

**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 Płuska  
analityk  
tel. +48 22 526 70 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-Gębska  
tel. +48 22 829 12 05  
inga.gaszkowska-gębska@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>
Oczekujemy, że RPP nie podwyższy stóp na kwietniowym posiedzeniu, choć ryzyko jest tym razem znaczne ze względu na rosnące rozczarowanie RPP prognozami NBP i stygmat niewypełnienia mandatu inflacyjnego. Wielu członków Rady uznaje obecny poziom stóp za adekwatny i mimo napięć i prób kwestionowania status quo w Radzie ostatecznie nie chciałoby później gonić cyklu koniunkturalnego obniżając stopy.	
<b>Gospodarka polska - Ile będzie inwestycji w gospodarce w 2012 roku?</b>	<b>4</b>
Na podstawie analizy cyklicznej inwestycji prywatnych oraz na bazie planów wykorzystania środków europejskich kreśliły obraz aktywności inwestycyjnej w Polsce w 2012 i 2013 roku. Szacujemy, że dynamika inwestycji ogółem obniży się w 2012 roku do 6,3% względem 8,5% w 2011 roku. W 2013 roku, ze względu na szczyt cyklu inwestycyjnego w sektorze prywatnym i przy jednocześnie spadających inwestycjach sektora publicznego, dynamika realna inwestycji ogółem może obniżyć się nawet do 3%.	
<b>Gospodarka polska - Euro 2012 a polska inflacja</b>	<b>9</b>
W 2004r. Mistrzostwa Europy w piłce nożnej odbyły się w Portugalii - kraju o zbliżonym poziomie rozwoju gospodarczego do Polski. Na podstawie zmian wskaźnika inflacji w okresie trwania mistrzostw w Portugalii wnioskujemy, że dodatkowy wzrost cen związany z Euro2012 nie przekroczy w Polsce w czerwcu 0,3-0,4pkt. proc., zatem wskaźnik CPI po wiosennym spadku znów wyraźnie przekroczy 4% i utrzyma się na tym poziomie przez kolejne letnie miesiące.	
<b>Euromonitor</b>	<b>10</b>
<b>Na rynku</b>	<b>11</b>
Polskie obligacje powinny rosnąć w cenie, bo najprawdopodobniej przekroczyliśmy już maksimum w cyklu koniunkturalnym i poluzowanie monetarne jest gdzieś daleko na horyzoncie. Na rynku walutowym połączenie pozytywno-neutralnych perspektyw dla dolara oraz negatywno-neutralnych dla EUR powinno skutkować osłabieniem EURUSD. W przypadku złotego nie nastąpiły żadne zasadnicze zmiany w perspektywach. Powoli materializuje się scenariusz spowolnienia sfery realnej, ale RPP pozostaje jastrzębia. Rozkład ryzyk dla EURPLN jest asymetryczny i są to przede wszystkim ryzyka globalne, w tym obejmujące możliwość eskalacji osłabienia EURUSD.	
<b>Kalendarz publikacji danych</b>	<b>13</b>

**PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE**

Wskaźnik	2008	2009	2010	2011	2012 F	
PKB r/r	5.1	1.6	3.9	4.3	2.8	
Inflacja (średnia w okresie)	4.3	3.5	2.8	4.3	3.6	
Saldo rachunku obrotów bież. (%PKB)	-5.3	-1.6	-4.5	-4.9	-3.6	
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	9.5	12.1	12.4	12.5	13.6	
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.50	
	2011	2011	2011	2011	2012	2012
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 F	Q2 F
PKB r/r	4.5	4.3	4.2	4.3	3.6	2.8
Inflacja (średnia w okresie)	3.7	4.2	4.1	4.6	4.1	3.9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50

F - prognoza



## Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Wrz 2011	Paź 2011	Lis 2011	Gru 2011	Sty 2012	Lut 2012	Mar 2012
<b>PKB i produkcja</b>							
PKB (%)	4.2			4.3			
Popyt krajowy (%)	3.2			3.3			
Spożycie indywidualne (%)	3.0			2.0			
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	8.5			10.3			
Wartość dodana (%)	4.0			3.9			
w przemyśle (%)	5.5			6.7			
w budownictwie (%)	11.9			7.1			
w sektorze usług rynkowych (%)	5.3			2.8			
Produkcja przemysłowa r/r (%)	7.7	6.5	8.7	7.7	9.0	4.6	4.5
Produkcja przemysłowa m/m (%)	13.0	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	-1.0	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	11.4	11.2	12.6	8.6	14.3	13.7	10.3
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	1.3	4.1	-5.5	20.8	-24.9	1.2	
<b>Rynek pracy</b>							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3581.9	3617.2	3682.2	4015.4	3666.4	3568.3	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	5.2	5.1	4.4	4.4	8.1	4.3	2.9
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.3	1.0	1.8	9.0	-8.7	-2.7	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5	0.6
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	0.9	-0.1	
Stopa bezrobocia (%)	11.8	11.8	12.1	12.5	13.2	13.5	13.4
<b>Ceny</b>							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7	0.4	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	3.9	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3	3.9
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	2.6	2.8	3	3.1	2.5	2.6	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	1.7	0.1	0.9	0.4	0.1	-0.3	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	8.4	8.5	9.1	8.2	7.9	6.3	4.8
<b>Agregaty monetarne</b>							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	829.5	835.7	853.5	881.5	874.6	872.4	873.7
Podaż pieniądza r/r (%)	10.2	10.5	11.8	12.6	13.7	12.6	9.2
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	14.5	14.5	13.3	12.0	11.1	9.6	9.3
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	13.0	13.3	16.8	19.1	19.6	18.3	14.8
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	12.3	12.9	13.7	13.5	14.7	13.4	13.1
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	9.1	8.6	13.5	12.1	12.4	12.6	8.8
<b>Zagranica</b>							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1241	-1779	-1436	-1744	-1831	-1335	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.42	4.40	4.50	4.47	4.22	4.13	4.15
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.30	3.17	3.35	3.45	3.23	3.10	3.11
<b>Stopy procentowe</b>							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Stopa lombardowa (%)	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Stopa depozytowa (%)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
WIBOR 3M (%)	4.66	4.81	4.87	4.89	4.89	4.86	4.84
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.45	4.65	4.88	4.85	4.72	4.67	4.62
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	5.28	5.06	5.25	5.34	5.03	4.90	4.94
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	5.92	5.73	5.92	5.89	5.58	5.46	5.50
<b>Gospodarka światowa</b>							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	3.0	3.0	3.0	2.8	2.7	2.7	2.6
PKB w strefie euro r/r (%)	1.3			0.7			
Stopa podstawowa ECB (%)	1.5	1.5	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
Inflacja w USA r/r (%)	3.9	3.5	3.4	3.0	2.9	2.9	
PKB w USA r/r (%)	1.8			3.0			
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.

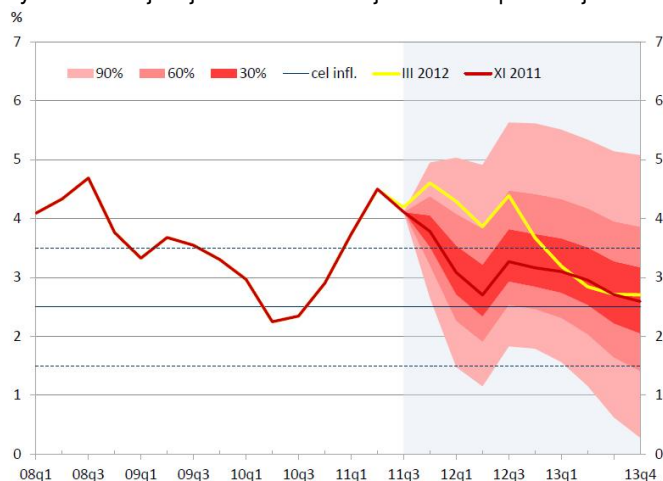
Prognozy oznaczono kursywą.

