



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Marzec 2011, Nr 108 (3)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Polityka monetarna	s. 3
Gospodarka polska	s. 5
Gospodarka globalna	s. 8
Euromonitor	s.11
Na rynku	s. 12
Kalendarz	s. 13

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

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

PAULINA ZIEMBIŃSKA
analityk
tel. (22) 829 10 62
paulina.ziembinska@brebank.pl

MACIEJ PIELASZKIEWICZ
analityk
tel. (22) 829 90 34
maciej.pielaszkiwicz@brebank.pl

- Bieżąca projekcja inflacyjna jest z pewnością wsparciem dla gołębiego skrzydła w RPP (włączając prezesa) i ograniczy skalę zacieśnienia monetarnego w najbliższych miesiącach. RPP może co prawda podążyć za ECB i podnieść stopy w kwietniu, jednak może być to jedyna podwyżka w pierwszym półroczu 2011.
- Obserwowane od połowy 2010 roku ożywienie popytu inwestycyjnego ma rozczarowująco łagodny przebieg. Utrzymuje się co prawda dodatnia kontrybucja inwestycji publicznych do wzrostu całego agregatu, jednak odbudowa inwestycji prywatnych zaskakuje negatywnie. Tzw. stylizowane fakty nie wskazują, aby opóźnienie prywatnego popytu inwestycyjnego miało przełożyć się na skrócenie fazy ekspansji gospodarczej. Może się jednak okazać, że w perspektywie najbliższych 1-2 kwartałów ożywienie w inwestycjach będzie nadal przede wszystkim dotyczyło sekcji wymiany fizycznie zdeprecjonowanego kapitału a na ożywienie w inwestycjach w rozbudowę mocy produkcyjnych będziemy musieli jeszcze poczekać. Taki profil ożywienia inwestycyjnego w połączeniu z faktem dominującego udziału środków własnych przedsiębiorstw w finansowaniu inwestycji może oddziaływać w dalszym ciągu w stronę utrzymania łagodnej ścieżki wzrostu wolumenów kredytów dla przedsiębiorstw.
- Problem zadłużenia gospodarek jest teraz bardziej aktualny niż kiedykolwiek. Stany Zjednoczone nie wypracowały jeszcze koncepcji walki z długiem publicznym i ogromnym deficytem budżetowym, jasne jest jednak, że przyjęły zupełnie inne założenia niż na przykład Wielka Brytania (skądinąd krytykowana przez Obamę). Skala cięć (nawet ta zaproponowana przez republikanów) jest mniejsza niż przyjęta przez rząd Camerona. Nie należy się temu dziwić – gospodarka amerykańska znacznie bardziej odczuła kryzys finansowy i znacznie wolniej się z niego podnosi, nie ma też asekuracji w postaci struktur europejskich. Amerykanie powinni jednak zdawać sobie sprawę, że odkładając problemy budżetowe na później stają przed wielką niewiadomą. Brak ustawy budżetowej powiększa tylko niepewność, co rynki finansowe mogą niedługo przestać tolerować.
- Światelko w tunelu dla polskich obligacji. W ostatnich dniach obserwowaliśmy zarówno kapitulację tradów na wyższe stopy w Azji, jak i realny napływ kapitału zagranicznego na polski rynek obligacji. W sytuacji zahamowania wzrostów rentowności na rynkach bazowych i rozszerzaniu spreadów kredytowych na peryferiach strefy euro polskie papiery mogą cieszyć się większym zainteresowaniem inwestorów.

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010	2011P
PKB r/r	6,8	5,1	1,7	3,8	4,2
Inflacja (średnia w okresie)	2,5	4,2	3,5	2,8	3,7
Saldo na rachunku obrotów bież. (% PKB)	-4,5	-5,3	-1,6	-3,1	-3,8
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	11,2	9,5	12,1	12,3	11,9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,25

Wskaźnik	2010				2011	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P
PKB r/r	3,0	3,5	4,2	4,4	4,4	3,8
Inflacja r/r (średnia w okresie)	3,0	2,1	2,6	□,9	3,7	3,7
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75	4,25

P - prognoza

Marzec 2011

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Lip 10	Sie 10	Wrz 10	Paź 10	Lis 10	Gru10	Sty11	Lut11
PKB i produkcja								
PKB			4,2%			4,4%		
Popyt krajowy			4,2%			5,6%		
Spożycie indywidualne			3,5%			4,1%		
Nakłady brutto na środki trwałe			0,4%			0,9%		
Wartość dodana			3,8%			3,8%		
w przemyśle			10,2%			6,2%		
w budownictwie			6,1%			6,6%		
w sektorze usług rynkowych			2,0%			3,3%		
Produkcja przemysłowa r/r	10,5%	13,6%	11,8%	8,0%	10,0%	11,4%	10,3%	11,1%
Produkcja przemysłowa m/m	-5,9%	-1,8%	13,1%	-1,6%	-1,4%	-4,2%	-6,4%	
Sprzedaż detaliczna r/r	3,9%	6,6%	8,6%	9%	8,3%	12,0%	5,8%	7,2%
Sprzedaż detaliczna m/m	3,2%	-1,6%	1,2%	4,3%	-6,7%	25,3%	-28,6%	
Rynek pracy								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3433,32	3407,26	3403,68	3440,22	3525,67	3847,91	3391,59	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,1%	4,2%	3,7%	3,9%	3,6%	5,4%	5,0%	4,9%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,9%	-0,8%	-0,1%	1,1%	2,5%	9,1%	-11,9%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,2%	2,4%	3,8%	4,0%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,3%	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	2,3%	
Stopa bezrobocia	11,5%	11,4%	11,5%	11,5%	11,7%	12,3%	13,0%	13,2%
Handel zagraniczny								
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1270	-1281	-1089	-1217	-2195	-1573	-1709	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-606	-825	-537					
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	17,5%	22,9%	17,9%					
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	18,9%	26,2%	23,9%					
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,3%	-2,6%	-2,9%					
Ceny								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	-0,2%	-0,4%	0,6%	0,5%	0,1%	0,4%	1,2%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,0%	2,0%	2,5%	2,8%	2,7%	3,1%	3,8%	3,9%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,6%	-	2,1%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,1%	-0,2%	0,1%	0,0%	0,4%	1,2%	0,4%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	3,8%	4,0%	4,3%	3,9%	4,7%	6,2%	6,2%	7,1%
Agregaty monetarne								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	743,3	749,6	752,9	756,6	763,4	782,5	769,1	
Podaż pieniądza r/r	7,8%	9,4%	8,9%	6,4%	9,1%	8,7%	8,2%	8,5%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	13,7%	15,5%	12,4%	10,0%	14,3%	13,9%	12,7%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	-3,1%	-2,2%	-3,1%	-2,3%	-0,7%	-0,3%	0,4%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	9,4%	10,0%	9,7%	10,2%	10,1%	9,8%	9,4%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	12,1%	15,2%	12,9%	13,2%	10,7%	9,9%	9,2%	
Kursy walutowe								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4,01	4,00	3,97	3,97	4,02	3,96	3,93	3,96
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,07	3,15	2,91	2,85	3,10	2,96	2,87	2,87
Stopy procentowe								
Stopa interwencyjna NBP	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,75%	3,75%
Stopa lombardowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,25%	5,25%
Stopa depozytowa	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,25%	2,25%
WIBOR 3M	3,72%	3,71%	3,74%	3,83%	3,86%	3,92%	4,01%	4,11%
Rentowność obligacji 2Y	4,75%	4,73%	4,76%	4,73%	4,85%	4,76%	4,99%	5,09%
Rentowność obligacji 5Y	5,41%	5,19%	5,09%	5,16%	5,41%	5,48%	5,73%	5,84%
Rentowność obligacji 10Y	5,88%	5,43%	5,50%	5,56%	5,83%	6,00%	6,27%	6,28%
Gospodarka światowa								
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,7%	1,6%	1,9%	1,9%	1,9%	2,2%	2,3%	2,4%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			1,9%			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)	1,2%	1,1%	1,1%	1,2%	1,1%	1,5%	1,6%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			2,6%			2,8%		
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.

