

**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

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 829 90 34
artur.pluska@brebank.pl

Departament Rynków Finansowych

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

Klienci Finansowi
Inga Gaszkowska-Gebska
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

Główne wskaźniki makroekonomiczne	2
Polityka monetarna	3
Wejście na ścieżkę interwencji walutowych stwarza szereg dylematów dla prowadzenia polityki monetarnej. Po pierwsze, wyklucza szybkie obniżki stóp, jako niespójne ze strategią umacniania złotego.	
Polityka fiskalna	5
Od ponad 18 miesięcy strefa euro znajduje się w kryzysie zadłużenia. Kryzys zaczął się w Grecji, który następnie rozprzestrzenił się na inne peryferyjne kraje strefy euro. W obecnej sytuacji w jakiej znajduje się Grecja bankructwo kraju jest przesądzone, co będzie miało poważne implikacje. Na wysokie ryzyko będzie wystawiona Polska. Szczególnie wiąże się one z terminową obsługą zobowiązań oraz możliwością finansowaniem nowych potrzeb pożyczkowych. Ministerstwo Finansów mając tego świadomość wypracowało instrumenty umożliwiające oddziaływanie i amortyzację negatywnych efektów, które w rezultacie podwyższają odporność polskich finansów.	
Spowolnienie, ale jak głębokie?	8
W 2012 roku Polska nie uniknie spowolnienia. Będzie ono jednak mniej drastyczne niż to z 2009 roku z uwagi na działanie mechanizmów anty-cyklicznych (depresja kursu złotego), dobrą sytuację płynnościową przedsiębiorstw, lepszą stabilność sektora bankowego, mniej negatywną reakcję inwestycji (dekapitalizacja aparatu produkcyjnego jest gigantyczna).	
Euromonitor	12
Na rynku	13
Pomimo sygnałów przejściowego uspokojenia sytuacji w strefie euro, ze względu na ryzyko niekorzystnego wyniku wyborów w Polsce rynek obligacji może pozostawać pod presją.	
Sekcja specjalna	14
Obecnie rynek znajduje się pod ogromnym wpływem nastrojów globalnych i tym większe znaczenie ma odpowiednia ocena sentymentu panującego na nim w danym momencie. Chcąc stworzyć dobre narzędzie generujące sygnały inwestycyjne na rynku obligacji postanowiliśmy odwołać się dwóch narzędzi - analizy technicznej oraz analizie fundamentalnej opartej na wychwytywaniu z „twardych” danych makroekonomicznych sentymentu rynkowego. Do pomiaru tego zjawiska stworzyliśmy (omówione w Miesięcznych Przeglądach Makroekonomicznych z 15 czerwca i 15 lipca 2011) indeksy zaskoczeń. Z punktu widzenia analiz rynkowych istotną wartością jest fakt, że indeksy zaskoczeń (podobnie jak rynki finansowe) wydaje się wyolbrzymiać krótkookresowe zmiany koniunktury i sentymentu.	
Kalendarz publikacji danych	18

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

Wskaźnik	2008	2009	2010	2011 F	2012 F	
PKB r/r	4.8	1.7	3.8	3.5	3.2	
Inflacja (średnia w okresie)	4.3	3.5	2.8	4	3.4	
Saldo rachunku obrotów bież. (%PKB)	-5.3	-1.6	-4.5	-4.9	-3.4	
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	9.5	11.9	12.3	12.3	12.8	
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5.00	3.5	3.5	4.5	4.0	
	2010 Q3	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3 F	2011 Q4 F
PKB r/r	4.2	4.5	4.4	4.3	3.6	3.4
Inflacja (średnia w okresie)	2.6	2.9	3.7	4.2	4.1	3.9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3.5	3.5	4.0	4.5	4.5	4.5
F - prognoza						



Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Mar 2011	Kwi 2011	Maj 2011	Cze 2011	Lip 2011	Sie 2011	Wrz 2011
PKB i produkcja							
PKB (%)	4.4			4.3			3.7
Popyt krajowy (%)	4.5			4.3			
Spożycie indywidualne (%)	3.9			3.5			
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	6.0			7.8			
Wartość dodana (%)	4.1			4.2			
w przemyśle (%)	7.8			4.1			
w budownictwie (%)	14.1			17.0			
w sektorze usług rynkowych (%)	3.3			4.1			
Produkcja przemysłowa r/r (%)	7.0	6.6	7.7	2.0	1.8	8.1	4.9
Produkcja przemysłowa m/m (%)	15.3	-9.4	2.6	1.1	-6.0	4.3	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	9.4	18.6	13.8	10.9	8.2	11.3	8.1
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	18.8	2.3	-1.1	1.4	0.7	1.1	
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3633.5	3597.8	3484.0	3600.5	3611.6	3591.2	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	4.0	5.9	4.1	5.8	5.2	5.4	5.1
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	6.2	-1.0	-3.2	3.3	0.3	-0.6	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	4.1	3.9	3.6	3.6	3.3	3.1	2.9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	
Stopa bezrobocia (%)	13.1	12.6	12.2	11.8	11.7	11.6	11.5
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	0.9	0.5	0.6	-0.4	-0.3	0	4.0
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	4.3	4.5	5	4.2	4.1	4.3	
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	2	2.1	2.4	2.4	2.4	2.7	2.9
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	1.6	0.7	-0.3	0.3	0.4	0.4	7.7
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	9.5	8.8	6.3	5.6	5.9	6.6	
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	800.2	789.2	794.5	796.3	798.1	813.5	817.5
Podaż pieniądza r/r (%)	10.9	9.4	7.7	7.2	7.4	8.5	8.6
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	13.3	12.4	12.2	9.4	13.7	12.1	11.9
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	4.0	6.3	5.9	6.9	9.2	9.8	10.4
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	10.8	11.3	9.8	9.2	9.8	10.6	11.0
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	7.3	9.2	8.2	5.5	6.1	7.2	7.8
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1089	-998	32	-1596	-1611	-1055	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.02	3.93	3.95	3.98	4.00	4.14	4.42
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2.84	2.66	2.74	2.74	2.78	2.88	3.30
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	3.75	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50
Stopa lombardowa (%)	5.25	5.50	5.75	6.00	6.00	6.00	6.00
Stopa depozytowa (%)	2.25	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00
WIBOR 3M (%)	4.09	4.20	4.35	4.59	4.61	4.62	4.66
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	5.03	4.99	5.00	4.83	4.63	4.41	4.45
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	5.80	5.76	5.60	5.34	5.29	4.97	5.28
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	6.27	6.14	6.06	5.78	5.79	5.61	5.92
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.6	2.8	2.7	2.7	2.5	2.5	3.0
PKB w strefie euro r/r (%)	2.4			1.6			
Stopa podstawowa ECB (%)	1.0	1.3	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5
Inflacja w USA r/r (%)	2.7	3.2	3.6	3.6	3.6	3.8	
PKB w USA r/r (%)	1.8			1.3			
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

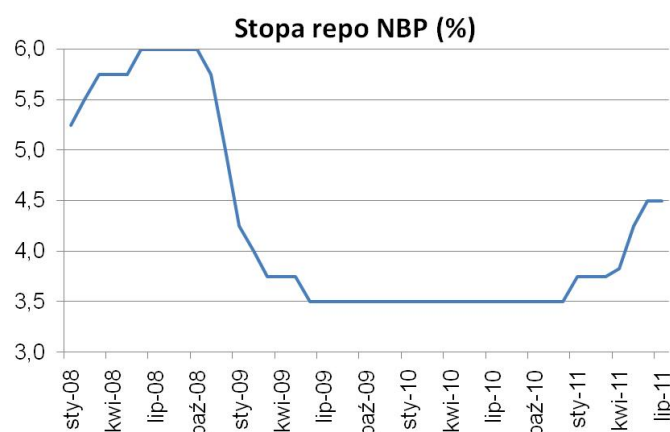
Źródło: Bloomberg; Reuters; NBP; GUS; EBC; Fed; Eurostat.

Prognozy oznaczono kursywą.

Polityka monetarna

Stopy NBP bez zmian. Brak spektakularnej zmiany nastawienia.

Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami pozostała na wrześniowym posiedzeniu stopy na dotychczasowym poziomie. Stopa referencyjna nadal wynosi 4,5%. Fragment komunikatu dotyczący przyszłego kursu polityki pieniężnej nie został zneutralizowany - pozostało zdanie: „Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu”. Pomimo obserwowanego spowolnienia RPP nie wskazuje na skrócenie okresu powrotu inflacji do celu (Belka odsyła do listopadowej projekcji), gdyż istotnym czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen pozostaje kształtowanie się kursu złotego. Właśnie słabszy złoty, a właściwie zmienność jego kursu wydaje się zamykać obecnie drogę RPP do szybkiego poluzowania polityki monetarnej - na październikowym posiedzeniu nie spodziewamy się zapowiedzi obniżek stóp pomimo, iż RPP prawdopodobnie przedstawi znacznie bardziej pesymistyczny opis koniunktury. Zapowiedzi luzowania polityki monetarnej mogłyby podważać zapoczątkowaną we wrześniu politykę interwencji walutowych (patrz poniżej).



Źródło: NBP

NBP dołącza do banków interweniujących na FX

ZPrzy okazji ostatniego posiedzenia RPP prezes Belka zdecydowanie wykluczał działania Rady w związku z osłabieniem polskiej waluty podkreślając, że deprecjacja PLN nie ma żadnego związku z krajową gospodarką, a wynika jedynie ze zmienności i niepewności na globalnych rynkach finansowych. Podejście to wystawione zostało jednak na ciężką próbę w ostatnich tygodniach września. Odływ kapitału amerykańskiego z rynków europejskich i wschodzących skutkowało prawdziwym pęknięciem baniek spekulacyjnych na szeregu walut EM. Kilkunastoprocentowe osłabienie lokalnych walut i groźba destabilizacji lokalnych rynków finansowych stały się przyczynkiem serii interwencji od Brazylii i Korei po Rumunię. NBP sięgnął po nieużywane od kwietnia 2010 (wtedy interweniowano przeciw umocnieniu złotego) narzędzie 23 września koordynując interwencję z BGK, który skupował polskie obligacje i sprzedawał waluty. Instytucje państwowe wykazały się znakomitą wyczuciem nastrojów na rynku globalnym, wykorzystując chwilowe ocieplenie nastrojów i tanim kosztem przeciągając kurs złotego z poziomu 4,52 do

poziomu 4,36. Kolejne interwencje (30 września i 3 października) okazały się już mniej spektakularne i gorzej dopasowane do nastrojów na rynkach światowych. Efektem było jedynie chwilowe i znacznie skromniejsze umocnienie polskiej waluty.



