

**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 22 526 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-gesbska@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>
Zapał RPP do zacieśniania polityki pieniężnej (zapowiedzianego wprost na kwietniowym posiedzeniu) zaczął słabnąć po publikacji najpierw niższej od oczekiwań inflacji i potem mocno rozczarowujących danych o produkcji przemysłowej i budowlanej. RPP, abstrahując od tego, czy podwyższy stopy czy nie (my uważamy, że podwyższy), tym razem przedstawi bardziej jednoznaczną diagnozę sytuacji gospodarczej i lepiej uzasadni swoją decyzję zmniejszając ryzyko opatrznego jej zrozumienia.	
<b>Gospodarka polska - Wzrost gospodarczy słabnie</b>	<b>4</b>
Dane opublikowane w I kwartale 2012r. dostarczyły kolejnych wiarygodnych dowodów na postępujące wygasanie wzrostu gospodarczego w Polsce. Słabnie już nie tylko konsumpcja prywatna, ale kolejne komponenty popytu wewnętrznego z inwestycjami publicznymi na czele zwiększając ryzyko negatywnego sprzężenia zwrotnego z pozostałymi składowymi PKB. Ostatnie dane, ale i sytuacja gospodarcza w strefie euro każą wątpić, że komponent zewnętrzny cyklu (ale i eksport netto) będzie miał w najbliższych kwartałach więcej niż neutralny wpływ na wzrost gospodarczy.	
<b>Polityka fiskalna - Program Konwergencji - co w nim trzeszczy?</b>	<b>7</b>
W najnowszym Programie Konwergencji został przedstawiony przez rząd ambitny plan redukcji deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w horyzoncie do 2015r. W dokumencie zostały zaprezentowane konkretne działania zmierzające do osiągnięcia prognozowanej poprawy sytuacji finansów publicznych. Plan jej poprawy jest małym kroczkiem we właściwą stronę. Słabym punktem jest to, że poprawa odbywa się kosztem inwestycji infrastrukturalnych.	
<b>Gospodarka globalna - Spojrzenie na rynek pracy w strefie euro</b>	<b>9</b>
W obliczu nowej fali kryzysu unia walutowa stała się przeszkodą uniemożliwiającą wykorzystanie naturalnych stabilizatorów gospodarki. Skutkiem jest nieadekwatny poziom płac i cen w gorzej prosperujących regionach, który implikuje spadek ich konkurencyjności. Do poprawy sytuacji na rynku pracy krajów PIIGS konieczne jest naruszenie równowagi między wzrostem produktywności i kosztu pracy, co dopiero skłoni przedsiębiorców do zwiększania zatrudnienia i obniży rekordowo wysokie stopy bezrobocia.	
<b>Euromonitor</b>	<b>11</b>
<b>Na rynku</b>	<b>12</b>
Zarówno czynniki fundamentalne, jak i techniczne przemawiają za większym prawdopodobieństwem osłabienia EURUSD w najbliższym terminie. W przypadku EURPLN uważamy, że notowania będą w najbliższym czasie poruszać się w szerokiej konsolidacji 4,08-4,24.	
<b>Kalendarz publikacji danych</b>	<b>15</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	4.2	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	4.75	
	2011	2011	2011	2011	2012	2012
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	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	3.9	4.2
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75
F - prognoza						



## Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Paź 2011	Lis 2011	Gru 2011	Sty 2012	Lut 2012	Mar 2012	Kwi 2012
<b>PKB i produkcja</b>							
PKB (%)			4.3				
Popyt krajowy (%)			3.3				
Spożycie indywidualne (%)			2.0				
Nakłady brutto na środki trwałe (%)			10.3				
Wartość dodana (%)			3.9				
w przemyśle (%)			6.7				
w budownictwie (%)			7.1				
w sektorze usług rynkowych (%)			2.8				
Produkcja przemysłowa r/r (%)	6.5	8.7	7.7	9.0	4.6	0.7	2.8
Produkcja przemysłowa m/m (%)	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	-1.0	10.7	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	11.2	12.6	8.6	14.3	13.7	10.7	8.0
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	4.1	-5.5	20.8	-24.9	1.2	15.7	
<b>Rynek pracy</b>							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3617.2	3682.2	4015.4	3666.4	3568.3	3770.7	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	5.1	4.4	4.4	8.1	4.3	3.8	4.3
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	1.0	1.8	9.0	-8.7	-2.7	5.7	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5	0.5	0.4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.1	0.1	-0.2	0.9	-0.1	-0.1	
Stopa bezrobocia (%)	11.8	12.1	12.5	13.2	13.5	13.3	12.8
<b>Ceny</b>							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.7	0.7	0.4	0.7	0.4	0.5	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3	3.9	4.1
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	2.8	3	3.1	2.5	2.6	2.4	2.4
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	0.1	0.9	0.4	0.1	-0.3	0.1	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	8.5	9.1	8.2	7.9	6.3	4.5	4.4
<b>Agregaty monetarne</b>							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	835.7	853.5	881.5	874.6	872.4	873.6	875.2
Podaż pieniądza r/r (%)	10.5	11.8	12.6	13.7	12.6	9.2	10.9
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	14.5	13.3	12.0	11.1	9.6	9.8	9.9
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	13.3	16.8	19.1	19.6	18.3	18.1	17.5
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	12.9	13.7	13.5	14.7	13.4	12.3	11.9
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	8.6	13.5	12.1	12.4	12.6	7.5	7.8
<b>Zagranica</b>							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1779	-1436	-1744	-1831	-1585	-987	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.40	4.50	4.47	4.22	4.13	4.15	4.17
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.17	3.35	3.45	3.23	3.10	3.11	3.15
<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 (%)	4.81	4.87	4.89	4.89	4.86	4.84	4.85
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.65	4.88	4.85	4.72	4.67	4.62	4.66
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	5.06	5.25	5.34	5.03	4.90	4.94	4.89
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	5.73	5.92	5.89	5.58	5.46	5.50	5.41
<b>Gospodarka światowa</b>							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	3.0	3.0	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6
PKB w strefie euro r/r (%)			0.7			0.7	
Stopa podstawowa ECB (%)	1.5	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Inflacja w USA r/r (%)	3.5	3.4	3.0	2.9	2.9	2.7	
PKB w USA r/r (%)			3			2.2	
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.

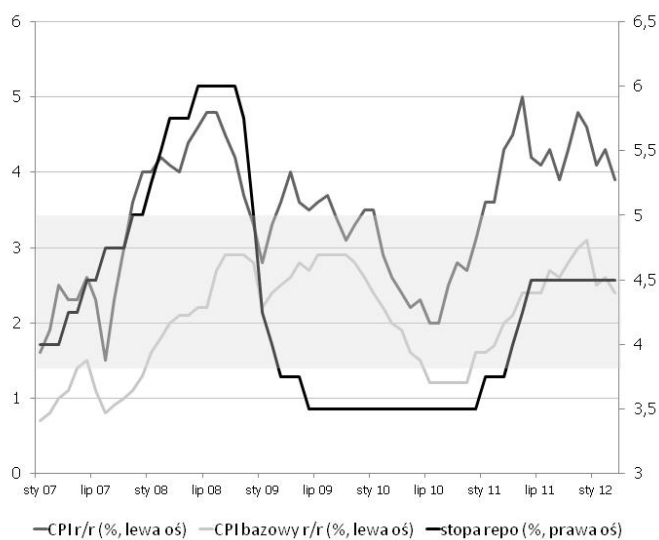
Prognozy oznaczono kursywą.

## Polityka monetarna

### RPP zaskakuje zapowiedzią podwyżki stóp

Choć stopy NBP pozostały po kwietniowym posiedzeniu na niezmiennym poziomie komunikat nie pozostawił wątpliwości, że „w ocenie Rady oczekiwana niewielka skala spowolnienia polskiej gospodarki w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej zwiększa prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w średnim okresie powyżej celu. Z związku z powyższym w najbliższym okresie Rada rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie.” Stwierdzenie to w kodzie bankierów centralnych nie oznacza nic innego jak zapowiedź podwyżki stóp na kolejnym posiedzeniu. Reakcją inwestorów było niemal natychmiastowe wycenienie (z prawdopodobieństwem sięgającym blisko 90%) podwyżki stóp na majowym posiedzeniu. Bezpośrednim powodem zacieśnienia miałyby być bardziej dosłowna koncentracja gremium na wypełnianiu mandatu inflacyjnego. Tę zmianę akcentów w polityce monetarnej miałyby umożliwić ciągle dobra kondycja polskiej gospodarki tak mocno akcentowana przez samego prezesa NBP.