## Polityka monetarna

### Stopy bez zmian w marcu, nielogiczny komunikat

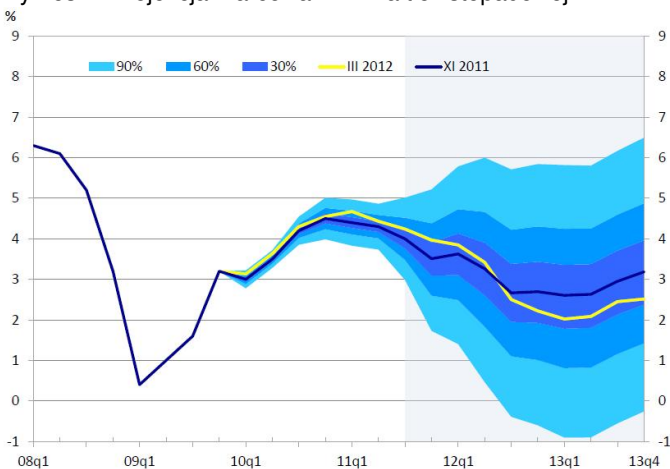
Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła parametrów polityki monetarnej na marcowym posiedzeniu. Stopa bazowa pozostała na poziomie 4,5%. Opublikowane wyniki projekcji inflacyjnej (utrzymanie przyzwoitego wzrostu PKB i znaczny wzrost inflacji w bieżącym roku) uzupełnione zostały bezprecedensową korektą wynikającą z uwzględnienia danych, które napłynęły po tzw. *cut off date*. Uwzględnienie przede wszystkim mocniejszego kursu złotego miałooby skutkować znacznym obniżeniem inflacji w roku 2012 względem pierwotnej projekcji (obniżenie w 2012r. o 0,3-0,4pp. i w 2013r. o 0,2-0,3pp. względem ścieżki prezentowanej na Wykresie 1). Wątek ten został również podkreślony na konferencji po decyzji przez prezesa Belkę. Sfokosowanie na tym elemencie projekcji de facto neutralizowało podane przez RPP warunki ewentualnego zacieśnienia monetarnego, bo przecież warunek braku poprawy perspektyw inflacyjnych na wstępie nie został spełniony ze względu na korektę prognozy.

Wykres 1: Projekcja marcowa inflacji na tle listopadowej



Źródło: NBP

Wykres 2: Projekcja marcowa PKB na tle listopadowej



Źródło: NBP

### Minutes i wypowiedzi członków RPP wskazują na prawdziwe intencje Rady

Reakcja rynku na komentarz po posiedzeniu i pierwsze komentarze prezesa Belki był bezsprzecznie pozytywna (spadek stóp

rynkowych). Kolejne wypowiedzi członków Rady były jednak już zdecydowanie bardziej jastrzębie. Glapiński zapowiedział nawet podwyżkę stóp w kwietniu, a Hausner takiego scenariusza co najmniej nie wykluczył. Również opublikowane minutes wskazały na dalsze zaostrzenie retoryki RPP i rosnące rozczarowanie literalnym nierealizowaniem mandatu inflacyjnego. Bo jak czytać mamy następujące fragmenty opisu dyskusji w RPP:

- „Część członków Rady wskazywała, że stopy procentowe są obecnie na relatywnie niskim poziomie, biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną w Polsce”.
- „W odniesieniu do przyszłych decyzji, większość członków Rady podtrzymała ocenę, że nie można wykluczyć ich podwyższenia w kolejnych miesiącach.”
- „Część członków Rady argumentowała, że utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie, w przypadku gdyby oczekiwane spowolnienie gospodarcze w Polsce okazało się znacząco mniejsze niż wcześniej oceniano, a tym samym perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie, mogłoby doprowadzić do utrwalenia się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych i inflacji.”

### Kwietniowa decyzja Rady

Oczekujemy, że RPP nie podwyższy stóp na kwietniowym posiedzeniu, choć ryzyko podwyżki stóp jest tym razem znaczne ze względu na rosnące rozczarowanie RPP prognozami NBP i stygmat niewypełniania mandatu inflacyjnego. Przyznać należy jednak, że wypracowanie większości za utrzymaniem stóp w Radzie i neutralizacja najbardziej sprzecznych z dotychczasową linią Rady wypowiedzi kosztować będzie (mniej jastrzębiego i przede wszystkim pragmatycznego) Prezesa dużo wysiłku. Oparta na szerokim konsensusie strategia komunikacyjna Rady (chyba wszyscy członkowie RPP akurat z tej nowej jakości są dumni) pomimo ostatniej kakofonii informacyjnej może jednak oznaczać, że Rada zobowiąże się utrzymywać jastrzębie nastawienie przez wydłużony okres czasu unikając nagłych zwrotów choćby po publikacji pojedynczych lepszych danych inflacyjnych. Czy to ma sens i czy nie grozi utrata wiarygodności, nie wiemy. RPP wydaje się w taki dziwny zabieg wierzyć (patrz obszerny zawiły wywiad z Hausnerem), a dodatkowo wielu członków Rady uznaje obecny poziom stóp za adekwatny (hasło stabilność stóp miarą sukcesu) i mimo wszystko, czyli mimo napięć i prób kwestionowania status quo w Radzie ostatecznie nie chciałoby później gonić cyklu koniunkturalnego obniżając stopy.

Ernest Pytlarczyk

## Gospodarka polska - Ile będzie inwestycji w gospodarce w 2012 roku?

W 2012r. tempo realnego wzrostu gospodarczego Polski spowolni do 2,8% r/r wobec odnotowanych 4,3% r/r w 2011r. Spowolnienie będzie przede wszystkim wypadkową słabnącej konsumpcji zarówno ze strony publicznej (ze względu na konsolidację sektora finansów publicznych) jak i prywatnej. Dość sporą niewiadomą pozostają inwestycje w gospodarce. W zeszłym roku inwestycje przyspieszały z kwartału na kwartał. W związku z tym pojawiają się pytania, jak długo będzie trwało zapoczątkowane w zeszłym roku ożywienie, jaka będzie dynamika inwestycji w 2012r. oraz jaki będzie udział sektora publicznego w inwestycjach. Wstępnie odpowiadamy, że ożywienie będzie kontynuowane, ale wzrost będzie niższy. Cykliczne momentum powinny zachować inwestycje prywatne, natomiast inwestycje publiczne w tym roku uplasują się na poziomie podobnym do roku poprzedniego, co skutkuje około zerową ich dynamikę w ujęciu rocznym.

### Analiza cyklu inwestycji

Dynamika inwestycji ogółem w gospodarce w całym 2011r. wyniosła 8,5%. Z wyłączeniem lat 2009-2010, czyli okresu kryzysu finansowego inwestycje w gospodarce notowały solidne wzrosty. Na dynamikę inwestycji ogółem składają się inwestycje sektora publicznego charakteryzujące się wysoką dynamiką oraz inwestycje sektora prywatnego charakteryzujące się większą zmiennością. W zeszłym roku dynamika inwestycji publicznych wyniosła 20,4% r/r, a prywatnych 3,8% r/r.

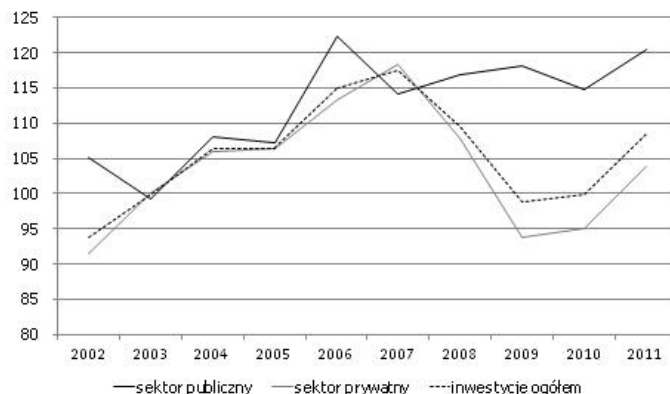
Inwestycje sektora prywatnego stanowią obecnie niecałe 70% inwestycji ogółem w gospodarce. W ostatnich 3-latach nastąpił spadek udziału o ponad 10pp., co jest związane z realizacją inwestycji infrastrukturalnych przez sektor publiczny przy współfinansowaniu środkami europejskimi.

Wyniki dekompozycji inwestycji ogółem oraz inwestycji sektora prywatnego na komponent trendu oraz cyklu przy użyciu filtra Hodricka-Prescotta na danych kwartalnych wskazuje, że obecnie są one w fazie ożywienia (patrz wykres 3 i 4).

Najwięcej wydatków inwestycyjnych w gospodarce przeznaczonych jest na budowę budynków niemieszkalnych oraz budowlę inżynierii lądowej (patrz wykres 6). W dalszej kolejności najwięcej środków przeznaczonych jest na produkty z metalu i maszyny, czyli w zasadzie aparat produkcyjny przedsiębiorstw. Najmniej środków przeznaczanych jest na środki transportu. Wydatki inwestycyjne na transport są z kolei najbardziej zmienne z okresu na okres. Najmniejszą zmiennością, a więc też odpornością na zmiany koniunktury z okresu na okres są inwestycje na budowę budynków niemieszkalnych oraz budowlę inżynierii lądowej (patrz wykres 5).

