



brebank.pl

Wyróżniają nas ludzie.

MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Wrzesień 2010, Nr 103(10)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Sfera realna	s. 3
Sfera nominalna i polityka monetarna	s. 5
Gospodarka globalna	s. 7
Euromonitor	s. 11
Na rynku	s. 12
Kalendarz	s. 14

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 Polski znajduje się w fazie ożywienia, które jest stymulowane m.in. poprzez przez ściśle z więzi odbijającą gospodarką Niemiec. Wzrost wartości kosztorysowych nowych inwestycji przedsiębiorstw wskazuje, że w III i IV kw. br. można spodziewać się poprawy popytu inwestycyjnego w sektorze prywatnym.
- Sierpień przyniósł stabilizację wskaźnika inflacji CPI na poziomie 2,0%/r. Wszystko wskazuje, że dobiegł końca średnioterminowy spadkowy trend inflacji. Zmianę perspektywy na przyszłą ścieżkę stóp procentowych przyniosło wrześniowe posiedzenie RPP. Rada wprowadzi zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy na niezmiennym poziomie (referencyjna nadal 3,50%), lecz sporym zaskoczeniem dla rynków finansowych okazał się dość gołębi wydźwięk komunikatu po posiedzeniu, istotnie zmniejszający szanse na podwyżki stóp procentowych w tym roku.
- Ponad połowa respondentów ankiety przeprowadzonej przez bank inwestycyjny Goldman Sachs oczekuje rozpoczęcia drugiego etapu poluzowania ilościowego do końca 2010 roku. Jego najbardziej prawdopodobnym skutkiem będzie ugruntowanie otoczenia rekordowo niskich stóp procentowych oraz dalsze wyplaszczanie amerykańskiej krzywej dochodowości, co oznaczać będzie ponadprzeciętne spadki rentowności ultradługich papierów skarbowych.

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010P	2011P
PKB r/r	6,8	5,1	1,7	3,6	4,2
Inflacja (średnia w okresie)	2,4	4,3	3,5	2,5	3,5
Saldo na rachunku obrotów bież. (% PKB)	-4,5	-5,3	-1,6	-1,8	-2,9
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	3,75	4,50

Wskaźnik	2009				2010	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4P
PKB r/r	1,8	3,3	3,0	3,5	4,0P	4,1
Inflacja r/r (średnia w okresie)	3,5	3,3	3,0	2,1	2,1P	2,8
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75

P - prognoza

Październik 2010

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Lut 10	Mar 10	Kwi 10	Maj 10	Cze 10	Lip 10	Sie 10	Wrz 10
PKB i produkcja								
PKB		3,0%			3,5%			4,0%
Popyt krajowy		2,2%			3,9%			
Spożycie indywidualne		2,2%			3,0%			
Nakłady brutto na środki trwałe		-12,4%			-1,7%			
Wartość dodana		2,8%			3,0%			
w przemyśle		11,2%			13,1%			
w budownictwie		-5,8%			4,0%			
w sektorze usług rynkowych		-0,7%			0,3%			
Produkcja przemysłowa r/r	9,2%	12,5%	9,7%	13,5%	14,3%	10,5%	13,5%	10,5%
Produkcja przemysłowa m/m	3,1%	19,1%	-9,2%	1,6%	6,8%	-5,9%	-1,8%	11,9%
Sprzedaż detaliczna r/r	0,1%	8,7%	-1,6%	4,3%	6,4%	3,9%	6,6%	5,2%
Sprzedaż detaliczna m/m	-4,0%	21,9%	-5,6%	3,1%	4,1%	3,2%	-1,6%	-2,2%
Rynek pracy								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3 288,29	3 493,42	3 398,67	3 346,61	3 403,65	3433,32	3407,26	3380,00
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,9%	4,8%	3,2%	4,8%	3,5%	2,1%	4,2%	2,9%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	1,8%	6,2%	-2,7%	-1,5%	1,7%	0,9%	-0,8%	-0,8%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	-1,1%	-0,6%	0,0%	0,5%	1,1%	1,4%	1,6%	1,7%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,2%	0,0%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,0%	0,1%
Stopa bezrobocia	13,0%	12,9%	12,3%	11,9%	11,6%	11,4%	11,3%	11,4%
Handel zagraniczny								
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	67	-458	-336	-889	-1004	-1539	-1493	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-177	-526	-262	-450	-287	-865	-928	
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	20,5%	21,5%	22,9%	24,7%	28,6%	16,0%	23,0%	
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	21,7%	24,6%	23,0%	29,9%	27,8%	20,0%	28,1%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,8%	-1,9%	-1,8%	-1,9%	-2,2%	-2,4%	-2,8%	
Ceny								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	-0,2%	-0,4%	0,5%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%	2,3%	2,0%	2,0%	2,4%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	2,2%	2,0%	1,9%	1,6%	1,5%	1,2%	1,2%	1,1%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,1%	-0,2%	1,4%	2,0%	1,0%	0,3%	-0,2%	-0,1%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	-2,4%	-2,6%	-0,4%	1,9%	2,1%	3,8%	4,1%	4,1%
Agregaty monetarne								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	715,6	721,5	721,2	737,9	742,8	743,3	749,2	749,3
Podaż pieniądza r/r	5,1%	5,5%	6,1%	7,7%	7,1%	7,8%	9,3%	8,4%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	5,5%	5,7%	8,4%	9,6%	13,1%	13,7%	15,5%	13,6%
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	-7,2%	-9,1%	-7,4%	-5,7%	-4,4%	-3,1%	-2,2%	-2,7%
Depozyty gospodarstw domowych r/r	11,4%	9,5%	8,9%	9,3%	9,3%	9,4%	10,0%	10,3%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	7,8%	10,4%	13,3%	15,0%	13,1%	12,1%	15,2%	14,2%
Kursy walutowe								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,94	3,86	3,93	4,08	4,14	4,01	4,00	3,97
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,89	2,85	2,95	3,31	3,38	3,07	3,15	2,91
Stopy procentowe								
Stopa interwencyjna NBP	3,50%	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%	5,00%
Stopa depozytowa	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
WIBOR 3M	4,05%	4,00%	3,76%	3,76%	3,76%	3,72%	3,71%	3,74%
Rentowność obligacji 2Y	4,91%	4,57%	4,58%	4,66%	4,85%	4,75%	4,73%	4,76%
Rentowność obligacji 5Y	5,51%	5,15%	5,17%	5,27%	5,42%	5,41%	5,19%	5,09%
Rentowność obligacji 10Y	6,06%	5,51%	5,62%	5,80%	5,94%	5,88%	5,43%	5,50%
Gospodarka światowa								
Inflacja w strefie euro (r/r)	0,9%	1,4%	1,5%	1,6%	1,4%	1,7%	1,6%	1,8%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)		0,8%			1,9%			
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflacja w USA (r/r)	2,1%	2,3%	2,2%	2,0%	1,1%	1,2%	1,1%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)		3,7%			1,6%			
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%	0,00-0,25%