Wykres 1: Inflacja CPI, inflacja bazowa, stopy procentowe(%)



Źródło: NBP, GUS

### Seria słabszych danych i...

Zapał Rady w zacieśnianiu polityki pieniężnej zaczął jednak słabnąć po publikacji najpierw niższej od oczekiwań inflacji i potem mocno rozczarowujących danych o produkcji przemysłowej i budowlanej. A. Bratkowski, zaliczany do grona jastrzębi wskazał na ryzyko spowolnienia i sugerował wyczekiwanie na kolejne dane makro. Epatujący do tej pory antyinflacyjną retoryką Kaźmierczak w wywiadzie z poprzedniego tygodnia wskazuje, że intensyfikują się zewnętrzne ryzyka dla wzrostu gospodarczego i ciągle nie jest pewien jaką decyzję w sprawie stóp podejmie. Inwestorzy, również w odpowiedzi na wzrost awersji do ryzyka na globalnych rynkach przecenili ryzyko podwyżki stóp przez RPP jako niższe niż 50%.

### Podwyżka stóp jako oręż w walce o wiarygodność Rady

Podkreślamy, że wytypowanie w jaki sposób w maju zagłosuje Rada jest niezwykle trudne zważywszy na dynamiczne zmiany w gospodarce i otoczeniu zewnętrznym, które zaszły od momentu

zapowiedzenia zacieśnienia przez prezesa Belkę. Analitycy uporczywie podkreślają, że retoryka Rady zdesynchronizowała się z kursem polityki ECB i Rada ignoruje ryzyka niższego wzrostu oraz prawdopodobny spadek inflacji na jesieni tego roku. Pomimo, iż podzielamy część tej argumentacji przesłanki, za zacieśnieniem nie są jedynie iluzoryczne. Po pierwsze prawdopodobnie Rada rozważy jedynie niewielką korektę poziomu stóp, która nie wpłynęłaby szokowo na sferę realną. Wyższe stopy procentowe mogłyby przyspieszyć proces bilansowania gospodarki i wzrostu stopy oszczędności, a co za tym idzie promować dalszy wzrost stabilności sektora bankowego. Kolejna wolta w retoryce i wycofanie się z zapowiedzianego zacieśnienia polityki monetarnej skazałaby Radę na erozję wiarygodności, tym bardziej, że dylematy przed którymi obecnie stoi Rada mogą nasilić się w kolejnych miesiącach - eksperci NBP i lektura badań koniunktury NBP ciągle sugerują, że ostatnie „dziwne” zachowanie produkcji przemysłowej, to tylko chwilowa anomalia, a inflacja ponownie wzrośnie w miesiącach letnich. Aby uniknąć takich dylematów i dalszego pogorszenia jakości komunikacji (nie tylko z rynkami finansowymi), oczekujemy, że RPP, abstrahując od tego, czy podwyższy stopy czy nie (my uważamy, że podwyższy), tym razem przedstawi bardziej jednoznaczną diagnozę sytuacji gospodarczej i lepiej uzasadni swoją decyzję zmniejszając ryzyko opatrzonego jej zrozumienia.

Ernest Pytlarczyk

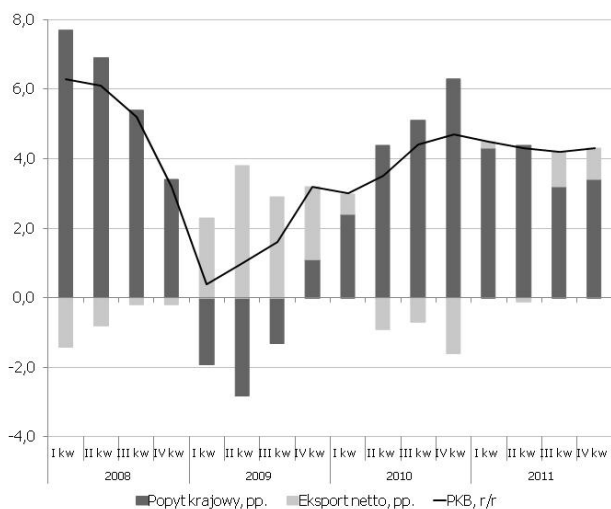
## Gospodarka polska - Wzrost gospodarczy słabnie

Pierwszy kwartał 2012 roku, a właściwie dane wysokiej częstotliwości w tymże okresie opublikowane dostarczyły kolejnych wiarygodnych dowodów na postępujące wygasanie wzrostu gospodarczego w Polsce. Słabnie już nie tylko konsumpcja prywatna, ale kolejne komponenty popytu wewnętrznego z inwestycjami publicznymi na czele zwiększając ryzyko negatywnego sprzężenia zwrotnego z pozostałymi składowymi PKB. Ostatnie dane, ale i sytuacja gospodarcza w strefie euro każą wątpić, że komponent zewnętrzny cyklu (ale i eksport netto) będzie miał w najbliższych kwartałach więcej niż neutralny wpływ na wzrost gospodarczy.

### Komponenty polskiego cyklu koniunkturalnego

Cykl koniunktury w gospodarce polskiej, „modelowo” opisywanej jako „niezbyt mała gospodarka niezbyt otwarta” można zdekomponować na niemal równie istotne składowe wewnętrzną i zewnętrzną. Taka dychotomia cyklu (oraz płynny kurs walutowy) to główny powód relatywnie krótkotrwałych okresów spowolnienia w poprzednich latach. Silny komponent wewnętrzny cyklu zamortyzował szoki zewnętrzne z 2008 i 2009 roku. W roku kolejnym ożywienie u głównych partnerów handlowych Polski a więc wznosząca zewnętrzna składowa cyklu (nie utożsamiać tylko i wyłącznie z eksportem netto) przełożyły się na prawie 4% tempo wzrostu. W roku 2011 już przy zmniejszającej się kontrybucji popytu krajowego do wzrostu PKB szybki wzrost produktu krajowego możliwy był dzięki uzyskanej w dużej mierze dzięki słabszemu złotemu dodatniej kontrybucji eksportu netto.

Wykres 1: Dekompozycja PKB na popyt krajowy i eksport netto



Źródło: Opracowanie własne, GUS.

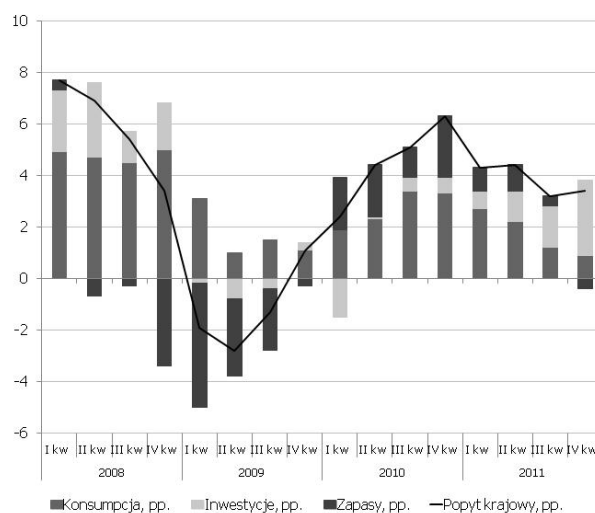
### O komponencie wewnętrznym...

W rok 2012 weszliśmy jednak z bagażem doświadczeń lat poprzednich oraz, uwaga na karkołomną konstrukcję logiczną, zapoczątkowanym procesem równoważenia wspierających do tej pory wzrost PKB nierównowag. Dla ułatwienia, jedną z tych nierównowag jest rosnąca kosztom oszczędzania konsumpcja.

I tak kontrybucja popytu krajowego do wzrostu PKB osiągnęła swoje cykliczne maksimum w IV kwartale 2010 i od tego czasu monotonicznie, lecz relatywnie powoli spada. Spadki te ge-

nerowane są przede wszystkim przez obniżenie kontrybucji konsumpcji (zarówno publicznej, jak i indywidualnej) oraz spadek kontrybucji zmian zapasów (kategoria bardzo pro-cykliczna). Rosnące znaczenie popytu inwestycyjnego, choć cieszy wynika, jak już wielokrotnie pisaliśmy z inwestycji odtworzeniowych oraz w dużym stopniu wspierane jest trwaniem projektów infrastrukturalnych.

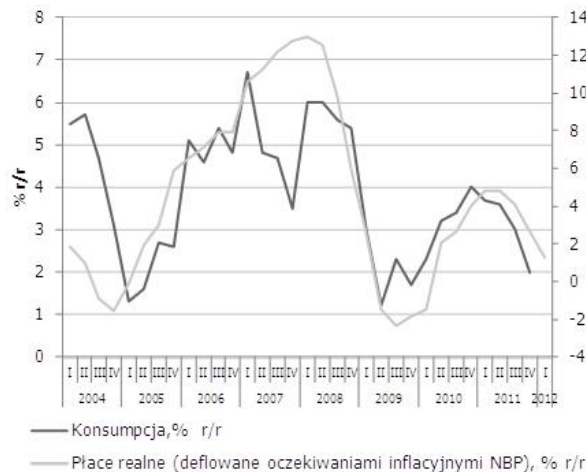
Wykres 2: Dekompozycja popytu krajowego



Źródło: Opracowanie własne, GUS.

