

**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

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@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-gesbska@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

Główne wskaźniki makroekonomiczne	2
2013 rokiem podwyżki ratingu Polski?	3
Gdyby udało się sprowadzić deficyt na rachunku bieżącym do europejskiej średniej oraz trwale zmniejszyć inflację, możliwa byłaby podwyżka ratingu o około 1-2 stopnie. Nasze szacunki wskazują, że istotnie Polska w tym zakresie poczyni istotny postęp w najbliższych kwartałach, jednak nie aż tak duży, aby warunkować jednoznacznie taki ruch agencji ratingowych. Nie można jednak wykluczyć, że na równowagę polskiej gospodarki agencje zareagują zmianą perspektywy na pozytywną. Teza ta może oczywiście dalej wspierać popularność polskich obligacji wśród inwestorów (przede wszystkim zagranicznych).	
Gospodarka polska - W nowym roku jeszcze mniej kredytów na nieruchomości	7
Spowalniająca gospodarka i koniec programu dopłat Rodzina na swoim spowodują istotne załamanie na rynku kredytów hipotecznych. Jaka będzie skala tych zmian?	
Gospodarka polska - Koniec hibernacji rynku pracy?	8
Przewidywania przedsiębiorców wskazują na to, że do redukcji zatrudnienia dojdzie w najbliższym czasie, jednakże faktyczne spadki zatrudnienia są opóźnione w stosunku do pogorszenia ocen koniunktury w aspekcie zatrudnienia o ok. dwa kwartały. Dla wielu sektorów oznacza to, że szybszy spadek zatrudnienia powinien przypaść na przełom lat 2012 i 2013.	
Gospodarka globalna - Wzrost gospodarczy w rękach Demokratów i Republikanów	11
Analiza niepewności politycznej w USA (związanej z obecnie żywą dyskusją nad klifem fiskalnym czy zbliżającą się dot. limitu zadłużenia) pozwala zmierzyć wpływ jej ewentualnego wzrostu w kolejnym kwartale i spadku w II połowie 2013 roku (wg naszego scenariusza bazowego) na gospodarkę USA i rynki finansowe.	
Euromonitor	14
Na rynku	15
Zaniedbanie możliwości przedłużenia targów o politykę fiskalną w USA może spowodować korektę na EURUSD, która nawet przy ciągłym napływie środków na polski rynek długu jest w stanie sprowadzić notowania EURPLN w okolice 4,15 na koniec roku.	
Kalendarz publikacji danych	17

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	2008	2009	2010	2011	2012 F	2013 F		
PKB r/r (%)	5.1	1.6	3.9	4.3	2.1	0.5		
Inflacja CPI r/r (średnio %)	4.3	3.5	2.8	4.2	3.7	1.875		
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-5.3	-1.6	-4.5	-4.9	-2.6	-2		
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	9.5	12.1	12.4	12.5	13.0	14.2		
Stopa ref. NBP (koniec okresu %)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25		
	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3	2012 Q4 F	2013 Q1 F	2013 Q2 F	2013 Q3 F	2013 Q4 F
PKB r/r (%)	3.6	2.3	1.4	0.7	-0.7	-0.2	0.9	1.9
Konsumpcja prywatna r/r (%)	1.7	1.2	0.1	-0.2	0.2	0.5	1.0	1.5
Konsumpcja publiczna r/r (%)	-0.8	0.5	0.2	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Inwestycje r/r (%)	6.0	1.3	-1.5	-4.0	-6.0	-5.0	-5.0	-3.0
Inflacja (średnio %)	3.9	4.0	3.9	2.9	2.0	1.7	1.8	2.0
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	13.3	12.4	12.4	13.0	13.2	13.3	13.5	14.2
Stopa ref. NBP (% koniec okresu)	4.50	4.75	4.75	4.25	3.75	3.25	3.25	3.25
Wibor 3M (% koniec okresu)	4.94	5.13	4.92	4.30	3.75	3.20	3.20	3.20
Rentowność obligacji 2-letnich (%)	4.62	4.60	4.05	3.20	3.10	3.20	3.40	3.50
Rentowność obligacji 10-letnich (%)	5.50	5.15	4.69	3.95	3.80	3.90	4.20	4.40
EUR/PLN (koniec okresu)	4.15	4.22	4.12	4.20	4.20	4.15	4.10	4.00
USD/PLN (koniec okresu)	3.11	3.35	3.20	3.28	3.16	3.07	3.15	3.08

F - prognoza



Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Maj 2012	Cze 2012	Lip 2012	Sie 2012	Wrz 2012	Paź 2012	Lis 2012
PKB i produkcja							
PKB (%)		2.3			1.4		
Popyt krajowy (%)		-0.4			-0.7		
Spożycie indywidualne (%)		1.2			0.1		
Nakłady brutto na środki trwałe (%)		1.3			-1.5		
Wartość dodana (%)		2.1			1.4		
w przemyśle (%)		2.4			0.9		
w budownictwie (%)		2.0			-5.8		
w handlu (%)		1.1			1.1		
Produkcja przemysłowa r/r (%)	4.6	1.2	5.2	0.5	-5.2	4.6	0.0
Produkcja przemysłowa m/m (%)	4.5	-2.0	-2.3	-0.8	6.1	7.7	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	7.7	6.4	6.9	5.8	3.1	3.3	1.5
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	0.9	0.2	1.3	0.1	-1.3	4.3	
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3618.0	3754.5	3700.0	3686.4	3640.8	3718.2	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	3.8	4.3	2.4	2.7	1.6	2.8	2.4
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-2.7	3.8	-1.5	-0.4	-1.2	2.1	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	
Stopa bezrobocia (%)	12.6	12.4	12.3	12.4	12.4	12.5	12.8
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.2	0.2	-0.5	-0.3	0.1	0.4	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	3.6	4.3	4	3.8	3.8	3.4	2.8
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	2.3	2.3	2.3	2.1	1.9	1.9	1.6
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	0.4	-0.5	-0.4	0	0.5	-0.7	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	5.2	4.4	3.6	3	1.8	1	0.2
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	884.2	884.7	886.9	895.5	892.7	902.9	913.3
Podaż pieniądza r/r (%)	11.1	11.0	11.0	9.8	7.6	8.1	7.0
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	9.9	7.6	3.6	3.5	1.2	1.8	0.5
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	14.6	12.4	11.1	10.9	8.0	6.7	4.5
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	13.0	13.1	12.4	11.9	10.3	9.9	9.2
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	4.7	2.4	4.0	2.0	-2.7	-1.2	-5.6
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-403	-1025	-711	-609	-1137	-998	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.39	4.22	4.12	4.17	4.12	4.14	4.10
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.55	3.35	3.35	3.31	3.20	3.19	3.16
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.50
Stopa lombardowa (%)	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.00
Stopa depozytowa (%)	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.00
WIBOR 3M (%)	5.01	5.03	5.01	4.89	4.82	4.63	4.39
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.79	4.60	4.20	4.06	4.05	3.87	3.37
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	5.04	4.72	4.42	4.32	4.18	4.08	3.56
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	5.45	5.15	4.87	4.84	4.69	4.58	4.02
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.4	2.4	2.4	2.6	2.7	2.5	2.2
PKB w strefie euro r/r (%)		-0.5			-0.6		
Stopa podstawowa ECB (%)	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Inflacja w USA r/r (%)	1.7	1.7	1.4	1.7	2.0	2.2	
PKB w USA r/r (%)		1.3			2.7		
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.

2013 rokiem podwyżki ratingu Polski?

