

**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

Andrzej Torój  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
andrzej.torój@brebank.pl

**Departament Rynków Finansowych**

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

**Departament Sprzedaży  
Rynków Finansowych**

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

Klienci Finansowi  
Inga Gąszkowska-Gębska  
tel. +48 22 829 12 05  
inga.gaszowska-gębska@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>
RPP podwyższyła w maju stopy procentowe o 25pb. Na czerwcowym posiedzeniu nie spodziewamy się zmiany parametrów polityki monetarnej. Naszym zdaniem wydzwięk komunikatu może być bardzo zbliżony do tego z poprzedniego miesiąca. Ostatnie tygodnie poza wzrostem obaw o stabilność strefy euro dostarczyły szereg informacji wskazujących na wyraźne osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce i krajach sąsiednich. Dodatkowym czynnikiem szacującym RPP może okazać się kolejne złagodzenie polityki ECB. Stąd najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na kolejne miesiące, w których inflacja oscylować będzie w okolicy 4% r/r jest utrzymanie jastrzębiej retoryki Rady, ale i pozostawienie stóp procentowych bez zmian.	
<b>Gospodarka polska - Czarne chmury nad popytem konsumpcyjnym</b>	<b>4</b>
Przestrzeń do wzrostu dynamiki konsumpcji indywidualnej w roku 2012 i 2013 jest bardzo ograniczona. W okresie tym dynamika konsumpcji może zbliżyć się do 1% r/r. Popyt konsumpcyjny dusić będą: 1) stagnacja dochodu rozporządzalnego 2) spadek stóp zwrotu z aktywów gosp. domowych (tak, również w Polsce ten efekt majątkowy ma istotny wpływ na konsumpcję) 3) wzrost rekordowo obecnie niskiej stopy oszczędności wynikający po części z mniej optymistycznych oczekiwań co do stanu gospodarki i kondycji finansowej gosp. domowych.	
<b>Unia Europejska - Raporty o konwergencji: dokąd zmierzamy?</b>	<b>6</b>
W ostatnim tygodniu maja KE i EBC opublikowały Raporty o konwergencji 2012. Zwraca uwagę kilka ciekawych precedensów, w tym przede wszystkim wykluczenie Irlandii z grupy referencyjnej do kryterium stopy procentowej (kryzys zadłużeniowy), negatywna ocena stabilności cen w Czechach wyłącznie ze względu na prognozy (KE) oraz włączenie do badania nierównowag makroekonomicznych w UE. Naszym zdaniem wypełnienie kryteriów, których stosowanie ewoluuje w ten sposób, może być w Polsce trudniejsze niż wcześniej sądziliśmy.	
<b>Euromonitor</b>	<b>8</b>
<b>Na rynku</b>	<b>9</b>
Rynek walutowy znajduje się w reżimie awersji do ryzyka. Zanim dojdzie do poprawy nie wykluczamy, że na EURUSD będą testowane poziomy 1,1870 (ze wszystkimi tego konsekwencjami dla złotego). Zmniejszenie awersji do ryzyka wspomogę polską walutę (być może obecnie już niedowartościowaną), jednak w średnim okresie nie widzimy przesłanek do znacznego umocnienia. Wizja niegwałtownego spowolnienia gospodarczego w Polsce (a więc takiego, które nie skutkuje nagłym wzrostem ryzyka kredytowego), oczekiwania na przyszłe poluzowanie monetarne oraz coraz bardziej stabilna baza inwestorów zagranicznych powinny wspierać dalsze wzrosty cen polskich obligacji.	
<b>Kalendarz publikacji danych</b>	<b>11</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	2012	2012	2012
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2 F	Q3 F
PKB r/r	4.2	4.2	4.3	3.5	2.8	2.2
Inflacja (średnia w okresie)	4.2	4.1	4.6	3.9	4.2	4.3
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75

F - prognoza



## Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Lis 2011	Gru 2011	Sty 2012	Lut 2012	Mar 2012	Kwi 2012	Maj 2012
<b>PKB i produkcja</b>							
PKB (%)		4.3			3.5		
Popyt krajowy (%)		3.2			2.7		
Spożycie indywidualne (%)		2.1			2.1		
Nakłady brutto na środki trwałe (%)		9.7			6.7		
Wartość dodana (%)		3.8			3.2		
w przemyśle (%)		6.6			3.4		
w budownictwie (%)		7.0			9.6		
w handlu (%)		2.6			5.5		
Produkcja przemysłowa r/r (%)	8.7	7.7	9.0	4.6	0.7	2.9	-0.2
Produkcja przemysłowa m/m (%)	0.7	-4.9	-5.1	-1.0	10.7	-7.5	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	12.6	8.6	14.3	13.7	10.7	5.5	6.0
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	-5.5	20.8	-24.9	1.2	15.7	-2.4	
<b>Rynek pracy</b>							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3682.2	4015.4	3666.4	3568.3	3770.7	3719.8	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	4.4	4.4	8.1	4.3	3.8	3.4	4.2
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	1.8	9.0	-8.7	-2.7	5.7	-1.3	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	2.5	2.3	0.9	0.5	0.5	0.3	0.2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	0.1	-0.2	0.9	-0.1	-0.1	-0.1	
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.5	13.2	13.5	13.3	12.9	12.6
<b>Ceny</b>							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.7	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	4.8	4.6	4.1	4.3	3.9	4.0	3.8
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	3	3.1	2.5	2.6	2.4	2.7	2.7
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	0.9	0.4	0.1	-0.5	0.1	0.6	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	9.1	8.2	7.9	6	4.4	4.3	4.9
<b>Agregaty monetarne</b>							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	853.5	881.5	874.6	872.1	874.5	870.2	877.0
Podaż pieniądza r/r (%)	11.8	12.6	13.7	12.5	9.3	10.3	10.4
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	13.3	11.9	11.1	9.5	9.8	10.0	8.7
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	16.8	19.1	19.5	18.2	18.1	16.2	16.5
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	13.7	13.5	14.7	13.4	12.3	11.8	12.3
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	13.5	12.1	12.5	12.5	7.5	4.4	3.9
<b>Zagranica</b>							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1436	-1744	-1831	-1516	-228	-800	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.50	4.47	4.22	4.13	4.15	4.17	4.39
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.35	3.45	3.23	3.10	3.11	3.15	3.55
<b>Stopy procentowe</b>							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75
Stopa lombardowa (%)	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25
Stopa depozytowa (%)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25
WIBOR 3M (%)	4.87	4.89	4.89	4.86	4.84	4.85	5.01
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.88	4.85	4.72	4.67	4.62	4.66	4.79
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	5.25	5.34	5.03	4.90	4.94	4.89	5.04
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	5.92	5.89	5.58	5.46	5.50	5.41	5.45
<b>Gospodarka światowa</b>							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	3.0	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.4
PKB w strefie euro r/r (%)		0.7			0.0		
Stopa podstawowa ECB (%)	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Inflacja w USA r/r (%)	3.4	3.0	2.9	2.9	2.7	2.3	
PKB w USA r/r (%)		3.0			1.9		
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

