



brebank.pl

Wyróżniają nas ludzie.

## MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Luty 2010, Nr 95 (2)

### SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Sfera realna	s. 3
Sfera nominalna i polityka monetarna	s. 6
Gospodarka globalna	s. 8
Euromonitor	s. 12
Na rynku	s. 13
Kalendarz	s. 15

*RYSZARD PETRU*  
główny ekonomista  
tel. (22) 829 15 26  
[ryszard.petru@brebank.pl](mailto:ryszard.petru@brebank.pl)

*ERNEST PYTLARCZYK*  
główny analityk  
tel. (22) 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@brebank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@brebank.pl)

*MARCIN MAZUREK*  
analityk  
tel. (22) 829 01 83  
[marcin.mazurek@brebank.pl](mailto:marcin.mazurek@brebank.pl)

*PIOTR PIĘKOŚ*  
analityk  
tel. (22) 829 90 34  
[piotr.piekos@brebank.pl](mailto:piotr.piekos@brebank.pl)

- W całym 2009 r. PKB Polski zanotował wzrost o 1,7%. Tym samym Polska zdołała utrzymać dodatnie tempo wzrostu gospodarczego w tym niezwykle trudnym dla globalnej gospodarki roku nie tylko jako jedyny kraj regionu, ale także całej UE. Motorem polskiej gospodarki było spożycie indywidualne, które zachowało swoje momentum głównie dzięki temu, że zeszłoroczne pogorszenie sytuacji na krajowym rynku pracy było relatywnie łagodne. Całoroczne dane o PKB świadczą, że w IV kw. wzrost gospodarczy musiał ukształtować się na poziomie ok. 3,0%/r.
- Prawdopodobny scenariusz dla RPP najbliższe miesiące to nie-zaskakiwanie rynku. Decyzję o podwyżce stóp poprzedzi proces zmniejszania nadmiaru płynności w sektorze bankowym przebiegający dwutorowo: z jednej strony zwiększy się akcja kredytowa banków, z drugiej strony NBP ograniczy skalę operacji refinansujących. Do podwyżek stóp nie dojdzie wcześniej niż 1) rozwiane zostaną niepewności co do kierunku procesów ekonomicznych w gospodarce polskiej i globalnej, 2) pojawią się pierwsze sygnały odradzania presji inflacyjnej w Polsce.
- Gospodarka USA ewidentnie nabiera rozpędu, o czym świadczą ostatnie bardzo dobre dane o PKB za IV kw. minionego roku. Z kolei strefa euro wydaje się przejściowo wytracać pęd w procesie ożywienia po zeszłorocznej głębokiej recesji. Te zauważalne różnice w sytuacji makroekonomicznej powodują więc narastającą rozbieżność oczekiwań co do polityki monetarnej w obu tych gospodarkach (perspektywa szybszego zacieśnienia w USA niż w strefie euro).

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	-1,3	-2,3	-3,7
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	11,4	9,5	11,9	12,1	10,9
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	3,0	3,8	3,3
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

Luty 2010

## GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Lip 09	Sie 09	Wrze 09	Paź 09	Lis 09	Gru 09	Sty 10
<b>PKB i produkcja</b>							
PKB			1,7%			3,0%	
Popyt krajowy			-1,2%			0,8%	
Spożycie indywidualne			2,2%			2,1%	
Nakłady brutto na środki trwałe			-1,5%			1,9%	
Wartość dodana			1,8%				
w przemyśle			-0,2%				
w budownictwie			7,2%				
w sektorze usług rynkowych			2,0%				
Produkcja przemysłowa r/r	-4,4%	0,1%	-1,3%	-1,3%	9,9%	7,4%	3,0%
Produkcja przemysłowa m/m	-2,6%	-4,4%	15,0%	1,9%	-3,2%	-5,4%	-11,0%
Sprzedaż detaliczna r/r	3,6%	3,1%	0,7%	0,7%	3,9%	4,1%	7,0%
Sprzedaż detaliczna m/m	5,6%	-3,5%	-0,7%	3,7%	-6,5%	21,2%	-21,0%
<b>Rynek pracy</b>							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3361,90	3268,69	3283,18	3312,32	3403,92	3652,40	3321,8
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	3,9%	3,0%	3,3%	2,0%	2,3%	6,5%	3,3%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	2,3%	-2,8%	0,4%	0,9%	2,8%	7,3%	-9,0%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	-2,2%	-2,2%	-2,4%	-2,4%	-2,2%	-1,8%	-2,9%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,7%
Stopa bezrobocia	10,7%	10,8%	10,9%	11,1%	11,4%	11,9%	12,8%
<b>Handel zagraniczny</b>							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-570	124	-57	-266	-1272	-757	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-488	-348	-4	-103	-292	-766	
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	-23,5%	-20,8%	-17,1%	-10,9%	-0,1%	9,8%	
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	-29,5%	-27,8%	-26,4%	-21,5%	-11,9%	-4,0%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,7%	-2,4%	-1,8%	-1,5%	-1,5%	-1,3%	
<b>Ceny</b>							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,1%	-0,4%	0,0%	0,1%	0,3%	0,0%	0,5%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	3,6%	3,7%	3,4%	3,1%	3,3%	3,5%	3,5%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,6%	2,3%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-1,5%	-0,4%	-0,2%	0,4%	-0,4%	-0,2%	0,7%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,8%	2,2%	1,6%	2,0%	1,9%	2,1%	0,5%
<b>Agregaty monetarne</b>							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	689,4	685,4	691,3	711,2	699,9	720,3	
Podaż pieniądza r/r	11,9%	9,0%	9,6%	11,9%	8,0%	8,1%	7,8%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	32,1%	27,9%	26,3%	20,4%	18,5%	11,8%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	11,4%	7,3%	6,5%	2,8%	-0,4%	-3,4%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	22,5%	20,6%	19,9%	19,3%	17,5%	15,2%	13,0%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	3,0%	2,7%	3,3%	3,5%	7,0%	10,4%	13,0%
<b>Kursy walutowe</b>							
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4,15	4,10	4,20	4,25	4,16	4,10	4,06
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,91	2,86	2,87	2,89	2,78	2,86	2,91
<b>Stopy procentowe</b>							
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	4,07%	4,08%	4,08%	4,08%	4,09%	4,17%	4,19%
Rentowność obligacji 2Y	5,00%	5,11%	5,13%	5,01%	5,14%	5,22%	5,01%
Rentowność obligacji 5Y	5,47%	5,66%	5,72%	5,71%	5,69%	5,96%	5,65%
Rentowność obligacji 10Y	6,11%	6,12%	6,18%	6,15%	6,19%	6,26%	6,12%
<b>Gospodarka światowa</b>							
Inflacja w strefie euro (r/r)	-0,7%	-0,2%	-0,3%	-0,1%	0,5%	0,9%	1,0%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			-4,0%				
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflacja w USA (r/r)	-2,1%	-1,5%	-1,3%	-0,2%	1,8%	2,7%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			2,2%			5,7%	
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. Kursywą oznaczono prognozy.

