

**Biuro Analiz Ekonomicznych**

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 66  
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

Marcin Mazurek  
starszy analityk  
tel. +48 22 829 01 83  
marcin.mazurek@brebank.pl

Paulina Ziemińska  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
paulina.ziemińska@brebank.pl

**Departament Rynków Finansowych**

Współpraca z Klientami  
Bogusław Goleń  
tel. +48 22 829 02 11  
bogdan.golen@brebank.pl

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

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

Transakcje Stóp Procentowych  
Łukasz Barwicki  
tel. +48 22 829 01 93  
lukasz.barwicki@brebank.pl

Instrumenty Strukturyzowane  
Jarosław Stolarczyk  
tel. +48 22 829 01 67  
jaroslaw.stolarczyk@brebank.pl

**BRE Bank S.A.**  
18 Senatorska St.  
00-950 Warszawa  
tel. +48 22 829 00 00  
fax. +48 22 829 00 33  
http://www.brebank.pl

**Spis treści**

<b>Główne wskaźniki makroekonomiczne</b>	<b>2</b>
<b>Polityka monetarna</b>	<b>3</b>
Zainicjowanej na czerwcowym posiedzeniu zmianie retoryki RPP na bardziej neutralną sprzyjać będzie niższa, uwzględniająca wpływ serii dokonanych podwyżek stóp projekcja inflacyjna (publikacja w lipcu). Wzrost stóp procentowych o 75 pb od momentu publikacji ostatniej projekcji inflacyjnej (marzec) powinien, zgodnie z oszacowaniami modelu NEC-MOD, skutkować obniżeniem ścieżki inflacji o ceteris paribus 0,2-0,3 p. proc. w perspektywie 6 kwartałów.	
<b>Polityka fiskalna</b>	<b>4</b>
Ostatnio wiele czasu jest poświęcane dyskusji na temat zadłużenia samorządów. Spór wydaje się być interesujący z dwóch perspektyw - problemu zadłużenia i deficytu państwa oraz roli i udziału samorządów w działaniach (a więc m.in. w wydatkach, przychodach, inwestycjach, ale także zadłużeniu) całego sektora publicznego. W limitach zadłużenia kluczową kwestią okazuje się uwzględnianie sektora lokalnego jako całości.	
<b>Gospodarka globalna</b>	<b>7</b>
Pogorszenie danych w gospodarce amerykańskiej przyniosło poważne obawy dotyczące kontynuacji cyklu w USA. Uważamy jednak, że z dzisiejszej perspektywy zdecydowanie bardziej prawdopodobna jest kontynuacja cyklu po I-II kwartałach słabszego wzrostu. Każdy scenariusz implikuje jednak wydłużenie okresu niskich stóp procentowych; scenariusz przejściowego hamowania nie pociąga natomiast za sobą żadnych zmian w programie zakupów aktywów Fed.	
<b>Euromonitor</b>	<b>10</b>
<b>Na rynku</b>	<b>11</b>
Ministerstwo Finansów (za pośrednictwem BGK) będzie w najbliższych miesiącach nadal sprzedawać waluty bezpośrednio na rynku, co powinno przełożyć się na podobne jak ostatnio obserwowaliśmy ustabilizowanie kursu złotego. Istotnej aprecjacji złotego nie sprzyja obecnie zarówno układ czynników globalnych, jak i pogarszające się z punktu widzenia polskiej waluty przepływy (rozszerzający się bilans płatniczy, mniejsza ilość udzielanych w obcej walucie kredytów).	
<b>Sekcja specjalna - indeksy zaskoczeń</b>	<b>12</b>
Momenty wyjścia nowych danych makroekonomicznych są często punktami zwrotnymi dla rynków finansowych. Postanowiliśmy sprawdzić wpływ zaskoczeń rynku nowymi odczytami danych i skonstruować narzędzie oparte na nich, które pozwoli odnajdywać punkty zmian trendu.	
<b>Kalendarz publikacji danych</b>	<b>16</b>

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010	2011P
PKB r/r	6.5	4.8	1.7	3.8	4.4
Inflacja (średnia w okresie)	2.4	4.3	3.5	2.8	4.1
Saldo rachunku obrotów bież. (%PKB)	-4.5	-5.3	-1.6	-3.1	-4.9
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	11.4	9.5	11.9	12.3	11.9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5	5	3.5	3.5	4.75

	2010			2011		
	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P
PKB r/r	3.5	4.2	4.5	4.4	4.3	4.4
Inflacja (średnia w okresie)	2.1	2.6	2.9	3.7	4.3	4.3
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3.5	3.5	3.5	4	4.5	4.5

P - prognoza



## Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Lis 2010	Gru 2010	Sty 2011	Lut 2011	Mar 2011	Kwi 2011	Maj 2011
<b>PKB i produkcja</b>							
PKB (%)		4.5					
Popyt krajowy (%)		6.3					
Spożycie indywidualne (%)		4.0					
Nakłady brutto na środki trwałe (%)		1.3					
Wartość dodana (%)		3.8					
w przemyśle (%)		6.4					
w budownictwie (%)		6.6					
w sektorze usług rynkowych (%)		3.4					
Produkcja przemysłowa r/r (%)	10.0	11.4	10.3	10.7	7.0	6.6	7.7
Produkcja przemysłowa m/m (%)	-1.4	-4.2	-6.4	3.5	15.3	-9.4	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	8.3	12.0	5.8	12.2	9.4	18.6	14.2
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	-6.7	25.3	-28.6	1.8	18.8	2.3	
<b>Rynek pracy</b>							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3525.7	3847.9	3391.6	3422.1	3633.5	3597.8	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	3.6	5.4	5.0	4.1	4.0	5.9	5.3
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	2.5	9.1	-11.9	0.9	6.2	-1.0	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	2.2	2.4	3.8	4.2	4.1	3.9	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	0.1	0.0	2.3	0.2	-0.1	0.1	3.8
Stopa bezrobocia (%)	11.7	12.3	13.0	13.2	13.1	12.6	12.1
<b>Handel zagraniczny i ceny</b>							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-2195	-1820	-930	-806	-1376	-1066	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.1	0.4	1.2	0.2	0.9	0.5	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	2.7	3.1	3.6	3.6	4.3	4.5	4.6
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	1.2	1.6	1.6	1.7	2	2.1	2.2
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	0.4	1.2	0.4	1.2	1.6	0.8	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	4.7	6.2	6.2	7.5	9.5	8.9	7.0
<b>Agregaty monetarne</b>							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	763.4	782.5	769.1	775.0	800.2	786.9	
Podaż pieniądza r/r (%)	9.1	8.6	8.2	8.3	10.9	9.1	8.0
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	14.4	14.0	12.5	13.7	13.3	12.4	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	-0.8	-0.2	0.3	0.9	4.0	6.4	
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	10.2	9.8	9.5	9.7	10.8	11.2	
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	10.9	9.9	9.2	8.9	7.3	9.1	
<b>Kursy walutowe</b>							
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.02	3.96	3.93	3.96	4.02	3.93	3.95
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.10	2.96	2.87	2.87	2.84	2.66	2.74
<b>Stopy procentowe</b>							
Stopa interwencyjna NBP (%)	3.50	3.50	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25
Stopa lombardowa (%)	5.00	5.00	5.25	5.25	5.25	5.50	5.75
Stopa depozytowa (%)	2.00	2.00	2.25	2.25	2.25	2.50	2.75
WIBOR 3M (%)	3.86	3.92	4.01	4.11	4.18	0.00	0.00
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.89	4.77	5.04	5.10	5.03	4.99	5.00
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	5.54	5.52	5.91	5.85	5.80	5.76	5.60
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	6.06	6.06	6.34	6.24	6.27	6.14	6.06
<b>Gospodarka światowa</b>							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	1.9	2.2	2.4	2.4	2.6	2.8	2.7
PKB w strefie euro r/r (%)		1.9			2.5		
Stopa podstawowa ECB (%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3
Inflacja w USA r/r (%)	1.1	1.5	1.6	2.1	2.7	3.2	
PKB w USA r/r (%)		3.1			1.8		
Stopa docelowa Fed Funds (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25

Źródło: Bloomberg; Reuters; NBP; GUS; EBC; Fed; Eurostat.

Prognozy oznaczono kursywą.

## Polityka monetarna

### Stopy NBP w górę o 25pb, zmiana retoryki RPP

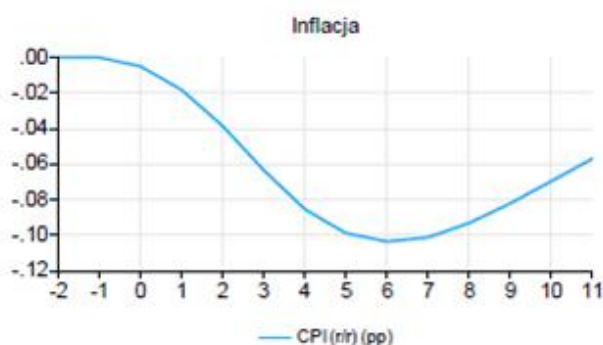
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami RPP podwyższyła stopy procentowe o 25 pb. Stopa repo wynosi obecnie 4,50%. RPP zakomunikowała również, że dokonane zacieśnienie monetarne powinno skutkować powrotem inflacji do celu w średnim okresie, co jest istotną zmianą w retoryce Rady i sugeruje brak podwyżek stóp na przestrzeni kolejnych kilku miesięcy (również prezes Belka stwierdził na konferencji, że cykl szybkich podwyżek został ostatecznie dokończony na czerwcowym posiedzeniu).

Przechodząc do pozostałych części komunikatu, zaprezentowana przez RPP diagnoza stanu koniunktury w polskiej gospodarce cały czas jest optymistyczna - wskazano na ożywienie popytu inwestycyjnego i kontynuację poprawy sytuacji na rynku pracy. RPP stosunkowo niewiele miejsca poświęca również kwestii wyłuszczenia globalnego wzrostu spodziewanego w najbliższych kwartałach (patrz sekcja gospodarka globalna) oraz coraz wyraźniejszym podażowym czynnikom antyinflacyjnym pojawiającym się w polskiej gospodarce (patrz spadające ceny żywności, a w szczególności warzyw i owoców).

### Lipcowa projekcja inflacyjna prawdopodobnie niżej

Zainicjowanej na czerwcowym posiedzeniu zmianie retoryki RPP (i konsekwentnie rewizji rynkowych oczekiwań na zacieśnienie monetarne - patrz spadek 2Y około 10pb) sprzyjać będzie niższa, uwzględniająca wpływ serii dokonanych podwyżek stóp projekcja inflacyjna (publikacja w lipcu). Wzrost stóp procentowych o 75 pb od momentu publikacji ostatniej projekcji inflacyjnej (marzec) powinien, zgodnie z oszacowaniami modelu NECMOD, skutkować obniżeniem ścieżki inflacji o ceteris paribus 0,2-0,3 p. proc. w perspektywie 6 kwartałów. Oznaczałoby to obniżenie projekcji inflacji na 2012 roku do poziomu poniżej 3%.

Wykres 1: Skutki szoku monetarnego (podwyżka o 100 pb) na roczny wskaźnik inflacji



Źródło: NBP, GUS

### Niższa inflacja w najbliższych miesiącach

Do bardziej optymistycznego obrazu procesów inflacyjnych powinien dołożyć się również przebieg inflacji w krótkim okresie. Oceniamy, że w miesiącach letnich powinno nastąpić obniżenie rocznego wskaźnika inflacji. Zasadniczą przesłanką do takiego scenariusza są już rysujące się spadki cen warzyw i owoców, na co pewien wpływ miały ograniczenia w eksporcie na rynek rosyjski oraz spadki cen paliw. Roczny wskaźnik inflacji po maksimum zanotowanym w maju może zatem zbliżyć się do poziomu 4,0%. Taki scenariusz lokalny w połączeniu z coraz bardziej widocznym wyłuszczeniem wzrostu gospodarczego i wydłużeniem okresu

niskich stóp na rynkach bazowych skutkować rewizją oczekiwań rynkowych co do ścieżki zacieśnienia monetarnego i dalszym, choć zapewne już mniej dynamicznym niż po samej, postrzeganej jako wyprzedzająca, decyzji Rady, spadkiem rentowności polskich obligacji.