Marzec 2011

POLITYKA MONETARNA

RPP: podwyżki na razie tylko prewencyjnie, brak presji popytowej w projekcji inflacyjnej

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zdecydowała się na zmianę stóp procentowych. Komunikat po posiedzeniu okazał się stosunkowo łagodny, podobnie jak wypowiedzi prezesa w czasie konferencji. Zaprezentowano także wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej (opisujemy w akapitach po opisie treści komunikatu).

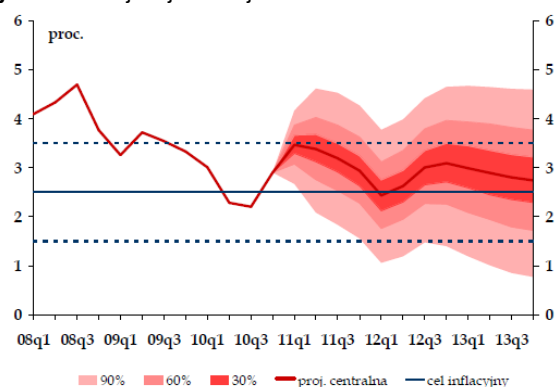
Komunikat. RPP podkreśla, że na świecie dochodzi do utrwalenia procesów wzrostowych, jednak czynniki ryzyka pozostają bez zmian: nierównowaga fiskalna oraz skutki niekonwencjonalnej polityki monetarnej. W kontekście bieżących wydarzeń zwrócono uwagę na napięcia na Bliskim Wschodzie i Afryce Północnej, w tym także na możliwość wystąpienia dwojakich skutków wzrostu cen ropy naftowej: pro-inflacyjnych ale i anty-wzrostowych.

Po bardzo optymistycznych styczniowych „Minutes” w marcu RPP stała się ponownie bardziej ostrożna względem oceny koniunktury w polskiej gospodarce. Zwrócono uwagę na wysokie tempo wzrostu PKB w IV kwartale, generowane jednak nie przez inwestycje, a konsumpcję. Komunikat nawiązuje też do dobrych danych o produkcji, słabszych o sprzedaży, wzrostów zatrudnienia i płac (tu RPP wciąż używa przymiotnika "umiarkowane"), a także do wzrostu stopy bezrobocia. Podkreślono już niemal tradycyjnie (fragment pojawia się już od wielu miesięcy) ograniczone kredytowanie przedsiębiorstw i towarzyszący mu szybki wzrost kredytów hipotecznych (wola RPP, aby ograniczyć wzrost kredytowania w walutach obcych pojawia się także już tradycyjnie na końcu komunikatu). Odnosnie procesów inflacyjnych RPP zaznaczyła przekroczenie przez wskaźnik inflacji górnej granicy celu oraz egzogeniczność tego wzrostu. Brak odniesienia do kursu walutowego w komunikacie, a także sugestie co do obecnie niewielkiego wpływu RPP na kurs walutowy, wydają się preludium do zaniechania eksperymentów z celowaniem kursu walutowego i większego skupienia uwagi na celu inflacyjnym (w średnim terminie).

Projekcja inflacyjna. W porównaniu do październikowej projekcji inflacji podwyższono prognozę na pierwsze dwa kwartały 2011 r.: o 0,5-0,6 pp. O ile sama wielkość różnicy robi wrażenie, dekompozycja skłania do wniosku, że w ocenie NBP wyższa inflacja w pierwszej połowie br. wynikać będzie przede wszystkim z czynników globalnych: wyższych cen energii oraz żywności. W porównaniu do poprzedniej projekcji prognoza inflacji bazowej w br. jest tylko nieznacznie wyższa, a w 2012 r. nawet niższa. Niższa w porównaniu do poprzedniej projekcji prognoza inflacji w drugiej połowie br. oraz w 2012 r. wynikać ma z unormowania się cen żywności. W całym horyzoncie projekcji (poza pierwszym kwartałem 2012 r.), inflacja ma utrzymywać się powyżej celu inflacyjnego, na poziomie około 3% r/r.

NBP spodziewa się utrzymania się wysokiego wzrostu gospodarczego w 2011 roku, co wynikać ma w dalszym ciągu ze wzrostu popytu wewnętrznego przy malejącym wpływie zmiany zapasów. W średnim horyzoncie dynamika PKB ma być niższa w porównaniu do poprzedniej projekcji, co wynika przede wszystkim z niższych prognoz dynamiki inwestycji. Jest to związane z obniżeniem prognoz inwestycji publicznych (nowy Plan Budowy Dróg i Autostrad,

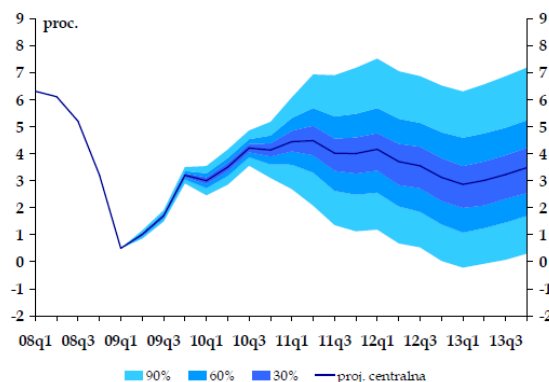
Wykres 1. Projekcja inflacji.



Źródło: NBP.

niższy napływ transferów unijnych). Prognoza inwestycji prywatnych nie została znacząco zmieniona – ich wkład we wzrost inwestycji ogółem będzie bardziej wyraźny w drugiej połowie br. W 2013 r. inwestycje prywatne będą motorem wzrostu nakładów brutto na środki trwałe ogółem i będą łagodzić spadek inwestycji publicznych. Obniżenie prognoz wzrostu PKB przełożyło się na nieco gorsze w ocenie NBP perspektywy dla rynku pracy. Wyższe w porównaniu z projekcją październikową bezrobocie ma osłabić sytuację pracowników i obniżyć presję płacową.

Wykres 2. Projekcja PKB.



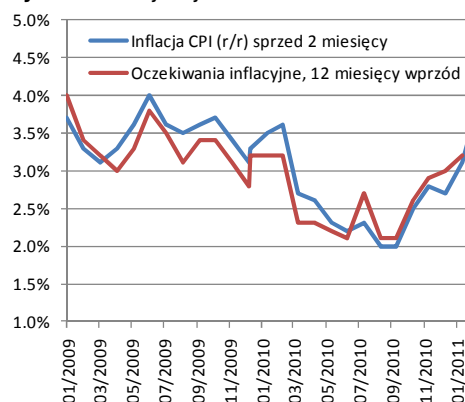
Źródło: NBP.

Najistotniejszym czynnikiem ryzyka marcowej projekcji jest otoczenie zewnętrzne. Choć Europejski Bank Centralny przewidywał swoje prognozy do góry, raport NBP emanuje pesymizmem... W ocenie NBP trudno stwierdzić, czy wycofywanie się rządów z stymulującego *policy mix*, rosnące zadłużenie krajów rozwiniętych oraz niepewność co do cen surowców rolnych i energetycznych wpłynę na wyższą czy niższą inflację. Spośród czynników ryzyka w zakresie kursu walutowego (wysokiego deficytu finansów publicznych oraz napływu inwestycji zagranicznych i portfelowych) silniejszy jest pierwszy z nich, co może przyczynić się do wzrostu inflacji. W bilansie ryzyka NBP wskazał na możliwość wyższego wzrostu cen.

Bieżąca projekcja inflacyjna jest z pewnością wsparciem dla gołębiego skrzydła w RPP (włączając prezesa) i ograniczy skalę zacieśnienia monetarnej w najbliższych miesiącach. RPP może co prawda podążyć za ECB i podnieść

Marzec 2011

stopy w kwietniu, jednak może być to jedyna podwyżka w pierwszym półroczu 2011. Wsparciem dla szybkiej decyzji może być najnowszy odczyt oczekiwań inflacyjnych – już prosta analiza graficzna (patrz wykres) sugeruje, że mechanizm obliczania oczekiwań jest b. przewidywalny (czytaj adaptacyjny; w większości przypadków odzwierciedla wzrost inflacji sprzed 2 miesięcy). Pozostaje pytanie, czy RPP jest świadoma tego faktu (a więc zostało to już wzięte pod uwagę), czy też zostanie zaskoczona (a takie sytuacje obserwowaliśmy już w przeszłości, nawet w przypadku „oczekiwanych” i wcześniej szeroko diskutowanych – nawet w wypowiedziach członków Rady – odczytów inflacyjnych). Podtrzymujemy, że cały cykl zacieśnienia zamknie się prawdopodobnie w 75-100pb.