Źródło: NBP

Wejście na ścieżkę interwencji walutowych stwarza szereg dylematów dla prowadzenia polityki monetarnej. Po pierwsze, wyklucza szybkie obniżki stóp, jako niespójne ze strategią umacniania złotego (patrz dysparytet stóp). Po drugie, stwarza ryzyko subiektywnego postrzegania polityki NBP jako polityki obrony konkretnych poziomów kursu, czy też walki z trendem długookresowym (wówczas polityka interwencji skazana byłaby na niepowodzenie). Po trzecie polityka interwencji na rynku spot nie adresuje bezpośredniej przyczyny spekulacyjnej presji deprecjacyjnej, a więc obniżenia kosztów finansowania w dłuższych terminach i niskich stóp implikowanych. Efektywność interwencji podniosłoby bezpośrednie interweniowanie na rynku FX swap.

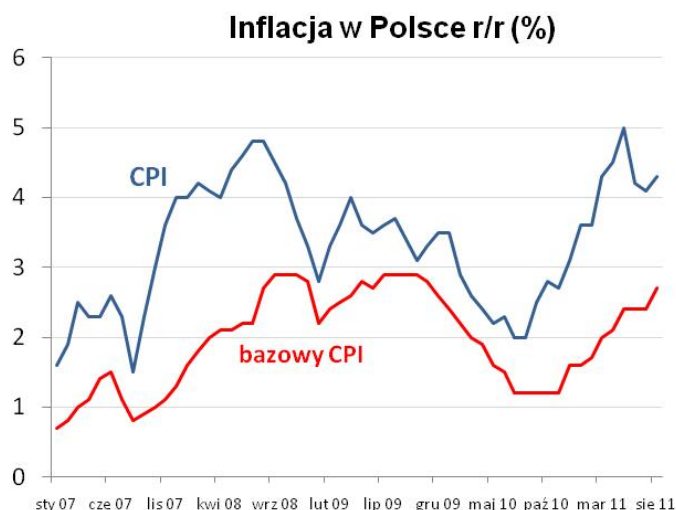
W najbliższym okresie NBP będzie zmuszony więc umiejętnie rozgrywać kartę interwencji korygując lokalne aberracje rynku FX, czy też neutralizując ewentualny negatywny wydzźwięk wyniku wyborów parlamentarnych, ale i zważając na nastroje globalne. RPP prawdopodobnie nie zdecyduje się w takiej sytuacji na działania podobne do tych jakie na przestrzeni ostatnich lat miesiliśmyśmy obserwować na Węgrzech (interwencyjne podwyżki stóp) podkreślając różnicę w solidności fundamentów między dwoma gospodarkami (Polska ze stabilnym systemem bankowym, 64 mld rezerw walutowych, 30 mld FCLa, i przeciwczonymi procedurami awaryjnymi na okoliczność wyschnięcia finansowania zagranicznego, to ciągle inna liga niż Węgry).

Niemniej jednak polityka interwencji walutowych, nawet jeśli nie będzie wsparta interwencyjnymi podwyżkami stóp procentowych oddali poluzowanie monetarne. Na to ostatnie szanse pojawią się prawdopodobnie dopiero w przyszłym roku zakładając uspokojenie sytuacji na globalnym rynku finansowym i aprobatę rynków dla polskiej polityki fiskalnej.

Inflacja a spowolnienie gospodarcze

Ostatnie odczyty inflacji dla Polski sugerują wręcz narastanie presji inflacyjnej (patrz rosnąca inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności). Obraz ten nie ulegnie prawdopodobnie radykalnej zmianie w ciągu najbliższych miesięcy. Za sprawą znacznego osłabienia złotego, ale i zmian metodologicznych najbardziej widocznych w kategorii odzież i obuwanie, inflacja bazowa może zbliżyć się do poziomu 3% r/r. Szacujemy, że we wrześniu

wzrosła ona do 2,9% r/r. Sytuację nieco poprawia obniżenie dynamiki wzrostu cen żywności i paliw, dzięki czemu inflacja CPI prawdopodobnie obniży się do poziomu 4,0% we wrześniu i spadnie poniżej 4% na koniec 2011 (choć tego ostatniego nie jesteśmy już tak pewni).



Źródło: NBP

Powszechnie oczekiwany, a wynikający z efektu statystycznej bazy, wyraźny spadek inflacji na początku 2012 roku może okazać się mniej imponujący. Złożyć się na to mogą z jednej strony znaczne osłabienie złotego, z drugiej szereg podwyżek cen kontrolowanych (podobnie jak w roku 2011). Nie można również wykluczyć podwyżki stawek VAT w ciągu 2012 roku. Z perspektywy ostatnich lat utrzymywanie inflacji na poziomie grubo powyżej 3% nawet w sytuacji wyraźnego spowolnienia gospodarczego nie byłoby niczym nadzwyczajnym. W 2009 roku średnioroczna inflacja wyniosła 3,5%.

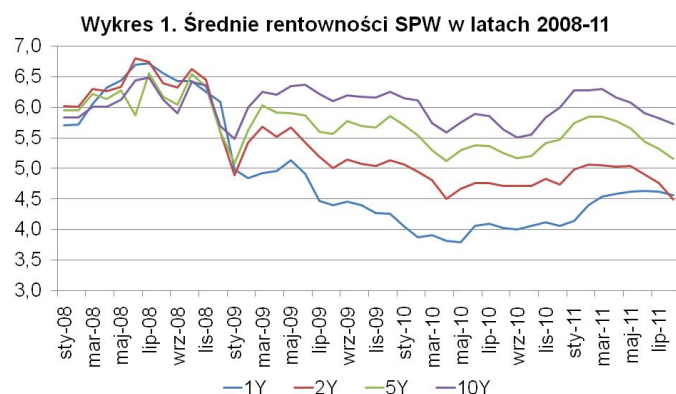
Ernest Pytlarczyk

Polityka fiskalna

Kryzys i ryzyko dla Polski

Od ponad 18 miesięcy strefa euro znajduje się w kryzysie zadłużenia. Kryzys zaczął się w Grecji, który następnie rozprzestrzenił się na inne peryferyjne kraje strefy euro (m.in. na Portugalie, Hiszpanię). W obecnej sytuacji w jakiej znajduje się Grecja bankructwo kraju jest przesądzone i to jest tylko kwestią czasu. Będzie to miało poważne implikacje dla rynków finansowych, w szczególności sektora bankowego, oraz peryferyjnych krajów strefy euro (ryzyko efektu domina).

Na wysokie ryzyko będzie wystawiona również Polska. Pamiętamy jak upadek Lehman Brothers (LB) we wrześniu 2008r. odbił się na gwałtownym spadkiem zaufania i płynności na rynkach finansowych oraz odpływem kapitału z krajów gospodarek wschodzących, w tym również Polski. Do lutego 2009 r. z rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW) odpłynęło ok. 9,2 mld zł. Nastąpiło całkowite zamrożenie funkcjonowania rynku SPW oraz wzrosły rentowności wzdłuż całej krzywej dochodowości (wzrost średnich miesięcznych rentowności w październiku wyniósł w segmencie 2-, 5-, i 10-letnich obligacji odpowiednio o 0,3, 0,5 i 0,51 p. proc.; patrz wykres 1). Odpływowi towarzyszyło gwałtowne osłabienie złotego do ok. 4,9 zł w lutym 2009r. Dopiero zapowiedzi rządu oraz faktyczna interwencja BGK na rynku walutowym powstrzymały trend deprecyjny. Mocno słabnący złoty w 2008r. przełożył się na wzrost długu publicznego do 45,2% PKB z 47,0% PKB w 2007 r. względem planowanego wykonania na poziomie 44,2% PKB (Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2009-11). Sam fakt osłabienia kursu wpłynął na wzrost relacji o ok. 2 p. proc.

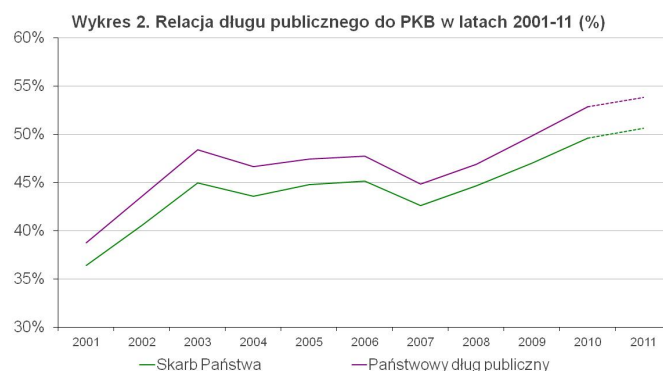


Źródło: Reuters

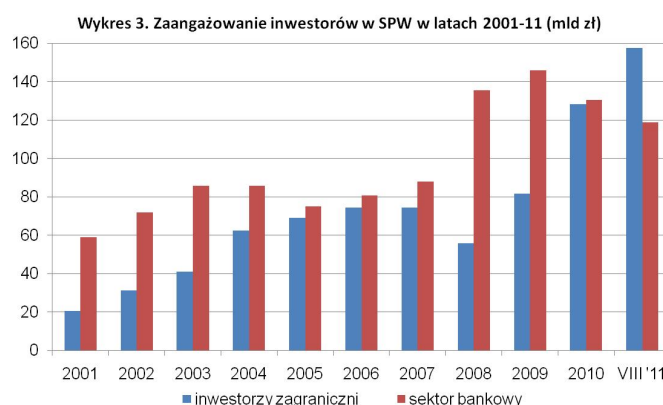
Obecnie Polska pod względem kondycji finansów publicznych nie jest w lepszej sytuacji niż przed upadkiem LB. Dług publiczny (wg metodologii krajowej) na koniec 2010 r. wyniósł 52,8% PKB (patrz wykres 2), a zgodnie z najnowszymi prognozami Ministerstwa Finansów (MF) uwzględniającymi już słabszego złotego (4,35 zł) dług publiczny w tym roku ma wynieść 53,8% PKB.

Zadłużenie denominowane w walutach zagranicznych wyniosło 213,1 mld zł na koniec lipca br., tj. ponad 28,4% długu SP. W przeciągu ostatnich 2 lat te zadłużenie sukcesywnie rosło. Jest ono utrzymywane w przedziale 20-30% długu SP, które odzwierciedla strategiczne podejście do zarządzania ryzykiem kursowym. Z kolei struktura zaangażowania inwestorów w SPW na rynku krajowym znacząco zmieniła się w stosunku okresu sprzed

upadku LB. Dużo wyższy jest poziom zaangażowania inwestorów zagranicznych, gdzie na koniec sierpnia br. wyniósł 157,5 mld zł, tj. ponad 20% długu SP (patrz wykres 3). Z analizy wykresu wynika, że ich zaangażowanie stopniowo rośnie. Równolegle natomiast zmniejsza się zaangażowanie sektora bankowego, gdzie na koniec sierpnia br. wyniosło 118,8 mld zł, tj. ok 16% długu SP.



