

**Biuro Analiz Ekonomicznych**

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

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

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

**Departament Rynków Finansowych**

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.golen@brebank.pl

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

Instrumenty Strukturyzowane  
Jacek Jurczyński  
tel. +48 22 829 15 16  
jacek.jurczynski@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>
Pomimo, iż RPP pozostawiła na lipcowym posiedzeniu stopy procentowe bez zmian, diagnoza stanu gospodarki przedstawiona w komunikacie uległa znacznemu pogorszeniu. Percepcję Rady zmieniła także znacznie gorsza od jej i rynkowych oczekiwań publikacja PKB za II kwartał. Odnosimy wrażenie, że z każdym miesiącem zaprzeczania faktowi pogłębiania spowolnienia reputacja Rady cierpi bardziej niż ratowana jest przez unikanie gwałtownej zmiany kierunku polityki pieniężnej. Obniżka stóp już we wrześniu nie jest zatem całkiem nieprawdopodobna. Do końca roku spodziewamy się łącznie obniżek w skali 50-75pb.	
<b>Gospodarka polska - Będzie gorzej</b>	<b>4</b>
Nie wykluczamy (przynajmniej statystycznej) recesji. Gospodarce polskiej w 2012 i 2013 roku brakować będzie przede wszystkim elementów popytu wewnętrznego: popytu na inwestycje infrastrukturalne, konsumpcji oraz stymulacji fiskalnej, która przy konieczności utrzymania ścieżki konwergencji staje się niemożliwa w skali dokonanej w 2009 roku.	
<b>Gospodarka globalna - Przełom w polityce banków centralnych</b>	<b>7</b>
ECB przedstawi we wrześniu zarys lecz prawdopodobnie nie szczegóły programu likwidacji „convertibility premium”. Za oceanem na razie najbardziej prawdopodobną opcją jest wydłużenie zobowiązania do niskich stóp procentowych. Na razie nie do końca akceptowany przez inwestorów scenariusz poprawy sytuacji gospodarczej i jednoczesnego uruchomienia instrumentów stymulacji monetarnej wydaje nam się bardzo prawdopodobny. Wynikiem powinna być kontynuacja fazy risk-on na rynkach finansowych, choć prawdopodobnie inwestorzy będą potrzebować nieco czasu (patrz reakcja po sierpniowym posiedzeniu ECB) aby zaakceptować nowe paradygmaty w polityce pieniężnej.	
<b>Euromonitor</b>	<b>10</b>
<b>Na rynku</b>	<b>11</b>
EURUSD ma naszym zdaniem szansę na aprecjację z uwagi na czynniki podtrzymujące globalną fazę risk-on (poluzowanie polityki pieniężnej w głównych gospodarkach, kontynuację powolnego wzrostu gospodarki amerykańskiej, porządku z zakresu governance w strefie euro). Tym razem jednak złoty nie będzie beneficjentem poprawy sentymentu, gdyż górze mogą wziąć czynniki krajowe (przed nami kolejna runda rewizji prognoz w dół, szybsze obniżki stóp procentowych oraz delikatna dyskusja o polityce fiskalnej) oraz regionalne.	
<b>Kalendarz publikacji danych</b>	<b>14</b>

**PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE**

Wskaźnik	2009	2010	2011	2012 F	2013 F	
PKB r/r	1.7	3.8	4.3	2.4	1.7	
Inflacja (średnia w okresie)	3.5	2.8	4.2	3.6	2.8	
Saldo rachunku obrotów bież. (%PKB)	-1.6	-4.5	-4.9	-2.5	-1.5	
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12.1	12.4	12.5	13.5	14.4	
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	
	2011 Q3	2011 Q4	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3 F	2012 Q4 F
PKB r/r	4.2	4.3	3.5	2.4	2.0	1.3
Inflacja (średnia w okresie)	4.1	4.6	3.9	4	3.9	3.2
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.25

F - prognoza



## Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Lut 2012	Mar 2012	Kwi 2012	Maj 2012	Cze 2012	Lip 2012	Sie 2012
<b>PKB i produkcja</b>							
PKB (%)		3.5			2.4		
Popyt krajowy (%)		2.7			-0.2		
Spożycie indywidualne (%)		2.1			1.5		
Nakłady brutto na środki trwałe (%)		6.7			1.9		
Wartość dodana (%)		3.2			2.2		
w przemyśle (%)		3.4			1.6		
w budownictwie (%)		9.6			1.4		
w handlu (%)		5.5			0.3		
Produkcja przemysłowa r/r (%)	4.6	0.7	2.9	4.6	1.2	5.2	-0.7
Produkcja przemysłowa m/m (%)	-1.0	10.7	-7.5	4.5	-2.0	-2.3	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	13.7	10.7	5.5	7.7	6.4	6.9	3.7
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	1.2	15.7	-2.4	0.9	0.2	1.3	
<b>Rynek pracy</b>							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3568.3	3770.7	3719.8	3618.0	3754.5	3700.0	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	4.3	3.8	3.4	3.8	4.3	2.4	3.1
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-2.7	5.7	-1.3	-2.7	3.8	-1.5	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	
Stopa bezrobocia (%)	13.5	13.3	12.9	12.6	12.4	12.3	12.3
<b>Ceny</b>							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.4	0.5	0.6	0.2	0.2	-0.5	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	4.3	3.9	4	3.6	4.3	4.0	3.9
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	2.6	2.4	2.7	2.3	2.3	2.3	2.2
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	-0.5	0.1	0.7	0.4	-0.5	-0.2	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	6	4.4	4.4	5.2	4.4	3.7	2.9
<b>Agregaty monetarne</b>							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	872.1	874.5	870.6	884.2	884.7	886.3	894.3
Podaż pieniądza r/r (%)	12.5	9.3	10.3	11.3	11.1	11.1	9.6
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	9.5	9.7	10.1	9.9	7.6	3.6	3.2
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	15.3	15.5	13.9	14.6	12.4	11.1	8.6
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	13.4	12.3	11.9	13.0	13.1	12.4	11.7
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	12.5	7.9	4.2	4.7	2.4	4.0	3.2
<b>Zagranica</b>							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1668	-670	-713	-749	-1240	-2082	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.13	4.15	4.17	4.39	4.22	4.12	4.17
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.10	3.11	3.15	3.55	3.35	3.35	3.31
<b>Stopy procentowe</b>							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75
Stopa lombardowa (%)	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	6.25
Stopa depozytowa (%)	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25
WIBOR 3M (%)	4.86	4.84	4.85	5.01	5.03	5.01	4.89
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.67	4.62	4.66	4.79	4.60	4.20	4.06
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	4.90	4.94	4.89	5.04	4.72	4.42	4.32
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	5.46	5.50	5.41	5.45	5.15	4.87	4.84
<b>Gospodarka światowa</b>							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.7	2.6	2.6	2.4	2.4	2.4	2.6
PKB w strefie euro r/r (%)		0.0			-0.4		
Stopa podstawowa ECB (%)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.8	0.75	0.75
Inflacja w USA r/r (%)	2.9	2.7	2.3	1.7	1.7	1.4	
PKB w USA r/r (%)		2.0			1.7		
Stopa docelowa Fed Funds (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25

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

Prognozy oznaczono kursywą.



## Polityka monetarna

### Stopy bez zmian w lipcu, niższa projekcja inflacyjna

Pomimo, iż RPP pozostawiła na lipcowym posiedzeniu stopy procentowe bez zmian, diagnoza stanu gospodarki przedstawiona w komunikacie uległa znacznemu pogorszeniu. Przedstawione równoległe wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej zostały obniżone (wzrost i inflacja o 0,2-0,3 pp, inflacja wraca do celu NBP w połowie 2013). Mimo to RPP zdecydowała się na utrzymanie w komunikacie stwierdzenia o możliwości dalszego dostosowania polityki monetarnej w przypadku pogorszenia perspektyw powrotu inflacji do celu. Takie kontrastujące z treścią komunikatu i wynikami projekcji stwierdzenie to nic innego jak zabieg mający na celu wygładzić zmianę retoryki i obronić tym samym wiarygodność gremium, które jeszcze dwa miesiące temu podwyższało stopy.