Oczekujemy, że do kolejnej podwyżki stóp może dojść najwcześniej (późną) jesienią i to tylko w sytuacji dalszego wzrostu inflacji bazowej i ugruntowania ożywienia gospodarczego. Podkreślamy, że czynniki cykliczne w polskiej gospodarce wydają się być obecnie bardzo silne i sugerują kontynuację ożywienia gospodarczego, a ryzyka dla tego scenariusza wiążą się z rozwojem sytuacji w USA (kilka kwartałów niższego wzrostu) i na peryferiach strefy euro (rozlanie kryzysu zadłużeniowego i dalsze umocnienie CHF, co zaczyna uderzać w polskich konsumentów posiadających kredyty w CHF).

Ernest Pytlarczyk

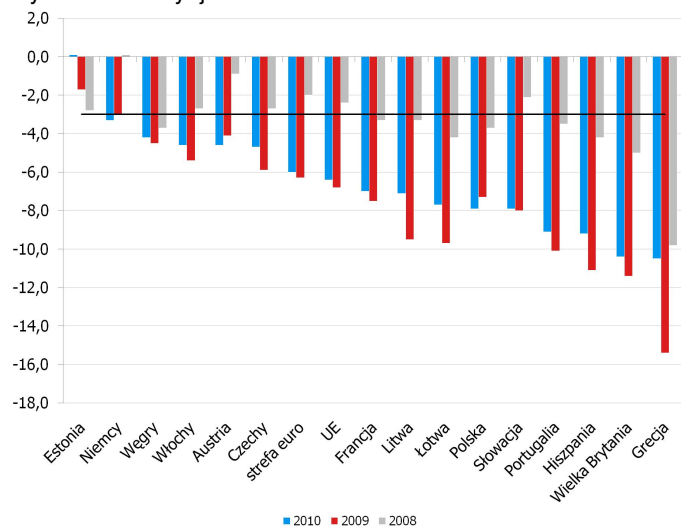
## Polityka fiskalna

Ostatnio wiele czasu jest poświęcane dyskusji na temat zadłużenia samorządów. Spór wydaje się być interesujący z dwóch perspektyw - problemu zadłużenia i deficytu państwa oraz roli i udziału samorządów w działaniach (a więc m.in. w wydatkach, przychodach, inwestycjach, ale także zadłużeniu) całego sektora publicznego. Dokładniejsza analiza dążeń strony rządowej odpowiedzialnej za kształt finansów państwowych oraz próbujących jak najwięcej „ugrać” samorządów prowadzi jednak do optymistycznego wniosku o nieuchronnym (przy odrobieniu dobrej woli) kompromisie na tle oszczędnościowym związanym ze zobowiązaniami Polski w stosunku do Unii Europejskiej, które ma być wypracowane w najbliższym czasie w grupach roboczych.

### Dług i deficyt na szczeblu centralnym

Limity zadłużenia państwa określone są zarówno przez polskie prawo (ustawa zasadnicza i ustawa o finansach publicznych), jak i europejskie regulacje obowiązujące kraje członkowskie (Traktat z Maastricht z załącznikami). Konstytucja RP określa limit zaciąganych pożyczek i gwarancji na 60% wartości rocznego PKB, zaś Ustawa o finansach publicznych z 27 sierpnia 2009r. określa procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia na poziomach 50%, 55% i 60% PKB (rząd zmuszony jest podjąć istotne działania ograniczające poziom długu po przekroczeniu 55% PKB, stąd limit ten uznany jest za krytyczny). Unia Europejska skupiła swoje regulacje nie tylko na długu (limit 60% PKB), ale także na deficycie określając jego dopuszczalny poziom na 3% PKB. Kryteria unijne ze względu na wprowadzania po przekroczeniu 3% deficytu Procedurę Nadmiernego Deficytu (PND) oraz różnice definicyjne w naliczaniu długu w stosunku do polskich regulacji są bardziej rygorystyczne, co sprawia, że większość krajów członkowskich podlega sankcjom przekroczenia limitów. Polska już w latach 2004-08 była objęta PND, która została uchylona po tym, jak w 2007r. deficyt spadł do poziomu 1,9% PKB. Jednak już w kolejnym roku (dokładnie 15 maja 2009r.) procedura zaczęła nas obowiązywać ponownie (deficyt urósł do 3,7% PKB w 2008r) i będziemy jej podlegać przynajmniej do 2013r. Na tle Europy polski deficyt plasuje się na niezaszczytnym wysokim poziomie (w 2010r. osiągnął poziom 7,9% PKB) tuż za państwami z grupy PIGS (rekordzistką jest Irlandia - 32,4% PKB) oraz Wielką Brytanią (10,4% PKB).

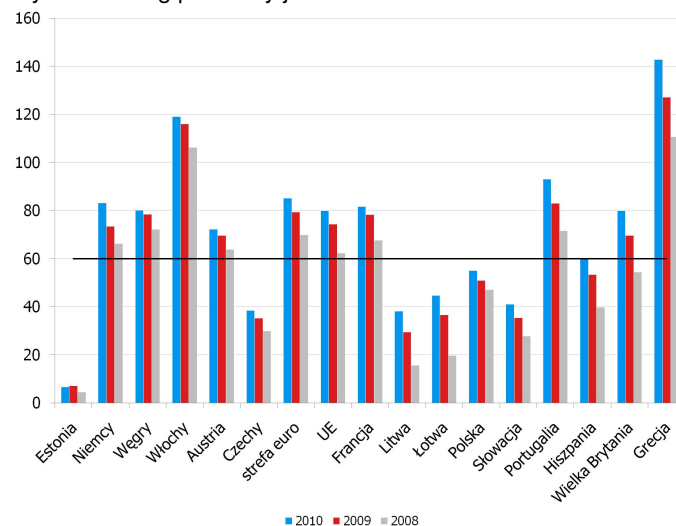
Wykres 1: Deficyt jako % PKB



Źródło: Eurostat

Pod względem poziomu długu publicznego Polska wypada lepiej na tle Europy (tu rekordzistką jest Grecja 142,8% PKB w 2010r.), jednak na tle regionu sytuacja wygląda już gorzej. Poziom 55% (wg metodologii unijnej w 2010r. osiągnęliśmy ten konstytucyjny limit, jednak krajowa metodologia wskazuje na 53,2% PKB) jest stosunkowo wysoki w porównaniu do 38-45% obserwowanego m.in. w Czechach, na Słowacji czy Litwie. Wśród krajów CEE najwyższy poziom długu mają Węgry (80,2% PKB).

Wykres 2: Dług publiczny jako % PKB



Źródło: Eurostat

W kontekście koniecznych ograniczeń zadłużenia związanych przede wszystkim z PND oraz zbliżaniem się konstytucyjnego progu ostrożnościowego 55% PKB dla długu publicznego rząd szuka oszczędności na różnych szczeblach finansów publicznych. W wymuszonym interwencją komisji europejskiej planie oszczędnościowym z marca br. głównym punktem poza działaniami ograniczającymi konkretne wydatki (np. zmniejszenie zasiłku pogrzebowego) i zwiększającymi konkretne przychody (podwyżka stawek VAT) jest ograniczenie składek do OFE oraz tzw. tymczasowa reguła wydatkowa, ograniczająca wzrost wydatków elastycznych budżetu i nowych wydatków zdeterminowanych prawnie do 1pp. ponad stopę inflacji (Tabela 1).

### Awantura o samorządy

Przy okazji formułowania planu oszczędnościowego rozgorzała dyskusja dotycząca zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego wynikająca przede wszystkim z uwzględnionego w planie oszczędnościowym ograniczenia deficytu JST o 0,4% PKB do końca 2012r. (około 6 mld zł.) oraz z zawartym w liście ministra Rostowskiego do Komisji Europejskiej (uwzględnionym w Wieloletnim Planie Finansowym Państwa 2011-14) planie ograniczenia limitu deficytu w relacji do dochodów już od 2012r.

Zgodnie z istniejącymi regulacjami prawnymi zadłużenie samorządów jest ograniczane do końca 2013 roku przez limity (długu jako 60% dochodów JST oraz kwoty na spłatę zadłużenia jako 15% dochodów) z ustawy o finansach publicznych z 30.06.2005r. Ustawa z 27.08.2009r. nakłada na samorządy obowiązek równoważenia budżetu bieżącego od 2011r., zaś od 2014r. ustala limit relacji wydatków na obsługę długu (raty plus odsetki) do dochodów poszczególnych JST (3-letnią średnią relację różnicy dochodów bieżących powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku i wydatków bieżących do dochodów ogółem). Wspomniany wyżej sformułowany przez ministra Rostowskiego w planie oszczęd-



nościowym na lata 2011-12 projekt ograniczenia deficytu JST zakładał obniżanie relacji deficytu do dochodów poszczególnych JST o 1pp. co roku, aż osiągnie pożądaną w średnim okresie poziom 1%. W kontekście tej propozycji rozpoczęła się dyskusja dotycząca bieżącego (wydaje się bowiem, że tylko takie jest konieczne ze względu na obowiązujące od początku 2014r. limity deficytu) ograniczenia poziomu zadłużenia JST.

Tabela 1: Planowane działania ograniczające deficyt finansów publicznych w 2011-12r.

	2010	-7,9
<b>działania ograniczające deficyt w 2011</b>		
reguła wydatkowa		0,53
ograniczenie w wyniku zmian w systemie emerytalnym kosztów obsługi długu		0,02
niższe wydatki funduszu pracy		0,28
obniżenie zasiłku pogrzebowego		0,06
emerytury pomostowe		0,37
zmiany VAT		0,38
ograniczenie możliwości odliczeń VAT		0,08
zniesienie ulgi na biokomponenty w akcyzie		0,06
podwyższenie akcyzy na papierosy		0,02
zamrożenie skali PIT		0,05
zmiany w OFE		0,72
jednorazowo: wpłata z zysku NBP		0,13
<b>suma</b>		<b>2,7</b>
<b>planowany deficyt 2011</b>		<b>-5,2</b>
<b>działania ograniczające deficyt w 2012</b>		
tymczasowa reguła wydatkowa		0,63
ograniczenie w wyniku zmian w systemie emerytalnym kosztów obsługi długu		0,04
<b>nowa reguła ograniczająca deficyt w samorządach</b>		<b>0,4</b>
obniżenie zasiłku pogrzebowego		0,01
skutek wprowadzenia pomostówek		0,39
zniesienie ulgi na biokomponenty w akcyzie		0,04
podwyższenie akcyzy na papierosy		0,02
zamrożenie skali PIT		0,05
zmiany w OFE		0,42
<b>suma</b>		<b>2</b>
<b>planowany deficyt 2011</b>		<b>-3,2</b>

Źródło: PAP

### Skutki ograniczeń fiskalnych

Rozważmy zatem przedstawione na szczelbu rządowym propozycje i ich skutki finansowe. Przedstawiamy wyliczenia dla całego sektora JST (Tabela 2), gdyż w toku negocjacji rządu z samorządami zostało wypracowane dotąd (wydaje się, że jedyne konstruktywne) porozumienie dotyczące wyliczenia reguły w odniesieniu dla całego sektora, a nie pojedynczych jednostek.

1. Reguła wydatkowa ministra Rostowskiego: limit 4-3-2-1 % dochodu JST w kolejnych latach zaczynając od 2012r.
2. Ustawa o finansach publicznych z 2009r.: limit wydatków na obsługę długu w stosunku do dochodu JST na poziomie 3-letniej średniej nadwyżki operacyjnej w stosunku do dochodów.

