



brebank.pl

Wyróżniają nas ludzie.

MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Listopad 2010, Nr 104(11)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Sfera realna	s. 3
Sfera nominalna i polityka monetarna	s. 6
Gospodarka globalna	s. 7
Euromonitor	s. 9
Na rynku	s. 10
Kalendarz	s. 12

ERNEST PYTLARZYK
główny ekonomista
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

- Ostatnie publikacje PMI przeczą spekulacjom co do rychłego wyhamowania wzrostu gospodarczego w Polsce. Przeprowadzona przez nas analiza sugeruje raczej pozytywną niespodziankę i średnie tempo wzrostu polskiego produktu (III i IV kwartał) na poziomie co najmniej 4,0%
- Inflacja CPI w październiku wzrosła do 2,9% w ujęciu rocznym (wg szacunków MF), co może być związane m.in. ze wzrostem cen żywności oraz energii. Wydaje się, że członkowie Rady w dalszym ciągu będą obserwować trwałość szoków na tych komponentach koszyka CPI, oraz że prawdopodobieństwo podwyżki stóp w tym roku jest niewielkie.
- W ramach drugiej rundy poluzowania ilościowego Fed w okresie od listopada 2010 do czerwca 2011 skupi na rynku wtórnym obligacje skarbowe o łącznej wartości USD 850-900 mld (uwzględniając reinwestycje funduszy z zapadających instrumentów na poziomie USD 250-300 mld).
- Druga runda poluzowania ilościowego w USA oraz kontynuacja realokacji kapitału portfelowego w stronę emerging markets powinny wspierać waluty tych krajów. Szczególne ryzyko aprecjacyjne dotyczy polskiej waluty, która cieszy się jednymi z najsilniejszych fundamentów w regionie.

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010P	2011P
PKB r/r	6,8	5,1	1,7	3,6	4,2
Inflacja (średnia w okresie)	2,5	4,2	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)	11,2	9,5	12,1	12,1	10,9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50

Wskaźnik	2009				2010	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4P
PKB r/r	1,7	3,2	3,0	3,5	3,9P	4,0
Inflacja r/r (średnia w okresie)	3,5	3,3	3,0	2,3	2,2	2,8
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

P - prognoza

Listopad 2010

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Mar 10	Kwi 10	Maj 10	Cze 10	Lip 10	Sie 10	Wrz 10	Paź 10
PKB i produkcja								
PKB	3,0%			3,5%			3,9%	
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	12,5%	9,7%	13,5%	14,3%	10,5%	13,6%	11,8%	8,5%
Produkcja przemysłowa m/m	19,1%	-9,2%	1,6%	6,8%	-5,9%	-1,8%	13,2%	
Sprzedaż detaliczna r/r	8,7%	-1,6%	4,3%	6,4%	3,9%	6,6%	8,6%	7,6%
Sprzedaż detaliczna m/m	21,9%	-5,6%	3,1%	4,1%	3,2%	-1,6%	1,2%	
Rynek pracy								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3 493,42	3 398,67	3 346,61	3 403,65	3 433,32	3 407,26	3 403,68	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	4,8%	3,2%	4,8%	3,5%	2,1%	4,2%	3,7%	3,3%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	6,2%	-2,7%	-1,5%	1,7%	0,9%	-0,8%	-0,1%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	-0,6%	0,0%	0,5%	1,1%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,0%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,0%	0,2%	
Stopa bezrobocia	13,0%	12,4%	12,1%	11,7%	11,5%	11,4%	11,5%	11,7%
Handel zagraniczny								
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-821	-312	-453	-757	-1518	-1255	-1417	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-419	-152	-399	-101	-606	-825	-537	
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	22,6%	23,1%	24,4%	27,0%	17,5%	22,9%	20,1%	
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	23,4%	22,1%	28,9%	23,9%	18,9%	26,2%	22,4%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,2%	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,3%	-2,6%	-2,9%	
Ceny								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	-0,2%	-0,4%	0,6%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,6%	2,4%	2,2%	2,3%	2,0%	2,0%	2,5%	2,8%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	2,0%	1,9%	1,6%	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,2%	1,4%	2,0%	1,0%	0,1%	-0,2%	0,1%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	-2,6%	-0,4%	1,9%	2,1%	3,8%	4,0%	4,3%	4,2%
Agregaty monetarne								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	721,5	721,2	737,9	742,8	743,3	749,5	752,9	
Podaż pieniądza r/r	5,5%	6,1%	7,7%	7,1%	7,8%	9,4%	8,9%	7,2%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	5,7%	8,4%	9,6%	13,1%	13,7%	15,5%	12,4%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	-9,1%	-7,4%	-5,7%	-4,4%	-3,1%	-2,2%	-3,1%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	9,5%	8,9%	9,3%	9,3%	9,4%	10,0%	9,7%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	10,4%	13,3%	15,0%	13,1%	12,1%	15,2%	12,9%	
Kursy walutowe								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,86	3,93	4,08	4,14	4,01	4,00	3,97	3,97
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,85	2,95	3,31	3,38	3,07	3,15	2,91	2,86
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	4,00%	3,76%	3,76%	3,76%	3,72%	3,71%	3,74%	3,75%
Rentowność obligacji 2Y	4,57%	4,58%	4,66%	4,85%	4,75%	4,73%	4,76%	4,78%
Rentowność obligacji 5Y	5,15%	5,17%	5,27%	5,42%	5,41%	5,19%	5,09%	5,21%
Rentowność obligacji 10Y	5,51%	5,62%	5,80%	5,94%	5,88%	5,43%	5,50%	5,67%
Gospodarka światowa								
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,4%	1,5%	1,6%	1,4%	1,7%	1,6%	1,8%	1,9%
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)	2,3%	2,2%	2,0%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)	3,7%			1,7%			2,0%	
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%