Źródło: MF



Źródło: MF

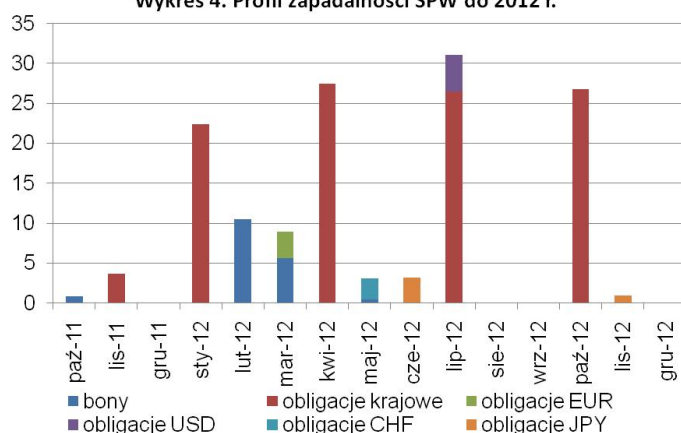
MF z uwagi na realizację ponad 90% potrzeb pożyczkowych na ten rok oraz komfortową sytuację budżetową rozpoczął refinansowanie przyszłorocznych potrzeb. Na koniec września br. do wykupu w tym roku pozostało 0,8 mld zł bonów oraz 3,7 mld zł obligacji hurtowych. W przyszłym roku na rynku krajowym zapadają bony o wartości 16,7 mld zł (to też poziom zadłużenia w bonach) oraz obligacje hurtowe o wartości 103,1 mld zł, łącznie 119,9 mld zł. Dodatkowo na rynku zagranicznym wykupowi będą podlegały SPW w wysokości ok. 14,7 mld zł. W samym I kwartale przyszłego roku łącznie do wykupu będzie ok. 42 mld zł.

Obok rozkładu potrzeb pożyczkowych z zapadających SPW ważnym elementem wymagającym finansowania jest deficyt budżetu państwa. Bowiemy zazwyczaj w I kwartale roku budżetowego następuje przyspieszona realizacji deficytu, co przekłada się na podwyższone potrzeby pożyczkowe. Drugim takim momentem jest koniec roku, kiedy to jednostki pragną zrealizować wydatki jeszcze w ramach stare budżetu.

W kontekście możliwego zaostrzenia się kryzysu zadłużeniowego istnieje wysokie ryzyko wystąpienia negatywnych efektów dla Polski od strony długu publicznego. Nagły odpływ inwestorów zagranicznych może przełożyć się na wzrost rentowności SPW, co dla SP oznacza wyższe koszty obsługi długu. Ponadto krajowy

sektor bankowy zostanie zasypany sprzedawanymi SPW, co z kolei przełoży się na niższą akcję kredytową. Faktem jest, że obecnie mamy strukturalną nadpłynność sektora bankowego na poziomie ok. 100 mld zł, ale zdolność amortyzacji będzie faktycznie zależała od skali odpływu kapitału. Z kolei jego odpływowi towarzyszy osłabienie złotego, które przekłada się na wzrost długu, co przy obecnym poziomie zadłużenia generuje ryzyko przekroczenia II progu ostrożnościowego przewidzianego w ustawie o finansach publicznych. Ponadto scenariusz odpływu inwestorów zagranicznych wydatnie zmniejszy chłonność krajowego rynku SPW i możliwości finansowania nowych potrzeb pożyczkowych. Tutaj pojawia się kwestia, czy MF posiada odpowiednie instrumenty oddziaływania i amortyzacji negatywnych efektów.

Wykres 4. Profil zapadalności SPW do 2012 r.



Źródło: MF

Instrumenty zabezpieczające

Mając świadomość ryzyk MF utrzymał dostęp do 2-letniej elastycznej linii kredytowej (FCL) Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) opiewającej na kwotę ponad 30 mld USD (obecnie stanowi ona czynnik uwiarygodniający Polskę na międzynarodowych rynkach finansowych). Dla przypomnienia, jest ona przyznawana krajom o bardzo stabilnych fundamentach i może być wykorzystana w razie pogorszenia się sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych (środki pociągnięte w ramach tej linii mogą być użyte do interwencji na rynku walutowym jak również bieżącego finansowania potrzeb pożyczkowych).

Dodatkowo MF przygotował procedurę awaryjnego skupu SPW na rynku wtórnym przez Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) na wypadek przejściowych napięć na rynku krajowym (głównym argumentem za tym rozwiązaniem jest czas reakcji w sytuacji wystąpienia napięć). Mechanizm polega na możliwości zakupu SPW przez BGK na własny rachunek, a MF ma od niego dokonywać odkupu. Rozwiązanie to jest natomiast obciążone pewną wadą. Po pierwsze BGK nie dysponuje własnym kapitałem umożliwiającym interwencje na dużą skalę. Po drugie w razie napięć sam MF może mieć problem z płynnością. Obecnie w BGK MF na rachunku konsolidacyjnym posiada obecnie ponad 20 mld zł (w banku tym też posiadają indywidualne konta jednostki sektora publicznego objęte programem konsolidacji). Środki te zgodnie z zamiarem zarządzania płynnością sektora finansów publicznych przez MF będą z czasem wykorzystane do bieżącego finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu (z uwagi na dobrą sytuację budżetu państwa, tj. lepsze wykonanie deficytu, środki pozostają do tej pory nienaruszone), co dla BGK oznacza z

czasem odpływ sporego kapitału. MF 23 września br. na fali słabnącego złotego oraz rosnących rentowności zdecydował się przetestować z jednej strony przygotowany instrument, a z drugiej strony reakcję rynku. BGK skupował obligacje 10-letnie przyczyniając się do zahamowania wzrostu rentowności we wszystkich segmentach SPW.

Orężem obrony MF jest jeszcze obecnie wysoki poziom płynności budżetu, który na koniec września wyniósł ok. 44 mld zł (pula ta obejmuje środki pochodzące z konsolidacji zarządzania płynnością). Z tego ponad 25 mld zł stanowią środki walutowe pochodzące z finansowania na rynkach zagranicznych oraz budżetu unijnego. Potencjalnie te środki przed wykorzystaniem do bieżącego finansowania potrzeb pożyczkowych mogą być sprzedane za pośrednictwem BGK bezpośrednio na rynku walutowym, co jest obecnie czynione. Wysoki poziom płynności budżetu utrzymuje się z powodu obecnie dobrej sytuacji budżetowej (lepsze wykonanie deficytu po sierpniu na poziomie 20,7 mld zł wobec 36,1 mld zł planowanych zgodnie z harmonogramem). Prawdopodobnie deficyt budżetowy w tym roku będzie niższy o ok. 10 mld zł, co wpłynie na obniżenie tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Niewielkie ryzyko niezrealizowania tego scenariusza leży m.in. po stronie prywatyzacji. Do sierpnia br. Minister Skarbu sprywatyzował majątek za 11,7 mld zł wobec planowanych na ten rok 15 mld zł, a obecna sytuacja na rynkach kapitałowych nie będzie sprzyjać realizacji planu prywatyzacji.

Ostatnio MF zyskało partnera w postaci NBP w działaniach interwencyjnych na rynku walutowym. 23 września br. pierwszy raz od 2 lat zainterweniował sprzedając waluty za złote. Tym sam zostało udowodnione, że NBP i MF mogą wspólnie działać, zarówno Rząd jak i władze NBP mają świadomość, iż nie działają w próżni.

Możliwy scenariusz finansowania

W sytuacji bankructwa Grecji implikującego wzrost awersji do ryzyka oraz spadek płynności na rynkach SPW na pewno wystąpią przejściowe problemy z finansowaniem potrzeb pożyczkowych na rynku krajowym jak i zagranicznym. W tym kontekście płynne środki budżetu stanowią bufor finansowania. Przy scenariuszu braku jakichkolwiek emisji wystarczyłyby do stycznia przyszłego roku.

W zakresie pozyskania nowych środków poprzez emisję, o ile istniałby jeszcze popyt na krótkim końcu krzywej dochodowości, jedynym instrumentem pozostaną bony skarbowe. Obecnie niskie zadłużenie w bonach skarbowych stwarza margines do przejściowego finansowania się nimi budżetu bez nadmiernego wzrostu ryzyka refinansowania oraz stopy procentowej. Struktura rodzajowa jest bowiem podstawą oceny przez inwestorów jakości zarządzania długiem oraz odporności kraju na zawirowania finansowe. W warunkach napięć na rynkach bony skarbowe stają się jedynym sposobem pozyskania środków. A w normalnych czasach, zgodnie ze strategią MF, bony skarbowe służą zarządzaniu płynnością budżetu (dlatego też do końca roku MF nie będzie sprzedawał bonów), a właściwe finansowanie potrzeb pożyczkowe odbywa się poprzez emisję obligacji średnio- i długo-terminowych.

Sytuacja w strefie euro jest na tyle poważna, że trudno oczekiwać rychłej poprawy. MF prawdopodobnie będzie utrzymywał podwyższony stan płynnych środków walutowych przy równoczesnym oferowaniu nowych obligacji średnio- i długo-terminowych na



aukcjach sprzedaży oraz zamiany (odkupy SPW na przetargach zamiany, który jest skutecznym środkiem zarządzania ryzykiem refinansowania). Byłby to roztropny scenariusz. Jeśli chodzi o FCL, to MF prawdopodobnie skorzysta w ostateczności, kiedy finansowanie w bonach będzie wykluczone.

Artur Płuska

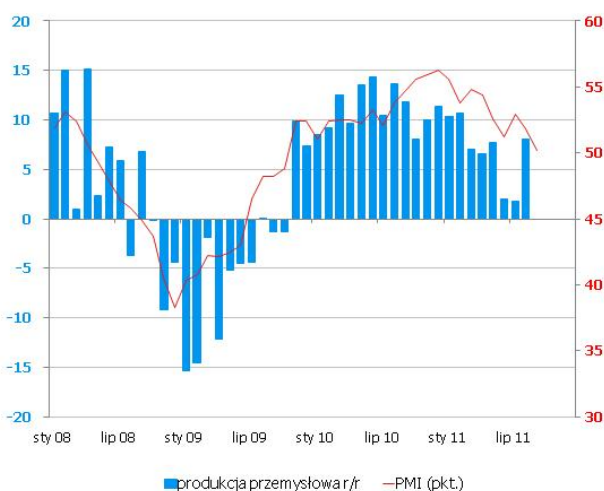
Spowolnienie, ale jak głębokie?