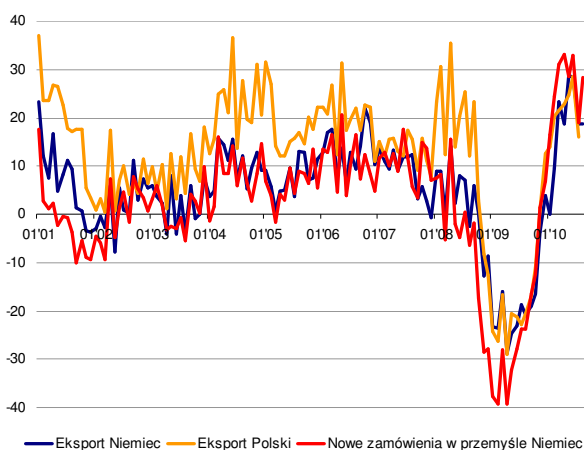
Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy węż oznaczono prognozy.

SFERA REALNA

Kontynuacja ożywienia gospodarczego

Opublikowane we wrześniu dane wskazują na kontynuację ożywienia w gospodarce polskiej i pozwalają ocenić tempo wzrostu PKB w III kw. br. w wysokości 4,0% r/r. Ma to związek również z utrzymującym się ożywieniem w gospodarce niemieckiej (Wykres 1). Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu we wrześniu utrzymał się na wysokim, dwucyfrowym poziomie. Szczególnie wysokie dynamiki odnotowano w sektorach przemysłu produkujących także na eksport: chemicznym, wyrobów z metali, wyrobów elektronicznych.

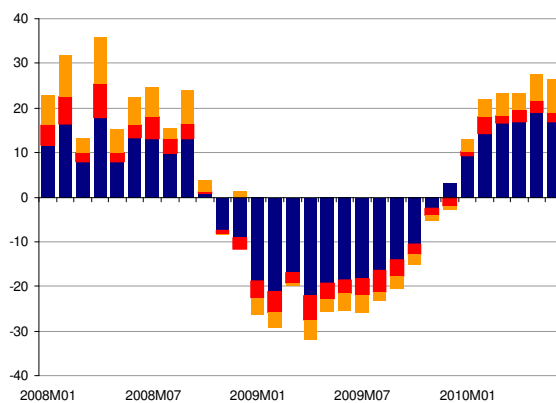
Wykres 1. Tempo wzrostu eksportu dóbr Polski i Niemiec oraz nowych zamówień w przemyśle niemieckim (% , r/r).



Źródło: NBP, Eurostat.

Zwiększanie się obrotów towarowych: zarówno importu jak i eksportu obrazuje duży wpływ internacjonalizacji procesu produkcyjnego na obroty w handlu zagranicznym. Wzrost zmienności agregatów eksportu i importu obserwowanej od kilku lat potwierdza istotną rolę reeksportu w handlu zagranicznym Polski. W strukturze obrotów towarowych z zagranicą największy wkład do ich wzrostu ma wymiana dóbr pośrednich (Wykres 2), co ma również związek ze wzrostem popytu w Niemczech oraz utrzymującym się ciągle wysoko wskaźnikiem nowych zamówień w przemyśle niemieckim.

Wykres 2. Wkłady do wzrostu obrotów towarowych poszczególnych kategorii wymienianych dóbr (pkt. proc.).

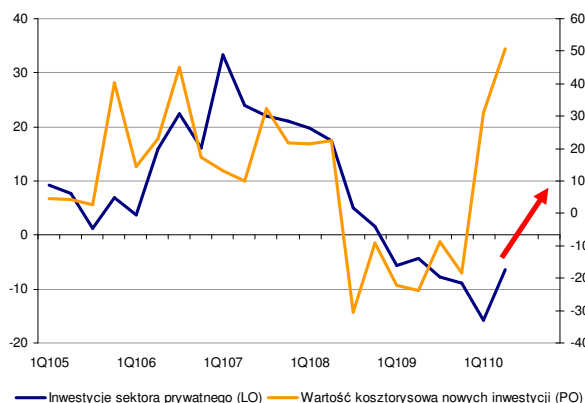


Źródło: Eurostat.