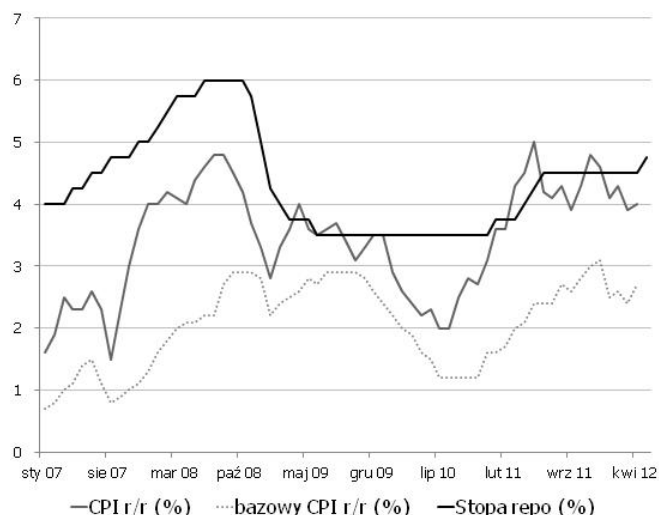
### Majowa decyzja RPP. Stopy w górę, ton komunikatu i wypowiedzi szefa NBP łagodnieją.

RPP podwyższyła w maju stopy procentowe o 25pb. Uzasadnieniem takiej decyzji, poza walką z „uporczywą” inflacją i realizacją mandatu inflacyjnego, jest wzmocnienie wiarygodności Rady po serii niefortunnych wolt w retoryce. Tak jak oczekiwaliśmy RPP dużo precyzyjniej uzasadniła swoją decyzję (prezes potrzebował na to aż 45 minut) i wygasila oczekiwania na cały cykl zacieśnienia. Prezes Belka zapowiedział również większą powściągliwość członków Rady w swych komentarzach.

Decyzja o podwyżce nie była, wbrew temu co się mówi w mediach aż tak wielkim zaskoczeniem. Przez ostatnie dni część analityków przeszła do obozu oczekujących zacieśnienia, rynek zaś wycentował podwyżkę stóp z prawdopodobieństwem zbliżonym do 50%.

Komunikat po posiedzeniu okazał się, biorąc pod uwagę sygnały z polskiej gospodarki i wzrost niepewności w strefie euro, dość optymistyczny w warstwie traktującej o sferze realnej. Diagnoza sfery nominalnej pozostała zbliżona do tej sprzed miesiąca. RPP nadal podkreśla krótkookresowe ryzyka wzrostu inflacji i pomimo oczekiwania jej spadku w średnim okresie pod wpływem spowolnienia wzrostu gospodarczego wskazuje na ryzyka dla tego scenariusza przywołując po raz kolejny wyższe oczekiwania inflacyjne. Na konferencji prezes Belka wskazał wprost na warunkowy (i nie automatyczny) charakter dalszych podwyżek jednocześnie podkreślając, że Rada antycypuje już wzrost inflacji w kolejnych miesiącach, nie rozpoczyna cyklu zacieśnienia, a jedynie normalizuje poziom stóp. Naszym zdaniem retoryka taka niemal wyklucza podwyżkę na najbliższym, czerwcowym posiedzeniu Rady.

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



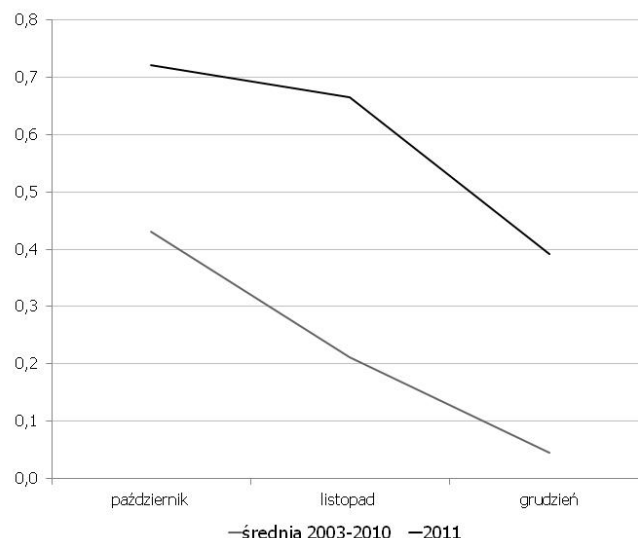
Źródło: NBP, GUS

### Wzrost gospodarczy i inflacja

Nasza diagnoza stanu gospodarki różni się od optymistycznej diagnozy prezentowanej przez prezesa Belkę w czasie konferencji. Wzrost gospodarczy osunie się w drugiej połowie roku do 2% r/r de facto zamykając drogę do dalszego zacieśnienia. Również polityka ECB nie będzie wspierała zapału Rady w podnoszeniu stóp. Jednocześnie inflacja pozostanie podwyższona przez kolejne kilka miesięcy, a to za sprawą już zrealizowanego osłabienia

złotego, a to wskutek wzrostu cen w kategorii hotele i restauracje w związku z EURO 2012. Inflacja obniżyć zacznie się dopiero jesienią. Statystyczny efekt bazy wynikający z wysokich wzrostów cen w 2011 roku szacujemy w ostatnich trzech miesiącach tego roku na ponad 1,5pp. (patrz Wykres 2). Inflacja może zatem obniżyć się na koniec roku w okolice 3%. Scenariusz taki wspierać mogą ostatnie spadki cen ropy (20% w ujęciu dolarowym) oraz trudność w powtórzeniu ponad 10% osłabienia złotego notowanego od wakacji do końca 2011 roku.