Wykres 3. Projekcja PKB.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Marcin Mazurek
Maciej Pielaszkiewicz

Marzec 2011

GOSPODARKA POLSKA

Inwestycje – rozczarowująco łagodne ożywienie

Obserwowane od połowy 2010 roku ożywienie popytu inwestycyjnego ma rozczarowująco łagodny przebieg. Utrzymuje się co prawda dodatnia kontrybucja inwestycji publicznych do wzrostu całego agregatu, jednak odbudowa inwestycji prywatnych zaskakuje negatywnie.

Tzw. stylizowane fakty nie wskazują, aby opóźnienie prywatnego popytu inwestycyjnego miało przełożyć się na skrócenie fazy ekspansji gospodarczej. Może się jednak okazać, że w perspektywie najbliższych 1-2 kwartałów ożywienie w inwestycjach będzie nadal przede wszystkim dotyczyło sekcji wymiany fizycznie zdeprecjonowanego kapitału a na ożywienie w inwestycjach w rozbudowę mocy produkcyjnych będziemy musieli jeszcze poczekać.

Taki profil ożywienia inwestycyjnego w połączeniu z faktem dominującego udziału środków własnych przedsiębiorstw w finansowaniu inwestycji może oddziaływać w dalszym ciągu w stronę utrzymania łagodnej ścieżki wzrostu wolumenów kredytów dla przedsiębiorstw.

Niezaprzeczalnie w gospodarce polskiej mamy do czynienia z systematyczną poprawą koniunktury. Ten pozytywny, cykliczny obraz nie przekłada się jednak jeszcze na znaczącą poprawę popytu inwestycyjnego. Dynamika inwestycji w samym IV kwartale 2010 roku (0% kw/kw oraz 0,9% r/r) okazała się rozczarowująca. Dla porządku dodajmy, że precyzyjna ocena stanu inwestycji prywatnych w całej gospodarce we wspomnianym okresie ciągle nie jest możliwa¹.

Ostatnie wydarzenia w Europie i presja na zacieśnienie fiskalne w najbliższych latach sugerują również, że ambitne plany rozbudowy infrastruktury, w tym te związane z przygotowaniem do Euro2012 i przede wszystkim z budową dróg, można odłożyć między bajki, a przynajmniej nie będą one tak stymulujące jak sądzono dotychczas (patrz też ostatnia projekcja NBP). Rząd przedsięwziął szereg działań, jak choćby unieważnienie 25 II br. 12 trwających postępowań na budowę dróg krajowych na kwotę 9,4mld zł (konsekwencja przyjętego w styczniu Programu Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015), modyfikujących wcześniejsze ambitne plany. W perspektywie średniookresowej, jednak już po 2011 roku, niższa dynamika inwestycji infrastrukturalnych może być jednak równoważona przez inwestycje sektora energetycznego. Skalę inwestycji w tym sektorze szacuje się na około 90 mld zł w kolejnych 5-6 latach.

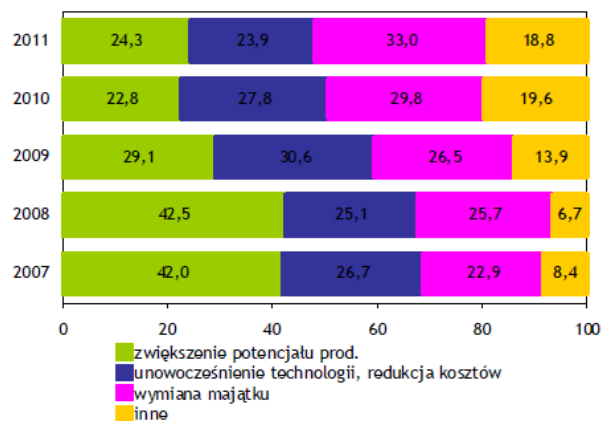
Skąd popyt inwestycyjny?

Inwestycje można podzielić na dwie główne grupy: inwestycje odtworzeniowe (restrykcyjne) oraz inwestycje w rozbudowę mocy produkcyjnych. Choć na poziomie staty-

stycznym (agregatowym) obydwa rodzaje popytu inwestycyjnego są nierozróżnialne, analizy „bottom-up” (z których wnioski przedstawiane są w popularnych podręcznikach do analizy cyklu koniunkturalnego) sugerują, że „odbicie” inwestycyjne po okresie recesji generowane jest w głównej mierze przez inwestycje restrykcyjne, dokonywane przez przedsiębiorstwa zmuszone² do wymiany kapitału rzeczowego poprzez jego nadmierne zużycie. W tej fazie cyklu finansowanie jest tanie, zwykle tanio przedstawiają się ceny dóbr inwestycyjnych, przy czym ich montaż oraz opóźnienie w realizacji zamówienia jest krótkie z uwagi na niewielki jeszcze popyt w gospodarce. W dalszej części ożywienia pojawiają się inwestycje nowe, ukierunkowane na rozbudowę mocy produkcyjnych (potencjału produkcyjnego). Pojawiają się one w związku ze wzrostem popytu na produkty przedsiębiorstwa lub z oczekiwań na wzrost popytu; oczywistym jest, że zwiększenie produkcji musi pociągać za sobą korzyści materialne bądź strategiczne dla przedsiębiorstw – w przeciwnym wypadku nie one będą inwestować.

Choć popyt nowy i restrykcyjny są nierozróżnialne na poziomie dostępnych danych o inwestycjach (GUS), bardzo pomocne okazują się badania ankietowe, które dzięki przedstawieniu kompozycji popytu inwestycyjnego pozwalają ocenić przynajmniej dojrzałość fazy ożywienia (patrz wykres 1).

Wykres 1. Cele inwestycji w 2011 r.



Źródło: NBP.

W okresach dobrej koniunktury celem ponad 2/5 inwestycji w Polsce było zwiększenie potencjału produkcyjnego. Na 2011 r. 1/3 firm zaplanowała inwestycje związane z wymia-

² Cykliczną konieczność wymiany sprzętu należy odróżnić od konieczności strukturalnej. W tym drugim przypadku należy wskazać na energetykę, przed którą w ciągu najbliższych 10 lat stoją ogromne wyzwania, jako że 70% elektrowni i sieci energetycznych jest zdekapitalizowana. Wg ostrożnych szacunków wymiana i rozbudowa istniejących bloków oraz dostosowanie polskiej energetyki do wymagań unijnych wymaga inwestycji rzędu 100-200 mld zł. Należy zauważyć, że strukturalne zaległości tego sektora powinny się w najbliższym czasie nakładać na cykliczny komponent nowych inwestycji, co z kolei może stanowić kolejne, endogeniczne źródło popytu inwestycyjnego.

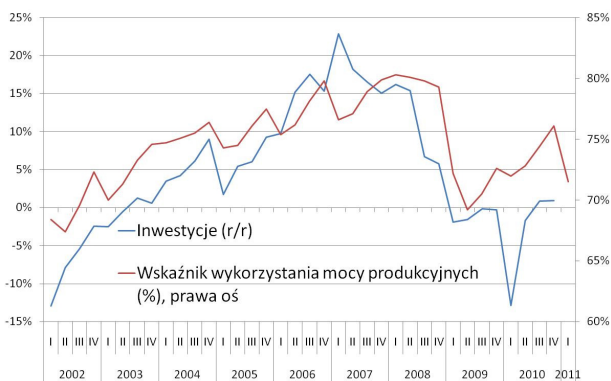
¹ Szacunkowe dane o inwestycjach prywatnych w całej gospodarce można uzyskać dopiero po publikacji danych o inwestycjach publicznych, co następuje z dużym opóźnieniem.

Marzec 2011

na majątku, a tylko 24,3% - w zwiększenie potencjału produkcyjnego. Przewaga popytu restytucyjnego oraz mało inwestycji nowych to akcenty, które sugerują, że cykl inwestycyjny dopiero się rozpoczyna.