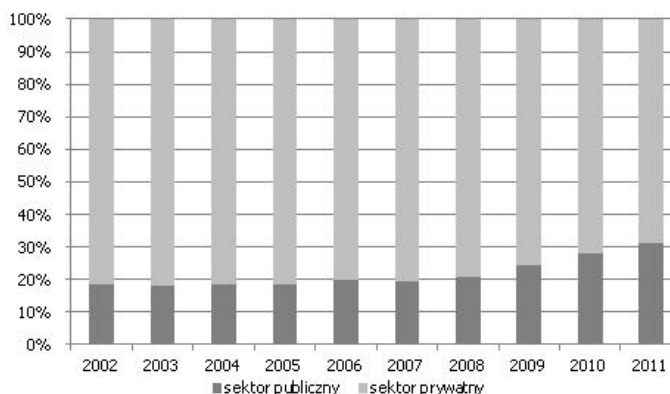
Wyniki dekompozycji inwestycji w ramach poszczególnych aktywów na komponent trendu oraz cyklu przy użyciu filtra Hodricka-Prescotta na danych kwartalnych wskazuje, że inwestycje w budynki niemieszkalne, obiekty inżynierii lądowej oraz środki transportu są w fazie ożywienia. Relatywnie słabo na tle powyższych inwestycji wypadają inwestycje w produkty ze metalu i maszyny oraz budynki mieszkalne.

Wykres 1. Dynamika inwestycji sektora publicznego, prywatnego i inwestycji ogółem w latach 2002-2011



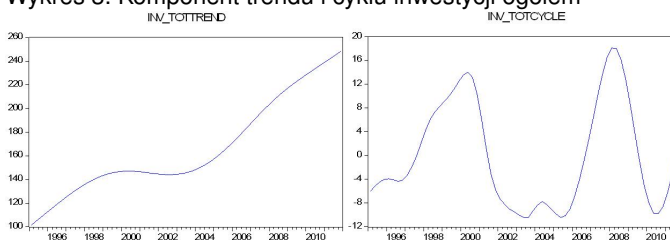
Źródło: AMECO, Eurostat

Wykres 2. Udział inwestycji publicznych i prywatnych w inwestycjach ogółem w latach 2002-2011



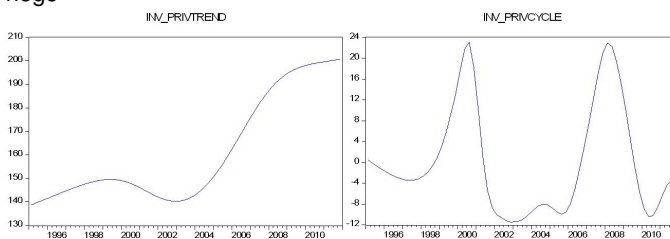
Źródło: AMECO, Eurostat

Wykres 3. Komponent trendu i cyklu inwestycji ogółem



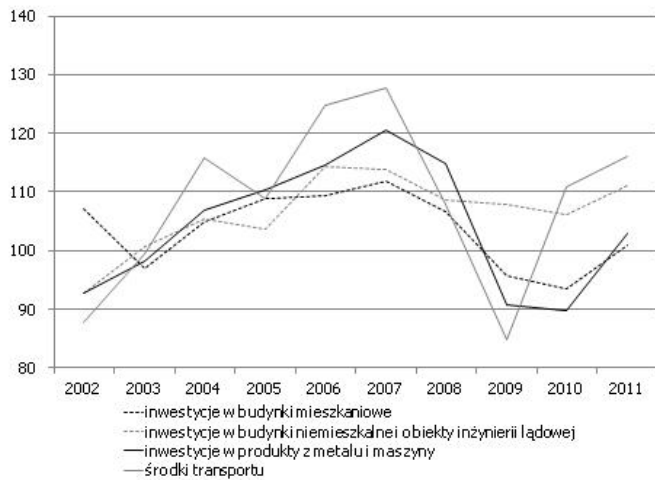
Źródło: AMECO, Eurostat, obliczenia własne

Wykres 4. Komponent trendu i cyklu inwestycji sektora prywatnego



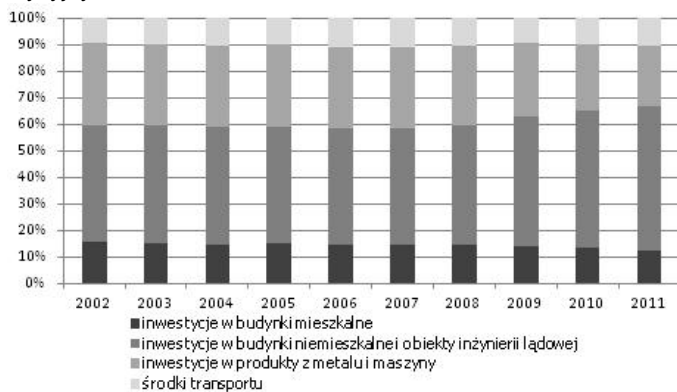
Źródło: AMECO, Eurostat, obliczenia własne

Wykres 5. Dynamiki inwestycji w poszczególne kategorie aktywów inwestycyjnych w latach 2002-2011



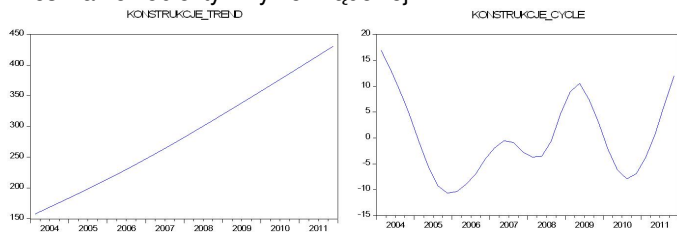
Źródło: AMECO, Eurostat, obliczenia własne

Wykres 6. Inwestycje w poszczególne kategorie aktywów inwestycyjnych w latach 2002-2011



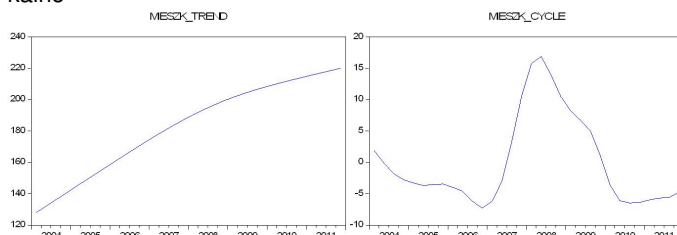
Źródło: AMECO, Eurostat, obliczenia własne

Wykres 7. Komponent trendu i cyklu inwestycji w budynki niemieszkalne i obiekty inżynierii lądowej



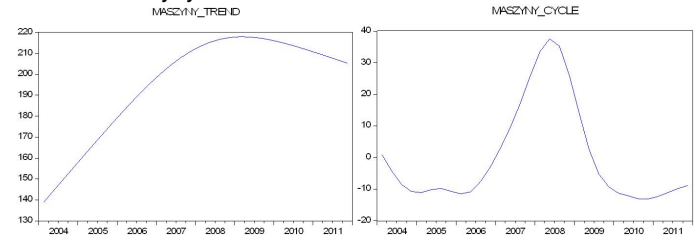
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z Eurostat i AMECO

Wykres 8. Komponent trendu i cyklu inwestycji w budynki mieszkalne



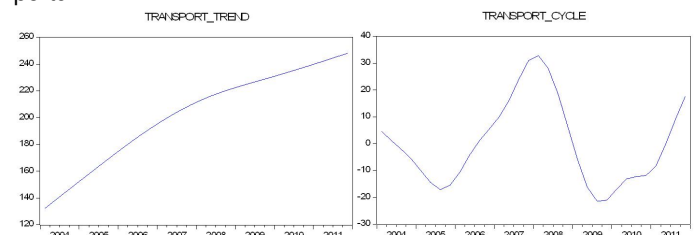
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z Eurostat i AMECO

Wykres 9. Komponent trendu i cyklu inwestycji w produkty z metalu i maszyny



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z Eurostat i AMECO

Wykres 10. Komponent trendu i cyklu inwestycji w środki transportu



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z Eurostat i AMECO

Obecne ożywienie w inwestycjach w środki transportu trwa już 8 kwartałów, a poprzednio trwała 10 kwartałów. W związku z tym w tym roku to ożywienie może obiec końca. Prawdopodobnie część tych inwestycji jest związana z przygotowaniem do EURO2012 oraz chęcią wykorzystania środków europejskich przez przedsiębiorców. Ożywienie w obszarze inwestycji w budynki niemieszkalne oraz budowlę inżynierii lądowej trwa już 5 kwartałów. Ma miejsce silny trend wzrostowy. Patrząc historycznie na poprzednie cykle, to w 2012r. tendencje będą kontynuowane, m.in. za sprawą dalszych inwestycji przez stronę publiczną w infrastrukturę transportową. Inwestycje w produkty z metalu i maszyny są w fazie ożywienia, ale momentum jest bardzo słabe. Trend natomiast jest spadkowy, który został zapoczątkowany załamaniem koniunktury w 2008r., wtedy też skończyło się ożywienie, które trwało 8 kwartałów. Z kolei inwestycje w budynki mieszkalne odbiły się od dna cyklu, a trend jest wzrostowy. Ożywienie w 2012r. może postępować, choć będzie bardzo nieśmiałe, zależne od dostępności kredytów i sytuacji na rynku pracy, co będzie determinowało decyzje gospodarstw domowych odnośnie zakupów mieszkań.