Wykres 2: Miesięczne wzrosty wskaźnika CPI



Źródło: GUS, obliczenia własne

### Czerwcową decyzją. RPP nie zmieni stóp.

Na czerwcowym posiedzeniu nie spodziewamy się zmiany parametrów polityki monetarnej. Naszym zdaniem wydzwięk komunikatu może być bardzo zbliżony do tego z poprzedniego miesiąca. Pojawić może się stwierdzenie podobne do: „Napływające dane pozwolą ocenić, czy uzasadnione może być ponowne dostosowanie stóp procentowych”. Szanse na to, aby RPP na dzisiejszym posiedzeniu zapowiedziała, tak jak to miało miejsce w kwietniu, kolejną podwyżkę stóp są niewielkie. Ostatnie tygodnie poza wzrostem obaw o stabilność strefy euro dostarczyły szereg informacji wskazujących na wyraźne osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce i krajach sąsiednich. RPP tych sygnałów, a po części i presji środowiska ekonomistów (chyba jednak wyłączając niżej podpisanych) oraz MFW ignorować nie będzie. Dodatkowym czynnikiem szacującym RPP może okazać się kolejne złagodzenie polityki ECB (zapowiedzenie na dzisiejszym spotkaniu poluzowania monetarnej w przyszłych miesiącach). Stąd najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na kolejne miesiące, w których inflacja oscylować będzie w okolicy 4% r/r jest utrzymanie jastrzębiej retoryki Rady, ale i pozostawienie stóp procentowych bez zmian. Stopy mogą pozostać na niezmiennym poziomie do końca roku - rynkowe oczekiwania na obniżki choć wspierane publikacjami słabszych danych ze sfery realnej (rynek oczekuje pierwszej obniżki stóp na przełomie 2012/13) kontrastują z większym niż w przeszłości przywiązaniem Rady do wypełnienia mandatu inflacyjnego.

Ernest Pytlarczyk

## Gospodarka polska - Czarne chmury nad popytem konsumpcyjnym

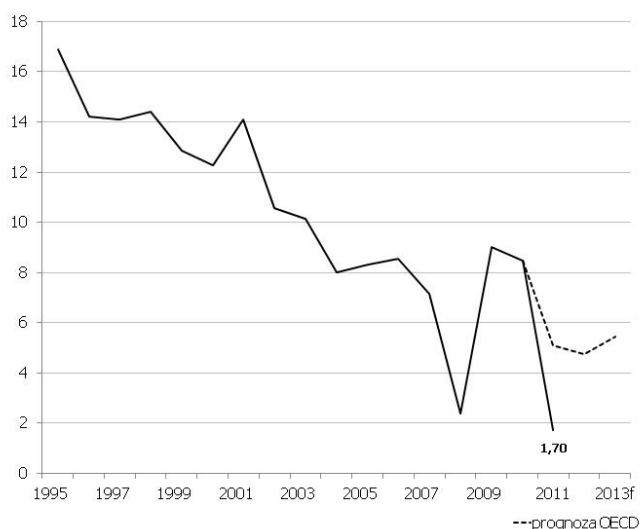
Przestrzeń do wzrostu dynamiki konsumpcji indywidualnej w roku 2012 i 2013 jest bardzo ograniczona. W okresie tym dynamika konsumpcji może zbliżyć się do 1% r/r. Popyt konsumpcyjny dusić będą: 1) stagnacja dochodu rozporządzalnego 2) spadek stóp zwrotu z aktywów gosp. domowych (tak, również w Polsce ten efekt majątkowy ma istotny wpływ na konsumpcję) 3) wzrost rekordowo obecnie niskiej stopy oszczędności wynikający po części z mniej optymistycznych oczekiwań co do stanu gospodarki i kondycji finansowej gosp. domowych.

### Rekordowo niska stopa oszczędności

W 2011 przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny na osobę był realnie niższy o 1,4% w stosunku do dochodu z 2010r. kiedy to wzrósł o 4,3% r/r. Dochody do dyspozycji brutto gospodarstw domowych w 2011 realnie pozostały na poziomie z 2010r., podczas gdy w 2010r. wzrosły o 2,5% (podobnie jak średnio w latach 2000-2010). Równoległe ze spadkiem realnego dochodu do dyspozycji w 2011r. spożycie indywidualne wzrosło o 3,1%. Zmiany te zaowocowały istotnym spadkiem stopy oszczędności z 8,8% w 2010r. do niecałych 2% w 2011r. (patrz Wykres 1). Obniżyła się także stopa wzrostu wartości posiadanych aktywów i oszczędności gospodarstw domowych (z ponad 20% na początku 2010r. do niecałych 6% na koniec 2011r.).

Dane ankietowe wskazują, że gospodarstwa domowe przeznaczają znaczną część swoich oszczędności na przyszłe cele konsumpcyjne (korelacja opóźnionej o rok rocznej stopy wzrostu wartości oszczędności i bieżącej konsumpcji wynosi 86%), co w kontekście zmian wskaźników koniunktury konsumenckiej oraz dostępnych prognoz wskazuje na kontynuację osłabienia konsumpcji prywatnej przynajmniej do końca 2012r.

Wykres 1: Stopa oszczędności (%)



Źródło: OECD

### Struktura dochodów i konsumpcji

W ujęciu realnym w 2011r. dochody z pracy najemnej wzrosły o 0,8% r/r, dochody z własności spadły o 6,9% r/r, zaś dochód wypracowany przez przedsiębiorców indywidualnych wzrósł 1,4% r/r. Gospodarstwa domowe otrzymały niższe świadczenia

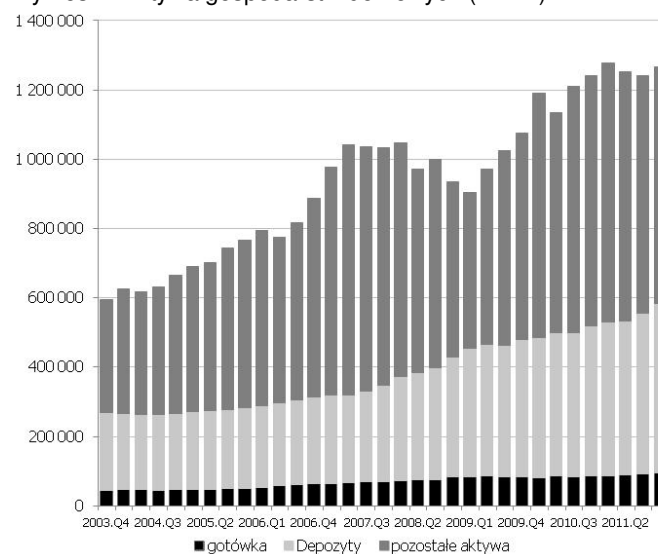
społeczne (-0,9% r/r) oraz zapłaciły wyższe podatki i składki na ubezpieczenia społeczne (3,0% i 0,4% r/r odpowiednio). Wpłynęło to spadek dochodu rozporządzalnego o 1,4% r/r. Stopa obciążenia dochodów (liczona jako stosunek obciążeń z podatków i składek na ubezpieczenia społeczne do dochodów do dyspozycji) pozostaje od 2010r. stabilna na poziomie 21-23%.

Spożycie prywatne wzrosło w 2011r. realnie o 3,1% r/r, choć dynamika w ujęciu kwartalnym słabnie od początku 2011r. i w I kw. 2012r. wyniosła 2,1% r/r. Według szacunków NBP udział konsumpcji dóbr trwałych wyniósł w 2011r. 7,2% (powyżej średniej z lat 2000-2007 na poziomie ok. 6,3%), zaś roczna stopa wzrostu tej kategorii obniżyła się w IV kw. 2011r. do 3,5% przewyższając jedynie o 1,1pp. tempo wzrostu konsumpcji dóbr nietrwałych.