Syntetyczne spojrzenie na inwestycje w ujęciu całościowym oferuje wskaźnik wykorzystania mocy wytwórczych. W latach 2002-2005 wskaźnik ten wyprzedzał wzrost inwestycji o około 2-3 kwartały (patrz wykres 2). Wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych w latach 2009-2010 znajdował się w trendzie wzrostowym. Odczyt za pierwszy kwartał 2011 r. jest jednak niższy niż kwartał wcześniej (spadek o 4,6 pp.), ale na podobnym poziomie co przed rokiem (spadek o 0,5 pp.).

Wykres 2. Inwestycje w Polsce (r/r) oraz wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych (%)



Źródło: GUS.

Obserwowany spadek może sugerować, że w perspektywie najbliższych 1-2 kwartałów ożywienie w inwestycjach będzie nadal przede wszystkim dotyczyło wymiany fizycznie zdeprecjonowanego kapitału.

Czy opóźnienie inwestycji źle wróży trwałości ożywienia? Zbiór stylizowanych faktów.

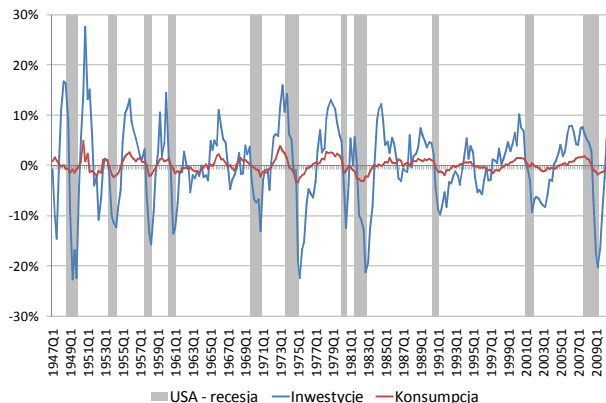
Jak ustalono wcześniej, sekwencja zmian popytu inwestycyjnego to popyt restytucyjny, a następnie popyt na inwestycje nowe. Warto sprawdzić, czy może się zdarzyć, że inwestycje nowe po prostu się nie pojawiają, a firmy mogą ograniczyć się jedynie do zachowania funkcjonalności istniejącego kapitału.

Gospodarka, dla której istnieją najdłuższe i najdokładniejsze szeregi czasowe, a dodatkowo wiarygodnie wyznaczone zostały (przez NBER) same momenty rozpoczęcia i zakończenia recesji to Stany Zjednoczone. Analiza cyklu inwestycji dla tej gospodarki powinna zatem umożliwić zebranie tzw. stylizowanych faktów. Wśród tychże historycznie powtarzalnych wzorców szukamy odpowiedzi na pytania o zmienność inwestycji w cyklu w porównaniu ze zmiennością konsumpcji, szybkością ożywienia inwestycyjnego po zakończeniu recesji oraz trwałością ożywienia w przypadku opóźnienia odbicia popytu inwestycyjnego (które pojawia się jako wynik „dołączenia” inwestycji nowych).

Pierwszy stylizowany fakt (prezentujemy go dla porządku, znajduje się w każdym podręczniku do makroekonomii). Zmienność inwestycji w cyklu jest wyraźnie wyższa niż zmienność konsumpcji. Wynika to między innymi z wygładzania konsumpcji przez gospodarstwa domowe (*habit formation*) oraz szybszych reakcji przedsiębiorców na

zmiany nie tylko bieżącej koniunktury ale również perspektyw dla popytu (patrz wykres poniżej).

Wykres 1. Recesje w USA oraz cykl inwestycji i konsumpcji w okresie od 1947 r.



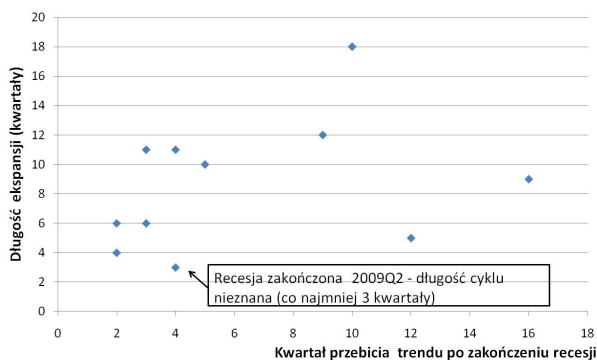
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych BEA, NBER.

Odchylenie inwestycji od długookresowego trendu w czasie najgłębszych recesji sięga 20%. Z kolei odchylenie konsumpcji nie odbiega od długoterminowego trendu o więcej niż 3-4%.

Drugi stylizowany fakt. Do 4-5 kwartału po osiągnięciu przez gospodarkę dna recesji powinno nastąpić odbicie popytu inwestycyjnego. W czasie czterech spośród jedenastu recesji w okresie powojennym przebiecie długookresowego trendu przez inwestycje następowało z wyraźnym opóźnieniem tj. później niż w ciągu 5 kwartałów po kryzysie. Po kryzysie finansowym inwestycje w USA znalazły się powyżej długookresowego trendu późno – dopiero w 3 kwartałe 2010 r. (patrz wykres powyżej).

Trzeci stylizowany fakt. Długość fazy ekspansji/ożywienia wydaje się tym dłuższa im później nastąpiło przebiecie przez inwestycje długookresowego trendu (patrz wykres rozrzutu poniżej). Od tej reguły są jednak wyjątki – po recesji zakończonej w pierwszym kwartale 1991 r. przebiecie trendu przez inwestycje nastąpiło dopiero po 12 kwartałach, a ekspansja trwała tylko 5 kwartałów. Podobnie było po recesji zakończonej w pierwszym kwartale 1961 – wartości te to odpowiednio 16 kwartałów oraz 9 kwartałów.

Wykres 2. Długość ekspansji vs. kwartał przebiecia trendu przez inwestycje po zakończeniu recesji



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych BEA.

Marzec 2011

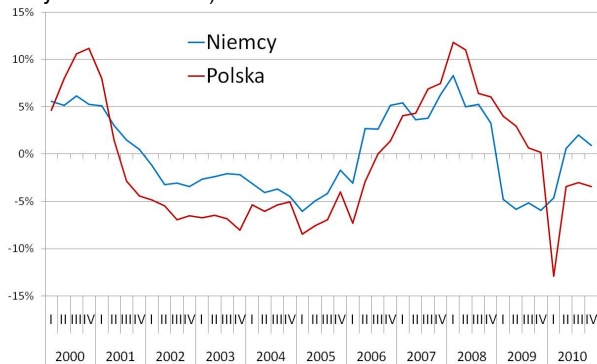
Czwarty stylizowany fakt. Zmiana trendu inwestycji następuje najczęściej w podobnym momencie jak zmiana trendu konsumpcji. W 5 spośród 11 powojennych recesji zmiana trendów nastąpiła w tym samym czasie. W 3 przypadkach zmiana trendu konsumpcji następowała wcześniej – 1 do 4 kwartałów. W 3 przypadkach zmiana trendu konsumpcji następowała później – dwukrotnie miało to miejsce 2 kwartały później, a w jednym przypadku w ogóle to nie nastąpiło (podwójna recesja z początku lat 90-tych – scenariusz, którego powtórzenie wieszczyło wielu ekonomistów w roku 2010).

Obecne ożywienie popytu konsumpcyjnego, spory odsetek firm zgłaszających jedynie wolę odbudowy kapitału to fakty, które przemawiają za możliwością rozpoczęcia „normalnego” cyklu inwestycji w perspektywie kilku kwartałów (prawdopodobnie przełomu 2011/2012). Cykliczne ożywienie w inwestycjach może napotkać na wsparcie ze strony strukturalnej konieczności zachowania (a także rozbudowy) mocy produkcyjnych sektora energetycznego (inwestycje realizowane już po 2011 roku).

Cykl inwestycji w Polsce i w Niemczech

Przywołane w poprzednich paragrafach stylizowane fakty sugerują, że opóźnienie odbicia inwestycji nie powinno zwiastować rychłego zakończenia fazy ekspansji gospodarczej również w polskiej gospodarce. Do podobnych wniosków prowadzą również zaobserwowane historycznie prawidłowości. Cykl polskich inwestycji historycznie był silnie skorelowany z cyklem inwestycji niemieckich (patrz wykres), co pozwala na pewien optymizm. Podobnie jak w Polsce, odbudowa inwestycji po kryzysie finansowym nastąpiła w Niemczech dość późno, bo dopiero w drugim kwartale 2010 r. Ostatnie trzy kwartały to okres solidnego, ponad 7% wzrostu inwestycji w ujęciu rocznym, (spadek inwestycji w IV kw. 2010 r. w ujęciu kwartalnym wynika z czynników jednorazowych - mroźna zima).