Porównując wskaźniki makroekonomiczne i fiskalne gospodarek europejskich z ich ratingami można względnie precyzyjnie wyznaczyć regułę ustalania ratingów przez agencje. Rating Polski wyznaczony według takiej reguły jest obecnie niedowartościowany nawet o 2 notche (hipotetyczny rating Polski kształtowałby się zatem następująco: A1 Moody's oraz A+ Fitch i S&P). Nie uznajemy jednak tego stwierdzenia za wniosek wyjątkowo mocny, gdyż różnice pomiędzy ratingiem faktycznym i hipotetycznym mogą być podyktowane czynnikami nieobjętymi przez model i tym samym kumulować się w postaci błędów.

Dlatego też bardziej poprawne metodologicznie jest spojrzenie dynamiczne, a więc porównanie kształtowania się hipotetycznych, czyli wyznaczonych na podstawie wspomnianej reguły, ratingów w kolejnych latach (przyjmujemy prognozy KE z jesiennej rundy prognostycznej). Błędy modelu przy takim podejściu mają niewielkie znaczenie, gdyż liczymy zmiany, a więc w każdym przypadku z grubsza eliminujemy stały błąd. Wnioski z takiego podejścia są bardziej konserwatywne. Prognozowane wskaźniki makro nie dają podstawy do zmiany hipotetycznego ratingu pomiędzy rokiem 2012 i 2013.

Dzięki porównaniu wskaźników Polski na tle europejskim uzyskujemy jednak bardzo cenną informację, które wskaźniki powinny się poprawić, aby podwyżka ratingu w 2013 roku była możliwa. Gdyby udało się sprowadzić deficyt na rachunku bieżącym do europejskiej średniej (a więc do około 0) oraz trwale zmniejszyć inflację (do około 2,8% a więc de facto w okolice celu inflacyjnego NBP), możliwa byłaby podwyżka ratingu o około 1-2 stopnie. Nasze szacunki wskazują, że istotnie Polska w tym zakresie poczyni istotny postęp w najbliższych kwartałach, jednak nie aż tak duży, aby warunkować jednoznacznie taki ruch agencji ratingowych. Nie można jednak wykluczyć, że na równowagę polskiej gospodarki agencje zareagują zmianą perspektywy na pozytywną. Teza ta może oczywiście dalej wspierać popularność polskich obligacji wśród inwestorów (przede wszystkim zagranicznych).

Dane i ich transformacje. Do analizy wybrano kraje europejskie, dla których Komisja Europejska przedstawiła prognozy w ramach jesiennej rundy prognostycznej. Bieżące ratingi tych krajów, włącznie z perspektywą, prezentujemy w tabeli 1.

Celem wykorzystania ratingów w analizie ekonometrycznej przypisaliśmy ratingi „liczbowe” ratingom „literowym” według następującej zasady: im wyższy rating, tym wyższa liczba (wykluczając ratingi klasy C „liczbowy” rating może przyjmować wartości od 1 do 16). Zasady przypisywania ratingów „cyfrowych” do ratingów „literowych” objaśniamy z załącznika (włącznie z zasadami uwzględniania perspektywy ratingu), tam też prezentujemy tabelę, w której znajdują się średnie ratingi krajów wzięte pod uwagę w analizie ekonometrycznej.

Interesował nas związek pomiędzy ratingiem kraju a jego wskaźnikami makro opisującymi momentum wzrostu danej gospodarki oraz różne miary nierównowagi wewnętrznej (prywatnego i publicznego) oraz zewnętrznej. W celu zmniejszenia wpływu

¹Z analizy została wykluczona Grecja, gdyż według wszystkich agencji ratingowych papiery wartościowe tego kraju znajdują się grubo poza klasą inwestycyjną; z uwagi na wielkość i specyficzną rolę centrum finansowego z analizy został wyłączony także Luksemburg

cyklu koniunkturalnego na analizę (oraz przy przeświadczeniu, że rating długoterminowy powinien być względnie niezmienny, podyktowany kwestiami strukturalnymi gospodarki) pod uwagę wzięto wskaźniki w postaci 3-letnich średnich (tak więc dla roku 2011 każdy wskaźnik X to średnia z lat 2009, 2010, 2011).

Tabela 1: Zestawienie ratingów analizowanych krajów

	Fitch	Moody's	S&P		Fitch	Moody's	S&P
Belgium	AA	Aa3	AA	Perspektywa	Neg	Neg	Neg
Bulgaria	BBB-	Baa2	BBB		Pos		
Czech Republic	A+	A1	AA-		Pos		
Denmark	AAA	Aaa	AAA				
Germany	AAA	Aaa	AAA			Watch neg	Neg
Estonia	A+	A1	AA-				Neg
Ireland	BBB+	Ba1	BBB+		Neg	Neg	Neg
Spain	BBB	Baa3	BBB-		Neg	Neg	Neg
France	AAA	Aa1	AA+		Neg	Neg	Neg
Italy	A-	Baa2	BBB+		Neg	Neg	Neg
Latvia	BBB	Baa3	BBB		Pos	Pos	Pos
Lithuania	BBB	Baa1	BBB		Pos		
Hungary	BB+	Ba1	BB		Neg	Neg	
Malta	A+	A1	A-				Neg
Netherlands	AAA	Aaa	AAA			Watch neg	Neg
Austria	AAA	Aaa	AA+			Neg	Neg
Poland	A-	A2	A-				
Portugal	BB+	Ba3	BB		Neg	Neg	Neg
Romania	BBB-	Baa3	BB+				
Slovenia	A-	Baa2	A		Neg	Neg	Neg
Slovakia	A+	A1	A				
Finland	AAA	Aaa	AAA				
Sweden	AAA	Aaa	AAA				
United Kingdom	AAA	Aaa	AAA	Neg watch			

Źródło: Opracowanie własne, Reuters, Bloomberg.

Jako że interesował nas syntetyczny obraz gospodarki danego kraju, wskaźniki zsumowano w postaci indeksu, stosując równe wagi, lecz różnych znaków, aby pozostać w zgodzie z intuicją a także podstawową teorią ekonomiczną w zakresie wpływu danego wskaźnika na rating; odbyło się to według klucza „zjawisko niekorzystne”, „zjawisko korzystne” (na przykład wyższy dług to zjawisko niekorzystne, zaś wyższe tempo wzrostu PKB to zjawisko korzystne). Addytywność poszczególnych wskaźników była możliwa dzięki zastosowaniu standaryzacji: każda zmienna została zmierzona jako wielokrotność odchylenia standardowego od średniej dla badanej grupy krajów w danym czasie.