### Presja na poluzowanie polityki monetarnej rośnie

Strategię stopniowego łagodzenia retoryki RPP i jednoczesnego utrzymania stóp procentowych bez zmian (by zatrzeć wrażenie, że Rada popełniła błąd w prowadzeniu polityki monetarnej decydując się na podwyżkę w maju) mocno skomplikowała ostatnia seria negatywnych danych na czele z publikacją PKB (Instytut Ekonomiczny NBP prognozował 2,9% wzrost, czyli „przestrzelił” realizację aż o 0,5 pkt proc.). Niezaprzeczalnie spowolnienie w polskiej gospodarce staje się coraz bardziej widoczne i prawdopodobnie nasili się w kolejnych kwartałach (patrz sekcja Gospodarka Polska). Fakt utrzymywania się podwyższonej inflacji (do końca roku obniży się ona do około 3% r/r) przestaje być koronnym argumentem za utrzymaniem stóp procentowych na dotychczasowym poziomie, o czym część analityków przywołujących tzw. wsteczną regułę Taylora (backwardlooking Taylor rule) usiłowało przekonać uczestników rynku. W sytuacji istotnej rozbieżności prognoz dla sfery realnej z ich realizacją oraz szybszego rozszerzania negatywnej luki popytowej równie szybko obniża się implikowana przez regułę Taylora stopa procentowa banku centralnego. Korzystając z wersji reguły oszacowanej przez NBP ([Reestymacja kwartalnego modelu gospodarki polskiej NECMOD 2012, Lipiec 2012](#)), a więc reguły odwołującej się do prognoz inflacji i luki popytowej obliczyliśmy, że do końca 2013 roku stopy NBP mogą obniżone zostać o więcej niż 125pb.

Ostatnie rozbieżności prognoz i publikacji danych dla sfery realnej mogły istotnie wpłynąć na proces decyzyjny w RPP i strategię łagodzenia retoryki. Odnosimy (i prawdopodobnie nie tylko my) wrażenie, że z każdym miesiącem zaprzeczania faktowi pogłębiania spowolnienia reputacja Rady cierpi bardziej niż, jak dotąd utrzymywali członkowie Rady, ratowana jest przez unikanie gwałtownej zmiany kierunku polityki pieniężnej. Ostatnie wypowiedzi prezesa NBP zdają się potwierdzać nieuchronność obniżek stóp. Prawdopodobnie istotnym krokiem na tej drodze będą nowe założenia polityki pieniężnej (publikacja łącznie z komunikatem po wrześniowym posiedzeniu RPP), które mogą zdefiniować nowe, bardziej elastyczne ramy dla prowadzenia polityki pieniężnej. Wrześniowe posiedzenie może być zatem momentem, w którym RPP (kontynuując linię komunikacji prezentowaną przez prezesa Belkę wiosną) zapowie obniżkę stóp na październikowym posiedzeniu. W ten sposób obniżka zostanie przyspieszona względem wcześniejszego scenariusza zgrania jej z publikacją nowej - już wiadomo, że znacznie bardziej pesymistycznej - projekcji inflacyjnej. Prawdopodobne jest również, że w pierwszym kroku stopy obniżone zostaną o 50pb. W tym roku spodziewamy się, że skala obniżek wyniesie 50-75pb.

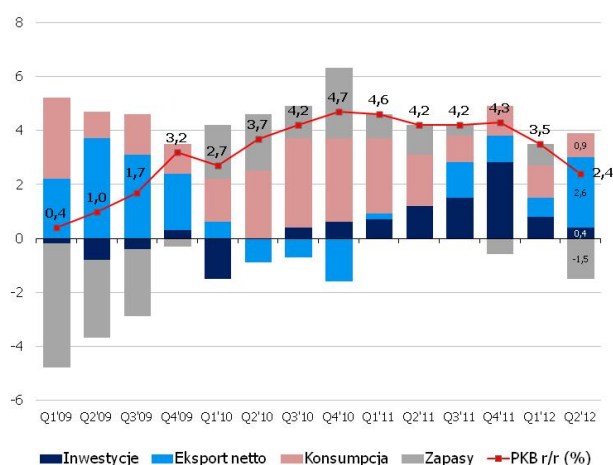
Zmiana percepcji co do tego, który scenariusz tak naprawdę mocniej obciąży reputację Rady powoduje, że obniżka stóp już we wrześniu nie jest całkiem nieprawdopodobna. Poza logiką wynikającą z osłabienia realnej gospodarki scenariusz poluzowania polityki monetarnej musi uwzględniać sytuację na rynkach finansowych, percepcję ryzyka oraz ewentualny wpływ na kurs złotego i dalej niemal automatyczne przełożenie na inflację. W obecnym reżimie globalnego rynku finansowego (tzw. risk on) obniżki stóp w Polsce mogłyby wiązać się jedynie z ograniczonym dalszym osłabieniem złotego.

Ernest Pytlarczyk

## Gospodarka polska - Będzie gorzej

W II kw. 2012 dynamika PKB obniżyła się do 2,4% r/r z 3,5% zanotowanych w I kw. Oczekiwania i prognoza prezesa NBP (Instytutu Ekonomicznego NBP) zbliżone były do 2,9%. Z tego punktu widzenia jest to olbrzymia niespodzianka i jednocześnie istotny element decyzyjny RPP, która od dłuższego czasu karmiona była wizją bardzo łagodnego spowolnienia w gospodarce polskiej.

Wykres 1: Kontrybucje do wzrostu PKB



Źródło: Opracowanie własne, GUS.

W oczu rzuca się przede wszystkim brak jakichkolwiek pozytywnych efektów związanych z organizacją EURO 2012. Konsumpcja w odróżnieniu od wzorca obserwowanego w innych krajach organizujących tę imprezę zanotowała w Polsce dalszy spadek dynamiki z 2,1% r/r do zaledwie 1,5% r/r. [Może pojawić się szereg głosów, że stwierdzenie o braku efektu EURO2012 jest postawione nieco na wyrost. Oczywiście może się okazać, że fundamentalne hamowanie konsumpcji było tak duże, że efekt EURO2012 stał się niewidoczny - z punktu widzenia perspektyw dla polskiej gospodarki jest to informacja dużo gorsza]. W ujęciu odsezonowanym konsumpcja wzrosła zaledwie o 0,4% kw./kw. Mocnym negatywnym zaskoczeniem była również dynamika inwestycji, która obniżyła się z 6,7% do zaledwie 1,9% r/r w II kw. Jako że wartość dodana w budownictwie obniżyła się z 9,6% do 1,4% r/r spadek dynamiki inwestycji należy utożsamiać z wyraźnym wyhamowaniem inwestycji infrastrukturalnych. Po odsezonowaniu dynamika kwartalna inwestycji wyniosła zaledwie 0,3% kw./kw.

Dynamika popytu krajowego spadła do -0,2% z 2,7% zanotowanych w I kw., a dodatni wzrost PKB udało się utrzymać jedynie dzięki dużej dodatniej kontrybucji ze strony eksportu netto. Dane o eksporcie netto sugerują również znaczne przyspieszenie bilansowania nierównowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce i sugerują istotną rewizję danych o deficycie na rachunku obrotów bieżących (w kierunku znacznie niższego z prawdopodobną nadwyżką na rachunku towarów i usług). Za zawężenie deficytu na rachunku obrotów bieżących odpowiedzialne jest naszym zdaniem wyhamowanie importochłonnych inwestycji infrastrukturalnych w połączeniu ze spowolnieniem konsumpcji.