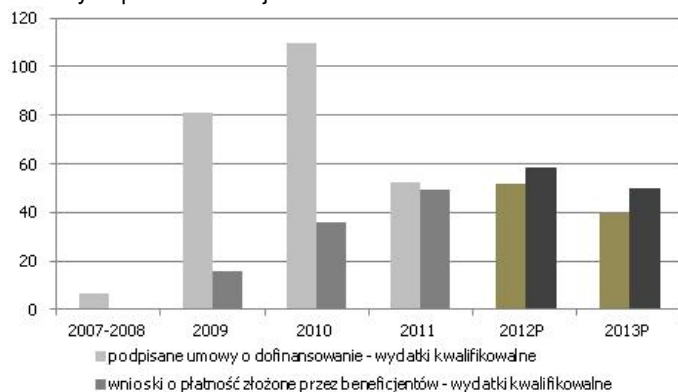
**Środki europejskie, czyli ile jeszcze zostało ich do wykorzystania?**

W ramach sektorowych oraz regionalnych programach operacyjnych Narodowych Strategicznych Ram Odniesienia z wyłączeniem PO Kapitał Ludzki (wydatki w jego ramach nie kwalifikują się jako inwestycje) do lutego 2012r. zakontraktowano łączną wartość wydatków kwalifikowanych w wysokości 256,9 mld zł i dofinansowaniu Unii Europejskiej w wysokości 172 mld zł. W samym 2011r. podpisano umowy na łączną kwotę wydatków w wysokości 59,5 mld zł. Najlepszym okresem pod tym względem był 2010r., kiedy to podpisano umowy na kwotę aż 119,4 mld zł. Na powtórkę rekordu 2010r. nie ma już w zasadzie szans.

Z kolei wartość wydatków wykazanych przez beneficjentów (z wyłączeniem PO KL) we wnioskach o płatność i uznanych za kwalifikowane do lutego 2012r. wyniosła 107,9 mld zł, w tym

dofinansowanie Unii Europejskiej 74,6 mld zł. W zeszłym roku wartość złożonych wniosków o płatności na rzecz beneficjentów wyniosła 57 mld zł.

Wykres 11. Końcowe wydatki kwalifikowalne wykazane w podpisanych umowach o dofinansowanie oraz we wnioskach o płatność złożonych przez beneficjentów w latach 2007-2013



Źródło: Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, obliczenia własne

Zakładając, że dotychczasowy średni poziom dofinansowania na poziomie 70% wartości wydatków kwalifikowalnych zostanie utrzymany a zamknięcie procedury podpisywania umów o dofinansowanie nastąpi w momencie osiągnięcia pułapu 100% dostępnej alokacji środków europejskich w ramach sektorowych i regionalnych programach operacyjnych to pozostające środki kwalifikowalne do zakontraktowania wynoszą 83,6 mld zł, w tym dofinansowanie Unii Europejskiej 65,9 mld zł. Prognozujemy, iż w bieżącym roku wartość wydatków kwalifikowalnych podpisanych umów wyniesie 52 mld zł, a w 2013r. spadnie do 41,5 mld zł. Jednocześnie w tym samym okresie spodziewamy się, że zostaną złożone przez beneficjentów wnioski o płatności w wysokości wydatków kwalifikowalnych odpowiednio 59 mld zł i 50 mld zł.

Na podstawie powyższych informacji oraz przyjęciu założenia, że wszystkie składane wnioski o płatność przez beneficjentów są równoznaczne z zakończeniem procesu inwestycyjnego lub jego kolejnego etapu to obecnie w gospodarce inwestowane jest przy współudziale środków europejskich co najwyżej 149 mld zł. Na podstawie historycznych doświadczeń z wykorzystywania środków unijnych szacujemy, że na koniec 2012r. wartość środków pracujących w gospodarce wzrośnie do 172 mld zł, a na koniec 2013r. do 184,3 mld zł. W kolejnych latach kwota ta będzie stopniowo maleć wraz z finalizacją inwestycji współfinansowanych środkami unijnymi.

### Inwestycje sektora publicznego

Gros inwestycji sektora publicznego (ujęcie wg metodologii ESA95) stanowią inwestycje infrastrukturalne, w tym inwestycje drogowe oraz kolejowe. Są one wydatkami realizowanymi centralnie na podstawie wieloletnich programów rządowych.

Wydatki na inwestycje drogowe, a w tym wydatki Krajowego Funduszu Drogowego w latach 2008-2011 wyniosły 77,6 mld zł. W samym 2011r. wydatki na budowę dróg wyniosły 25,7 mld zł i były niższe o ponad 8,2 mld zł wobec planu przewidzianego w „Programie budowy dróg krajowych na lata 2011-2015”. Nie-wydane środki w 2011r. nie zostały przesunięte na kolejne lata, prawdopodobnie środki te zostaną spożytkowane po 2013r., kiedy to wartość środków przeznaczonych na inwestycje drogowe będą topnieć. W bieżącym roku oraz 2013r. wydatki na drogi mają wynieść zgodnie z planem odpowiednio 26,2 mld zł oraz 12,3 mld

zł. W 37,4% wydatki w latach 2008-2013 mają być sfinansowane ze środków europejskich, w pozostałej części środkami własnymi Krajowego Funduszu Drogowego oraz środkami z budżetu państwa. Wartość dofinansowania z budżetu państwa ma wynieść w tych dwóch latach odpowiednio 3 mld zł i 3,1 mld zł.

Równoległe z obniżającymi się inwestycjami drogowymi następuje ożywienie inwestycji kolejowych. W ubiegłym roku wydatki na ten cel wyniosły ponad 3,1 mld zł. Zgodnie z „Wieloletnim Programem Inwestycji Kolejowych do roku 2013 z perspektywą do roku 2015” w bieżącym roku i 2013r. wydatki na rozbudowę i modernizację linii kolejowych mają wynieść odpowiednio 6 mld zł i 9,8 mld zł. W ponad 50% inwestycje kolejowe w latach 2011-2013 są finansowane środkami europejskim, głównie pochodzącymi z PO liŚ. Pozostała część środków pochodzi z budżetu państwa oraz funduszy własnych Funduszu Kolejowego oraz PKP PLK S.A. Wartość dofinansowania z budżetu państwa ma wynieść w tych dwóch latach odpowiednio 1,9 mld zł i 3,4 mld zł.

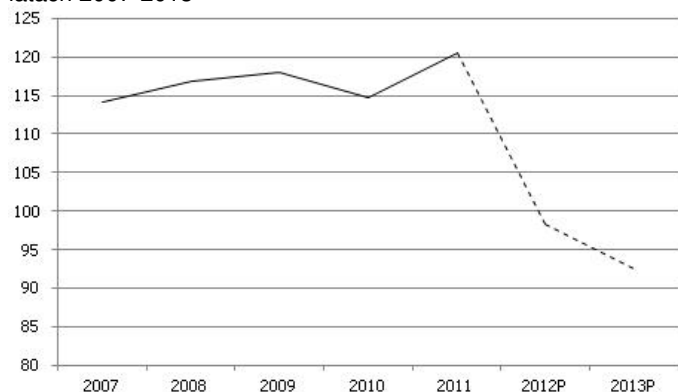
Obok znaczących wydatków w ramach wieloletnich programów rządowych z punktu widzenia inwestycji publicznych istotną pozycję stanowią wydatki inwestycyjne w ramach wydatków majątkowych jednostek sektora rządowego. Wydatki majątkowe na 2012r. zostały zaplanowane na poziomie 16,1 mld zł, a w poprzednim roku według naszych szacunków wyniosły one nieco mniej niż założone 16,8 mld zł w ustawie budżetowej na 2011r. Spoglądając na historyczne kształtowanie się kategorii wydatków majątkowych oraz uwzględniając realizację przez rząd konsolidacji finansów publicznych można się spodziewać, że wydatki majątkowe na 2013r. prawdopodobnie zostaną przyjęte na poziomie zbliżonym do 17 mld zł.