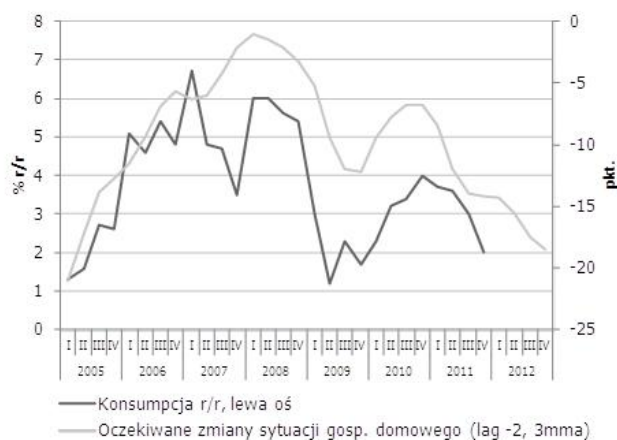
Hamowanie popytu konsumpcyjnego może wprost nasilić się w kolejnych kwartałach. Już pod koniec ubiegłego roku dynamika spożycia indywidualnego spadła do 2% w ujęciu rocznym. Z analizy prostych zależności pomiędzy konsumpcją i bieżącym dochodem (patrz Wykresy 3 i 4) wynika, że perspektywy dla konsumpcji na początku roku nie poprawiły się (i będą się nadal pogarszać w związku z obniżeniem dynamiki płac). Co więcej, atrakcyjna progностycznie relacja pomiędzy konsumpcją i oczekiwaną sytuacją finansową gospodarstwa domowego (większa rola hipotezy oczekiwanego dochodu trwałego) wskazuje, że cel dla dynamiki konsumpcji w tym roku można wyznaczyć na około 1%.

Wykres 3: Konsumpcja, płace realne (%)



Źródło: Raport NBP „Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych w III kwartale 2011”.

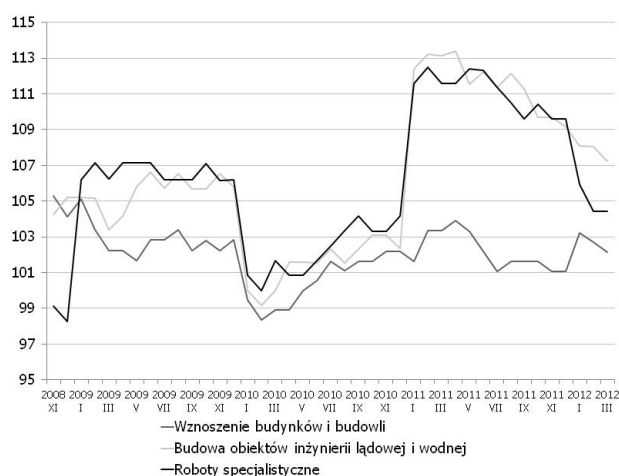


**Wykres 4: Konsumpcja, oczekiwana zmiana sytuacji gosp. domowego (%)**


Źródło: Raport NBP „Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych w III kwartale 2011”.

W ostatnim czasie zidentyfikowaliśmy kolejne ryzyko dla konsumpcji płynące z możliwości intensyfikacji spadków zatrudnienia, w pierwszej kolejności w budownictwie, a w dalszej perspektywie także w sekcjach powiązanych. Na możliwość realizacji takiego scenariusza już w nieodległej przyszłości wskazują choćby rozczarowujące dane miesięczne o produkcji budowlanej z I kw. 2012 ale i dane o produkcji przemysłowej (wątek sekcji powiązanych, a co za tym idzie ryzyko negatywnego sprzężenia zwrotnego z kolejnymi składowymi popytu krajowego).

W 2011 roku nastąpił znaczny przyrost miejsc pracy w sekcjach „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej” oraz „roboty specjalistyczne” (do których zalicza się na przykład przygotowanie terenu pod budowę, rozbiórki, prace wykończeniowe), który najlepiej widać po zastosowaniu filtra rocznego.

**Wykres 5: Dynamika zatrudnienia w wybranych sekcjach budownictwa r/r(%)**


Źródło: Opracowanie własne, GUS.

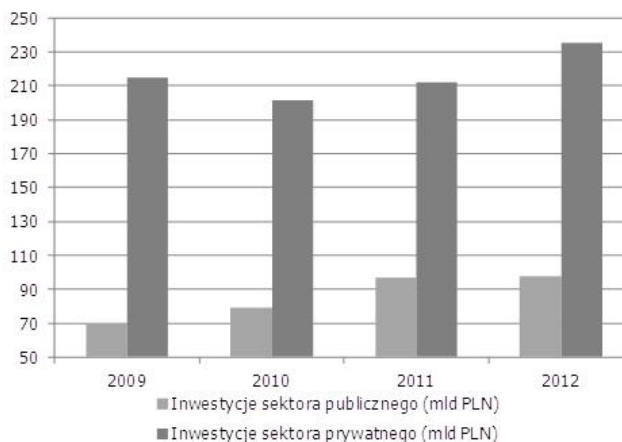
Takie skoki nie są niczym wyjątkowym, gdyż na początku roku GUS zawsze zmienia próbę statystyczną. Ten jednak jest szczególny, gdyż stanowi dowód nie wprost, że w 2010 roku nastąpił szybki wzrost wielkości przedsiębiorstw wykonujących prace związane z infrastrukturą publiczną, dzięki czemu więcej z

nich znalazło się w próbie GUS obejmującej przedsiębiorstwa zatrudniające +9 i więcej osób. Widać wyraźnie (patrz Wykres 6), że ważona dynamika sekcji związanych z infrastrukturą (o ile zwykle mocno proporcjonalna z budownictwem związanym ze wznoszeniem budynków) mocno przyspieszyła pod koniec 2010 roku.

**Wykres 6: Wznoszenie budynków i sekcje związane z infrastrukturą (%)**


Źródło: Opracowanie własne, GUS.

Jeśli wiemy, że do przyspieszenia zatrudnienia w produkcji budowlano-montażowej związanej z infrastrukturą doszło pod koniec 2010 roku, to na podstawie analizy trendu zatrudnienia w tych sekcjach (wyznaczenie trendu od końca 2007 roku do jesieni 2010, po czym wyznaczenie odchyłek od tych trendów dla faktycznych danych) można wnioskować, że powstało w nich dodatkowo około 25tyś miejsc pracy. W skali całej gospodarki było to jednak znacznie więcej (i mnożnik w okolicach 2-3 nie wydaje się w tej sytuacji wygórowany biorąc pod uwagę ostatnio bardzo wysokie współczynniki korelacji pomiędzy przetwórstwem przemysłowym a produkcją budowlano-montażową).

**Wykres 7: Inwestycje sektora publicznego i prywatnego (%)**


Źródło: Opracowanie własne, AMECO.

Wiele nowych faktów wskazuje, że utrzymanie tych miejsc pracy może być w najbliższych miesiącach trudne (jeśli nie niemożliwe). W szczególności warto zauważyć, że obecnie sekcje związane z infrastrukturą już mocno wyhamowały. Z kolei na podstawie analizy planowanych wydatków publicznych na ten rok (patrz Wykres 7) można stwierdzić, że nie jest to przypadek

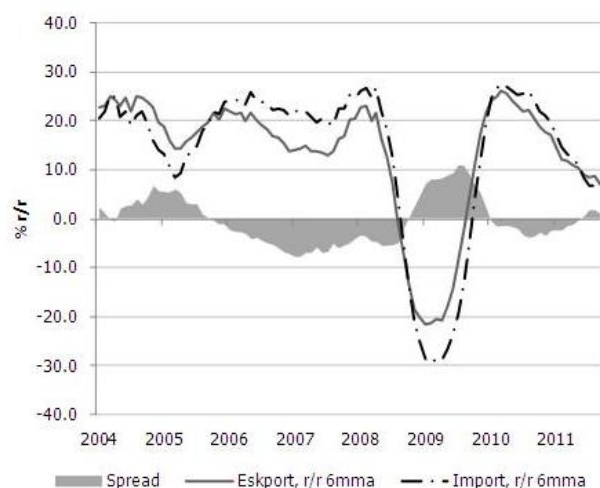
- przedsiębiorstwa powoli finalizują prace, a momentum słabnie (szczególnie w porównaniu do 2011 roku, co jest istotne dla obliczeń kontrybucji infrastruktury publicznej do wzrostu PKB), o czym dobitnie świadczy fakt, że zatrudnienie w budownictwie przestało rosnąć.