### To dopiero początek

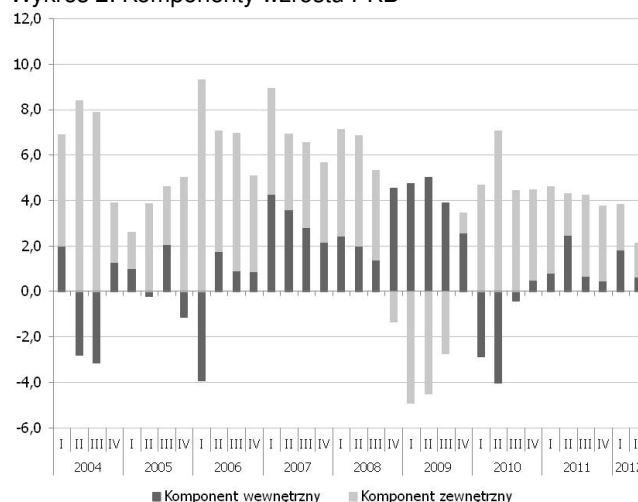
Wykres poniżej przedstawia dekompozycję wzrostu polskiego

PKB na komponent stricte zewnętrzny (eksport, nie eksport netto, gdyż ten drugi nie izoluje efektów zewnętrznych i jest w dużej mierze miarą statystyczną) oraz wewnętrzny (popytowe elementy PKB skorygowane o import). Na podstawie tego jednego wykresu można wysnuć wiele interesujących wniosków.

Po pierwsze, wbrew temu co powtarzają przedstawiciele instytucji centralnych, spowolnienie polskiej gospodarki nie wynika obecnie (wciąż) z osłabienia popytu zewnętrznego tylko krajowego, który szczególnie w drugim kwartale odnotował silny spadek kontrybucji do wzrostu PKB w pobliżu zera. Warto także zauważyć, że de facto od 2010 roku komponent zewnętrzny radzi sobie całkiem nieźle, natomiast komponent wewnętrzny raczej kiepsko - jest to wynik tego, że duża część finalnej sprzedaży na terytorium kraju została zrealizowana dzięki importowi; w tej sytuacji rozszerzenie deficytu na rachunku obrotów bieżących trudno nazwać czymś niezwykłym.

Po drugie, gospodarka polska uniknęła recesji w 2009 roku dzięki wysokiej kontrybucji komponentu wewnętrznego (luźna polityka fiskalna, szybkie przyrosty konsumpcji realizowane poprzez ograniczenie oszczędności i dalszą część boomu kredytowego). Podtrzymanie tego ożywienia w 2010 roku związane było natomiast z znacznym przyspieszeniem eksportu, które oprócz relatywnie dobrej kondycji handlu w gospodarce światowej było pokłosiem znacznego osłabienia złotego.

Wykres 2: Komponenty wzrostu PKB



Źródło: Opracowanie własne, GUS.

### Będzie gorzej, nie wykluczamy (przynajmniej statystycznej) recesji

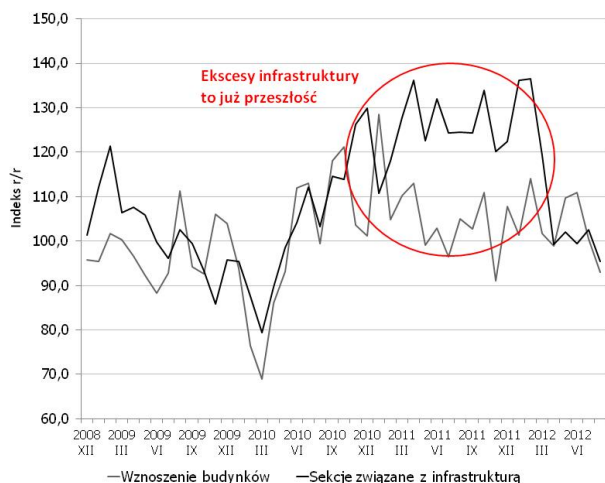
Struktura wzrostu polskiego PKB z II kw. sugeruje również najbardziej prawdopodobny scenariusz rozwoju wydarzeń na przyszłe kwartały.

Przede wszystkim należy spodziewać się dalszego spadku kontrybucji budownictwa infrastrukturalnego a ostatnie silne spadki wartości dodanej w budownictwie to tylko preludium do negatywnych dynamik, które będą nam towarzyszyły przez następne kwartały (na razie działa efekt statystyczny związany z „poziomem” na które wspięły się te wydatki, co zawyża wskaźnik roczny). Już teraz widać jak na dłoni, że po kilkunastu miesiącach ekscesów dynamika budownictwa infrastrukturalnego zbliżyła się do (mizernej) dynamiki budownictwa mieszkaniowego. Warto jeszcze zwrócić uwagę, że dynamika infrastruktury przyspieszała

od 2010 wystramiając ścieżkę ożywienia polskiej gospodarki. Obecnie ten „dopalacz” nie będzie działał.

W kwestii infrastruktury należy się czytelnikom jeszcze kilka słów wyjaśnienia. Otóż utrzymujemy, że duża część dóbr związanych z infrastrukturą była importowana (dotyczy to w szczególności środków trwałych koniecznych do produkcji, czy też zmiany aparatu produkcyjnego firm z sekcji przetwórstwa przemysłowego działającymi na potrzeby infrastruktury). Oznacza to, że ekspansja infrastruktury generuje statystycznie (i jednocześnie statycznie) analogiczny ruch w przeciwną stronę na imporcie. Te dwie wielkości mogą się znosić w kontekście statystycznym, jednak nie na przestrzeni dłuższego czasu kiedy pojawiają się dodatkowe, popytowe efekty mnożnikowe związane z wydatkami na infrastrukturę publiczną (na boku zostawiamy w tej chwili efekty podażowe, które pojawią się w zdecydowanie dłuższym terminie, wykraczającym poza cykliczne fluktuacje PKB). Tak jak w przypadku ekspansji budownictwa prowadzi ono na przestrzeni czasu do przyspieszenia PKB, obecna kontrakcja będzie ujemnie wpływać na dynamikę PKB, gdyż brak dodatkowych efektów popytowych zrównoważy pozytywne efekty statystyczne (statyczne) w postaci niższego importu (i zawyżenia - ceteris paribus eksportu netto).

Wykres 3: Produkcja budowlano-montażowa



Źródło: Opracowanie własne, GUS.

Kolejnym elementem układanki jest konsumpcja prywatna. Już do znudzenia powtarzamy, że oczekiwania gospodarstw domowych w kwestii sytuacji finansowej są na tyle niskie (ostatnie odbicie było tylko chwilowe - co pokazały dane sierpniowe), że implikują cel na dynamice konsumpcji prywatnej w okolicach 1,0%. Może się jednak okazać, że jest to szacunek nadmiernie optymistyczny, gdyż zaobserwowaliśmy ostatnio skokowe pogorszenie dynamiki płac w przetwórstwie przemysłowym, które sprawia, że płace realne kurczą się w ujęciu rocznym (inflacja w okolicach 3% będzie raczej trwałym elementem polskiego krajobrazu w najbliższych kwartałach. Przepowiadany przez część analityków spadek inflacji w 2013 mający pobudzić realną siłę nabywczą wcale, znów ze względu na politykę globalnych banków centralnych, nie musi się zmaterializować. Inflacja paliwowo-żywnościowa w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu w dalszym ciągu drenować będzie portfele Polaków ograniczając przestrzeń do konsumpcji pozostałych dóbr). Co więcej, na rynku pracy nie zaobserwowaliśmy jak do tej pory dostosowań realnych, tzn. znaczącej redukcji zatrudnienia. O ile zgadzamy się z tezą, że obecne spowolnienie na rynku pracy przebiega bardziej gradualnie niż poprzednio a firmy

raczej chomikują siłę roboczą, 20-30 tys. redukcji miejsc pracy w obecnym cyklu i przy obecnych prognozach PKB jawi się jako nad wyraz optymistyczne. W samym budownictwie, w związku z wyhamowaniem projektów infrastrukturalnych zagrożonych może być nawet 100 tys. miejsc pracy. Tak duży ubytek z pewnością będzie wiązał się z dodatkowymi negatywnymi skutkami dla popytu konsumpcyjnego. Jeśli zauważymy, że konsumpcja już rośnie bardzo słabo (patrz opis danych o PKB) istnieje spore prawdopodobieństwo, że 1% wzrostu nie jest twardą granicą, tym bardziej że gross dostosowań konsumpcji odbyło się niejako na oczekiwaniach pogorszenia sytuacji gospodarczej - dopiero teraz faktycznie zaczyna się ona pogarszać.