W ramach sektora publicznego głównym inwestorem są jednak jednostki samorządu terytorialnego (JST). Realizują one wydatki na budowę dróg lokalnych, obiektów ochrony środowiska oraz innych obiektów użyteczności publicznej, w tym o przeznaczeniu rozrywkowo-kulturalnym przekładające się na przyspieszenie rozwoju lokalnego. Większa część finansowania tych inwestycji odbywa się przy współudziale środków europejskich, co czyni JST jednym z największych beneficjentów. Wartość wydatków inwestycyjnych w ubiegłym roku według naszych szacunków wyniosła ponad 43 mld zł, przy czym prawdopodobnie wydatki na współfinansowanie projektów unijnych wyniosły ok. 20 mld zł. W 2010r. wydatki inwestycyjne wyniosły dokładnie 43,3 mld zł przy wydatkach na współfinansowanie projektów unijnych na poziomie 21 mld zł. Oprócz samych JST wydatki inwestycyjne są podejmowane przez inne jednostki sektora samorządowego, które rokrocznie wynoszą kilka mld zł. Biorąc pod uwagę wysiłku rządu do ograniczenia deficytu samorządów oraz obniżenia ich poziomu zadłużenia, czego efektem będzie wprowadzenie reguły wydatkowej dla JST można sądzić, że obecny złoty okres inwestycji w sektorze samorządowym w zasadzie dobiega końca. W związku z tym w latach 2012-2013 nie należy spodziewać się dynamicznego wzrostu inwestycji samorządów, a raczej ich stabilizacji na obecnych lub nieco wyższych poziomach lat 2010-2011. Dopiero po obniżeniu deficytu jak i długu oraz uchyleniu przez Komisję Europejską procedury nadmiernego deficytu wobec Polski JST powrócą do intensywniejszego inwestowania, ale to dopiero nastąpi w kolejnej perspektywie unijnej 2014-2020.

Składając te wszystkie elementy w jedną całość wynika, że obecnie jesteśmy na szczycie boom'u inwestycyjnego sektora publicznego. W zeszłym roku wg wstępnych szacunków dynamika realnych wydatków inwestycyjnych sektora publicznego wyniosła

ponad 20,4%. Szacujemy, że w bieżącym roku dynamika ta będzie ujemna i wyniesie -1,6% r/r. W kolejnym 2013r. inwestycje sektora publicznego również zanotują ujemną dynamikę i może to być nawet -7,3%.

Wykres 12. Dynamika realnych wydatków sektora publicznego w latach 2007-2013



Źródło: AMECO, Eurostat, obliczenia własne

### Inwestycje sektora prywatnego

Na podstawie analizy bieżącego cyklu inwestycji ogółem sektora prywatnego oraz inwestycji w ramach poszczególnych klas aktywów można śmiało stwierdzić, że ożywienie inwestycji w sektorze prywatnym będzie kontynuowane. Przede wszystkim wniosek ten wynika z faktu, że prywatne inwestycje są w zasadzie na początku lub co najwyżej w połowie fazy ożywienia bieżącego cyklu. Co więcej, trend inwestycji jest rosnący, choć o dość słabym momentum.

Z kolei spoglądając z perspektywy sytuacji ekonomicznej sektora prywatnego to przedsiębiorstwa będą inwestować więcej przede wszystkim z dwóch powodów. Po pierwsze przeprowadzone inwestycje w poprzednim cyklu, a także jeszcze wcześniejszym, uległy już znacznej amortyzacji, w związku z czym przedsiębiorstwa są niejako zmuszone do poniesienia nakładów na odnowienie mocy produkcyjnych. Po drugie wzrastająca konkurencja na rynku rodzimym jak i rynkach zagranicznych (w przypadku podmiotów nastawionych proeksportowo) wymusza na przedsiębiorstwach inwestycje w celu zwiększenia efektywności procesu produkcyjnego i mocy produkcyjnych oraz poszerzenia gamy oferowanych produktów czy też usług.

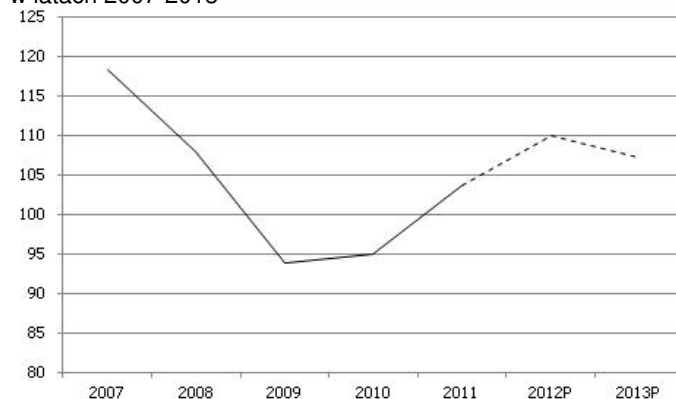
Dodatkowym argumentem za kontynuacją procesów inwestycyjnych przez sektor prywatny są wspomniane już środki europejskie, które nie zostały jeszcze w pełni wykorzystane. Współfinansowanie środkami unijnymi przedsięwzięć obniża koszt własny inwestycji przedsiębiorstwa. Dlatego też w bieżącym roku powinno nastąpić przyspieszenie wykorzystania środków unijnych przez sektor prywatny w stosunku do roku poprzedniego.

Efektom eskalacji kryzysu finansowego w 2008r. był wzrost obaw przedsiębiorstw co do koniunktury gospodarczej w kraju i zagranicą na co wskazało załamanie się w II połowie tamtego roku bieżących i wyprzedzających wskaźników koniunktury GUS. W tym okresie nastąpił też zwrot w negatywną stronę w dynamice inwestycji przedsiębiorstw. Obecnie jak na razie nieśmiało odbicie inwestycji prywatnych związane jest właśnie z utrzymującymi się obawami odnośnie koniunktury, z tym że podłożem dla obecnych obaw jest kryzys zadłużeniowy w strefie euro. Tutaj warto odnieść się do neoklasycznej teorii inwestycji Jorgensona.

Przedsiębiorstwa bowiem podejmują decyzje inwestycyjne w taki sposób, aby zmaksymalizować bieżącą wartość netto swoich inwestycji (NPV). Ta bieżąca wartość jest w zasadzie oczekiwaną wartością zdyskontowanego strumienia przychodów z inwestycji pomniejszonych o koszt inwestycji oraz inne dodatkowe koszty. Dopóki zatem koniunktura gospodarcza będzie wykazywała pewną słabość, dopóty oczekiwania przedsiębiorstw będą na obniżonym poziomie, a co za tym idzie, skala ożywienia może być ograniczona. Z czasem koniunktura w strefie euro, a w ślad za tym w kraju powinna się poprawiać, ale warunkiem tutaj jest stopniowe rozwiązywanie i ustępowanie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro (a bynajmniej nie jego eskalacja).

Na przeciwnym biegunie do oczekiwań przedsiębiorstw odnośnie przyszłej koniunktury gospodarczej będących jedną z głównych determinant inwestycyjnych leżą koszty pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Zgodnie z teorią Q-Tobina jeśli nieobserwowalny współczynnik  $q$  opisujący relację wartości rynkowej do kosztu zastąpienia aparatu wytwórczego jest powyżej wartości 1, to podmiotom opłaca się inwestować. Im wyższa jest wartość wskaźnika, tym więcej będzie inwestycji. W tym kontekście spoglądając na ogólną sytuację na rynku kapitałowym, a w tym szczególnie na ilość IPO jaka miała miejsce w ostatnim roku (38 debiutów, tyle samo co w 2006r., a więcej niż w 2010r.) można sądzić, że ten wskaźnik prawdopodobnie wynosi ponad 1. Dobrym i dostępnym przybliżeniem jego jest średnioroczny dla wszystkich spółek wskaźnik ceny do wartości księgowej (C/WK), który w poprzednim roku wyniósł 1,06, a w bieżącym roku na koniec marca wyniósł 0,95. Ale biorąc poprawkę, że wartość księgowa we wskaźniku powinna być właściwie zastąpiona wartością aktywów netto, to z dużym prawdopodobieństwem  $q$  wynosi ponad 1. Poprawa sytuacji na rynku kapitałowym (jak już wspomniano, o ile kryzys zadłużeniowy będzie stopniowo ustępował) będzie owocować większymi inwestycjami przedsiębiorstw.