Poprawa popytu inwestycyjnego

Dzięki popytowi zewnętrznemu wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle rośnie i przekroczyło poziom średniej wieloletniej. Jednakże popyt inwestycyjny w polskiej gospodarce pozostawał ciągle na niskim poziomie.

Wykres 3. Tempa wzrostu wartości kosztorysowych nowych inwestycji oraz inwestycji prywatnych (% , r/r).



Źródło: GUS, Eurostat.

Rosnący wolumen depozytów korporacyjnych w bankach wskazuje na dosyć dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, które jednakże nie przekładają się na wzrost akcji inwestycyjnej. Mimo, iż wartość kosztorysowa nowych inwestycji dużych przedsiębiorstw wzrosła w I poł. 2010 r. o ponad 40% r/r, to są one skoncentrowane głównie w energetyce. Natomiast w

Październik 2010

przemysle przetwórczym wartość kosztorysowa nowych inwestycji w I poł. 2010 r. obniżyła się o ok. 4,5% r/r. Przedsiębiorstwa jako główne bariery rozwoju firm ciągle wskazują niedostateczny popyt krajowy oraz niepewność sytuacji gospodarczej. Biorąc pod uwagę dane o rozpoczętych inwestycjach i inercję procesu inwestycyjnego spodziewać się można poprawy inwestycji w sektorze prywatnym w gospodarce w III i IV kw. 2010 roku (Wykres 3).

Następstwem oczekiwanego w II poł. br. zwiększenia tempa wzrostu PKB będzie rosnąca presja popytowa i domykanie się ujemnej luki popytowej (w sytuacji inercji procesu inwestycyjnego, zwiększającego potencjał gospodarki).

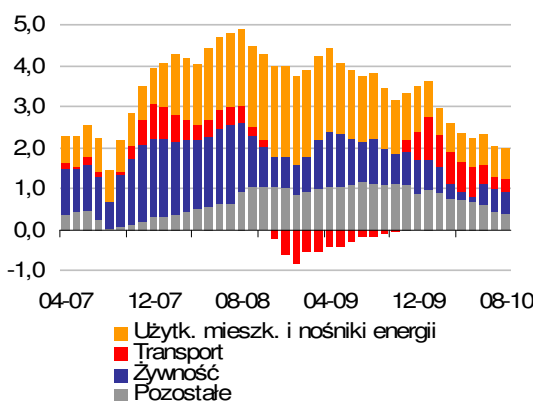
Michał Rot

SFERA NOMINALNA I POLITYKA MONETARNA

Stabilizacja inflacji w sierpniu

Sierpień przyniósł stabilizację wskaźnika inflacji CPI na poziomie 2,0%r/r (-0,4%m/m) wobec konsensusu rynkowego 2,2%r/r i prognozy MinFin 2,1%r/r. Inflacja bazowa (z wyłączeniem cen żywności i nośników energii) pozostała na poziomie 1,2%r/r.

Wykres 4. Kontrybucje do inflacji CPI (pkt. proc., r/r)



Źródło: GUS, obliczenie BRE.

Wszystko wskazuje, że dobiegł końca średnioterminowy spadkowy trend inflacji, który utrzymywał się od połowy 2008 roku, a w ostatnich miesiącach był podtrzymywany głównie na skutek negatywnych efektów wysokiej bazy statystycznej z zeszłego roku (silne wzrosty cen na fali deprecjacji złotego w I poł. 2009 r.). W rezultacie zaniku wspomnianych efektów bazy połączonych ze stopniowym narastaniem presji popytowej związanej z kontynuacją ożywienia polskiej gospodarki jak również presji kosztowej (silny wzrost inflacji PPI w ostatnich miesiącach) kolejne miesiące powinny przynieść stopniowy wzrost wskaźnika CPI skutkujący przekroczeniem przez niego na koniec roku celu inflacyjnego na poziomie 2,5%r/r.

Dużo zależy będzie też od kształtowania się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i sposobu, w jaki będą one zarządzane przez RPP. Zanotowały one w sierpniu mocny wzrost w następstwie ogłoszenia przez rząd przyszłorocznej podwyżki stawki VAT (oczekiwana stopa inflacji w ciągu najbliższych 12 m-cy wzrosła do 2,7% z 2,1%), nie mniej jednak efekt ten okazał się być krótkotrwały, gdyż we wrześniu obniżyły się z powrotem do poziomu 2,1%.

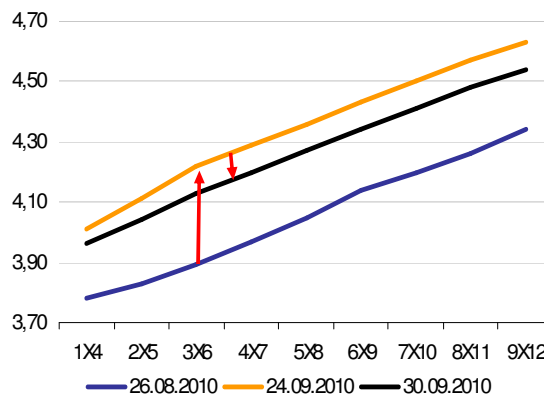
Jeżeli chodzi o strukturę dynamiki cen konsumencyjnych (patrz: Wykres 4), począwszy od czerwca daje się obserwować rosnącą kontrybucję cen żywności, która będzie kontynuowała wzrost w najbliższych miesiącach na skutek ograniczeń podaży w rolnictwie wywołanych niekorzystnymi warunkami pogodowymi.