- Fakt. Spowolnienie w USA i Niemczech i wydłużona recesja na peryferiach strefy euro.
- Fakt. W 2012 roku Polska nie uniknie spowolnienia. Będzie jednak mniej drastyczne niż to z 2009 roku z uwagi na działanie mechanizmów anty-cyklicznych (deprecjacja kursu złotego), dobrą sytuację płynnościową przedsiębiorstw, lepszą stabilność sektora bankowego, mniej negatywną reakcję inwestycji prywatnych (dekapitalizacja aparatu produkcyjnego jest gigantyczna).
- Mit. Ostatnie dane o sprzedaży i produkcji to szum w spadkowym trendzie.
- Niewiadoma. Kierunek polityki fiskalnej. Oceniamy jednak, że rząd uniknie zacieśnienia fiskalnego polegającego na ograniczeniu inwestycji publicznych, a ewentualnie, w zależności od tolerancji rynków finansowych, sięgnie po środki z zakresu zabiegów księgowych, czy też podwyżki podatków, składki rentowej, co w mniejszym stopniu negatywnie oddziaływać będzie (w krótkim okresie) na wzrost PKB.

Mit ożywienia koniunktury w sierpniu

Sądząc po reakcji instrumentów finansowych, czy wypowiedziach członków RPP, sierpień przyniósł nieoczekiwane przyspieszenie sfery realnej w gospodarce polskiej. Pozytywnie zaskoczyła produkcja przemysłowa (8,1% wobec oczekiwań na poziomie niewiele ponad 4%) oraz sprzedaż detaliczna (11,3% wobec oczekiwań w okolicach 8%). Patrząc na dane nie możemy jednak oprzeć wrażeniu, że nie pokazują one prawdziwego stanu polskiej gospodarki.

Wykres 1: PMI, produkcja przemysłowa r/r

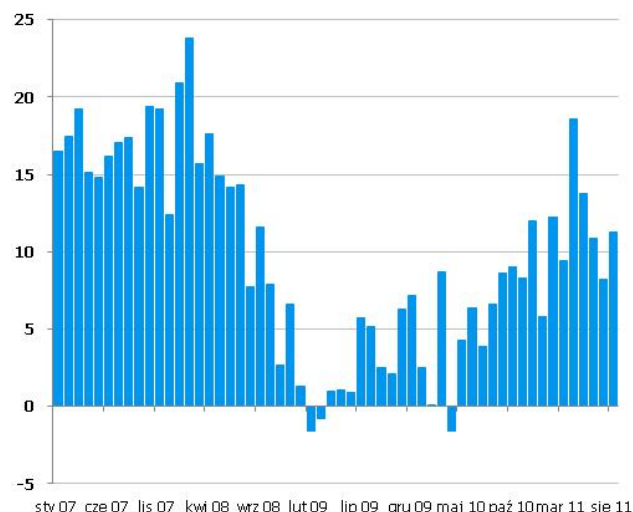


Źródło: GUS

Po pierwsze należy pamiętać, że odreagowania są zjawiskiem normalnym w trendach spadkowych. Po drugie, produkcja przemysłowa została „napędzona” przez produkcję samochodów (globalne nadrabianie zaległości produkcyjnych po wznowieniu dostaw z Japonii) w skali co najmniej 2-3pp. Po trzecie, produkcja przemysłowa zachowała się odwrotnie do wskazań indeksu PMI - takie anomalie się oczywiście zdarzają, jednak zawsze kończą się to powrotem do trendu wskazywanego przez indeks PMI, a ten porusza się w trendzie spadkowym, co też potwierdza ostatni odczyt. Po czwarte wreszcie, dane o sprzedaży detalicznej zostały

poważnie zaburzone przez enigmatyczną kategorię „pozostałe”, sprzedaż żywności oraz sprzedaż paliw (w dużej mierze pozytywna reakcja popytowa konsumentów na „promocje cenowe na koniec wakacji przygotowane przez koncern Orlen, które musiały wprowadzić także inne sieci. Wyłączając wszystkie wspomniane, nadzwyczajne efekty, produkcja przemysłowa nie wzrosła szybciej niż 4% zaś sprzedaż detaliczna odnotowała dynamikę 6%. A więc sytuacja wcale nie jest tak różowa.

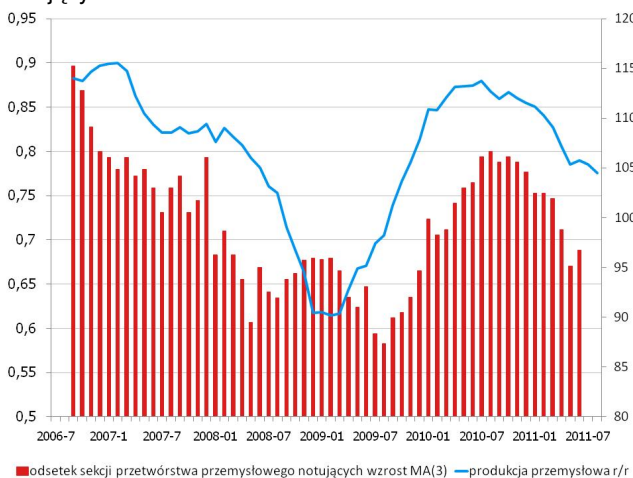
Wykres 2: Sprzedaż detaliczna r/r



Źródło: GUS

Popatrzmy również na relację pomiędzy liczbą sekcji produkcji notujących wzrost, a wzrostem produkcji. W dojrzałych fazach cyklu (spadkowa, wzrostowa) relacja ta jest wyraźnie pro-cykliczna. Bardzo ciekawie przedstawia się jednak jej zachowanie w dolnym punkcie zwrotnym na przełomie 2008 i 2009 roku. Wzrost odsetka sekcji wzrostowych poprzedza odbicie na całym agregacie produkcji; na razie nie obserwujemy takiego efektu.

Wykres 3: Produkcja przemysłowa i odsetek sekcji przetwórstwa notujących wzrost

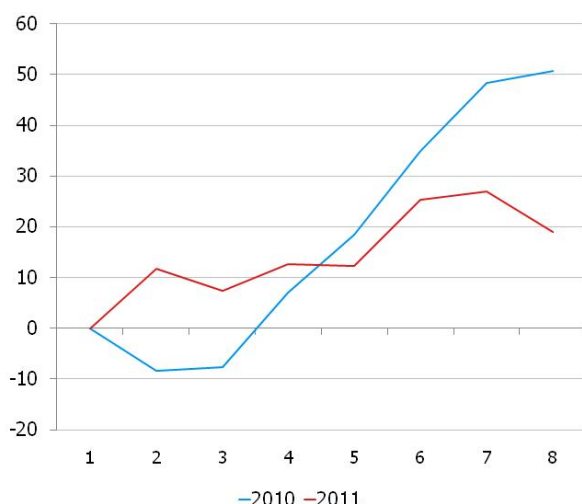


Źródło: GUS

Co więcej, probierzem dla oczekiwań przedsiębiorstw mogą być obserwowane zmiany zatrudnienia. Jeśli faktycznie zaobserwowałibyśmy nagłą i trwałą poprawę koniunktury, przedsiębiorstwa nie miałyby interesu w zwalnianiu pracowników. Tymczasem

proces ten już rozpoczął się w tym cyklu, a dostosowanie zatrudnienia przy obecnie dostępnych elastycznych formach pracy to dla pracodawców ostateczność. Z dzisiejszego punktu widzenia, anemiczne wzrosty zatrudnienia od początku roku należało traktować jako sygnał ostrzegawczy (ograniczyliśmy się do sygnalizowania wypłaszczenia ścieżki zatrudnienia w związku z powiększoną niepewnością).

Wykres 4: Porównanie wzrostów zatrudnienia w 2010 i 2011 roku



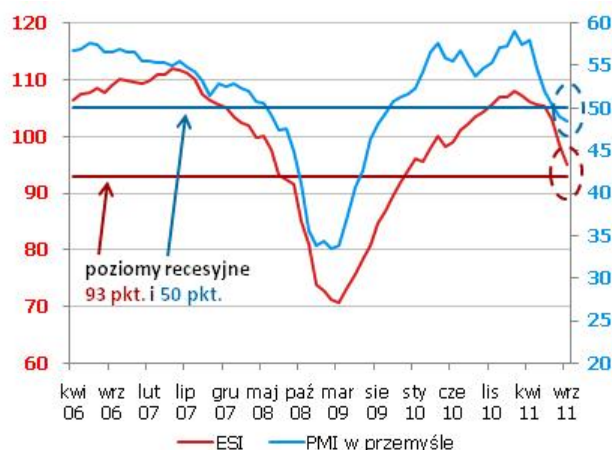
Źródło: GUS

Na pytanie zatem, czy ostatnie wzrosty to sygnały ożywienia koniunktury należy zatem odpowiedzieć przecząco. Spowolnienie gospodarcze jest faktem.

Spowolnienie przychodzi w ślad za Europą

Gospodarki strefy euro, na które przypada około 55% polskiej wymiany handlowej, prawdopodobnie wejdą w kolejnych kwartałach w co najmniej łagodną recesję. Na scenariusz taki z coraz większym prawdopodobieństwem wskazuje zachowanie indeksów PMI, czy ESI.

Wykres 5: PMI i ESI



Źródło: Markit Economics, Bloomberg

Na trapienych kryzysem zadłużeniowym peryferiach Eurolandu recesja może okazać się dość głęboka, podczas, gdy Niemcy

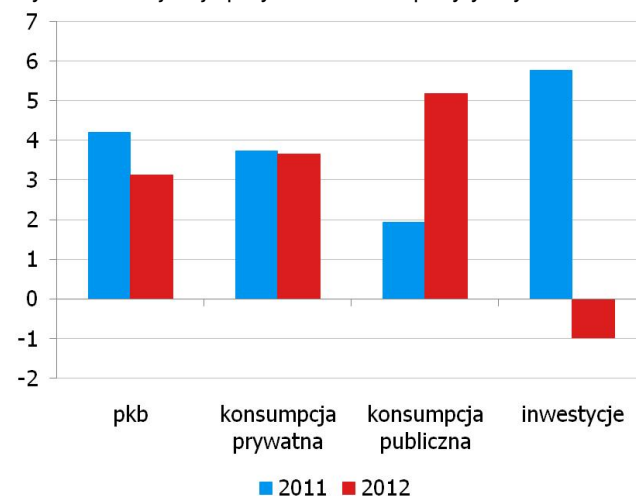
(26% polskiego eksportu) przede wszystkim dzięki strukturalnym przewagom, silnemu rynkowi pracy oraz relatywnie niski zadłużonym konsumentom doświadczą jedynie spowolnienia wzrostu w 2012 roku. Nieunikniona restrukturyzacja zadłużenia Grecji i prawdopodobnie Portugalii, Irlandii oraz z nią wiążące się dokapitalizowanie banków europejskich (potrzeby kapitałowe szacuje się na ponad 150 mld euro) przełożą się na pogorszenie dostępności kredytu, a co za tym idzie będą oddziaływać w stronę obniżenia potencjalnego wzrostu PKB w kolejnych latach.