### Struktura aktywów finansowych

W 2011r. stan aktywów finansowych gospodarstw domowych zwiększył się o 27mld zł głównie ze względu na wzrost wartości depozytów (55 mld zł) oraz gotówki (9 mld zł), których udział w całym wolumenie aktywów wyniósł w 2011r. odpowiednio 39% i 7,5%. Pozostałe aktywa finansowe gospodarstw domowych (w tym m.in. papiery wartościowe, akcje, jednostki TFI, udziały w rezerwach ubezpieczeń na życie i FE) straciły na wartości, zaś ich udział spadł o 4pp. do 54% (patrz Wykres 2).

Wykres 2: Aktywa gospodarstw domowych (mln zł)

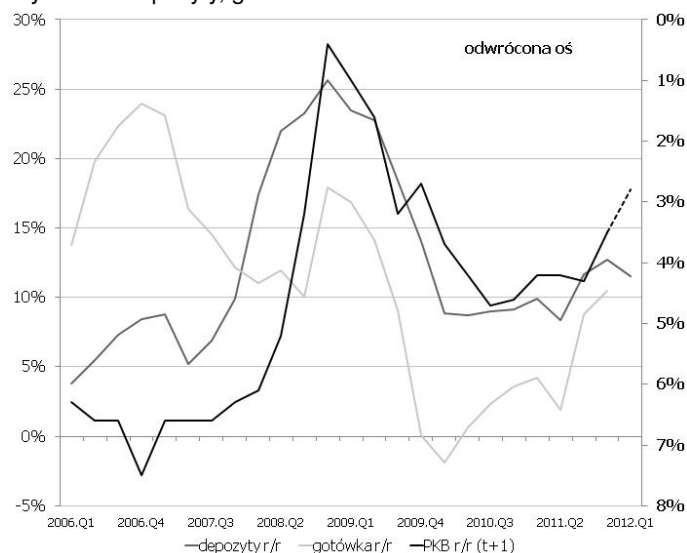


Źródło: NBP

Nowy rok przyniósł jednak istotną zmianę trendu - rosnące dotąd w tempie dwucyfrowym depozyty zaczęły się kurczyć (w marcu i kwietniu obserwowaliśmy spadek wartości depozytów detalicznych w ujęciu miesięcznym - istotny wpływ na to zjawisko mogła mieć nowelizacja ordynacji podatkowej likwidująca od 1 kwietnia 2012r. zaokrąglenie podstawy opodatkowania). Równoległe obserwujemy dodatnie saldo wpłat i wypłat z TFI (w 2011r. wyniosło ono -3,3 mld zł, zaś do kwietnia 2012r. +5,35 mld zł), co może świadczyć o zmianie form oszczędzania. Nie wydaje się jednak, aby miała to być zmiana trwała. Z wyróżnionych form oszczędzania zmiany poziomu gotówki mają charakter przede wszystkim sezonowy, zaś depozyty i pozostałe aktywa do pewnego stopnia substytucyjny. Te pierwsze traktowane są jako bezpieczna forma alokacji oszczędności i wykazują własności antycykliczne (patrz Wykres 3), zaś pozostałe aktywa zależne są od koniunktury nie tylko przez zmianę wyceny (patrz Wykres 4), ale (co widoczne było w 2011r.) też przez poziom awersji



do ryzyka gospodarstw domowych. Spowolnienie w polskiej gospodarce jest coraz bardziej widoczne w realnych danych, a zatem powyższe zależności wskazywałyby na rychły powrót gospodarstw domowych do bezpiecznych form oszczędzania (co za tym idzie nie uważamy, aby stopa wzrostu depozytów obniżyła się znacznie poniżej 10% r/r w 2012r).

**Wykres 3: Depozyty, gotówka i PKB r/r**


Źródło: NBP, GUS

**Wykres 4: Pozostałe aktywa gosp. dom. i WIG20 r/r**


Źródło: NBP, Bloomberg

**Na co oszczędzamy?**

Z raportu o warunkach i jakości życia Polaków „Diagnoza społeczna 2011” wynika, że w 2011r. jedynie 38% gospodarstw domowych posiadało oszczędności, choć w porównaniu do 2007r. jest to wzrost o prawie 10pp. Najczęściej wskazywanym celem oszczędzania była rezerwa na sytuacje losowe (67%), zabezpieczenie na starość (38%) oraz rezerwa na bieżące wydatki konsumpcyjne (34%). Pozostałe kategorie wybrane przez ponad 20% respondentów to zabezpieczenie na przyszłość dzieci, wypoczynek, leczenie, remont i zakup dóbr trwałego użytku. Przewaga tych właśnie kategorii występuje także w celach zaciąganych przez gospodarstwa domowe pożyczek. Inne dostępne badania ankietowe gospodarstw domowych (np.

przeprowadzone przez Fundację Kronenberga czy Homo Homini) wskazują, że finansowanie średniokresowych celów jak zakup dóbr trwałych, wakacje czy prezenty świąteczne są wymieniane przez większość respondentów jako główne cele oszczędzania. Jest to spójne ze wskazanym trendem utrzymania tempa wzrostu konsumpcji przy spadających dochodach do dyspozycji, niższej stopie oszczędności i malejącym tempie wzrostu aktywów finansowych. Co więcej okazuje się, że (również w Polsce) zmiana stopy wzrostu aktywów gospodarstw domowych, a więc swoisty efekt majątkowy, może być traktowana jako indyktor przyszłych zmian konsumpcji (patrz Wykres 5 - linia przerywana to nasza prognoza spożycia indywidualnego do końca 2012r. obniżająca się w kierunku 1%).

**Wykres 5: Aktywa gosp. dom. i konsumpcja indywidualna r/r**


Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne

**Perspektywy dla konsumpcji**

Spowolnienie gospodarcze i niższe tempo wzrostu dochodów w połączeniu z utrzymującą się importowaną wysoką inflacją powodują dalsze obniżanie realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych. Tendencja ta w 2011r. doprowadziła do spadku stopy oszczędzania do 1,7% (prognozy OECD wskazywały na ok. 5%) oraz obniżenia się stopy wzrostu posiadanych przez gospodarstwa domowe aktywów do 2,2% r/r. Negatywnie należy ocenić dalszy spadek nastrojów konsumenckich w I kw. 2012r. i ich dużą niepewność - pogorszeniu uległa większość wskaźników GUS m.in. oceniający, czy jest dobry czas na dokonywanie poważnych zakupów (zatem konsumpcja dóbr trwałych wzrastać będzie w relatywnie niskim tempie). Co więcej dane o sprzedaży detalicznej (jedynie 5,5% wzrost r/r w kwietniu) nie pozostawiają wątpliwości, co do materializującego się osłabienia popytu. Podobnie negatywna tendencja występuje (o czym pisaliśmy już kilkakrotnie) w wykazującym silną korelację z konsumpcją wskaźniku oceny przyszłej sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Dodatkowym czynnikiem pozostaje ograniczona możliwość finansowania wydatków konsumpcyjnych kredytem (wolumen kredytów konsumpcyjnych od początku roku systematycznie maleje, zaś ankiety przeprowadzane przez NBP wśród banków pokazują dalsze zaostrzanie kryteriów ich przyznawania). Wszystkie te sygnały wskazują, że przestrzeń do wzrostu dynamiki konsumpcji indywidualnej jest bardzo ograniczona, tym bardziej, że w pierwszej kolejności musi nastąpić odbudowa oszczędności prywatnych.