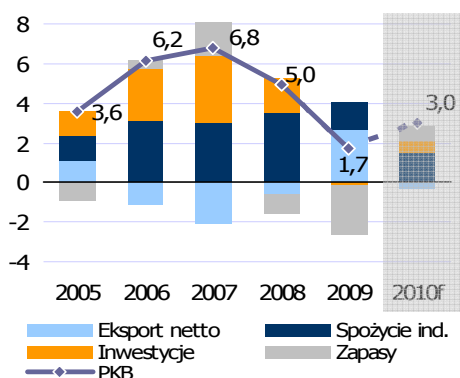
## SFERA REALNA

### Wzrost PKB w 2009 r. o 1,7%

Według styczniowego komunikatu GUS PKB Polski wzrósł w 2009 r. o 1,7% wobec 5,0% zanotowanych w 2008 r. Wynik ten jest zgodny z naszą prognozą i zarazem wyższy od konsensusu prognoz analityków (1,5-1,6%).

Jeśli chodzi o strukturę wzrostu gospodarczego w minionym roku, motorem polskiej gospodarki było spożycie indywidualne, które wzrosło o 2,3%, głównie dzięki temu, że pogorszenie sytuacji na krajowym rynku pracy w wyniku spowolnienia gospodarczego było relatywnie łagodne. Inwestycje zanotowały co prawda spadek, lecz jedynie o 0,3%, co w warunkach globalnej recesji gospodarczej jest bardzo dobrym wynikiem, biorąc pod uwagę, że w większości rozwiniętych gospodarek mieliśmy do czynienia z kilkunastoprocentowymi spadkami inwestycji. Trzeba jednak pamiętać, że spadek inwestycji prywatnych był znacznie głębszy (w III kw. sięgnął prawie 10%/r), a relatywnie dobry wynik całej kategorii jest skutkiem silnego przyspieszenia przez rząd inwestycji infrastrukturalnych. Największą negatywną kontrybucję do wzrostu PKB wniosła kategoria zapasy (ok. 2,5pp.) w wyniku ich drastycznego ograniczenia w zeszłym roku. Z kolei największym dodatnim kontrybutorem wzrostu gospodarczego był eksport netto (ok. 2,7pp.), co należy jednak interpretować wyłącznie w kategoriach istotnej poprawy salda handlu zagranicznego w wyniku szybszego spadku importu niż eksportu. Warto przy tym podkreślić, że spadek polskiego eksportu w wyniku globalnej recesji był w dużej mierze ograniczony przez efekt osłabienia złotego, które zwiększyło konkurencyjność polskich eksporterów. Bilans handlowy wspierała też postępująca substytucja dóbr importowanych dobrami krajowej produkcji.

**Wykres 1.** Wzrost PKB i jego składowe (pp.)



Źródło: GUS, prognoza BRE.

Z zestawienia danych o PKB za 3 pierwsze kwartały zeszłego roku z danymi całorocznymi wynika, że PKB wzrósł w IV kwartale o ok. 3,0%/r (oficjalne dane GUS opublikuje dopiero na początku marca) wobec 1,7%/r w III kwartale. Dynamikę spożycia indywidualnego w IV kwartale szacujemy na ok. 2,1%/r wobec 2,2%/r w kwartale poprzednim. Najciekawszym wnioskiem wynikającym z całorocznych danych o PKB jest jednak fakt, iż w IV kwartale mieliśmy do czynienia z wyraźnym odbiciem inwestycji, które po dwóch z rzędu kwartałach negatywnej dynamiki (-3,0% w II kw. i -1,5%/r w III kw.) zanotowały w końcu roku wzrost o ok. 1,6%/r.

W roku 2010 spodziewamy się kontynuacji rozpoczętego w II poł. 2009 r. procesu ożywienia, co powinno zaowocować wzrostem PKB rzędu 3,0%. Wyraźnego przyspieszenia polskiej gospodarki oczekujemy zwłaszcza w II półroczu, kiedy powinna się zacząć poprawiać sytuacja na rynku pracy, co jest kluczowe dla odzyskania właściwego momentum przez konsumpcję prywatną. Ważnym wsparciem dla wzrostu gospodarczego będzie również powrót bezpośrednich inwestycji zagranicznych i planowane dalsze przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych. Pogorszeniu ulegnie co prawda saldo handlu zagranicznego, lecz z drugiej strony równoważyć będzie je odbudowa zapasów przez polskie przedsiębiorstwa w obliczu odradzającego się popytu.

### Raport o koniunkturze NBP: bariera popytu coraz mniejsza

Nasz scenariusz kontynuacji ożywienia gospodarczego w kolejnych kwartałach wspiera opublikowany w styczniu przez NBP kwartalny raport o koniunkturze w sektorze przedsiębiorstw.

Z badań przeprowadzonych przez NBP wynika, że w IV kw. 2009 r. nadal zmniejszała się bariera popytu, choć pozostała ona najważniejszym problemem polskich przedsiębiorstw. Po raz kolejny wyraźnie poprawiły się oczekiwania przedsiębiorców odnośnie popytu, zamówień i produkcji – wyjątkiem jest branża budowlana, gdzie nastąpiło lekkie pogorszenie optymizmu co do popytu i zamówień, trzeba jednak pamiętać, że branża ta przeszła przez kryzys zachowując dość wysoki poziom aktywności a jej poziom wykorzystania mocy wytwórczych pozostaje powyżej wartości przeciętnych. Najszybsze tempo poprawy obserwowane jest wśród firm eksportowych z zakresu przetwórstwa przemysłowego, przy czym branże te najbardziej ucierpiały w wyniku kryzysu i ich sytuacja nadal jest gorsza od sytuacji przedsiębiorstw produkujących na rynek krajowy. Niepokojącym sy-

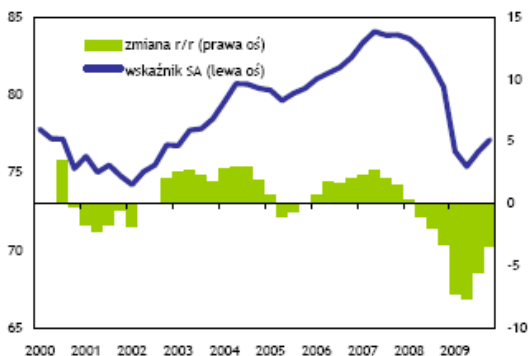
Luty 2010

gnalem jest jednak powiększanie się bariery kursu walutowego wskutek aprecjacji złotego, co może przyczynić się do dalszego spadku marż eksportowych w I kw. tego roku.

Jeśli chodzi o sytuację na rynku pracy, IV kw. przyniósł trzeci z rzędu spadek odsetka firm zmniejszających zatrudnienie. Poprawiły się również prognozy w tym zakresie, co wynika głównie ze spadku odsetka firm planujących redukcje zatrudnienia, lecz również niewielkiego wzrostu odsetka firm planujących jego zwiększenie. I kw. 2010 r. może przynieść spadek dynamiki płac, gdyż mniejszy odsetek firm planuje podwyżki wynagrodzeń zarówno w porównaniu do poprzedniego kwartału jak i do sytuacji sprzed roku. Zmniejsza się za to odsetek przedsiębiorstw planujących obniżki płac.

Co do poziomu wykorzystania mocy wytwórczych w polskiej gospodarce, pomimo drugiego z rzędu wzrostu w IV kw. zeszłego roku, wciąż pozostaje on na niskim poziomie (77,1%), poniżej swojej 10-letniej średniej. Fakt ten nie skłania przedsiębiorców do wyraźnego zwiększania nowych inwestycji, dla których przedsiębiorcy nie widzą dużo lepszych perspektyw niż w roku poprzednim. Odsetek firm planujących nowe inwestycje w 2010 r. jest tylko lekko wyższy niż w 2009 r. Brak planów intensyfikacji inwestycji powoduje, że mimo wyraźnej poprawy dostępności kredytu zainteresowanie firm zwiększaniem zadłużenia pozostaje niewielkie – niemal wszystkie branże planują zdecydowanie ograniczyć swoje zadłużenie kredytowe w I kw. tego roku.