Prognoza „naiwna” czyli jak mogą wyglądać rachunki narodowe przez kalkę poprzednich epizodów spowolnienia

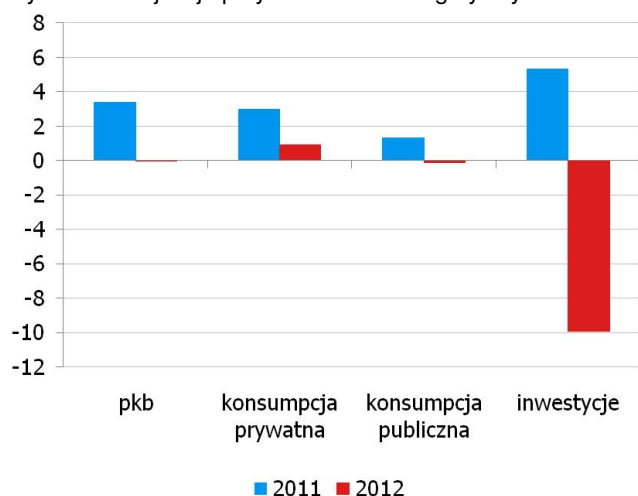
Skoro spowolnienie jest faktem warto przyjrzeć się, jak wyglądałyby ścieżki wzrostu PKB w 2011 i w 2012 roku, gdyby historia miała się powtarzać - a jednym z tak zwanych stylizowanych faktów cyklu koniunkturalnego jest prosta konstatacja, że historia lubi się powtarzać. Przyjmijmy zatem za scenariusz negatywny sytuację, w której kwartalny wzrost zmiennej X w ujęciu odsezonowanym (PKB, konsumpcji prywatnej, publicznej, inwestycji) jest w n-tym kwartale po osiągnięciu przez dynamikę PKB szczytu (dynamika roczna) najniższy spośród wszystkich poprzednich epizodów spowolnienia; analogicznie zdefiniujemy scenariusz pozytywny. Wyniki takiego eksperymentu przedstawiamy na wykresach. Zaznaczamy przy tym, że dynamika PKB nie została „złożona” ze składowych, tylko występuje jako projekcja ze zrealizowanych już scenariuszy.

W najbardziej negatywnym scenariuszu wzrost PKB plasuje się na poziomie 3,4% w 2011 roku oraz 0% w 2012 roku; w pozytywnym (ale spowolnieniowym) wzrost PKB plasuje się na poziomie 4,2% w 2011 roku oraz 3,1% w 2012 roku. **Warto zauważyć, że jest to przedział w którym znajdują się wszystkie obecnie rozważane scenariusze rynkowe.** Zdecydowanie większe pole do polemiki pozostawiają projekcje pozostałych składowych PKB.

Wykres 6: Projekcje przy scenariuszu pozytywnym



Źródło: obliczenia własne, NBP

Wykres 7: Projekcje przy scenariuszu negatywnym


Źródło: obliczenia własne, NBP

Gdzie kalkowanie może nie być adekwatne, czyli poprawki eksperckie

Konsumpcja prywatna (przedział naiwny 3,0%-3,7% w 2011 roku oraz 0,9-3,7% w 2012 roku). Jak już pisaliśmy kilka miesięcy temu perspektywy dla konsumpcji prywatnej na najbliższe kwartały faktycznie nie wyglądają różowo. Coraz bardziej widoczne (choć w swej dynamice nieporównywalne z tym z przełomu 2008/2009) pogorszenie sytuacji na rynku pracy i typowy dla okresów z rosnącą niepewnością wzrost stopy oszczędzania z jednej strony i uszczuplenie dochodu rozporządzalnego przez szoki inflacyjne i wzrost rat kredytów w CHF z drugiej będą oddziaływały w stronę obniżenia dynamiki konsumpcji. W tą samą stronę mogą oddziaływać próby ewentualnego zacieśnienia fiskalnego po stronie dochodowej (podwyżki podatków lub składki rentowej). Wnioskując na podstawie dotychczasowej dynamiki procesów gospodarczych, spowolnienie wzrostu konsumpcji w 2012, uwzględniając impuls popytowy w postaci EURO 2012 nie będzie głębsze niż to z 2009 roku. Dynamika wzrostu konsumpcji prywatnej w 2012 roku nie powinna zatem spaść poniżej 2% r/r (co i tak jest prognozą bardziej pesymistyczną niż wskazania naszych kolegów analityków).

Inwestycje (przedział naiwny 5,3%-5,8% w 2011 oraz od -1% do -10% w 2012 roku). Uważamy, że w przypadku inwestycji przenoszenie poprzednich trendów w cyklu na bieżące spowolnienia może być błędne. W pierwszej kolejności należy zauważyć, że w poprzednich cyklach inwestycyjnych gospodarka mogła być wyraźnie przeinwestowana, co sprzyjało znacznej korekcie nakładów brutto na środki trwałe (poprzednie cykle inwestycyjne były bardzo długie, 7-letnie - obecnie trwał jedynie 2 lata). Oznacza to, że również korekta po „okresie ekscesów” powinna być zdecydowanie mniejsza. Stąd też oczekiwaliśmy raczej stabilizacji inwestycji prywatnych (z dokładnością do niewielkiego wzrostu) niż drastycznych spadków, jakie miały miejsce w 2009 roku.

Dodatkowo, w gospodarce polskiej od lat postępuje dekapitalizacja (jedynie zahamowana przez długi okres boomu inwestycyjnego), która wymusza dalsze inwestycje w aparat produkcyjny. Historie odnośnie fatalnego stanu infrastruktury energetycznej pasują do tego wizerunku idealnie.

Wykres 8: Inwestycje w ujęciu SA, indeks: I.1996=100


Źródło: Eurostat

Wykres 9: Zdolności produkcyjne


Źródło: GUS

Do rozstrzygnięcia pozostaje kwestia inwestycji infrastrukturalnych. Choć na razie ostatnie wyniki produkcji budowlano-montażowej nie napawają optymizmem, spowolnienie tego typu może być jednak wyłącznie chwilowe i produkcja ruszy ponownie pełną parą po wakacjach. Dodatkowo, spadek środków unijnych przeznaczonych na inwestycje w 2012 wobec 2011 roku wcale nie musi implikować zmian w faktycznych strumieniach inwestycji (MF ma bardzo duże możliwości ich przesuwania). Dotychczasowe opóźnienia w samych inwestycjach drogowych i przesunięcia rzędu kilku mld zł, sugerują, że w tym segmencie dynamika roczna inwestycji publicznych może być tylko nieznacznie niższa od zera w 2012 roku. Kontrybucja inwestycji publicznych do wzrostu inwestycji i PKB może być zatem zbliżona do zera (nie zaś mocno ujemna). Tym samym dynamika inwestycji ogółem w przyszłym roku będzie niższa niż w 2011 jednak wciąż dodatnia na poziomie około 3-5%.

Polityka fiskalna (przedział naiwny dla dynamiki spożycia publicznego 1,3%-1,9% w 2011 roku oraz -0,1%-5,2% w 2012 roku). Jako że polityka fiskalna jest w dużej mierze egzogeniczna, porównywanie tej wielkości z poprzednimi epizodami spowolnienia można spokojnie potraktować z przymrużeniem oka.



Fakty są takie, że w 2009 roku Polska uniknęła recesji w dużej mierze dzięki sprawnie poprowadzonej ekspansji fiskalnej i rosnącej absorpcji środków unijnych (0,6 pkt proc. do wzrostu PKB). Impuls fiskalny w 2009 roku mógł kontrybuować nawet 1,5-2 pkt proc. do dynamiki PKB (wydatki publiczne oraz impuls podatkowy). Podkreślić należy, że kontrybucja ta utrzymywała się na wysokim poziomie również w latach 2010 i 2011. Opadająca ścieżka absorpcji środków unijnych oraz malejąca tolerancja rynków finansowych dla tradycyjnego poluzowania fiskalnego zmniejszają szansę na istotną kontrybucję polityki fiskalnej do wzrostu PKB w roku 2012. Czy jednak kontrybucja ta będzie ujemna, jak sugerują analitycy? Podpierają się oni w obliczeniach ścieżką konsolidacji fiskalnej z programu konwergencji, gdzie rząd założył obniżenie deficytu z 5,6% do 2,9% PKB, co przy osłabieniu koniunktury wiązałoby się z istotną kontrakcją fiskalną. Po pierwsze żadna z instytucji międzynarodowych nie bierze deklaracji zejścia przez polską z deficytem budżetowym poniżej 3% PKB na serio. Rząd ma świadomość, że po stronie wydatkowej zacieśnienie fiskalne musiałoby objąć przede wszystkim wydatki elastyczne, czyli inwestycyjne, co mogłoby skutkować multiplikowanym, negatywnym impulsem dla wzrostu gospodarczego. Dlatego jako prawdopodobny oceniamy scenariusz, w którym rząd będzie dążył (przy użyciu niekonwencjonalnych, księgowych zabiegów, bądź też ingerując po stronie dochodowej i zwiększając składkę rentową) do zwiększenia przestrzeni do stymulacji fiskalnej.

Tak więc konsumpcja rządowa faktycznie może wylądować na poziomie 0 dynamiki, natomiast co liczy się w przyszłym roku najbardziej - a więc inwestycje publiczne - mogą być wciąż elementem stabilizującym dynamikę PKB (o czym także piszemy powyżej przy okazji inwestycji).

Wielkości rezydualne: zmiana zapasów i eksport netto.

Zmiana zapasów w Polsce jest wielkością pro cykliczną, czyli wykazuje dużą pozytywną korelację z dynamiką PKB; odwrotnie w przypadku eksportu netto, który jest elementem stabilizującym dynamikę PKB podczas epizodów spowolnienia. Tym samym kontrybucja zmian zapasów uplasuje się na poziomie bliskim zera. Kontrybucja eksportu netto będzie natomiast w najbliższym czasie rosnąca.