Tabela 2: Wyliczenia progów deficytu wg propozycji rządowych

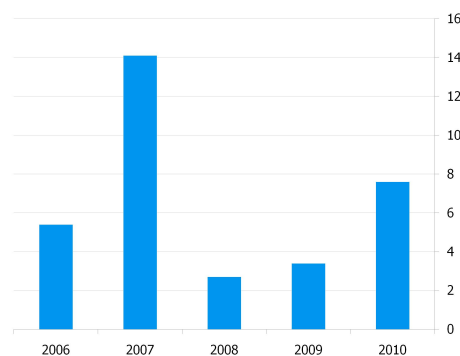
mld zł	2007	2008	2009	2010	2011 plan	2012 plan	2013 plan	2014 plan
dochód bieżący	119,80	131,00	136,70	144,10				
dochód ogółem	131,38	142,57	154,84	162,80	174,17	174,00	176,74	170,00
wydatki bieżące	102,05	113,26	124,70	133,50				
wydatki ogółem	129,11	145,18	167,83	177,77	195,09			
wynik bieżący (nadwyżka operacyjna)	17,75	17,74	12,00	10,60				
rozkłady ogółem	8,30	7,94	7,68	9,15				
przychody z prywatyzacji majątku	0,02	0,12	0,08	0,20				
deficyt/nadwyżka	0,51	-2,30	-14,03	-16,07	-19,00	-1,04	3,36	5,78
deficyt jako % dochodów	0,39%	-1,61%	-9,06%	-9,87%	-10,91%	-0,60%	1,90%	3,40%
ograniczenie - projekt 1						-4%	-3%	-2%
deficyt jako % PKB	0,00%	-0,20%	-1,00%	-1,10%	-1,27%	-0,06%	0,20%	0,32%
wynik bieżący jako % dochodów	13,51%	12,44%	7,75%	6,51%				
rozkłady jako % dochodów	6,32%	5,57%	4,96%	5,62%				
ograniczenie - projekt 2			11,23%	8,90%				

Źródło: MinFin

Okazuje się, że propozycja ministra Rostowskiego w odniesieniu do planów deficytu z Wieloletnich Prognoz Finansowych JST

nie wpływa na ograniczenie poziomu zadłużenia. Co więcej samorządy już w 2013r. planują sumarycznie wypracować nadwyżkę w wysokości 1,9% swoich dochodów (0,2% PKB). Propozycja ministra Boniego o wcześniejszym wprowadzeniu regulacji zawartych w ustawie budżetowej z 2009r. także zdaje się nie krzywdzić samorządów - w latach 2009 i 2010 3-letnia średnia z zawartego w ustawie wskaźnika ograniczającego wydatków na obsługę długu (tu uwzględniamy poziom rozchodów) w tych latach wyniósł 4,96% i 5,62%, co wskazuje na znaczną odległość od progu zadłużenia także wg tej reguły. Jednak zgodnie z danymi udostępnionymi przez Ministerstwo Finansów istnieje ryzyko przekroczenia tych progów w 2011r. i 2012r., gdyż nadwyżka operacyjna systematycznie maleje. Z drugiej strony przedstawiony plan redukcji deficytu przez JST w latach 2011-14 skłania jednak do wniosku, że samorządy przygotowały swoje budżety do reguły, która ma zacząć obowiązywać od 2014r. Co więcej opublikowane niedawno dane wykonania budżetu na koniec maja 2011r. wskazują, że planowany przez rząd poziom deficytu był niższy o 5,7 mld zł. na co wpłynęły wyższe wpływy z podatku CIT oraz ceł, a także spadek wydatków o 3 mld zł. Wynik ten jest tym bardziej optymistyczny, że nie uwzględnia większości planowanych na drugą połowę roku prywatyzacji i zapowiedzianej sprzedaży 10% akcji PZU, a także w kontekście spójnych wyników z wykonania budżetów JST. Warto przy tym zwrócić uwagę na systematycznie pesymistyczne plany budżetowe, zakładające w planach gorsze wyniki finansów publicznych od faktycznego wykonania (Wykres 3).

Wykres 3: Nadwyżka (dochody minus wydatki) wykonania budżetu ponad plan (mld zł.)



Źródło: MinFin

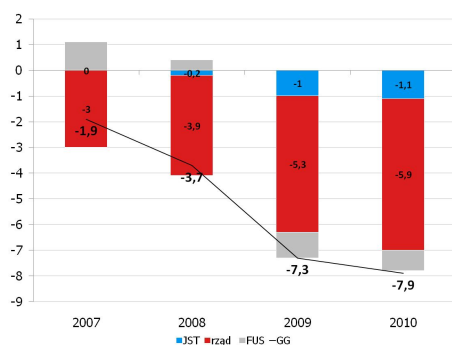
### Na co wydają?

Jednostki samorządu terytorialnego otrzymują ok. 36% pieniędzy publicznych, zaś ich udział w długu publicznym wynosi niecałe 5% (kontrybucja do 7,9% deficytu w 2010r. wyniosła 1,1%, Wykres 4). Wydaje się zatem, że główny ciężar ograniczania zadłużenia powinien spaść na sektor centralny, co de facto ma miejsce (10% spadku deficytu ma wynikać z samorządowego ograniczenia deficytu, podczas gdy partycypują w nim w 13%).

Trzeba jednak podkreślić, że aż 82% inwestycji publicznych, których apogeum przypada na lata 2011-13 (ze względu na wzmożoną absorpcję środków unijnych i przygotowania do EURO 2012) finansowanych jest przez samorządy. Wydatki JST na inwestycje w 2010r. wyniosły 44,2 mld zł. (przy deficycie 16,07 mld zł.), zaś na 2011r. planowane są wydatki wyższe o 12,7 mld zł. (przy planowanym wzroście deficytu o 3 mld zł.). Wydaje się zatem, że zadłużenie samorządów służy słusznej sprawie i jest szczególnie istotne w obecnym okresie ze względu na

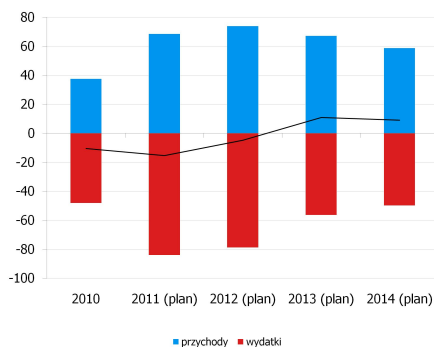
wzmoczony napływ funduszy unijnych (Wykres 5), które wymagają współfinansowania (stąd wydatki ujęte na wykresie). Podobnie jak w przypadku deficytu samorządów, tak też i tutaj od 2013r. zgodnie z planem ma zostać wykazana nadwyżka.

Wykres 4: Udział deficytu samorządów do szczybla centralnego (2009r.)



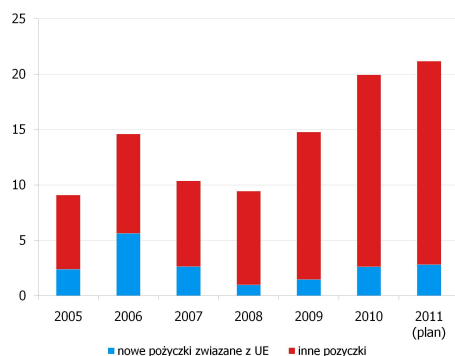
Źródło: Eurostat

Wykres 5: Przychody i wydatki związane z absorpcją funduszy unijnych



Źródło: MinFin

Wykres 6: Nowe pożyczki JST



Źródło: MinFin

Powyższe wyliczenia nie wskazują jednak, że zadłużenie samorządów (głównie kredyty i pożyczki) wynika właśnie ze współfinansowania inwestycji unijnych. W 2010r. jedynie 15% nowo zaciągniętych pożyczek było związanych z projektami

unijnymi (Wykres 6). Co więcej wskaźnik zadłużenia (stosunek długu do dochodów) wyniósł w III kw. 2010r. 26,9%, zaś po wyłączeniu zobowiązań związanych z realizacją programów i projektów finansowych z udziałem UE obniżył się jedynie o 1,9pp.

### Będzie kompromis

Ograniczenie deficytu sektora samorządowego jako całości przez wprowadzenie reguły ministra Rostowskiego (być może we wspomianej ostatnio wersji 5-4-3-2-1) jest możliwe od 2012r. Nie należy się jednak dziwić samorządom, które partycypując w długu i deficycie publicznym jedynie w marginalnym stopniu obawiają się narzucanych na nie ograniczeń (trzeba tu podkreślić, że JST mają bardzo mały wpływ na kształtowanie swoich dochodów - większość decyzji podejmowana jest na szczeblu centralnym), tym bardziej nieuzasadnionych (także prawnie - jako, że limity zadłużenia wyznaczone są na podstawie danych z poprzedzających trzech lat, to można zarzucić proponowanej regule wydatkowej, że implikuje działanie prawa wstecz). Trudno także oprzeć się wrażeniu, że podobnie jak w przypadku rozporządzenia ministra finansów z końca 2010r. (zmieniającego klasyfikację tytułów dłużnych zaliczanych do państwowego długu publicznego, które realnie nie wpłynęły istotnie na sposób liczenia długu JST), tak też w sprawie limitów zadłużenia reakcja samorządów jest przesadzona. Kluczową kwestią było bowiem uwzględnianie sektora lokalnego jako całości, tak aby dopiero od ustawowego 2014r. limitu obowiązywały poszczególne jednostki w zależności od ich „zdolności kredytowej” do dochodu, a nie same poziomy limity zadłużenia.

Paulina Ziemińska

## Gospodarka globalna

### „Soft patch” czy poważne ryzyko przerwania cyklu?

#### Prolog

Marcowe trzęsienie ziemi w Japonii oraz kryzys atomowy, który pojawił się w jego następstwie, zaatakowały globalną gospodarkę w momencie, gdy była ona na pograniczu wczesnej i dojrzałej fazy ożywienia. Wydarzenia w Japonii niemal natychmiast wygenerowały oczekiwania, że przerwanie łańcuchów dostaw z kluczowych gałęzi przemysłu japońskiego (motoryzacja, elektronika) odbije się negatywnym echem na całej gospodarce globalnej. Oliwy do ognia dodały problemy z dostawami energii elektrycznej doświadczane przez japońskie przedsiębiorstwa, które tylko pogłębiły zapasę w mocach wytwórczych (z jednej strony doszło do ich fizycznego ograniczenia w postaci utraty kapitału, z drugiej strony przerwy w dostawach energii ograniczyły stopień wykorzystania pozostałego kapitału). Wymienione wyżej wąskie gardła miały spowodować widoczne problemy w sferze realnej krajów poza Japonią w przeciągu 2-3 miesięcy, czyli w horyzoncie kiedy zapasy w magazynach się wyczerpią. Tymczasem kondycja sfery realnej widoczna w marcowych danych pozostała dobra (w przemyśle produkcja rosła nadal, odnotowano rekordowe odczyty na rynku pracy w USA)... Symptomy wąskich gardeł w gospodarce pojawiały się jedynie lokalnie. W pewnym momencie rynek zaczął obstawiać, że kryzys w Japonii nie będzie miał wpływu na gospodarkę globalną (lub też wpływ ten będzie zaniedbywalny).