**Wykres 2.** Wykorzystanie mocy produkcyjnych (dane odsezonowane)



Źródło: NBP.

Ogólnie rzecz biorąc, badania koniunktury NBP sugerują kontynuację ożywienia polskiej gospodarki w I kw., lecz jednocześnie wyraźnie wskazują, że tempo tego ożywienia będzie umiarkowane. Szczególnie w zakresie inwestycji nie powinniśmy spodziewać istotnego odbicia w najbliższym czasie – w naszej opinii wyraźna poprawa w tym obszarze może nastąpić najwcześniej w II poł. roku. Wtedy też oczekujemy istotnej poprawy na rynku pracy i powrotu wzrostów

zatrudnienia, co pociągnie w górę krajową konsumpcję.

### Rząd przedstawił program konsolidacji finansów publicznych

Pod koniec stycznia premier D.Tusk przedstawił zapowiadany już od pewnego czasu Plan Rozwoju i Konsolidacji Finansów Publicznych na lata 2010-2011. Jest to zestaw wytycznych, które mają być zrealizowane przez rząd za pomocą ustaw. Co ważne, przedstawiony plan nie jest oficjalnym stanowiskiem rządu, lecz jedynie propozycją opracowaną przez Kancelarię Prezesa Rady Ministrów. Będzie on więc musiał być dopiero zatwierdzony przez Radę Ministrów, co ma nastąpić w I poł. tego roku, z kolei odpowiednie ustawy mają być uchwalone do końca roku.

W sferze finansów publicznych, plan ten koncentruje się na czterech zasadniczych obszarach: wzmocnieniu ram instytucjonalnych i organizacji finansów publicznych, dokończeniu reformy emerytalnej, poszerzeniu bazy podatkowej oraz prywatyzacji.

Jeśli chodzi o organizację finansów publicznych premier zapowiedział uchwalenie ustawy o stabilności finansów publicznych, która ma wprowadzić dwie reguły wydatkowe. Pierwsza z nich ma mieć charakter tymczasowy i być nakierowana na obniżenie deficytu strukturalnego sektora finansów publicznych (7,2% PKB w 2009 r.) do poziomu zgodnego z kryteriami konwergencji nominalnej z Maastricht, czyli 3% PKB. Zgodnie z nią wzrost wydatków o charakterze uznaniowym (tzn. nie wynikających z obowiązujących ustaw) w najbliższych latach nie powinien przekraczać 1% rocznie w ujęciu realnym. Natomiast druga reguła wydatkowa ma mieć charakter docelowy i służyć stabilizacji deficytu na nowym obniżonym poziomie. Rządowy plan nie wymienia jej szczegółów, wspomina jedynie, iż będzie ona oparta na dynamice PKB oraz celu inflacyjnym i może zawierać postulat zmniejszenia udziału wydatków publicznych w PKB poniżej 40% (w 2008 r. wyniósł ok. 42,5%). Realizację tych reguł wspierać ma wprowadzenie szeregu mechanizmów prewencyjnych (weryfikacja oceny skutków finansowych aktów prawnych na etapie ich powstawania) i korygujących (zapewnienie odpowiedniego zachowania dysponentów budżetowych w trakcie obowiązywania aktu prawnego).

Ważnym elementem planu jest również propozycja rozszerzenia katalogu publikowanych danych o zobowiązaniach i długu publicznym polegająca na prezentacji w statystyce finansów publicznych skutków reformy emerytalnej (wpływ na potrzeby pożyczkowe państwa ubytku składki emerytalnej trafiającej do OFE). Kolejnym konkretem zawartym w rządowym

Luty 2010

planie jest wprowadzenie obowiązku lokowania wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych w formie depozytu na rachunku prowadzonym przez Ministra Finansów, czego skutkiem ma być zmniejszenie potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa wynikające z wykorzystania powyższych aktywów finansowych w zarządzaniu płynnością budżetu. Działanie to ma spowodować obniżenie poziomu długu publicznego począwszy od 2010 r. o ok. 14,6 mld zł (ok. 1,1% PKB) średnio w roku.

Premier zapowiedział także kontynuację prac nad budżetem zadaniowym i wieloletnim planowaniem finansowym oraz opracowanie jednolitego systemu rachunkowości dla jednostek budżetowych w celu zwiększenia efektywności zarządzania procesem wykonania budżetu.

**Tabela 1.** Skutki finansowe (koszty z minusem, oszczędności z plusem) włączenia funkcjonariuszy i żołnierzy rozpoczynających służbę od 01.01.2012 do powszechnego systemu emerytalnego (w mln zł)

Rok	Skutek finansowy
2012	-29
2013	-59
2014	-95
2015	-136
2016	-184
2017	-237
2018	-295
2019	-360
2020	-421
2025	-804
2030	-1 082
2035	-351
2040	1 786
2045	5 084
2050	9 135
2055	13 055
2060	16 757

Źródło: KPRM.

Drugim istotnym obszarem zapowiadanych zmian jest system emerytalny. Plan premiera przewiduje stopniowe ujednoczenie systemu emerytalnego służb mundurowych z powszechnym systemem emerytalnym, w ramach którego funkcjonariusze i żołnierze rozpoczynający służbę od 1 stycznia 2012 r. nie będą już nabywali prawa do wcześniejszej emerytury. Oprócz tego postulowane jest ujednoczenie zasad naliczania rent z zasadami wyliczania świadczeń

emerytalnych w nowym systemie emerytalnym oraz zwiększenie efektywności funkcjonowania II filaru emerytalnego (m.in. poprzez dalszą obniżkę i zmianę sposobu naliczania prowizji PTE, jak również wprowadzenie zewnętrznego benchmarku do oceny efektywności inwestycji OFE). Jeśli chodzi o najbardziej drażliwe społecznie tematy z obszaru systemu emerytalnego, czyli kwestie emerytur rolniczych oraz podwyższenia wieku emerytalnego, przedstawiony przez premiera program zawiera jedynie propozycję rozpoczęcia debaty nad ewolucyjnymi zmianami w tym zakresie.

Trzecim obszarem reform ma być poszerzenie bazy podatkowej w celu wsparcia strony dochodowej budżetu. Zaproponowano tu dwa konkretne rozwiązania: uszczelnienie systemu VAT poprzez wprowadzenie obowiązku stosowania kas fiskalnych przez prawników i lekarzy oraz ograniczenie odliczeń podatku VAT przy nabyciu samochodów z tzw. kratką. Ta druga zmiana ma przynieść wzrost rocznych dochodów budżetowych rządu 0,6-2,0 mld zł w najbliższych latach.

W kwestii prywatyzacji potwierdzone zostały wcześniejsze założenia MSP na rok 2010 o planowanych przychodach w wysokości 25 mld zł.