Wykres 13. DDynamika realnych wydatków sektora prywatnego w latach 2007-2013



Źródło: AMECO, Eurostat, obliczenia własne

Analiza statystyczna powiązań inwestycji prywatnych z potencjalnymi danymi objaśniającymi wskazała na dwa istotne, a zarazem ciekawe efekty. Po pierwsze inwestycje są mocno skorelowane z relacją ponoszonych nakładów do kosztów amortyzacji środków trwałych z opóźnieniem 2 lata (0,96), co czyni ten wskaźnik dobrym kandydatem na zmienną objaśniającą. Przy okazji na tej podstawie można sformułować wniosek jakościowy, że miniony rok był jedynie preludium w kształtującym się nowym cyklu inwestycyjnym. Potwierdzają to wyniki zestawienia cyklu inwestycyjnego oraz wyżej wspomnianego wskaźnika, które pokrywają się z wcześniej przedstawionymi wnioskami



płynącymi z samej analizy wyodrębnionego cyklu. Po drugie inwestycje są również skorelowane, choć już w mniejszym stopniu z produkcją sprzedaną przemysłu z opóźnieniem 1 roku (0,62), a zatem produkcja jest również dobrym kandydatem na zmienną objaśniającą. Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w ubiegłym roku wskazywałby na wzrost inwestycji w bieżącym roku.

Na podstawie powyższej analizy determinant inwestycji prywatnych oraz istotnych zależności statystycznych, a dodatkowo uwzględniając doświadczenia historyczne poprzedniego okresu ożywienia inwestycji lat 2003-2004 szacujemy, że inwestycje prywatne w tym roku realnie wzrosną 9,9%. W kolejnym 2013 roku dynamika inwestycji będzie z dużym prawdopodobieństwem niższa i może wynieść ok. 7%.

#### **Podsumowanie, czyli suma wydatków inwestycyjnych**

Składając w jedną całość inwestycje sektora publicznego oraz prywatnego szacujemy, że dynamika realnych inwestycji ogółem wyniesie 6,3% r/r wobec 8,5% r/r w 2011r. W 2013r. ze względu na szczyt cyklu inwestycyjnego w sektorze prywatnym i przy jednocześnie spadających inwestycjach sektora publicznego, dynamika realna inwestycji ogółem może obniżyć się nawet do 3% r/r. Prognozy te są uwarunkowane korzystnym rozwojem, a bynajmniej nie pogorszeniem sytuacji makroekonomicznej w strefie euro oraz w kraju. Materializujące się spowolnienie w strefie euro oraz u głównego naszego partnera handlowego stanowi istotne zagrożenie dla ożywienia inwestycji. Spodziewana od połowy roku poprawa sytuacji w strefie euro będzie oddziaływać na lepszy klimat inwestycyjny poprzez kanał oczekiwań przedsiębiorstw.

Artur Płuska



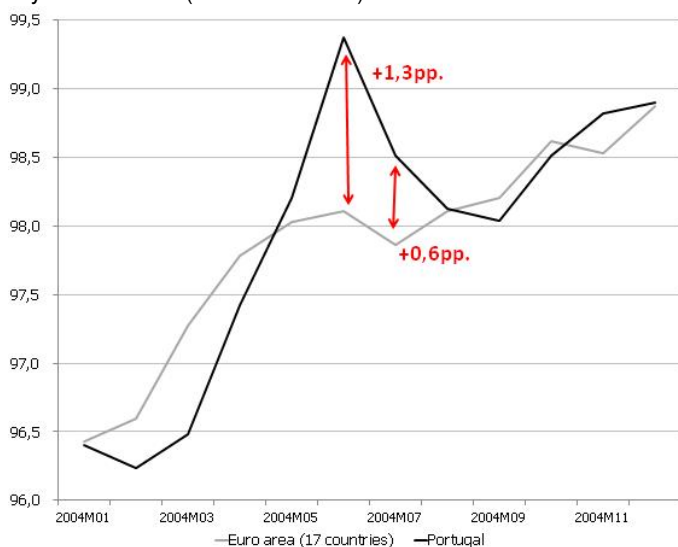
## Gospodarka polska - Euro 2012 a polska inflacja

W 2004r. Mistrzostwa Europy w piłce nożnej odbyły się w Portugalii - kraju o zbliżonym poziomie rozwoju gospodarczego do Polski. Na podstawie zmian wskaźnika inflacji w okresie trwania mistrzostw w Portugalii wnioskujemy o potencjalnym wpływie Euro2012 na zmiany CPI w Polsce w czerwcu bieżącego roku.

### Jak było w Portugalii?

Porównując ścieżki wskaźnika HICP headline dla Portugalii i strefy euro w 2004r. można policzyć, że jednorazowy dodatkowy czynnik wywołał wzrost w ujęciu rocznym o 1,3pp. w czerwcu i o 0,6pp. w lipcu (patrz wykres). Mistrzostwa odbywały się między 12.06.-4.07.2004, a zatem efekt widoczny jest dla czerwca i lipca, jednak w dalszej analizie skupimy się tylko na czerwcu (kiedy wspomniany efekt był silniejszy) ze względu na fakt, że tegoroczne zawody odbywają się w Polsce tylko w czerwcu (8.06.-1.07.2012, finałowy mecz rozgrywany jest w Kijowie).

Wykres 1: HICP (index 2005-100)

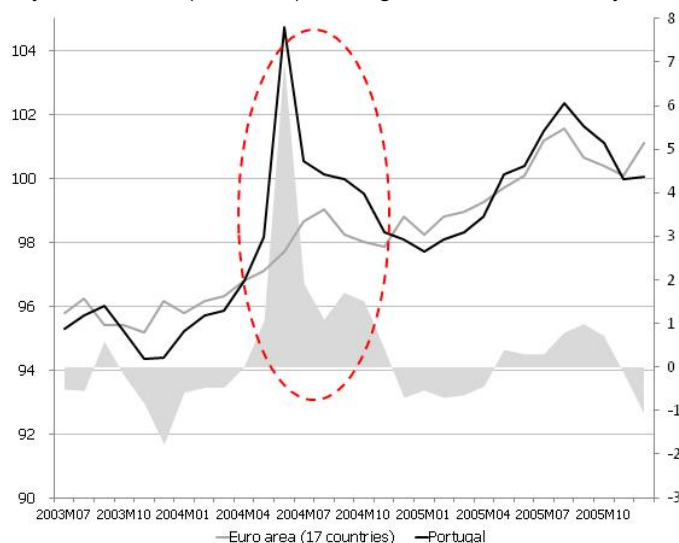


Źródło: Eurostat

Przechodząc do analizy składowych tych zmian - istotne rozbieżności w górę w czerwcu widoczne były w kategorii restauracje i hotele oraz w usługach - w szczególności w kategorii usługi związane z rekreacją oraz zorganizowanymi wakacjami i zakwaterowaniem. Ceny w kategorii restauracje i hotele wzrosły w czerwcu 2004r. o 11,1% r/r z czego ok. 7,4pp. wynika z mistrzostw - warto także zauważyć, że wzrosty w tej kategorii były trwalsze i utrzymały się właściwie przez całe lato, choć w mniejszej skali (ok. 1-1,5pp, patrz wykres).

Efekt ten widoczny jest także w rozbiciu wskaźnika HICP na ceny dóbr i usług - mistrzostwa dodały ok. 2,5pp. do 6,5% rocznego wzrostu cen usług. W tym dodały ok. 4,5pp. do 9,9% dynamiki cen usług związanych z rekreacją („services related to recreation, including repairs and personal care”) oraz ok. 18,2pp. do 25,2% wzrostu r/r w kategorii usług związanej z organizacją wakacji i zakwaterowania („services related to package holidays and accomodation”).