Przeanalizowaliśmy następujące wskaźniki makro (podajemy także wagę):

- Dynamika PKB w cenach stałych (obrazująca momentum wzrostu), waga dodatnia,
- Dynamika produktu potencjalnego w cenach stałych (szacunki zgodnie z metodologią KE), waga dodatnia
- Poziom PKB per capita (zmienna pomocna przy dokonaniu selekcji krajów na względnie biedne i względnie bogate), waga dodatnia,
- Udział salda na rachunku obrotów bieżących w PKB, w procentach (obrazujący zakres nierównowagi zewnętrznego gospodarek), waga dodatnia,
- Udział deficytu budżetowego (general government) w PKB w procentach (miara oszczędności bądź nowego długu sektora publicznego zaciąganego w danym roku; miara nierównowagi sektora publicznego), waga dodatnia

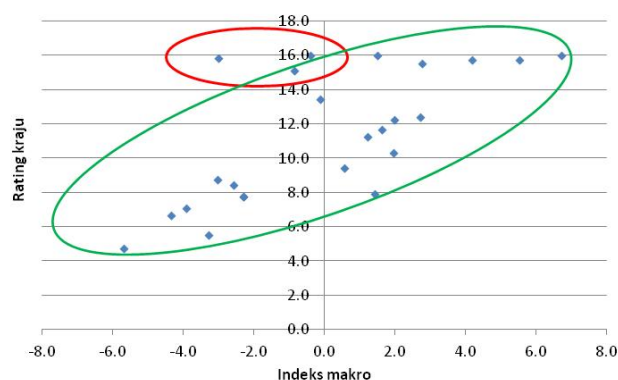
²Próbowaliśmy konstruować także modele oparte na średnich krótszych, a także na danych bieżących - dopasowanie modeli jest jednak wtedy znacznie gorsze, co niejako potwierdza słuszność zwrotu w kierunku danych wygładzonych

- Udział wydatków budżetowych w PKB w procentach (miara wielkości sektora rządowego),
- Poziom długu publicznego w odniesieniu do PKB w procentach, waga ujemna
- Poziom stopy bezrobocia według metodologii BAEL w procentach (miara niezrównoważenia wewnętrznego), waga ujemna
- Tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w procentach (połączona miara produktywności oraz napięcia na rynku pracy; miara niezrównoważenia wewnętrznego), waga ujemna
- Tempo wzrostu inflacji HICP w procentach (miara niezrównoważenia wewnętrznego), waga ujemna.

Utrzymanie odpowiedniej precyzji analizy wymagało dopasowania daty ostatniej zmiany ratingu do danych, które były w danym momencie dostępne agencjom ratingowym. Okazało się, że większa część ratingów została ustalona pod koniec 2011 roku. Tak więc można przyjąć, że dane za cały 2011 były dostępne w momencie ostatniej zmiany ratingu. Część zmian ratingów dokonano jednak w 2012 roku - nie stanowi to problemu, gdy zmiana miała miejsce na początku roku (w gruncie rzeczy zbiór informacyjny był wtedy podobny do 2011 roku), jednak nie można tego ignorować, gdy zmiana następowała w okolicach połowy lub końca roku (dotyczy to Hiszpanii, Francji, Włoch, Łotwy, Węgier, Holandii, Słowenii). W takich przypadkach do analizy wzięliśmy pod uwagę zmienne makro z 2012 roku (w momencie dokonywania prognoz przez KE prognoza na 2012 jest bardzo bliska zrealizowanej). W ten sposób punktem wyjścia jest najnowszy rating kraju dopasowany do danych makro za 2011 lub 2012 rok, odpowiednio do daty ostatniej zmiany ratingu.

Model ratingu. Wykorzystanie indeksu danych makro oraz „liczbowego” ratingu kraju pozwala na skonstruowanie modelu ekonometrycznego opisującego rating danego kraju. Najpierw przyjrzymy się jednak danym.

Wykres 1: Zestawienie ratingów analizowanych krajów z indeksem makro, wykres rozrzutu



Źródło: Opracowanie własne, Reuters, Bloomberg.

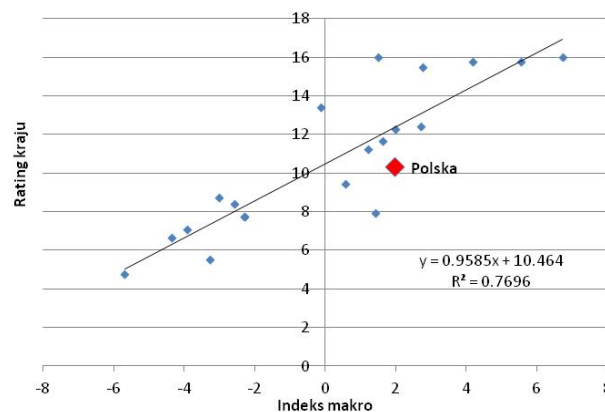
Na wykresie rozrzutu widać część krajów, które prezentują pozytywną korelację pomiędzy indeksem makro a ratingiem (a tego właśnie byśmy się spodziewali). Kraje te zaznaczone są zieloną elipsą. Istnieje jednak także grupa krajów (czerwona

³Choć takie podejście jest wydaje się nam metodologicznie bardziej poprawne, wyniki uzyskane dla danych wyłącznie za 2011 rok użytych bez względu na datę zmiany ratingu są bardzo podobne, dotyczy to także własności statystycznych modeli.

elipsa), które znajdują się znacznie powyżej pozostałych krajów (lub alternatywnie dla których wydawałoby się sensowna korelacja nie jest widoczna). Te kraje to Francja, Wielka Brytania oraz Finlandia. Nie sposób ulec wrażeniu, że kraje te mogą mieć wyraźnie zawyżony rating przy negatywnej sumie wskaźników makro (wyrazem tego jest także perspektywa negatywna we francuskim ratingu oraz fakt pozostawiania Wielkiej Brytanii na negative watch S&P - nasze poprawki na perspektywę nie uwzględniają możliwości cięcia ratingu o więcej niż 1 poziom), być może z powodu zasłonięcia historycznych. Ciekawszym przypadkiem jest Finlandia - rzekome przewartościowanie ratingu może być w tym przypadku spowodowane wysokimi wydatkami rządowymi (realizacja skandynawskiego państwa dobrobytu), przy wysokich jednostkowych kosztach pracy.

Ze względu na statystyczne zaburzenia, które mogą wprowadzać te kraje - wyłączamy je z analizy/footnoteCo ciekawe, gdyby nawet tego nie robić, ostateczne wyniki i wnioski dla gospodarki polskiej byłyby nie gorsze - osoby zaznajomione z klasyczną metodą najmniejszych kwadratów niech znajdą sobie odpowiedź same w niemal równoległym przesunięciu linii regresji. i skupimy się na obserwacjach zawartych w zielonej elipsie.

Wykres 2: Zestawienie ratingów analizowanych krajów z indeksem makro, wykres rozrzutu z wyłączeniem Francji, Wielkiej Brytanii i Finlandii



Źródło: Opracowanie własne, Reuters, Bloomberg.

Okazuje się, że skonstruowany przez nas indeks makro względnie dobrze opisuje zróżnicowanie ratingów (dopasowanie rzędu 77% dla danych typu cross-country to wynik bardzo dobry). Dzięki wykorzystaniu bieżących ratingów i przeszłych danych uzyskujemy regułę, która zastosowana do przyszłych danych powinna pokazać kierunek zmiany ratingu.