Podsumowując, zaprezentowany przez premiera plan konsolidacji finansów publicznych należy z pewnością ocenić jako pozytywny sygnał w kierunku rynków finansowych, dowodzący, że rząd trzyma rękę na pulsie i jest świadom konieczności wyraźnych systemowych reform w sferze finansów publicznych. Nie mniej jednak budzi on poważne zastrzeżenia. Po pierwsze, o czym już wcześniej wspomnieliśmy, ranga tego planu jest w obecnym jego stadium dość niska, gdyż nie zyskał on jeszcze akceptacji partii koalicyjnej (PSL), tak więc nie można tu niestety mówić o projekcie rządowym. Biorąc pod uwagę znacznie bardziej „społecznie wrażliwy” profil PSL, niewykluczone, że Rada Ministrów uchwali rzeczony plan jedynie w okrojonej wersji. Po drugie, dużym rozczarowaniem jest brak sprecyzowanych planów w obszarach kluczowych dla długoterminowego stanu finansów publicznych (aczkolwiek jednocześnie najbardziej drażliwych społecznie), czyli kwestii emerytur rolniczych oraz podwyższenia wieku emerytalnego.

## SFERA NOMINALNA I POLITYKA MONETARNA

### RPP nadal z neutralnym nastawieniem

Na ostatnim posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian. W komunikacie – podobnie zresztą jak grudniu – znalazła się dość optymistyczna diagnoza co do stanu globalnej i polskiej gospodarki. Ocena ta została potwierdzona przez wypowiedzi członków RPP na konferencji. Rada ponownie wskazała na stabilizację/poprawę sytuacji na rynku pracy – zgodnie z diagnozą pojawiającą się w naszych opracowaniach od dobrych kilku miesięcy. Co do perspektyw inflacyjnych, ponownie podkreślono wpływ efektów bazowych oraz niskiej presji popytowej na inflację w najbliższych miesiącach (scenariusz U-kształtnej ścieżki inflacji ze znacznymi spadkami, które zostaną zapoczątkowane od lutowego odczytu). Rada utrzymała również swoją dotychczasową ocenę prawdopodobieństw kształtowania się inflacji poniżej i powyżej celu jako zbliżoną, co oznacza utrzymanie nieformalnego neutralnego nastawienia w polityce monetarnej. Podkreślono jednak, że źródłem ryzyka jest ekspansywność polityki makroekonomicznej za granicą.

Od czasu ostatniego posiedzenia nieznacznie wzrosły ryzyka dotyczące gospodarki globalnej i krajowej (patrz sekcja dotycząca gospodarki globalnej oraz sfery realnej gospodarki polskiej). Szczególnie w przypadku gospodarki polskiej niepewności prawdopodobnie nie rozwiążą najbliższe publikacje danych makro, które potwierdzą dużą zmienność (produkcja przemysłowa, produkcja budowlano-montażowa) oraz mogą nawet stać się przyczynkiem do zrewidowania oczekiwań niektórych uczestników rynku (w szczególności duży potencjał mają na tym polu oczekiwane przez nas spadki zatrudnienia; choć nie pozostają one w związku przyczynowo-skutkowym ze stanem gospodarki, niespodzianka z uwagi na zmianę próbki GUS może być odczytana negatywnie – zwłaszcza, że sama informacja będzie pozbawiona szczegółów i komentarza osób kompilujących dane).

Stąd też nie oczekujemy, aby do czasu rozwiązania niepewności RPP zdecydowała się na istotne przyspieszenie procesu zacieśnienia polityki pieniężnej. Zwykle w takiej sytuacji podstawowe znaczenie ma projekcja inflacyjna, jednak wątpliwości co do przyjętych do niej założeń mogą skłaniać członków Rady do sceptycyzmu również w zakresie jej wyników (nie mniej jednak oczekujemy podniesienia ścieżki tempa wzrostu PKB i wzrostu inflacji w horyzoncie polityki pieniężnej). W obecnej sytuacji wydaje się, że RPP ma szansę wyprzedzić proces zacieśnienia (normalizacji) polityki pieniężnej w strefie euro, jednak do podwyżek stóp nie dojdzie wcześniej niż 1) rozwiane zostaną niepewności co do kierunku procesów eko-

nomicznych w gospodarce polskiej i globalnej, 2) pojawią się pierwsze sygnały odradzania presji inflacyjnej w Polsce. Oczekujemy więc, że do podwyżek stóp w Polsce nie dojdzie wcześniej niż w II poł. 2010. Równowaga pomiędzy gołębiami i jastrzębiami w nowej RPP wydaje się obecnie dość stabilna. Wiele wskazuje, że bardzo istotną rolę odgrywać będzie w nowej RPP J. Hauser (przede wszystkim wybitny praktyk polityki gospodarczej z poglądami dalekimi od monetaryzmu). Podkreśla on niepewność co do perspektyw gosp., a więc i brak konieczności szybkich ruchów ze strony RPP. Prawdopodobny scenariusz dla RPP to nie-zaskakiwanie rynku – najpierw zapowiedź zmiany nastawienia, potem zmiana nastawienia (za kilka miesięcy) itd. Decyzję o podwyżce stóp poprzedzi również proces wycofywania nadmiaru płynności z sektora bankowego przebiegający dwutorowo: z jednej strony zwięzy się akcja kredytowa banków, z drugiej strony NBP ograniczy skalę operacji refinansujących.

### Projekcje stóp procentowych

Wątkiem pobocznym, przewijającym się podczas najbliższych posiedzeń będzie kwestia publikacji ścieżki przyszłych stóp procentowych przez RPP. Według najnowszych informacji oficjalna propozycja zostanie wprowadzona przedłożona przez S. Skrzyпка dopiero w marcu, jednak sądząc po wypowiedziach prasowych członków RPP sama kwestia budzi duże emocje i nie wykluczone, że będzie dyskutowana wcześniej.

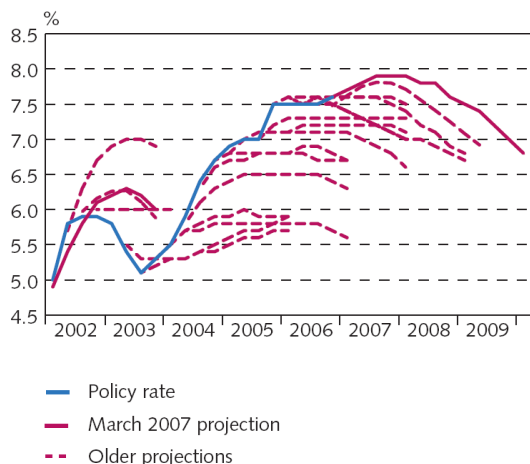
Już na wstępie należy podkreślić, że projekcja stóp procentowych nie byłaby oczywiście tożsama z rzeczywistą ścieżką przyszłych stóp procentowych. Instrument ten w ciągu ostatnich lat wprowadziły banki centralne takich krajów jak Nowa Zelandia, Szwecja, Norwegia, czy Izrael. Zasadniczą przesłanką do rozszerzenia obecnie prezentowanych przez NBP projekcji (inflacja, PKB oraz inne zmienne makro) jest fakt, że projekcje te dokonywane są przy dość mało realistycznym założeniu stałych stóp procentowych NBP w przyszłości (reguła polityki monetarnej włączana jest przy prezentacji funkcji odpowiedzi na impuls - IRF). Również oparcie projekcji na oczekiwaniach rynku budzi pewne wątpliwości, co związane jest z trudną do oszacowania wielkością tzw. premii za ryzyko wbudowanej w krzywą dochodowości i stopy forwardowe.