Istnieje spora rzesza zwolenników tezy, że ratunkiem dla polskiej gospodarki będzie eksport. Jest to teza dość wątpliwa biorąc pod uwagę bardzo słabą kondycję gospodarki niemieckiej, wciąż niejasne losy gospodarki chińskiej oraz brak znacznego osłabienia, które „ratowało” gospodarkę polską w 2010 roku. W tym kontekście oczekujemy, że będzie jeszcze gorzej, aby mogło być lepiej - stymulacja zewnętrzna przyjdzie jednak prawdopodobnie zbyt późno, aby odwrócić trajektorię PKB w tym roku (oprócz ogólnego 2013 roku nie podejmujemy się przy tym próby ustalenia daty, kiedy mogłaby być ona widoczna). Nasz model produkcji przemysłowej i eksportu oparty między innymi na kursie walutowym, bieżącej dynamice PKB, inflacji oraz stopach procentowych sugeruje, że uzyskanie w obecnej chwili dodatnich dynamik wzrostu produkcji przemysłowej (i tym samym eksportu) wymagałoby osłabienia złotego do 5,50-5,60 a więc poziomów, które byłyby zagrożeniem dla stabilności systemu finansowego w Polsce. Może więc w takim kontekście lepiej zaakceptować wyłączenie stymulacji eksportowej dla polskiej gospodarki niż życzyć sobie rzeczy trudno akceptowalnych, czy wręcz szkodliwych.

Podobny dylemat nastęrcza kwestia stymulacji fiskalnej. Rząd proponując deficyt na rok 2013 na poziomie 35 mld zł trzyma się ciągle dość blisko ścieżki konwergencji, w której deficyt finansów publicznych miał być w przyszłym roku ograniczony do 2,2% PKB (finalnie deficyt okaże się kilka dziesiątych punktu procentowego wyższy). Strategia taka prawdopodobnie wynika z (naszym zdaniem słusznych) obaw o brak tolerancji rynków dla stymulacji fiskalnej w starym stylu. Bolesnie o tym przekonali się choćby kraje peryferii strefy euro. Nawet utrzymanie deficytu budżetowego i deficytu finansów publicznych na poziomie z 2012r może de facto oznaczać pro cykliczne zacieśnienie fiskalne; w 2013 roku prawdopodobnie dojdzie do dalszego spadku dynamiki wpływów z podatków i wzrostu kosztów związanych ze wzrostem bezrobocia, stąd utrzymanie niezmiennego poziomu deficytu okupione zostanie ograniczeniem wydatków inwestycyjnych pogłębiając osłabienie popytu wewnętrznego.

Podsumowując, znaczna dynamika procesów w sferze realnej oraz niejako nieodwracalność ich trendów implikują, że gospodarka polska będzie kontynuowała trend spadkowy. Już w IV kwartale tego roku spodziewamy się, że dynamika PKB osiągnie poziom bliski 1%. Nie możemy jednak wykluczyć scenariusza, w którym spowolnienie będzie głębsze i dłuższe, przy czym gospodarka polska odnotuje techniczną recesję, w której dynamika roczna krajowego produktu obniży się poniżej zera w jednym (lub dwóch) kwartałach.

Oczywiście ryzyko realizacji tego negatywnego scenariusza może być do pewnego stopnia modyfikowane dzięki zaistnieniu szeregu pozytywnych czynników (głównie na poziomie globalnym), których wystąpienie jest w dalszym ciągu prawdopodobne. W



szczegółności niewykluczone, że obecne dostosowania nominalne (spadające ceny i płace) pozwolą szybciej zlikwidować nadmiar mocy wytwórczych i gospodarka szybciej powróci na trajektorię wzrostową. Nie można również wykluczyć scenariusza, w którym silniejsza stymulacja monetarna w gospodarce globalnej (niejako skoordynowane, dalsze poluzowanie ze strony ECB i Fed, skuteczna polityka pobudzania popytu w gospodarce chińskiej) poskutkuje ożywieniem globalnego handlu w 2013 roku, co odbyłoby się nie bez wpływu na komponent zewnętrzny polskiego cyklu koniunkturalnego. Analizując te czynniki należy jednak pamiętać o egzogenicznych ograniczeniach dla polskiej gospodarki: wyhamowaniu dynamiki inwestycji infrastrukturalnych oraz braku przestrzeni do stymulacji fiskalnej przy zagrożonej ścieżce konwergencji. Czynniki te były ważnym elementem wzrostu PKB w 2009 i 2010 roku, obecnie warunki startowe są więc diametralnie inne.

Marcin Mazurek  
Ernest Pytlarczyk

## Gospodarka globalna - Przełom w polityce banków centralnych

### EBC - diabeł tkwi w szczegółach

Wobec niejasności sierpniowego komunikatu EBC czwartkowa (6.09.2012) decyzja i oczekiwania na uruchomienie kolejnego programu skupu obligacji krajów peryferyjnych pozostawiają pole do spekulacji o jego kształcie i terminach. Szerokie spektrum oczekiwań jest jednak tłumione przez nieznaną do 12 września decyzję niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego dotyczącą funduszu ESM. W tym kontekście czwartkowy komunikat może rozczarować wskazując tylko na te szczegóły programu stabilizującego rynek długu, które są niezależne od ESM. Oliwy do ognia dolały przecieki z zamkniętego wystąpienia prezesa Draghiego przed parlamentem europejskim oraz prasowe informacje dotyczące rzekomej rezygnacji prezesa Weidmanna (BuBa).

#### Sierpniowe rozczarowanie

Oczekiwania na dodatkowe działania EBC były wygórowane już przed posiedzeniem 2 sierpnia. Rada Gubernatorów nie zdecydowała się wówczas na kolejne dostosowanie poziomu stóp procentowych, a zapowiedź nowego programu skupu długu krajów peryferyjnych rozczarowała brakiem szczegółów oraz jego uzależnieniem od działań konsolidacyjnych tych krajów narzuconych i kontrolowanych przez EFSF/ESM po formalnym zwróceniu się do nich o pomoc. Na konferencji w sierpniu Draghi unikał odpowiedzi na wszelkie szczegóły dotyczące nowego programu w tym kwestie wielkości, sterylizacji czy statusu seniority, a nawet innych możliwych opcji działania. Jedyne doprecyzowanie dotyczyło terminu zapadalności obligacji, których skup rozważa EBC (6-12 miesięcy), jednak aktualność tej informacji stoi pod znakiem zapytania - ostatnie informacje sugerują skup papierów nawet do 3 lat włącznie). Sierpniowe posiedzenie przy braku konkretnych informacji potwierdziło jednak, że EBC wyciągnęło wnioski z pierwszego średnio udanego programu ESM i jest zdeterminowane do ratowania integralności strefy euro (słynne „will do whatever it takes” z wystąpienia Draghiego w Londynie 26 lipca) nawet przy sprzeciwie niemieckich reprezentantów (decyzja o przygotowaniu nowego programu miała jedynie jednego przeciwnika - Weidmanna). Działania te formalnie będą warunkowe, jednak można dyskutować, czy przy zagrożeniu strefy euro program nie zostanie podpisany pod remedium na szeroko rozumiane defekty w transmisji polityki monetarnej.

#### Szczegóły działań „ilościowych”

Obecnie dyskusja nad zaangażowaniem ECB napotyka na szereg problemów (pytań). Oto one.

- Pierwszym nasuwającym się pytaniem jest rodzaj warunku narzuconego przez EBC - z dotychczasowych komunikatów wynika, że kraj musi zgłosić się o pomoc do EFSF/ESM i wypełnić stawiane przez nie warunki (nie jest jednak jasne jakie, co de facto może oznaczać tylko konieczność wypełniania i tak obowiązkowych założeń procedur nadmiernego deficytu i poddania się procedurze korekt nierównowag). Asmussen sugerował także, że fundusze pomocowe powinny najpierw interweniować na rynku pierwotnym. Co więcej, powstaje pytanie o kraje już korzystające z pomocy i wypełniające swoje zobowiązania, takie jak Portugalia czy Irlandia, oraz o wybór terminu interwencji - zarówno w kontekście spełniania przez dany kraj wskazanych warunków, jak i interwencji ESM/EFSSF na rynku pierwotnym (nie może dojść do sytuacji w której kraje będące ofiarą ostrych pro-

gramów fiskalnych będą traktowane gorzej niż Włochy, czy Hiszpania, które poza „normalnymi” zobowiązaniami wynikającymi z członkostwa w strefie euro nie muszą spełniać żadnych dodatkowych warunków uzgodnionych co najmniej dwustronnie z Komisją).