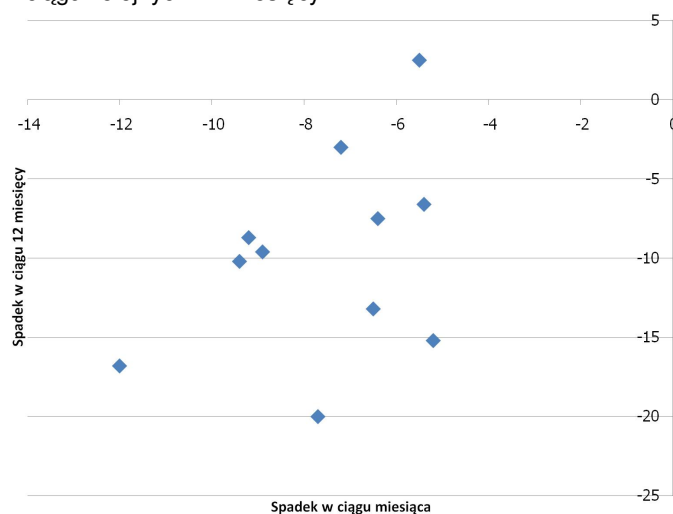
#### Zaniepokojenie

Okazało się, że optymizm wśród inwestorów zagościł zdecydowanie przedwcześnie a wcześniejsze szacunki poważnych kłopotów, które miały się pojawić z opóźnieniem (2-3 miesiące), zostały zapomniane stanowczo zbyt szybko... Już w kwietniu produkcja przemysłowa zamiast oczekiwanego wzrostu odnotowała stagnację, którą w tym przypadku można uznać za dobry wynik, gdyż bez wyraźnej dodatniej dynamiki w górnictwie i dostarczaniu metali (odpowiednio +0,8% oraz +1,7%) tempo wzrostu całego agregatu byłoby ujemne - tak jak w przypadku najbardziej istotnej kategorii przetwórstwa przemysłowego (-0,4%). Razem ze stagnacją w przemyśle przyszła również redukcja w wykorzystaniu mocy wytwórczych, widoczna szczególnie w przypadku przetwórstwa przemysłowego (74,4% wobec 74,8% przed miesiącem), choć dająca się zauważyć również na agregacie produkcji przemysłowej (76,9% wobec 77,0% przed miesiącem). Co ciekawe, dotkliwe spadki zostały odnotowane w przemyśle związanym z produkcją samochodów: samochody i części (-8,9% m/m), metale podstawowe (-1,8% m/m), elektronika (-2,3% m/m). Kolejną łyżkę dziegciu dołożyły ankiety koniunktury (regionalne pogarszały się już miesiąc wcześniej - reakcja w specyficznych działach gospodarki - np. w okręgu Chicago - była szybsza). Indeks ISM w sektorze przemysłowym obniżył się w maju o 6,9pkt. do poziomu 53,5pkt. Pogorszeniu uległy wszystkie składowe indeksy: od nowych zamówień (solidny spadek z poziomów powyżej 60pkt. do niewiele ponad 50pkt.) do zatrudnienia (poniżej 60pkt.). Przypieczętowaniem zaniepokojenia inwestorów okazały się dane o zatrudnieniu. W maju przybyło zaledwie (użycie takiego słowa jest jak najbardziej na miejscu biorąc pod uwagę średnią ponad 200tys. z ostatnich 3 miesięcy) 54tys. etatów. Nieco więcej - bo 84tys. etatów - stworzył sektor prywatny, lecz cięcia zatrudnienia na lokalnych szczeblach administracji wywołały ubytek miejsc pracy w sektorze rządowym o 30tys. osób. Jednocześnie z niewielkim przyrostem zatrudnienia podniosła się stopa bezrobocia, która zamiast oczekiwanych 8,9% wyniosła 9,1%.

#### Strach

Spadki indeksu ISM dla przemysłu w skali prawie 7pkt. historycznie zdarzały się przede wszystkim w sytuacjach kryzysowych. Aby odzwierciedlić skalę wyhamowania indeksu zbadaliśmy wszystkie epizody gwałtownych spadków indeksu ISM (a historia jest bogata - szeregi czasowe zaczynają się w latach 50-tych) o ponad 5 punktów w ciągu jednego miesiąca. Aby jednak przybliżyć poszukiwania do obecnej sytuacji narzuciliśmy ograniczenie, że spadek musi się zrealizować z poziomu indeksu przekraczającego 50pkt. Okazało się, że kryteria wyszukiwania spełniło 11 przypadków, przy czym ostatni z nich miał miejsce w maju 2011, natomiast wcześniejszy w... 1984 roku. Sprawdziliśmy również, co działo się z indeksem ISM w przeciągu 12 miesięcy od odnotowanego spadku. Otóż w 10 przypadkach na 11 w perspektywie rocznej indeks notował dalsze spadki, część była natomiast nawet zarzewiem recesji, które uzyskały oficjalne potwierdzenie przez Recesson Dating Committee NBER. Wykres rozrzutu obrazujący ww. spostrzeżenia prezentujemy poniżej. Biorąc pod uwagę uwarunkowania jedynie historyczne, z wykresu wynika że przy obecnym, miesięcznym spadku indeksu o 6,9pkt. poziomu indeksu ISM w połowie 2012 roku należałoby szukać w okolicach od 43 do 45 punktów, a więc poziomów bardziej charakterystycznych dla silnego spowolnienia (recesji?) niż ożywienia.

Wykres 1: Miesięczny spadek ISM w przemyśle i jego zachowanie w ciągu kolejnych 12 miesięcy



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ISM

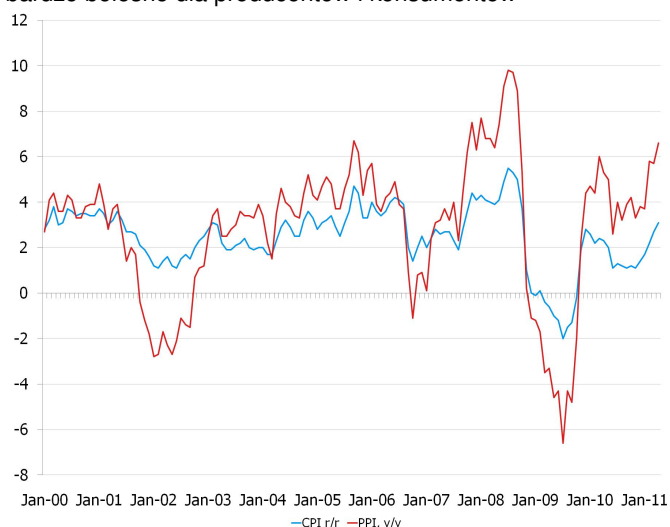
#### Hipotezy

Znaczne spowolnienie amerykańskiej gospodarki wyraźnie kontrastowało z „obowiązującym” sposobem myślenia prezentowanym przez FOMC, tzn. powrotem gospodarki amerykańskiej (co prawda powolnym, ale jednak) na ścieżkę wzrostu. Stąd też zamiast kontestować cały scenariusz FOMC inwestorzy zdecydowali się poszukać przyczyn spowolnienia wśród hipotez sformułowanych już wcześniej. Na pierwszy plan wysunęła się hipoteza dotycząca zaburzeń w łańcuchach dostaw z Japonii, która poprzez spowolnienie przemysłu motoryzacyjnego żołała się na pozostałe sekcje przetwórstwa przemysłowego. Hipoteza ta jest atrakcyjna intelektualnie, gdyż spowolnienie nadeszło dokładnie w momencie, w którym miało nadejść (2 miesiące po przerwaniu dostaw z Japonii). Również struktura produkcji przemysłowej potwierdza przypuszczenia, że słabość gospodarki amerykańskiej wynika głównie z przemysłu motoryzacyjnego (patrz wcześniej cytowane spadki w zakresie produkcji samochodów i części oraz metali). Wsparcie dla hipotezy przyszło także



ze strony „Beżowej Księgi” FOMC, która nie dość, że okazała się nieco lepsza od oczekiwań, to jeszcze potwierdziła, że duża część spowolnienia wynika właśnie z problemów w dostawach ("Księga" jako badanie ankietowe i w dużej mierze opisowe w sposób najbardziej kompleksowy jest w stanie ująć takie właśnie przyczyny spowolnienia), choć nie jest to jedyne wytłumaczenie. Hipoteza przerw w łańcuchach dostaw ma również swoją słabą stronę. Jeśli spowolnienie w związku z przerwami ma tymczasowy charakter (a za takie powinno zostać uznane biorąc pod uwagę prognozy japońskich przedsiębiorców jakoby produkcja na pełnych mocach miała zostać wznowiona do jesieni), przedsiębiorcy powinni raczej reagować na spowolnienie redukując liczbę przepracowanych godzin, ale nie zatrudnienie (a tak stało się w przemyśle, gdzie pracę straciło 5 tys. osób - poprzednie miesiące przynosiły przyrosty rzędu 20tys. miesięcznie); ewentualnie obydwie wielkości powinny iść w parze. Tymczasem liczba przepracowanych godzin wzrosła (0,5% m/m) natomiast tempo wzrostu zatrudnienia nie tylko wyhamowało, ale w niektórych sekcjach odnotowano spadki (dane są odsezonowane!). Hipotezę dopełniającą działanie przerw w łańcuchach dostaw jest efekt wysokich (szybko rosnących) cen, których doświadczają i konsumenci i producenci. W przypadku konsumentów liczą się przede wszystkim ceny paliw, które przy cenach 4USD za galon stanowią barierę psychologiczną. Co więcej, w przypadku konsumpcji wyczerpuje się efekt dodatkowych środków z ulg podatkowych (znacznie łatwiej konsumentom wydawało się dodatkowe dolary, kiedy ich optymizm był wyższy na początku roku). Z kolei koszty są trudne do przeliczenia na konsumentów w warunkach umiarkowanego popytu (byłoby to oczywiście proste, gdyby popyt na produkty przedsiębiorstw był bardzo sztywny, co w przypadkach innych niż żywność i paliwa jest trudne do dowiedzenia). W takich warunkach wyższy koszt działa jak szok technologiczny, którego doświadczają przedsiębiorstwa. Tym samym mamy do czynienia z przesunięciem **całej krzywej podaży** - konsekwencją jest wyższa cena równowagi przy niższym poziomie aktywności. Wysokie ceny oraz niska aktywność gospodarcza mogą współistnieć.

Wykres 2: CPI i PPI wprawdzie jeszcze nie rekordowe, ale już bardzo bolesne dla producentów i konsumentów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BLS

Obydwie hipotezy - zarówno ta związana z łańcuchem dostaw, jak i opierająca się na cenach - sugerują spowolnienie gospodarki amerykańskiej na okres I-II kwartałów, a następnie powrót do fazy ożywienia. Jest to obecnie nasz scenariusz bazowy. Ostatnią z rozważanych hipotez jest możliwość poważnych zaburzeń cyklu

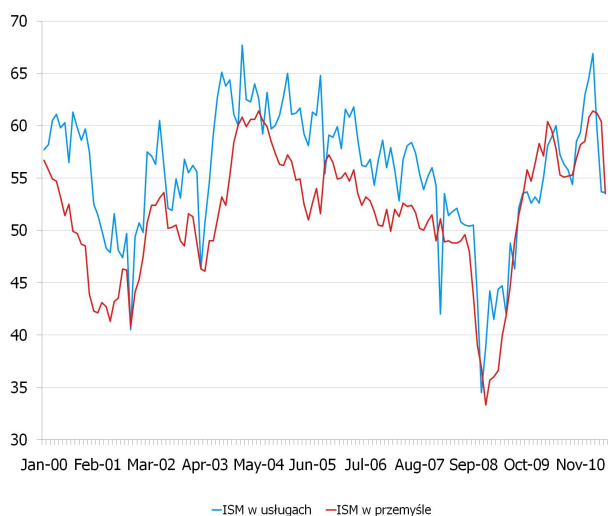
w gospodarce amerykańskiej oraz - w ich następstwie - całej gospodarki światowej. Zwolennicy takiego sposobu myślenia zwracają przede wszystkim uwagę, że gospodarka amerykańska doświadcza wszystkich obecnych (na razie wydawałoby się tymczasowych) plag w warunkach nie do końca ugruntowanego ożywienia, które nie objęło na razie swoim zasięgiem rynku domów (sprzedaż i produkcja na historycznych minimach) oraz - przede wszystkim - rynku pracy. Scenariusz ten z pewnością stanie się aktualny w połączeniu z eskalacją kryzysu zadłużeniowego w Europie, gdy pogorszeniu sytuacji sfery realnej będzie towarzyszyło globalne pogorszenie płynności (+poważne problemy kapitałowe europejskich banków). Na razie jednak, dopóki rozwiązania odnośnie Grecji nie są ostatecznie gotowe (a do pozytywnej niespodzianki jest bliżej niż do negatywnej), a sytuacja w sferze realnej dostatecznie klarowna (do odrzucenia scenariusza tymczasowego spowolnienie konieczne będą 2-3 miesiące pogarszających się danych) scenariusz ten nie jest naszym scenariuszem bazowym.