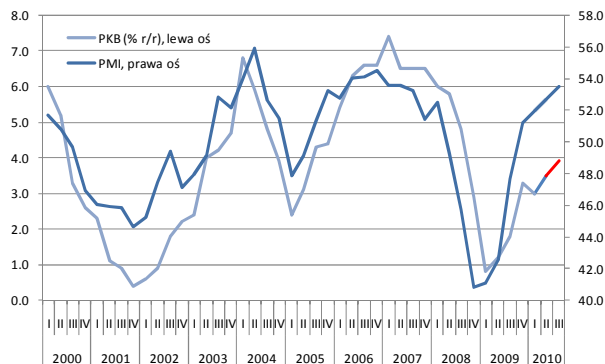
Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy węż oznaczono prognozy.

SFERA REALNA

PKB za III kwartał – oczekujemy pozytywnej niespodzianki

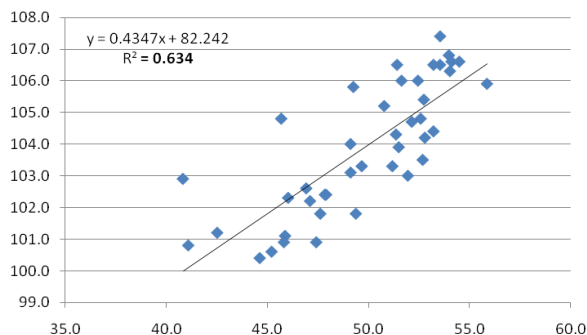
Ostatnie publikacje PMI nie przedstawiają wątpliwości, że dynamika polskiego PKB będzie w II połowie roku zdecydowanie lepsza niż w pierwszej (patrz wykres 1). W szczególności oczekujemy pozytywnej niespodzianki ze średnim tempem wzrostu polskiego produktu (III i IV kwartał) na poziomie co najmniej 4,0%. W obecnej chwili jest to wynik, który wydaje się istotnie wyższy niż „przynajmniej 3,5%” ogłoszone wcześniej przez przedstawicieli GUS, a także wyższy niż postulowany przez obecny konsensus rynkowy. Już 30. listopada poznamy faktyczne dane za III kwartał i na nich właśnie chcemy się skupić w niniejszym opracowaniu.

Wykres 1. Dynamika PKB i indeks PMI



Punktem wyjścia analizy niech będzie wspomniany indeks PMI. Po uwzględnieniu ostatniej różnicy „poziomów” pomiędzy PMI a PKB (widocznej na wykresie 1), regresja liniowa oparta na PKB i PMI (wykres rozrzutu oraz stosowne równanie prezentujemy na wykresie 2) sugeruje, że dynamika PKB w III kwartale powinna być o około 0,3-0,4pp. wyższa niż w II kwartale – stąd też wynika wspomniane wcześniej tempo wzrostu PKB w III kwartale na poziomie 3,9%.

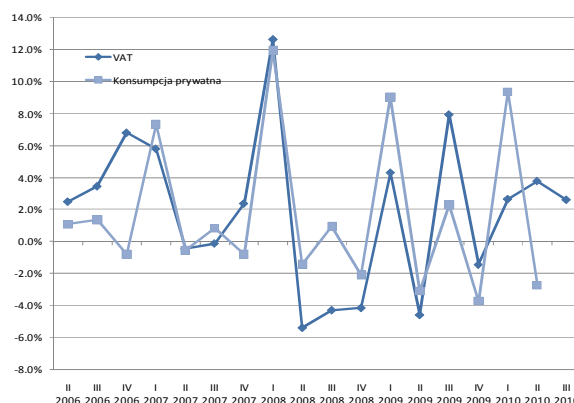
Wykres 2. Regresja (liniowa) PMI na PKB.



Po ustaleniu prognozy w sposób „odgórny”, warto także zastanowić się, czy podobny szacunek można uzyskać „oddolnie”, czyli od strony komponentów PKB (najwygodniej skupić się na stronie wydatkowej): konsumpcji prywatnej, konsumpcji publicznej, inwestycji, zapasów i eksportu netto.

Konsumpcja prywatna. Wykorzystywana przez nas w ostatnim czasie relacja pomiędzy wpływami z VAT oraz konsumpcją prywatną (dynamika kw/kw) charakteryzowała się historycznie relatywnie dużą precyzją (patrz wykres 3).

Wykres 3. Korelacja VAT i konsumpcji prywatnej.



Niemniej jednak II kwartał przyniósł dywergencję. Wydaje się, że może być to związane z faktem, że w I kwartale dynamika VAT została zaniżona przez budownictwo (patrz efekt na inwestycjach), co implikuje zawyżenie w II kwartale i nietypowy kształt wykresu tej serii danych w 2010 roku (ale III kwartał nie może być już dzięki temu zakłócony). Nie wydaje się przy tym, że rozkorelowanie ma związek z nagłymi zmianami w ściągalności podatku VAT. Można zatem porównać dynamiki VAT w 2010 i 2009 roku, co sugeruje że dynamika konsumpcji powinna być niższa niż w analogicznym kwartale 2009 roku (bardzo duża różnica nie wydaje się prawdopodobna z uwagi na lepsze dane o sprzedaży detalicznej, która w ujęciu realnym wzrosła o 4,6% r/r wobec 0,8% w II kwartale; trzeba jednak zaznaczyć, że część sprzedaży – w szczególności samochody z „kratką” – może zostać zaklasyfikowana jako wydatki inwestycyjne). Tym samym ustalamy prognozę konsumpcji prywatnej na poziomie 2,6% (nie bez znaczenia pozostaje także efekt bazowy z poprzedniego roku, kiedy to konsumpcja – w ujęciu odsezonowanym – zaczynała się rozpętać).