Powyższe fakty uprawdodpodaniają niski wzrost konsumpcji w 2012 roku, ale również stanowią dowód, że inwestycje publiczne będą stanowić albo niewielki hamulec dla wzrostu PKB w 2012 roku, albo będą co najwyżej neutralne. W takiej sytuacji pozytywny wkład do dynamiki PKB będą miały przede wszystkim nadal cyklicznie rozpędzone inwestycje prywatne, o czym pisaliśmy już w poprzednim wydaniu miesięcznika.

### O komponentach zewnętrznym...

Jak na razie znaczne wyhamowanie wzrostu konsumpcji nie przekłada się na zawężenie deficytu handlowego - wręcz przeciwnie, w ostatnich miesiącach uległ on pogłębieniu. Utrzymujący się wysoki deficyt handlowy sugeruje, że w pierwszej połowie roku 2012 kontrybucja eksportu netto może być zbliżona do zera.

Wykres 8: Eksport i import (%)



Źródło: Opracowanie własne, NBP.

Mimo widocznego już spowolnienia, odwrotnie niż w 2009 roku cały czas nie obserwujemy gwałtownego równoważenia rachunku handlowego. Powodem jest utrzymująca się wysoka sprzedaż towarów oraz relatywnie słaby eksport: brakuje dopalacza w postaci gwałtownego i trwałego osłabienia złotego, które było obserwowane w 2009 roku, także gospodarka nie zwalnia tak gwałtownie, co nie powoduje tak szybkiej poprawy pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstw przez bardziej zdecydowane obniżki płac. Wreszcie gospodarka niemiecka nie przyspiesza tak gwałtownie jak na wiosnę 2010 roku, aby pociągnąć za sobą polski eksport i produkcję przemysłową.

Uważamy, że dodatkowy wkład eksportu netto we wzrost gospodarki polskiej będzie zdecydowanie niższy niż w 2009 roku (średnio 2,7pp.), prawdopodobnie w okolicach 0,3-0,5pp. - gdyby eksport netto poprawił się, w sensie nominalnym, w podobnym zakresie jak w 2009 roku, co uważamy za scenariusz wyjątkowo optymistyczny i praktycznie nierealny, kontrybucja eksportu netto wyniosłaby +0,6pp.

Ernest Pytlarczyk  
Marcin Mazurek

## Polityka fiskalna - Program Konwergencji - co w nim trzeszczy?

W najnowszym Programie Konwergencji został przedstawiony przez rząd ambitny plan redukcji deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w horyzoncie do 2015r. W tym roku Polska zgodnie obowiązującą ją procedurą nadmiernego deficytu jest zobowiązana do redukcji deficytu sektora do poziomu poniżej 3% PKB. W kolejnych latach planowana jest dalsza redukcja deficytu do poziomu średniookresowego celu budżetowego (MTO), który dla Polski wynosi 1% PKB (wg ESA'95). Tym samym dług sektora instytucji rządowych i samorządowych ma zostać obniżony w relacji do PKB z obecnych 56,3% do poziomu 49,7%. W Programie Konwergencji zostały sprecyzowane konkretne działania zmierzające do osiągnięcia prognozowanej poprawy sytuacji finansów publicznych. Ze względu na ambitny plan redukcji deficytu oraz długu warto przyjrzeć się architekturze poprawy sytuacji finansów publicznych.

### Główne elementy redukujące deficyt

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych po planowanej redukcji do 2,9% PKB w 2012r. ma być w kolejnych latach stopniowo obniżany aż do poziomu 0,9% PKB w 2015r. Skala obniżenia deficytu w ciągu 3 lat o 2pp. jest mała w porównaniu do osiągniętego wyniku redukcji w 2011r. (2,7 pp.), a zatem wydaje się więc jak najbardziej osiągalna.

Dekomponując deficyt sektora na wynik pierwotny oraz koszty obsługi długu publicznego można zauważyć, że nadwyżkę pierwotną sektor publiczny osiągnie już w 2013r. Do tego też roku koszty obsługi długu publicznego będą kształtować się na stałym poziomie, tj. 2,8% PKB. Dopiero od 2014r. nastąpi stopniowy spadek relacji kosztów do PKB i jednocześnie przyczyni się to do redukcji całego deficytu.

Wracając do samego deficytu, jego obniżenie jest oparte przede wszystkim na redukcji wydatków, w tym wydatków inwestycyjnych. Po osiągniętym szczycie (boomie) inwestycyjnym na poziomie 5,8% PKB w 2011r. planowane jest teraz stopniowe obniżanie wydatków inwestycyjnych do poziomu 2,8% PKB w 2015r. Dużą rolę w redukcji tej kategorii wydatków będą odgrywać kończące się i prawdopodobnie zaniechane projekty infrastrukturalne oraz mniejszy poziom inwestycji jednostek samorządu terytorialnego.

Wydatki w ramach inwestycji infrastrukturalnych w latach 2010-2011 były niższe od planów wynikających z „Programu budowy dróg krajowych na lata 2011-2015”. W samym 2011r. KFD wydało 7 mld zł mniej na budowę dróg. Nie wiadomo czy te środki zostaną wykorzystane w późniejszych latach, kiedy to pierwotnie planowane wydatki będą stopniowo maleć. Nie ma też dokładnej, zaktualizowanej projekcji finansowej „Programu budowy dróg krajowych na lata 2011-2015” po 2013r. Jednocześnie projekcja wydatków inwestycyjnych przedstawiona w Programie Konwergencji sugeruje, że nie obejmują one niewykorzystanych środków, co oznacza prawdopodobnie rezygnację na dobre z części lub wszystkich wcześniej zaplanowanych projektów inwestycyjnych. W związku z tym budzi to wątpliwość, czy prognozy faktycznie zakładają pełne wykorzystanie środków unijnych w ramach obecnej perspektywy finansowej. Prognozy deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych nie uwzględniają też nowej perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020. Wykorzystanie w jej ramach środków będzie wymagać konieczności współfinanso-

wania krajowego. Stwarza to ryzyko dla projekcji ścieżki zejścia deficytu do średniookresowego celu budżetowego.

Niższy poziom inwestycji jednostek samorządu terytorialnego będzie wynikać z nałożonych na nie surowych reguł fiskalnych ograniczających ich możliwości zaciągania zobowiązań. Pierwszą istotną zmianą, jaka wpłynęła na samorządy, było wydanie rozporządzenia przez Ministra Finansów odnośnie szczegółowego sposobu klasyfikacji tytułów dłużnych zaliczanych do długu publicznego, co w zasadzie zastopowało powszechny proceder wśród dużych miast polegający na zaciąganiu zobowiązań ponad dopuszczalny pułap 60% dochodów. Drugim elementem, który zacznie obowiązywać od 2014r. będzie system indywidualnych wskaźników zadłużenia odzwierciedlających zdolność samorządów do spłaty zobowiązań. Kolejnym elementem będącym kagańcem dla samorządów, który jest w fazie prac i prawdopodobnie jeszcze w tym roku zostanie wprowadzony, to zaplanowana przez Ministra Finansów prawnie wiążąca reguła limitu deficytu oraz długu w relacji do dochodów.

Drugim istotnym elementem po stronie wydatków obniżających deficyt jest niższa składka rentowa przekazywana przez FUS do OFE. Niższy poziom składki zaczął obowiązywać od kwietnia 2011r. Z tego tytułu w 2011r. planowana obniżka deficytu (z 7,8% do 5,6% PKB) wynosiła 0,6pp. W bieżącym roku, jako że niższa stawka składki przekazywanej przez FUS do OFE obowiązuje od początku roku, to dodatkowy efekt będzie wynosił 0,5% PKB. W kolejnych latach relacja przekazywanej składki do PKB będzie utrzymywać się na mniej więcej stałym poziomie, tj. 0,6-0,7% PKB, czyli w zasadzie z punktu widzenia redukcji deficytu będzie ona neutralna.

Taka poprawa sytuacji finansów publicznych wynikająca ze zmian w systemie emerytalnym jest pozorna. Deficyt oraz dług wyrażony w kategoriach realnych nie odzwierciedla pogarszającej się sytuacji finansów publicznych w ujęciu aktuarialnym. Wynika to z tego, że utworzone specjalne, dodatkowe konta w FUS, na których są księgowane nieprzekazywane środki do OFE nie znajdują one odzwierciedlenia w prezentowanych statystykach deficytu oraz długu publicznego.

Z kolei po stronie dochodowej najistotniejszym elementem z punktu widzenia obniżenia deficytu jest podwyżka składki rentowej po stronie pracodawcy o 2pp. W bieżącym roku wpływ tej zmiany systemowej obniżenie deficytu zamknie się na poziomie 0,4% PKB. W kolejnych latach realizacja dochodów będzie zależna od koniunktury gospodarczej, w tym sytuacji na rynku pracy.

