



brebank.pl

Wyróżniają nas ludzie.

MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Marzec 2010, Nr 96 (3)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Sfera realna	s. 3
Sfera nominalna i polityka monetarna	s. 5
Gospodarka globalna	s. 7
Euromonitor	s. 10
Na rynku	s. 11
Kalendarz	s. 13

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

MICHAŁ ROT
analityk
tel. (22) 829 15 28
michal.rot@brebank.pl

- Gospodarka polska rozwijała się w IV kwartale 2009 roku w tempie 3,1% w ujęciu rocznym. Najnowsze dane o większej częstotliwości publikacji (miesięczne) sugerują, że względnie wysokie tempo wzrostu gospodarki polskiej będzie kontynuowane także w I kwartale. W dłuższej perspektywie czasowej spodziewamy się stopniowego zwiększenia dynamiki konsumpcji indywidualnej (poprawa na rynku pracy widoczna we wskaźnikach zatrudnienia, coraz lepszy optymizm konsumentów) oraz inwestycji; niższy wkład eksportu netto będzie rekompensowany przez wyższe kontrybucje zmian zapasów (dane z ankiet koniunktury a także ostatni spadek zapasów w ujęciu nominalnym sugerują, że cykl ich odbudowy na dobre się jeszcze nie rozpoczął).
- RRP na pierwszym posiedzeniu w pełnym, nowym składzie pozostawiła bez zmian stopy procentowe, utrzymując neutralne nieformalne nastawienie prowadzonej polityki pieniężnej. Oczekujemy, że inflacja w połowie tego roku znacząco obniży się, a do podwyżek stóp dojdzie nie wcześniej jak w II połowie tego roku. Jednocześnie opublikowana projekcja inflacji (wzrost inflacji w końcu 2012 r. ponad przedział dopuszczalnych odchyżeń od celu) oraz wypowiedzi niektórych członków RPP wskazują na znaczne ryzyko zmiany nastawienia na restrykcyjne w najbliższym czasie.
- Fed przedstawił strategię wyjścia z poluzowania kredytowego i ilościowego. Członkowie FOMC są nadal w bardzo gołębih nastrojach, a zaostrzenie warunków monetarnych będzie przebiegać powoli. Oczekujemy pierwszych podwyżek stóp procentowych w USA nie wcześniej niż pod koniec tego roku. Równie gołębi był komunikat EBC. Biorąc pod uwagę prognozy EBC z wyeksponowanymi czynnikami spowalniającymi proces wychodzenia strefy euro z recesji oraz bieżące nastawienie Rady EBC, oczekujemy pierwszych podwyżek stóp procentowych w strefie euro dopiero w 2011 r., a z pewnością później niż w USA.

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	-1,5	-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	3,1	3,0	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

Marzec 2010

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Sie 09	Wrze 09	Paź 09	Lis 09	Gru 09	Sty 10	Lut 10
PKB i produkcja							
PKB		1,7%			3,1%		
Popyt krajowy		-1,2%			0,9%		
Spożycie indywidualne		2,2%			2,0%		
Nakłady brutto na środki trwałe		-1,5%			1,6%		
Wartość dodana		1,8%			3,0%		
w przemyśle		-0,2%			5,6%		
w budownictwie		7,2%			3,4%		
w sektorze usług rynkowych		2,0%			2,2%		
Produkcja przemysłowa r/r	0,1%	-1,3%	-1,3%	9,9%	7,4%	8,5%	9,0%
Produkcja przemysłowa m/m	-4,4%	15,0%	1,9%	-3,2%	-5,4%	-5,4%	2,9%
Sprzedaż detaliczna r/r	5,2%	2,5%	2,1%	6,3%	7,2%	2,5%	4,8%
Sprzedaż detaliczna m/m	-4,2%	-0,7%	3,9%	-6,1%	21,1%	-24,4%	0,5%
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3268,69	3283,18	3312,32	3403,92	3652,40	3 231,13	3 297,82
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	3,0%	3,3%	2,0%	2,3%	6,5%	0,5%	3,2%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-2,8%	0,4%	0,9%	2,8%	7,3%	-11,5%	2,1%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	-2,2%	-2,4%	-2,4%	-2,2%	-1,8%	-1,4%	-1,0%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,2%	0,9%	0,0%
Stopa bezrobocia	10,8%	10,9%	11,1%	11,4%	11,9%	12,7%	12,9%
Handel zagraniczny							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-107	-308	-266	-1 237	-1 034	-423	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-470	-25	-103	-305	-711		
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	-21.3	-18.4	-10.9	1.1	12.3		
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	-27.2	-27.4	-21.5	-10.7	-2.6		
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2.6	-2.2	-1.8	-1.8	-1.6		
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	-0,4%	0,0%	0,1%	0,3%	0,0%	0,5%	0,2%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	3,7%	3,4%	3,1%	3,3%	3,5%	3,6%	2,9%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,6%	2,5%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,4%	-0,2%	0,4%	-0,4%	-0,2%	0,3%	0,2%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,2%	1,6%	2,0%	1,9%	2,1%	0,2%	-2,2%
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	685,4	691,3	711,2	699,9	720,3	710,6	
Podaż pieniądza r/r	9,0%	9,6%	11,9%	8,0%	8,1%	6,2%	5,6%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	27,9%	26,3%	20,4%	18,5%	12,0%	8,7%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	7,3%	6,5%	2,8%	-0,4%	-3,6%	-5,9%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	20,6%	19,9%	19,3%	17,5%	15,3%	13,2%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	2,7%	3,3%	3,5%	7,0%	10,4%	6,0%	
Kursy walutowe							
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4,10	4,20	4,25	4,16	4,10	4,05	3,92
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,86	2,87	2,89	2,78	2,86	2,92	2,89
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	4,08%	4,08%	4,08%	4,09%	4,17%	4,09%	4,05%
Rentowność obligacji 2Y	5,11%	5,13%	5,01%	5,14%	5,22%	4,99%	4,91%
Rentowność obligacji 5Y	5,66%	5,72%	5,71%	5,69%	5,96%	5,60%	5,51%
Rentowność obligacji 10Y	6,12%	6,18%	6,15%	6,19%	6,26%	6,11%	6,06%
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro (r/r)	-0,2%	-0,3%	-0,1%	0,5%	0,9%	1,0%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)		-4,0%			-4,0%		
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflacja w USA (r/r)	-1,5%	-1,3%	-0,2%	1,8%	2,7%	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. Kursy węż oznaczono prognozy.