Wykres 3. Cykl³ inwestycji w Polsce i w Niemczech (% odchylenie od trendu)

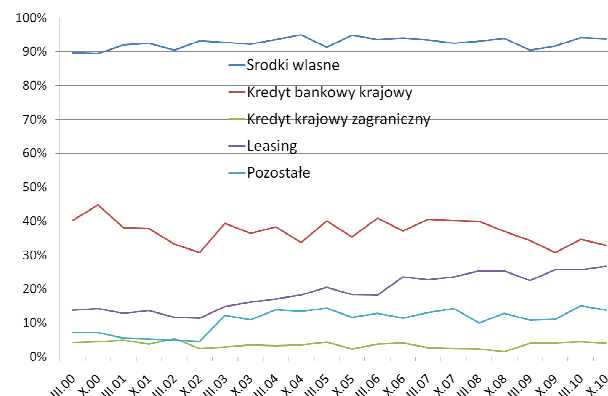


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS oraz Eurostat.

Na boom kredytowy musimy jeszcze poczekać

Od strony finansowania inwestycji Polskę wyróżnia ponadprzeciętne znaczenie środków własnych. Badania koniunktury GUS wskazują, że ponad 90% inwestycji jest finansowanych właśnie z własnych funduszy przedsiębiorstwa (patrz wykres). Wzrost znaczenia kredytów inwestycyjnych w finansowaniu inwestycji obserwowany jest dopiero w okresach znacznej poprawy koniunktury. Znaczenie kredytu bankowego w finansowaniu inwestycji rośnie w późniejszych fazach cyklu.

Wykres 4. Źródła finansowania inwestycji (% ogółu inwestycji finansowanych z danego źródła).



Źródło: GUS.

Obserwowane opóźnienie odbicia inwestycyjnego w sytuacji rekordowo wysokich poziomów środków własnych przedsiębiorstw (i biorąc pod uwagę specyficzną strukturę finansowania inwestycji w Polsce), ciągle ostrożnych szacunków przyszłej koniunktury i negatywnych doświadczeniach z dostępnością kredytu bankowego dla przedsiębiorstw w roku 2009 może skutkować (w najbliższych miesiącach) utrzymaniem płaskiej ścieżki wzrostu kredytu dla przedsiębiorstw. Przyspieszenie ekspansji bankowego kredytu może przesunąć się na drugą połowę 2011, kiedy powinniśmy obserwować zarówno dalsze zmniejszenie ryzyka dla globalnego ożywienia, zmniejszenie ryzyka zmiany parametrów polityki pieniężnej, jak i wykrystalizowanie sytuacji politycznej w Polsce.

**Ernest Pytlarczyk
Maciej Pielaszkiewicz**

³ Cykl inwestycji rozumiemy jako procentowe odchylenie składnika cyklicznego od trendu.

GOSPODARKA GLOBALNA

USA: Budżetowe przepychanki

W 2010 roku wydatki budżetowe Stanów Zjednoczonych wyniosły 24% PKB – tylko podczas II Wojny Światowej były wyższe. Z drugiej strony podatkowe przychody budżetu wyniosły 15% PKB, czyli najmniej od 1950 roku, co daje deficyt budżetowy na poziomie ok. 9% PKB. Od 2001 roku dług publiczny wzrósł z 33% do 62% PKB w 2010 roku. Wpłynęły na to dwie wojny, nieodpowiedzialna polityka fiskalna oraz kryzys finansowy. *The Congressional Budget Office* (CBO) prognozuje, że w 2020 roku bez zmian fiskalnych dług publiczny osiągnie 90% PKB, zaś odsetki 1 bln USD rocznie. W 2025 roku przychody budżetowe będą w stanie pokryć tylko odsetki od długu, opiekę medyczną i ubezpieczenia społeczne (dużym problemem jest starzejące się społeczeństwo i wzrastające koszty opieki zdrowotnej), zaś wszystkie pozostałe potrzeby wydatkowe (obrona, bezpieczeństwo, transport...) będą musiały być pokrywane przez pożyczone pieniądze. Ponad połowa długu jest zaciągnięta za granicą.

W obliczu kryzysu fiskalnego i globalnej dyskusji o metodach powrotu do równowagi budżetowej, w Stanach Zjednoczonych trwa wojna między republikańskim Kongresem, a demokratycznym rządem o ustawy budżetowe – nie tylko na przyszły rok, ale także na trwający rok fiskalny 2011.

Spór o budżet 2011

30 września 2010 roku w obliczu nie uchwalenia przez Kongres ustawy budżetowej na rok fiskalny 2011 rozpoczynający się 1. października 2010, prezydent Obama podpisał „Continuing Resolution” (CR) – dokument zapewniający czasowe (wówczas do 3. grudnia 2010) finansowanie rządu na poziomie 1,25 bln USD - analogicznym do roku 2010. Porozumienie nie zostało osiągnięte aż do dziś – ostatnia (piąta) rezolucja podpisana 4. marca 2011 roku wygasa 18. marca (oczywiście kolejne przedłużanie czasu finansowania „kosztuje” demokratów – w marcu dodatkowe oszczędności wyniosły 4 mld USD). Od połowy lutego trwają dyskusje nad uchwaleniem rezolucji do końca września, jednak na razie daleko jest do porozumienia. Republikanie domagają się obniżenia wydatków o 62 mld USD wobec 10 mld USD zaproponowanych przez demokratów. W przypadku nieosiągnięcia kompromisu i nieprzedłużenia finansowania, część administracji rządowej musiałaby czasowo zostać zamknięta (pozostałyby urzędy związane z obszarami niezbędnymi do funkcjonowania kraju jak obronność czy zdrowie). Podobna sytuacja wydarzyła się w 1995 roku, kiedy prezydent Clinton nie przeprowadził ustawy budżetowej przez republikański Kongres. Wówczas CBO wyliczyło, że trzytygodniowe wyłączenie „zbędnej” części administracji publicznej doprowadziło do obniżenia wzrostu gospodarczego o ok. 0,5 pp. Jednak przy krótkotrwałym załamaniu finansowania administracji państwowej, po spadku dynamiki PKB następuje odrobienie strat i powrót do wcześniejszych poziomów, zatem na razie nie ma powodów do obaw.

Propozycja budżetu 2012

Wśród sporów o budżet na trwający rok fiskalny prezydent Obama przedstawił 14 lutego projekt ustawy budżetowej na rok 2012 (zgodnie z corocznym harmonogramem), który przewiduje ograniczenie luki budżetowej w ciągu pięciu lat

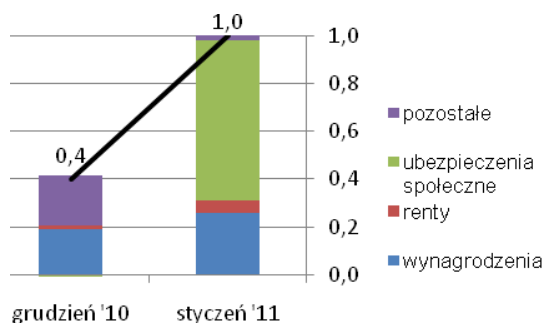
do 607 mld USD, czyli 3,2% PKB. W perspektywie dekady deficyt ma być o 1,1 bln USD mniejszy niż dziś.