Do wzrostu inflacji przyczyni się też październikowa podwyżka cen gazu (o 6,4%). Ceny kontrolowane będą najprawdopodobniej ważnym czynnikiem proinflacyjnym w przyszłym roku: słaba sytuacja finansowa samorządów będzie bowiem sprzyjała podwyżkom cen usług komunalnych, spodziewane są też kolejne podwyżki detalicznych cen energii elektrycznej uzasadnione wzrostem cen hurtowych. Poprawiająca się wraz ze wzrostem aktywności gospodarczej sytuacja gospodarstw domowych (utrzymujący się spadkowy trend stopy bezrobocia) przyczyni się z kolei do przyspieszenia inflacji bazowej.

Gołębi zwrot w retoryce RPP

Wrzesień przyniósł bardzo dużą zmienność oczekiwań rynku co do przyszłej ścieżki stóp procentowych. Przez prawie cały ubiegły miesiąc istotnie narastały oczekiwania zacieśnienia polityki monetarnej w najbliższych miesiącach. Tuż przed wrześniowym posiedzeniem RPP rynek oczekiwał już łącznego wzrostu głównej stopy procentowej o 50pb do końca roku (patrz: Wykres 5). Na taki stan rzeczy złożyło się kilka czynników.

Wykres 5. Krzywe stawek FRA (%)



Źródło: Bloomberg.

Po pierwsze, RPP ogłosiła we wrześniu zawieszenie tzw. pakietu zaufania dla sektora finansowego (m.in. wycofano operacje typu swap walutowy oraz operacje zasilaające repo), co zostało odebrane jako zapowiedź nadchodzącego zaostrzenia warunków monetarnych.

Po drugie, „minutes” z sierpniowego posiedzenia RPP przyniosły informację o tym, że Rada głosowała nad podwyżką stopy referencyjnej o 50pb, a także, co istotne, nad podniesieniem stopy rezerwy obowiązkowej do jej przedkryzysowego poziomu, czyli 3,50% (obecnie wynosi ona 3,00%). Wnioski te nie znalazły co prawda poparcia większości RPP, lecz

Październik 2010

stały się ważnym sygnałem intensyfikacji jastrzębich nastrojów wśród członków Rady.

Do wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp przyczyniły się także wypowiedzi niektórych członków RPP (m.in. Glapiński) na temat potrzeby wyprzedzającej jednoznacznej podwyżki stóp o 50pb.

Zmianę perspektywy na przyszłą ścieżkę stóp procentowych przyniosło wrześniowe posiedzenie RPP. Rada wprawdzie zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy na niezmiennym poziomie (referencyjna nadal 3,50%), lecz sporym zaskoczeniem dla rynków finansowych okazał się komunikat po posiedzeniu.

Kluczową zmianą wobec sierpniowej wersji komunikatu było wstawienie zupełnie nowego fragmentu o jednoznacznie gołębiym wydźwięku. Rada wylicza w nim czynniki przemawiające za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian. Są to według niej:

- 1) umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego,
- 2) ograniczona presja płacowa i inflacyjna,
- 3) ryzyko osłabienia wzrostu na świecie w kolejnych kwartałach.

Co prawda, w pozostałej części komunikatu znalazły się też elementy o bardziej jastrzębim zabarwieniu – m.in. zaakcentowano wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz wysoki poziom inflacji cen produkcji sprzedanej

przemysłu (PPI), lecz całościowy przekaz komunikatu uległ wyraźnemu złagodzeniu. W związku z tym w naszej opinii znacząco zmalało obecnie prawdopodobieństwo zacieśnienia monetarnego jeszcze w tym roku. Znalazło to odbicie w spadku stawek na krzywej FRA bezpośrednio po posiedzeniu Rady (patrz: Wykres 5).

W kontekście najbliższych decyzji Rady warto przyrzeć się ostatnim dość gołębiym wypowiedziom prezesa NBP M.Belki, według którego aktualny rozkład ryzyk nie wymaga pośpiesznego zacieśnienia monetarnego. Sugerują one, że nie zgadza się on z postulatem wyprzedzającej podwyżki stóp, wspierając tym samym gołębie skrzydło RPP, co sprawia, że przerwianie wniosku o podwyżkę stóp może okazać się bardzo trudne. Najlepszą okazją do tego będzie październikowe posiedzenie, na którym Rada zapozna się z najnowszą projekcją inflacji. Nie mniej jednak duże skoncentrowanie przeważającej części członków Rady na bieżących danych makroekonomicznych zwiększa ryzyko, że do podwyżek stóp dojdzie dopiero na tle istotnego wzrostu inflacji.