### Nadzieja

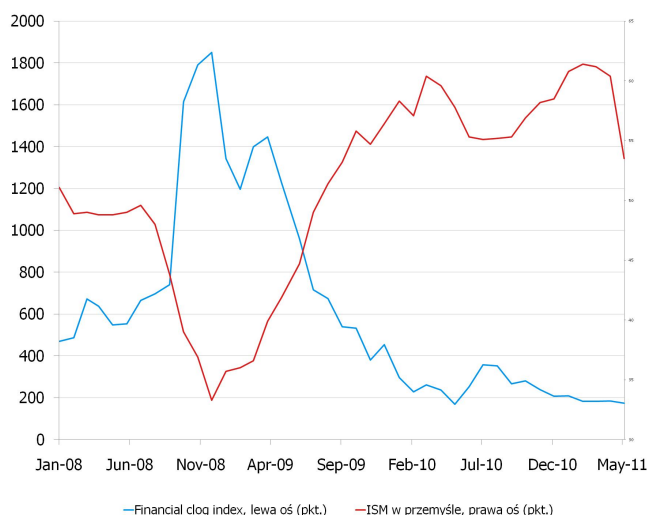
Na szczęście mimo ryzyka (czołowi amerykańscy ekonomiści szacują je na niewiele więcej niż 20%), że przejściowe spowolnienie może przerodzić się w przerwanie fazy ożywienia gospodarki amerykańskiej, w ostatnich danych pojawiają się również jasne strony. W pierwszej kolejności należy mieć świadomość, że indeksy koniunktury pozostają na bardzo wysokich poziomach (a za taki uznajmy poziom ISM powyżej 58pkt.) jedynie przez 24% czasu (licząc w miesiącach, od lat 50-tych); co więcej, serie wskaźników koniunktury powyżej 58pkt. (za serię uznajmy nieprzerwaną, 6-miesięczny ciąg wskaźników ISM powyżej 58pkt.) to już tylko 20% wszystkich miesięcy obserwacji. W dotychczasowej historii badania wystąpiło 12 serii wskaźnika ISM, w których utrzymywał się on powyżej 58 punktów średnio przez 12 miesięcy (należy jednak przyznać, że istnieje wyraźna tendencja do skrócenia długości serii z biegiem czasu - jest to naturalna konsekwencja skrócenia cykli koniunkturalnych, zwłaszcza w przemyśle). Z tej perspektywy ostatnia seria powyżej 58pkt. (brutalnie przerwana spadkiem) trwała 6 miesięcy, jednak trudno uznać ją za odbiegającą od tych z lat 75-2010 (średnio 7 miesięcy - wcześniejsze były znacznie dłuższe). Warto przy tym zaznaczyć, że koniec serii wysokich poziomów ISM kończy pierwszą, gwałtowną fazę ożywienia - jednak nie cykl. Z tej perspektywy korekta na indeksie ISM nie jest aberracją, lecz normą.

Warto również zwrócić uwagę, że spadek indeksu ISM dla przemysłu jak na razie nie pociągnął za sobą gwałtownych spadków indeksu w sektorze usług (co ciekawe - docierające tam zamówienia nawet przyspieszyły, to samo dotyczy zatrudnienia; cały indeks ustabilizował się w maju) - patrz wykres. Co więcej, w obecnej chwili - skupmy się na historii indeksu po 2008 roku (takie ograniczenia narzucają nam dane) - silny spadek indeksu ISM nie łączy się z napięciami na rynkach finansowych (patrz wykres); dodatkowo polityka pieniężna i fiskalna są bardzo luźne, co minimalizuje problem *policy failures*, czy też możliwość wystąpienia poważnych problemów z płynnością.



**Wykres 3: Maj 2011 - ISM w przemyśle mocno spada, ISM w usługach stabilizuje się**


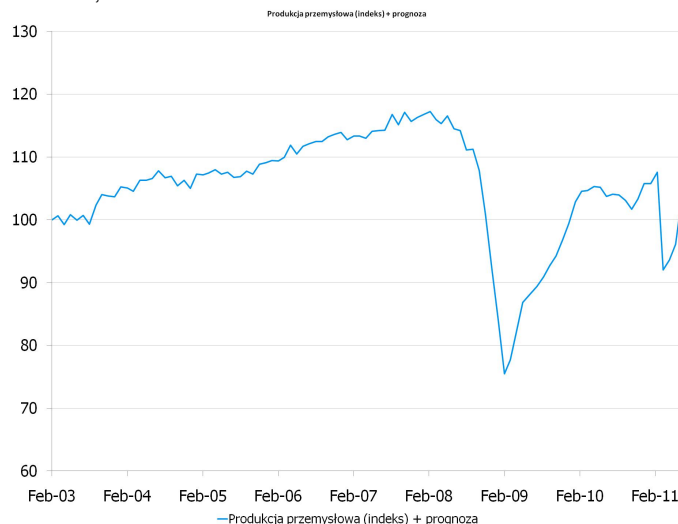
Źródło: ISM

**Wykres 4: Spadek ISM przy luźnych warunkach finansowania; wyraźny kontrast z 2009**


Źródło: ISM, Bloomberg

Warto również zwrócić uwagę na majowe dane o stopie bezrobocia, które należałoby rozpatrywać raczej jako lepsze niż gorsze. Oczywiście wzrost stopy bezrobocia do 9,1% z 9,0% jest ogólnie uznawany za niekorzystny. Jednak to głównie napływ pracowników spoza dotychczasowego zasoby pracy (ponad 100tys.) odpowiedzialny jest za wzrost stopy bezrobocia, co samo w sobie jest sygnałem pozytywnym - pracownicy (także Ci zniechęceni o czym świadczą **spadki** alternatywnych miar bezrobocia U5 i U6) powoli wracają na rynek pracy; oczywiście z uwagi na frykcję na rynku pracy, znalezienie pracy zajmuje kilka tygodni. Gdyby wykluczyć ten przepływ (powrót do zasoby pracy) stopa bezrobocia utrzymałaby się na zrewidowanym poziomie sprzed miesiąca, a więc 9,0%. Wreszcie, trzymając się hipotez tłumaczących tylko tymczasowe spowolnienie warto spojrzeć na dane z Japonii. Interesujące może być przede wszystkim spojrzenie na produkcję przemysłową (patrz indeks na wykresie - ostatnie 2 obserwacje pokazują oczekiwania przedsiębiorców dot. przyszłej produkcji na bazie napływających zamówień), która powinna w czerwcu wyrównać się z poziomem sprzed trzęsienia ziemi. Biorąc pod uwagę 2-3 miesięczną (symetryczną - podobnie

jak przy reakcji na spowolnienie) reakcję gospodarki globalnej, poprawa sytuacji w amerykańskim przemyśle powinna nastąpić nie później niż miesiąc po wakacjach (do tej pory nie powinna się już znacznie pogarszać, a większość wskaźników może nawet zawracać w kierunku wyższych poziomów). W przeciwnym przypadku będziemy rewidować w dół naszą prognozę - także dla gospodarki polskiej. Nie spodziewamy się jednak, aby miało dojść do realizacji negatywnego scenariusza.

**Wykres 4: Produkcja przemysłowa w Japonii + oczekiwania do czerwca, indeks**


Źródło: Reuters

**Epilog: „Fed on hold”**

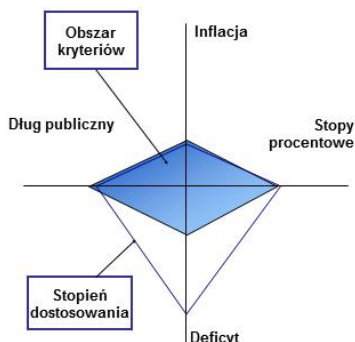
Ostatnie przemówienie B. Bernake (już po mocnym wyhamowaniu indeksu ISM oraz niższym wzroście zatrudnienia) dało wyraźnie do zrozumienia, że FOMC nie jest zadowolone z tempa, w jakim gospodarka amerykańska wraca na ścieżkę potencjalnego wzrostu. Niemniej jednak Fed nie wycofał się jeszcze z twierdzenia, że dalsze miesiące popchną gospodarkę znów na ścieżkę prowadzącą do potencjału (w perspektywie średniego okresu). Do tego czasu możemy być spokojni odnośnie QE3 - jak na razie bilans kosztów i korzyści z dalszego rozszerzenia *quantitative easing* jest negatywny a poprzeczka ustawiona wysoko. Jeśli hipoteza odnośnie „soft patch” zostanie sfalsyfikowana, również FOMC zmieni stanowisko. Powtarzamy jednak, że nie jest to nasz scenariusz bazowy. Niemniej jednak oczekujemy długiego okresu niskich stóp procentowych (perspektywa do połowy 2012 roku wydaje się bezpieczna). Choć o QE3 na razie nie może być mowy, *stock view* popierane przez decydentów Fed w połączeniu z bieżącym spowolnieniem będzie przyczynkiem do utrzymania zakupionych papierów dłużej na w posiadaniu Fed (zmniejszenie stanu aktywów odbywać się będzie jedynie poprzez zapadanie posiadanych papierów) niż można było przypuszczać jeszcze na początku roku.

Marcin Mazurek

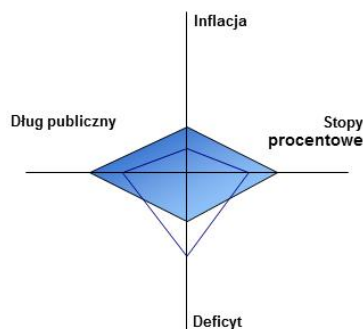
**Kryteria konwergencji\***

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,83% (styczeń 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,57% (styczeń 2011)
- Deficyt budżetu: <3,0% PKB
- Dług publiczny:< 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

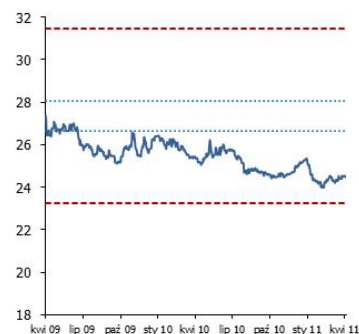
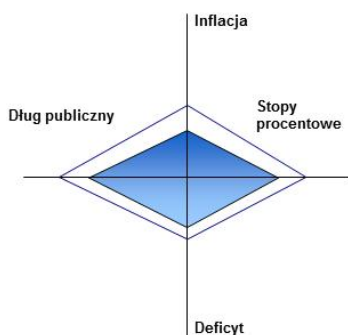
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

**POLSKA**


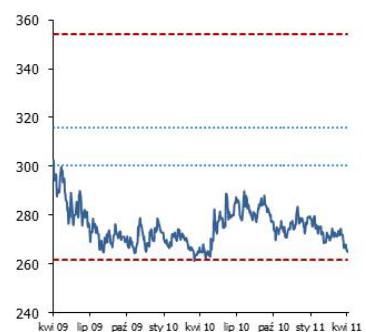
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,6% (styczeń 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,81% (styczeń 2011)
- Deficyt budżetu: 7,9%1 PKB (2010)
- Dług publiczny: 55,5%1 PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie


**CZECHY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,5% (styczeń 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,84% (styczeń 2011)
- Deficyt budżetu: 5,2%1 PKB (2010)
- Dług publiczny: 40,0%1 PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie


**WĘGRY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,4% (styczeń 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,26% (styczeń 2011)
- Deficyt budżetu: 3,8%1 PKB (2010)
- Dług publiczny: 78,5%1 PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie



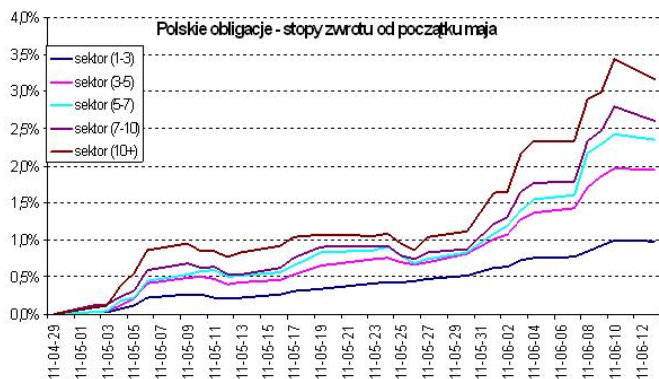
\*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej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

Obserwowane od kilku tygodni rally na obligacjach niemieckich i amerykańskich to efekt dwóch procesów: wyraźnego (choć prawdopodobnie przejściowego) obniżenia wzrostu gospodarczego w USA (wyraźnie obniżyły się wszelkie indeksy zaskoczeń) oraz eskalacji kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Obecne nasilenie obu tych procesów ciągle oddziałuje w stronę wzrostu atrakcyjności polskich obligacji. Obligacje polskie znaczne wsparcie dostały również ze strony Rady Polityki Pieniężnej. Trzecia z rządu podwyżka stóp została potraktowana przez uczestników rynku w kategoriach ruchu wyprzedzającego zmniejszającego ryzyka błędów polityki monetarnej oraz skalę koniecznego zacieśnienia w przyszłości. Na rynku panuje poczucie zbliżającego się końca cyklu zacieśnienia i wyczekiwanie na dalsze łagodzenie retoryki RPP. W najbliższym czasie osiągnięcie przez inflację maksimum i następnie obniżenie rocznego wskaźnika CPI w miesiącach letnich mogą być również czynnikami oddziałującymi w stronę wygaszenia oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych. Wsparciem dla polskich papierów ciągle powinny być również niskie podaż i dobra płynność budżetu. Cały czas utrzymywać powinna się pozytywna korelacja między rynkiem stopy procentowej i rynkiem FX. Jednocześnie mało prawdopodobne jest utrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu cen polskich obligacji - słabnie momentum na rynkach obligacji krajów rozwiniętych, w Polsce rynek już wycenia zaledwie dwie podwyżki w perspektywie najbliższych 12 miesięcy.

Wykres 1



Źródło: Bloomberg

### Rynek walutowy

Przez ostatni miesiąc złoty pozostawał wyjątkowo stabilny wobec euro i odporny na globalne zmiany awersji do ryzyka. Podkreślić należy, że we wspomnianym okresie Ministerstwo Finansów za pośrednictwem BGK było aktywnym uczestnikiem rynku walutowego przeprowadzając sprzedaż walut w momentach rosnącej awersji do ryzyka. Taka strategia przełożyła się na dywergencję wycenianej zmienności EURPLN i EURUSD, choć historycznie oba kursy wykazywały dużą korelację zmienności.

Uważamy, że podobną strategię Ministerstwo Finansów będzie stosowało również w najbliższych miesiącach, co powinno przełożyć się na podobne jak ostatnio obserwowaliśmy ustabilizowanie kursu złotego. Istotnej aprecjacji złotego nie sprzyja obecnie zarówno układ czynników globalnych, jak i pogarszające się z punktu widzenia polskiej waluty przepływy (rozszerzający się bilans płatniczy, mniejsza ilość udzielanych w obcej walucie kredytów). Inwestorzy portfelowi w obecnej fazie awersji do ryzyka

również nie przejawiają istotniejszego zainteresowania polską walutą. Pomimo umacniania się euro do dolara, co historycznie sprzyać powinno złotemu, kwestia dalszych podwyżek stóp procentowych w Eurolandzie pogarsza dysparytet stóp między EUR i PLN.

Złoty może bardziej wyraźnie aprecjonować jedynie w sytuacji poprawy globalnego sentymentu i wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego i inwestycji w Polsce.

Wykres 2: Implikowana zmienność EURUSD i EURPLN



Źródło: Bloomberg

Wykres 3: Kurs złotego



Źródło: Bloomberg

Ernest Pytlarczyk



## Sekcja specjalna - indeksy zaskoczeń

Momenty wyjścia nowych danych makroekonomicznych są często punktami zwrotnymi dla rynków finansowych. Jednocześnie rynek nie reaguje gwałtownie na nowe dane w sytuacji, gdy się ich spodziewa, co jest w gruncie rzeczy równoważne z sytuacją, gdy nowy odczyt jest zbieżny z prognozami analityków. Zatem z punktu widzenia punktów zwrotnych notowań istotne są momenty, gdy odczyty danych makro odbiegają znacznie od rynkowego konsensusu.

Analitycy często opierają prognozy na przeszłej sytuacji ekonomicznej i niesymetrycznie oceniają prawdopodobieństwo kierunku zmiany nowych odczytów, to znaczy jeśli na przykład rentowności obligacji rosły, to częściej prognozowane jest pozostanie w trendzie niż jego zmiana. Jednym słowem - są obciążeni obecnymi wydarzeniami w prognozowaniu przyszłości. Często obserwujemy inercję prognoz polegającą na obronie istniejących scenariuszy, gdy rzeczywistość im zaprzecza - to znaczy uznawania nowych „zaskoczeń” i odbiegających od trendu informacji za szумы w danych i przez to niezauważania punktów zwrotnych - szczególnie dotyczy to nastrojów rynkowych („market sentiment”).

Postanowiliśmy sprawdzić wpływ zaskoczeń rynku nowymi odczytami danych i skonstruować narzędzie oparte na nich, które pozwoli odnajdywać punkty zmian trendu. Analiza przebiega dwutorowo - po pierwsze konstruujemy indeksy zaskoczeń dla konkretnych instrumentów (rentowności obligacji, kursów walutowych i indeksów giełdowych), po drugie zaś tworzymy indeks określający ogólny sentyment rynku danego regionu (to znaczy kierunek prognoz analityków w stosunku do nowych odczytów istotnych zmiennych). Oczywiście nie wszystkie zmienne mają równie mocny wpływ na instrumenty oraz wpływ nie wszystkich jest równie trwały. Naszym celem jest zbadanie wpływu nie chwilowego, ale determinującego punkty zwrotne - dlatego zmiany notowań konkretnych instrumentów wyliczamy z ich wartości na zamknięciu (podawane przez Bloomberg), aby wyeliminować chwilowe wahania notowań. Indeksy zostały wystandaryzowane, tak aby móc porównywać ich wartości dla różnych regionów (USA, strefa euro, Polska), co pozwoli weryfikować nie tylko kierunek ale i siłę globalnych zmian i ich wpływ na rynki lokalne.

Trzeba jednak pamiętać, że stopień objaśnienia danej zmiennej przez indeks nie może być zbyt wielki, gdyż oznaczałoby to, że jedynym czynnikiem wpływającym na notowania jest rynkowy sentyment, a nie realne dane. Dlatego właśnie tworzeniu indeksów zaskoczeń przyświeca nie tylko wprowadzanie rekomendacji na wybranych instrumentach finansowych, ale także wykorzystanie ich do objaśniania niezrozumiałych dotąd zmian w bardziej rozbudowanych modelach ekonometrycznych. Poniżej omówiona będzie konstrukcja indeksów wraz z przykładem dla USA.

### **Tworzenie indeksu związanego z instrumentami finansowymi**

Indeks zaskoczeń konstruowany jest codziennie na podstawie faktycznych pierwszych (nierewidowanych) odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych w serwisie Bloomberg. Jest on ważoną średnią wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy (zwane dalej zaskoczeniem), gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań danego instrumentu. Te podstawowe dwa kryteria wyznaczane są na podstawie odpowiednich korelacji zaskoczeń z dziennymi zmianami notowań odpowiednio dla zmian o różnej amplitudzie (mierzonej jako wielokrotność odchylenia standardowego zmienności danego instrumentu). Dokładniej, siła zaskoczeń mierzona jest korelacją dla wahań dowolnej wielkości, zaś istotność wpływu danej zmiennej wyznaczana jest przez częstość jej wpływu

(liczba poprawnych co do kierunku odczytów danej zmiennej w stosunku do wszystkich odczytów w analizowanym okresie czasu) na zmiany cen/kursów przekraczające jedno odchylenie standardowe rozkładu tych wahań. Dodatkowo wykluczamy zmienne, których korelacje miały różne znaki przy uwzględnianiu zmian notowań instrumentów o różnej amplitudzie (0-2 odchylenia standardowe) - uznajemy wpływ tych zmiennych za niestabilny.

Ostatecznie indeks wybierany jest na podstawie kilku kryteriów (analiza przeprowadzona na próbie danych obejmujących okres 1.03.2005-31.05.2011):

1. istotność statystyczna oraz maksymalizacja pełnego (opartego na całym analizowanym szeregu danych) współczynnika korelacji indeksu i danego instrumentu,
2. minimalizacja odchylenia standardowego szeregu korelacji kroczących indeksu (w oknie 200-observacji) i danego instrumentu,
3. niezawodność sygnału - przyjęta rekomendacja powinna (in-sample) wskazywać na poprawny kierunek zmiany notowań danego instrumentu w przynajmniej 50% przypadków,
4. symetria sygnałów - niezawodność powinna dotyczyć sygnałów wskazujących zarówno trendy wzrostowe, jak i spadkowe,
5. „zyskowność” z rekomendacji (liczona jako wielkość wykrytych przez sygnały wzrostów i spadków) musi być dodatnia,
6. prostota - metoda wydawania rekomendacji powinna być stosunkowo prosta.

### **Tworzenie indeksu określającego sentyment rynku**

Na podstawie znalezionych relacji wybranych zmiennych z rentownościami obligacji 2-, 5- i 10-letnich, kursami walutowymi i indeksami giełdowymi tworzymy indeks sentymentu rynkowego, którego nie poddajemy weryfikacji względem kryteriów statystycznych, tylko analizie jakościowej. Indeks przyjmuje wartości całkowite - wpływ danej zmiennej określony jest na dyskretnej skali (0,1,-1,2,-2,...) w zależności od zagregowanego wpływu zmiennej na wybrane indykatory rynkowe oraz siły wpływu mierzonej wielokrotnościami odchylenia standardowego. Dokładniej - dana zmienna zostaje wybrana do indeksu, jeśli jej wpływ na co najmniej dwa indykatory rynkowe okazał się istotny (została wybrana do indeksów z nimi związanych wg kryteriów z poprzedniego punktu), zaś składnik sumy odpowiadający jej w indeksie określa kierunek (dodatni oznacza pozytywny dla gospodarki, ujemny - negatywny) i wartość odchyłki odczytu od konsensusu rynkowego (1 - pół odchylenia standardowego rozkładu odczytów danej zmiennej, 2 - jedno odchylenie, itd.).

### **Indeksy związane z instrumentami finansowymi**

Konstruujemy pięć indeksów - odpowiadające obligacjom 2-, 5-, i 10-letnim, kursowi EURUSD oraz indeksowi S&P500. W pierwszym etapie weryfikujemy kryterium 1 i 2, tzn. współczynniki korelacji indeksów (dla różnych progów korelacji i istotności) i danego instrumentu oraz odchylenia standardowe szeregów korelacji kroczących indeksów (wyniki przedstawiają tabele A-E zamieszczone w aneksie). Ponieważ różnice są niewielkie (szczególnie w obszarze 0-0,2), to w ten sposób przede wszystkim eliminujemy konkretne wartości (analiza doprowadziła do natychmiastowego odrzucenia wartości powyżej 0,3). Tabela 1 przedstawia możliwe dopuszczalne progi dla poszczególnych instrumentów.



