak, że prawdziwa zmiana trendu na EURUSD nastąpi dopiero w dalszej części 2010 roku, kiedy to pojawi się więcej fundamentalnych przesłanek do odwrócenia dysparytetu stóp między USA i strefą euro (między innymi wspomniane w komunikacie FOMC endogeniczne mechanizmy wzrostu gospodarczego).

Wykres 6. Różnica 2Y IRS jako miara dysparytetu stóp procentowych pomiędzy USA i strefą euro



Źródło: Bloomberg.

Obecnie wszystko wskazuje na to, że stopy procentowe w USA zostaną podniesione wcześniej niż w strefie euro, a obecny konsensus przewiduje pierwsze podwyżki w drugiej połowie 2010 roku. Jak już wspomniano obecnie pomagają to w umocnieniu dolara. Ożywienie gospodarcze jak na razie nie przekłada się jednak na wyplaszczanie krzywych dochodowości na rynkach bazowych. Inwestorzy raczej oczekują, że zbyt późno zaimplementowana strategia wyjścia sprowadzi wyższą inflację na gospodarkę USA. Stąd obserwowany ostatnio trend na stromieniu krzywych dochodowości (w USA stromizna krzywej, czyli różnica 10-2 lata wynosi obecnie ponad 280 pb).

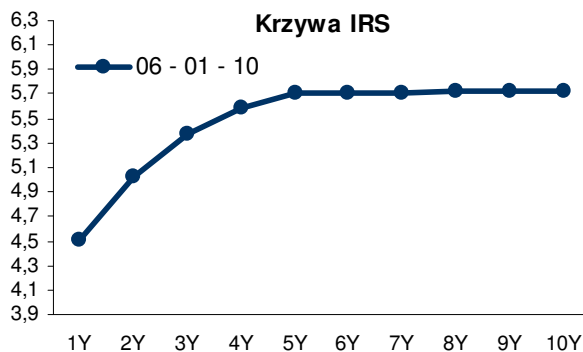
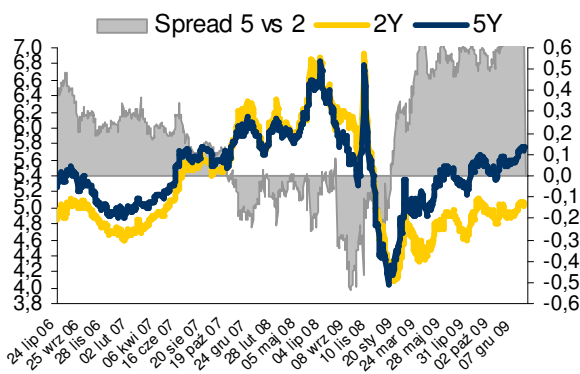
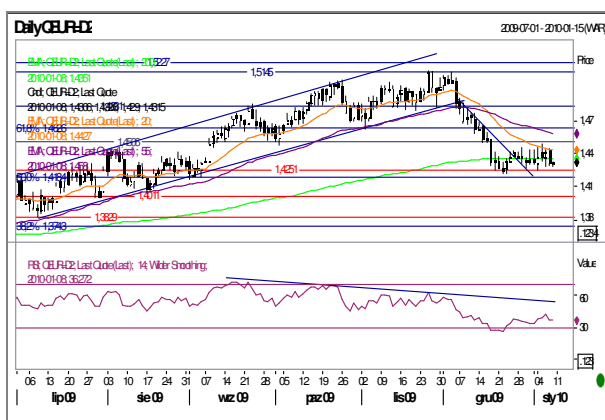
Styczeń 2010

EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,7% (listopad 2009) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,06% (listopad 2009) Deficyt budżetu: <3,0% PKB Dług publiczny: < 60,0% PKB Członkostwo w ERM2: 2 lata 	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% paśma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 – wokół kursu z początku okresu obserwacji)
Polska		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,9% (listopad 2009) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,08% (listopad 2009) Deficyt budżetu: 3,6% PKB (2008) Dług publiczny: 47,2% PKB (2008) Członkostwo w ERM2: nie 	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,8% (listopad 2009) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,86% (listopad 2009) Deficyt budżetu: 2,1% PKB (2008) Dług publiczny: 30,0% PKB (2008) Członkostwo w ERM2: nie 	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,9% (listopad 2009) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 9,18% (listopad 2009) Deficyt budżetu: 3,8% PKB (2008) Dług publiczny: 72,9% PKB (2008) 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 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