Piotr Piękoś

GOSPODARKA GLOBALNA

Perspektywy QE 2.0

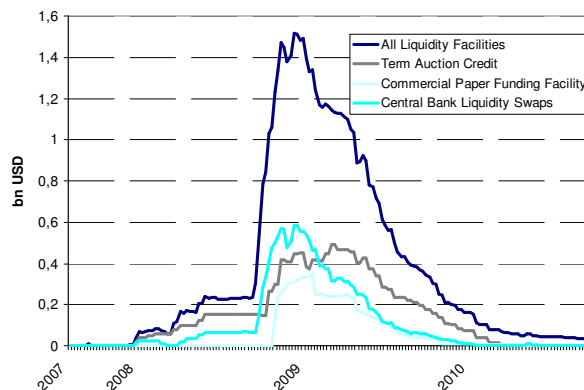
Quantitative easing (w skrócie QE) – nazywane poluzowaniem ilościowym¹ – stanowi ostatnią deskę ratunku dla banków centralnych, gdy stopy procentowe zbliżają się do zera, a ryzyko przestrzelenia od dołu celu inflacyjnego rośnie. W skrócie, QE polega na działaniach ukierunkowanych na zwiększenie podaży pieniądza w gospodarce poprzez kreację pieniądza rezerwowego banku centralnego wprowadzanego do gospodarki poprzez zakup aktywów przez bank centralny. Prekursorem QE była Japonia począwszy w latach 2001-2006 roku, jednak obecna uwaga rynków finansowych nakierowana jest przede wszystkim na perspektywy kontynuacji tego procesu w USA, głównie ze względu na skalę całej operacji, która może zwiększyć bilans Fed do 3 bilionów dolarów.

QE1.0

Pierwszy etap poluzowania ilościowego został wykonany w listopadzie 2008 roku (zakup długu GSE w wysokości do 100mld USD, zakup Mortgage Backed Securities w wysokości do 500mld USD oraz zakup do 300mld USD obligacji skarbowych), kolejny w marcu 2009 roku (zwiększenie limitów zakupów do odpowiednio 200mld dla długu GSE oraz 1,25 biliona dla MBS). W wyniku niewielkiej dostępności papierów dłużnych (a także dzięki poprawie odnotowanej w funkcjonowaniu rynków finansowych) w sierpniu 2009 roku FOMC zapowiedział, że spowolni tempo zakupów papierów skarbowych, we wrześniu 2009 roku podobne stwierdzenie pojawiło się w przypadku długu GSE oraz zakupów MBS. W listopadzie 2009 ogłoszono, że górny pułap zakupów papierów skarbowych zostanie ograniczony do 175mld USD. Grafik działań Fed idealnie odpowiadał bieżącym danym napływającym z gospodarki (na początku 2010 roku rzeczywiście mogło się wydawać, że gospodarka ma szanse powtórzyć V-kształtną ścieżkę ożywienia, typową dla głębszych recesji) a także zmniejszeniu zainteresowania dodatkowymi instrumentami płynnościowymi Fed (patrz: Wykres 6).

¹ Więcej na temat quantitative easing oraz prób odróżnienia tego zestawu działań od tak zwanego credit easing prezentujemy w dodatku do niniejszego artykułu (ramka w końcu sekcji).

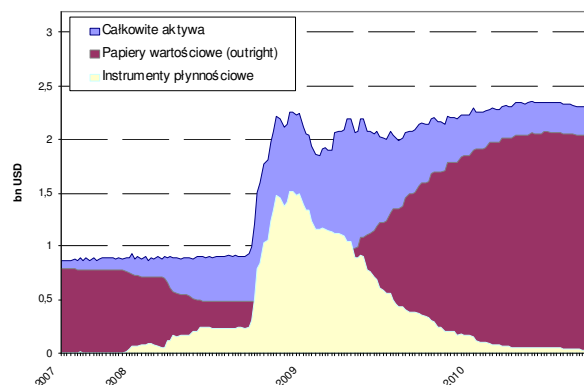
Wykres 6. Wartość programów płynnościowych Fed (nazewnictwo oryginalne, w celu uniknięcia nieporozumień).



QE1.1

Wraz z pierwszą odsłoną kryzysu zadłużeniowego oraz zahamowaniem poprawy sytuacji na rynku pracy oraz powolnym pogorszeniem optymizmu samych komunikatów Fed, perspektywa możliwości wycofania ilościowej stymulacji gospodarki istotnie się zmniejszyła. W sierpniowym (2010 rok) komunikacie FOMC pojawiło się stwierdzenie, że Rezerwa Federalna będzie reinwestować płatności z MBS oraz kapitał z zapadających MBS w obligacje skarbowe. Ewolucję bilansu Fed prezentujemy poniżej.

Wykres 7. Wartość zakupów aktywów Fed i zastosowanych instrumentów płynnościowych.



QE2.0 beta

Dalsze zmniejszenie dynamiki ożywienia (w środowisku rosnących oczekiwań deflacyjnych oraz spekulacji na temat *double-dip*) wymusiło na FOMC kolejne zmiany w komunikacie, odczytane (łącznie z przewijającymi się coraz częściej komentarzami członków

Październik 2010

FOMC w różnego rodzaju mediach o konieczności, czy też nieuchronności dalszego poluzowania ilościowego) jako zapowiedź dalszych działań na polu QE. W szczególności FOMC przyznał, że jest „gotowy do przeprowadzenia dalszych działań akomodacyjnych w celu wsparcia ożywienia gospodarczego oraz zapewnienia powrotu inflacji do poziomów spójnych z mandatem FOMC”. Drzwi do prawdziwego QE2.0 zostały tym samym lekko uchylone.

QE 2.0

Oczekiwania na QE 2.0 w szczególny sposób wsparło wystąpienie Dudley'ego z Nowojorskiego Fed, który wskazał na nieuchronność dalszego poluzowania polityki monetarnej. Członek ten jest o tyle ważny, że w obecnym układzie się – jako szef NY Fed – plasuje się w zarządzie Fed (Board of Governors). Również Charles Evans z Chicago Fed opowiada się za przyspieszeniem dalszego poluzowania monetarnej w odpowiedzi na spadającą inflację i wysokie bezrobocie (kolejna istotna osoba, uznawana jako „median voter” za osobę o poglądach zbliżonych do większości FOMC).