### Dekompozycja redukcji długu

Zejście z długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych z 56,3% PKB do poziomu poniżej 50% PKB w ciągu 4 lat jest ambitnym planem. Łącznie dług w relacji do PKB ma zostać obniżony o 6,6pp., czyli średnio na każdy rok przypada redukcja długu mniej więcej o 1,7pp.

Przed wszystkim tak spektakularna redukcja długu sektora wynika z efektu wyrastania gospodarki z długu, którą można oszacować w latach 2012-2015 na poziomie 11pp. Od tej liczby należy odjąć skumulowany deficyt dla tych 4 lat, który wyniesie ponad 130 mld zł, co w relacji do PKB w 2015r. będzie wynosił 6,9-7pp. Z tego pozostaje 4-4,1pp. redukcji długu, co oznacza, że do 6,6pp. brakuje jeszcze 2,5-2,6pp. Przyjmując tę ostatnią liczbę



w ponad 90% jako obniżenie długu z tytułu różnic kursowych wynikałoby, że Minister Finansów przewiduje umocnienie złotego wobec EUR do 2015r. do poziomu mniej więcej 3,6-3,65. Te szacunki zbliżone są do średniego kursu złotego wobec euro w 2015r. Założenie takiego umocnienia złotego wobec pozostałych walut jest dość odważne, zwłaszcza w obliczu strukturalnie niższego wzrostu w gospodarce światowej, postępujących konsolidacji fiskalnych i - chyba najważniejsze - ostatecznego wycofania ekstremalnej akomodacji monetarnej przez główne banki centralne, co powinno wreszcie nastąpić do 2015 roku.

#### **Podsumowanie**

Zaprezentowany plan poprawy finansów publicznych jest małym kroczkiem we właściwą stronę. Słabym punktem jest to, że poprawa odbywa się kosztem inwestycji infrastrukturalnych. Już w tej chwili daje się we znaki mniejsza ilość podpisanych nowych kontraktów i przetargów w związku z inwestycjami infrastrukturalnymi. Na tym może ucierpieć nie tylko sama branża budowlana, ale również cała gospodarka. W tej sytuacji wydaje się, że poprawa sytuacji finansów publicznych odbywa się przy jednoczesnym zaniechaniu kursu skracania dystansu rozwoju infrastrukturalnego kraju w stosunku do innych państw zachodu. To na pewno będzie też miało przełożenie na poziom wzrostu w kolejnych latach oraz odporność gospodarki na szoki zewnętrzne. Można zaryzykować stwierdzenie, że jeśli „pakt wzrostu” znajdzie większe poparcie w strefie euro, skorzysta na nim także Polska (będąca przecież sygnatariuszem „fiscal compact”) i część projektów infrastrukturalnych może zostać ponownie odkopana.

Artur Płuska



## Gospodarka globalna - Spojrzenie na rynek pracy w strefie euro

Rynek pracy jest bacznie obserwowany w światowej gospodarce jako papierek lakmusowy zmian w decyzjach przedsiębiorców oraz indyktor przyszłych zachowań konsumentów. W obliczu nowej fali kryzysu pojawia się pytanie o stan rynku pracy poszczególnych krajów na tle wcześniejszych kryzysów. Równolegle trwa dyskusja o konkurencyjności gospodarek strefy euro - szczególnie istotna w kontekście rozważań o tzw. krajach PIIGS (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja i Hiszpania). Przeanalizujemy relatywną konkurencyjność krajów peryferyjnych strefy euro przez pryzmat zmian na rynku pracy oraz opublikowanego niedawno nowego rankingu Banku Światowego (BŚ) określającego warunki do prowadzenia biznesu w kontekście podejmowanych reform, a także znormalizowaną sytuację na rynku pracy w Niemczech.

### Europejskie problemy

Ekonomiści są zgodni, że kraje peryferyjne strefy euro borykają się z problemem osłabionej konkurencyjności, a ze względu na brak możliwości dewaluacji wewnątrz unii walutowej drogą rozwiązania problemu pozostaje tzw. „wewnętrzna dewaluacja” (m.in. przez obniżenie jednostkowych kosztów pracy) samych krajów peryferyjnych lub wspierana przez procesy nominalne silniejszych gospodarek np. Niemiec. Spór o skuteczność takiej polityki wynika przede wszystkim z występujących równolegle fiskalnych problemów krajów peryferyjnych (konieczność kontroli także strony dochodowej budżetu, ograniczone możliwości wsparcia centralnego w postaci dotacji czy zasiłków) oraz wątpliwości co do skuteczności takich działań (wyniki empiryczne są niejednoznaczne) w postaci tzw. paradoksu Kaldora (który w swoich badaniach postawił w wątpliwość związek między kosztami pracy, a wzrostem i produkcją). Niektórzy zwracają także uwagę na niezasadne przyjmowanie Niemiec jako punktu odniesienia do porównań produktywności czy konkurencyjności gospodarek PIIGS ze względu na inną strukturę eksportu (w tym kontekście jednak oczywistym remedium na kryzys dla krajów tj. Grecja czy Hiszpania jest wprowadzanie nowych technologii).

Problemy te wskazuje coraz częściej sam Mario Draghi proponując krajom strefy euro rozwiązania równoległe do obligatoryjnej konsolidacji fiskalnej w postaci kolektywnej implementacji „paktu wzrostu” (*growth pact*, analogicznego do paktu fiskalnego) - opartego na wolnym i elastycznym rynku pracy oraz reformach strukturalnych mających pobudzać także innowacyjność gospodarek. Tym samym coraz szerzej odbija się opinia o niewystarczającej stymulacji tanim pieniądzem (LTRO) i konieczności głębszych reform.

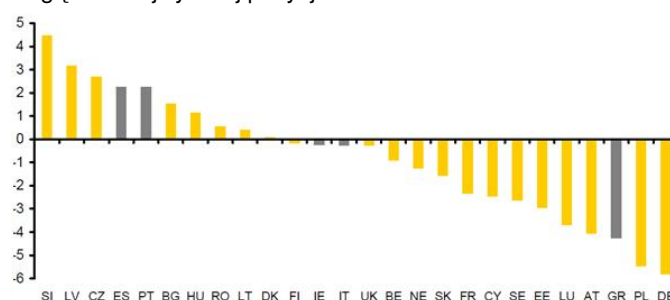
### Niska konkurencyjność krajów PIIGS

Do zbadania konkurencyjności krajów PIIGS posłużymy się popularnym wskaźnikiem określającym relatywną konkurencyjność cenową produkcji - jednostkowymi kosztami pracy oraz rankingiem BŚ *Doing Business*, który wskazuje czy warunki do prowadzenia działalności gospodarczej w danym kraju są korzystne na podstawie kryteriów tj. łatwość zakładania firmy czy otrzymania pozwoleń, ułatwienia podatkowe itp.

Analiza wskazuje, że Hiszpania i Portugalia odzyskują powoli konkurencyjność przez obniżanie się jednostkowych kosztów pracy, co ma swoje źródło we wprowadzonych reformach m.in. zmianach warunków zwolnień pracowników (firma raportująca przez 3 kwartały straty nie jest wiązana żadnymi umowami

związkowymi). Właśnie te kraje plasują się wyżej w rankingu BŚ (patrz Wykres 1) w stosunku do swoich pozycji w 2009r. za sprawą między innymi uproszczenia procedur, zmniejszenia kosztów i skrócenia terminów biurokratycznych. Krajem, którego jednostkowe koszty pracy wzrosły najsilniej w 2008r. jest Irlandia - obecnie jednak powróciły one do poziomu średniego dla strefy euro za sprawą uelastycznienia rynku pracy. Irlandia pozostaje także atrakcyjna dla inwestorów przyciąganych przez prosty i przyjazny przedsiębiorcom system podatkowy oraz wprowadzane reformy konsolidacyjne.