- Zaangażowanie EBC może być uwarunkowane samym poziomem rentowności obligacji (czy jak spekulowano spreadu np. między niemieckimi bundami). Jest jednak mało prawdopodobne, aby górny dopuszczalny poziom został podany (nie wspominając o trudności z jego wyznaczeniem) narażając rynek na ataki spekulacyjne i generując pokusę nadużycia ze strony krajów beneficjentów oraz wymuszając zobowiązanie EBC do interwencji w konkretnych momentach (porównanie do decyzji SNB odnośnie poziomu kursu EURCHF wraz ze wszystkimi konsekwencjami nasuwa się samo). Dyskusyjne jest także, czy bezpośredni cel skłaniałby kraje do zgłaszania się po pomoc, czy skutkowałby odkładaniem przez nie reform (podobnie jak SMP). Najpewniej EBC zapewni sobie elastyczność działania ustalając rozmyte ograniczenia.
- Brak zobowiązania co do granic rentowności wyznaczających konieczność interwencji daje także pole do ograniczenia wielkości programu, choć może to być kolejna kwestia „znana, ale niedopowiedziana”. W komunikacie z 2 sierpnia określono, że wielkość zakupów EBC będzie „adekwatna, by osiągnąć założone cele”, jeśli jednak cel pozostanie rozmyty, to wartość zakupów także. Oczywiście jest to kwestia założeń programu, gdyż transparentność wykonanych operacji jest niezbędna (przynajmniej w skali jaka dotyczyła SMP - w szczególności należałoby poprawić politykę informacyjną w zakresie kupowanych papierów).
- Niektórzy upatrują niepowodzenia SMP w niepewności inwestorów związanej ze statusem seniority obligacji kupowanych przez EBC. Dzięki zachowaniu statusu pożyczkobiorcy uprzywilejowanego ECB musiał nie tylko przeciwstawić się fali sprzedaży spekulacyjnej lecz także tej wynikającej z coraz większego podporządkowania prywatnych wierzycieli (w konsekwencji czyniącej bieżące ceny papierów jeszcze mniej atrakcyjnymi). Na razie z komunikatów wynika, że kwestia zabezpieczenia EBC może zostać inaczej rozwiązana (np. poprzez rządowe zabezpieczenia) lub nawet zaniechana, jednak aby maksymalizować skuteczność programu kwestia ta musi być przejrzysta.
- Podczas sierpniowej konferencji jednym z niewielu szczegółów podanych przez Draghiego był okres zapadalności papierów- powiedział on wówczas, że EBC skupi się na krótkim końcu krzywej (maksimum 12 miesięcy). Jednak przecieki z wystąpienia Draghiego przed parlamentem europejskim 3 września wskazują, że rozpatrywane maturity sięga nawet 3 lat (rynkі zareagowały na tę rewelację wyprzedzają bundów i mocnym płaszczeniem krzywych rentowności krajów peryferyjnych), a zatem EBC odchodzi od idei stawiania tych operacji obok standardowych operacji otwartego rynku i zbliża je bardziej do SMP. Jest to temat z pewnością wymagający wyjaśnienia przez prezesa EBC.

Poza wskazanymi kwestiami wymagającymi doprecyzowania w kolejnym (lub jeszcze następnym) komunikacie EBC trzeba podkreślić, że podczas sierpniowej konferencji Draghi nie wykluczył także innych działań wpierających („there were no taboos in the discussion”) wspominając o LTRO czy rozszerzeniu spektrum dopuszczalnych zabezpieczeń (tu dyskusja została wprost zapowiedziana na wrzesień).

### Ujemna stopa depozytowa?

Na koniec należy odnieść się do możliwej obniżki stopy referencyjnej EBC wraz z opcją zawężenia korytarza stóp procentowych lub spadku stopy depozytowej poniżej zera. Podczas wrześniowego posiedzenia rada Gubernatorów będzie dysponować nowymi prognozami wzrostu, które bez wątpienia zostaną zrewidowane w dół (wskazują na to ciągle słabe napływające dane makro) oraz inflacji, które ciągle plasują się w granicach konsensusu rynkowego i nie będą determinowały decyzji o poziomie stóp. Decyzja o kolejnej obniżce była dyskutowana już w sierpniu i jest niewątpliwie tylko kwestią czasu (na co wskazują też późniejsze komentarze m.in. Visco) - jeśli prezentacja niższych prognoz wzrostu wyznaczy według EBC odpowiedni moment (co jest zgodne z oczekiwaniami rynku), to ze względu na możliwe komplikacje techniczne z ujemną stopą depozytową rada prawdopodobnie zdecyduje się na przynajmniej tymczasowe zawężenie korytarza stóp.

### Wrzesień czy październik?

Podsumowując, komunikat po sierpniowym posiedzeniu rozbudził oczekiwania na wrześniowe decyzje EBC, jednak chęć działania w ramach politycznej poprawności (szczególnie przy ewidentnym i coraz silniejszym sprzeciwie Bundesbanku) może opóźnić część z nich. Rada Gubernatorów w głosowaniu (z jednym głosem sprzeciwu) zdecydowała o uruchomieniu kolejnego programu skupu obligacji. Doprecyzowanie jego szczegółów, podobnie jak obniżka stóp procentowych są jedynie kwestią czasu - miesiąca lub kilku dni.

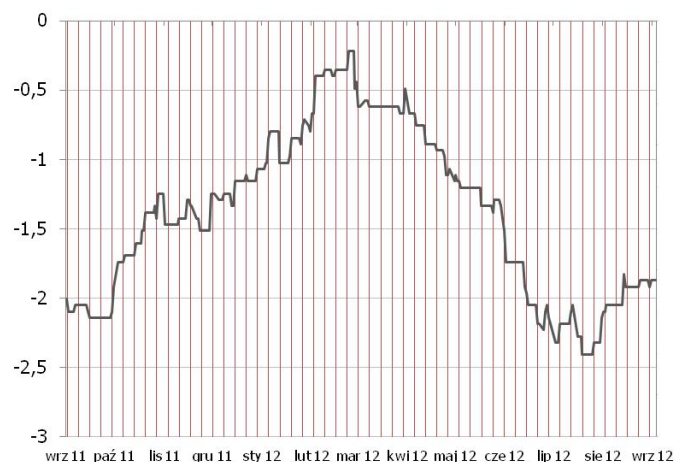
### Fed - dalsza stymulacja

Oczekiwania na tegoroczne przemówienie Bernanke w Jackson Hole 31 sierpnia, podobnie jak zeszłoroczne, obarczone było sporymi oczekiwaniami na komunikat podobny do tego ogłoszonego dwa lata wcześniej (a właściwie na jego wpływ na rynek, niekoniecznie chodziło o same rozwiązania). Już nie tylko rynek ciągle doszukuje się sygnałów wskazujących na potrzebę uruchomienia kolejnej rundy stymulacji ilościowej, ale sam Bernanke szuka argumentów potwierdzających taką konieczność, starając się uniknąć sytuacji w której gospodarka zbyt długo bilansuje na granicy ożywienia i spowolnienia, generując duże ryzyko uruchomienia spirali deflacyjnej. Każda nowa publikacja zza oceanu wzmacnia spekulacje dotyczące QE3, zaś członkowie FOMC pozostają ciągle rozczarowani tempem ożywienia i otwarci na dalszą stymulację gospodarki - uważamy, że tabu zostało ostatecznie złamane wystąpieniem Bullarda i opcją ujemnych stóp procentowych.