Złoty w ostatnich miesiącach 2009 okazał się relatywnie słabszy niż waluty koszyka emerging markets (zwłaszcza waluty krajów Ameryki Łacińskiej i Azji Pd-Wsch). Przyczyna tego staną rzeczy mogły być postrzegane jako znaczące ryzyka związane z zadłużeniem zagranicznym, relatywnie niższe stopy procentowe oraz szereg jednorazowych negatywnych czynników (kwestia przewalutowania dywidendy z PZU, negatywne newsy budżetowe na jesieni 2009). Przełom roku przyniósł ponowne umocnienie złotego (do poziomu 4,10/EUR). Pewien wpływ na przyspieszenie trendu aprecjacyjnego mogły mieć obawy inwestorów przed większą aktywnością BGK na rynku FX, co mogłoby być związane ze sprzedażą walut przez MinFin. Już w nowym roku złoty nie reagował praktycznie na czynniki lokalne replikując w zasadzie ruchy na EURUSD.

Nadal uważamy, że złoty jest fundamentalnie niedowartościowany. Ciągłe istotnie stymuluje konkurencyjność cenową polskich producentów. Nie widzimy również wzmożonej aktywności hedgingowej polskich przedsiębiorstw, co niewątpliwie miałyby miejsce w sytuacji pogorszenia ich konkurencyjności. W średnim okresie złotego wspierać powinny: utrzymanie dodatniego wzrostu gospodarczego, napływ inwestycji bezpośrednich (patrz również ambitne plany prywatyzacyjne), napływ kapitału portfelowego w związku z finansowaniem deficytu budżetowego. Tempo aprecjacji złotego zostało jednak osłabione przez zmiany w cykulacji globalnego kapitału. Polska znajduje się w koszyku euro, stąd cały czas utrzymuje się ujemna korelacja między EURPLN a EURUSD. W drugiej połowie 2010 r. złoty dodatkowo powinien być wspierany przez szybsze podwyżki stóp w Polsce. Patrz stabilna długookresowa korelacja ze zmianami krótkich stóp procentowych.

Rynek stopy procentowej

Perspektywa spadku inflacji oraz poprawiające się perspektywy dla polityki fiskalnej nie zostały jeszcze odzwierciedlone w poziomach rentowności polskich obligacji oraz kształcie krzywej dochodowości. Na przełomie 2009/2010 rentowności polskich papierów utrzymywały się na podwyższonych poziomach głównie ze względu na negatywne momentum na globalnym rynku obligacji. Momentum to w szczególności sposób odzwierciedlone zostało w rekordowym stromieniu krzywych dochodowości. Wyceniana przez rynek przyszła inflacja w USA wzrosła z poziomu 1,5% do prawie 2,5%. Rynki kontestują pogląd o stopniowej normalizacji polityki pieniężnej (głównie USA). W tą samą stronę

Styczeń 2010

zdają się działać duże podaże papierów (głównie peryferia strefy euro oraz Austria). Dobre dane makro ze Stanów napędzają trend na płacenie stóp. Tendencje obserwowane na amerykańskim rynku wydają się obecnie determinować kurs dla wszystkich rynków – patrz gwałtowne spadki cen Bundów i zastopowanie tendencji polegającej na ucieczce kapitału w te bezpieczne papiery. Widzimy pewne analogie z ruchem z czerwca 2009 roku.