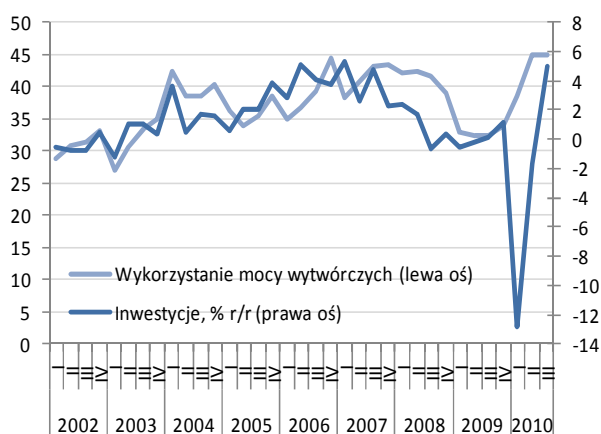
Konsumpcja publiczna. Konsumpcja publiczna w tym roku powoli przyspiesza od 1,7% r/r odnotowa-

Listopad 2010

nych w I kwartale do 2,2% w II kwartale. W uzasadnieniu do ustawy budżetowej 2011 (ocena sytuacji makroekonomicznej w 2010 roku i prognozy makro) czytamy, że „realne tempo wzrostu spożycia zbiorowego w 2010 r. wyniesie ok. 4,6%, co będzie zdeteterminowane kształtowaniem się kosztów pracy oraz prognozowanym znacznym przyspieszeniem tempa wzrostu zużycia pośredniego, zarówno w sektorze centralnym, jak i samorządowym”. Stąd też druga połowa roku powinna upłynąć pod znakiem konsumpcji publicznej rosnącej w tempie około 6% rocznie (część z tej dynamiki wynika z efektów bazowych z poprzedniego roku, część to bezpośredni wpływ wyższej konsumpcji realizowanej w sektorze publicznym).

Inwestycje. Wskaźniki koniunktury GUS pokazują wyraźnie, że aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw powinna od początku roku wzrastać w odpowiedzi na niskie wykorzystanie mocy wytwórczych (patrz wykres 4).

Wykres 4. Wykorzystanie mocy wytwórczych i inwestycje prywatne (nakłady brutto na środki trwałe).

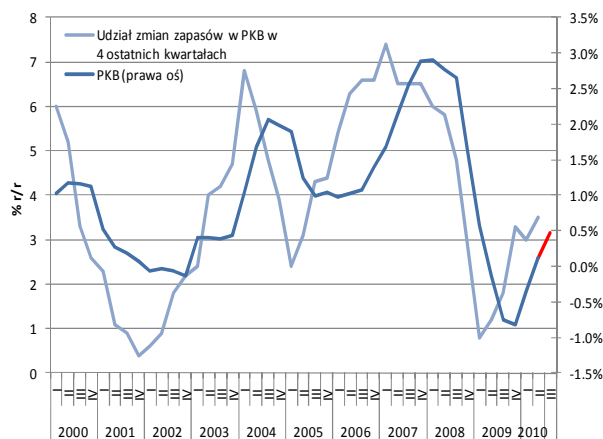


Po bardzo słabym I kwartale (determinowanym głównie przez wyniki budownictwa) inwestycje istotnie przyspieszyły i w III kwartale oczekujemy, że tempo ich wzrostu osiągnie około 5,5%, po -1,7% w II kwartale. Szacunek to wynik przede wszystkim szybciej rosnącej produkcji budowlano-montażowej (7,5% w III kwartale wobec 1,9% w II kwartale), w połączeniu z marginalnie niższymi spadkami (niż w II kwartale) generowanymi w ramach inwestycji w maszyny i urządzenia (sektor stricte prywatny, nie obejmujący inwestycji budowlanych). Niewykluczone – o czym pisaliśmy w przypadku konsumpcji prywatnej – że część wzrostów sprzedaży detalicznej zostanie zaklasyfikowana jako zakupy dóbr inwestycyjnych.

Zapasy. Ta kategoria PKB charakteryzuje się „własnym” cyklem względem cyklu PKB, który – odpowiednio mierzony (jako udział zapasów w PKB w

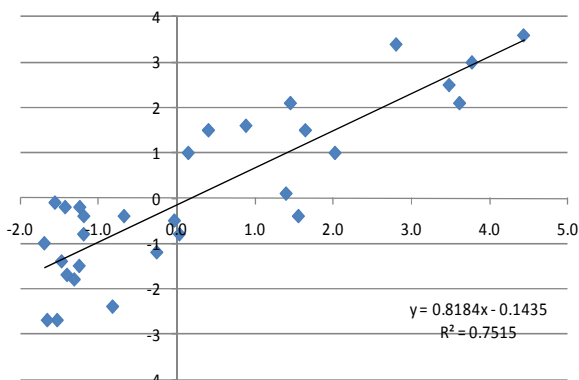
ostatnich czterech kwartałach) – przejawia opóźnienie względem cyklu PKB o około 2-3 kwartały (patrz wykres 5). W ten sposób możemy stwierdzić, że zmiana zapasów w III kwartale będzie nieznacznie tylko niższa od odnotowanej II kwartale, a sama kontrybucja zmian zapasów wyniesie około +1pp.

Wykres 5. Cykl zapasów.