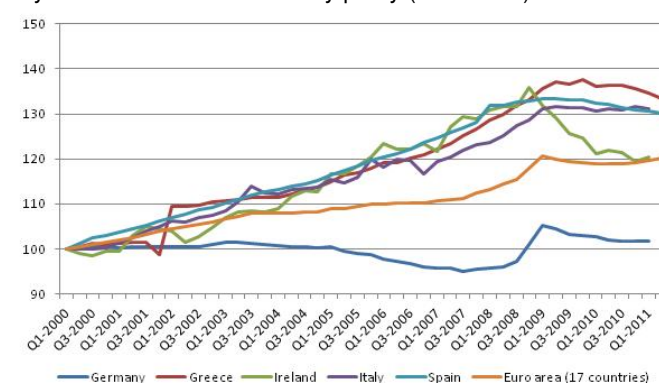
Wykres 1: Zmiana położenia w rankingu BŚ między 2011 a 2009r. względem najwyższej pozycji



Źródło: BŚ

Na przeciwnym biegunie znajdują się Włochy (przedostatnie miejsce rankingu BŚ wśród krajów OECD), zaś jeszcze dalej w tyle Grecja (ostatnie miejsce). Konkurencyjność Włoch pozostaje na niskim poziomie (jednostkowe koszty pracy ciągle rosną szybciej niż w całej strefie euro, rozbudowane regulacje nie zachęcają do przedsiębiorczości), zaś impas polityczny blokuje nowe reformy. Wprowadzona reforma rynku pracy premiera Montiego (której głównymi punktami są ograniczenie i ujednolicenie praw pracowników do ochrony przez zwolnieniami w firmach zatrudniających powyżej 15 pracowników, zmniejszenie okresu wypłaty zasiłku dla bezrobotnych do 12 miesięcy i ograniczenie umów tymczasowych) nie wydaje się być kluczowa, gdyż przede wszystkim dotyczy kwestii formalnych - jest to efektem kompromisu podczas szukania większości parlamentarnej, co jasno wskazuje, że coraz częściej kwestie polityczne stają na drodze reform strukturalnych. Pomimo wprowadzania narzucanych przez Komisję Europejską reform w najszybszym tempie pogarsza się konkurencyjność greckiej gospodarki.

Wykres 2: Jednostkowe koszty pracy (2000=100)

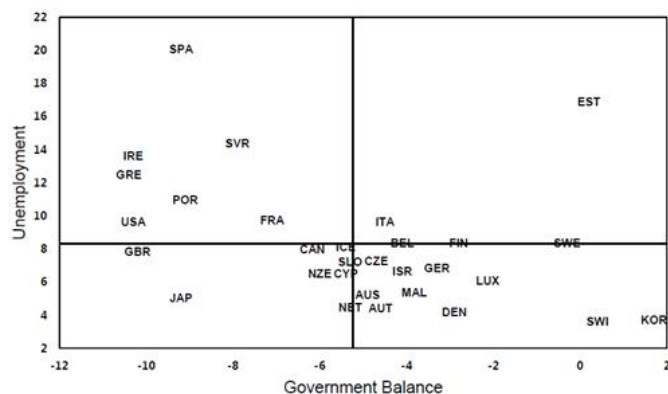


Źródło: OECD

Obok wysokich długów i deficytów istotnym problemem krajów peryferyjnych strefy euro jest wysoki poziom bezrobocia (patrz

Wykres 3). Ostatnie dostępne dane wskazują na 21,7% stopę bezrobocia w Grecji, 24,1% w Hiszpanii i 15,3% w Portugalii. Problemem jest także rozkład tej zmiennej w różnych grupach wiekowych - wśród osób poniżej 25 roku życia stopa bezrobocia w strefie euro wynosi 22,1%, w Grecji i Hiszpanii przekracza 50%, podczas gdy w Niemczech to tylko 7,9%. Tak duża dysproporcja wskazuje na problemy strukturalne rynku pracy tych krajów.

Wykres 3: Deficyt vs stopa bezrobocia w rozwiniętych gospodarkach



Source: IMF World Economic Outlook database.

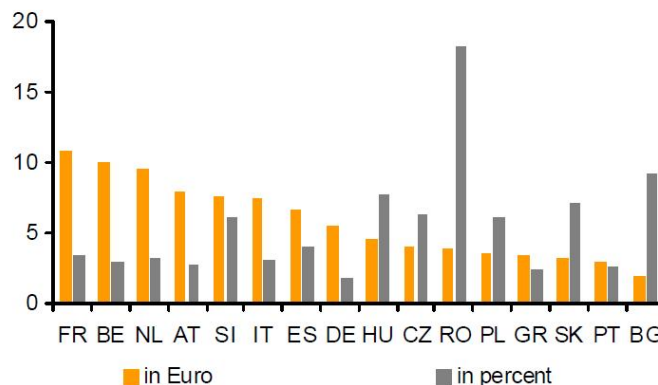
Note: Data refer to 2010, except for Ireland, where the projected deficit in 2011 is taken.

Źródło: IMF

### Szybszy wzrost płac w Niemczech

Zwiększenie konkurencyjności gospodarki przez szybką obniżkę płac i zwiększenie elastyczności rynku pracy (zgodne z regułą „easy fired=easy hired”) jest zatem trudne do przeprowadzenia w krajach peryferyjnych także na gruncie politycznym. Konkurencyjność to jednak miara o charakterze relatywnym. Dlatego wspierać konkurencyjność w krajach peryferii mogą zmiany w gospodarce niemieckiej prowadzące do wyższej inflacji, w tym inflacji płacowej. Presja płacowa w Niemczech wzrasta przy rekordowo niskim poziomie stopy bezrobocia poniżej 7% (najniższym od ponad 20 lat), wysokich zyskach korporacyjnych oraz stosunkowo niskiej stopie wzrostu płac, co utrzymuje koszty pracy na niskim poziomie. Wpływ niskiej podaży wykwalifikowanej siły roboczej jest częściowo neutralizowany przez presję z zagranicy - szczególnie z krajów Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie koszty pracy pozostają ciągle na konkurencyjnych w stosunku do Niemiec poziomie (patrz Wykres 4) oraz przez wzrastającą imigrację wspieraną przez otwarty od maja 2011r. wolny rynek pracy dla wszystkich obywateli Unii Europejskiej (od 2013r. zostaną zniesione restrykcje także dla Bułgarów i Rumunów). Jednak w oczywisty sposób niższa podaż pracy stwarza przestrzeń do podwyżek płac. Dodatkowym czynnikiem są wynegocjowane w czerwcu ponad 3% podwyżki w niemieckim sektorze publicznym oraz wysuwane od początku roku żądania związków zawodowych, stosunkowo silny wzrost niemieckiej gospodarki na tle pozostałych krajów unii walutowej oraz zmniejszający negatywny wpływ kryzysu zadłużeniowego niski poziom stóp procentowych utrzymywany przez EBC. Jednocześnie jednak czynniki takie jak ograniczona akcja kredytowa niemieckich banków (inaczej niż np. w Hiszpanii) czy duży udział eksportu w niemieckim PKB (który utrzymuje w ryzach konkurencyjność) zapewniają stabilność gospodarce Niemiec, a z drugiej strony nie są zagrożeniem dla spadku konkurencyjności strefy euro jako całości względem krajów spoza unii walutowej.

Wykres 4: Godzinowe koszty pracy (w euro) i ich średnia zmiana między 2001 i 2011r.



Źródło: Eurostat

### Pomoc finansowa nie wystarczy

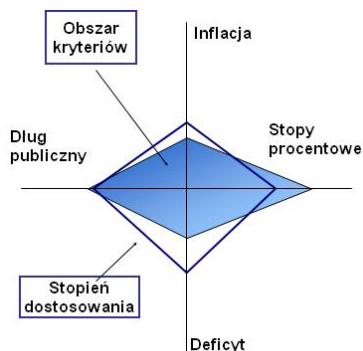
Podsumowując, w obliczu nowej fali kryzysu związanego z wysokim poziomem zadłużenia krajów strefy euro unia walutowa stała się przeszkodą uniemożliwiającą wykorzystanie naturalnych stabilizatorów gospodarki jak kurs walutowy czy dostosowanie poziomu stóp procentowych. Skutkiem jest nieadekwatny poziom płac i cen w gorzej prosperujących regionach, który implikuje spadek konkurencyjności względem szybciej rozwijających się gospodarek (czyli obecnie tych mniej zadłużonych). Proces dostosowania płac w krajach peryferyjnych jest trudny politycznie i społecznie (skutkujący choćby niespłaconymi kredytami czy możliwymi problemami sektora bankowego), podobnie jak podejmowane próby reformowania rynku pracy, które idą raczej w kierunku zamykania luk prawnych i mniejszej regulacji - co oczywiście jest potrzebne, jednak niewystarczające w obecnej sytuacji. Konieczność reform strukturalnych umożliwiających przywrócenie równowagi między krajami unii walutowej i konkurencyjności krajów peryferyjnych przebrzmiewa już także w wypowiedziach przedstawicieli EBC czy MFW. EBC nie ma bezpośredniego wpływu na konkurencyjność krajów strefy euro względem siebie, jednak przez swój wpływ na wspólną walutę kreuje relatywną pozycję całej strefy euro względem pozostałych krajów. Osłabianie euro długoterminowymi niskimi oprocentowanymi pożyczkami poprawia konkurencyjność eksporterów europejskich oraz uspokaja rynki finansowe, jednak jest to ryzykowna taktyka usypiająca skłonność do podejmowania reform strukturalnych, czego Rada Gubernatorów EBC wydaje się być świadoma nie rozbudzając oczekiwań na dalsze operacje LTRO. Dodatkowo, wyniki ostatnich wyborów zarówno w Grecji jak i we Francji wskazują na rosnące ryzyko implementacji reform. Do poprawy sytuacji na rynku pracy krajów PIIGS konieczne jest naruszenie równowagi między wzrostem produktywności i kosztu pracy, co dopiero skłoni przedsiębiorców do zwiększania zatrudnienia i obniży rekordowo wysokie stopy bezrobocia.