Wykorzystując konserwatywne prognozy KE na 2013 możemy uzyskać wskazówkę, jakie poszczególne kraje, w tym w szczególności Polski (przy założeniu oczywiście, że reguły, którymi posługują się agencje ratingowe nie ulegną zmianie). Biorąc pod uwagę konserwatywne prognozy KE na 2013 rok Polska - **przy zastosowaniu dotychczasowych reguł stosowanych przez agencje ratingowe - powinna charakteryzować się „liczbowym” ratingiem na poziomie 11,8. Oznaczałoby to podwyżkę ratingu nawet o dwa stopnie. Tym samym Polska mogłaby stać się krajem A+ według Fitch oraz S&P oraz A1 według Moody’s.**

Zwracamy jednak uwagę czytelników na fakt, że już na podstawie danych, które pozwoliły na wyznaczenie równania regresji (stan na

dzisiaj Polska już de facto była i jest modelowo niedowartościowana w porównaniu do faktycznego ratingu (patrz wykres - czerwony romb to Polska). Wprowadzenie danych za 2013 rok znacząco tej sytuacji nie zmienia (w dalszym ciągu niedowartościowanie wynosi 2 stopnie). **Poprawny wniosek powinien zatem brzmieć, że podwyżka ratingu jest możliwa, ale nie dlatego, że w 2013 roku dojdzie do znacznej poprawy wskaźników makroekonomicznych Polski, lecz dlatego że kraj będzie nadal niedowartościowany w kontekście hipotetycznego ratingu, jaki powinien być uzyskać, gdyby agencje ratingowe posługiwały się wyłącznie regułą zamkniętą w wyznaczonym przez nas równaniu regresji. Jest to wniosek słabszy niż niedowartościowanie ratingu, na które wskazywałaby statyczna analiza, gdyż statyczne niedopasowanie bieżącego i hipotetycznego ratingu może wynikać z czynników nieobjętych przez model i wcale nie musi nastąpić konwergencja.**

Analiza wrażliwości, alternatywne interpretacje. Zdajemy sobie doskonałą sprawę z tego, że analiza tego typu jest wrażliwa na dobór zmiennych do indeksu makro. O ile żadna z tych zmiennych nie jest osobno lepsza od całego indeksu makro w wyjaśnianiu ratingu, wyłączenie niektórych zmiennych prowadzi do zmiany wyników (zastosowany przez nas model powstał na bazie indeksu makro, który maksymalizuje dopasowanie linii regresji do faktycznego ratingu; można znaleźć jednak uboższe specyfikacje, które przy nieco tylko niższym dopasowaniu generują nieco inne wyniki), choć nie jest to zmiana drastyczna (rozstrzał wyników na ratingu liczbowym dla 2013 roku od 9,5 do 12,0).

Z uwagi na meandry interpretacyjne (analiza statyczna opierająca się na rozbieżności modelu z rzeczywistością sugeruje, że Polska powinna mieć hipotetycznie wyższy rating, choć rating ten nie powinien się zmienić w 2013 roku, gdy weźmiemy pod uwagę prognozy KE dla wszystkich badanych krajów) oraz pojawiającą się wrażliwość na dobór zmiennych do indeksu makro proponujemy, aby na analizę spojrzeć pod nieco innym kątem, wykorzystując bardziej dynamiczne atuty posiadania hipotetycznej reguły, jaką mogą posługiwać się agencje ratingowe.

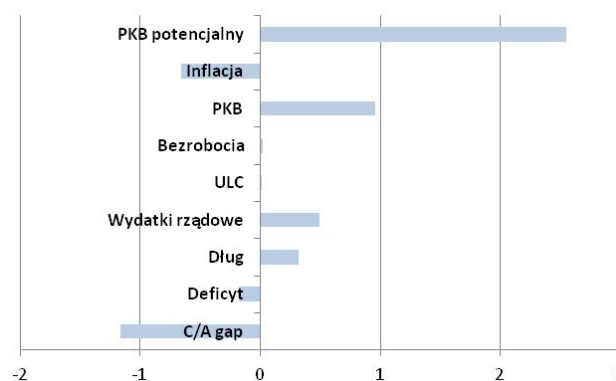
Mianowicie, warto odpowiedzieć na pytanie, co powinno się zmienić we wskaźnikach makro dla polski, aby rating mógł ulec poprawie w 2013 roku, gdyby był przyznawany na zasadach implikowanych przez zasady zamknięte w równaniu regresji. W ten sposób uciekamy od problemu wyznaczenia poziomu ratingu Polski (a więc de facto uciekamy od wyboru konkretnej postaci funkcyjnej równania regresji - omijamy wrażliwość analizy na dobór zmiennych do indeksu makro), skupiając się na kierunku relacji (zawsze dodatnia, zawsze wyższy indeks makro implikuje lepszy rating) oraz zróżnicowaniu wyników gospodarki polskiej na tle innych gospodarek europejskich.

Poniżej prezentujemy jak Polska gospodarka odbiega w zakresie wybranych wskaźników makro (pozostawiamy PKB per capita na boku) od średnich w całej grupie badanych krajów, mierząc rozrzut przez odchylenie standardowe.

Widzimy wyraźnie, że negatywny wpływ na rating gospodarki polskiej ma przede wszystkim deficyt na rachunku obrotów bieżących (doprowadzenie tej wielkości do poziomu 3-letniej europejskiej średniej, a więc do około 0, mogłoby skutkować

podwyżką ratingu o cały jeden stopień) oraz podwyższona inflacja (likwidacja tego mankamentu, a więc doprowadzenie inflacji do średniej europejskiej, a więc do około 2,8%, pomogłoby ratingowi o około pół stopnia). Już w najbliższych kwartałach można jednak liczyć na wyraźną poprawę nierównowagi zewnętrznej (spadek deficytu handlowego w związku z wyhamowaniem importochłonnych konsumpcji oraz inwestycji) oraz wzrost stabilności cen konsumenta (inflacja powróci do celu już na początku 2013). Ze względu na wyglądanie zmiennych (3-letnie średnie) informacja ta znajdzie odzwierciedlenie z opóźnieniem w naszym indeksie makro (a tym samym także w ratingu - można się tu spodziewać, że agencje będą chciały ocenić trwałość tych zmian). Nie można jednak wykluczyć, że na takie równoważenie polskiej gospodarki agencje zareagują zmianą perspektywy na pozytywną.

Wykres 3: Wybrane wskaźniki makro Polski na tle średniej europejskich, ważone odchylenie standardowe



Źródło: Opracowanie własne.

Polska zdecydowanie pozytywnie odbiega w zakresie polityki fiskalnej (zarówno poziom długu, jak i udział wydatków rządowych w PKB prezentują się in plus - biorąc pod uwagę znaczny spadek kosztów obsługi zadłużenia oraz kontynuację konsolidacji fiskalnej, trudno spodziewać się pogorszenia pozycji Polski w tym zakresie). Duży, pozytywny wpływ na rating mają zmienne obrazujące strukturalne momentum wzrostu gospodarki (PKB potencjalny) oraz momentum cykliczne (bieżąca dynamika PKB). O ile jednak to ostatnie w najbliższym czasie zniknie (indukowane wewnętrznie recesja w Polskiej gospodarce spowoduje znaczne, negatywne odchylenie od średniej europejskiej), wysoka dynamika produktu potencjalnego powinna wspierać pozytywne spojrzenie agencji ratingowych (i inwestorów) na zachowanie polskiej gospodarki, zwłaszcza jeśli wzięte pod uwagę zostaną długookresowe skutki rozbudowy infrastruktury publicznej, które w międzyczasie uniemożliwiły szybsze tempo poprawy wskaźników fiskalnych. O zmianie percepcji i coraz większej roli strukturalnych przewag danej gospodarki, czy wprost potencjalnego tempa PKB w popularności obligacji danego kraju wśród inwestorów, poza trwającym od początku 2012 rally świadczyć mogą choćby zmiany metod konstrukcji indeksów obligacji. W grudniu największy fundusz obligacji na świecie PIMCO opatentował (tak, opatentował) konstrukcję indeksu Global Advantage Bond Index. W indeksie tym wpływ na wagi dla poszczególnych krajów nie wynikają jak to miało dotychczas miejsce wprost z wielkości rynkowego długu ale zależą od dynamiki PKB. W ten sposób dyskryminowane są kraje zadłużone i pogrążone w stagnacji.

Marcin Mazurek
Ernest Pytlarczyk

Załącznik - dodatkowe tabele i objaśnienia. Tabele przejścia pomiędzy ratingami „literowymi” i „liczbowymi” są następujące.