Choć impuls spowolnieniowy ze strefy euro dojdzie do gospodarki polskiej dość szybko, elastyczność polskiego PKB względem PKB niemieckiego w momentach spowolnienia jest dużo niższa niż w momentach ożywienia (0,6 wobec 1,0); w momentach spowolnienia „włącza się” w Polsce silny element konkurencyjności cenowej w postaci osłabienia kursu złotego. Co więcej negatywne skutki spowolnienia mogą być jednak do pewnego stopnia ograniczane poprzez wyjściowy atrakcyjny dla eksporterów kurs EURPLN (znacznie powyżej szacowanej na 3,60 granicy opłacalności eksportu) i lepszą niż w 2009 roku wyjściową pozycję płynnościową przedsiębiorstw. Wreszcie **należy zaznaczyć, że gospodarka niemiecka skurczyła się w połowie 2009 roku o około 6% podczas gdy nawet najbardziej pesymistyczne (obecne) prognozy na 2012 roku sugerują, że dynamika obniży się co najwyżej do zera. Przy elastyczności polskiego PKB rzędu 0,6 oznacza to, że hamowanie produktu tylko poprzez kanał handlowy będzie o lata świetlne mniejsze od tego zaobserwowanego w 2009 roku.**

Suma wszystkich strachów = tragedii nie będzie

Wreszcie ostatni, ale nie najmniej ważny czynnik. Ze względu na nieporównywalnie lepszą niż w 2009 roku sytuację w polskim

sektorze bankowym (wskaźnik wypłacalności wyższy o 3pp - wzrost z 10,8 na koniec 2008 do 13,8% na koniec lipca 2011) oraz działania regulatora zmierzające do ograniczenia drenażu płynności z polskich banków, racjonowanie kredytu (szczególnie dla przedsiębiorstw) może nie być tak dotkliwe jak w strefie euro. Podsumowując, jako najbardziej prawdopodobny scenariusz dla polskiej gospodarki na najbliższe kwartały widzimy obniżenie dynamiki PKB do 3,2-3,8% r/r w 3 i 4 kw. 2011 (nie wykluczamy, że będzie mocno bujać z uwagi na wielkości rezydualne - eksport netto i zapasy) i do około 3% w 2012 roku (konsumpcja 2,0%, inwestycje 4,0%). Najpoważniejszymi źródłami ryzyka dla tego scenariusza są wyraźnie głębsze niż oczekiwane obecnie spowolnienie/recesja w strefie euro (obecny konsensus prognoz bazuje na założeniu uporządkowanej restrukturyzacji zadłużenia peryferii strefy euro, a więc i niezrealizowaniu się negatywnego szoku niepewności) oraz bezwarunkowe i przeprowadzane na oślep zacieśnienie polityki fiskalnej w Polsce.

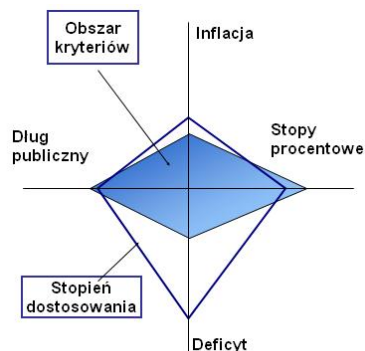
Marcin Mazurek
Ernest Pytlarczyk

Kryteria konwergencji*

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,9% (sierpień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,76% (sierpień 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)

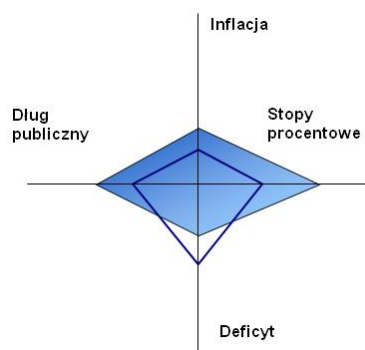
POLSKA



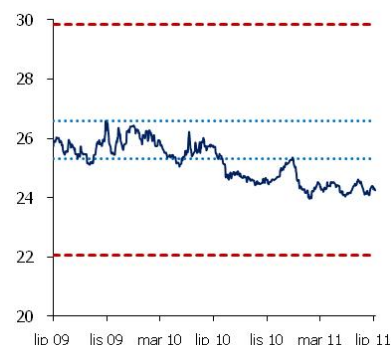
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,4% (sierpień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,70% (sierpień 2011)
- Deficyt budżetu: 7,9% PKB (2010)
- Dług publiczny: 55,0% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie



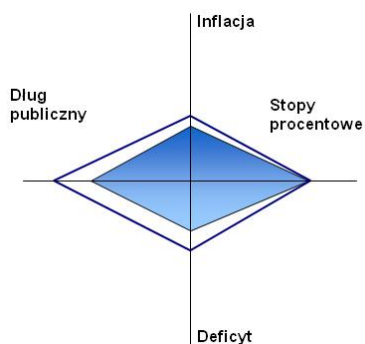
CZECHY



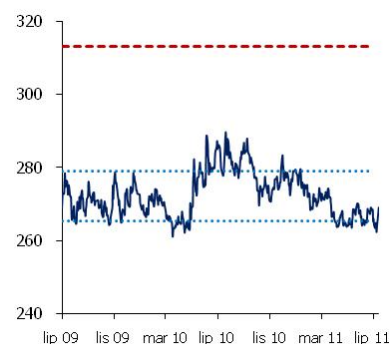
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,9% (sierpień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,40% (sierpień 2011)
- Deficyt budżetu: 4,7% PKB (2010)
- Dług publiczny: 38,5% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie



WĘGRY



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (sierpień 2011)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,49% (sierpień 2011)
- Deficyt budżetu: 4,2% PKB (2010)
- Dług publiczny: 82,0% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie



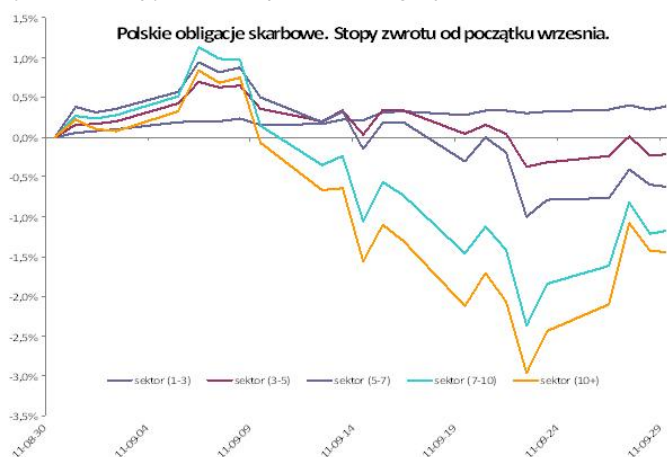
*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej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

Na początku września gracze krajowi przyczynili się do wydłużenia rally na obligacjach, jednak potem prowizoryczna równowaga, podtrzymywana przez zakupy obligacji przez ECB w strefie euro załamała się, rynki zaczęły obawiać się niekontrolowanego bankructwa Grecji, niestabilności systemu bankowego, pojawiły się problemy z płynnością banków europejskich i zaczął się globalny odwrót z rynków europejskich. Polska jako najbardziej płynny rynek w regionie również była ofiarą tej ucieczki. Dodatkowo spekulacyjne osłabianie złotego w kierunku poziomów implikujących przekroczenie przez dług publiczny poziomu 55% PKB skutkowało wyprzedzającą polskich obligacji. W znacznej mierze spekulacyjny charakter osłabienia waluty i głęboka przecena na rynku obligacji wymusiły interwencje NBP i BGK na rynku walutowym i długu ustanawiając niejako twarde dno na każdym z rynków.

Wykres 1: Stopy zwrotu z polskich obligacji



Źródło: Bloomberg

Po konferencji IMF/World Bank, na której inwestorzy mieli okazję wymiany poglądów z politykami ECB, KE i państw strefy euro nieco jaśniejsze stały się strategie opanowania dalszej eskalacji kryzysu zadłużeniowego. Strategie te mają obejmować restrukturyzację długu Grecji (co najmniej 50% haircut), rekapitalizację banków w strefie euro bezpośrednio przez rządy lub poprzez uruchomienie i zlewarowanie EFSF. Część inwestorów uznała te informacje za konstruktywne. Rynek obecnie czeka na efekty powrotu misji trojki do Grecji (jeśli uwolnią kolejną transzę pomocy będzie to pozytywny sygnał, choć pewnie nie ostateczne rozwiązanie). Sytuacja płynnościowa na rynku europejskim ciągle się pogarsza, co może zaadresować na najbliższym posiedzeniu ECB wprowadzając dłuższe operacje płynnościowe i jednocześnie obcinając stopy. Ten czynnik może stać się przyczynkiem do wygenerowania oczekiwań na obniżki stóp w Polsce wspierając krótsze papiery w perspektywie najbliższych kilku miesięcy (ten zakład wydaje nam się najpewniejszy). Nasilający się odpływy kapitału z regionu, i ewidentny trend deprecjacyjny na polskiej walucie (obecnie korelacja FX i fixed income się zwiększyła) w połączeniu z wyborami parlamentarnymi, których wynik może okazać się negatywny dla rynku (koalicja 3 partii i wizja braku spójnej strategii fiskalnej i PRu, który do tej pory polityce fiskalnej towarzyszył) mogą stać się zagrożeniem dla dłuższych polskich papierów (inwestorzy krajowi prawdopodobnie wyszczepiają krótsze papiery w takiej sytuacji). MinFin cały czas utrzymuje wysoką poduszkę płynnościową (choć obniżyła się ona z 53 do 44 mld

zł), jednak ryzyko pogorszenia sytuacji w strefie euro wymusza konieczność kolejnych emisji obligacji, nawet po niższych cenach. Czynnikiem, który zaczyna oddziaływać negatywnie jest również struktura finansowania bieżących potrzeb pożyczkowych (przesunięcie w stronę zagranicy) oraz obostrzenia na lokalne banki nakładane przez spółki matki co do limitów dla polskich papierów skarbowych. Coraz więcej obaw o wzrost gospodarczy i sytuację budżetu to również przesłanki do ostrożniejszego traktowania przez inwestorów zagranicznych polskiego rynku obligacji (na razie głównie hedgują ekspozycję walutową ale sytuacja może się zmienić). Dno ustanowione po interwencji BGK na rynku obligacji wydaje się być jednak (na razie) twarde, jednak większa aktywność BGK i NBP na walucie nie wspiera na tym etapie przekonania, że wszystko jest pod kontrolą, a instytucje państwowe nie działają nerwowo broniąc jakichś konkretnych poziomów kursu.

Pomimo sygnałów przejściowego uspokojenia sytuacji w strefie euro, przede wszystkim ze względu na ryzyko niekorzystnego wyniku wyborów w Polsce decydujemy się na bardziej defensywną strategię przeważając krótki koniec. Podkreślamy, że w dłuższej perspektywie, w związku z utrwaleniem otoczenia niskich stóp procentowych na świecie, niższym wzrostem gospodarczym w Polsce oraz obniżkami stóp procentowych (w I poł. 2012 roku) spodziewamy się stopniowego obniżenia rentowności polskich papierów. Krzywa obligacyjna powinna jednak pozostać strukturalnie stroma odzwierciedlając ryzyko większej zmienności kursu walutowego oraz ryzyka fiskalne.