Zwolennicy publikacji przyszłej ścieżki (dyskusja od pewnego czasu toczy się na łamach światowych periodyków naukowych) sugerują, że prezentacja taka mogłaby prowadzić do bardziej realistycznych

Luty 2010

projekcji pozostałych zmiennych makro, zwiększyłaby transparentność polityki monetarnej, czy wreszcie umożliwiłaby agentom ekonomicznym (firmy, gospodarstwa domowe) podejmowanie decyzji na podstawie całej ścieżki przyszłych stóp. Literatura wskazuje jednak na kilka problemów związanych z rozszerzeniem projekcji o stopy banku centralnego. Korzyść (wzrost „dobrobytu” – mierzony całkowitą użytecznością gospodarstw domowych), jaką odniesie społeczeństwo w związku z publikacją ścieżki stóp krytycznie zależeć może od precyzji prognoz banku centralnego (patrz: wykres z projekcją i realizacją ścieżki stóp w Nowej Zelandii), a ta pozostawia często wiele do życzenia.

**Wykres 1.** Projekcja i realizacja ścieżki stóp procentowych Banku Nowej Zelandii



Źródło: Bank Nowej Zelandii.

Wreszcie rozminięcie ścieżki prognozowanych stóp z realizacją mogłoby stwarzać problem wizerunkowy i wiarygodności banku centralnego. Co więcej prezentowana ścieżka częściowo usztywnia zachowanie banku centralnego w sytuacjach natury szokowej (czy zmienić poziom stóp procentowych, czy zachować się zgodnie z zaprezentowaną wcześniej ścieżką?).

Propozycja NBP nie musi spotkać się z akceptacją nowej (w zasadzie składającej się w przewadze z ekonomistów nie publikujących do tej pory na temat polityki monetarnej) RPP. Również ci członkowie, w których dotychczasowym obszarze zainteresowań znajdowała się polityka monetarna nie wydają się pomysłem zachwyceni. I tak A. Rzońca wskazuje, że obecna forma projekcji jest wystarczająca, zaś z publikacją projekcji nierozzerwalnie wiąże się problem, że musiałaby odzwierciedlać poglądy RPP (a nie być jedynie produktem działów analitycznych NBP – taka sytuacja znacząco obniża rangę projekcji oraz formalnie nie mogłaby stanowić zobowiązania autonomicznej RPP). Tymczasem, każdy członek RPP może inaczej widzieć ścieżkę inflacji i w różnym stopniu tolerować jej przejściowe odchylenia od celu. Problemem w przypadku przygotowania ścieżki w porozumieniu z RPP byłoby zatem uzgodnienie ścieżki stóp procentowych. Każde rozwiązanie (publikacja przez NBP i NBP w porozumieniu z RPP) ma swoje wady i zalety, co z kolei sugeruje, że dyskusja o projekcji może się przeciągnąć i niekoniecznie prowadzić do konstruktywnych ustaleń.

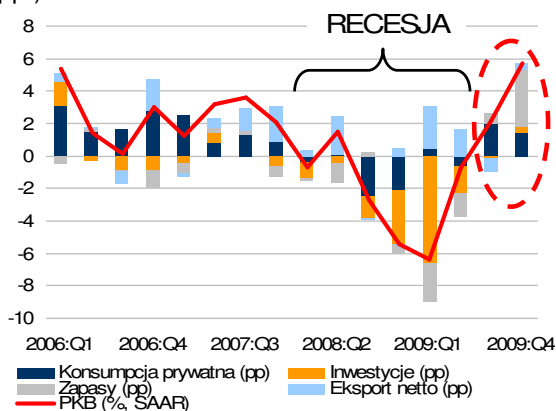
## GOSPODARKA GLOBALNA

## Gospodarka USA nabiera rozpędu

Wstępne dane o PKB USA za IV kw. 2009 r. wskazują na wzrost o 5,7% SAAR wobec 2,2% w III kw. Jest to najlepszy wynik od ponad 6 lat (dokładniej rzecz biorąc od III kw. 2003 r.), znacznie przewyższający konsensus analityków, który kształtował się na poziomie 4,7% SAAR. Jednakże pomimo silnego wzrostu w II poł. roku, w całym roku 2009 amerykańska gospodarka zanotowała spadek PKB o 2,4% - jest to pierwszy całoroczny spadek PKB od 1991 r. i zarazem najgłębszy od 63 lat.

Dwa kwartały silnego wzrostu gospodarczego z rządu sprawiają, że jest praktycznie pewne, iż recesja w USA skończyła się w okolicach połowy 2009 r., choć wciąż czekamy na oficjalne potwierdzenie tego faktu przez NBER (National Bureau of Economic Research), czyli instytucję, która formalnie ogłasza fazy cyklu koniunkturalnego w USA.

**Wykres 1.** Wzrost PKB USA i jego składowe (SAAR, pp.)



Źródło: Departament Handlu USA.

Jeśli chodzi o strukturę dynamiki amerykańskiego PKB (patrz: wykres 1), największą kontrybucją do wzrostu w IV kw. charakteryzowały się zdecydowanie zapasy (3,4pp.), a wśród nich w szczególności zapasy w przemyśle samochodowym.

Tak silny wzrost tej kategorii spowodowany jest drastycznym ograniczeniem zapasów w trakcie recesji i koniecznością ich odbudowy w warunkach odradzającego się popytu. Ważnym kontrybutorem wzrostu gospodarczego był także eksport, który zanotował wzrost o 18,1% SAAR. Co istotne, dodatnią kontrybucję do wzrostu PKB zanotowały w IV kw. po raz pierwszy od ponad dwóch lat inwestycje prywatne (0,4pp.), ciągnięte w górę głównie przez inwestycje niemieszkalniowe. Z kolei kluczowy czynnik wzrostu gospodarczego USA, czyli konsumpcja prywatna, wzrosła jedynie o 2,0% SAAR wobec 2,8% w poprzednim kwartale. Obniżenie się dynamiki kon-

sumpcji sugeruje, że kondycja amerykańskich konsumentów wciąż nie jest najlepsza, a wyjątkowo wysoki jej poziom w III kw. był w głównej mierze zasługą wzmożonej sprzedaży samochodów wskutek rządowego programu rabatowego „cash-for-clunkers”. Warto też zauważyć, że w odróżnieniu od dwóch poprzednich kwartałów, kiedy bardzo silnie rosły wydatki rządowe, IV kw. przyniósł spadek tej kategorii (-0,2% SAAR).

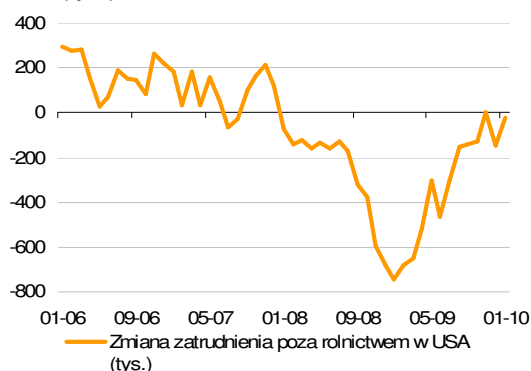
**Wykres 2.** Wskaźnik optymizmu konsumentów Uniwersytetu Michigan (pkt.)



Źródło: Bloomberg.

Ogólnie rzecz biorąc, dane o PKB USA sugerują, że amerykańska gospodarka realizuje scenariusz szybkiego wyjścia z kryzysu (tzw. scenariusz „V”), nie zaś scenariusz przedłużonego okresu stopniowego ożywienia (tzw. scenariusz „U”). Niepokoić może co prawda niezbyt stabilna struktura obecnego wysokiego wzrostu gospodarczego, który jest oparty głównie na tymczasowych czynnikach (odbudowa zapasów), podczas gdy kluczowe składowe długoterminowego wzrostu (konsumpcja, inwestycje) w pełni się jeszcze nie przebudziły.