Paulina Ziemińska

## Unia Europejska - Raporty o konwergencji: dokąd zmierzamy?

W ostatnim tygodniu maja KE i EBC opublikowały „Raporty o konwergencji 2012” (RoK), w których dokonały oceny państw Unii Europejskiej spoza strefy euro (z wyjątkiem krajów *opt out* - UK i DK) pod kątem wypełniania kryteriów konwergencji nominalnej. Traktatowe brzmienie tych kryteriów jest powszechnie znane (por. Euromonitor). Zważywszy jednak na podkreślaną przez instytucje europejskie zasadę równego traktowania poszczególnych państw, warto przyglądać się również precedensom w zakresie praktyki ich stosowania.

Ewolucja ocen, jakim poddawani są potencjalni kandydaci do przyjęcia wspólnej waluty, trwa w tle debaty o reformach zarządzania gospodarczego w całej UE, jak również skomplikowanej sytuacji samej strefy euro. Z punktu widzenia Polski wydaje się, że pojęcie „kryzysu strefy euro” obejmuje niestety również ten aspekt.

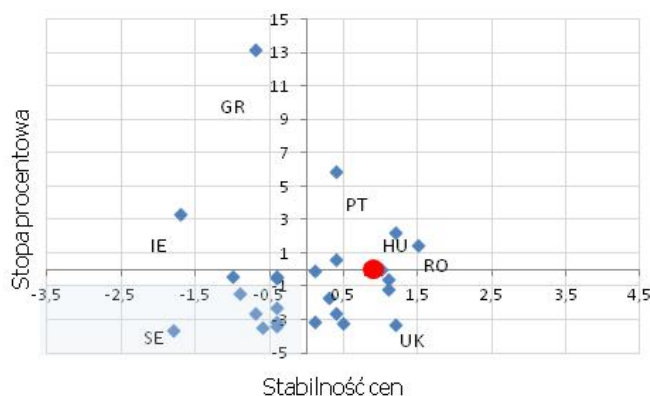
### Na kłopoty - outlier

Dwa lata temu okazało się, że ujemna stopa inflacji HICP nie przeszkadza (w przeciwieństwie do przypadku Litwy z 2004 r.) w uznaniu Portugalii, Estonii i Belgii za typowe i uwzględnieniu ich w grupie referencyjnej. Jednocześnie po raz pierwszy pojawiło się pojęcie „znaczącego odchylenia” (*deviation by a wide margin*) dynamiki cen od strefy euro jako całości, które wykluczyło wówczas z grupy referencyjnej Irlandię. Benchmark strefy euro jest ekonomicznie uzasadniony, lecz niespójny z dotychczasową konstrukcją wartości referencyjnej bazującą na statystykach pozycyjnych w grupie wszystkich państw UE.

Tym razem Irlandia znów przyciągnęła uwagę czytelników RoK: uwzględniona w grupie referencyjnej dla kryterium stabilności cen i jednocześnie wykluczona z - tej samej co do zasady - grupy referencyjnej dla kryterium stopy procentowej. Przed dwoma laty z tej ostatniej wykluczono Estonię, której rząd nie emituje adekwatnych, długoterminowych obligacji. Irlandia emituje wprowadzić takie papiery, ale jednocześnie korzysta z pomocy zewnętrznej UE-MFW i ma ograniczony dostęp do rynku.

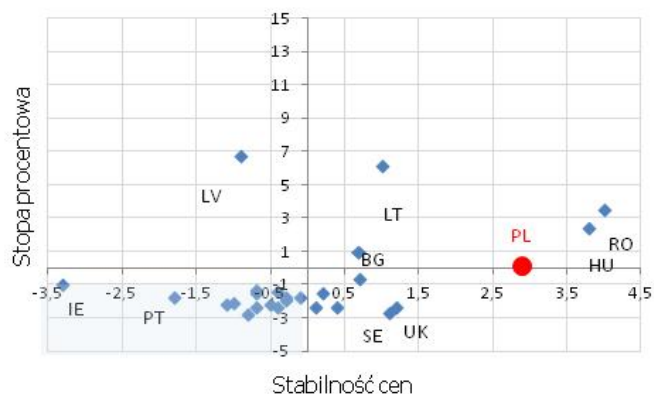
Po raz pierwszy więc (nie licząc przypadku Estonii) obie grupy referencyjne zostały *explicite* rozdzielone. Wszystkie powyższe przypadki stanowiły odpowiedź na kryzys - ekonomiczny i zadłużeniowy - poprzez klasyfikowanie państw jako outlierów. Problem z kryterium stopy procentowej jest jednak szerszy.

Wykres 1: Odchylenia od wartości referencyjnych: 2012



Źródło: Eurostat, DG Ecfm, EBC, obliczenia własne

Wykres 1: Odchylenia od wartości referencyjnych: 2010



Źródło: Eurostat, DG Ecfm, EBC, obliczenia własne

### Kryterium stopy procentowej a kryzys zadłużeniowy

Konstrukcja kryterium stopy procentowej (w szczególności „dziedziczenie” grupy referencyjnej po kryterium stabilności cen) bazuje na założeniu, że niskie długoterminowe stopy procentowe są odzwierciedleniem niskich, stabilnych oczekiwań inflacyjnych. W efekcie kryzysu zadłużeniowego pojawiła się jednak specyficzna grupa państw (południowe, nadbałtyckie), w których korekta silnych nierównowag spowodowała silną presję deflacyjną i jednocześnie trudności fiskalne, a w efekcie wzrost ryzyka kredytowego. To ostatnie stało się głównym czynnikiem różnicującym długoterminowe stopy procentowe w UE.