Paulina Ziemińska

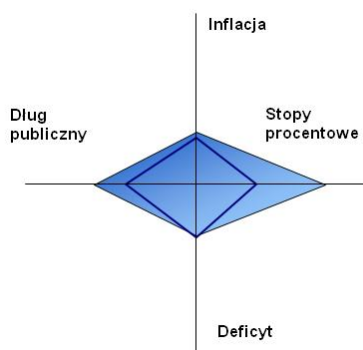
**Kryteria konwergencji\***

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

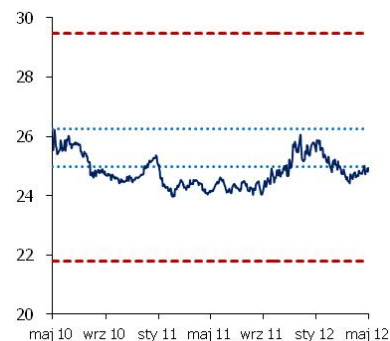
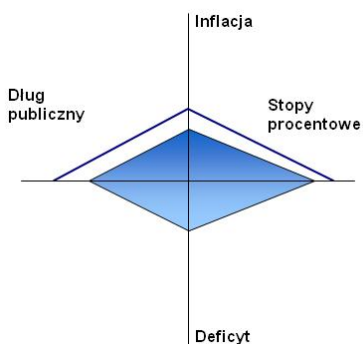
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

**POLSKA**


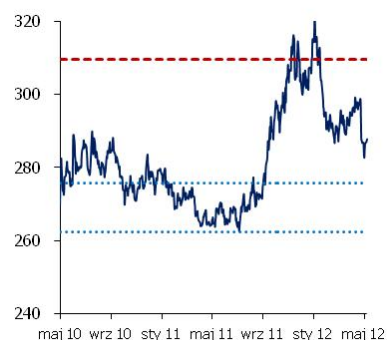
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (marzec 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,37% (marzec 2012)
- Deficyt budżetu: 5,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 56,3% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


**CZECHY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,7% (marzec 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,51% (marzec 2012)
- Deficyt budżetu: 3,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 41,2% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


**WĘGRY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,3% (marzec 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 8,73% (marzec 2012)
- Nadwyżka budżetu: 4,2% PKB (2011)
- Dług publiczny: 80,6% PKB (2011)
- 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

Korekta na polskich obligacjach z początku kwietnia okazała się krótkotrwała. Potwierdziła się nasza diagnoza, że w obecnym reżimie rynkowym sygnały o niższej inflacji i niższym wzroście gospodarczym w Polsce nie będą utożsamiane przez inwestorów z wyższym ryzykiem kredytowym. Rząd ciągle potrafi zaskakiwać pozytywnymi informacjami fiskalnymi, co jest wyraźnie trendem przeciwnym do wydarzeń w strefie euro. Stąd, zaraz po dobrej aukcji obligacji i w atmosferze oczekiwań na niższe podaże, słabsza dana o produkcji przemysłowej przełożyła się na wygaszenie części oczekiwań na podwyżkę stóp NBP i wzrosty cen obligacji we wszystkich sektorach. W ostatnich dniach miesiąca wzrosty polskich obligacji były napędzane rally na węgierskich papierach (szansa na ugodę z IMF). Optymalną strategią w kwietniu okazało się zatem przeważenie długiego końca.

Uwagę inwestorów przykuwają obecnie próby tworzenia rządu w Grecji i strategii polityczne nowego prezydenta Francji. Na drugim planie przewijają się tematy związane stricte z kryzysem zadłużeniowym oraz ewentualnym wsparciem dla Hiszpanii ze strony EFSF i IMF. Poziom premii za ryzyko wydaje się jednak na tyle wysoki, że nie nastąpiło ani załamanie kursu EURUSD, ani gwałtowne osłabienie walut krajów satelickich, nie mówiąc już o światowych (ale nie europejskich) giełdach, które są jedynie 2-3% poniżej maksimum. Również obligacje krajów naszego regionu nie zostały tym razem mocniej dotknięte wydarzeniami w strefie euro. Przy rekordowo niskich rentownościach obligacji niemieckich nie doszło do wyraźnego rozszerzenia choćby tzw. spreadów konwergencyjnych (5y5y Fwd vs. euro). Ważniejsze okazały się czynniki lokalne (kwestie związane z polityką monetarną i szansę na ugodę Węgier z IMF). Potwierdziła się również stawiana przez nas teza, że ewentualne osłabienie wzrostu w Polsce nie będzie jeszcze widziane przez inwestorów jako przyczynek do wzrostu ryzyka kredytowego kraju. Polski rząd ciągle ma dwa istotne argumenty wspierające ceny obligacji - niższe podaże w kolejnych miesiącach oraz potencjał do generowania pozytywnych informacji o polityce fiskalnej (czyli odwrotnie niż w krajach strefy euro).

Ewentualna podwyżka stóp przez RPP to oczywiście scenariusz mało pozytywny dla całej krzywej (ale tylko w krótkim okresie). Podwyżka stóp przez RPP jeśli miałoby do niej dojść to w dalszej perspektywie szansę na wzrost stabilności sektora bankowego (podwyżka zwiększy wolumen depozytów) i zbilansowanie gospodarki (wyższa stopa oszczędności, niższa konsumpcja i import), a więc kamyczek do ogródka tych, którzy oczekują w średnim okresie podwyżki ratingu Polski. Należy również pamiętać, że zacieśnienie monetarne RPP ma nikłą szansę przerodzenia się w prawdziwy cykl (obecnie w kontekście RPP mówimy o jednej, maksymalnie dwóch podwyżkach) a osłabienie wzrostu i szybki spadek inflacji na jesieni (podobnie jak w 2010 krytyczna okazała się statystyczna baza) będą generować niebawem oczekiwania na obniżki stóp.

Polskie obligacje mogą również zyskiwać pod wpływem informacji z regionu - pozytywny wydzźwięk powinna mieć ewentualna ugodą Węgier z IMFem. Powyższe czynniki o charakterze średniookresowym (przede wszystkim pozytywna percepcja ryzyka kredytowego Polski), kwestie niższych podaży (i inwestorów tonących w gotówce po wykupie PS0412) skłania nas do utrzymania konstruktywnego poglądu na polskie obligacje, zwłaszcza te o

dłuższych terminach zapadalności.

Ernest Pytlarczyk

### Rynek walutowy

#### EURUSD

Po początkowym osłabieniu odnotowanym na samym początku kwietnia, kurs EURUSD zdołał odrobić prawie 3 centy poruszając się w przedziale 1,2993-1,3283. W dalszym ciągu podtrzymujemy, że obserwowane obecnie poziomy kursu to nic innego jak konsolidacja w przedziale 1,2948-1,3485, niemniej przy opadającej górnej granicy przedziału zmienności (obserwacja negatywna dla kursu). Na uwagę zasługuje kilka faktów, które ugruntowały się w ostatnim miesiącu. Po pierwsze, EURUSD przestał być miarą awersji do ryzyka (w kwietniu odzwierciedlało się ono raczej poprzez spadki walut surowcowych, czy też dalsze spadki rentowności obligacji amerykańskich i niemieckich, przede wszystkim z sektora 5-10lat) i powoli zaczyna zachowywać się jak „normalna” waluta, reagując w sposób książkowy na publikacje danych makro (lepsze dane dla EMU EUR aprecjonuje, lepsze dane dla USA EUR deprecjonuje). Po drugie, obserwowane w kwietniu umocnienie EURUSD nie wynikało ze wzrostu zainteresowania kupujących EUR, lecz raczej zmniejszenia zainteresowania kupujących USD (umocnienie na EURUSD zbiegło się symetrycznie z osłabieniem indeksu dolarowego); można przypuszczać, że ewentualne umocnienie EUR w najbliższej przyszłości będzie wynikało wyłącznie z tego czynnika. Po trzecie, EURUSD pozostaje cały czas przewartościowany na podstawie dysparytetu w stawkach IRS (patrz wykres); przewartościowanie w kontekście rentowności obligacji pozostaje jeszcze większe.