Obraz gospodarki amerykańskiej odbijający się w danych makroekonomicznych i zaprezentowany w opublikowanej pod koniec sierpnia Beżowej Księdze współgra z ostatnimi wzrostami indeksu zaskoczeń i obserwacjami, że gospodarka prawdopodobnie zaczyna wychodzić z tzw. soft patch i wchodzić w bardziej regularną fazę anemicznego ale jednak ożywienia. Taki obraz jest jednak stosunkowo nowy, gdyż od początku 2012 roku zaskoczenia były raczej negatywnie (patrz wykres indeksu zaskoczeń). W tym kontekście nie dziwi bardzo gołębi (Bullard nazywa go nawet „historycznym”) wydzwięk Minutes z posiedzenia FOMC z przełomu lipca i sierpnia, który wskazuje, że większość członków komitetu widzi w najbliższym czasie wysokie prawdopodobieństwo dalszego poluzowania monetarnego, gdyby gospodarka amerykańska nie przyspieszyła znacząco (rozważano wówczas wprowadzenie do komunikacji wskazań co do stymulacji nawet w przypadku kontynuacji skromnego ożywienia, aby wyeliminować

ryzyka ponownego wejścia w recesję).

Wykres 1: Indeks zaskoczeń dla USA



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Obserwowane od końca lipca pozytywne niespodzianki nie są wystarczające i, jak wskazuje wyczekiwane przemówienie Bernanke w Jackson Hall, nie powodują porzucenia pomysłu dodatkowej stymulacji ilościowej. We wspomnianym przemówieniu, choć nie padł żaden konkretny, powtórzona została pozytywna ocena przeszłej stymulacji, możliwość kolejnego programu zakupu aktywów oraz przedłużenia okresu niskich stóp procentowych (które będzie „szczególnie efektywne”, jeśli akomodacyjna polityka zostanie utrzymana nawet w przypadku kontynuacji ożywienia). Korzystnie przedstawiony został też bilans kosztów i korzyści przyszłej stymulacji, co wskazuje, że Fed obawia się powrotu recesji, nie jest usatysfakcjonowany przez kontynuację soft patch i czeka tylko na odpowiedni moment z jego wprowadzeniem.

Wśród możliwych działań stymulacyjnych Fed znajduje się wydłużenie okresu zobowiązania do utrzymania możliwie najniższego poziomu stóp procentowych (obecnie to „późny 2014 rok”) oraz nowa runda skupu aktywów (ostatnio pojawiły się wypowiedzi członków Fed o możliwości wprowadzenia ujemnych stóp procentowych, jednak ze względu na techniczne i interpretacyjne problemy nie jest to opcja prawdopodobna, przynajmniej na razie - jak już jednak wspomniano w bieżącej polityce pieniężnej nie ma tematów tabu). Określenie ram QE3 wymaga oczywiście odniesienia się do funkcjonujących do końca roku operacji „twist”. Najprostszym działaniem byłoby zatem zaprzestanie sprzedawania krótkich papierów w ramach tych operacji i płynne przejście w nowy program. Nie jest jednak wykluczone, że Fed zapewni sobie większą elastyczność nie specyfikując konkretnej wartości zakupów na konkretny okres czasu, a jedynie (podobnie jak EBC) podejmie działania w celu osiągnięcia założonego efektu (na takie rozwiązanie wskazuje fragment z sierpniowego Minutes). Jak na razie opcją minimum jest wydłużenie okresu obowiązywania niskich stóp procentowych - jest to również opcja najmniej wrażliwa politycznie.

Obecnie inwestorzy chyba nie do końca akceptują scenariusz, w którym mogą mieć do czynienia i z poprawą sytuacji w gospodarce i uruchomieniem kolejnych instrumentów stymulacji monetarnej. Wydaje nam się jednak, że jest to bardzo prawdopodobny scenariusz, gdyż balansowanie wzrostu PKB w przedziale 1-2% stwarza znaczne niebezpieczeństwo powrotu recesji (i tym samym spirali





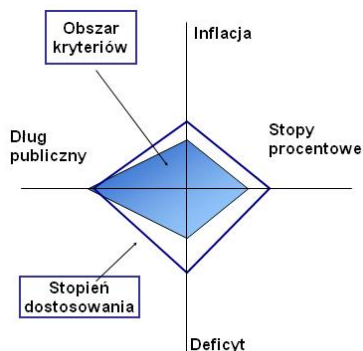
deflacyjnej i być może nawet pułapki płynności), czego za wszelką cenę Fed chce uniknąć. Wynikiem splotu stymulacji monetarnej z poprawą sytuacji w gospodarce powinno być kontynuacja fazy risk-on na rynkach finansowych.

Paulina Ziemińska  
Marcin Mazurek

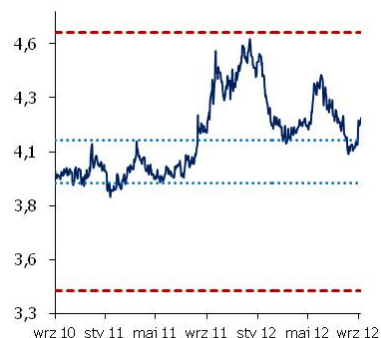
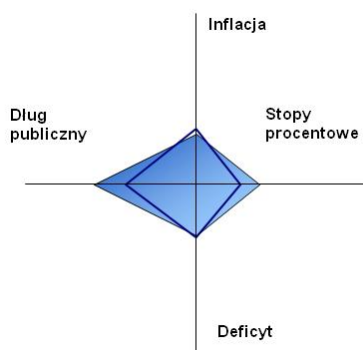
**Kryteria konwergencji\***

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,97% (lipiec 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,70% (lipiec 2012)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny: < 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

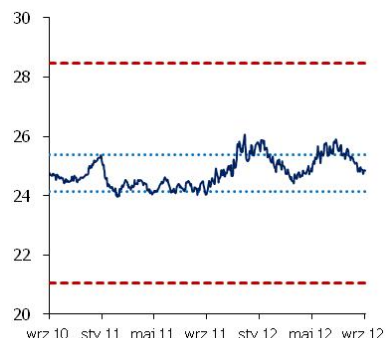
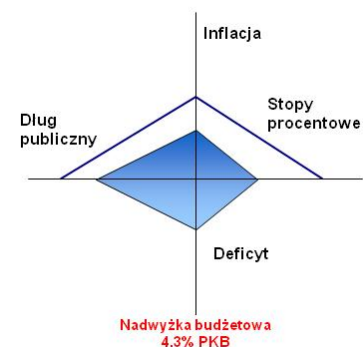
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

**POLSKA**


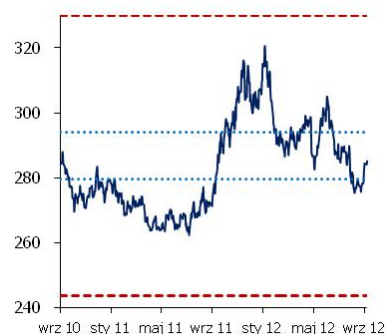
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (lipiec 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,99% (lipiec 2012)
- Deficyt sektora GG: 5,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 56,3% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


**CZECHY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,3% (lipiec 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,60% (lipiec 2012)
- Deficyt sektora GG: 3,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 41,2% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


**WĘGRY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,9% (lipiec 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,56% (lipiec 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

Przez znaczną część sierpnia kontynuowana była wyprzedaż długich polskich obligacji. Skorygowane zostały również oczekiwania co do głębokości poluzowania monetarnego w odpowiedzi na wyraźny wzrost apetytu na ryzyko na świecie oraz lepsze dane o produkcji przemysłowej w Polsce. Końcówka sierpnia to jednak powrót obaw o wzrost gospodarczy (zaskoczenie niższym odczytem PKB za II kw.) i gwałtowny powrót gry na obniżki stóp w Polsce i silne wzrosty cen krótkich obligacji.

Wrzesień naszpikowany jest istotnymi wydarzeniami politycznymi i gospodarczymi, co sugerować może gwałtowne zwroty akcji na rynku długu. Zaczynając od wystąpienia Bernanke w Jackson Hole (już wiadomo, że podtrzymało bieżące nastroje) przez decyzje RPP, ECB i Fed, po decyzję niemieckiego sądu konstytucyjnego, wybory w Holandii i składanie przyszłorocznego budżetu w Polsce, wszystkie te wydarzenia mają potencjał do wywołania istotnych turbulencji rynkowych.