SFERA REALNA

Gospodarka polska

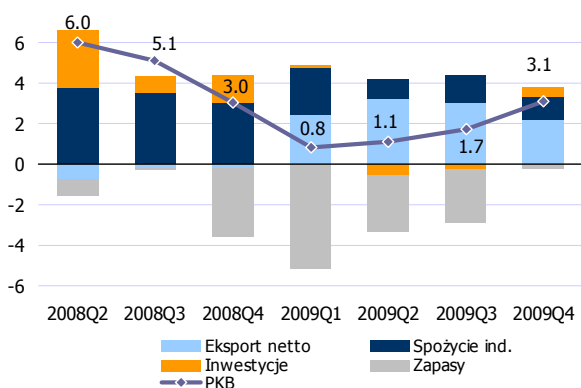
Z uwagi na fakt, że ostatnio pojawiły się dane opisujące w sposób kompleksowy kondycję polskiej gospodarki – mowa tu oczywiście o PKB – niniejszą sekcję ograniczamy do omówienia sfery realnej, z uwzględnieniem najnowszych (przecież PKB jest w pewnym sensie wskaźnikiem pojawiającym się z dużym opóźnieniem, a więc historycznym) danych o częstotliwości miesięcznej.

Tempo wzrostu PKB potwierdzone na 3,1% w IV kwartale

Po publikacji danych o PKB za cały 2009 roku (koniec stycznia) wiadomo było, że w IV kw. 2009 roku nastąpiło istotne przyspieszenie wzrostu PKB. Podane dane szczegółowe tylko te wcześniejsze szacunki potwierdziły. W IV kw. 2009 roku PKB wzrósł o 3,1% r/r (istotny okazał się również wzrost po wyłączeniu czynników sezonowych, 1,2% kw/kw wobec 0,6% zanotowanych w III kw.).

Przechodząc do szczegółów (strona popytowa), w IV kw. byliśmy świadkami stabilizacji dynamiki konsumpcji na poziomie 2% r/r (2,2% w III kw.). Wrażenie robi jednak dynamika inwestycji. W IV kw. inwestycje wzrosły (!) o 1,6% wobec spadku o 1,5% zanotowanego w III kw. (prawdopodobnie dynamikę inwestycji istotnie zwiększyły projekty infrastrukturalne). W IV kw. utrzymała się wysoka kontrybucja eksportu netto do PKB na poziomie 2,2 pkt proc. Poprawiła się również kontrybucja zmian zapasów z -2,6 do -0,2 pkt. proc., co oznacza, że mieliśmy w tym okresie do czynienia z istotnym przyspieszeniem procesu odbudowy zapasów w ujęciu statystycznym (w ujęciu nominalnym redukcja zapasów była ujemna na poziomie II kwartału, a więc sam proces odbudowy zapasów ma wciąż dużą szansę na dalsze przyspieszenie).

Wykres 1. PKB i wkład komponentów do wzrostu.



Źródło: GUS

Po stronie podażowej, w IV kw. obserwowaliśmy przyspieszenie wzrostu wartości dodanej w przemyśle z -0,2% do 5,6% r/r. Ustabilizowały się natomiast dynamiki usług rynkowych (na poziomie 2,2%), spadła dynamika w budownictwie (z 7,2 do 3,4% r/r).

Co dalej?

Pierwsze dane ze sfery realnej opublikowane w 2010 roku okazały się potwierdzać silne momentum gospodarki. Trzeba oczywiście wziąć poprawkę na czynniki pogodowe, które rzeczywiście nie pozostają bez wpływu na aktywność w gospodarce – patrz ostatnie stwierdzenie w Beżowej Księdze Fed, w której bezpośrednio wskazano na ciężkie warunki pogodowe, jako czynnik wpływający na aktywność ekonomiczną; w Polsce podobne badania nie są co prawda dostępne, lecz z powodzeniem można się odnosić do doświadczeń zagranicznych na zasadzie analogii. Przejdźmy jednak do szczegółów.

Produkcja przemysłowa. W styczniu dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 8,5% r/r z 7,4% zanotowanych w grudniu 2009. Prawdziwe wrażenie robi jednak dana odsezonowana – w styczniu odpowiedni wskaźnik wyniósł 11,1% r/r wobec 6,3% r/r zanotowanych w grudniu. Tym samym nie sprawdziły się obawy co do negatywnego wpływu efektów jednorazowych, w tym spadku produkcji w związku z niskimi temperaturami.

Z danych GUS wynika, że wzrosty produkcji zanotowano w 22 z 34 sekcji przemysłu. Wskaźnik roczny wywindowany został przede wszystkim przez produkcję samochodów 25,2% r/r, metali 25,2% r/r i elektroniki – wzrost powyżej 66% r/r. Struktura wzrostu produkcji pokazuje, że polski przemysł z miesiąca na miesiąc podlega coraz większym wpływom ożywienia w gospodarce strefy euro, w tym gospodarce niemieckiej.

Sprzedaż detaliczna. Choć odsezonowane dane o produkcji przemysłowej przeczą działaniu czynnika pogodowego wydaje się, że w przypadku sprzedaży detalicznej powoływanie się na czynniki egzogeniczne jest jak najbardziej uprawnione. Podobnych wniosków dostarcza także *anecdotal evidence* – trudności komunikacyjne (a także w wielu przypadkach parkingowe) spowodowały mniejszy ruch w hipermarketach. W styczniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,5% wobec oczekiwań rynkowych na poziomie 5,3%. W ujęciu realnym odnotowano spadek o 1,1%.