**Tabela 1: Dopuszczalne progi korelacji i istotności wg kryteriów.**

	próg korelacji (a)	próg istotności (b)	najlepsze (a,b) wg kryterium 1	najlepsze (a,b) wg kryterium 2
2Y	0-0,2	0-0,2	(0,1; 0,15)	(0,05; 0,2)
5Y	0,05; 0,1; 0,2	0,05; 0,1; 0,2	(0,2; 0-0,1)	(0,2; 0-0,1)
10Y	0-0,15	0-0,15	(0,1; 0,2)	(0,1; 0,2)
S&P500	0,05; 0,2-0,3	0-0,15; 0,25	(0,3; 0-0,15)	(0,15; 0-0,15)
EURUSD	0-0,15	0-0,05	(0,15; 0,05)	(0,1; 0)

Źródło: obliczenia własne

W drugim etapie wprowadzamy kryterium rekomendacji w postaci zmiany trendu krótkookresowych (3, 5(5)20-dniowych) średnich ruchomych indeksu. Liczymy hipotetyczny zysk („siłę” wskazywanych sygnałów liczoną dla notowań danego instrumentu - kryterium 5, także w ujęciu względnym - to znaczy chcemy wyeliminować sytuację dużych zysków i dużych strat dających niewielki zysk sumaryczny) oraz procent poprawnie wskazanych sygnałów (w obu kierunkach - zgodnie z kryteriami 3 i 4). Dodatkowo porównujemy wybrane indeksy z notowaniami danego instrumentu pod względem wydawanych sygnałów technicznych - przecięć notowań i średnich ruchomych, dwóch średnich ruchomych (także ważonych i wykładniczych).

**Tabela 2: Wybrane progi korelacji i istotności.**

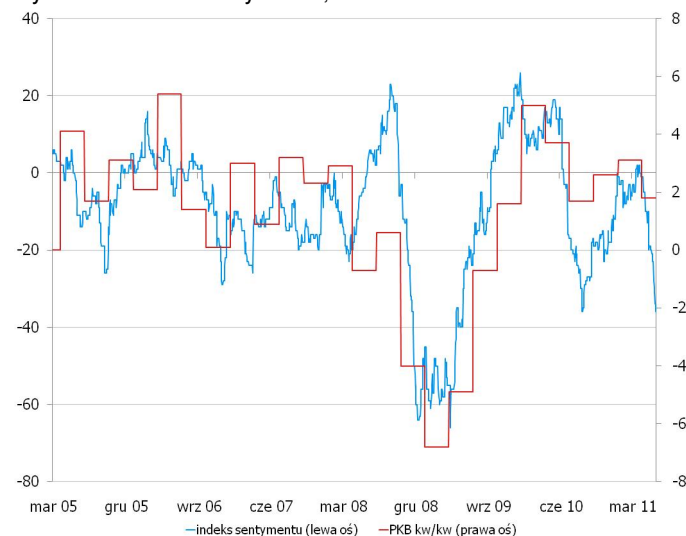
	2Y	5Y	10Y	S&P500	EURUSD
próg korelacji	0,1	0,2	0,1	0,1	0,05
próg istotności	0,2	0	0,25	0,1	0

Źródło: obliczenia własne

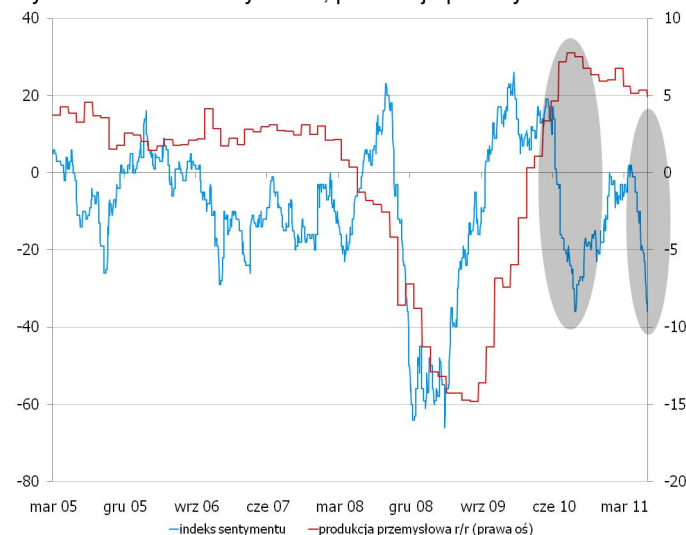
Wyniki wskazują, że indeks dużo lepiej sobie radzi z przewidywaniem kierunku ruchu rentowności niż kursów walutowych i indeksów giełdowych. Rekomendacje wyznaczane przez indeks (wyniki wskazują na podobieństwo wyników przy wykorzystaniu średnich 3-, 5- i 15-dniowych) dla rentowności wskazują na znacznie lepsze wyniki niż brane pod uwagę sygnały wynikające z zachowania samego szeregu obligacji - procent wskazywanych poprawnych sygnałów wzrasta średnio o 15,9% dla 2-latek, 11% dla 5-latek i 18,6% dla 10-latek. Dla indeksu S&P500 i kursu walutowego wybór progów okazał się trudniejszy - kryteria 1-2 oraz 3-5 wskazują na różne progi i nie są spełnione jednocześnie - dlatego przyznajemy pierwszeństwo „zyskowności”(kryteria 3-4). Indeksy zaskoczeń wraz z objaśnianymi przez nie instrumentami są przedstawione w aneksie na wykresach F-J.

### Indeks sentymentu

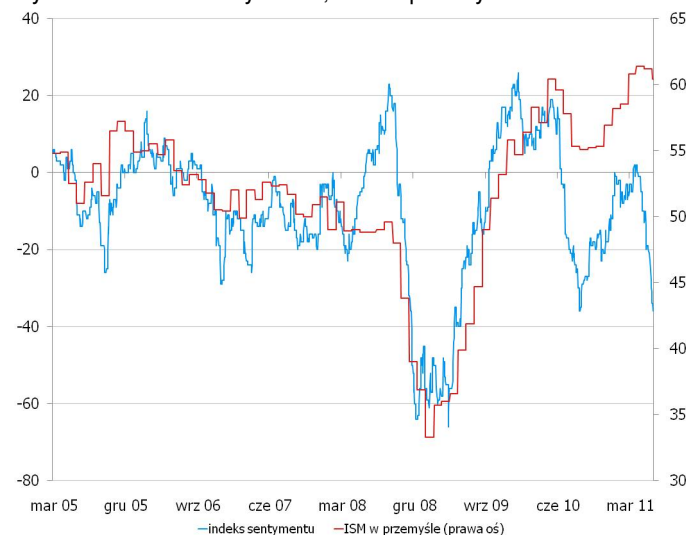
Na podstawie indeksów związanych z rentownościami obligacji, kursem EURUSD i indeksem S&P500 wybraliśmy 23 zmienne do indeksu sentymentu rynkowego. Zgodnie z opisanym wyżej schematem wyliczamy wartość odchyłań wybranych zmiennych od konsensusu mierzoną w połówkach odchyłań standardowych. Uzyskany w ten sposób indeks sentymentu został w kolejnym kroku zbadany (jakościowo) pod kątem swojej przydatności do prognozowania punktów zwrotnych gospodarki. W tym celu zestawiliśmy go z szeregami amerykańskiego PKB, produkcji, ISM w przemyśle i zmian zatrudnienia poza rolnictwem (Wykresy 6-9).

**Wykres 6: Indeks sentymentu, PKB**


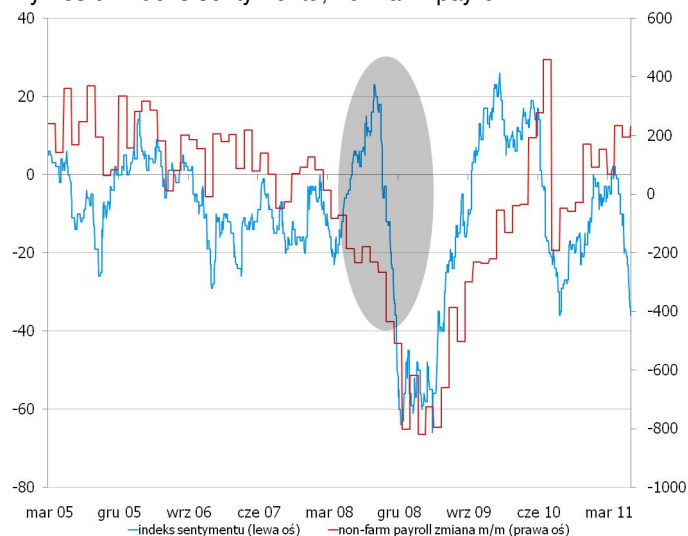
Źródło: obliczenia własne, Bloomberg

**Wykres 7: Indeks sentymentu, produkcja przemysłowa**


Źródło: obliczenia własne, Bloomberg

**Wykres 8: Indeks sentymentu, ISM w przemyśle**


Źródło: obliczenia własne, Bloomberg

**Wykres 9: Indeks sentymentu, non-farm payroll**


Źródło: obliczenia własne, Bloomberg

Analiza graficzna sugeruje, że indeks poprawnie wskazuje moment wchodzenia gospodarki w recesję i moment wychodzenia z niej. Uderzająca jest duża zgodność wskazań indeksu z indeksem koniunktury ISM. Zgodność wskazań jest mniejsza w przypadku zestawienia indeksu zaskoczeń z danymi o PKB, produkcji i NFP. Indeks charakteryzował się stosunkowo dużymi i persystentnymi zmianami nawet, jeżeli nie mieliśmy do czynienia z zmianami fazy cyklu. Przykładowo zanotował istotny spadek w I/II kw. 2010. Spadkowi temu towarzyszył jedynie umiarkowany spadek dynamiki PKB (krótkookresowe odchylenie w cyklu wzrostowym) oraz dalszy wzrost produkcji przemysłowej. Do podobnej sytuacji doszło w II kw. 2008, kiedy to indeks rósł, a dynamika zmiennych realnych systematycznie spadała (spowolnienie w 2008 roku było zadziwiająco łagodne w swojej początkowej fazie). W obu tych przypadkach wskazania indeksu obrazowały raczej czyste zmiany sentymentu i być może odchylenia trajektorii danych realnych od wzorca cyklicznego, niż punkty zwrotne gospodarki. Z podobną sytuacją prawdopodobnie mamy do czynienia obecnie - wypłaszczenie fazy wzrostu gospodarczego w USA skutkowało znacznym (i persystentnym) spadkiem indeksu zaskoczeń, nie jest jednak przesądzone, że spadek ten pociągnie za sobą wejście gospodarki USA w kolejną recesję. Podsumowując, persystentne obniżanie się czy wzrost indeksu to jedynie warunek konieczny (nie zaś wystarczający) do stwierdzenia kolejnych punktów zwrotnych w cyklu koniunkturalnym.

Uzyskany przez nas indeks umożliwia syntetyczną (i bieżącą) ocenę tzw. sentymentu dla gospodarki amerykańskiej. Automatyzm, jaki cechuje jego przygotowanie, z punktu widzenia ekonomisty/analytyka rynkowego, operującego spoza USA i muszącego w swoich ekspertyzach uwzględnić czynnik sentymentu jest naszym zdaniem jedynie zaletą prezentowanego podejścia. Z punktu widzenia analiz rynkowych (i dużej korelacji indeksu np. ze zmianami cen obligacji) istotną wartością jest jednak fakt, że indeks (podobnie jak rynki finansowe) wydaje się wyolbrzymiać krótkookresowe zmiany koniunktury i sentymentu. Analizie tej właściwości indeksu, jak i jego przydatności w konstruowaniu ilościowych strategii inwestycyjnych poświęcimy kolejną sekcję specjalną.