Grupa referencyjna - państw o „najbardziej stabilnych” cenach - może więc zawierać zarówno państwa o stosunkowo niskich stopach (Szwecja: 2,23, Słowenia: 5,36), jak i wysokich (Irlandia 2012: 9,11). Obciążałoby to w górę wartość referencyjną. Co więcej, silna presja na ceny w niektórych państwach UE w ostatnich latach spowodowała częstszą rotację w grupie referencyjnej. Częste wpadanie i wypadanie państw o wysokich stopach z grupy referencyjnej mogłoby powodować wzmożone wahania wartości referencyjnej. Z punktu widzenia interpretacji KE i EBC sytuacja jest wyjątkowa; trudno jednak sobie wyobrazić, że dostatecznie krótkotrwała, by dopuścić powrót do przedkryzysowej sytuacji na rynkach długu w UE w przewidywalnej przyszłości.

### Kryterium „nierównowagi”

Tegoroczne RoK ukazały się jako pierwsze po wejściu w życie w grudniu 2011 r. reform zarządzania gospodarczego w UE, znanych jako 6-pack. Polegały one m.in. na ustanowieniu procedury nierównowag makroekonomicznych (MIP) - jako uzupełnienia procedury nadmiernego deficytu (EDP). W lutym analiza zestawu wskaźników przez KE doprowadziła do wyselekcjonowania grupy państw zagrożonych nierównowagą (bez Polski, z regionu: Bułgaria i Słowenia). Równolegle z RoK zostały opublikowane pogłębione analizy dla tych państw. W żadnym z nich nie stwierdzono „nadmiernej” nierównowagi, która otwierałaby drogę do nałożenia sankcji fiskalnych.

Wyniki badania MIP pojawiają się w RoK 2012 bezpośrednio, wkomponowane w ocenę jako element osobnego, szóstego podrozdziału dla każdego z państw. Wcześniej mierniki nierównowagi zewnętrznej pojawiały się w bardziej miękkiej formie, tzn. jako wskaźniki dodatkowe przy ocenie stabilności kursowej.

**Będzie trudniej**

W RoK 2012 warto również zwrócić uwagę na jeszcze jeden precedens. Czechy zostały ocenione negatywnie pod kątem stabilności cen wyłącznie na podstawie prognoz, a nie bieżących wartości (przy 12M średniej kroczącej dynamice HICP poniżej wartości referencyjnej).

Również w Polsce wypełnienie kryterium stabilności cen byłoby zapewne trudniejsze niż wydawało się wcześniej. W nowym RoK Polska została oceniona negatywnie na podstawie bieżącej, średniorocznej dynamiki cen (4,0% vs wartość referencyjna 3,1%). Dla gospodarki przechodzącej proces realnej konwergencji przeciętnie wysoka dynamika cen stanowi ważny czynnik ryzyka, zwłaszcza jeżeli dopuszczalna jest wartość referencyjna obliczona na podstawie ujemnej dynamiki cen. W świetle ostatnich dwóch Raportów... należy jednak przypisać wyższą wagę ryzyku związanego z niską przewidywalnością wartości referencyjnej.

Kryterium stóp procentowych, skonstruowane 20 lat temu w warunkach rynkowych istotnie różnych od dzisiejszych, również może stać się dla Polski trudnym, ruchomym celem ze względu na coraz silniejszą zależność od przebiegu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Polska wprawdzie wypełniłaby je w 2012 r. ze stopą procentową 5,8% na poziomie wartości referencyjnej, ale margines bezpieczeństwa byłby większy, gdyby nie (nieoczekiwane) wykluczenie Irlandii z grupy referencyjnej.

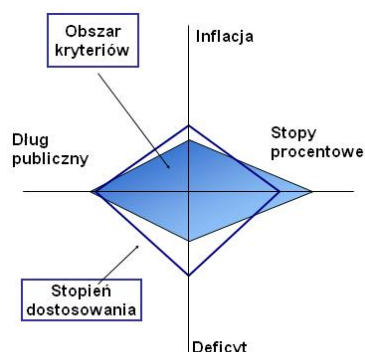
Na razie zmiany zarządzania gospodarczego w strefie euro nie objęły kryteriów wejścia do niej. Wyjątek stanowią zmiany w zakresie EDP, automatycznie uwzględnione w ocenie kryterium fiskalnego, oraz dodanie nierównowagi (MIP). W tym drugim przypadku Polsce też może być trudniej - proces realnej konwergencji rzutuje na kształtowanie się większości wskaźników ocenianych w MIP, a uwzględnianie tego procesu w końcowej ocenie ma charakter uznaniowy.

Andrzej Torój

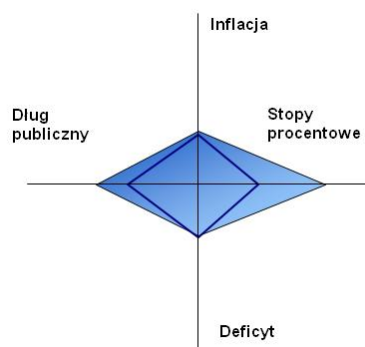
**Kryteria konwergencji\***

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,13% (kwiecień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,47% (kwiecień 2012)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny: < 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

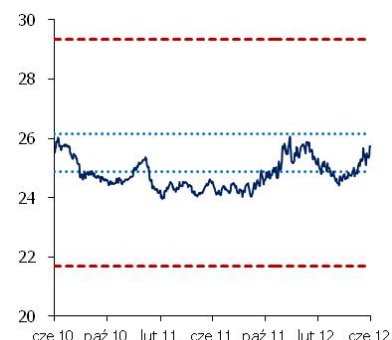
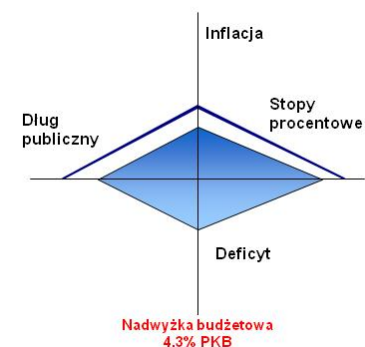
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

**POLSKA**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (kwiecień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,49% (kwiecień 2012)
- Deficyt sektora GG: 5,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 56,3% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


**CZECHY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,9% (kwiecień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,51% (kwiecień 2012)
- Deficyt sektora GG: 3,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 41,2% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


**WĘGRY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,4% (kwiecień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 8,77% (kwiecień 2012)
- Nadwyżka sektora GG: 4,3% 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.