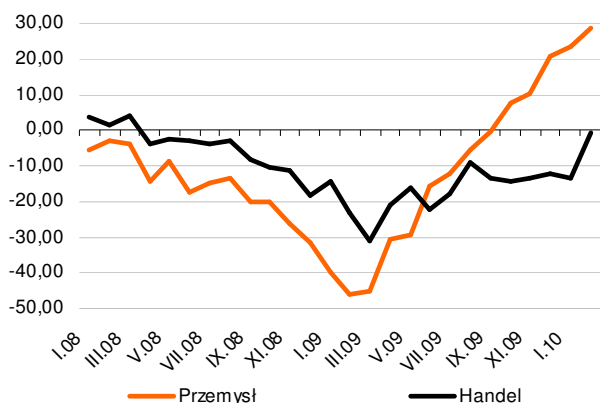
Stycyniowy spadek sprzedaży detalicznej jest wypadkową kilku czynników, choć wydaje się, że na pierwszy plan wysuwają się czynniki pogodowe i

Marzec 2010

inne, słabo identyfikowalne czynniki jednorazowe, które w istotny sposób mogły zaważyć na sprzedaży żywności (solidny spadek dynamiki z 7,0% przed miesiącem do -3,3% w styczniu) oraz kategorii pozostałe (spadek w ujęciu rocznym o 6,3% wobec wzrostu o 10,6% przed miesiącem). Ujemną dynamikę odnotowano także w zakresie sprzedaży samochodów (-2,4%) i nie oczekujemy poprawy w tej kategorii w najbliższych miesiącach. Wśród pozostałych czynników należy nadmienić ujemną różnicę w dniach roboczych (2 mniej w ujęciu rocznym), choć oddziaływanie tego czynnika jest dyskusyjne i nie ujawniło się we wszystkich kategoriach. W szczególności, wzrosty dynamiki sprzedaży zaobserwowano w przypadku sprzedaży paliw (tu jednak istotną rolę odegrały czynniki bazowe) oraz mebli, RTV i AGD (z -6,8% do -5,7%, co wydaje się zgodne z powolną poprawą w tej sekcji sygnalizowaną przez wskaźniki koniunktury).

Najnowsze wskaźniki koniunktury jedynie potwierdzają, że załamanie sprzedaży detalicznej było pochodną czynników jednorazowych (w ujęciu rocznym wskaźnik bieżącej sprzedaży odnotował znaczny wzrost). Dodatkowo, ankiety zbierane wśród przedsiębiorców potwierdzają trwałą poprawę optymizmu wśród przedsiębiorców. Widać to w szczególności bardzo wyraźnie w ankiecie PMI, która została opublikowana na początku lutego.

Wykres 2. Porównanie miesięcznych wskaźników ilości sprzedanych towarów w przetwórstwie przemysłowym i handlu, ujęcie rok do roku.



Źródło: Badania koniunktury GUS

PMI. Wskaźnik PMI w lutym 2010 roku wyniósł 52,4pkt. po jego spadku w styczniu do 51,0pkt. W komentarzu do danych przygotowanym przez Markit Economics (firmy opracowującej indeks) wskazano na szybszy wzrost wielkości produkcji, ilości nowych zamówień krajowych i zamówień eksportowych, a więc na silne momentum przetwórstwa przemysłowego. Podkreślono, że ilość zakupionych środków

produkcji wzrosła w najszybszym tempie od marca 2008 roku. Hurraoptymizm nieznacznie studzi składowa indeksu dotycząca zatrudnienia. Wskazuje ona co najwyżej na stabilizację rynku pracy; zatrudnienie w sektorze przemysłowym spada co miesiąc od maja 2008 roku, za wyjątkiem niewielkiego wzrostu odnotowanego w grudniu ubiegłego roku. Jednak tempo ograniczania miejsc pracy w lutym było słabsze niż w styczniu (podkreślamy jednak, że sytuacja na rynku pracy ma się znacznie poprawić w kolejnych miesiącach, a składowa PMI opisująca zatrudnienie ma co najwyżej bieżące własności predykcyjne).

Autorzy badania sugerują również, że pomimo wzrostu składowych PMI powyżej długookresowych średnich, w polskim sektorze przemysłowym ciągle występują wolne moce przerobowe, które powstały w następstwie znacznych spadków popytu odnotowanych w drugiej połowie 2008 roku i pierwszej połowie 2009 roku. W lutym producenci kontynuowali więc obniżanie cen wyrobów gotowych. Ponadto tempo spadku cen było większe niż w styczniu. Część firm biorących udział w badaniach informowała o obniżaniu cen eksportowych na skutek umacniającego się złotego. Informacja ta istotna jest z co najmniej dwóch powodów. Po pierwsze nieprzypadkowo coraz większa uwaga RPP koncentruje się na stabilności kursu złotego i jego roli jako stymulanty konkurencyjności polskiej gospodarki, co może skutkować opóźnieniem przez Radę cyklu zacieśnienia. Po drugie, obawy o dalsze umocnienie złotego mogą stać się powodem wzrostu zainteresowania firm hedgowaniem swojej ekspozycji walutowej, co powinno prowadzić do dalszej akceleracji umocnienia polskiej waluty.

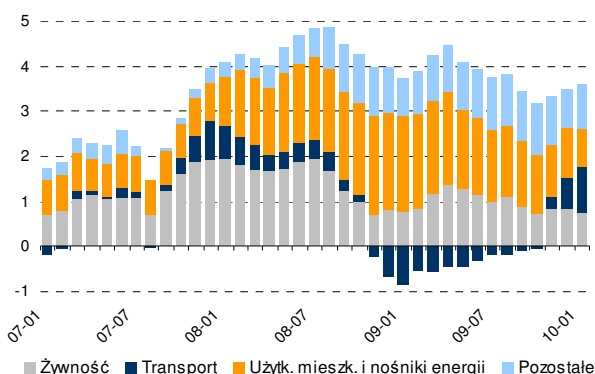
Biorąc pod uwagę tendencje widoczne w bieżących danych oczekujemy, że tendencje wzrostowe PKB zostaną także utrzymane. W szczególności dynamikę PKB w I kw. szacujemy na poziomie zbliżonym do tej z IV kw. 2009. Widać to chociażby z uwagi na utrzymane wysokie tempo wzrostu w przetwórstwie przemysłowym. Co do poszczególnych agregatów od strony popytowej uważamy, że w całym 2010 dynamika inwestycji może wzrosnąć nawet do 3-4%, w I kw. ze względu na warunki pogodowe mogą one ponownie zanotować spadek w ujęciu rocznym. Stabilizacji oczekujemy w przypadku konsumpcji (przeźdzał 2,0-3,0%), gdzie pozytywny wpływ powinna mieć poprawa sytuacji na rynku pracy oraz popytowy efekt związany z inwestycjami infrastrukturalnymi. Niższa kontrybucja eksportu netto powinna być rekompensowana przez dalszą odbudowę zapasów (pozytywna kontrybucja w kolejnych kwartałach).