**Aneks do sekcji specjalnej**

- Współczynniki korelacji (indeks zaskoczeń/instrument) i odchylenia standardowe korelacji kroczących

**Aneks tabela A: rentowności 2Y**

indeks 2Y	próg korelacji						próg istotności
	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,3	
korelacja indeksu z rentownościami	0	72,2%	77,5%	72,6%	72,2%	68,8%	
	0,05	72,2%	77,5%	72,6%	72,2%	68,8%	
	0,1	71,3%	76,7%	71,6%	72,2%	68,8%	
	0,15	78,2%	82,5%	78,9%	78,9%	76,3%	
	0,2	63,4%	69,1%	54,3%	62,0%	39,6%	
	0,25	9,2%	-7,9%	11,5%	-8,5%	-10,0%	
odchylenie standardowe korelacji kroczących	0	34,5%	35,3%	36,5%	36,7%	38,5%	
	0,05	34,5%	35,3%	36,5%	36,7%	38,5%	
	0,1	34,6%	35,4%	36,5%	36,7%	38,5%	
	0,15	42,3%	35,3%	36,6%	36,6%	36,6%	
	0,2	34,5%	35,5%	36,8%	35,6%	42,8%	
	0,25	42,3%	42,3%	39,9%	46,1%	47,9%	

Źródło: obliczenia własne

**Aneks tabela B: rentowności 5Y**

indeks 5Y	próg korelacji						próg istotności
	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,3	
korelacja indeksu z rentownościami	0	83,8%	81,8%	65,9%	88,6%	60,6%	
	0,05	83,8%	81,8%	65,9%	88,6%	60,6%	
	0,1	84,4%	82,5%	68,0%	88,6%	60,6%	
	0,15	80,0%	77,0%	56,7%	85,6%	39,7%	
	0,2	79,9%	77,6%	56,7%	85,6%	39,7%	
	0,25	78,8%	75,1%	56,7%	85,6%	39,7%	
odchylenie standardowe korelacji kroczących	0	23,1%	23,0%	28,3%	22,9%	28,6%	
	0,05	23,1%	23,0%	28,3%	22,9%	28,6%	
	0,1	23,0%	22,9%	26,3%	22,9%	28,6%	
	0,15	26,2%	26,8%	34,3%	24,4%	34,3%	
	0,2	25,4%	25,2%	34,3%	24,4%	34,3%	
	0,25	25,4%	25,3%	34,3%	24,4%	34,3%	

Źródło: obliczenia własne

**Aneks tabela C: rentowności 10Y**

indeks 10Y	próg korelacji						próg istotności
	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,3	
korelacja indeksu z rentownościami	0	81,9%	82,8%	76,9%	75,7%	53,1%	
	0,05	81,9%	82,8%	76,9%	75,7%	53,1%	
	0,1	81,5%	82,8%	76,9%	75,7%	53,1%	
	0,15	82,1%	83,2%	76,9%	75,7%	53,1%	
	0,2	84,6%	86,0%	80,6%	79,3%	67,7%	
	0,25	47,9%	48,5%	56,0%	49,0%	36,6%	
odchylenie standardowe korelacji kroczących	0	23,6%	22,1%	23,9%	28,7%	33,3%	
	0,05	23,6%	22,1%	23,9%	28,7%	33,3%	
	0,1	23,8%	22,1%	23,9%	28,7%	33,3%	
	0,15	23,7%	22,1%	23,9%	28,7%	23,9%	
	0,2	19,1%	17,7%	20,5%	26,3%	34,9%	
	0,25	29,3%	28,6%	23,2%	28,8%	32,7%	

Źródło: obliczenia własne

**Aneks tabela D: S&P500**

indeks S&P	próg korelacji						próg istotności	
	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,3		
korelacja indeksu z rentownościami	0	7,7%	-4,0%	-10,7%	22,2%	40,4%	43,1%	
	0,05	7,7%	-4,0%	-10,7%	22,2%	40,4%	43,1%	
	0,1	7,7%	-4,0%	-10,7%	22,2%	40,4%	43,1%	
	0,15	2,4%	-4,7%	-10,7%	22,2%	40,4%		
	0,2	10,7%	4,9%	-26,9%	-37,4%	14,1%		
	0,25	11,1%	4,5%	19,2%	19,2%			
odchylenie standardowe korelacji kroczących	0	44,9%	43,6%	39,6%	50,5%	54,3%	54,4%	
	0,05	44,9%	43,6%	39,6%	50,5%	54,3%	54,4%	
	0,1	44,9%	43,6%	39,6%	50,5%	54,3%	54,4%	
	0,15	56,0%	43,7%	39,6%	50,5%	54,3%		
	0,2	53,6%	49,3%	44,6%	54,3%			
	0,25	56,0%	51,9%	54,4%	54,4%			

Źródło: obliczenia własne

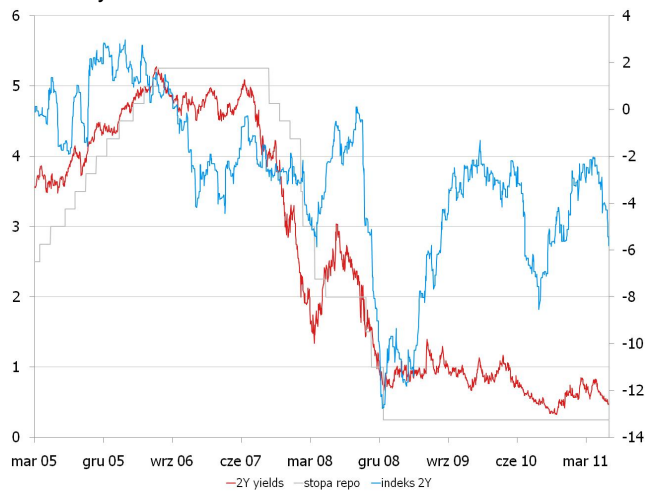
**Aneks tabela E: EURUSD**

indeks eurUSD	próg korelacji						próg istotności		
	0	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25		0,3	
korelacja indeksu z rentownościami	0	48,0%	46,5%	49,5%	60,0%	32,2%	3,8%	-5,5%	
	0,05	48,5%	46,8%	48,6%	60,4%	25,8%	-11,1%	-12,0%	
	0,1	36,4%	32,7%	37,4%	36,1%	8,0%	-31,0%	-12,0%	
	0,15	36,4%	30,3%	35,6%	34,9%	3,6%	-39,6%		
	0,2	29,7%	22,2%	29,7%	34,5%	22,3%	-0,5%		
	0,25	35,6%	30,3%	25,7%	31,4%	-0,4%	-6,5%		
odchylenie standardowe korelacji kroczących	0	39,6%	51,7%	15,7%	25,2%	38,4%	54,3%	50,4%	
	0,05	52,0%	51,2%	53,3%	66,2%	51,6%	52,0%	50,2%	
	0,1	51,4%	51,4%	52,6%	62,6%	49,7%	49,8%		
	0,15	52,6%	52,2%	53,9%	65,1%	46,7%	52,8%		
	0,2	53,6%	54,0%	55,4%	62,0%	45,8%	50,7%		
	0,25	43,5%	43,8%	49,5%	51,8%	51,2%	51,8%		

Źródło: obliczenia własne

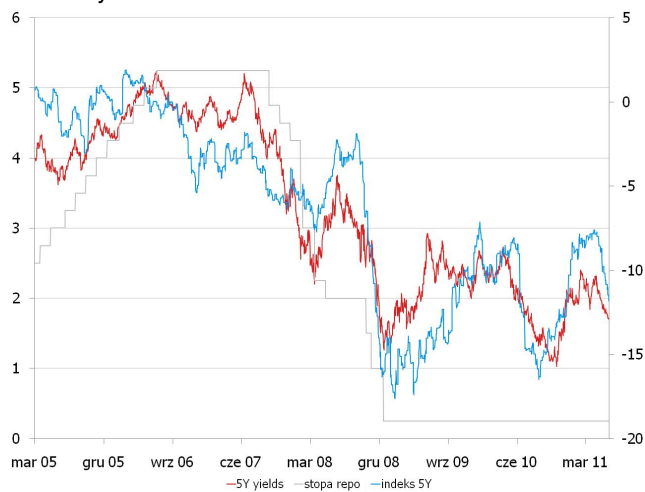
- Indeksy zaskoczeń dla wybranych instrumentów finansowych

Aneks wykres F: rentowności 2Y



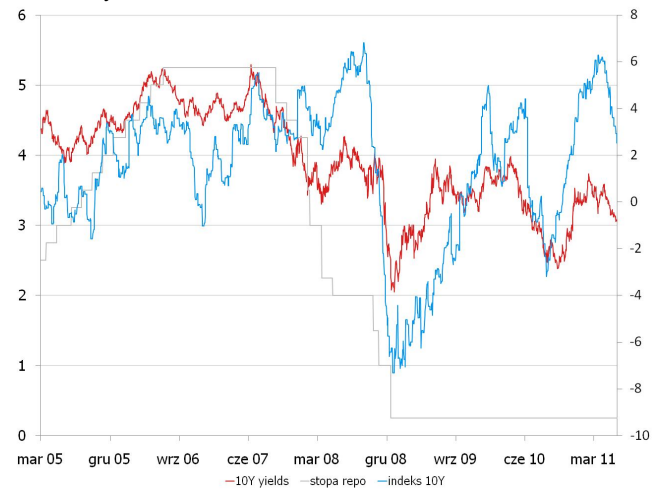
Źródło: obliczenia własne

Aneks wykres G: rentowności 5Y



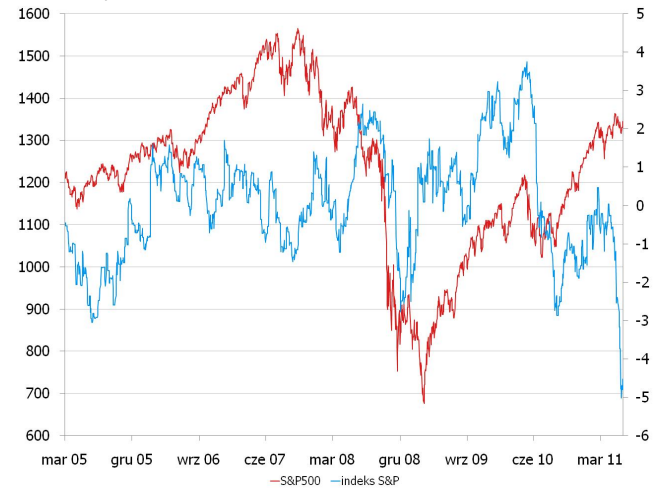
Źródło: obliczenia własne

Aneks wykres H: rentowności 10Y



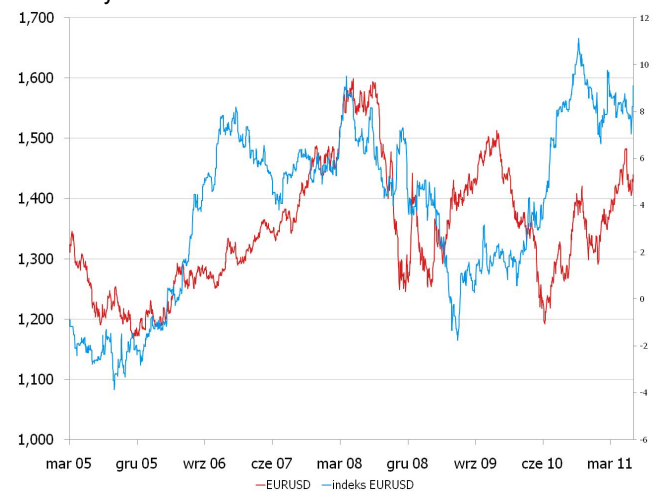
Źródło: obliczenia własne

Aneks wykres I: S&P500



Źródło: obliczenia własne

Aneks wykres J: EURUSD



Źródło: obliczenia własne



## Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Czerwiec 2011	Lipiec 2011	Sierpień 2011
<b>POLSKA</b>			
Inflacja CPI	15	13	12
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	17	19	18
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	18	17
PKB	-	-	30
Koniunktura gospodarcza	22	22	22
Podaż pieniądza M3	14	14	12
Bilans płatniczy	14	15	11
Inflacja bazowa	22	20	19
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	5
Posiedzenie RPP	7-8	5-6	23
<b>STREFA EURO</b>			
Inflacja HICP	16	14	17
PKB	8	-	16
Wskaźnik koniunktury ZEW	21	19	23
Posiedzenie ECB	9	7	4
<b>USA</b>			
Inflacja CPI	15	15	18
PKB	24	29	26
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	3	8	5
Zamówienia na dobra trwałe	24	27	24
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	1
Posiedzenie Fed	21-22	-	9

**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 MIĘDZYPANKOWEGO 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.