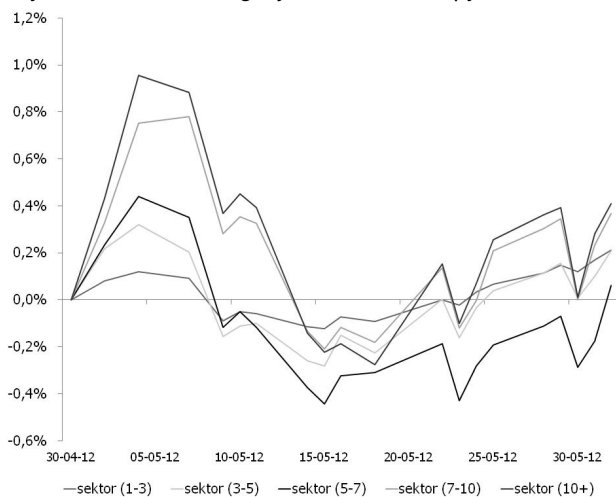
## Na rynku

### Rynek obligacji

Czynniki krajowe sugerują znacznie bardziej agresywną alokację (wydłużenie duration) i wygaszenie oczekiwań na podwyżki stóp: a) MinFin ograniczył na okres spodziewanego podwyższonego ryzyka ze strefy euro podaż najdłuższych papierów, b) Odnosimy wrażenie, że Rada nie ma zaplanowanej strategii dalszego zacieśnienia i choć utrzyma jastrzębią retorykę nie zapowie w czerwcu kolejnej podwyżki stóp. Zobowiązanie się do podwyżki na kwietniowym posiedzeniu traktowane jest z tej perspektywy jako manewr chybiony i Rada nie zamierza go powtarzać, tym bardziej, że członkowie RPP coraz bardziej obawiają się spowolnienia gospodarczego (na taki scenariusz powinna wskazać również seria danych publikowanych w czerwcu).

Pomimo nieograniczonego popytu na aktywa pozbawione ryzyka i asymetrycznej wypłaty w przypadku zrealizowania bądź nie nieuporządkowanego wyjścia Grecji ze strefy euro (wyjście to Euroggedon, pozostanie, to utrzymanie dzisiejszych wątpliwości i rozdźwięku między peryferiami i rdzeniem strefy i oczekiwanie na rozpad w przyszłości), rosną nadzieje na zdecydowane działania bądź to Eurogrupy, bądź ECB. Ten ostatni może poprzez swoje deklaracje (zapowiedź kolejnego LTRO, bądź obniżek stóp) istotnie wpłynąć na oczekiwania co do poziomu stóp w krajach satelitach, takich jak choćby Polska. Wreszcie wsparciem dla ryzykownych grup aktywów może zakończyć się posiedzenie Fed (przybliżenie kolejnego QE).

Wykres 1: Polskie obligacje skarbowe. Stopy zwrotu za maj 2012.



Źródło: Bloomberg

Czynnikiem wspierającym polskie obligacje jest wreszcie szachowanie przez NBP i BGK osłabienia złotego. Cały czas podtrzymujemy opinię, że polskie aktywa są bezbronne w sytuacji realizacji ekstremalnych ryzyk (kanał kursowy jest tu kluczowy - osłabienie złotego od razu skutkuje obawami o portfele banków i wzrostem ryzyka systemowego i kredytowego kraju), jednak będą outperformować, gdy uda się ustanowić choćby szerokie ale stałe przedziały zmienności dla waluty (wtedy korelacja między FI a FX jest nawet mniejsza niż 0,5), a spowolnienie nie przybierze gwałtownego obrotu (wtedy ryzyko kredytowe nie będzie czynnikiem determinującym ceny papierów).

Wreszcie polskie obligacje wspiera zmiana struktury inwestorów zagranicznych - więcej funduszy indeksowych i inwestorów długo-

terminowych, którzy nie muszą reagować na wszystkie zawirowania.

Ernest Pytlarczyk

### Rynek walutowy

#### EURUSD

Z okolic 1,3240 na początku miesiąca do 1,2335. Taki ruch na EURUSD spowodowała niemożność utworzenia nowego rządu w Grecji i rozpisane nowych wyborów (17 czerwca) połączona z dalszym pogorszeniem koniunktury światowej gospodarki (praktycznie we wszystkich przekrojach). Wskazane przez nas ryzyko złamania ostatnio obowiązującego range zmaterializowało się w pełni. Niemniej dzięki temu ruchowi EURUSD zniwelował rozbieżność w wycenie względem różnicy w stopach procentowych - obecny poziom odpowiada zatem mniej więcej krótkookresowej równowadze.

Wykres 2: Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp



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

Źródło: Reuters, obliczenia własne

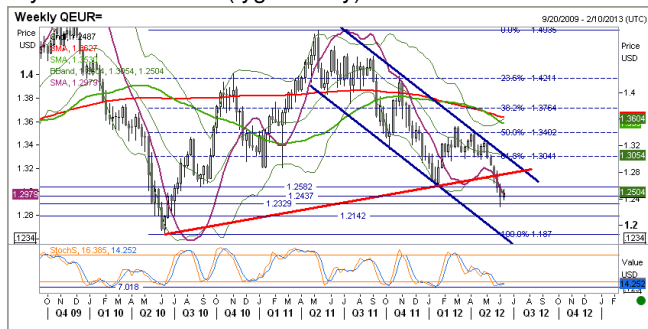
Bardziej od technicznej strony rynku, osłabienie było możliwe dzięki zbudowaniu rekordowej liczby krótkich pozycji spekulacyjnych w EUR (obawy o rozpad strefy euro, ryzyko zarażenia, panikę bankową), potęgowane sprzedażą walut na rynku spot przez banki centralne emerging markets, w celu obrony własnych walut, osłabiających się (często gwałtownie) w wyniku wzrostu awersji do ryzyka, a także z uwagi na zahamowanie zakupów banków centralnych (głównie Azja), normalnie dywersyfikujących rezerwy walutowe, które do tej pory były elementem podtrzymującym rynek od dołu.

W najbliższym czasie niepewność na rynkach finansowych pozostanie wysoka, co sprzyjać może nawet jeszcze niższym notowaniom EURUSD (atrakcyjny jest w tym zakresie techniczny poziom 1,1870) - przecież przestrzelenie względem dysparytetu (zwłaszcza przy tak niskich stopach procentowych) możliwe jest także w drugą stronę. Niemniej rozwiązanie niepewności odnośnie Grecji (17 czerwca - nawet przy niekorzystnym wyniku wyborów Grecja będzie ex post niechętna do wyjścia, chyba że postawiona pod ścianą, co jednak biorąc pod uwagę europejskie mechanizmy polityczne jest mało prawdopodobne), powiązane z możliwością osiągnięcia dna przez wskaźniki koniunktury i pierwsze kroki w celu utworzenia unii bankowej lub paneuropej-

skiego funduszu ratunkowego skupującego dług (euro obligacje wprowadzane tylnymi drzwiami) będzie w perspektywie kilku-miesięcznej wsparciem dla EUR, zwłaszcza że perspektywa QE w USA zrobiła się po ostatnich danych bliższa niż dalsza. Oczywiście ryzyko niekontrolowanej eskalacji sytuacji istnieje, jednak rynek już obecnie wycenia dość ekstremalny scenariusz. Ewentualna obniżka stóp przez ECB niewiele zmieni (może być nawet pozytywna dla EUR z uwagi na zmniejszenie kosztów finansowania banków biorących udział w poprzednich LTRO).