Tabela A1: Mapowanie ratingu „literowego” na „liczbowy”.

Moody's	Fitch, S&P	Rating liczbowy
Aaa	AAA	16
Aa1	AA+	15
Aa2	AA	14
Aa3	AA-	13
A1	A+	12
A2	A	11
A3	A-	10
Baa1	BBB+	9
Baa2	BBB	8
Baa3	BBB-	7
Ba1	BB+	6
Ba2	BB	5
Ba3	BB-	4
B1	B+	3
B2	B	2
B3	B-	1

Źródło: Opracowanie własne, Reuters, Bloomberg.

Aby wskazanie ratingu uczynić jak najbardziej precyzyjnym dokonano także uwzględnienia perspektywy ratingu. Perspektywa pozytywna (dla każdej agencji osobno) została uwzględniona jako +0,25 do ratingu (analogicznie perspektywa negatywna). W przypadku, gdy dany kraj znajdował się na negative watch, od ratingu odejmowano 0,5 (więcej niż w przypadku perspektywy, gdyż takie wskazanie agencji wskazuje na 50% prawdopodobieństwo redukcji ratingu w perspektywie najbliższych 3 miesięcy). Wyniki mapowania ratingów, uwzględniające perspektywę i przedstawione w postaci średniej arytmetycznej dla 3 agencji ratingowych prezentujemy w poniższej tabeli.

Tabela A2: Ratingi „liczbowe” krajów z korektą na perspektywę, ratingi średnie.

	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Średnia
Belgium	14	13	14	13.75	12.75	13.75	13.4
Bulgaria	7	8	8	7.25	8	8	7.8
Czech Republic	12	12	13	12.25	12	13	12.4
Denmark	16	16	16	16	16	16	16.0
Germany	16	16	16	16	15.5	15.75	15.8
Estonia	12	12	13	12	12	12.75	12.3
Ireland	9	6	9	8.75	5.75	8.75	7.8
Spain	8	7	7	7.75	6.75	6.75	7.1
France	16	15	15	15.75	14.75	14.75	15.1
Italy	10	8	9	9.75	7.75	8.75	8.8
Latvia	8	7	8	8.25	7.25	8.25	7.9
Lithuania	8	9	8	8.25	9	8	8.4
Hungary	6	6	5	5.75	5.75	5	5.5
Malta	12	12	10	12	12	9.75	11.3
Netherlands	16	16	16	16	15.5	15.75	15.8
Austria	16	16	15	16	15.75	14.75	15.5
Poland	10	11	10	10	11	10	10.3
Portugal	6	4	5	5.75	3.75	4.75	4.8
Romania	7	7	6	7	7	6	6.7
Slovenia	10	8	11	9.75	7.75	10.75	9.4
Slovakia	12	12	11	12	12	11	11.7
Finland	16	16	16	16	16	16	16.0
Sweden	16	16	16	16	16	16	16.0
United Kingdom	16	16	16	15.5	16	16	15.8

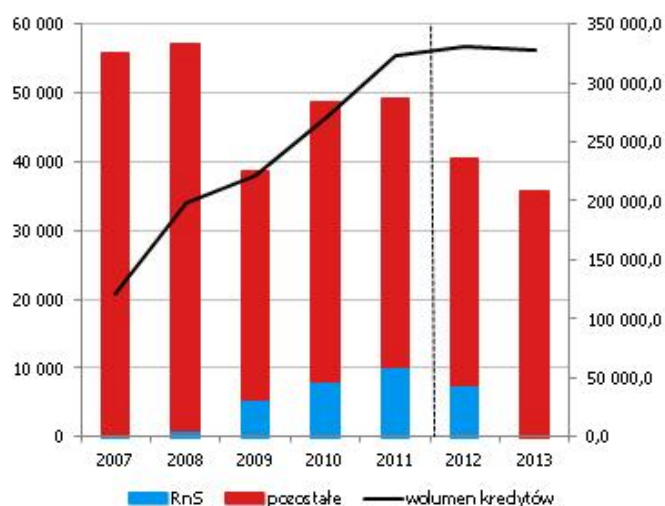
Źródło: Opracowanie własne, Reuters, Bloomberg.

Gospodarka polska - W nowym roku jeszcze mniej kredytów na nieruchomości

Przy spowalniającej gospodarce nowy rok będzie tym dokliwszy dla nowej akcji kredytowej na nieruchomości ze względu na wygasanie programu dopłat rządowych Rodzina na swoim. Szacujemy, że jedynie ok. 30% popytu zostanie przeniesione na kredyty nieobjęte dopłatami, co wpłynie na znaczne osłabienie nowej akcji kredytowej od początku 2013 roku, w połowie którego roczna dynamika wolumenu powinna osiągnąć minimum na poziomie ok. 2% po wyłączeniu efektów zmian kursów walutowych.

Nasze badanie czynników wpływających na akcję kredytową wskazało jasno, że obecnie (po okresie zaostrzenia warunków kredytowania przez banki w 2011 roku) główną determinantą jest niski popyt. Ceny mieszkań spadają (w III kw. 2012 średnia cena transakcyjna w 8 największych miastach Polsce spadła o 7% r/r), i choć liczba nowo rozpoczynanych inwestycji mieszkaniowych zaczyna wreszcie także spadać (wskazując na wcześniejsze podbijanie tych statystyk postanowieniami ustawy deweloperskiej) to dno cenowe na pewno nie zostało jeszcze osiągnięte. Upusty cenowe zachęcają do zakupu jednak przede wszystkim kupujących za gotówkę lub jedynie w niewielkim stopniu finansujących się kredytem - niepewność sytuacji ekonomicznej oraz przede wszystkim zatrudnienia ograniczają skłonność gospodarstw domowych do długoterminnego zadłużania się na duże kwoty (wydatki mieszkaniowe stanowią ok. 20% w budżecie gospodarstw domowych, zaś na kredyt poświęcane jest ok. 50%, co w sumie oznacza poświęcenie sporego procentu dochodu tylko na mieszkanie). Wprowadzona w pełni od stycznia 2012 Rekomendacja SII ograniczyła też kredytowanie w walutach obcych do 1% (choć po boomie na kredyty walutowe w 2008 roku ciągle stanowią one ponad 50% całego portfela). Od stycznia 2013 roku nie będzie można już ubiegać się o kredyt z rządową dopłatą w programie Rodzina na swoim i choć limity cenowe tego programu były ustawione dość nisko (a zatem jedynie ograniczona liczba lokali była w nim dostępna), to kredyty udzielone w programie stanowiły ok. 20% całego wolumenu udzielonego w latach 2010-2012 (patrz wykres 1).

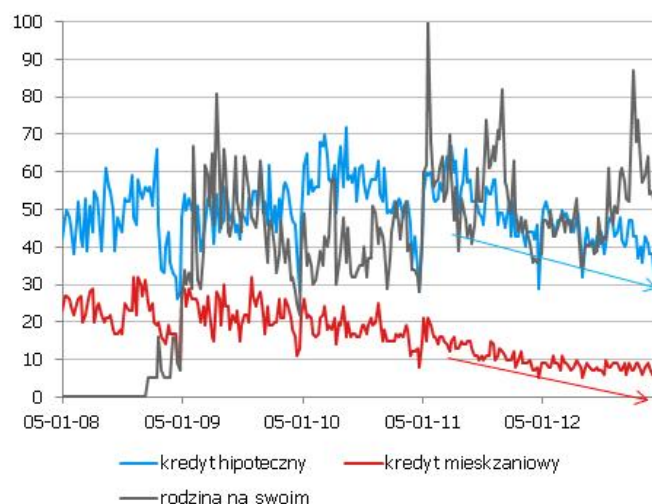
Wykres 1: Nowo udzielone kredyty mieszkaniowe (mln zł)



Źródło: BGK, Amron

Mniejsze zainteresowanie kredytami hipotecznymi oraz duży udział obecnie wyszukiwanych ofert z programu RnS potwierdza analiza narzędziem Google Trends, pokazująca względną liczbę wyszukiwań w Google haseł „kredyt mieszkaniowy”, „kredyt hipoteczny” oraz „RnS” (patrz Wykres 2).