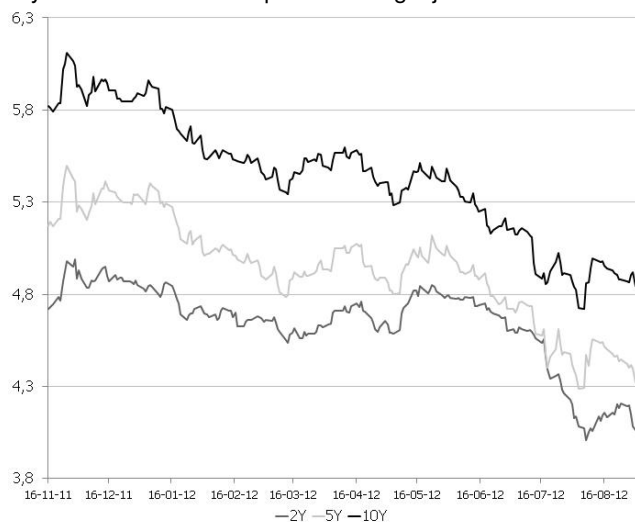
Po konferencji w Jackson Hole jasne stało się, że drzwi do dalszej stymulacji pozostaną szeroko otwarte. Co więcej, trwającą obecnie fazę risk on wzmocnić mogą lepsze dane z USA (indeks zaskoczeń wyraźnie zmienił już trend na rosnący) i (już po wrześniowym posiedzeniu Fed) obietnica QE - nawet przy trwającym ożywieniu gospodarczym, tak aby uniknąć ryzyka ślizgania się na krawędzi recesji i przyspieszyć wychodzenie z pułapki zadłużenia (pompowanie nominalnego wzrostu PKB). ECB może ciągle jeszcze nie być gotowe ze swoją big bazooka na wrzesień i odczekać do decyzji sądu konstytucyjnego w Niemczech, czy formalnego zwrócenia się Hiszpanii do ESM. Powinniśmy jednak dostać dalsze potwierdzenie determinacji ECB w utrzymaniu strefy euro (nawet przy całym sceptycyzmie ze strony Bundesbanku), rozluźnienie kryteriów dla collateralu itd., może obniżkę stóp. Taki scenariusz sprzyjać powinien stabilizacji/zawężeniu spreadów peryferii do bundów oraz zmniejszeniu apetytu na rentowności krajów satelitów strefy euro (włączając Polskę). Pamiętajmy, że konsensus na wrzesień to wzrost awersji do ryzyka bo... europejscy politycy wracają z wakacji i znów coś im nie wyjdzie.

W Polsce spowolnienie (naszym zdaniem dość głębokie i ciągle nabierające impetu, dynamika PKB w IV kw. 2012 zbliżona do 1% r/r) przełoży się na łagodny komunikat po wrześniowym posiedzeniu RPP, uelastycznienie ram polityki pieniężnej (patrz założenia uchylające drzwi do obniżek nawet w sytuacji podwyższonej inflacji) i wreszcie rychłe obniżki stóp (październik to nasz scenariusz bazowy, co najmniej 50pb obniżek w tym roku i nawet więcej w przyszłym). Pamiętajmy jednak, że pogłębienie spowolnienia w kraju emerging markets to z reguły bardziej stroma krzywa dochodowości i wyższa premia za ryzyko kredytowe. W stronę wystromienia krzywej dochodowości może oddziaływać również uelastycznienie założeń polityki pieniężnej - niższe stopy dziś ale wyższa inflacja w przyszłości = wyższe nominalne stopy (inflacja + stopa realna długookresowa) w przyszłości. **Jesteśmy przekonani o wzroście potencjału do spadku rentowności najkrótszych obligacji w związku z czynnikami lokalnymi, polskimi** (wzrost krótkookresowej płynności w sektorze, obniżki stóp). Dużo więcej wątpliwości mamy w przypadku długich papierów, które tracić mogą głównie pod wpływem czynników zewnętrznych i światowego trendu do wystromienia krzywych

(risk on) lub w przypadku wzrostu premii za ryzyko w Polsce.

Oczekujemy jednak, że dla inwestora „cashowego” optymalne może okazać się przesunięcie alokacji w kierunku dłuższych obligacji... Dlaczego? W krajach EM twisty krzywych dochodowości (w ujęciu absolutnym niższe rentowności na krótkim i wyższe na długim końcu) to jednak rzadkość. Dodatkowo z tego zalewu wydarzeń i czynników to obniżki stóp w Polsce wydają się tym co nada ton polskiemu rynkowi obligacji prowadząc do (nierównoległego) ale jednak spadku rentowności obligacji.

Wykres 1: Rentowności polskich obligacji



Źródło: Bloomberg

Ernest Pytlarczyk

### Rynek walutowy

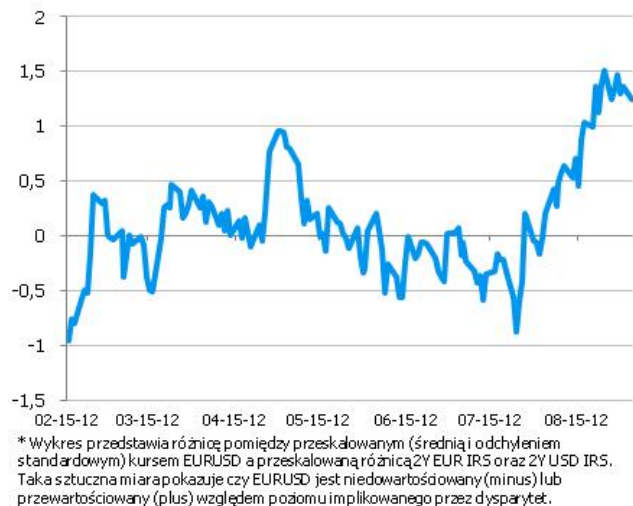
#### EURUSD

Sierpień odznaczył się kontynuacją wzrostowej korekty na EURUSD, choć przebiegała ona w podobnie wolnym tempie jak w lipcu. W konsekwencji z poziomów zbliżonych do 1,20 osiągnęliśmy maksima 1,2636.

Powodów wzrostowej korekty jest kilka i jednocześnie można im przypisać ważki wpływ na przyszłe zachowanie tej pary walutowej. Po pierwsze od pewnego czasu mamy do czynienia z delikatną fazą risk-on w gospodarce globalnej. Indeks zaskoczeń dla gospodarki amerykańskiej odbił się od dna i ożywienia - choć mizerne - jest kontynuowane (przyjęte zostało to z ulgą przez indeksy giełdowe). Po drugie fazę risk-on wspierają obietnice rozluźnienia polityki pieniężnej (zarówno ze strony Fed, jak i ECB). Może się zatem okazać, że delikatnie wzrostowe tendencje na indeksie zaskoczeń dla gospodarki amerykańskiej zostaną dodatkowo wsparte luźniejszą polityką pieniężną - jest to bezsprzecznie scenariusz pozytywny dla ryzykownych aktywów, przynajmniej w krótkim terminie. Po trzecie wreszcie, intensyfikacja spowolnienia w sferze realnej strefy euro zmusiła wreszcie klasy polityczne do działania - w konsekwencji do końca roku zobaczymy prawdopodobnie kompletny system anty-kryzysowy z mechanizmami wczesnego ostrzegania, wspólnego nadzoru bankowego oraz odpowiednią „siłą ognia” (ESM jako gwarant minimalizacji moral hazard oraz jednostka interweniująca na rynku pierwotnym obligacji wraz z ECB występującym jako gwarant

nieograniczonej siły nabywczej w zakresie interwencji na rynku wtórnym oraz - razie potrzeby - z pewnością także na pierwotnym).

Wykres 2: Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp



Źródło: Reuters, obliczenia własne

Powyższe wydarzenia będą miały w perspektywie 1-2 miesięcy pozytywny wpływ na EURUSD. Do tego czasu oczywiście nie obejdziesz się prawdopodobnie bez negatywnych niespodzianek (coś się nie dopnie na czas, coś pozostanie niedopowiedziane), zwłaszcza że wycena EURUSD (patrz wykres) znacząco odbiega od poziomów wyznaczonych przez różnice w stopach procentowych. W krótkim terminie pewną czkawkę może wywołać obniżka stóp procentowych ECB, choć po pierwszej negatywnej reakcji kwestie związane z redukcją premii za ryzyko w kursie powinny przeważać i rozluźnienie polityki pieniężnej ECB wraz z analogicznym rozluźnieniem ze strony Fed powinno skutkować wzrostami kursu. Oczywiście jest to scenariusz krótkookresowy - w dłuższym okresie strefa euro zmierza w kierunku unii fiskalnej, w której transfer bogactwa będzie dokonywał się od krajów północy do krajów południa, a występujące dzięki nieoptymalnej polityce pieniężnej wzrosty cen i płac w krajach rdzenia (erozja konkurencyjności) powinny prowadzić do osłabienia wspólnej waluty.