Ernest Pytlarczyk

Sekcja specjalna - indeksy zaskoczeń (cz. III) i strategie inwestycyjne na rynku obligacji

Obecnie rynek znajduje się pod ogromnym wpływem nastrojów globalnych i tym większe znaczenie ma odpowiednia ocena sentymentu panującego na nim w danym momencie. Poziomy równowagi przestają być punktami odniesienia, gdyż są zaburzane akcjami drukowania pieniądza, interwencji instytucji szczebla centralnego (m.in. EBC na rynku obligacji, BGK na krajowym czy SNB na europejskim rynku walutowym) i zmiennością decyzji politycznych o coraz większym (także długookresowym) wpływie na zmienność rynków finansowych. Chcąc stworzyć dobre narzędzie generujące sygnały inwestycyjne na rynku obligacji postanowiliśmy odwołać się dwóch narzędzi - analizy technicznej i sygnałów opartych na analizie średnich ruchomych, które poprawnie wychwytywały zmiany trendów oraz analizie fundamentalnej opartej na wychwytywaniu z „twardych” danych makroekonomicznych sentymentu rynkowego. Do pomiaru tego zjawiska stworzyliśmy (omówione w Miesięcznych Przeglądach Makroekonomicznych z 15 czerwca i 15 lipca 2011) indeksy zaskoczeń. Z punktu widzenia analiz rynkowych istotną wartością jest fakt, że indeksy zaskoczeń (podobnie jak rynki finansowe) wydaje się wyolbrzymiać krótkookresowe zmiany koniunktury i sentymentu. Poza indeksami zaskoczeń określającymi sentyment rynku skonstruowaliśmy indeksy zaskoczeń odpowiadające konkretnym instrumentom finansowym - obliczane codziennie na podstawie faktycznych pierwszych (nierewidowanych) odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych w serwisie Bloomberg. Indeksy są ważoną średnią wystandaryzowanych zaskoczeń, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań wybranych instrumentów finansowych. Na ich podstawie wyznaczany jest sygnał odpowiadający czynnikom fundamentalnym oparty na zmianie kierunku sentymentu rynkowego. Dla każdego instrumentu wyznaczone zostaną trzy sygnały inwestycyjne.

Strategie inwestycyjne dla obligacji

Za główne kryteria wyboru strategii przyjmujemy:

1. niezawodność sygnału - przyjęta rekomendacja powinna (in-sample) wskazywać na poprawny kierunek zmiany notowań danego instrumentu w przynajmniej 50% przypadków,
2. symetria sygnałów - niezawodność powinna dotyczyć sygnałów wskazujących zarówno trendy wzrostowe, jak i spadkowe,
3. „zyskowność” z rekomendacji (liczona jako wielkość wykrytych przez sygnały wzrostów i spadków) musi być dodatnia,
4. prostota - metoda wydawania rekomendacji powinna być stosunkowo prosta.

Sprawdzamy wyniki prostych strategii opartych na trendzie odpowiadającym szeregowi rentowności oraz indeksom zaskoczeń, to znaczy:

1. techniczne sygnały wynikające z przecięcia odpowiednich średnich ruchomych (także wykładniczych i ważonych),
2. sygnały wynikające ze zmian krótkookresowego trendu.

Indeksy zaskoczeń

W pierwszej kolejności sprawdzamy strategię opartą na indeksach zaskoczeń. Pierwsza grupa strategii odpowiednio dla par średnich 5/10, 10/22 wskazała, że indeksy zaskoczeń zachowują się bardzo podobnie jak same rentowności - generowane sygnały dawały porównywalne „zyskowności” oraz procent poprawnych sygnałów. Dopiero sprawdzenie drugiej grupy strategii wskazało na lepsze własności predykcyjne indeksu. W Tabelach A-C zawarte są wyniki („zysk” liczony jako różnica zmian rentowności wg wskazanych sygnałów oraz procent poprawnych sygnałów) dla strategii opartej na indeksach zaskoczeń oraz na samych rentownościach - dla porównania). Dla wszystkich instrumentów ewidentna jest poprawa jakości sygnałów. Sprawdzona została także strategia uwzględniająca pozycję neutralną (określoną przez stromizną krzywą wyznaczoną przez indeksy zaskoczeń), jednak jej wyniki okazały się gorsze.

Tabela A: USA - wyniki strategii średniej ruchomej dla indeksów i samych rentowności (wynik oraz % poprawnych sygnałów)

	USA 2Y		USA 5Y		USA 10Y	
	indeks	yields	indeks	yields	indeks	yields
MA(3)	1,5	-0,2	2,3	0,8	2,8	0,4
	51,6%	35,7%	48,9%	38,0%	53,4%	34,8%
MA(5)	1,5	-0,2	2,3	0,8	2,8	0,4
	51,6%	35,7%	48,9%	38,0%	53,4%	34,8%
MA(10)	3,3	1,4	3,6	1,5	1,6	-0,7
	46,3%	33,6%	49,4%	36,5%	47,0%	35,0%
MA(15)	1,5	-0,2	2,3	0,8	2,8	0,4
	51,6%	35,7%	48,9%	38,0%	53,4%	34,8%

Źródło: Obliczenia własne

Tabela B: GER - wyniki strategii średniej ruchomej dla indeksów i samych rentowności (wynik oraz % poprawnych sygnałów)

	GER 2Y		GER 5Y		GER 10Y	
	indeks	yields	indeks	yields	indeks	yields
MA(3)	4,4	2,9	2,6	3,4	1,5	1,5
	53,9%	36,8%	48,9%	35,6%	44,9%	31,3%
MA(5)	4,0	2,2	3,4	0,4	3,3	0,4
	53,4%	37,3%	48,1%	35,1%	49,5%	34,5%
MA(10)	4,8	0,7	5,1	0,0	2,0	-1,1
	54,5%	34,1%	52,8%	35,1%	43,8%	33,6%
MA(15)	1,3	1,4	2,6	0,7	3,0	2,0
	48,5%	30,1%	51,8%	30,4%	51,6%	36,4%

Źródło: Obliczenia własne

Tabela C: PL - wyniki strategii średniej ruchomej dla indeksów i samych rentowności (wynik oraz % poprawnych sygnałów)

	PL 2Y		PL 5Y		PL 10Y	
	indeks	yields	indeks	yields	indeks	yields
MA(5)	5,5	4,1	6,3	6,1	5,2	2,6
	48,4%	33,4%	47,5%	37,4%	51,5%	35,9%
MA(10)	4,2	4,6	4,4	5,7	5,0	3,9
	49,7%	35,4%	43,9%	39,1%	50,0%	36,4%
MA(15)	4,8	6,7	3,9	7,0	4,3	5,1
	49,6%	40,3%	40,5%	43,4%	48,4%	42,5%

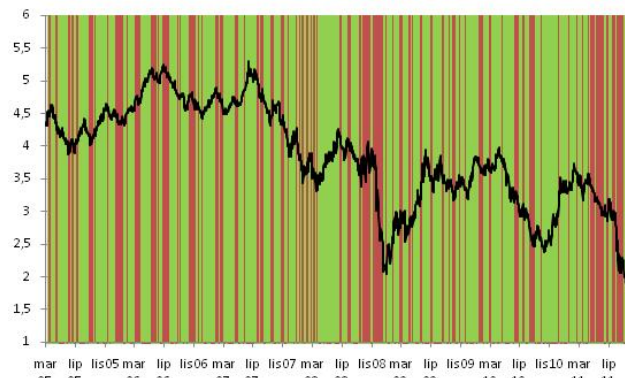
Źródło: Obliczenia własne

Wybieramy rekomendację opartą na zmianach trendu wyznaczonego przez średnie ruchome indeksu zaskoczeń (odpowiednio 5- i 10- dniowe w zależności od obligacji). Sumaryczny „zysk” z tych strategii dla 10-latek w okresie 01.03.2005-12.09.2011 wynosi



11,22 dla USA (rekomendacje przedstawione na Wykresie 1), 7,76 dla Polski i 8,02 dla Niemiec. Średni czas trwania pojedynczej rekomendacji wyniósł ok. 6-7 dni.

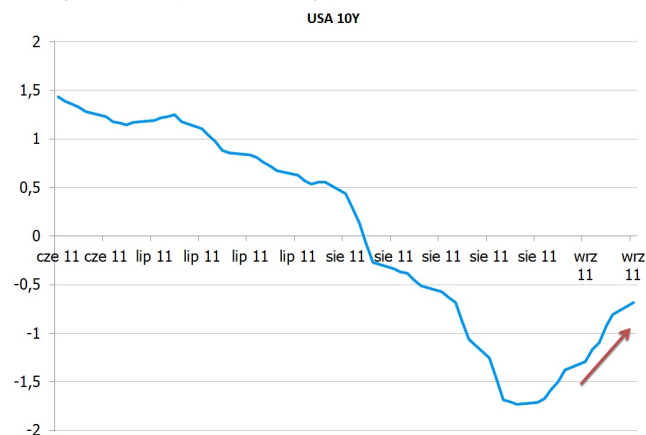
Wykres 1: Rentowności US 10Y i reżimy wyznaczone przez strategię spreadów na średnich ruchomych



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Podobne indeksy zaskoczeń i strategię inwestycyjne zostały stworzone dla 2-, 5- i 10-letnich obligacji amerykańskich, niemieckich i polskich. Wykres 2 przedstawia przykładową średnią ruchomą dla 10-latek amerykańskich wyznaczającą nasze rekomendacje - na dzień 12 września 2011r. dla benchmarków USA, bundów i dla polskich 10-latek prognoza wskazuje na wzrost rentowności.

Wykres 2: Średnie ruchome indeksów zaskoczeń dla 10-latek amerykańskich (rekomenacje)



Źródło: obliczenia własne

Sygnały techniczne

Drugą grupą strategii są sygnały wynikające z analizy technicznej szeregów rentowności. Zbadane zostały dwa rodzaje sygnałów. Po pierwsze spośród sygnałów opartych na średnich ruchomych (zwykłych, ważonych, wykładniczych) zostały wybrane te o najlepszych własnościach (wg podanych wyżej kryteriów). Zbadane zostały pary szeregów: rentowność i 5/10/15/20, średnie 5/10, 5/22, 5/15, 10/20, 15/22, 20/30. Tabela D pokazuje wybrane najlepsze strategie.

Tabela D: Strategie oparte na sygnałach średnich ruchomych

rentowności	strategia
US 2Y	rentowność/MA(10)
US 5Y	MA(15)/MA(22)
US 10Y	MA(10)/MA(20) wykładnicze
PL 2Y	MA(10)/MA(20)
PL 5Y	MA(10)/MA(20)
PL 10Y	rentowność/MA(15)
GER 2Y	MA(20)/MA(30) wykładnicze
GER 5Y	MA(20)/MA(30) wykładnicze
GER 10Y	MA(15)/MA(22)

Źródło: Obliczenia własne

W Tabeli E zawarte są wyniki rekomendacji opartych na powyższych strategiach dla całego szeregu (od początku 2005r.) oraz z ostatniego roku.