Wykres 2: Stosunkowa liczba wyszukiwań w Google Trends



Źródło: Google

Mierzone w ten sposób zainteresowanie jasno wskazuje na coraz silniejszy spadek popytu. Koniec 2012 roku (i być może nieznacznie także I kw. 2013) mogą zyskać na wygaśnięciu programu, które wymusza szybsze podjęcie decyzji zakupowej. Można jednak spodziewać się, że jedynie nieznaczna część popytu na RnS przełoży się na wzrost wolumenu po wygaśnięciu programu (szacujemy go na ok. 30%). To zaś wpłynie na obniżenie wolumenu nowo udzielanych kredytów w 2013 roku o kolejne (w 2012 spadł on o ok. 18%) kilkanaście procent (ok. 10-15%). Zaproponowany przez rząd alternatywny program Mieszkanie dla Młodych (MdM) ma wg wstępnych ustaleń wejść w życie od połowy 2013 roku, jednak jest to na razie jedynie plan. Podobnie niejasny jest na razie wpływ i kształt dążeń KNF do złagodzenia Rekomendacji SII - które przy popycie jako głównej determinancie zmian na rynku kredytów w Polsce nie powinno przynieść istotnego wzrostu zainteresowania. Dlatego właśnie w 2013 roku spodziewamy się dołka na rynku kredytów hipotecznych - wzrost wolumenu kredytów hipotecznych o jedynie 2% po wyłączeniu zmian kursowych.

Paulina Ziemińska

Gospodarka polska - Koniec hibernacji rynku pracy?

W ostatniej dekadzie zmiany, jakie zaszły na polskim rynku pracy, uczyniły go bardziej elastycznym i odpornym na negatywne szoki popytowe. Dostosowania cenowe na rynku pracy odgrywają dużo większą rolę niż wcześniej. Ostateczną granicę wyznaczają sztywności nominalne. Obecnie przestrzeń do tego typu działań nie jest zatem już duża. Przewidywania przedsiębiorców wskazują na to, że do redukcji zatrudnienia istotnie dojdzie, jednakże faktyczne spadki zatrudnienia są opóźnione w stosunku do pogorszenia ocen koniunktury w aspekcie zatrudnienia o ok. dwa kwartały. Dla wielu sektorów oznacza to, że szybszy spadek zatrudnienia powinien przypaść na przełom lat 2012 i 2013.

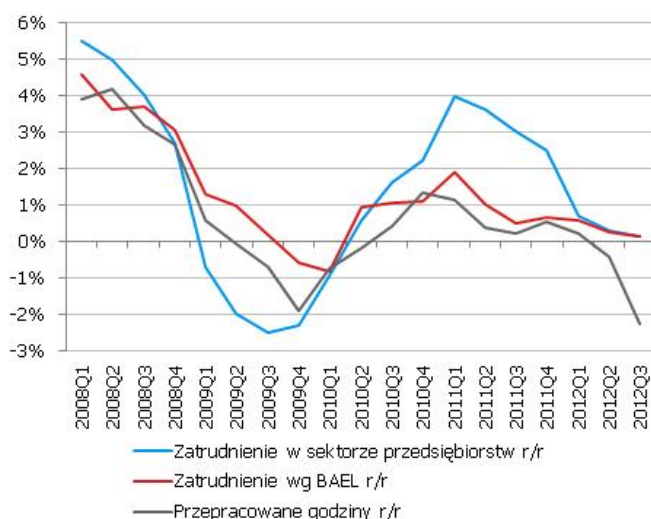
W porównaniu do głębokiej depresji lat 2001-2003, zachowanie rynku pracy w okresie ostatniego spowolnienia gospodarczego było zaskakująco dobre. Również obecnie, w przededniu kolejnego spowolnienia (lub wręcz recesji) wszystkie podstawowe zmienne polskiego rynku pracy nie wykazują znaczących negatywnych dynamik. Stopa bezrobocia póki co rośnie jedynie nieznacznie, a relatywnie wysoki poziom zatrudnienia jest w dalszym ciągu utrzymywany. Taki rozwój sytuacji jest nieco zaskakujący i w sposób naturalny prowokuje do pytań o to, kiedy osłabienie koniunktury gospodarczej przełoży się negatywnie na rynek pracy.

Na temat przyczyn takiego zachowania rynku pracy można wysnuć szereg hipotez, zasadniczo nie wykluczających się nawzajem. Po pierwsze, miałyby ono być konsekwencją chomikowania pracy, tj. pozostawiania przez pracodawców nadwyżkowej części pracowników w firmie w okresie spowolnienia gospodarczego. Po drugie, różnica między latami 2001-2003 a 2009-2012 miałaby wynikać ze zmiany charakteru dostosowań na rynku pracy - z ilościowych na cenowe (redukcja płac zamiast zmniejszania zatrudnienia). Wreszcie, do istotnego spadku zatrudnienia jak dotąd nie doszło, ponieważ w pierwszej kolejności redukowany jest czas pracy, a dopiero wielkość zatrudnienia.

Rynek pracy od kryzysu do kryzysu. Wraz z nadejściem kryzysu finansowego i początkiem globalnej recesji, w Polsce zakończyła się era wysokich, kilkuprocentowych dynamik zatrudnienia (niezależnie od sposobu jego mierzenia). W okresie spowolnienia spadło ono z kolei nieznacznie (w ujęciu BAEL zaledwie o 0,5 proc. rdr w najgorszym momencie). Równocześnie, stopa bezrobocia wzrosła dość skromnie (o 3 p. proc. w ujęciu rejestrowanym i o 2 p. proc. w ujęciu BAEL).

Od początku 2011 r. obserwujemy pierwsze oznaki zakończenia ożywienia. Tempo kreacji miejsc pracy, pomimo wciąż wysokich dynamik PKB, zaczęło systematycznie spadać, osiągając efektywnie zero w dwóch ostatnich kwartałach. Dodatkowo, od dwóch kwartałów spada w ujęciu rocznym liczba przepracowanych godzin w gospodarce (spadek w trzecim kwartale b.r. był głębszy niż kiedykolwiek wcześniej), co sugeruje, że dostosowania do negatywnego szoku popytowego na rynku dóbr odbywają się na rynku pracy za pośrednictwem czasu pracy, a nie za pośrednictwem liczby zatrudnionych.