Wykres 3: EURUSD (tygodniowy)



Źródło: Bloomberg

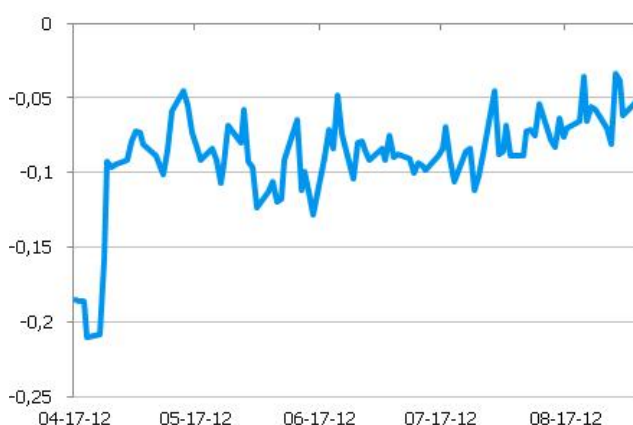
**Sytuacja techniczna.** Para walutowa znajduje się w kilkunastomiesięcznym kanale spadkowym, blisko górnego ograniczenia. Biorąc pod uwagę dopiero rosnące momentum (Stochastic), złamanie górnego ograniczenia może się spotkać z ostrą kontynuacją ruchu w górę. Dostępu do niego strzegą jednak jeszcze jednak minima z początku 2011 roku. Korekty powinny znaleźć

wsparcie na dolnym korpusie przedostatniej białej świecy, lub nieco niżej na średniej (przedział 1,24-25). W obecnym układzie bardziej prawdopodobny wydaje się ruch w górę niż w dół.

**EURPLN**

Umocnienie na polskiej walucie trwało do początku sierpnia, kończąc się osiągnięciem minimum na poziomie 4,0256. Od tamtego czasu złoty ponownie się osłabia. Osłabienie ma na razie charakter głównie regionalny i wynika naszym zdaniem z realokacji aktywów (hunt for yield) w obrębie developed oraz emerging markets oraz w obrębie samych emerging markets. W przypadku tej drugiej tendencji widoczne jest, że o ile banki centralne niektórych krajów (Brazylia) zakończyły już prawdopodobnie cykl obniżek procentowych, banki centralne europejskich emerging markets dopiero rozluźnienie polityki pieniężnej zaczynają (w najmniejszym stopniu dotyczy to gospodarki czeskiej - pewnie nie bez powodu waluta tego kraju osłabiła się w ostatnim czasie najmniej). Regionalny charakter osłabienia potwierdza nasz model (patrz wykres) i brak gwałtownego osłabienia działania czynników lokalnych mimo znacznej przeceny, która nastąpiła 29 sierpnia (prawie 10 groszowa biała świeca na wykresie); dodatkowo regionalny charakter osłabienia wspiera rozkorelowanie złotego z zachowaniem EURUSD, szczególnie w momentach największych strat (29-31 sierpnia).

Wykres 4: Czynniki krajowe w EURPLN



\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniano 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

Negatywne czynniki regionalne będą towarzyszyć złotemu w najbliższym terminie. Na ich działanie nałożą się również czynniki stricte krajowe: przyspieszenie obniżek stóp procentowych (uważamy, że ten proces nabierze tempa po wrześniowym posiedzeniu RPP), większa skala spowolnienia gospodarczego niż jeszcze niedawno powszechnie sądzono, czy wreszcie nieunikniona dyskusja nad polityką fiskalną, w której rząd będzie zmuszony wybrać pomiędzy stymulacją gospodarki a trwaniem przy ścieżce konwergencji (prawdopodobnie zostanie wybrane rozwiązanie pośrednie polegające na jeszcze większym ograniczeniu roli OFE - wbrew pozorom nie musi to jednak zostać negatywnie odczytane przez rynki finansowe, jako że wśród krajów modyfikujących wcześniejsze założenia reform emerytalnych Polska wcale nie jest ani wyjątkiem, ani najbardziej agresywnym graczem). Należy pamiętać, że konsensus rynkowy jest obecnie prawdopodobnie przed kolejną rewizją prognoz w dół - stąd też nie wszystko jest jeszcze zdyskontowane w kursie.

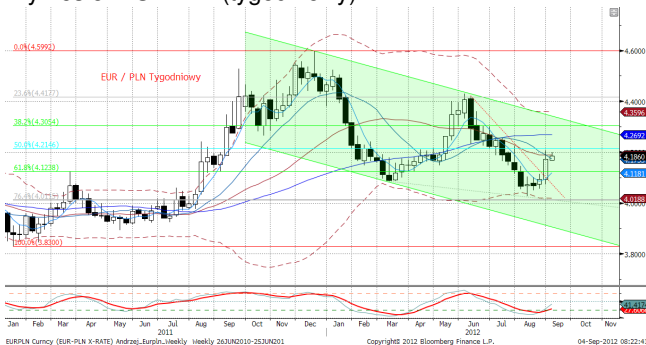


Kołem ratunkowym dla złotego może być poluzowanie ilościowe ze strony ECB oraz Fed. Niemniej należy pamiętać, że jego pozytywne oddziaływanie może być mniejsze niż w przeszłości, gdyż poziomy rentowności oferowane przez polskie obligacje są już blisko celów biorąc pod uwagę czynniki fundamentalne i wygenerowanie nowego strumienia zakupów polskich papierów będzie trudniejsze; różnice w dysparytecie stóp procentowych także zmniejszą się na niekorzyść złotego. Poza tym, zanim poluzowanie ilościowe stanie się faktem, prawdopodobnie zaliczymy jeszcze kilka „czkawkę” związanych z niepełnym spełnieniem oczekiwań przez banki centralne - więcej patrz w sekcji EURUSD.

W konsekwencji we wrześniu sugerowalibyśmy raczej pozycjonowanie się w kierunku słabszego złotego.

**Sytuacja techniczna.** Sytuacja na wykresie technicznym istotnie pogorszyła się, gdy notowania nie zdołały na trwałe sforsować wielomiesięcznego trendu aprecjacyjnego (obecnie przebiega w okolicach 4,20). Co więcej, po chwilowej aprecjacji notowania znów znalazły się powyżej MA200. Na całkowite przybicie nastrojów technicznych warto przywołać także Stochastic, który zdywergował na przestrzeni roku (dwa minima lokalne na wykresie układają się spadkowo, minima na Stochastic wzrostowo), co jest mocnym sygnałem ruchu w górę (tym bardziej, że ruch w dół stracił momentum). Wsparcia należy szukać na górze korpusu ostatniej białej świecy (4,16-17).

Wykres 5: EURPLN (tygodniowy)



Źródło: Bloomberg

Marcin Mazurek



## Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Wrzesień 2012	Październik 2012	Listopad 2012
<b>POLSKA</b>			
Inflacja CPI	13	15	14
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	19	17	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	18	16	19
PKB	-	-	30
Koniunktura gospodarcza	21	22	22
Podaż pieniądza M3	14	12	14
Bilans płatniczy	11	15	12
Inflacja bazowa	20	22	21
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	5	7
Posiedzenie RPP	4-5	2-3	6-7
<b>STREFA EURO</b>			
Inflacja HICP	14	16	15
PKB	6		15
Wskaźnik koniunktury ZEW	18	16	13
Posiedzenie ECB	6	4	8
<b>USA</b>			
Inflacja CPI	14	16	15
PKB	27	26	29
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	7	5	2
Zamówienia na dobra trwałe	27	25	27
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	4	1	1
Posiedzenie Fed	12-13	23-24	-

### 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.