Budżet zakłada oszczędności 1,1 bln USD w ciągu najbliższych 10 lat, z czego ponad 60% ma pochodzić z redukcji wydatków, w samym 2012 roku cięcia mają wynieść 33 mld USD. Budżet odnosi się także do *Statutory Pay-As-You-Go-Act of 2010* (analogiczny akt do tego z 1990 roku), który określił zasadę, że każde nowe zobowiązanie budżetowe (wydatek lub zmniejszenie przychodów) nie będąc absolutną koniecznością musi być wyrównane, tak aby nie zwiększało deficytu. Zaproponowano *Affordable Care Act* – reformę służby zdrowia, która zgodnie z wyliczeniami CBO ma zredukować deficyt o 200 mld USD w ciągu pierwszej dekady i o 1 bln USD w trakcie drugiej. Dodatkowe oszczędności to na przykład 2-letnie zamrożenie pensji urzędniczych. W orędziu budżetowym Obama podkreśla jednak nie cięcia budżetowe i oszczędności (w odróżnieniu na przykład od brytyjskiego ogłoszenia planów fiskalnych), ale konieczność utrzymania wzrostu gospodarczego, konkurencyjności amerykańskiej gospodarki, miejsc pracy, wysokiego poziomu edukacji czy nowoczesnych technologii. Cele te mają być osiągnięte dzięki nowym inwestycjom (m.in. transportowym), na które przeznaczono w 2012 roku 50 mld USD, wspieraniu studentów oraz młodzieży (m. in. przez projekt *Race To the Top*), a także innowacji związanych z odnawialnymi źródłami energii. Jest to naturalnym przedłużeniem wcześniejszych zapowiedzi i uchwał rządu dotyczących pomocy w postaci ograniczeń podatkowych dla rodzin zarabiających poniżej 250 tys. USD rocznie oraz utrzymywania miejsc pracy. 17 grudnia 2010 roku prezydent podpisał (po uchwaleniu przez Kongres – pomimo sprzeciwu części republikanów) *Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010* (przedłożenie aktu prezydenta Busha z 2009 roku), który utrzymuje ulgi podatkowe i ma doprowadzić do zwiększenia liczby miejsc pracy oraz przyspieszyć wzrost gospodarczy. Podstawowe założenia aktu to przedłużenie ulg podatkowych dla pracujących rodzin (przedłużenie *The Child Tax Credit* dla rodzin z dziećmi o niskim dochodzie, *The Earned Income Tax Credit* dla rodzin wielodzietnych oraz *The American Opportunity Tax Credit* dla studentów) oraz zwiększenie kreacji nowych miejsc pracy (przez utrzymanie benefitów dla bezrobotnych na cały 2011 rok, obniżkę podatku dochodowego pracodawcy o 2% - wartość ok. 112 mld USD w 2011 roku, czasowe umożliwienie firmom 100% wydatków inwestycyjnych w 2011 roku oraz granty umożliwiające utrzymanie miejsc pracy związanych z odnawialnymi źródłami energii) przy założeniu nie pogorszenia średnio i długookresowego deficytu budżetowego (co implikuje niemożność rozszerzenia programu po 2012 roku).

Już w styczniowych danych można było zaobserwować efekt jaki działania te miały na dochody Amerykanów, które wzrosły aż o 133,2 mld USD do najwyższego poziomu od ponad 18 miesięcy. Kategoria Składki na ubezpieczenia społeczne, która wpływa na dochód ujemnie zanotowała istotny spadek wartości dając kontrybucję ok. 0,7% do zanotowanej dynamiki 1% m/m (Wykres 1).

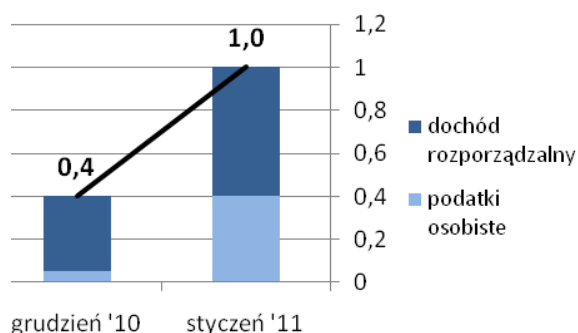
Jednocześnie na dochodzie rozporządzalnym można wyrażnie zaobserwować wpływ wygaśnięcia ulgi podatkowej *Making Work Pay Tax Credit* (będącej częścią programu naprawczego wprowadzonego w lutym 2009 roku - *The*

Marzec 2011

Wykres 1. Kontrybucje do dynamiki miesięcznej dochodu

Źródło: BEA

American Recovery and Reinvestment Act of 2009), co istotnie zwiększyło dynamikę kategorii Podatków osobistych do 4,5% m/m z 0,7% m/m w grudniu (średnia dynamika miesięczna z poprzednich sześciu miesięcy na poziomie 0,9% m/m) i obniżyło dochód rozporządzalny (Wykres 2).

Wykres 2. Kontrybucje do dynamiki miesięcznej dochodu

Źródło: BEA

Bezużyteczna praca Komisji Fiskalnej?

Oceniając projekty budżetowe Obamy republikanie wskazują na zbyt ekspansywne wydatki i nieproporcjonalnie małe oszczędności, podkreślając pracę powołanej 18. lutego 2010 roku przez prezydenta dwupartyjnej *National Commission on Fiscal Responsibility and Reform* (Komisji Fiskalnej), której celem miało być wskazanie polityki prowadzącej do poprawy sytuacji fiskalnej w średnim okresie oraz jej zrównoważenia długoterminowo. Komisja miała także wskazać rekomendacje dla budżetu (w domyśle zarówno nieuchwalonego na 2011 rok, jak i planowanego na 2012 rok) i choć w przedstawionym orędiu Obama powołuje się na jej prace, to republikanie wskazują na zbyt wąskie wykorzystanie cennego (choć nie przez wszystkich w pełni akceptowanego) raportu. Raport, który ukazał się na 1. grudnia 2010 roku o znaczącym tytule „Moment prawdy” przedstawia plan konsolidacji fiskalnej zakładający redukcję deficytu o 4 bln USD w ciągu dekady (obniżenie deficytu do 2,3% PKB do 2015 roku, długu poniżej 60% PKB do 2023 roku i poniżej 40% PKB do 2037 roku). Zmiany miałyby być wprowadzane stopniowo, aby nie zatrzymać podnoszącego się z kryzysu wzrostu gospodarczego, zakładają m. in. wprowadzenie programów zwiększających efektywność instytucji państwowych, naprawę systemu opieki zdrowotnej oraz zatrzymanie wzrostu

wydatków w tej dziedzinie w długim okresie, zwiększenie wypłacalności ubezpieczeń społecznych na kolejne 75 lat, ujednoczenie systemu podatkowego (aby zapobiec nadużyciom, wykorzystywaniu luk prawnych itp.) oraz znaczne redukcje stóp podatkowych (m.in. likwidacja podatku *Alternative Minimum Tax*). Działania te miałyby doprowadzić do równowagi budżetowej w postaci przychodów na poziomie 21% PKB oraz wydatków poniżej 22% PKB (docelowo 21%, patrz Tabela 1,2).

Tabela 1. Prognoza Komisji Fiskalnej (po wprowadzeniu planu konsolidacji)

	Outlays	Revenue	Deficit	Debt
2010	23.8%	14.9%	-8.9%	62%
2015	21.6%	19.3%	-2.3%	70%
2020	21.8%	20.6%	-1.2%	65%
2025	21.8%	21.0%	-0.8%	57%
2030	21.6%	21.0%	-0.6%	49%
2035	21.0%	21.0%	0.0%	40%

Źródło: FiscalCommision.gov

Tabela 2. Przychody i wydatki budżetowe - prognozy po wprowadzeniu planu konsolidacji Komisji Fiskalnej

Commission Plan (Billions of dollars)							
	2010	2011	2012	2015	2020	2011-2015	2011-2020
Revenues							
Total	2,143	2,511	2,722	3,603	4,774	15,258	36,806
Outlays							
Social Security	701	726	752	870	1,167	3,960	9,159
Health Care	738	799	795	1,013	1,461	4,353	10,782
Other Mandatory	487	573	475	429	463	2,351	4,596
Discretionary	1,358	1,379	1,385	1,200	1,222	6,498	12,518
Net interest	202	228	264	511	739	1,788	5,089
Total	3,485	3,703	3,671	4,024	5,052	18,930	42,144
Deficit (-) or Surplus	-1,342	-1,192	-949	-421	-279	-3,683	-5,338
Debt Held by the Public	9,031	10,133	11,200	13,004	15,164	n.a.	n.a.
<i>(Percent of GDP)</i>							
Revenues							
Total	14.6%	16.6%	17.3%	19.3%	20.6%	15.1%	19.3%
Outlays							
Social Security	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%	5.0%	4.9%	4.8%
Health Care	5.0%	5.3%	5.0%	5.4%	6.3%	5.4%	5.7%
Other Mandatory	3.3%	3.8%	3.0%	2.3%	2.0%	2.9%	2.4%
Discretionary	9.3%	9.1%	8.8%	6.4%	5.3%	8.1%	6.6%
Net interest	1.4%	1.5%	1.7%	2.7%	3.2%	2.2%	2.7%
Total	23.8%	24.4%	23.3%	21.6%	21.8%	23.6%	22.1%
Deficit (-) or Surplus	-9.15%	-7.9%	-6.0%	-2.3%	-1.2%	-4.6%	-2.8%
Debt Held by the Public	61.6%	68.9%	71.0%	69.8%	65.5%	n.a.	n.a.