**Sytuacja techniczna.** Zamknięcie pod Fibo (61,8%) okazało się solidnym sygnałem, a mocne opory (trzy opadające wierzchołki) nawet nie były testowane. EUR przebił średnioterminowy trend wzrostowy (czerwona linia) monotonicznym ruchem i znalazł wsparcie dopiero nieco poniżej 1,2329 (minima z 2009 roku). W dalszym ciągu naturalnym celem wydaje się 1,1870 (minimum z 2010), który po drodze napotka jeszcze wsparcie 1,2142. Do przyjaciół kontrarian: oscylator ani nie pokazuje żadnej dywergencji, ani nie jest jeszcze maksymalnie wyprzedany. Stąd gra z trendem ma nadal sens, choć po takim zejściu można się spodziewać przynajmniej krótkiego okresu konsolidacji lub niewielkiej korekty (z zasięgiem max około 1,28).

Wykres 3: EURUSD (tygodniowy)



Źródło: Reuters

### EURPLN

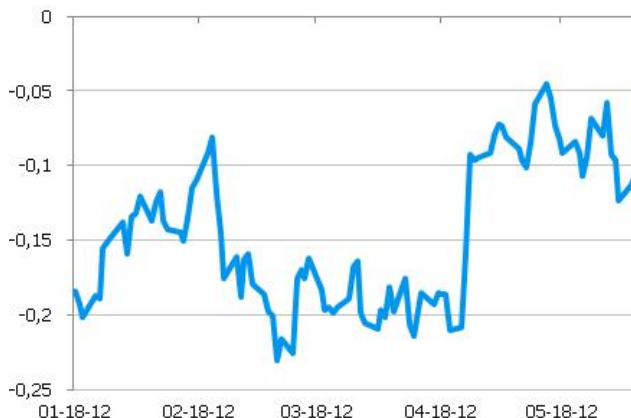
Złoty osłabił się z okolic 4,15 na początku miesiąca do 4,3910 na koniec miesiąca. Range również nie wytrzymał. Polska waluta (tak jak zresztą wszystkie waluty emerging markets) stała się zakładnikiem awersji do ryzyka, która zmanifestowała się także wyprzedającą na rynku obligacji (15pb. na 10-letach) i akcji (poмимо mizernych obrotów, WIG20 stracił 150 punktów, czyli około 7%).

Ruchy na EURPLN były w dużej mierze odzwierciedleniem zmian na EURUSD oraz przeceny pozostałych walut regionu (wycena czynnika krajowego w EURPLN pozostała bez zmian i nawet nieco wzrosła w ostatnich dniach). Wśród czynników krajowych (jednak prawdopodobnie na razie o marginalnym znaczeniu) można wymienić przeszacowanie perspektyw dla stóp procentowych (kontrakty FRA od 6x9 kwotowane są poniżej WIBOR3M), choć na razie nie jest to czynnik dominujący, czy też powolne rewidowanie oczekiwań uczestników rynku na tegoroczny wzrost PKB. Ważnym czynnikiem - ograniczającym skalę deprecjacji - była aktywność MF w okolicach 4,40-4,42 (w tym roku na rynku wymienione zostanie 11mld EUR).

Ostatni miesiąc potwierdza, że złoty się osłabia się w sposób nagły praktycznie tylko podczas gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka. Pod tym względem (i na tych poziomach) złoty może się wydawać nieco niedowartościowany i nie wykluczamy, że

notowania EURPLN spadną, gdy niepewność dot. strefy euro się rozwiąże (symetryczny argument sugeruje, że możemy zobaczyć jeszcze znacznie wyższe poziomy kursu - patrz komentarz do EURUSD). Nie uważamy jednak, że EURPLN ma znaczną przestrzeń do aprecjacji, nawet w obliczu spodziewanego przez nas scenariusza dla EURUSD. Przede wszystkim złotemu szkodzić może dalsze przeszacowanie perspektyw wzrostu, złagodzenie tonu RPP (jeśli w czerwcowym komunikacie pojawi się więcej stwierdzeń odnośnie słabego wzrostu PKB, rynek odczyta to jako koniec podwyżek stóp procentowych i wyceni bardziej gwałtowne obniżki), czy wciąż spore niezrównoważenie polskiej gospodarki (niska stopa oszczędności, relatywnie duży deficyt na rachunku obrotów bieżących); w tej sytuacji inwestorzy mogą być nieco bardziej wybredni decydując się na dobór aktywów nawet w reżimie nieco wyższej awersji do ryzyka.

Wykres 4: Czynniki krajowe w EURPLN



\* Wykres przedstawia reszty 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 umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.

Źródło: Reuters, obliczenia własne

**Sytuacja techniczna.** W perspektywie średnioterminowej EURPLN znajduje się w klinie, którego dolne ograniczenie okazało się trampoliną do ostatnich wzrostów. Na razie marsz w górę został powstrzymany w okolicach Fibo (23,6%), w sytuacji kiedy szpulka z ostatnich 3 tygodni plus biała świeca z dużym wąsem od góry nie przeszkodziły w uformowaniu kolejnej białej wypełnionej świecy, trend wzrostowy można uznać za silny. Naturalnym celem wydaje się góra klina (4,53), choć sporo ofert sprzedaży (ewentualnie zleceń S/L, P/T) może być wystawionych już w okolicach 4,50. Technicznie większe jest prawdopodobieństwo ruchu w górę (oscylator nie pokazuje jeszcze wykupienia - daleko do maksimów). Wsparcie należy szukać na 4,3050 (38,2% Fibo).

Wykres 5: EURPLN (tygodniowy)



Źródło: Reuters



## Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Czerwiec 2012	Lipiec 2012	Sierpień 2012
<b>POLSKA</b>			
Inflacja CPI	13	13	14
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	20	18	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	19	17	17
PKB	-	-	30
Koniunktura gospodarcza	22	20	22
Podaż pieniądza M3	14	13	14
Bilans płatniczy	15	13	13
Inflacja bazowa	20	20	21
Oficjalne aktywa rezerwowe	6	6	7
Posiedzenie RPP	5-6	3-4	-
<b>STREFA EURO</b>			
Inflacja HICP	14	16	16
PKB	6	4	14
Wskaźnik koniunktury ZEW	19	17	14
Posiedzenie ECB	6	5	2
<b>USA</b>			
Inflacja CPI	14	17	15
PKB	28	27	29
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	1	6	3
Zamówienia na dobra trwałe	27	26	24
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	2	1
Posiedzenie Fed	19-20	31	1

**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.