Wykres 2: HICP (2005-100) w kategorii hotele i restauracje



Źródło: Eurostat

### Jak będzie w Polsce?

Naiwne wtłoczenie efektów cenowych, które zmaterializowały się w Portugalii do polskiego koszyka inflacyjnego (wzrosty w kategorii hotele i restauracje) implikuje dodatkowy wzrost inflacji o 0,5-0,6pkt proc. Uważamy, jednak, że efekt cenowy euro 2012 ostatecznie może okazać się bardziej ograniczony. Po pierwsze tylko połowa meczów odbędzie się na terytorium Polski. Po drugie pierwsze huraoptymistyczne szacunki dotyczące liczby zagranicznych kibiców mających obejrzeć mecze na żywo (nawet 820 tys. kibiców) w Polsce zostały w ostatnim okresie wyraźnie zweryfikowane w dół (niekorzystny dla Polski jest także rozkład meczów - najwięcej kibiców przyjeżdża z Niemiec, Wielkiej Brytanii i Holandii, których drużyny w fazie grupowej grać będą na Ukrainie). Po trzecie, hotelarze już wyraźnie spuszczaają z tonu po pierwszym zachłyśnięciu się perspektywą nieograniczonej okazji złupienia bogatych zagranicznych turystów. Po czwarte, polska gospodarka wchodzi obecnie w fazę spowolnienia, a ostatnie sygnały (oczekiwania inflacyjne) wskazują na ograniczoną możliwość podnoszenia cen i przerzucania ich przez producentów i usługodawców na konsumentów. Argumentem za większym wpływem Euro 2012 na ceny usług jest natomiast skromniejsza baza hotelowa Polski w porównaniu z Portugalią.

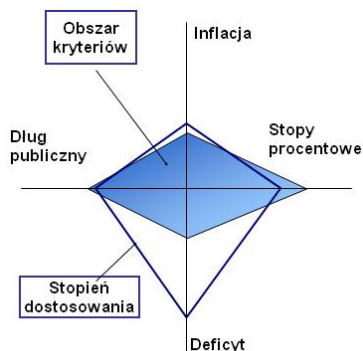
Uwzględniając te bardziej jakościowe czynniki uważamy, że dodatkowy wzrost cen nie przekroczy 0,3-0,4pkt. proc., zatem w czerwcu inflacja po wiosennym spadku znów wyraźnie przekroczy poziom 4% i utrzyma się na tym poziomie przez kolejne letnie miesiące.

Paulina Ziemińska  
Ernest Pytlarczyk

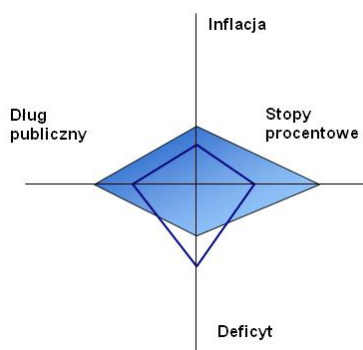
**Kryteria konwergencji\***

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,40% (luty 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 8,36% (luty 2012)
- Deficyt budżetu: <3,0% PKB
- Dług publiczny: <60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

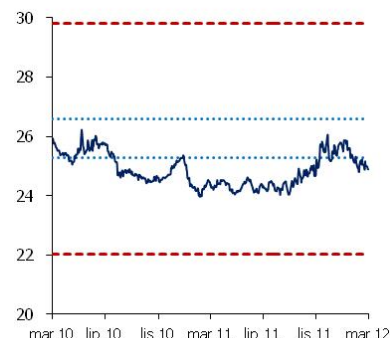
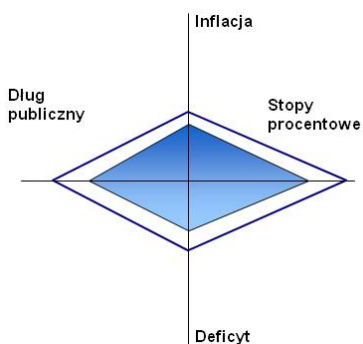
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

**POLSKA**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (luty 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,46% (luty 2012)
- Deficyt budżetu: 7,8% PKB (2010)
- Dług publiczny: 54,9% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie


**CZECHY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,5% (luty 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,12% (luty 2012)
- Deficyt budżetu: 4,8% PKB (2010)
- Dług publiczny: 37,6% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie


**WĘGRY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,2% (luty 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 8,60% (luty 2012)
- Deficyt budżetu: 4,2% PKB (2010)
- Dług publiczny: 81,3% 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

Po słabszej aukcji 10-latek przeważała opinia o drogocie polskich obligacji i kolejne dni przyniosły stopniowe spadki cen polskich papierów. Spadki te były najbardziej dotkliwe w sektorze 10+. Jednak nawet najkrótsze obligacje nie okazały się całkowicie bezpieczne i pod wpływem obaw przed niespodziewanym ruchem RPP przez kilka dni zanotowały istotne spadki cen. Dezorientacja polskich inwestorów i spełnienie długo wyczekiwanej korekty spowodowały, że odwrócenie trendu na rynkach bazowych (ostre spadki rentowności) nie przełożyło się na spadki cen polskich papierów.

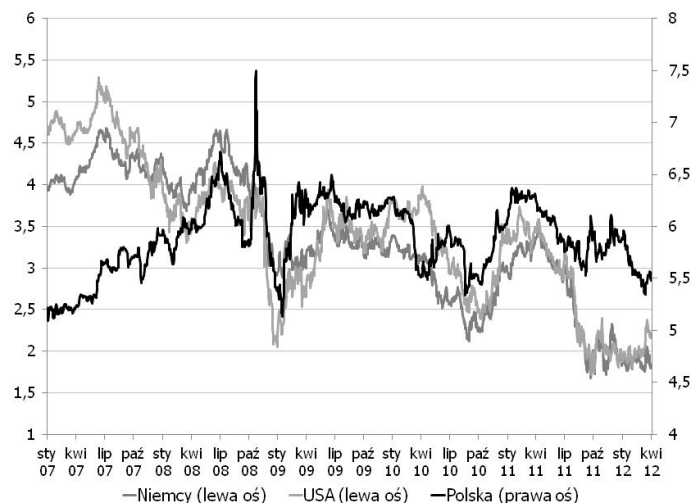
Wiodące banki centralne są zdeterminowane znormalizować politykę monetarną raczej zbyt późno niż przedwcześnie. Mimo bardziej jastrzębich „Minutes” to wciąż arcygołąb B. Bernanke dyktuje politykę pieniężną Fed. Ciągłe wątpliwości on w samopodtrzymywaniu ożywienia w USA i może nie przy pomocy poluzowania podobnego do QE1 i QE2, ale czegoś skierowanego bezpośrednio w rynek nieruchomości, czy operacji podobnych do europejskiego LTRO, nie pozwoli na znaczny wzrost stóp rynkowych. Stąd indukowany niecierpliwością rynku wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych w znacznej mierze już się odwrócił, a euforyczny wzrost apetytu na ryzyko niezaprzeczalnie osłabł.

Polski rynek obligacji - o ile podążył za wzrostem rentowności na rynkach bazowych - nie zareagował na korekcyjny ich spadek w ostatnim tygodniu marca. Szybko zmieniające się korelacje polskich papierów z rynkami bazowymi i niepewność z tym związana to prawdopodobnie największa przeszkoda dla wzrostu cen polskich papierów. Dla nas polskie papiery to ciągle tzw. *late cycle play* (powinny rosnąć w cenie, bo najprawdopodobniej przekroczyliśmy już maksimum w cyklu koniunkturalnym i poluzowanie monetarne jest gdzieś daleko na horyzoncie). Charakterystyki tej fazy cyklu są następujące. 1) Ciągłe jastrzębia (i taka pozostanie przez co najmniej kilka miesięcy) RPP; jeśli nie zdecyduje się na (niespodziewaną i chaotyczną) podwyżkę stóp nie będzie czynnikiem destabilizującym rynek obligacji. 2) Inflacja powoli zaczyna wyhamowywać (choć latem pewnie ponownie wzrośnie, by zakończyć rok na poziomie poniżej 3%, do czego oprócz statystycznej bazy przyczyni się korekcyjny spadek cen ropy). 3) Sfera realna pozbawiona stymulacji fiskalnej i w coraz mniejszym stopniu napędzana infrastrukturą zaczyna powoli wytracać momentum (naszym konikiem jest tu działający na wyobraźnię RPP spadek dynamiki konsumpcji, który wpisuje się w konieczność równoważenia naszego modelu wzrostu). 4) Spowolnienie, jako że nie gwałtowne w swojej naturze nie odbierze jeszcze całego blasku polskim aktywom i nie doprowadzi do istotnego wzrostu ryzyka kredytowego Polski.