Źródło: FiscalCommision.gov

Raport nie został jednak przegłosowany (zgodnie z procedurą, aby projekt został przyjęty w końcowym głosowaniu musiało go zatwierdzić 14 z 18 członków komisji, zaś zaprobaowało go tylko 11 członków – co ciekawe po pięciu z partii republikańskiej i demokratycznej oraz jeden niezależny). W kontekście prognoz Komisji Fiskalnej i CBO republikanie zarzucają propozycjom budżetowym administracji rządowej zbyt duże wydatki i pożyczki, zbyt wysokie podatki oraz brak zdolności przywódczych, które umożliwiłyby

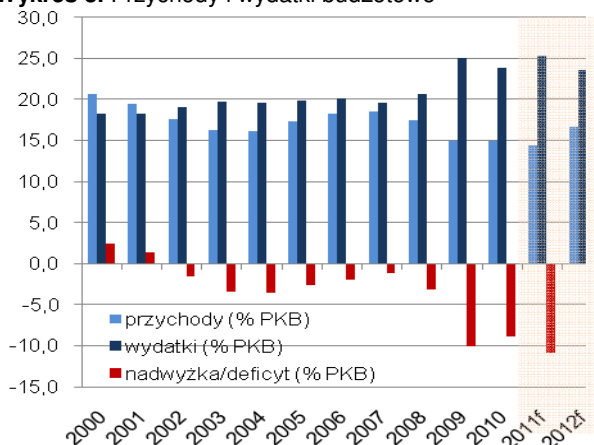
Marzec 2011

walkę z deficytem. Zdaniem republikanów, potrzebne są znacznie głębsze cięcia budżetowe. Projekt na 2012 rok będzie więc także przedmiotem ostrej batalii w Kongresie.

Najnowsze prognozy deficytu

Według najnowszych prognoz rządu w bieżącym roku fiskalnym 2011 deficyt budżetowy USA przekroczy poziom -1,64 bln USD, czyli 10,9% PKB. Jest to wzrost o 2 pp. wobec 8,9% PKB w 2010 roku. Szacunki wskazują na ponad trzydziestokrotny wzrost wydatków wobec przychodów (nominalnie) w stosunku do 2010 roku (Wykres 3). Dopiero w 2012 roku prognozowane jest zmniejszenie wydatków oraz zwiększenie przychodów (związane głównie z wygaśnięciem przedłużonych w grudniu ulg podatkowych), a dopiero w 2013 roku prognozowany jest spadek poziomu deficytu poniżej 1 bln USD (dane przy założeniu wprowadzenia proponowanego przez Obamę budżetu).

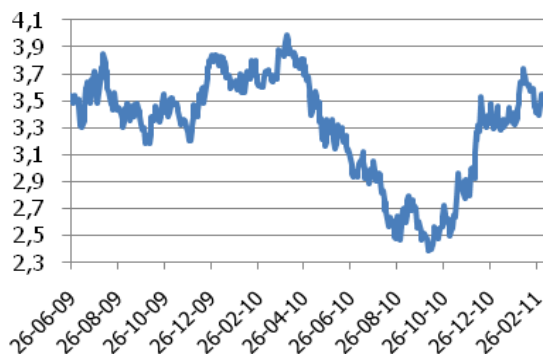
Wykres 3. Przychody i wydatki budżetowe



Źródło: Biały Dom

Prognozy te można uznać za optymistyczne biorąc pod uwagę, że Biały Dom zakłada, że w 2012 roku tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 3,6%, a kolejnych latach nawet ponad 4% (prognozy CBO to 3,1% w 2012 i ok. 2,8% w 2013). Podobnie optymistycznie wyliczenia wyglądają dla kosztów obsługi długu publicznego, które w 2010 roku, za sprawą niskiej rentowności amerykańskich obligacji, sięgnęły 185 mld USD, czyli zaledwie 1,3% PKB (Wykres 4).

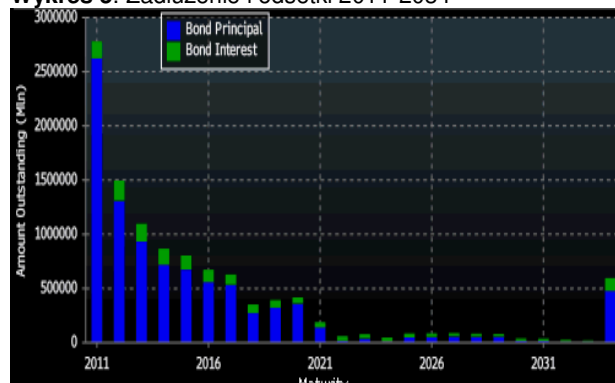
Wykres 4. Rentowność 10Y obligacji.



Źródło: Bloomberg

Tymczasem rentowności zaczęły rosnąć pomimo tego, że duży popyt zgłasza Fed w ramach QE2 (na razie wszystko wskazuje na to, że program potrwa jak zaplanowano do czerwca 2011 roku). Od października 2010 roku wzrosły prawie o 1 pp. do 3,4% na początku marca (Wykres 5), zaś według prognoz CBO mogą osiągnąć nawet 4,7% do 2016 roku i 5,4% do 2021 roku. Pod koniec czerwca może zatem okazać się, że koszt obsługi długu zaczyna dramatycznie rosnąć.

Wykres 5. Zadłużenie i odsetki 2011-2034



Źródło: Bloomberg

Utrzymywanie niskiego poziomu stóp procentowych (wspierające wzrost gospodarczy, o czym najlepiej świadczą bardzo dobre dane makro dla Stanów Zjednoczonych) może okazać się jednak zabójcze, jeśli bez takiej pomocy gospodarka nie utrzyma stabilnego wzrostu gospodarczego, spadającej (powoli, ale konsekwentnie) stopy bezrobocia i zaufania inwestorów gwarantującego odpowiednio niskie finansowanie długu oraz stabilność waluty. Przepychanki budżetowe przestaną także mieć sens w obliczu braku chętnych na finansowanie długu. Obecnie ok. 50% należności USA jest w rękach zagranicy, 10% należy do Fedu. Proporcja ta jednak ulega zmianie – aż 70% amerykańskich instrumentów dłużnych kupuje teraz Fed, a pozostałe 30% zagraniczni inwestorzy (banki centralne muszą coraz bardziej zaciskać pasa, ich udział w wykupie długu maleje). Powstaje zatem pytanie – jakie rentowności będą musiały zaoferować Stany Zjednoczone, aby finansować swoje wydatki, gdy Fed przestanie skupować aktywa?

Co dalej?

Problem zadłużenia gospodarek jest teraz bardziej aktualny niż kiedykolwiek. Stany Zjednoczone nie wypracowały jeszcze koncepcji walki z długiem publicznym i ogromnym deficytem budżetowym, jasne jest jednak, że przyjęły zupełnie inne założenia niż na przykład Wielka Brytania (skądinąd krytykowana przez Obamę). Skala cięć (nawet ta zaproponowana przez republikanów) jest mniejsza niż przyjęta przez rząd Camerona. Nie należy się temu dziwić – gospodarka amerykańska znacznie bardziej odczuła kryzys finansowy i znacznie wolniej się z niego podnosi, nie ma też asekuracji w postaci struktur europejskich. Amerykanie powinni jednak zdawać sobie sprawę, że odkładając problemy budżetowe na później stają przed wielką niewiadomą. Brak ustawy budżetowej powiększa tylko niepewność, co rynki finansowe mogą niedługo przestać tolerować.