Nie wiemy, ile ten trend może trwać, i choć uważamy, że to jeszcze nie totalna negacja otoczenia niskich stóp procentowych, ruchu tego i jego potencjalnego wpływu na polski rynek nie należy ignorować. Pomimo ostatniej pozytywnej reakcji na informacje o polityce fiskalnej (lepsze wykonanie budżetu za 2009 rok i zapowiedź przekazania zysku z NBP do budżetu w 2010 roku) ciągle ostrożnie oceniamy perspektywę dalszego szybkiego spadku rentowności. Wydaje nam się więc, że w styczniu dominować będą na polskim rynku stopy zachowania defensywne, czyli, ze względu na uwarunkowania techniczne, przeważanie krótkiego końca. Dlaczego inwestorzy jeszcze nie wykorzystują rekordowej stromizny krzywej? Stromizna polskiej krzywej zbliżona jest do tej w USA czy Niemczech, wykorzystanie przez inwestorów zagranicznych tzw. roll-down i przeważanie długiego końca nie ma więc większego sensu (co innego carry trades na krótkim końcu). Dobre (a nawet bardzo dobre) polskie dane makro mogą

co prawda oddziaływać w stronę redukcji premii za ryzyko (są odpowiedzialne choćby za to, że długi koniec obronną ręką wyszedł z ostatniego rozszerzenia sovereign spreads i wzrostu rentowności na rynkach bazowych), jednak to dobre momentum w danych, wyższy odczyt inflacji plus trendy globalne mogą skutkować jedynie dalszym podniesieniem krzywej IRS i jedynie zawężeniem asset swapów. W sytuacji wzrostu niepewności co do kierunku na rynku stopy procentowej krótkie papiery nie powinny jednak tracić, właśnie w nich lokalne fundusze (wobec niskiego oprocentowania depozytów) będą chciały zaparkować wolne środki.

Wydaje się, że inwestorzy krajowi cały czas czekają na atrakcyjny moment zwiększenia swojego zaangażowania w długie obligacje (wierzymy w tzw. różnicowanie, lepsze polskie fundamenty, pozytywne zaskoczenia ze strony wzrostu gosp. i mniejszych emisji długu i więcej jasności co do kierunku na rynkach bazowych). Być może moment taki pojawi się właśnie w styczniu, zaraz po wykrystalizowaniu sytuacji na rynkach bazowych. Na chwilę obecną najbardziej przemawiają jednak do nas strategie relatywne: 1) polskie papiery powinny dalej zyskiwać relatywnie do bundów, 2) spready konwergencyjne nadal wyglądają bardzo atrakcyjnie i oczekujemy ich zawężenia, 3) lepiej powinny radzić sobie obligacje z sektora 10+ niż te ze środka krzywej dochodowości.

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Styczeń 2010	Luty 2010	Marzec 2010
POLSKA			
Inflacja CPI	14	15	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	21	18	17
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	19	16	16
PKB	-	-	2
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	22	22
Podaż pieniądza M3	14	12	12
Bilans płatniczy	15	12	12
Inflacja bazowa	21	-	22
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	5	5
Posiedzenie RPP	25-26	23-24	30-31
STREFA EURO			
Inflacja HICP	5,15,30	26	2,16,31
PKB	8	12	4
Wskaźnik koniunktury ZEW	19	16	16
Posiedzenie ECB	14	4	4
USA			
Inflacja CPI	15	19	18
PKB	29	26	26
Zmiana zatrudnienia poza rolnic- twem i stopa bezrobocia	8	5	5
Zamówienia na dobra trwałe	28	25	24
Wskaźnik koniunktury w prze- twórstwie ISM	4	1	1
Posiedzenie FED	26-27	-	16

Źródło: GUS, NBP, Bloomberg.

KONTAKT:
Departament Rynków Finansowych
ul. Senatorska 18
00-950 Warszawa
fax: (22) 829 02 05

Kierujący Wydziałem Współpracy z Klientami

Bogusław Goleń +48 22 829 02 11 bogdan.golen@brebank.com.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

Inga Gaszkowska-Gębska +48 22 829 12 05 inga.gaszkowska-gebska@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

Marcin Turkiewicz +48 22 829 01 84 marcin.turkiewicz@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

Łukasz Barwicki +48 22 829 01 93 lukasz.barwicki@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

Jarosław Stolarczyk +48 22 829 01 67 jaroslaw.stolarczyk@brebank.com.pl

Niniejsze opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych źródeł, jednakże nie możemy zagwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydawania raportu. Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim treści. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania jest możliwa jedynie za uprzednią zgodą autorów.