MinFin sfinansował ponad 50% potrzeb finansowych. Kompromis PO z PSL w sprawie strukturalnej reformy emerytalnej wyklucza negatywne reakcje agencji ratingowych. Tym samym polskie obligacje powinny w coraz większym stopniu odzyskiwać pozytywną korelację z rynkami bazowymi, bądź chociaż nadrobić relatywną utratę wartości z ostatnich dwóch tygodni. W długim okresie różnica 5x5y fwd nie jest dla nas żadnym wyznacznikiem (bo i tak nie wejźmy do strefy euro i przez lata będziemy mieli wyższe stopy) ale w świadomości rynku jest ciągle istotnym wyznacznikiem dla polskich stóp i obecnie (na poziomie 200pb, czyli w górę dotychczasowego przedziału) sugeruje przestrzeń do ich spadku.

Istotnym czynnikiem wspierającym polskie obligacje może być również wygaszenie zainteresowania placeniem stóp na rynku IRS.

Wykres 1: Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Źródło: Bloomberg

Ernest Pytlarczyk

## Rynek walutowy

### EURUSD

Szykuje się nienajlepszy miesiąc dla tej pary walutowej. Ostatnie „Minutes” z posiedzenia FOMC ustawiły poprzeczkę dla QE jeszcze wyżej niż poprzednio. Z tego względu uczestnicy rynku nie mogą już wybierać scenariusza „wzrost + QE” tylko muszą zdecydować się pomiędzy „brak wzrostu + QE” oraz „wzrost bez QE”, przy czym oba scenariusze nie są negatywne dla dolara. Na razie większą wagę rynki powinny przywiązywać do scenariusza drugiego i niewykluczone jest korekcyjne umocnienie dolara. W dalszej części miesiąca sentyment wobec amerykańskiej waluty powinien przynajmniej się utrzymać (czyli pozostajemy co najmniej neutralni), nawet jeśli dane pokażą pewne osłabienie momentum gospodarki amerykańskiej (QE jeśli będzie to i tak będzie sterylizowane, a więc bez wpływu na podaż pieniądza).

W strefie euro sytuacja wygląda zdecydowanie mniej różowo. Nie będziemy szukać oznak osłabienia momentum wzrostu, tylko raczej oznak wyhamowania pogorszenia koniunktury, w szczególności na peryferiach (trzymają się na razie praktycznie tylko Niemcy). Co więcej, nie ma przyspieszenia kreacji kredytu mimo LTRO. Z tego względu dla EUR może wygenerować się najgorsza z możliwych konfiguracji w postaci konieczności utrzymania dodatkowej stymulacji (de facto ECB finansuje deficyty płatnicze peryferii) oraz ryzyk systemowych. Z tej perspektywy można sugerować, że zwiększenie siły uderzeniowej funduszy pomocowych przyszło w samą porę, kiedy coraz więcej zaczyna się mówić o konieczności dodatkowego wsparcia Hiszpanii i Portugalii (proces zawężenia spreadów przynajmniej tymczasowo się zakończył, obserwujemy pewne odraęowanie). Najbliższy miesiąc będzie niekorzystny dla EUR, choć sporo z wymienionych powyżej kwestii jest już pewnie odzwierciedlona w kursie.

Summa summarum połączenie pozytywno-neutralnych perspektyw dla dolara oraz negatywno-neutralnych dla EUR powinno

skutkować osłabieniem EURUSD. Pozostaje jednak pytanie, czy EURUSD zdoła się wybić z ustanowionego ostatnio range (1,2950-1,3500). Naszym zdaniem jest to w tym miesiącu mało prawdopodobne, gdyż wymagałoby to na przykład znacznego, negatywnego przeszacowania perspektyw wzrostu dla gospodarki globalnej, co w świetle napływających danych nie powinno się wydarzyć.

**Sytuacja techniczna.** Na wykresie tygodniowym konsolidacja jest widoczna jak na dłoni. Niemniej ostatnią czarną świecę można uznać jako odbicie od góry kanału deprecyjnego oraz realizację celu na 50% Fibo (brak potwierdzenia na oscylatorze = brak dywergencji). W takim przypadku przejście przez 1,2950 może przyczynić się do wygenerowania nowego zainteresowania sprzedażą EURUSD z celem na dole kanału deprecyjnego czyli w okolicach 1,2000. Pokonanie 1,3400 na bazie tygodniowej neutralizuje nakreślony scenariusz.

Wykres 2: EURUSD (tygodniowy)



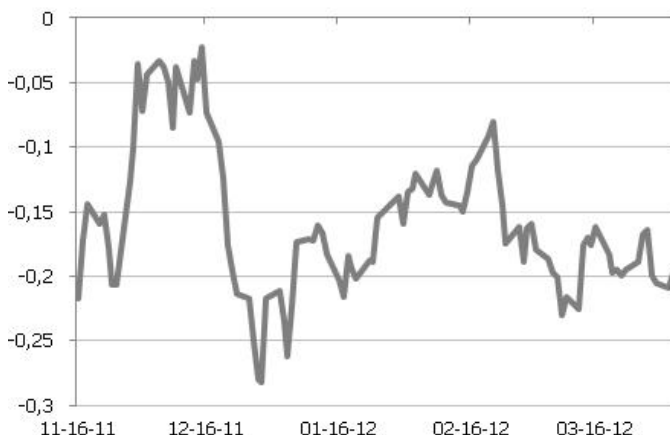
Źródło: Reuters

**EURPLN**

W przypadku złotego nie nastąpiły żadne zasadnicze zmiany w perspektywach. Powoli materializuje się scenariusz spowolnienia sfery realnej, ale RPP pozostaje jastrzębia. Występuje mniejsze wsparcie ze strony spadającej awersji do ryzyka (obecnie stabilizacja) oraz mniejsze oddziaływanie LTRO (pozytywny wpływ na spready kredytowe osłabł). Występują trudności z wygenerowaniem nowego popytu na PLN, choć w dalszym ciągu Polska jest gwiazdą w regionie. Ryzykiem dla złotego jest wycofanie kapitału z europejskich emerging markets, co może nastąpić w sytuacji nagłego hamowania w strefie euro. Na taki scenariusz na razie się jednak nie zanosi, a zwiększona siła programów pomocowych neutralizuje ryzyko eskalacji kryzysu zadłużeniowego.

Patrząc syntetycznie na względną siłę EURPLN można zauważyć, że zmienność oddziaływania czynnika krajowego w kursie znacząco zmalała, co przemawia za utrzymaniem szerokiej konsolidacji w przedziale 4,08-4,24. Rozkład ryzyk dla złotego jest asymetryczny i są to przede wszystkim ryzyka globalne (globalne spowolnienie - mało prawdopodobne już na tym etapie) oraz regionalne (pochodna globalnych).

Wykres 3: Czynniki krajowy w EURPLN



\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniony jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.

Źródło: Reuters, obliczenia własne

**Sytuacja techniczna.** EURPLN skonsolidował pod średnią MA55 na wykresie tygodniowym, która na razie stanowi skuteczny poziom oporu. Niemniej jednak mimo niezłego momentum na oscylatorze, notowania mają wyraźny problem z jej przekroczeniem. Gdyby jednak to się udało, na przeszkodzie dalszemu wzrostom stanie MA14 oraz 50% Fibo (4,21). W przeciwnym przypadku notowania mogą zawrócić znów na południe, zwłaszcza jeśli wzrostowe momentum wskazywane przez Stochastic osłabnie (jeśli konsolidacja się utrzyma powinno się to zrealizować w przeciągu 1-3 tygodni). W takim scenariuszu cel ustawiamy na 4,08 (ostatnie minima), a następnie na 4,05 (MA200).

Wykres 4: EURPLN (tygodniowy)



Źródło: Reuters

Marcin Mazurek



## Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Kwiecień 2012	Maj 2012	Czerwiec 2012
<b>POLSKA</b>			
Inflacja CPI	13	15	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	19	21	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	18	18	19
PKB	-	31	-
Koniunktura gospodarcza	20	22	22
Podaż pieniądza M3	13	14	14
Bilans płatniczy	12	16	15
Inflacja bazowa	20	22	20
Oficjalne aktywa rezerwowe	6	7	6
Posiedzenie RPP	3-4	8-9	5-6
<b>STREFA EURO</b>			
Inflacja HICP	17	16	14
PKB	-	15	6
Wskaźnik koniunktury ZEW	17	15	19
Posiedzenie ECB	4	3	6
<b>USA</b>			
Inflacja CPI	13	15	14
PKB	27	31	28
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	6	4	1
Zamówienia na dobra trwałe	25	24	27
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	2	1	1
Posiedzenie Fed	24-25	-	19-20

**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 OBROCE 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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.