Paulina Ziemińska

Marzec 2011

EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,6% (styczeń 2011) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,2% (styczeń 2011) Deficyt budżetu: <3,0% PKB Dług publiczny: < 60,0% PKB Członkostwo w ERM2: 2 lata 	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma 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.): 2,6% (styczeń 2011) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,8% (styczeń 2011) Deficyt budżetu: 7,9%¹ PKB (2010) Dług publiczny: 55,5%¹ PKB (2010) Członkostwo w ERM2: nie <p>¹Prognoza na podstawie: European Commission DG-ECFIN, "Economic Forecast – Autumn 2010"</p>	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,4% (styczeń 2011) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,89% (grudzień 2010) Deficyt budżetu: 5,2%¹ PKB (2009) Dług publiczny: 40,0%¹ PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,6% (grudzień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,92% (grudzień 2010) Deficyt budżetu: 3,8%¹ PKB (2009) Dług publiczny: 78,5%¹ PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	

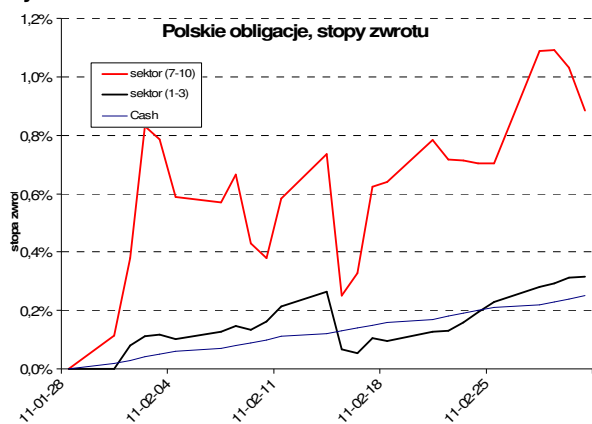
*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej 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.

Marzec 2011

NA RYNKU

Początek lutego, wraz z zapowiedzią Ministerstwa Finansów o zamianie części płatności kuponowych na płatności po zmiennej stopie procentowej, przyniósł wzrosty cen najdłuższych obligacji. Wzrosty te, oraz sama „interwencja” MinFinu, do pewnego stopnia podyktowane były również najwyższą od pięciu lat atrakcyjnością polskich papierów wobec papierów węgierskich (MinFin z pewnością potraktował tę wycenę jako wyraz anomalii i spekulacji rynkowej). W kolejnych tygodniach lutego obligacje, szczególnie te z krótkiego końca znalazły się pod presją w związku z zastrzeżeniem retoryki ECB oraz zaskakująco dużym wzrostem inflacji w Polsce (3,8% wobec oczekiwań na poziomie 3,4% r/r).

Wykres 1.

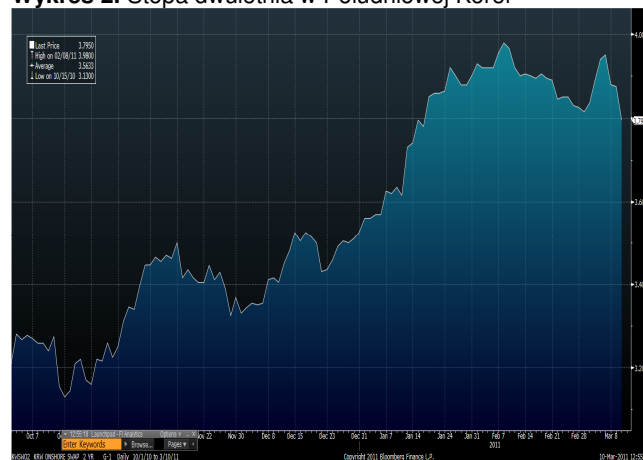


Źródło: Bloomberg

Ostatnie tygodnie przyniosły istotne wypłaszczenie europejskich krzywych dochodowości. Z jednej strony w odpowiedzi na kontynuację ożywienia gospodarczego i wzrosty cen surowców retoryka ECB stała się coraz bardziej jastrzębia (jest mowa wprost o rosnącej presji inflacyjnej i konieczności szybszego zacieśnienia monetarnego) powodując wzrost krótkich stóp rynkowych (wzrost krótkich stóp rynkowych w euro przekłada się na nietypowe zachowanie kursu EURUSD, który nie spadł pomimo wzrostu awersji do ryzyka). Z drugiej strony inwestorzy ostatnie gwałtowne wzrosty cen ropy naftowej zaczynają postrzegać jako ryzyko dla globalnego wzrostu gospodarczego, a więc również jako czynnik ograniczający trwały wzrost inflacji w dłuższym horyzoncie. Czynnik ten w połączeniu ze wzrostem awersji do ryzyka wskutek wydarzeń w Libii przekłada się na spadki rentowności niemieckich bundów. Bundy wspierane są również przez percepcję rosnącego ryzyka przed mającymi nastąpić w marcu kluczowymi rozstrzygnięciami co do przyszłości strefy euro, przyszłości mechanizmu stabilizacyjnego, czy też lokalnymi wyborami w Niemczech. Oceniamy, że w perspektywie najbliższych tygodni może dojść do dalszego obniżenia rentowności długich obligacji na core markets oraz pewnego ograniczenia oczekiwań co do tempa zacieśnienia monetarnego w Eurolandzie (wielu ekonomistów ma ciągle wątpliwości co do trwałości ożywienia w Niemczech obserwując spadające dynamiki niemieckiego eksportu i stabilny popyt konsumpcyjny). Scenariusz taki powinien również wspierać polskie obligacje, tym bardziej, że Polskę w stosunkowo niewielkim stopniu dotyka odływ kapitału z rynków wschodzących zapoczątkowa-

ny w ostatnich tygodniach. Podkreślamy jednak, że ewentualne obniżenie rentowności polskich papierów w krótkim okresie będzie ograniczone ze względu niezaprzeczone trwanie fazy zacieśnienia monetarnego i już prawie pewną podwyżkę stóp w kwietniu. Bieżąca, dojrzała faza cyklu koniunkturalnego i rosnąca z miesiąca na miesiąc inflacja powoduje, że polskie obligacje asymetrycznie podatne są na dynamiczne wzrosty rentowności (np. po zaskakujących danych makro, jastrzębich komentarzach RPP itd.). Takim dynamicznym wzrostem rentowności (szczególnie na krótkim końcu) sprzyja pozycjonowanie – niemalże wszyscy inwestorzy krajowi niezmiennie i pomimo rozczarowujących wyników tej strategii od kilku miesięcy, grają na carry na krótkich papierach. Czynnikiem ryzyka jest również utrzymująca się nieaktywność OFE na rynku obligacji, a więc mniejsza płynność rynku i zmniejszony tzw. home bias. W ostatnich dniach dostrzegliśmy jednak co najmniej kilka czynników, które skłaniają nas do bardziej pozytywnego myślenia o polskich papierach (nawet tych najkrótszych). Pierwszy to niedawny napływ kapitału zagranicznego na srodek krzywej powodujący obniżenie rentowności w sektorze 5 lat o około 5pb. Drugi czynnik to globalna kapitulacja tradów na wyższe stopy procentowe w Azji Płd-Wsch (patrz wykres), co może również osłabić pewność inwestorów zagranicznych co do realizacji skrajnych scenariuszy inflacyjnych i adekwatnej reakcji banków centralnych w rozwijających się gospodarkach europejskich.

Wykres 2. Stopa dwuletnia w Południowej Korei



Źródło: Bloomberg

Ernest Pytlarczyk

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Marzec 2011	Kwiecień 2011	Maj 2011
POLSKA			
Inflacja CPI	15	13	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	17	19	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	18	18
PKB	2	-	31
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	21	20
Podaż pieniądza M3	14	14	14
Bilans płatniczy	14	13	
Inflacja bazowa	22	20	20
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	
Posiedzenie RPP	1-2	4-5	10-11
EUROPE			
Inflacja HICP	16	15	16
PKB	3	6	13
Wskaźnik koniunktury ZEW	15	12	17
Posiedzenie ECB	3	7	5
USA			
Inflacja CPI	17	15	13
PKB	25	28	26
Zmiana zatrudnienia poza rolnic- twem i stopa bezrobocia	4	1	6
Zamówienia na dobra trwałe	24	27	25
Wskaźnik koniunktury w prze- twórstwie ISM	1	1	4
Posiedzenie FED	15	26-27	-

Źródło: GUS, NBP, Bloomberg.

Marzec 2011

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

UWAGA!

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPRZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIA PISEMNA ZGODA AUTORÓW.