Najbliższe tygodnie przyniosą nam zapewne większą różnorodność opinii przedstawicieli Fed. Jak pokazuje historia opnie te rzadko przekładają się jednak na rzeczywiste głosy sprzeciwu w głosowaniach na posiedzeniach FOMC. Należy pamiętać, że w tym samym czasie inwestorzy zaczęli przypisywać kolejnym gorszym od oczekiwań odczytom makro asymetrycznie większą wagę niż pozytywnym zaskoczeniom (podkreślić należy, że tych negatywnych niespodzianek było w ostatnim czasie jednak znacznie mniej niż jeszcze 2-3 miesiące temu).

Sposób i moment przeprowadzenia QE 2.0

Ponad połowa respondentów ankiety przeprowadzonej przez bank inwestycyjny Goldman Sachs oczekuje rozpoczęcia drugiego etapu poluzowania ilościowego do końca 2010 roku. 76% respondentów oczekuje, że poluzowanie będzie miało charakter stopniowy, a wielkość bilansu Fed i skala zakupu obligacji skarbowych będzie przedmiotem analizy na każdym kolejnym posiedzeniu FOMC. Za ledwie 17% respondentów oczekuje tzw. *big bang*, czyli jednorazowego ogłoszenia precyzyjnych limitów zakupu aktywów (nie wykluczone, że nie będą to ani wyłącznie MBS ani wyłącznie *treasuries* – patrz ostatnie ruchy Banku Japonii). Istnieje natomiast konsensus co do tego, że Fed skoncentruje swoje zakupy w środku i końcu krzywej dochodowości, czyli sektorach o które oparte jest finansowanie amerykańskiego rynku nieruchomości.

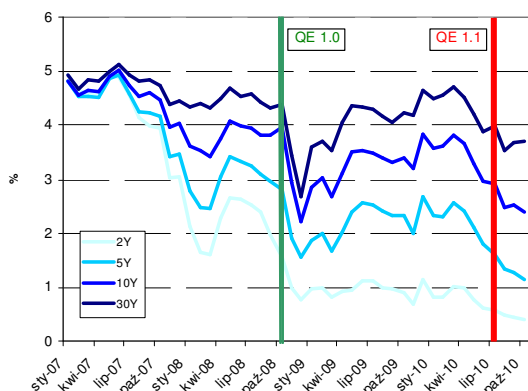
Oczekiwane skutki

Od 9 sierpnia, a więc momentu podjęcia przez Fed decyzji o reinwestowaniu środków z zapadających MBSów w obligacje skarbowe, rentowność 10-letnich obligacji spadła o ponad 35pb wobec 50-60pb spadku rentowności zanotowanego po pierwszym etapie QE (z uwagi na „kryzysowy” moment przeprowadzenia zakupów spadki rentowności mogły być dużo większe niż w „normalnych” warunkach). Przypomnijmy, że szacowana wielkość tych reinwestycyjnych zakupów do końca 2011 to około 400 mld dolarów. Należy jednak podkreślić, że spadek rentowności amerykańskich *treasuries* to również efekt zabiegów komunikacyjnych Fed i oczekiwań co do rozpoczęcia kolejnego etapu poluzowania ilościowego nie zaś wyłącznie skutek samych zakupów. Wydaje się zatem, że utrzymanie obecnego poziomu rentowności wymagałoby pewnego zwiększenia skali zakupów Fed (co pewien czas niemal „z kapelusza” pojawiają się szacunki z medianą około 500-550 mld USD w horyzoncie do końca 2011 roku).

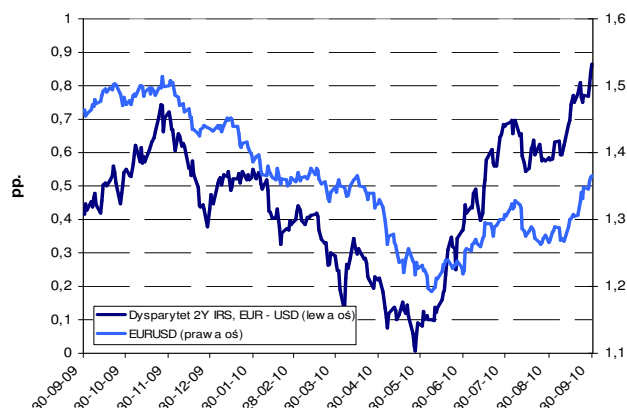
Ogłoszenie nowego programu poluzowania monetarnej prawdopodobnie wzmocniłoby ciągle trwające *rally* na amerykańskich obligacjach. Należy jednak podkreślić, że opcja *big bang* mogłaby okazać się znacznie bardziej efektywna niż oczekiwana przez większość opcja polegająca na bardziej elastycznej polityce Fed (badania Goldman Sachs wskazują, że to nie faktyczne zakupy przyczyniły się do spadku rentowności, lecz ogłoszenie samego limitu zakupów). Dodatkowym efektem obniżenia długookresowych stóp procentowych byłoby prawdopodobnie przyspieszenie spłacania benchmarkowanych do 10- i 30-letnich obligacji kredytów hipotecznych (ich refinansowanie), a co za tym idzie zwiększenie sumy zapadających MBSów. To z kolei oznaczałoby większą skalę zakupów reinwestycyjnych i dalszy spadek rentowności obligacji. W ten sposób do końca 2011 roku Fed mógłby skupić obligacje o wartości nawet do 1500 mld dolarów. Zakładając, że roczna skala emisji obligacji w USA może sięgnąć około 1200 mld dolarów, Fed może stać się posiadaczem nawet do 18% wszystkich wyemitowanych dotąd obligacji. Obecnie na swoim bilansie Fed posiada około 12% wszystkich wyemitowanych *treasuries*.