**Wykres 3.** Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA (tys.)



Źródło: Bloomberg.

W najbliższych kwartałach spodziewamy się jednak wyraźniejszego odbicia także w sferze czysto popy-



Luty 2010

towej, co sugerują rosnące wskaźniki nastrojów konsumentów (patrz: wykres 2) oraz stabilizująca się sytuacja na rynku pracy (patrz: wykres 3). Silnym wsparciem dla wzrostu gospodarczego pozostaną również w 2010 r. wydatki rządowe.

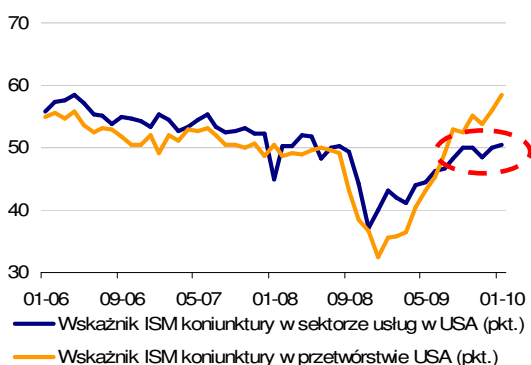
**Wykres 4.** Liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych w USA (tys.)



Źródło: Bloomberg.

Nie mniej jednak widoczne są pewne istotne ryzyka dla scenariusza szybkiego ożywienia popytu w USA. Po pierwsze, w kwestii sytuacji na amerykańskim rynku pracy, trzeba zaznaczyć, że stała się ona w ostatnim czasie źródłem niepokoju na rynkach finansowych ze względu na rosnącą przez cały styczeń cotygodniową liczbę nowo zarejestrowanych bezrobotnych (patrz: wykres 4). W ostatnim tygodniu stycznia zarejestrowanych zostało 480 tys. nowych bezrobotnych wobec 432 tys. w ostatnim tygodniu grudnia. Dodatkowo nastroje popsuła istotna rewizja w dół historycznych danych dot. zatrudnienia za 2009 r. przez Departament Pracy – w jej wyniku okazało się, że liczba etatów poza rolnictwem obniżyła się w całym 2009 r. o 4,8 mln, czyli o prawie 800 tys. więcej niż szacowano wcześniej.

**Wykres 5.** Wskaźniki ISM koniunktury w USA (pkt.)



Źródło: Bloomberg.

Sądzymy, że jest na razie za wcześnie by w oparciu o wspomniane tygodniowe dane wnioskować o odwróceniu się pozytywnej tendencji na rynku pracy,

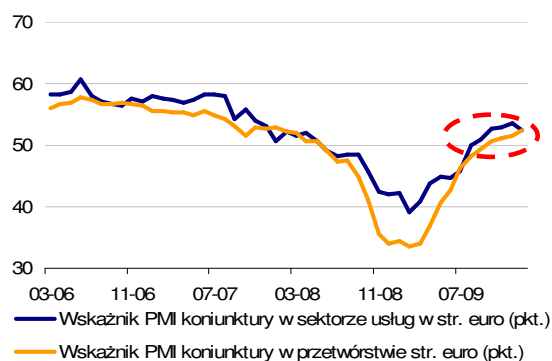
zwłaszcza w kontekście całkiem dobrze rokujących danych miesięcznych.

Drugim czynnikiem ryzyka jest wyraźne wyhamowanie ekspansji sektora usług, co sygnalizują ostatnie odczyty wskaźnika koniunktury ISM (patrz: wykres 5). W przeciwieństwie do wskaźnika ISM dla sektora przetwórczego, który wykazuje stabilny trend rosnący, analogiczny wskaźnik dla usług już od prawie pół roku nie może wybić się w górę z okolic krytycznego poziomu 50pkt (wartości wskaźnika powyżej tego poziomu oznaczają oczekiwania wzrostu obrotów w sektorze, zaś poniżej - spadku). Może to oznaczać trudności z wejściem w fazę ożywienia w obszarze usług, co byłoby istotnym hamulcem wzrostu gospodarczego, gdyż sektor ten wolumenowo ma około dwukrotnie większą wagę w ramach konsumpcji prywatnej niż sektor przetwórczy.

### Strefa euro: chwiejna ścieżka wyjścia z kryzysu

Według opublikowanych w styczniu danych, Niemcy, kluczowa gospodarka eurolandu, zanotowała w zeszłym roku spadek PKB o 5%, czyli ponad dwukrotnie większy niż w USA (-2,4%). Co więcej, pomimo głębszej recesji w strefie euro niż w USA i związanej z tym niższej bazy statystycznej, tempo wychodzenia z kryzysu jest również mniejsze w przypadku eurolandu. Wskazują na to zarówno twarde dane makroekonomiczne - m.in. niedawne zaskakująco słabe dane z niemieckiego przemysłu za grudzień (spadek produkcji przemysłowej o 2,6%/m/m, spadek zamówień o 2,3%/m/m – oba w ujęciu odsezonowanym), jak i indeksy koniunktury (wyhamowanie wzrostów wskaźników PMI zarówno dla przetwórstwa jak i sektora usług – patrz: wykres 6).

**Wykres 6.** Wskaźniki PMI koniunktury w strefie euro (pkt.)



Źródło: Bloomberg.

Z pewnością jednym z głównych powodów istotnego spowolnienia procesu ożywienia gospodarczego jest stopniowe wygasanie sporej ilości pakietów fiskalnych wspomagających europejską gospodarkę (m.in.

Luty 2010

dopłaty za złomowanie starych samochodów w Niemczech) w sytuacji gdy zarówno popyt wewnętrzny jak i zagraniczny nie odbudowały się jeszcze dostatecznie. Niestety w zakresie dalszego pobudzania fiskalnego wiele z państw eurolandu ma związane ręce ze względu na nasilające się problemy z nadmiernym deficytem budżetowym. W najgorszej sytuacji pod tym względem znajduje się Grecja, której deficyt budżetowy sięgnął w zeszłym roku 12,7% PKB. Grecki rząd uzyskał niedawno od Komisji Europejskiej akceptację planu wyjścia z kryzysu fiskalnego, zgodnie z którym ma on ograniczyć deficyt do 3% PKB do 2012 r. Będą się z tym musiały oczywiście wiązać drastyczne cięcia wydatków publicznych, co może doprowadzić do wydłużenia się stagnacji gospodarczej w tym kraju.

W tym samym kontekście co Grecja wymieniane są ostatnio coraz częściej również Hiszpania i Portugalia, które również zmagają się z poważnymi problemami w sferze fiskalnej (Hiszpania zanotowała w zeszłym roku deficyt w wysokości 11,4% PKB, zaś Portugalia 9,3% PKB), a ich gospodarki według prognoz zanotują w 2010 roku bądź dalszy spadek PKB (Hiszpania) bądź też jedynie nieznaczny wzrost gospodarczy (Portugalia).