Wykres 1: Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp



\* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

Źródło: Reuters, obliczenia własne

W świetle napływu nowych danych fundamentalnych wyznaczony ostatnio range może nie przetrwać najbliższego miesiąca. Na pierwszy plan wysuwa się ryzyko polityczne i niemożność utworzenia nowego rządu w Grecji, co może skutkować zamrożeniem kolejnych transzy pomocy (warunkowanych uchwaleniem kolejnych cięć budżetowych w wysokości 10-11 mld EUR do czerwca) i zaprzestania obsługi długu przez ten kraj (obecne szacunki wskazują, że środki na obsługę zadłużenia wyczerpią się we wrześniu), co pociągnie ze sobą konieczność dokapitalizowania banków, co z kolei w ramach członkostwa Grecji w strefie euro nie będzie możliwe. Scenariusz rozpadu strefy euro będzie zatem grany przez rynki finansowe prawdopodobnie przez cały miesiąc (zażeganie go wymagać będzie bardzo dużej woli politycznej -



nie tylko w Grecji - choć nie jest niemożliwe). Na drugim planie pozostaje spowolnienie w strefie euro, które ostatnio nabrało tempa, przez co zwiększa się ryzyko obniżki stóp ECB. Jeśli przyjmujemy, że FOMC jest raczej dalej niż bliżej wprowadzeniu QE przy obecnej aktywności (nie zakładamy dalszego pogorszenia), a ECB będzie musiał przez dłuższy czas finansować nierównowagę zewnętrzne niekonkurencyjnych (i będących w kryzysie płynności i w recesji) krajów strefy euro, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest powolne osłabianie EUR, zwłaszcza że przez ostatnie kilkanaście miesięcy tak duże różnice w dysparytecie stóp kończyły się ostatecznie spadkami kursu.

**Sytuacja techniczna.** Technicznie sytuacja na EURUSD powoli się klaruje. Ważnym elementem „klarowania” było tygodniowe zamknięcie poniżej 61,8% zniesienia Fibo (dla ruchu aprecjacyjnego od Q3 2010 do Q2 2011), co zwraca uwagę ponownie na kierunki południowe. Tym bardziej, że przestrzeń do spadków rozciąga się nawet do 1,18 (dół kanału deprecjacyjnego); najpierw jednak musi dojść do pokonania 1,2948 (na bazie dziennej), co potwierdzi ostateczny koniec obowiązującego w ostatnich miesiącach range. Kierunki w górę będą bardzo silnie obstawione przez sprzedających w okolicach 1,3283, 1,3380 oraz 1,3494 (trzy opadające szczyty).

Wykres 2: EURUSD (dzienny)



Źródło: Reuters

Wykres 3: EURUSD (tygodniowy)



Źródło: Reuters

### EURPLN

Kwiecień upłynął pod znakiem konsolidacji na EURPLN. Choć na początku miesiąca kurs jeszcze pozostawał pod 4,1466, w kolejnych dniach znalazł się już w przedziale 4,1466-4,2150 i tam poruszał się mniej więcej w regularnym cyklu pomiędzy dolnym i górnym limitem. Korelacja pomiędzy EURUSD i EURPLN jest „normalna”, niemniej jednak relatywnie niewielka (współczynnik korelacji liniowej wynosi zaledwie około -0,5 przy liczeniu na bazie close dla okienka 30-dniowego) i powoli (cyklicznie) zaczyna jeszcze bardziej się osłabiać.

Negatywnie zachowuje się czynnik krajowy (czyli premia ponad wycenę wynikającą z poziomów EURUSD oraz walut regionu) i w obecnym momencie złoty podpierany jest przez czynniki wewnętrzne w najmniejszym stopniu od lutego 2012 roku. Niemniej jednak dużą część osłabienia wynika z aprecjacji forinta (a więc z czynnika egzogenicznego, typowego dla danego kraju regionu, ale nie dla całego regionu), który umocnił się na bazie postępów w rozmowach Orbana z Międzynarodowym Funduszem Walutowym w sprawie dalszej pomocy.

Wykres 4: Czynnik krajowy w EURPLN



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

Źródło: Reuters, obliczenia własne

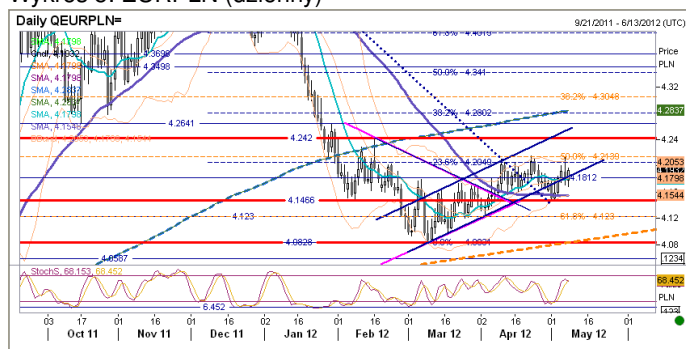
Oslabienie czynnika krajowego to informacja neutralna, natomiast niska korelacja PLN z EUR może być odczytywana nawet pozytywnie biorąc pod uwagę najbliższe perspektywy dla wspólnej waluty (zalecamy jednak ostrożność, gdyż negatywne ruchy na EURUSD wywoływane awersją do ryzyka najczęściej współwystępują ze wzrostem korelacji EURPLN i EURUSD). Kurs ma wyraźny problem z przekroczeniem poziomu 4,2150 nawet w sytuacji, kiedy bezpieczne obligacje notują coraz to nowe minima rentowności; być może nie bez powodu na tych poziomach z ofertami sprzedaży EUR pojawia się BGK, co hamuje ewentualne zakusy deprecjacyjne inwestorów. Czynnikiem wspierającym krajową walutę może być podwyżka stóp procentowych (cały czas uważamy, że jej prawdopodobieństwo przeważa), jednak to ryzyko polityczne i ryzyko spowolnienia w Europie pozostanie w najbliższym czasie na pierwszym planie. Na razie jest jeszcze za wcześnie, aby obserwowane spowolnienie w Europie powodowało przeszacowanie perspektyw wzrostu dla gospodarki polskiej, a tym bardziej wycenianie problemów fiskalnych (zwłaszcza przy konserwatywnie złożonym budżecie i dużym polu dla działań dyskrejonalnych Ministra Finansów). Niemniej pierwszy problem prawdopodobnie pojawi się w perspektywie najbliższych miesięcy, drugi niewiele później (choć większe przyzwolenie na prowadzenie polityki pro-wzrostowej w Europie prawdopodobnie zdejmie część ciężaru z krajowych finansów publicznych). Dlatego też utrzymujemy w najbliższym miesiącu co najwyżej neutralne nastawienie do złotego (czyt. nastawiamy się na kontynuację range), z asymetrycznie większym ryzykiem osłabienia krajowej waluty.

**Sytuacja techniczna.** Technicznie sytuacja na EURPLN raczej faworyzuje utrzymanie bieżącego range (4,1466-4,2150) z niewielką tendencją aprecjacyjną złotego (ewentualnie poszerzenie



range od góry do 4,2420, choć jest to wariant mniej prawdopodobny). Za takim zachowaniem EURPLN przemawia 1) złamanie kanału deprecjacyjnego i utworzona konsolidacja (patrz wykres dzienny), 2) nierówny podwójny szczyt na dziennym (późniejszy wierzchołek niżej, czyli pozytywnie dla EUR), 3) zawracanie oscylatora na wykresie tygodniowym (z lekkimi objawami dywergencji). Kluczowym poziomem do obserwowania obecnie jest 4,1466 - jeśli się podda, możliwe będzie wydłużenie ruchu do 4,0828. Od góry poziom 4,2150 powinien stawić skuteczny opór, jednak nawet złamanie tego poziomu będzie oznaczać tylko poszerzenie range, o ile notowania utrzymają się poniżej 4,2420. Można zaryzykować stwierdzenie, że przekroczenie w najbliższym czasie przedziału wahań 4,08-4,24 jest mało prawdopodobne.

Wykres 5: EURPLN (dzienny)



Źródło: Reuters

Wykres 6: EURPLN (tygodniowy)



Źródło: Reuters

Marcin Mazurek



## Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Maj 2012	Czerwiec 2012	Lipiec 2012
<b>POLSKA</b>			
Inflacja CPI	15	13	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	21	20	18
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	18	19	17
PKB	31	-	
Koniunktura gospodarcza	22	22	20
Podaż pieniądza M3	14	14	13
Bilans płatniczy	16	15	13
Inflacja bazowa	22	20	20
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	6	9
Posiedzenie RPP	8-9	5-6	3-4
<b>STREFA EURO</b>			
Inflacja HICP	16	14	16
PKB	15	6	4
Wskaźnik koniunktury ZEW	15	19	17
Posiedzenie ECB	3	6	5
<b>USA</b>			
Inflacja CPI	15	14	17
PKB	31	28	27
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	4	1	6
Zamówienia na dobra trwałe	24	27	26
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	2	1	2
Posiedzenie Fed	-	19-20	31

**UWAGA!**

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