SFERA NOMINALNA I POLITYKA MONETARNA

Inflacja będzie spadać

Wstępny szacunek GUS inflacji r/r za styczeń (3,6%) okazał się być nieznacznie wyższy od naszych oczekiwań (3,5%). Na podstawie jeszcze niepełnych danych GUS (pełne dane za styczeń i luty wraz z nowym koszykiem wag zostaną opublikowane w marcu) na wzrost inflacji złożyły się szybciej niż przed miesiącem rosnące ceny transportu (łącznie z paliwami), które wzrosły o 10,9% r/r. Wolniejsze niż przed miesiącem wzrosty odnotowano w grupach cen żywności i napojów bezalkoholowych (o 3,0% r/r), cen napojów alkoholowych oraz wyrobów tytoniowych (o 7,6% r/r) czy też cen użytkowania mieszkania i nośników energii (o 4,5% r/r). Szacujemy, że inflacja bazowa w styczniu wyniosła ok. 2,5% r/r. Oczekujemy, że począwszy od lutego inflacja CPI będzie zmniejszać się i szybko spadnie poniżej celu inflacyjnego banku centralnego.

Wykres 3. Udziały w dynamice inflacji CPI (% r/r).



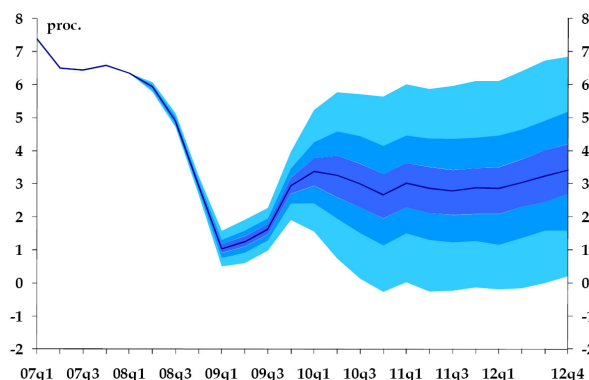
Źródło: Opracowane na podstawie danych GUS.

Projekcja inflacji NBP

NBP opublikował lutą projekcję inflacji i PKB. Zgodnie z nią inflacja wyniesie 1,8% w 2010 r., 2,4 w 2011 r. oraz 3,5 w 2012 r. Natomiast wzrost gospodarczy w 2010 r. 3,1, w 2011 r. 2,9 oraz 3,1 w 2012 r. (patrz wykres 4 i 5).

Zaprezentowany w projekcji NBP scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej jest bardziej pesymistyczny od naszej oceny przyszłych procesów gospodarczych. Chociaż, podobnie jak NBP, przewidujemy zmianę w kompozycji wzrostu PKB w najbliższym czasie (większą rolę odgrywać będzie popyt krajowy przy malejącej kontrybucji eksportu netto do wzrostu), to w dłuższym okresie oczekujemy wyższego wzrostu PKB niż w projekcji. Przewidujemy również, że spadek inflacji w połowie tego roku może być nawet nieco głębszy niż przedstawia to projekcja.

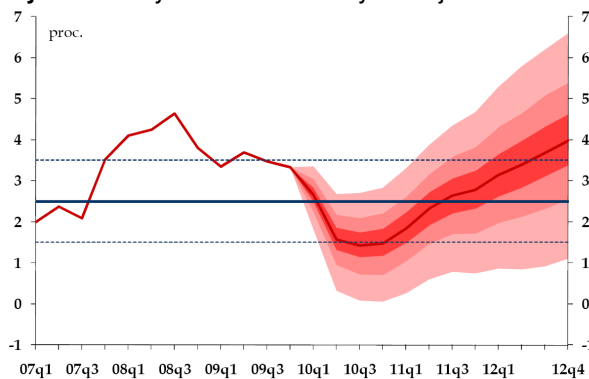
Wykres 4. Wykres wachlarzowy PKB.



Źródło: NBP.

Projekcja została sporządzona przy założeniu stałych stóp procentowych NBP oraz słabszym niż w projekcji październikowej kursie złotego. Oznacza to, że przyszłe kształtowanie się stóp (oczekiwane podwyżki) oraz kursu (oczekiwana aprecjacja) mogą istotnie wpłynąć na kształt procesów inflacyjnych (ryzyko w dół dla inflacji).

Wykres 5. Wykres wachlarzowy inflacji CPI.



Źródło: NBP.

Ponadto oceniamy, iż realizacja (przynajmniej w części) planu konsolidacji finansów publicznych ma szanse powodzenia, co może mieć odzwierciedlenie w nieco innym przebiegu ścieżki PKB. Umieszczenie tego elementu przez NBP w bilansie ryzyk oznaczać może, że planowane zmiany nie były skwantyfikowane w prezentowanych przez NBP liczbach. Dodatkowo brak ekspozycji korekt eksperckich wprowadzonych do modelu (co było dotychczasową praktyką) skłania do refleksji, iż eksperci NBP mogą nie mieć jeszcze wyraźnie skryształizowanego poglądu odnośnie losów gospodarki Polski po wyjściu z fazy spowolnienia wzrostu. W lutowej projekcji, po okresie znacznego odbicia w 2010 r. wzrost PKB w kolejnych

Marzec 2010

latach stabilizuje się na poziomie nieco niższym od średniej wieloletniej.

Pierwsze posiedzenie RPP w nowym składzie

Pierwsze posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w pełnym, nowym składzie nie przyniosło większych niespodzianek. RPP, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, nie zmieniła poziomu stóp procentowych.

Zawartość komunikatu RPP była podobna w treści do komunikatów poprzedniej Rady. Ponownie zwrócono uwagę m.in. na powolne tempo wychodzenia z kryzysu gospodarek krajów rozwiniętych, rosnącą presję inflacyjną w krajach rozwijających się czy też stabilizację sytuacji na krajowym rynku pracy. Dodatkowo ostrożne wypowiedzi niektórych członków Rady sugerują, że nowa RPP jest na etapie zapoznawania się z „warsztatem” pracy, a na bardziej zdecydowane wypowiedzi należy poczekać do kolejnych posiedzeń.