### Fed nieco mniej gołębi, EBC bez zmian

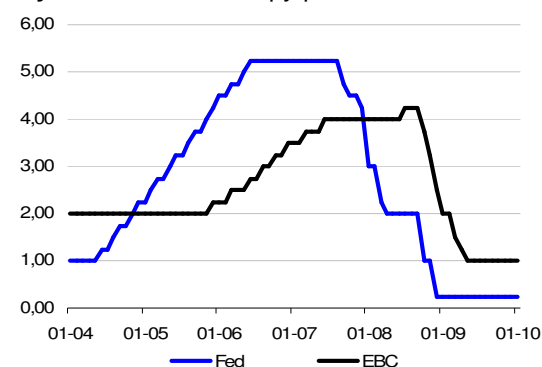
Pierwszy miesiąc roku nie przyniósł istotnych zmian w perspektywach polityki monetarnej głównych banków centralnych. Zgodnie z oczekiwaniami zarówno Fed jak i EBC pozostawiły na swoich ostatnich posiedzeniach stopy procentowe bez zmian (stopy referencyjne odpowiednio na poziomach 0-0,25% oraz 1,00%).

Jeśli chodzi o Fed, w komunikacie po styczniowym posiedzeniu zauważalna była nieco mniej gołębia retoryka. Bez zmian zachowano co prawda kluczowe fragmenty komunikatu mówiące o tym, że ograniczona presja kosztowa w połączeniu ze stabilnymi oczekiwaniami inflacyjnymi będą tłumili inflację w najbliższym czasie, oraz że warunki makroekonomiczne uzasadniają utrzymanie nadzwyczajnie niskiego poziomu kosztu pieniądza przez wydłużony okres czasu. Nie mniej jednak pojawiło się też kilka nowych akcentów. Po pierwsze, w odniesieniu do przewidywanego tempa ożywienia gospodarczego w najbliższym czasie nie użyto już określenia "słabe" (jak było to do tej pory), lecz „umiarkowane”. Zmianę taką w pełni uzasadniają dane o silnym wzroście PKB USA w IV kw. zeszłego roku. Po drugie, w ocenie perspektyw dla inwestycji zauważono pozytywny sygnał, jakim jest wzrost nakładów na wyposażenie i oprogramowanie, pomimo spadku pozostałych kategorii inwestycji. Trzecim z kolei sygnałem stopniowego zaostrzenia stanowiska była zapowiedź ograniczenia

podąży na dwóch najbliższych aukcjach miesięcznego kredytu (Term Auction Facility) – na lutowej podaż ma wynieść 50 mld USD, natomiast na marcowej już tylko 25 mld USD.

W kwestii wycofywania się Fed z tzw. poluzowania kredytowego i ilościowego trzeba zaznaczyć, że z dniem 1 lutego wygaś szereg nadzwyczajnych programów pomocowych Fed. Poza tym, program Term Asset-Backed Securities Loan Facility (pożyczki pod zastaw instrumentów pochodnych) ma wygasnąć z dniem 30 czerwca dla pożyczek zabezpieczonych nowo wyemitowanymi instrumentami MBS (mortgage-backed securities) oraz 31 marca dla pożyczek zabezpieczonych pozostałymi instrumentami. Z kolei programy bezpośrednich zakupów papierów MBS oraz długu agencyjnego będą funkcjonowały do końca I kw. tego roku, przy czym ich skala jest cały czas stopniowo zmniejszana, by nie spowodować ewentualnych zaburzeń na rynkach finansowych w wyniku ich nagłego wycofania.

Wykres 7. Główne stopy procentowe Fed i EBC (%)



Źródło: Bloomberg.

O zmianie nastrojów w Federalnym Komitecie Otwartego Rynku (FOMC) świadczy też precedensowe wyłamanie się jednego z członków FOMC T.Hoeniga z dotychczasowego konsensusu, jaki panował w ramach tego ciała ws. braku potrzeby zmian stóp na obecnym etapie. Jeśli szybkie tempo ożywienia w USA się utrzyma, nie można wykluczyć, że na następnych posiedzeniach Fed do Hoeniga mogą stopniowo zacząć dołączać kolejni członkowie FOMC, aczkolwiek ich dotychczasowa zachowawczość w kwestii przejścia do zaostrzenia monetarnego nie sugeruje, by decyzja o podniesieniu stóp zapadła wcześniej niż w III kw. tego roku.

W przypadku EBC w lutowym komunikacie nie znalazły się prawie żadne zmiany względem styczniowego. Rada EBC po raz kolejny potwierdziła, że obecny poziom stóp pozostaje odpowiedni, argumentując to oczekiwaniami, że proces wychodzenia z recesji będzie chwiejny a dynamika cen pozostanie stłumiona w horyzoncie polityki pieniężnej. Warty odnotowa-

Luty 2010

nia jest fakt, że z kluczowej części komunikatu usunięty został fragment uzasadniający niską presję inflacyjną w średnim terminie spadkami dynamiki kredytu – jest to wynikiem zaniku negatywnej rocznej dynamiki kredytu w strefie euro głównie dzięki postępującemu wzrostowi kredytu dla gospodarstw domowych. Nie można tu jednak mówić o zmianie ogólnego tonu komunikatu EBC, który cały czas jest silnie gołębi, a ostatnie dane z gospodarki niemieckiej (m.in. nieoczekiwany spadek produkcji przemysłowej) nie sugerują, by miał się zmienić w najbliższy czasie. Wyraźnie wolniejsze tempo wychodzenia z recesji w

strefie euro niż w USA powoduje, że pierwszych podwyżek stóp procentowych przez EBC spodziewamy się później niż w przypadku Fed, w okolicach końca roku.

Rada EBC zapowiedziała też, że dalsze decyzje w obszarze zacieśniania polityki płynnościowej podjęte zostaną na marcowym posiedzeniu. Będą one prawdopodobnie dotyczyć stopniowego ograniczania podaży w operacjach refinansujących, które obecnie są przeprowadzane w nieograniczonej skali.

Luty 2010

## EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,7% (grudzień 2009)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,82% (grudzień 2009)</li> <li>Deficyt budżetu: &lt;3,0% PKB</li> <li>Dług publiczny: &lt;60,0% PKB</li> <li>Członkostwo w ERM2: 2 lata</li> </ul>	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pa-sma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 – wokół kursu z początku okresu obser-wacji)
Polska		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (grudzień 2009)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,12% (grudzień 2009)</li> <li>Deficyt budżetu: 7,2% PKB (2009)</li> <li>Dług publiczny: 49,8% PKB (2009)</li> <li>Członkostwo w ERM2: nie</li> </ul>	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,6% (grudzień 2009)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,84% (grudzień 2009)</li> <li>Deficyt budżetu: 6,6% PKB (2009)</li> <li>Dług publiczny: ~37,0% PKB (2009)</li> <li>Członkostwo w ERM2: nie</li> </ul>	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (grudzień 2009)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 9,12% (grudzień 2009)</li> <li>Deficyt budżetu: 3,6% PKB (2009)</li> <li>Dług publiczny: ~80,0% PKB (2009)</li> <li>Członkostwo w ERM2: nie</li> </ul>	

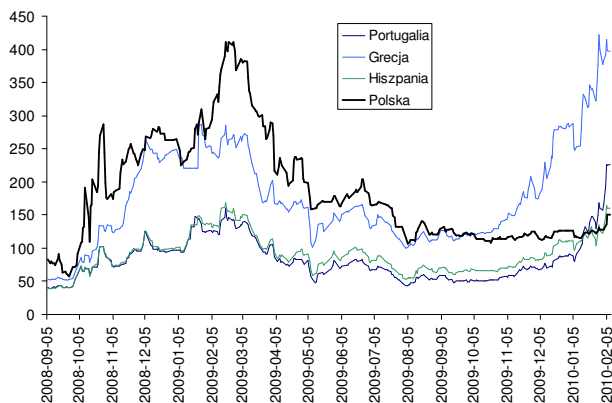
\*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). W naszym zestawieniu na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