Eksport netto. Kategoria ta jest już praktycznie dostępna w danych NBP o bilansie płatniczym (posiłkujemy się dodatkowo naszą prognozą bilansu płatniczego na wrzesień). Dopasowanie nominalnej kontrybucji z danych NBP do realnej kontrybucji podawanej przez GUS nie jest co prawda doskonałe, jednak zachowuje dużą korelację i przede wszystkim – pozwala śledzić kierunek zmian. Stąd też kontrybucję eksportu netto w III kwartale szacujemy o 0,5pp. niż niż w II kwartale, a więc na poziomie -0,9pp.

Wykres 6. Regresja (liniowa) kontrybucji eksportu netto z danych NBP na faktyczne dane GUS.

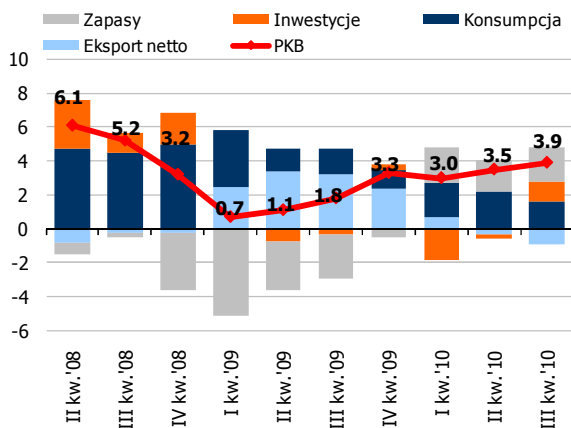


Podsumowanie. Skalę wpływu poszczególnych komponentów PKB prezentujemy na wykresie 7. Publikacja przyniesie przede wszystkim potwierdzenie, że momentum polskiej gospodarki pozostaje

Listopad 2010

silne, co wynika przede wszystkim z umocnienia popytu krajowego (inwestycje, konsumpcja prywatna i publiczna oraz zapasy) w połączeniu ze spadkiem kontrybucji eksportu netto (ujawniają się przede wszystkim efekty bazowe z 2009 roku a w perspektywie można spodziewać się dalszego przyspieszenia importu).

Wykres 7. Prognoza PKB na III kwartał, wraz ze skalą wpływu poszczególnych komponentów.



Wykorzystując proste narzędzie w postaci filtru Hodricka-Prescotta można obliczyć, że w tym roku dynamika produktu potencjalnego może wynieść około 3,2%. Stąd też przy średnim wzroście faktycznego PKB w granicach 3,6-3,7% w 2010 roku, gospodarka polska może generować napięcia inflacyjne (uwiidoczną się we wzroście inflacji netto w 2011 roku), co powinno sprzyjać podwyżkom stóp procentowych w 2011 roku.

*Ernest Pytlarczyk
Marcin Mazurek*

SFERA NOMINALNA I POLITYKA MONETARNA

Kolejny miesiąc wzrostu inflacji – RPP wstrzymuje się przed podwyżką stóp

Wraz z wygaśnięciem efektów bazowych inflacja CPI wzrosła, wg szacunku MF, w październiku do 2,9% z 2,5% we wrześniu. Drugi z rządu, szybki wzrost inflacji związany jest prawdopodobnie ze wzrostem cen energii oraz żywności. Stąd też ciągle pozostaje wątpliwość, czy jest to trwały wzrost inflacji CPI, rodzący ryzyko permanentnego przekroczenia celu inflacyjnego NBP w przyszłości, czy też jest to efekt przejściowych szoków. Jest to jeden z ważnych czynników mających wpływ na decyzję RPP, który jest od pewnego czasu podkreślany w wypowiedziach jej członków. W obecnej sytuacji wydaje się, że przyczyna wzrostu inflacji CPI - przejściowy szok związany ze wzrostem cen żywności oraz energii - zostanie zastąpiona przez wzrost inflacji bazowej w roku przyszłym (wynikającym m.in. z oczekiwanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, a także w mniejszym stopniu ze wzrostu VAT).

Jednakże październikowe posiedzenie RPP nie przyniosło kluczowych decyzji odnośnie podstawowych stóp procentowych. RPP zdecydowała się jedynie na podniesienie stopy rezerwy obowiązkowej do poziomu sprzed kryzysu (z 3,0% do 3,5%, obowiązywać będzie od przyszłego roku). Jest to kolejny sygnał normalizacji sytuacji w sektorze bankowym w warunkach pokryzysowych, po ogłoszeniu wycofania się NBP z operacji zasilających repo i swap walutowy (wprowadzonych w ramach „Pakietu Zaufania”) począwszy od października br.

Bieżący wzrost inflacji jest tylko jednym z argumentów w dyskusji RPP na temat możliwości trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w przyszłości. Jak pokazuje komunikat po październikowym posiedzeniu RPP, Rada uwypukliła rolę kursu walutowego w kształtowaniu się procesów pieniężnych. Co więcej, oceniono, że scenariusz bazowy projekcji październikowej w niewystarczającym stopniu odzwierciedla możliwość napływu kapitału portfelowego do Polski, co skutkować może presją na aprecjację złotego i zmniejszeniem presji inflacyjnej.

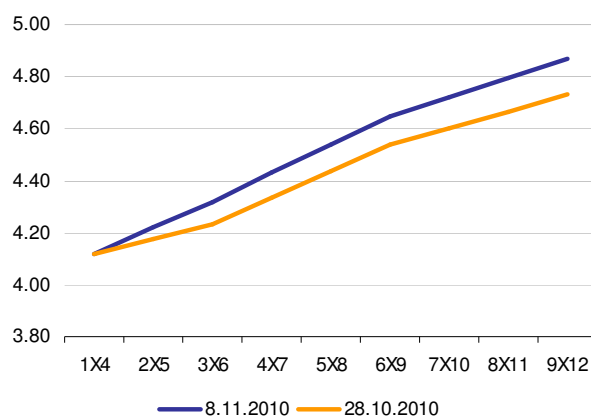
Zwiększony napływ kapitału portfelowego i presja na umocnienie złotego są związane m.in. z polityką pieniężną Fedu. (por. sekcja „Gospodarka globalna”) Ogłoszenie drugiego etapu poluzowania ilościowego już dzień po decyzji znalazło swoje odzwierciedlenie w wycenie aktywów na rynkach wschodzących. Można oczekiwać, że w najbliższym czasie złoty powinien zyskiwać z tytułu napływu kapitału na rynki wschodzące i tym samym ograniczać presję inflacyjną w gospodarce. Stąd też należy się spodziewać, że

członkowie RPP dotychczas nie do końca przekonani co do trwałości szoków (np. na cenach żywności) nadal będą wyczekiwać i obserwować napływające z gospodarki dane.