Jak stwierdzono w informacji prasowej po posiedzeniu Rady, napływające dobre dane ze sfery realnej mogą być jedną z przesłanek do zmiany nieformalnego nastawienia prowadzonej polityki pieniężnej. Obecnie zostało ono utrzymane na neutralnym poziomie, wraz z oceną prawdopodobieństwa kształtowania się inflacji poniżej i powyżej celu w średnim okresie, które RPP oceniła za zbliżone. Podtrzymana

została również ocena kształtowania się procesów inflacyjnych w najbliższym czasie (spadek inflacji już w lutym głównie z powodu efektu bazy, o którym pisaliśmy m.in. w numerze styczniowym – zarówno nasz szacunek (2,9% r/r) jak i Ministerstwa Finansów (3,0% r/r) wskazuje na niższą inflację w lutym). Jednakże jastrzębie wypowiedzi niektórych członków RPP (m.in. Skrzypek, Zielińska – Głębocka) wskazują naszym zdaniem na znaczne ryzyko zmiany nastawienia RPP w najbliższym czasie. Mimo tego, oczekujemy, że do podwyżek stóp dojdzie nie wcześniej jak w II połowie tego roku.

RPP ponadto doprecyzowała swój pogląd odnośnie wstąpienia Polski do ERM II i strefy euro. Obok warunków prawnych, koniecznych do spełnienia przed przystąpieniem do integracji walutowej, o których była mowa w komunikatach poprzedniej Rady, dodano również warunki ekonomiczne i organizacyjne. Może to oznaczać, że w przyszłości dyskusja o najbliższym możliwym terminie przystąpienia do ERM II i do strefy euro toczyć się będzie nie tylko wokół spełnienia kryteriów z Maastricht. Debata może dotyczyć również innych uwarunkowań ekonomicznych, w tym wskaźników makroekonomicznych wrażliwych politycznie.

GOSPODARKA GLOBALNA

Fed: prezentacja strategii wyjścia i podwyżka stopy dyskontowej

Luty przyniósł niezwykle ważne i długo wyczekiwane przez rynki finansowe oświadczenie prezesa Fed B. Bernanke dot. szczegółów strategii wyjścia z dotychczasowej polityki poluzowania kredytowego i ilościowego.

Jeśli chodzi o tzw. poluzowanie kredytowe, duża część specjalnych programów pożyczkowych Fed zdążyła już wygasnąć (z dniem 1 lutego), natomiast te, które jeszcze funkcjonują (TAF i TALF) wygasną w I połowie roku. Program TAF (*Term Auction Facility*), czyli aukcje kredytu 28-dniowego (w 2009 r. również 84-dniowego) dla instytucji depozytowych, zakończony zostanie 8 marca, kiedy to odbędzie się ostatnia aukcja z tego cyklu. Warto zaznaczyć, że na lutowej aukcji TAF z oferowanych przez Fed USD50mld banki zgłosiły popyt na niecałe USD16mld – w związku z malejącym zainteresowaniem na aukcji marcowej Fed zaofერuje już tylko USD25mld kredytu i, co ważne, przy minimalnym oprocentowaniu wynoszącym 0,5%, a nie 0,25% jak dotychczas. Z kolei program TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*), czyli pożyczki pod zastaw instrumentów pochodnych zabezpieczanych kredytami dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, ma wygasnąć z dniem 30 czerwca dla pożyczek zabezpieczonych nowo wyemitowanymi instrumentami MBS (*mortgage-backed securities*) oraz 31 marca dla pożyczek zabezpieczonych pozostałymi instrumentami. Pod koniec lutego wolumen kredytów udzielonych w ramach TALF wynosił ok. USD47mld.

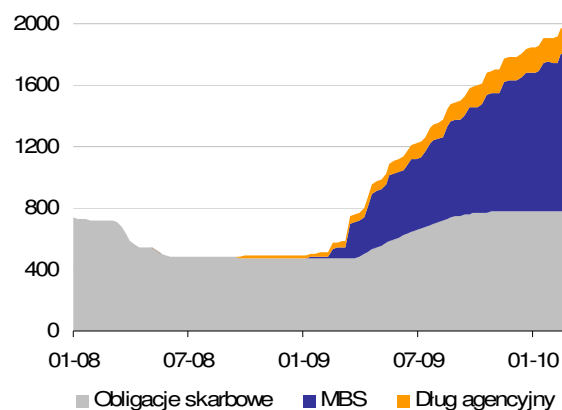
Częścią strategii wyjścia z poluzowania kredytowego jest też ponowne zaostrenie warunków tzw. kredytu dyskontowego Fed. W połowie lutego Fed ogłosił decyzję o podwyżce stopy dyskontowej o 25pb do 0,75% - *de facto*, dokonano zwiększenia do 50pb spreadu między stopą dyskontową a główną stopą procentową, czyli stopą funduszy federalnych. Przed nadejściem kryzysu finansowego spread ten wynosił 100pb, więc istnieje pole do jego dalszych podwyżek, co zresztą zostało podkreślone w komunikacie Fed. Obok podwyżki stopy dyskontowej Fed zdecydował również o skróceniu okresu zapadalności kredytu dyskontowego z miesiąca do 1 dnia (*overnight*).

Zaostrenie warunków kredytu dyskontowego było co prawda lekkim zaskoczeniem dla rynku, lecz miało ono głównie symboliczny charakter, gdyż instrument ten w porównaniu do innych programów płynnościowych odgrywał niewielką rolę (na koniec lutego wolumen kredytów udzielonych w jego ramach wynosił

tylko ok. USD15mld). Krok ten należałoby rozpatrywać w głównej mierze jako sygnał, że Fed nie ogranicza się jedynie do werbalnych deklaracji gotowości do zacieśnienia polityki pieniężnej, lecz jest w pełni zdeterminowany do podjęcia konkretnych działań. Nie należy go więc wiązać z żadną istotną zmianą perspektyw dla polityki monetarnej Fed.

Ogólnie rzecz biorąc, kwestię wycofania z poluzowania kredytowego można uznać za rozwiązana – spadek skali znaczenia tego czynnika najlepiej obrazuje fakt, że całkowity wolumen kredytu udzielonego w ramach specjalnych programów pożyczkowych spadł ze szczytu na poziomie USD1,5bln pod koniec 2008 r. do ok. USD110mld w lutym br.