Luty 2010

## NA RYNKU



Koszt ubezpieczenia długu



Mieszane dane makroekonomiczne z USA i strefy euro, zacieśnienie monetarne w Chinach, wzrost ryzyka wprowadzenia niekorzystnych dla banków inwestycyjnych rozwiązań regulacyjnych i wreszcie obawy o wypłacalność krajów z peryferiów strefy euro stały się powodem dynamicznej korekty na większości ryzykownych aktywów. Korekta ta realizuje się przede wszystkim na tych ryzykownych aktywach które były w ostatnim czasie przedmiotem szczególnie agresywnej alokacji (akcje emerging markets, surowce i waluty surowcowe) lub też, jak to ma miejsce w przypadku długu Portugalii, Grecji, Hiszpanii, instrumentach bezpośrednio związanych z wymienionymi wcześniej czynnikami ryzyka (od początku roku zanotowano średni wzrost ceny zabezpieczenia długu tych krajów o ponad 200pb). Korekcie towarzyszy ucieczka inwestorów globalnych w instrumenty pozbawione ryzyka, a więc obligacje niemieckie (spadek rentowności obligacji 10-letnich z 3,90% do 3,12%) i amerykańskie oraz korekta oczekiwań co do szybkiego zacieśniania monetarnego. Co ciekawe, wzrost awersji do ryzyka i tym razem okazał się dominujący względem coraz bardziej powszechnych obaw o nadmierny wzrost zadłużenia USA i piętrzących się podaży amerykańskich obligacji, czy też rysującego się jeszcze na przełomie 2009/2010 ryzyka szybszych podwyżek stóp procentowych.

Realizującej się korekcie towarzyszy gwałtowne umocnienie dolara wobec euro. Co ciekawe ruch ten podyktowany wydaje się nie tyle informacjami pozytywnymi dla gospodarki i waluty amerykańskiej, co wzrostem ryzyka związanych bezpośrednio ze stabilnością strefy euro. Coraz wyraźniej rysują się również różnice w tempie wychodzenia z recesji tych dwóch obszarów walutowych; wymuszona konsolidacja fiskalna w krajach takich jak Portugalia, Grecja, czy Hiszpania skutkować będą obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego w kolejnych latach.

O ile polski rynek akcji, dodatkowo borykający się z nawisem prywatyzacji spółek Skarbu Państwa, a więc mocno uzależniony od napływu kapitału zagranicznego, stał się łatwą ofiarą korekty (spadek WIG20 wyniósł ponad 12%, czym wpisał się w podrecznikowo uznane za korektę kryteria), polskie papiery skarbowe poradziły sobie wyjątkowo dobrze w atmosferze rozszerzania sovereign spreads. Co więcej korelacja między polskimi papierami i bundami stała się ostatnio „mniej ujemna”. Polskim obligacjom sprzyjać zaczął coraz bardziej oczywisty fakt wydłużenia okresu utrzymywania niskich stóp procentowych (globalnie i w Polsce). Ograniczona reakcja na wydarzenia na peryferiach strefy euro z jednej strony wspiera nasz strategiczny pogląd co do coraz wyraźniejszego różnicowania emitentów/krajów ze względu na fundamenty (i

Luty 2010

ryzyko), z drugiej sugeruje, że posiadacze polskich papierów (coraz aktywniejsi inwestorzy zagraniczni) okazali się (i mogą się okazać) siłą zapobiegającą gwałtownym przecenom.

Nasze krótkookresowe oczekiwania co do kształtowania się rentowności obligacji, jak również kształtu krzywej tożsame są więc z poglądem średniookresowym (na najbliższe 2-3 kwartały), który bazuje na kompresji premii za ryzyko w polskich papierach w związku z lepszymi perspektywami gospodarczymi (zdrowa struktura wzrostu gospodarczego) i fiskalnymi (nie najgorszy i co ważne wyprzedzający względem potencjalnych żądań inwestorów plan konsolidacji fiskalnej, mniejsze niż zapowiadano potrzeby pożyczkowe, w tym mniejsze emisje na rynek krajowy i większe wpływy podatkowe).

W związku z dużym zainteresowaniem w ostatnim okresie krótkim końcem krzywej i jej środkiem, co wydaje się oczywiste ze względu na carry, uważamy, że w najbliższym czasie szczególnie zyskać mogą obligacje z dłuższego końca krzywej dochodowości. Zdajemy sobie sprawę, że polskie CDSy nie wyglądają (co do samych poziomów) atrakcyjnie na tle krajów peryferiów strefy euro, jednak potencjał dla długiego końca widzimy w fakcie różnicy w stopach w PLN i Euro (lub też oczekiwaniach co do stóp w EUR i PLN w przyszłości). Spready konwergencyjne (5y5yFwd vs Euro na poziomach powyżej 133 pb) nie wyceniają już praktycznie żadnej konwergencji. Wraz z poprawą perspektyw

fiskalnych i (naszym zdaniem nieuchronnym ze względu na przepływy prywatyzacyjne i różnicę w tempie wzrostu) umocnieniem złotego oczekivalibyśmy zawężenia różnicy w długich stopach w PLN i Euro. Procesowi temu sprzyjać powinien również spodziewany przez nas spadek inflacji w Polsce w kolejnych miesiącach (patrz historycznie wysoka korelacji między rentownościami nawet dłuższych obligacji ze stopą inflacji). Zawężenie różnicy w stopach forwardowych choćby do wartości z połowy 2009 stwarzałoby potencjał spadku rentowności 10 letnich papierów w skali 20-30pb w najbliższych miesiącach.

Podkreślamy, że scenariusz ten obarczony jest jednak szeregiem ryzyk. W szczególności sugerujemy monitorowanie absolutnie zaniedbywanego do tej pory ryzyka politycznego (opór PSL przed wprowadzeniem reformy fiskalnej, wzrost ryzyka rozpadu koalicji rządzącej), które może w stopniu decydującym zaważyć na implementowalności strategii konsolidacji fiskalnej. Choć uważamy, że rozszerzenie sovereign spreads w strefie euro nie jest czynnikiem najważniejszym dla polskich papierów i prawdopodobnie wymusi on na krajach takich jak Grecja, Portugalia, czy Hiszpania bardziej wiarygodne działania w celu ustabilizowania finansów publicznych, stąd obecna przecena ma szansę zostać skorygowana w najbliższym czasie, ryzyko to powinno być również wnikliwie monitorowane.

## KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Luty 2010	Marzec 2010	Kwiecień 2010
<b>POLSKA</b>			
Inflacja CPI	15	15	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	18	17	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	16	19
PKB	-	2	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	22	22
Podaż pieniądza M3	12	12	14
Bilans płatniczy	12	12	13
Inflacja bazowa	-	22	22
Oficjalne aktywa rezerwowe	5	5	7
Posiedzenie RPP	23-24	30-31	
<b>STREFA EURO</b>			
Inflacja HICP	26	2,16,31	16,30
PKB	12	4	7
Wskaźnik koniunktury ZEW	16	16	20
Posiedzenie ECB	4	4	8
<b>USA</b>			
Inflacja CPI	19	18	14
PKB	26	26	30
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	5	5	2
Zamówienia na dobra trwałe	25	24	23
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	1
Posiedzenie FED	-	16	27-28

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.