Według październikowego „Raportu o inflacji” oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w październiku pozostały na poziomie zbliżonym do wrześniowych. Wzrost oczekiwań w sierpniu można z dużą dozą pewności oceniać jako jednorazowy. Zatem waga argumentów członków RPP dążących do zmiany stóp procentowych w celu stabilizacji oczekiwań inflacyjnych uległa osłabieniu, a podwyżka jednorazowa stóp procentowych o 50 pkt bazowych w tej chwili wydaje się mało prawdopodobna.

Wypowiedzi członków RPP (m.in. Chojna-Duch, Zielińska – Głębocka, Gilowska, Kaźmierczak) po opublikowaniu szacunku MF październikowej inflacji nie zmieniły znacząco obrazu odnośnie prawdopodobnego rozkładu głosów na najbliższym posiedzeniu RPP. W oparciu o wyniki głosowania sierpniowego opublikowane w „Raporcie o inflacji” oraz komunikację członków Rady (Winiecki prawdopodobnie już postuluje zacieśnienie) można jedynie spekulować, że układ sił jastrzębie-gołębie jest zrównoważony, a o zmianie stóp w listopadzie zdecydować mogłaby zmiana opinii przez jedną osobę w Radzie w reakcji na dane, jakie napłyną do listopadowego posiedzenia decyzyjnego. Najbardziej prawdopodobne wydaje się, że w przypadku remisu, Belka zadecyduje o pozostawieniu stóp bez zmian. Mimo tego rynek coraz mocniej oczekuje zacieśnienia polityki pieniężnej w okresie najbliższego roku (wykres 8), co odzwierciedla ryzyko spóźnienia się RPP z decyzją o rozpoczęciu cyklu zacieśnienia monetarnego.

Wykres 8. Krzywa FRA.



Źródło: Reuters.

Michał Rot

GOSPODARKA GLOBALNA

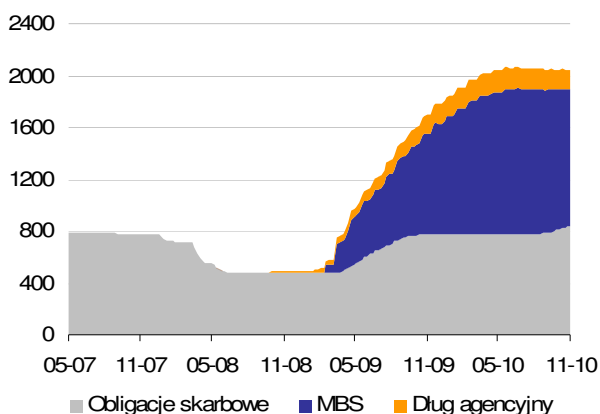
Fed: ciąg dalszy poluzowania ilościowego

W pierwszym tygodniu listopada Fed ogłosił długo oczekiwane szczegóły drugiej rundy monetarnego poluzowania ilościowego (*quantitative easing*) zapowiedzianej w komunikacie po wrześniowym posiedzeniu FOMC. Dalszy ciąg poluzowania ilościowego będzie się odbywał za pomocą operacji zakupu amerykańskich obligacji skarbowych przez Fed. Co ważne, będą one finansowane dwutorowo, a mianowicie poprzez:

1) kreację dodatkowych rezerw banków komercyjnych w Fed,

2) reinwestowanie kwot uzyskanych z wykupu znajdujących się w bilansie Fed agencyjnych papierów dłużnych¹ oraz instrumentów MBS²,

Wykres 9. Instrumenty finansowe w bilansie Fed (mld USD)



Źródło: Fed.

Właściwe poluzowanie ilościowe będzie się odbywało poprzez pierwszy z wymienionych kanałów, gdyż zwiększanie rezerw banków komercyjnych w Fed będzie równoznaczne z powiększeniem tzw. bazy monetarnej³, czyli podstawowego agregatu podaży pieniądza, co w zamierzeniu Fed powinno skutkować rozwojem akcji kredytowej i w konsekwencji być bodźcem dla wzrostu gospodarczego. W ramach tego kanału Fed skupi na rynku wtórnym obligacje

¹ Dług agencyjny – instrumenty dłużne wyemitowane przez dwóch gigantów rynku kredytów hipotecznych w USA, czyli Freddie Mac i Fannie Mae.

² MBS (*mortgage-backed security*) – instrument finansowy zabezpieczony aktywem w postaci kredytu hipotecznego.

³ Baza monetarna – najwęższa miara podaży pieniądza (M0), na którą składa się gotówka w obiegu wraz z całkowitymi rezerwami banków komercyjnych w banku centralnym (rezerwa obowiązkowa oraz nadwyżkowa).

skarbowe o wartości USD 600 mld w okresie od listopada 2010 do czerwca 2011 (średnie tempo skupu wyniesie USD 75 mld miesięcznie).