Wykres 6. Papiery wartościowe w bilansie Fed (mld USD)



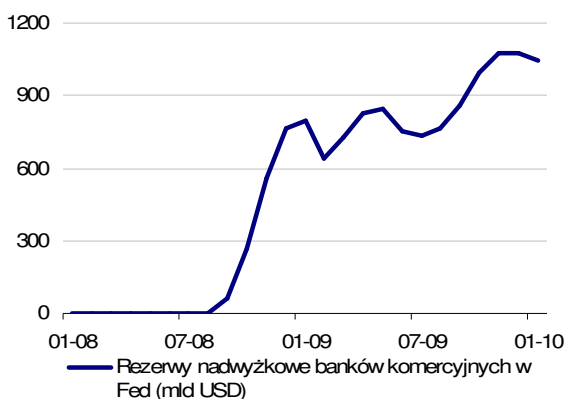
Źródło: Fed.

Drugim filarem niestandardowych działań w polityce monetarnej przeprowadzonych przez Fed jest tzw. poluzowanie ilościowe, czyli bezpośredni zakup przez Fed papierów wartościowych, w tym obligacji skarbowych, MBS-ów i długu agencyjnego (patrz: Wykres 6). Zakup papierów skarbowych (o łącznej wartości USD300mld) zakończono jeszcze w zeszłym roku, natomiast do końca marca br. Fed planuje zakończyć zakup pozostałych instrumentów (USD1,25bln MBS-ów oraz USD175mld długu agencyjnego). Efektem tych działań jest ogromny i, w przeciwieństwie do programów pożyczkowych, trwały zastrzyk płynnościowy, który zaowocował bezprecedensowym wzrostem nadwyżkowych rezerw banków komercyjnych w Fed (patrz: Wykres 7). Tak wysoki poziom rezerw sektora bankowego sprawia, że stopa funduszy federalnych, czyli koszt pieniądza na rynku nadwyżkowych rezerw, nie jest obecnie dobrym wskaźnikiem krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. W związku z tym Fed planuje tymczasowo zmienić główny wskaźnik polityki monetarnej ze stopy

Marzec 2010

funduszy federalnych na stopę oprocentowania rezerw (Fed uzyskał prawo do wypłacania odsetek od rezerw banków komercyjnych w październiku 2008 r.), która wynosi obecnie 0,25%.

Wykres 7. Rezerwy nadwyżkowe banków komercyjnych w Fed (mld USD)



Źródło: Fed.

Pierwsza faza zaostrzenia polityki monetarnej polegać więc będzie na podnoszeniu oprocentowania rezerw, za którym podążać powinny rynkowe stopy procentowe. Zanim to jednak nastąpi Fed przystąpi do działań zmierzających do obniżenia poziomu nadwyżkowych rezerw. W tym celu zastosowane mają zostać następujące instrumenty:

- operacje *reverse repo* (sprzedaż przez Fed papierów wartościowych bankom z przyrzeczeniem odkupu) z wykorzystaniem MBS-ów, długu agencyjnego oraz obligacji skarbowych,
- depozyty terminowe w Fed,
- sprzedaż skupionych w wyniku poluzowania ilościowego papierów wartościowych.

Opcja sprzedaży skupionych uprzednio instrumentów rozważana będzie jednak dopiero po rozpoczęciu właściwego zacieśnienia monetarnego, czyli podnoszenia oprocentowania rezerw. Na razie Fed ogranicza się jedynie do oddawania do wykupu wygasających obligacji agencyjnych oraz MBS-ów (wyjątkiem są obligacje skarbowe, które podlegają rolowaniu).

Podsumowując, komunikat Fed dot. strategii wyjścia sugeruje, że członkowie FOMC są nadal w bardzo gołych nastrojach, a zaostrzenie warunków monetarnych będzie przebiegało w sposób stopniowy i powolny. W związku z tym spodziewamy się, że pierwsze podwyżki stóp procentowych Fed będą miały miejsce nie wcześniej niż pod koniec tego roku.

Strefa euro: spowolnienie wzrostu w IV kw., małe szanse na podwyżki stóp w 2010 r.

Opublikowane w lutym oficjalne dane o wzroście gospodarczym strefy euro w IV kw. zeszłego roku

potwierdziły to, co sugerowały m.in. słabe miesięczne dane makroekonomiczne z gospodarki Niemiec - dynamika PKB zwolniła pod koniec roku do 0,1%kw./kw. wobec 0,4%kw./kw. w III kw. (dane odsezonowane). Wszystko wskazuje na to, że wytracenie momentum przez europejską gospodarkę nie oznacza jednak jedynie chwilowego pogorszenia sytuacji, lecz jest to raczej powrót na ścieżkę bardzo stopniowego i powolnego odbicia, w której wyjątkiem był właśnie III kw., w którym wzrost gospodarczy napędzany był w dużej mierze zwiększonymi wydatkami budżetowymi w ramach ratunkowych pakietów fiskalnych (m.in. dopłaty za złomowanie starych samochodów w Niemczech).

Oczekiwany przez nas scenariusz powolnego odbicia w strefie euro (w kształcie litery „U”) jest zgodny z lutową aktualizacją prognoz makroekonomicznych Komisji Europejskiej dla 7 największych gospodarek UE (patrz: Wykres 8). Nie zmieniły się one znacząco w stosunku do prognoz jesiennych – KE nadal spodziewa się jedynie niewielkiego wzrostu PKB strefy euro w 2010 r. (o 0,7%r/r), przy czym największa gospodarka eurolandu, czyli Niemcy, będzie rosła wyraźnie szybciej od pozostałych (1,2%r/r).

Wykres 8. Prognozy dynamiki PKB krajów UE wg Komisji Europejskiej (%r/r)

	2010	
	prognoza jesienna - listopad 2009	aktualizacja - luty 2010
Niemcy	1,2	1,2
Hiszpania	-0,8	-0,6
Francja	1,2	1,2
Włochy	0,7	0,7
Holandia	0,3	0,9
Strefa euro	0,7	0,7
POLSKA	1,8	2,6
Wlk. Brytania	0,9	0,6
EU27	0,7	0,7

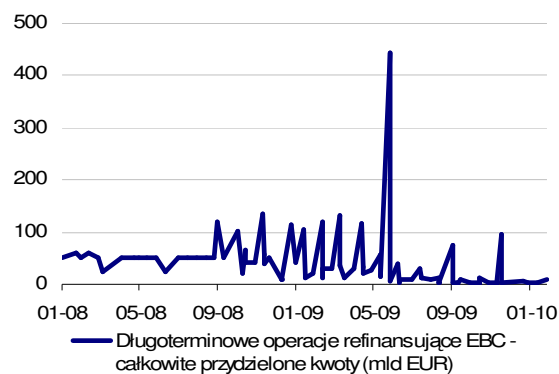
Źródło: Komisja Europejska.