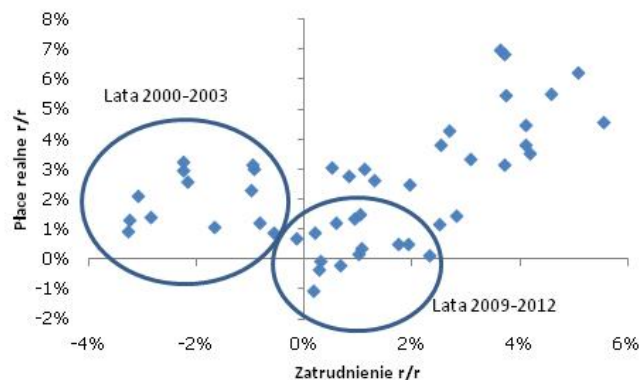
Wykres 1: Dynamika poziomu zatrudnienia w latach 2008-2012



Źródło: opracowania własne na podstawie danych GUS i Eurostat

Równoległe z wyhamowywaniem dynamiki zatrudnienia spada dynamika płac, osiągnąwszy w ostatnich dwóch kwartałach ujemne wartości (-0,3 i -1% rdr w cenach stałych). Podobną zależność obserwowano w latach 2009-2010, choć wówczas przestrzeń do wyhamowywania dynamiki płac była znacząco większa. Taki obraz sytuacji jest krańcowo różny od obserwowanego w okresie spowolnienia gospodarczego na początku poprzedniej dekady, kiedy to trzy lata depresji na rynku pracy charakteryzowała relatywnie wysoka dynamika płac realnych przy jednoczesnej głębokiej redukcji zatrudnienia (należy pamiętać, że gospodarka polska straciła wówczas ok. 1,5 mln miejsc pracy, a czas potrzebny na ich odtworzenie mierzymy w latach).

Wykres 2: Dostosowania cenowe i ilościowe na rynku pracy w latach 2000-2012



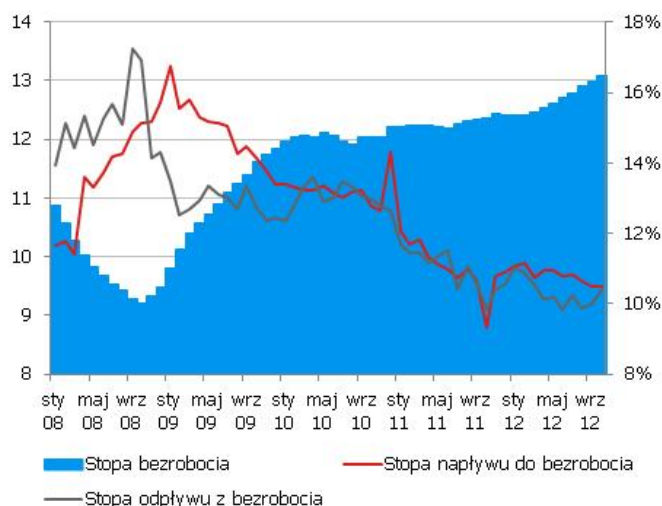
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Pytanie o granice dostosowań cenowych na rynku pracy jest zasadne. Wydaje się, że ostateczną granicę wyznaczają sztywności nominalne - w sytuacji, gdy płace nominalne wciąż rosną w tempie przekraczającym 2% i wobec oczekiwań istotnie dodatniej inflacji w najbliższej przyszłości (nasze prognozy wskazują na spadek do ok. 1,7% w I połowie 2013 roku) oznacza to, że przestrzeń dla dostosowań wynagrodzeń nie jest duża. Pamiętajmy, że obecnie wzrosty płac, a raczej pozytywny ich dryft, w dużym stopniu generowane są przez przedsiębiorstwa państwowe, w tym przez górnictwo.

⁴W przeciągu dekady wskaźnik zatrudnienia wzrósł o 10 p. proc.

Wydaje się również, że w wyniku spowolnienia lat 2009-2010 gospodarka straciła zdolność reabsorpcji bezrobocia. Pomimo dynamik PKB bliskich długookresowej średniej, kreacja miejsc pracy nigdy już nie osiągnęła poziomu, który pozwoliłby na zmniejszenie stopy bezrobocia. Mierzona wg metodologii BAEL, w 3 kw. 2012 r. wyniosła ona 9,9% - najwięcej od pięciu lat. Z kolei stopa bezrobocia rejestrowanego od zakończenia Wielkiej Recesji nie spadła trwale poniżej 12%, utrzymując delikatny trend wzrostowy widoczny po oczyszczeniu z wahań sezonowych. Ponadto, jak wskazują dane, systematycznie pogarsza się również struktura przepływów na rynku pracy: bezrobotny ma coraz mniejsze szanse na znalezienie pracy, a zatrudniony - coraz większe szanse na przejście do bezrobocia. Równocześnie, wejście na rynek pracy wiąże się obecnie z wyższym ryzykiem bezrobocia niż przed 2010 rokiem.

Wykres 3: Stopa bezrobocia rejestrowanego po wyłączeniu czynników sezonowych



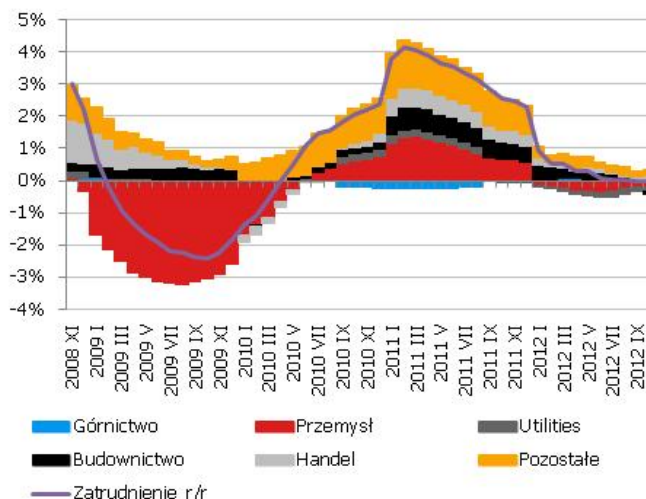
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Sektorowe perspektywy zatrudnienia. Możemy również pokusić się o sektorowe spojrzenie na stan zatrudnienia w gospodarce polskiej w ostatnich latach. O ile popyt na pracę w przemyśle wykazuje wyraźne cykliczne zachowanie, dostarczając ujemnego wkładu przynajmniej do połowy 2010 roku i ponownie w 2012 roku, o tyle cykliczność w większości sektorów usługowych przejawiała się jak dotąd głównie w wyhamowywaniu dynamik zatrudnienia w fazie kontrakcyjnej cyklu koniunkturalnego. W chwili obecnej, spadkowi całkowitego zatrudnienia zapobiega systematyczny wzrost liczby zatrudnionych w części branż usługowych (+2,5% w transporcie, +3-3,6% w telekomunikacji i działalności wydawniczej).

Biorąc pod uwagę fatalne wyniki konsumpcji indywidualnej, wzrost liczby pracujących w handlu może zaskakiwać. Wciąż dodatnie dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw handlowych są zapewne konsekwencją zmian strukturalnych zachodzących w sektorze - wzrost roli i popularności dyskontów i sklepów wielkopowierzchniowych, funkcjonujących jako przedsiębiorstwa 9+, którego lustrzanym odbiciem jest odbywający się za kulisami spadek roli małych sklepów, będących przedsiębiorstwami, których wyniki finansowe, zatrudnienie i wielkość sprzedaży nie znajdują odzwierciedlenia w danych GUS. Potwierdza to analiza struktury sektorowej zatrudnienia wg BAEL - tutaj spadek

zatrudnienia w handlu datuje się od chwili, gdy spadek całkowitej sprzedaży detalicznej uległ nasileniu, tj. od połowy 2011 roku. Fatalny wynik konsumpcji prywatnej w III kwartale i słabe krótko- i średnioterminowe perspektywy jej wzrostu w kolejnych kwartałach źle wróżą sektorowi handlowemu i wskazują, że w kolejnych kwartałach będzie on kontrybuował negatywnie do wzrostu zatrudnienia, prawdopodobnie w dużo większym stopniu niż w I połowie 2010 roku.