Z kolei drugi kanał skupu obligacji skarbowych ma na celu eliminację czynnika zmniejszającego bilans Fed (a tym samym bazę monetarną), jakim jest proces zapadania posiadanych przez instrumentów skupionych jeszcze w ramach pierwszej rundy poluzowania ilościowego (ewolucję bilansu Fed w ostatnich latach przedstawia wykres 9). W ramach tej części programu Fed ma dokonać do końca czerwca 2011 reinwestycji w papiery skarbowe funduszy w wysokości USD 250-300 mld (dokładna kwota będzie uzależniona od faktycznych wielkości spłat).

Łącznie, druga runda poluzowania ilościowego zakłada zakup obligacji o wartości USD 850-900 mld w średnim tempie ok. USD 110 mld na miesiąc.

Tabela 1. Struktura puli papierów skarbowych przewidzianych do skupu w ramach QE 2.0 według zapadalności

Zapadalność (w latach)	Obligacje stałokuponowe						TIPS*
	1,5-2,5	2,5-4	4-5,5	5,5-7	7-10	10-17	17-30
Udział w puli	5%	20%	20%	23%	23%	2%	4%

* TIPS - obligacje skarbowe indeksowane inflacją.

Źródło: Fed.

Jeśli chodzi o strukturę terminową planowanych do skupu papierów (patrz: Tabela 1), interwencje Fedu będą skoncentrowane w segmencie 2,5-10 lat (86% całkowitej puli) z docelowym średnim *duration*⁴ całej puli na poziomie 5-6 lat. Biorąc pod uwagę, że jednym z celów Fedu jest obniżenie długoterminowych stóp procentowych, determinujących koszt finansowania hipotecznego, można było się spodziewać nieco wyższego udziału papierów o zapadalności 10 lat i wyżej.

Co istotne, na potrzeby nowego programu Fed tymczasowo zawiesił obowiązujący do tej pory limit swojego zaangażowania w pojedynczą emisję obligacji skarbowej na poziomie 35%.

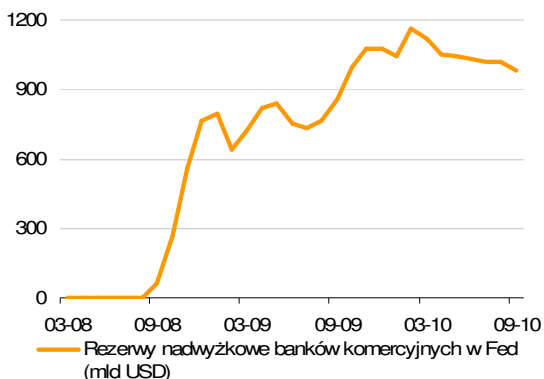
Jak już wspomniano wcześniej, głównym celem drugiej rundy poluzowania ilościowego jest zaopatrzenie banków w nadwyżkowe rezerwy (które notują ostatnio lekkie spadki - patrz: wykres 10), co ma je skłonić

⁴ *Duration* obligacji – średni termin przepływów pieniężnych z danej obligacji (kuponów i nominału) ważony wartościami bieżącymi tych przepływów.

Listopad 2010

do zwiększenia akcji kredytowej, która rozpędzi amerykańską gospodarkę i zapobiegnie groźbie deflacji.

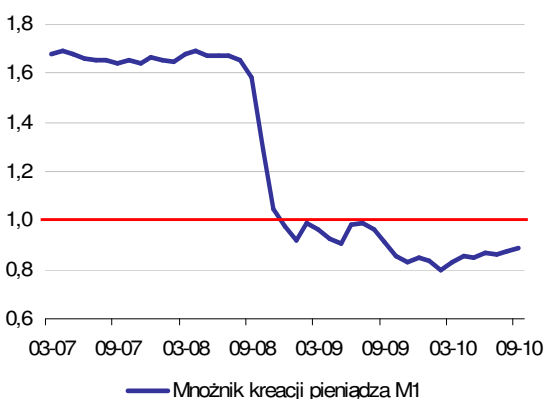
Wykres 10. Rezerwy nadwyżkowe banków komercyjnych w Fed (mld USD)



Źródło: Bloomberg.

Jednakże dotychczasowe efekty pierwszej rundy poluzowania ilościowego nie potwierdzają skuteczności przyjętej przez Fed strategii. Na wykresie 11 przedstawione jest kształtowanie się mnożnika kreacji pieniądza M1⁵ w ciągu ostatnich 4 lat. Widać, że wraz z rozpoczęciem skupu aktywów we wrześniu 2008 r. mnożnik gwałtownie spadł. Doprowadziła do tego szybko powiększająca się baza monetarna, której wzrost nie znajdował przełożenia na szerszy agregat podaży pieniądza (M1) – oznacza to, że nie zadziałał mechanizm kreacji pieniądza oparty o działalność kredytową banków. Co więcej, mnożnik spadł do poziomu poniżej 1 (gdzie znajduje się do dnia dzisiejszego), co oznacza, że baza monetarna przekroczyła rozmiarami agregat M1.

Wykres 11. Mnożnik kreacji pieniądza M1 w USA



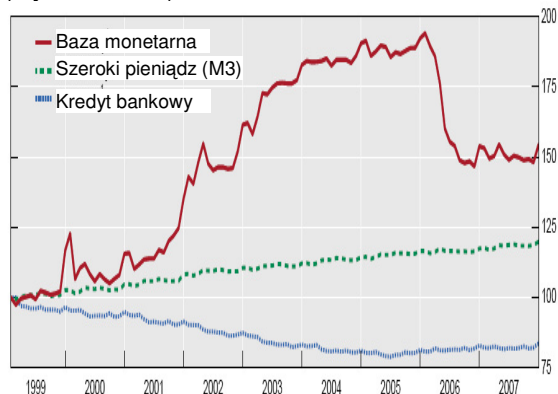
Źródło: Fed.