Podobne prognozy przedstawiono w komunikacie po marcowym posiedzeniu Rady EBC. Według analityków EBC strefa euro zanotuje w tym roku wzrost o 0,4-1,2%r/r, zaś w 2011 r. o 0,5-2,5%r/r. Wydzwięk marcowego komunikatu Rady EBC można uznać za tak samo a nawet lekko bardziej gołębi niż lutowy z jeszcze bardziej wyeksponowanymi czynnikami spowalniającymi proces wychodzenia strefy euro z recesji – np. podkreślono ponowny wzrost napięć w pewnych segmentach rynków finansowych. Biorąc pod uwagę obecne nastawienie Rady EBC i jej prognozy na najbliższy rok, wydaje się, że pierwsze podwyżki stóp procentowych w strefie euro mogą mieć miejsce dopiero w 2011 r., a z pewnością później niż w USA.

Zgodnie z zapowiedziami, na marcowym posiedzeniu Rada EBC ogłosiła także dalsze kroki w celu ograniczenia skali operacji refinansujących. Ostatnia aukcja

Marzec 2010

kredytu 6-miesięcznego (zaplanowana na 31 marca) będzie już indeksowana do głównej stopy procentowej EBC (podobnie jak grudniowa ostatnia aukcja 12-miesięczna), zaś regularne operacje 3-miesięczne będą począwszy od 28 kwietnia przeprowadzane już po zmiennej stopie procentowej przy ograniczonej podaży. Dotychczasowe nadzwyczajne warunki przetargów, czyli pełne zaspokajanie popytu przy stopie procentowej ustalonej na poziomie stawki referencyjnej EBC, zostały utrzymane jedynie w przypadku operacji 7-dniowych oraz miesięcznych (pozostaną one w mocy tak długo jak będzie to konieczne, co najmniej do 12 października). EBC zatem zostawia sobie pewien margines bezpieczeństwa w tym obszarze. Plan zmniejszania skali operacji refinansujących wpisuje się w nasze oczekiwania odnośnie głębiego nastawienia EBC i odroczenia terminu podwyżki stóp procentowych w strefie euro na początek przyszłego roku.

Wykres 9. Długoterminowe operacje refinansujące EBC (mld EUR)

Źródło: EBC.

Marzec 2010

EUROMONITOR

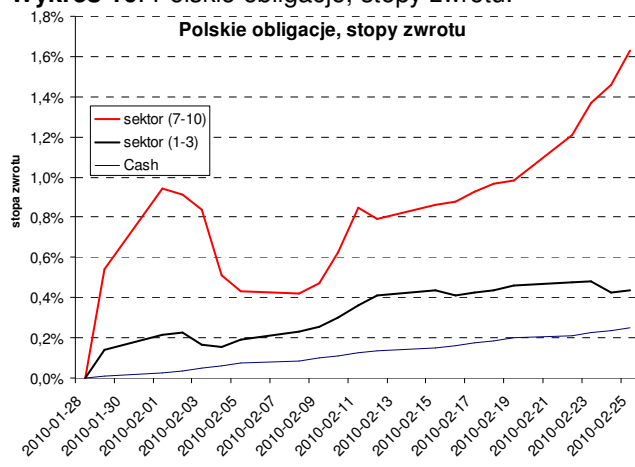
	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,7% (styczeń 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,83% (styczeń 2010) Deficyt budżetu: <3,0% PKB Dług publiczny: <60,0% PKB Członkostwo w ERM2: 2 lata 	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% paśma 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.): 4,0% (styczeń 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,18% (styczeń 2010) Deficyt budżetu: 7,2% PKB (2009) Dług publiczny: 50,7% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,5% (styczeń 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,84% (styczeń 2010) Deficyt budżetu: 6,6% PKB (2009) Dług publiczny: ~37,0% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,3% (styczeń 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 9,03% (styczeń 2010) Deficyt budżetu: 3,6% PKB (2009) Dług publiczny: ~80,0% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	

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

NA RYNKU

W lutym zadziały sugerowane przez nas czynniki zmniejszające ryzyko fiskalne kraju (mocne momentum w danych makro i zmniejszenie ryzyk zapaści fiskalnej, zaspokojenie 27% tegorocznych potrzeb pożyczkowych przez MinFin). Czynniki te umożliwiły zmniejszenie negatywnej korelacji polskich papierów z niemieckimi bundami. Pod koniec lutego wraz z obawami o zmianę nastawienia RPP i przede wszystkim przez „zatłoczenie” carry trades na krótkim końcu naturalnie zyskiwały obligacje z długiego końca.

Wykres 10. Polskie obligacje, stopy zwrotu.



Źródło: Bloomberg.

Wzrost niepewności co do scenariuszy dla gospodarki globalnej i jak się okazało bardzo duża heterogeniczność strefy euro (z nieładzącymi sobie peryferiami) oddziałują w stronę wydłużenia w czasie okresu rekordowo niskich stóp procentowych. Z drugiej strony (ciągle) utrzymują się optymistyczne przewidywania co do tempa wzrostu polskiej gospodarki co coraz częściej odzwierciedlane jest przez napływ kapitału portfelowego (zmiana sentymentu najlepiej widoczna jest na rynku FX i w odbiegającej od ostatnich epizodów wzrostu awersji do ryzyka stabilizacji/umocnienia kursu złotego). Czynniki te implikują również dalsze zmniejszenie ryzyka niesfinansowania polskiego długu, a nawet zwieszają (postrzegane) szanse na „wyrośnięcie” Polski z deficytu. Zauważmy, że rośnie zaangażowanie zagranicznych inwestorów w polskie papiery skarbowe pomimo braku cięć fiskalnych. Mniej popularne wydają się obecnie gospodarki, które implementują ostre cięcia fiskalne ale nie rokują dobrze w kwestii trwałości wzrostu gospodarczego, a więc i powodzenia konsolidacji fiskalnej w długim okresie.