Tabela E: Wyniki strategii średnich ruchomych

obligacja	zysk/strata	liczba trans.	% poprawnych sygnałów
od 2005r.			
US 2Y	3,92	105	85,7
US 5Y	4,95	78	51,3
US 10Y	5,53	94	52,1
PL 2Y	15,42	79	48,1
PL 5Y	16,0	82	50,0
PL 10Y	32,2	63	69,9
GER 2Y	4,89	90	51,1
GER 5Y	2,63	82	52,5
GER 10Y	0,86	84	48,8
za ostatni rok			
US 2Y	0,07	3	66,7
US 5Y	0,47	10	50,0
US 10Y	7,49	13	53,9
PL 2Y	0,50	12	42,0
PL 5Y	0,58	7	57,1
PL 10Y	0,3	7	57,0
GER 2Y	1,35	14	64,3
GER 5Y	0,86	12	50,0
GER 10Y	0,15	12	50,0

Źródło: Obliczenia własne

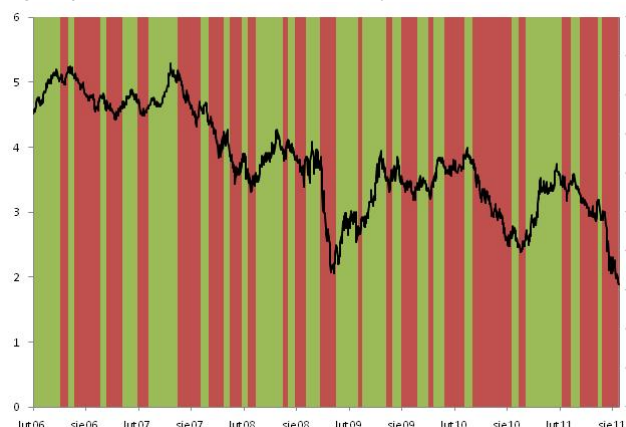
Drugą grupą strategii są te oparte na zmianach spreadów między średnimi ruchomymi. Przeanalizowane zostały pary średnich 5/10, 10/20 oraz 5/22. Dodatkowo narzucony został warunek przekroczenia o więcej niż pół odchylenia standardowego długookresowej średniej ruchomej (1-miesięcznej). Rentowności będą zatem maleć, jeśli różnica średniej krótszej i dłuższej przekroczy swoją długookresową średnią o więcej niż pół odchylenia standardowego, zaś rosnąć jeśli ta różnica spadnie o więcej niż pół odchylenia poniżej długookresowej średniej. Wyniki z tej strategii (średnie 5/22) dla całej próbki oraz z ostatniego roku przedstawia Tabela F. Wyniki wskazują, że strategia oparta na spreadach średnich ruchomych wyznacza raczej długookresowe trendy (oparte na mechanizmie powrotu do średniej różnic między krótszymi i dłuższymi średnimi ruchomymi szeregów - patrz Wykres 3), może być zatem stosowana jako dodatkowe narzędzie do przedstawionych powyżej dwóch rekomendacji - fundamentalnej i technicznej.

Tabela F: Wyniki strategii spreadów na średnich ruchomych

obligacja	zysk/strata	liczba trans.	średnia dl.trans.
od 2005r.			
US 2Y	3,02	37	40
US 5Y	1,67	45	32
US 10Y	3,67	41	36
PL 2Y	3,60	28	52
PL 5Y	3,83	27	54
PL 10Y	2,90	25	59
GER 2Y	1,77	37	40
GER 5Y	1,62	41	36
GER 10Y	0,34	45	33
za ostatni rok			
US 2Y	0,52	6	43
US 5Y	0,45	7	37
US 10Y	,37	7	37
PL 2Y	-0,3	4	65
PL 5Y	0,55	1	260
PL 10Y	0,93	2	130
GER 2Y	-0,21	8	32
GER 5Y	0,28	6	43
GER 10Y	0,05	7	37

Źródło: Obliczenia własne

Wykres 3: Rentowności US 10Y i reżimy wyznaczone przez strategie spreadów na średnich ruchomych



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykorzystanie indeksów do modelowania - przykład

We wcześniejszych opracowaniach dotyczących indeksów zaskoczeń podkreślaliśmy, że stopień objaśnienia instrumentów finansowych 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. Idea ta może być stosunkowo prosto pokazana dla rentowności, których główną choć niewystarczającą do pełnego zrozumienia zmian determinantą jest stopa referencyjna. Skonstruowaliśmy modele liniowe, które dowodzą, że indeksy zaskoczeń istotnie polepszają objaśnienie zmian rentowności (Tabela G).

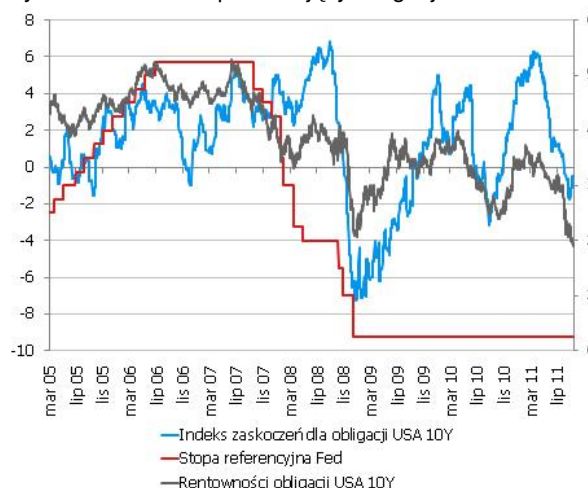
Tabela G: Modele liniowe objaśniające zmiany rentowności obligacji

skorygowany R^2	2Y	5Y	10Y
USA			
stała+stopa repo+indeks	-	92,2%	81,1%
stała+stopa repo	37,3%	65,6%	11,7%
Niemcy			
stała+stopa repo+indeks	70,0%	84,1%	74,6%
stała+stopa repo	66,1%	81,0%	73,2%
Polska			
stała+stopa repo+indeks	43,2%	31,9%	39,9%
stała+stopa repo	43,1%	15,1%	-

Źródło: Obliczenia własne

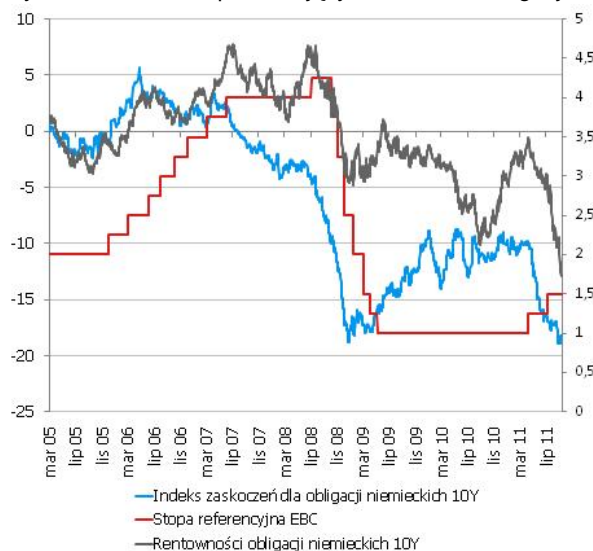
Wykresy 4-6 przedstawiają rentowności 10-latek i odpowiadające im indeksy zaskoczeń. Widać istotną poprawę stopnia objaśnienia rentowności po dodaniu do modelu indeksu zaskoczeń szczególnie w przypadku amerykańskich obligacji. Dla niemieckich poprawa jest mniejsza, zaś polskie są w dużo mniejszym stopniu objaśniane przez poziom stopy referencyjnej (dodanie indeksu podnosi jednak R-kwadrat).

Wykres 4: Indeks odpowiadający obligacjom US



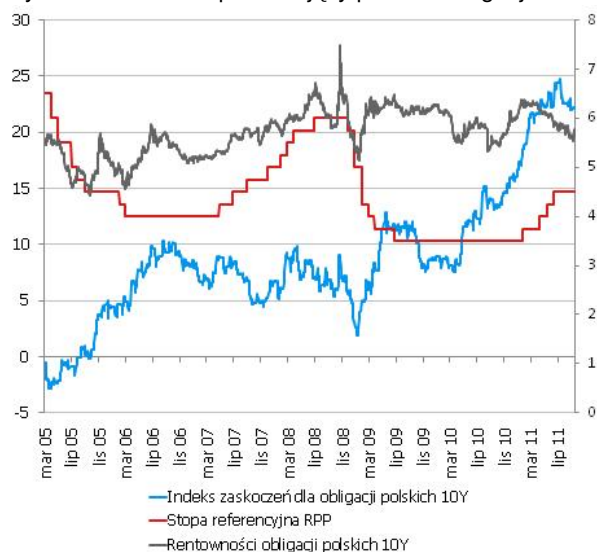
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 5: Indeks odpowiadający niemieckim obligacjom



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 6: Indeks odpowiadający polskim obligacjom



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Podsumowując, obecna sytuacja na rynku obligacji wymaga nie-standardowej analizy. Przy dużej zmienności rynków finansowych oraz niestandardowych działaniach instytucji monetarnych i politycznych wiarygodnym i mierzalnym czynnikiem prognostycznym dla cen jest trend, który możemy wychwycić przy pomocy analizy technicznej. Indeksy zaskoczeń odpowiadające instrumentom finansowym dostarczają nam informacji o niewyjaśnionych dotąd czynnikach wpływających na rynek obligacji, zaś proste rekomendacje oparte na zmianach ich trendu okazują się stosunkowo dobrymi strategiami inwestycyjnymi. Traktowane jako dodatkowe źródło informacji znacząco wpływają na stopień wyjaśnienia zmienności i jakość prognoz.

Paulina Ziemińska
Ernest Pytlarczyk



Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Wrzesień 2011	Październik 2011	Listopad 2011
POLSKA			
Inflacja CPI	13	13	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	19	19	21
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	18	18
PKB	-	-	30
Koniunktura gospodarcza	22	21	22
Podaż pieniądza M3	14	14	14
Bilans płatniczy	12	13	15
Inflacja bazowa	20	20	22
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	7
Posiedzenie RPP	6-7	4-5	8-9
STREFA EURO			
Inflacja HICP	15	10	16
PKB	-	-	15
Wskaźnik koniunktury ZEW	20	18	15
Posiedzenie ECB	8	6	3
USA			
Inflacja CPI	15	19	16
PKB	29	27	22
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	2	7	4
Zamówienia na dobra trwałe	28	26	23
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	3	1
Posiedzenie Fed	20-21	-	1-2

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 OBROcie 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 UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.