Warto przypomnieć, że analogiczne działania Banku Japonii w latach 2000-2005 również nie przyniosły

⁵ Mnożnik kreacji pieniądza M1 - stosunek agregatu pieniężnego M1 do M0; M1 – agregat pieniężny obejmujący gotówkę w obiegu wraz z depozytami płatnymi na żądanie (i pozostałymi depozytami o wysokiej płynności).

spodziewanych efektów (patrz: wykres 12). Pomimo niemal dwukrotnego rozszerzenia bazy monetarnej japoński sektor bankowy nie zareagował ekspansją kredytową, a problem kryzysu deflacyjnego pozostał nierozwiązany.

Wykres 12. Poluzowanie ilościowe Banku Japonii (sty'1999=100)



Źródło: BIS, Bank Japonii.

W świetle powyższych argumentów widać, że teoretycznie główny kanał oddziaływania poluzowania ilościowego na gospodarkę (czyli kanał kredytowy) okazuje się być nieskuteczny. Zasadniczy efekt polityki Fed będzie się więc prawdopodobnie w dużej mierze sprowadzał do:

- 1) spadku długoterminowych stóp procentowych (tańsze kredyty hipoteczne, wsparcie dla rynku nieruchomości),
- 2) wzrostu cen aktywów (pozytywny efekt majątkowy stymulujący popyt),
- 3) osłabienia dolara (wsparcie dla eksportu).

Równocześnie jednak realokacja przez amerykański sektor bankowy nadmiarowego kapitału w kierunku aktywów o wyższej stopie zwrotu może się przyczynić do presji na aprecjację walut oraz innych aktywów rynków wschodzących, co może skutkować wytworzeniem się niebezpiecznych nierównowag (groźba wojen walutowych, przed którymi przestrzegał nie tak dawno MFW).

Nie dziwi jednak silne poparcie dla obecnej polityki monetarnej Fed ze strony rządu USA. Fed skupując obligacje skarbowe z rynku wtórnego tworzy tym samym przestrzeń do dalszych rekordowych emisji długu przez władze USA, które mogą być niezbędne, jeżeli ekspansywna polityka fiskalna będzie kontynuowana.

Piotr Piękoś

EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,1% (wrzesień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,95% (wrzesień 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.): 2,9% (wrzesień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,88% (wrzesień 2010) Deficyt budżetu: 7,2% PKB (2009) Dług publiczny: 50,9% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,7% (wrzesień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,03% (wrzesień 2010) Deficyt budżetu: 5,8% PKB (2009) Dług publiczny: 35,4% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,9% (wrzesień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,31% (wrzesień 2010) Deficyt budżetu: 4,4% 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.

Listopad 2010

NA RYNKU

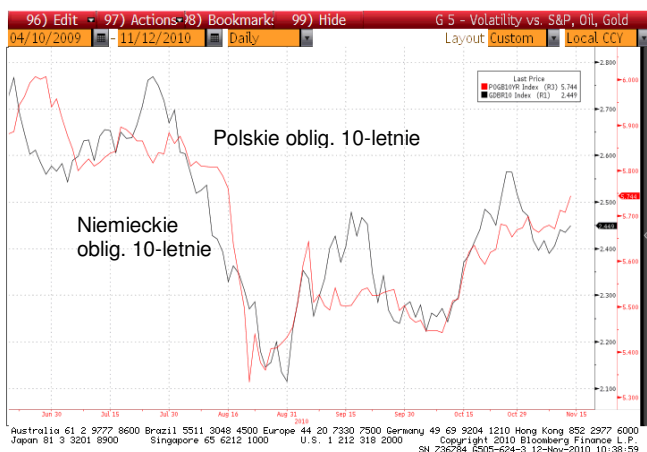
Rynek stopy procentowej

Październik i znaczna część listopada zostały naznaczone wzrostem rynkowych oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej w Polsce. Przyczynkiem do takiego zachowania inwestorów stały się dobre dane ze sfery realnej (PMI) oraz wyższa od oczekiwań prognoza inflacji opublikowana przez Ministerstwo Finansów. W połowie listopada instrumenty pochodne na stopę procentową wyceniały już, że Rada Polityki Pieniężnej w perspektywie 18 miesięcy dokona pełnego cyklu zacieśnienia monetarnego w skali 150pb, czyli skali zbliżonej do tej z poprzednich cykli. Według wycen rynkowych do pierwszego ruchu na stopach miałyby dojść już w listopadzie. Do stycznia stopy procentowe NBP miałyby zostać podniesione łącznie o 50pb.

Oczekiwania co do przyszłych stóp NBP okazały się przekładać również na zachowanie krzywej obligacyjnej. Dość wyraźnie traciły obligacje ze środka krzywej, bardziej stabilne okazały się najkrótsze papiery. Obligacje z długiego końca poruszały się w zasadzie w ślad za niemieckimi bundami. Zmiany ich rentowności podyktowane więc były na zmianę techniczną korektą na niemieckim bundzie (wzrost rentowności), ogłoszeniem drugiej rundy poluzowania ilościowego w USA (spadek rentowności), obawami o finansowanie deficytów Irlandii i Portugalii (spadek rentowności) oraz nieudaną aukcją amerykańskich obligacji dwuletnich i obawami o popyt na dłuższe amerykańskie papiery (wzrost rentowności).