W tej sytuacji obserwujemy, czego zresztą od dłuższego czasu się spodziewaliśmy, spadek negatywnej korelacji polskich papierów z niemieckimi Bundami. Co więcej polska krzywa dochodowości może w najbliższym czasie w jeszcze większym stopniu replikować tendencje na krzywej rundowej (*bullish flatenner*). Pol-

skie papiery wydają się więc z każdym dniem być coraz lepiej przygotowane do pełniejszego skorzystania z globalnego otoczenia niskich stóp procentowych.

Pomimo, iż wyceniane przez rynki podwyżki stóp (powyżej 200pb) i stopy forwardowe prawdopodobnie znajdują się znacznie powyżej przyszłej zrealizowanej ścieżki stóp w Polsce krótki koniec krzywej obciążony jest ryzykiem dalszej wyprzedaży (będące dominującą strategią lokalnych, przelewarowanych funduszy carry trades na krótkim końcu wyglądają na bardzo zatłoczone). Uważamy jednak, że korekta ta, ze względu na wydłużenie okresu niższych stóp, będzie jedynie krótkookresowa.

Co do krótkoterminowych scenariuszy dla rynku stopy procentowej, podobne jak w poprzednim miesiącu, uważamy, że dominujące okażą się kwestie fundamentalne i utrwalanie konsensusu prognoz co do polskiej gospodarki jako wyróżniającej się na tle innych krajów europejskich. Ważne będą również pozytywne momentum na polskim rynku obligacji (środowa aukcja zamiany przy rozproszonym popycie nie spowodowała nadmiernego dociążenia rynku długimi papierami) i tendencje na krzywych światowych. W scenariuszu takim postępowałoby dalsze zawężenie premii za ryzyko wycenianej w polskich papierach. W perspektywie kilku miesięcy (choć prawdopodobnie nie w krótkim okresie ze względu na hedgowanie przez zagranicę polskich papierów przed ryzykami związanymi z wypłacalnością Grecji przez 5y5y fwd PLN vs. EUR) strategia ta może dodatkowo wspierana być przez korektę oczekiwań do stóp w PLN, a więc zawężenie spreadów konwergencyjnych.

Ponieważ nasze oczekiwania co do rynku stopy procentowej na najbliższy okres krytycznie zależą od kondycji fiskalnej polskiej gospodarki ze szczególną uwagą będziemy monitorować wykonanie budżetu za luty.

Rynek walutowy – EUR/USD

Zainicjowany na przełomie roku trend aprecyjny amerykańskiej waluty ciągle nie został złamany. Ostatnie tygodnie przyniosły jednak pogorszenie technicznych przesłanek do dalszego rychłego umocnienia dolara wobec euro (patrz dywergencja na RSI) i sugerują wydłużenie okresu konsolidacji. W ujęciu fundamentalnym scenariusz taki wspierać może neutralizacja ryzyk związanych z peryferiami strefy euro przez coraz bardziej wiarygodne propozycje konsolidacji greckich finansów publicznych oraz zapewnienia przedstawicieli największych gospodarek strefy euro o możliwym wsparciu dla Grecji (patrz wypowiedzi Sarkozy'ego). Rynek oczekuje również na kolejne sygnały związane ze zmianą dysparytetu stóp procento-

Marzec 2010

wych między USA i strefą euro. Pomimo, iż obecne poziomy EURUSD prawdopodobnie znajdują się wciąż powyżej długookresowej równowagi, przyspieszenie aprecjacji dolara nastąpić może dopiero w dalszej części 2010 roku, kiedy to pojawi się więcej fundamentalnych przesłanek do odwrócenia dysparytetu stóp między USA i strefą euro (szybsza normalizacja polityki pieniężnej w USA, ogólnie lepsze prognozy gospodarcze).

Rynek walutowy – EUR/PLN

Znaczne umocnienie złotego w ostatnim, obfitującym w częste zmiany nastawienia inwestorów do ryzyka, okresie. Polska waluta jednocześnie staje się coraz bardziej odporna na wzrost awersji do ryzyka (złoty wyraźnie zyskuje na zmniejszeniu awersji do ryzyka ale relatywnie mniej traci w przypadku jej wzrostu). Już teraz złoty zaczyna być stymulowany przez wypowiedzi członków RPP wskazujące na możliwość rychłej zmiany nastawienia w polityce pieniężnej. Dla inwestorów globalnych polska gospodarka (wyższy wzrost gospodarczy, wyższa projekcja inflacyjna) coraz lepiej

pasuje do szablonu gospodarek, takich jak RPA, czy Izrael, w których banki centralne zdecydowały się na zaostrzenie polityki monetarnej. Wiara w taki scenariusz, a więc w rozszerzenie różnicy stóp wobec euro już teraz stymuluje więc grę na umocnienie złotego (pomimo iż na rynku dominują pozycje długie w PLN, przy każdym osłabieniu złotego widzimy jednak wciąż silny popyt na polską walutę).

W ujęciu technicznym kluczowy wydaje się poziom 3,85 zł za euro (Fibo). Przy tym poziomie spodziewalibyśmy się również uaktywnienia polskich eksporterów i inicjacji poważniejszych transakcji hedgingowych. Czynnikiem ten, związany z odpowiednią transakcją na rynku spot po stronie banku komercyjnego historycznie okazywał się mieć kluczowy wpływ na przyspieszenie procesu aprecjacji polskiej waluty. W średnim okresie złotego wspierać powinny: utrzymanie dodatniego tempa wzrostu PKB, napływ inwestycji bezpośrednich (patrz również ambitne plany prywatyzacyjne), napływ kapitału portfelowego w związku z finansowaniem deficytu budżetowego.

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Marzec 2010	Kwiecień 2010	Maj 2010
POLSKA			
Inflacja CPI	15	15	14
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	17	20	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	19	19
PKB	2	-	31
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	22	21
Podaż pieniądza M3	12	14	14
Bilans płatniczy	12	13	17
Inflacja bazowa	22	22	20
Oficjalne aktywa rezerwowe	5	7	7
Posiedzenie RPP	30-31	-	-
STREFA EURO			
Inflacja HICP	2,16,31	16,30	18,29
PKB	4	7	12
Wskaźnik koniunktury ZEW	16	20	18
Posiedzenie ECB	4	8	6
USA			
Inflacja CPI	18	14	19
PKB	26	30	27
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	5	2	7
Zamówienia na dobra trwałe	24	23	26
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	3
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.