Najbardziej prawdopodobnym skutkiem QE 2.0 będzie ugruntowanie otoczenia rekordowo niskich stóp procentowych oraz dalsze wypłaszczenie amerykańskiej krzywej dochodowości, co oznaczać będzie ponadprzeciętne spadki rentowności ultradługich papierów skarbowych.

Październik 2010

Wykres 8. Rentowności amerykańskich obligacji 2-, 5-, 10- i 30-letnich.

Dalsze ilościowe poluzowanie polityki monetarnej w USA skutkowałoby także zwiększeniem dysparytetu stóp procentowych z pozostałymi gospodarkami, w tym głównie ze strefą euro, ostatnio wyraźnie kontestującą możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Rosnący dysparytet stóp procentowych podkreśliłby rolę dolara jako waluty służącej do finansowania inwestycji portfelowych przekładając się na dalsze osłabienie amerykańskiej waluty (patrz: Wykres 9).

Wykres 9. Dysparytet stóp procentowych pomiędzy strefą euro i USD oraz kurs EURUSD.

Poluzowanie ilościowe w USA to również impuls do kontynuacji mocno już zaakcentowanej realokacji kapitału portfelowego w stronę *emerging markets* (w praktyce grupy krajów z wyższym wzrostem gospodarczym i wyższymi stopami procentowymi). Realokacja ta powinna skutkować spadkiem premii za ryzyko wycenianej w papierach dłużnych tych krajów oraz presją na umocnienie walut tych krajów. Podkreślić należy, że QE 2.0 będzie również odczuwalne dla polskich aktywów, widzianych ciągle jako najatrakcyjniejsze na tle naszego regionu. Spodziewamy się więc dalszego odwrócenia uwagi rynków od polskich problemów fiskalnych, wyplaszczenia polskiej krzywej dochodowości, spadku rentowności ultradługich obligacji, większego napływu kapitału portfelowego oraz pewnej presji na umocnienie złotego.

Quantitative a credit easing

Granice pomiędzy *quantitative easing* a *credit easing* są dość subtelne; pierwsze pojęcie jest zdecydowanie bardziej obszerne tj. bank centralny może angażować się jedynie w politykę *credit easing* bez *quantitative easing*, jednak odwrotna sytuacja jest praktycznie niemożliwa.

Schemat działania QE można prześledzić przy pomocy bardzo prostego opracowania przygotowanego przez Bank Anglii². Ograniczając się do opisu, QE działa na gospodarkę dwoma kanałami: bezpośrednim i pośrednim. Kanał bezpośredni to zwiększenie zakupów wybranych klas aktywów za pomocą pieniędzy rezerwowego banku centralnego, co prowadzi do zwiększenia bazy monetarnej oraz wzrostu cen aktywów. Efekt pośredni działań tego typu jest powiązany ze spadkiem rentowności skupowanych instrumentów (w szczególności obniżeniem oprocentowania kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) i zwiększeniem wolnych rezerw sektora bankowego

Obydwa kanały powinny prowadzić (przynajmniej teoretycznie) do zwiększenia wolumenu kredytu, rozpędzenia gospodarki i zwiększeniu inflacji w kierunku celu polityki pieniężnej. W sytuacji, gdy istnieje ryzyko, że wolne rezerwy banków zostaną przeznaczone na zakup papierów skarbowych, a nie zwiększenie wolumenu kredytu, banki centralne raczej preferują rozwiązania dotyczące wpływu na bezpośrednie koszty finansowania przedsiębiorstw poprzez zakup papierów komercyjnych, lub też – jak w przypadku gospodarki amerykańskiej – rozwiązania ukierunkowane bezpośrednio na zmniejszenie oprocentowania kredytu hipotecznego, uzyskane dzięki zakupom *Mortgage Backed Securities*. W przypadku QE warto wspomnieć także o wpływie tej strategii na wygenerowanie

² <https://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pdf/qe-pamphlet.pdf>

oczekiwań inflacyjnych, co może być uznane za dodatkowy kanał wpływu QE na poluzowanie warunków kredytowania (dalsze obniżenie realnych stóp procentowych). Niemniej jednak ten kanał wydaje się (przynajmniej obecnie) częściowo zablokowany, gdyż wzrostowi bazy monetarnej nie towarzyszy obecnie wzrost pozostałych agregatów pieniężnych (na marginesie jest to dość ważny oręż przeciwników QE – brak działania mnożnika kreacji pieniądza faktycznie niweluje pośredni efekt w postaci wzrostu kredytowania przez banki).

Mając na uwadze opisany schemat działania, oraz opierając się na wyjaśnieniach B. Bernanke, *credit easing* obejmuje *de facto* efekt pośredni QE w postaci rozluźnienia warunków kredytowania, który osiągane jest poprzez kompozycję aktywów utrzymywanych przez bank centralny (zamiana jednych klas aktywów na inne), natomiast w przypadku *quantitative easing* podstawą jest zwiększenie pasywnej strony bilansu banku centralnego, natomiast zmiany kompozycji strony aktywnej (w tym portfela papierów) pojawiają się jako efekt uboczny, a jedynym ich celem jest umożliwienie przeprowadzenia operacji zwiększenia wolnych rezerw systemu finansowego.