G5

Index G



W dalszym ciągu kluczowa dla globalnego rynku finansowego wydaje się decyzja Fed o „odpaleniu” drugiej rundy poluzowania ilościowego. Uważamy, że wdrażanie tzw. QE 2.0 (w ciągu najbliższego miesiąca skala zakupów amerykańskich obligacji przez Fed ma przekroczyć 105 mld USD) pozwoli utrzymać rentowności obligacji amerykańskich na obniżonych poziomach. Czynniki te oraz utrzymujące się napięcia

na peryferiach strefy euro powinny wspierać w najbliższych miesiącach również obligacje niemieckie. W perspektywie kilku miesięcy nowy zastrzyk pieniądza dla gospodarki amerykańskiej powinien także stymulować aktywa krajów rozwijających się (nastąpi kontynuacja realokacji kapitału portfelowego do tych krajów), w tym Polski. Spodziewamy się, że wpływ realokacji odczuwalny będzie również na polskiej walucie. Czy jednak będzie to czynnik wyznaczający trend na polskich obligacjach już w listopadzie? Czy zakończyła się już korekta i skracanie duration na polskich przez inwestorów posiadających polskie obligacje? Czy sentyment wśród inwestorów zagranicznych poprawił się na tyle, żeby zwiększyli oni swe zaangażowanie w polskie aktywa? Kwestie dość niestabilnego sentymentu na polskich obligacjach do pewnego stopnia wydają się równoważyć niższe podaż polskich papierów skarbowych w listopadzie oraz silne fundamenty i praktyczny brak ryzyka politycznego. Czynniki te sugerować mogą sadek rentowności najdłuższych polskich obligacji.

Większy wpływ czynników lokalnych widzimy naturalnie w kształtowaniu się rentowności najkrótszych papierów skarbowych. Pomimo ryzyka zacieśnienia monetarnego (to czy dojdzie w listopadzie do podwyżki stóp, czy też nie w dużej mierze zależeć będzie od poziomu EURPLN w dniu decyzji RPP) uważamy, że stromizna krzywej (i zachęcający roll-down) w najkrótszym sektorze zachęcać może sugerować utrzymanie zaangażowania inwestorów w najkrótsze papiery jeszcze przez kilka tygodni. Spostrzeżenia te wydają się być jeszcze bardziej adekwatne do krzywej FRA i instrumentów pochodnych na stopę procentową. Tu wobec wycenianych przez inwestorów agresywnych podwyżek stóp procentowych (a więc i stromej krzywej) to właśnie listopadowa decyzja RPP (obstawiamy, że stopy pozostaną jednak bez zmian) może przełożyć się na sukces strategii „receive”. Podkreślić należy jednak, że z uwagi na sekwencję danych makro wygaszenie oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej w Polsce wydaje się mało prawdopodobne.

Kurs EURPLN

Jak już pisaliśmy druga runda poluzowania ilościowego w USA oraz kontynuacja realokacji kapitału portfelowego w stronę emerging markets wspierać powinny waluty tych krajów. Wobec znacznego umocnienia walut krajów Ameryki Łacińskiej i Azji Płd-Wsch oraz zabiegów mających ograniczyć aprecjację walut tych krajów w przyszłości (tzw. capital controls) to waluty naszego regionu zdają się być wystawione na bardziej gwałtowną aprecjację w najbliższej perspektywie. Szczegółowe ryzyko aprecjacyj-

Listopad 2010

ne dotyczy polskiej waluty (Polska jest, obok Turcji, krajem najlepiej postrzeganym przez inwestorów), która cieszy się jednymi z najsilniejszych fundamentów w regionie. Niewątpliwym wsparciem dla złotego pozostają również przesłanki do rychłego zacieśnienia polityki monetarnej, co wobec normalizacji premii za płynność na rynkach finansowych powinno oddziaływać w stronę wzmocnienia aktywności inwestorów na tak popularnych jeszcze przez kryzysem finansowym carry trades na złotym. Zwracamy uwagę na ujemną korelację między stawkami WIBOR i kursem EURPLN na przestrzeni lat za wyjątkiem okresu podwyższonej awersji do ryzyka na rynkach światowych (część roku 2009).



Ostatnie dni wydawały się ten naszkicowany przez nas scenariusz potwierdzać (EURPLN wyrównał minima z połowy października, obserwowaliśmy zwiększone zainteresowanie polską walutą wśród zagranicznych spekulantów). Zmniejszona płynność

w samym Dniu Niepodległości, techniczna korekta na EURUSD i kolejna seria obaw o sytuację fiskalną na Węgrzech przełożyły się jednak na dość gwałtowne osłabienia polskiej waluty. Pamiętać należy, że płynność rynku w ostatnich dwóch miesiącach roku może charakteryzować mniejsza jednolitość, co sugerowałoby możliwość wzrostu zmienności złotego. Zmienność tą mogą dodatkowo stymulować kontrowersyjne decyzje RPP, czy komunikacja Ministerstwa Finansów z rynkiem. Może stać się również tak, że właśnie zmienność złotego stanie się powodem bardziej radykalnych akcji ze strony RPP, czy też Ministerstwa Finansów.



Ernest Pytlarczyk

Listopad 2010

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Listopad 2010	Grudzień 2010	Styczeń 2011
POLSKA			
Inflacja CPI	15	14	
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	19	17	
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	18	16	
PKB	30	-	
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	22	
Podaż pieniądza M3	12	14	14
Bilans płatniczy	10	13	13
Inflacja bazowa	22	21	
Oficjalne aktywa rezerwowe	5	7	7
Posiedzenie RPP	22-23	21-22	
STREFA EURO			
Inflacja HICP	16,30	16	
PKB	12	2	
Wskaźnik koniunktury ZEW	16	14	
Posiedzenie ECB	4	2	13
USA			
Inflacja CPI	17	15	14
PKB	23	22	28
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	5	3	7
Zamówienia na dobra trwałe	24	23	27
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	3
Posiedzenie FED	2-3	14	25-26

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.