Ernest Pytlarczyk
Marcin Mazurek

EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,9% (sierpień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,08% (sierpień 2010) Deficyt budżetu: <3,0% PKB Dług publiczny: < 60,0% PKB Członkostwo w ERM2: 2 lata 	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"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,1% (sierpień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,94% (sierpień 2010) Deficyt budżetu: 7,1% PKB (2009) Dług publiczny: 51,0% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,6% (sierpień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,17% (sierpień 2010) Deficyt budżetu: 5,9% PKB (2009) Dług publiczny: 35,4% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 5,0% (sierpień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,38% (sierpień 2010) Deficyt budżetu: 4,0% PKB (2009) Dług publiczny: 78,3% 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

Rynek stopy procentowej

Wrzesień rozpoczął się od dość gwałtownej przeceny na polskich papierach, którą można wiązać ze swoistym summer tradem zagranicznych inwestorów. Przez moment wydawało się, że to początek inflacyjnego trade'u typowego dla desynchronizujących się z globalnymi trendami krajów emerging markets. Koryktę wspierały również rosnące oczekiwania na zacieśnienie monetarne w Polsce. W drugiej połowie miesiąca większe znaczenie miały czynniki globalne (rally na niemieckim bundzie, nadzieje na QE2). Inwestorzy doszli również do wniosku, że polityka NBP (normalizacja poziomu stóp) nie powinna wpłynąć na atrakcyjność obligacji. Optymalną strategią było przeważanie krótkich papierów. Druga połowa miesiąca należała już jednak zdecydowanie do papierów ze środka krzywej.

W ujęciu globalnym mamy do czynienia z ugruntowaniem otoczenia rekordowo niskich stóp procentowych. W dalszym ciągu inwestorzy zagraniczni, wobec rekordowo niskich stóp na rynkach bazowych realokują środki do krajów Emerging markets. Polska ciągle wygląda najatrakcyjniej w naszym regionie (również wobec peryferii strefy euro). O takiej percepcji polskiej gospodarki i polskich aktywów świadczy również rosnąca korelacja polskich obligacji z niemieckim bundem. Ciekawe jest również oderwanie cen polskich obligacji i kursu złotego, które to często występuje na rynkach dojrzałych (i może wynikać z hedgowania ryzyka walutowego).



Październik 2010

Faktem jest rosnąca ekspansywność polskiej polityki fiskalnej (stopniowo jest ona coraz bardziej kontestowana przez publicystów ekonomicznych), jednak ciągle brak konkretnej informacji, która mogłaby diametralnie zmienić ocenę Polski w oczach inwestorów zagranicznych. Ostatnie informacje o korzystnych dla Polski decyzjach Komisji Europejskiej (częściowe odliczenie kosztów reformy emerytalnej od deficytu i długu) ułatwiających wypełnienie przez Polskę kryteriów konwergencji (dług i deficyt) powinny wspierać pewne zawężenie spreadów konwergencyjnych. Wparciem dla obligacji powinny być też zapowiedziane mniejsze podaże. Nasza uwaga koncentruje się w tym miesiącu na ultra długich polskich obligacjach, które underperformowały papiery ze środka krzywej w poprzednim miesiącu. Mniejsza skala zacieśnienia monetarnego (a być może kolejne oddalenie w czasie podwyżki stóp) powinny (na tym etapie) wspierać obligacje z całej krzywej.

Rynek walutowy

Kurs złotego, jak już pisaliśmy nie odzwierciedlał w ostatnim okresie rosnącego zainteresowania polskimi obligacjami. Złoty nie zareagował również na światowe trendy związane z realokacją funduszy do krajów emerging markets. Od dwóch miesięcy złoty porusza

się w stosunkowo wąskim przedziale 3,9130-4,0230. Powodem konsolidacji na złotym może być większa atrakcyjność innych „tradeów” walutowych, co łączyć można z zapowiedziami wojen walutowych, poluzowania ilościowego w USA i gwałtownymi zmianami na głównych parach walutowych. Lokalnie widzimy również pewną skłonność inwestorów do neutralizowania wcześniejszej ekspozycji w złotym, zwłaszcza na parze USDPLN. Przesłanką do takiego zachowania może być chęć zabezpieczenia ryzyka gwałtownej zmiany globalnego nastawienia do ryzyka, co skutkowałoby prawdopodobnie gwałtowną przeceną ryzykownych aktywów. Wydaje nam się jednak, że skala tego hedgingu nie przekracza ¼ ogólnego zaangażowania zagranicznych inwestorów w polskie aktywa.

Kontynuacja umocnienia euro wobec dolarach, jak i wynikająca z kolejnej rundy poluzowania ilościowego w USA realokacja w stronę emerging markets powinna skutkować jednak wzrostem presji na umocnienie polskiej waluty.

Ernest Pytlarczyk

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Październik 2010	Listopad 2010	Grudzień 2010
POLSKA			
Inflacja CPI	13	15	14
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	19	19	17
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	18	18	16
PKB	-	30	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	22	22
Podaż pieniądza M3	14	12	14
Bilans płatniczy	12	10	13
Inflacja bazowa	20	22	21
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	5	7
Posiedzenie RPP	26-27	23-24	21-22
STREFA EURO			
Inflacja HICP	15,30	16,30	16
PKB	6	12	2
Wskaźnik koniunktury ZEW	19	16	14
Posiedzenie ECB	7	4	2
USA			
Inflacja CPI	15	17	15
PKB	29	23	22
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	8	5	3
Zamówienia na dobra trwałe	27	24	23
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	1
Posiedzenie FED	-	2-3	14

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.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

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

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

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

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

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

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

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