Wykres 4: Kontrybucja poszczególnych sektorów do zmiany zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu rok do roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wreszcie, załamanie koniunktury w budownictwie, które w II kwartale 2012 zaczęło po raz pierwszy kontrybuować negatywnie do wzrostu zatrudnienia, powinno coraz mocniej przekładać się na ogólny poziom zatrudnienia. Kluczowa w tym obszarze wydaje się kwestia rządowych inwestycji infrastrukturalnych - oczekiwania ponownego nasilenia strumienia środków publicznych kompensujących również załamanie popytu sektora prywatnego na usługi budowlane mogą stymulować chomikowanie pracy w budownictwie.

Zatrudnienie w oczach przedsiębiorców. Perspektywy dla rynku pracy wynikające z dostępnych badań koniunktury są negatywne. Wskaźniki koniunktury GUS w zakresie zatrudnienia dla większości sektorów znajdują się od kilku miesięcy w trendzie spadkowym, przy czym moment załamania, jego głębokość i stopień przełożenia na realną dynamikę zatrudnienia różnią się znacząco: od trwającego dwa lata spadku swobodnego w budownictwie, poprzez łagodny trend spadkowy w przemyśle, a skończywszy na stosunkowo niedawnym załamaniu w finansach i ubezpieczeniach oraz gastronomii i hotelarstwie. W ujęciu rocznym systematycznie spada wskaźnik prognoz zatrudnienia przygotowywany przez NBP w ramach badań koniunktury (z -2,2 do -6,3 na IV kwartał 2012 r.). Wreszcie, w obszarach wskazujących na spadek zatrudnienia we wrześniu ponownie znalazł się związany z zatrudnieniem komponent wskaźnika PMI.

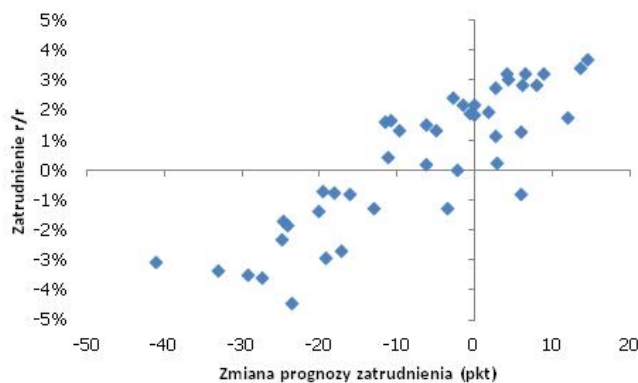
Pomimo utrzymującej się negatywnej oceny perspektyw zatrudnienia, nie obserwujemy masowej redukcji liczby zatrudnionych. Wynika to z wyprzedzającego i zorientowanego na przyszłość charakteru wskaźników koniunktury. Analiza danych histo-

⁶Dane Eurostatu, obejmujące cały sektor sprzedaży detalicznej, wskazują, że wolumen sprzedaży detalicznej w październiku pozostawał na poziomie 5% poniżej maksimum z II połowy 2010 roku z tendencją zniżkową.

⁵Por. ostatni kwartalny raport o rynku pracy NBP.

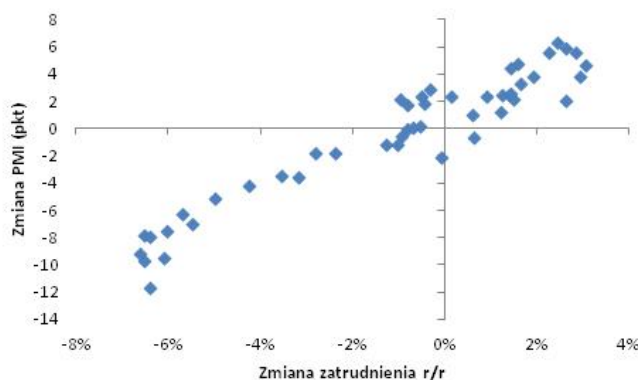
rycznych pokazuje, że pomiędzy spadkiem zatrudnienia, a pogorszeniem ocen koniunktury upływa na ogół około pół roku (dwa kwartały, sześć miesięcy).

Wykres 5: Zależność między roczną dynamiką zatrudnienia a opóźnioną o dwa kwartały zmianą prognozy zatrudnienia wg badań koniunktury NBP



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP

Wykres 6: Zależność między roczną dynamiką zatrudnienia a opóźnioną o 6 miesięcy zmianą PMI



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i Markit Economics

Z oczywistych względów, ocena koniunktury ma charakter subiektywny i trudno jest tym samym przewidzieć, jakie będą ilościowe konsekwencje jej pogorszenia dla sytuacji na rynku pracy, zwłaszcza z uwagi na to, że zależność ta może zmieniać się w czasie pod wpływem zmian w sferze realnej czy też charakteru szoków, których działanie obserwujemy.

Podsumowanie. Czy powinniśmy się bać?

1. Cykliczny charakter zmiennych rynku pracy oznacza, że wraz z załamaniem wzrostu gospodarczego następuje pogorszenie sytuacji - wzrost bezrobocia i spadek zatrudnienia. I tym razem tego nie unikniemy. Otwartą pozostaje kwestia głębokości tego załamania.
2. Wydaje się, że w ostatniej dekadzie zmiany, jakie zaszły na rynku pracy, uczyniły go bardziej elastycznym i odpornym na negatywne szoki popytowe, czy to zewnętrzne, czy to wewnętrzne. Dostosowania cenowe na rynku pracy odgrywają dużo większą rolę niż wcześniej.
3. Przewidywania przedsiębiorców wskazują na to, że do redukcji zatrudnienia istotnie dojdzie, jednakże faktyczne

spadki zatrudnienia są opóźnione w stosunku do pogorszenia ocen koniunktury w aspekcie zatrudnienia o ok. dwa kwartały. Dla wielu sektorów oznacza to, że spadek zatrudnienia powinien przypadać na przełom lat 2012 i 2013.

Piotr Bartkiewicz

Gospodarka globalna - Wzrost gospodarczy w rękach Demokratów i Republikanów

W ostatnich kwartałach wydawało się, że ożywienie w Stanach Zjednoczonych następuje bardzo powoli i choć oficjalnie wg NBER recesja zakończyła się w czerwcu 2009 główne wskaźniki makroekonomiczne dopiero obecnie wydają się przyspieszać. Wsparcie ze strony polityki monetarnej właściwie wyczerpało się, zaś ze strony polityki fiskalnej pozostaje silnie ograniczone wysokim poziomem długu publicznego oraz brakiem kompromisu politycznego. **Mając w pamięci zeszłoroczną debatę dot. podniesienia limitu długu (i prawdopodobnie jej powtórkę już na początku 2013 roku), niedawne wybory prezydenckie czy trwającą dyskusję odnośnie tzw. klifu fiskalnego szczególnie istotny okazuje się być wpływ niepewności politycznej, która determinuje zachowania konsumentów, przedsiębiorców oraz rynków finansowych.** W USA jest ona wzmacniana przez silnie spolaryzowany system polityczny. **W naszym scenariuszu bazowym przełożenie niepewności na realną gospodarkę nie powinno być tak silne (zostały 2 tygodnie starego roku), jednak rynki finansowe mogą zareagować: EURUSD ma szansę umocnić się o 4-5 figur, giełdy spaść o przynajmniej kilkadziesiąt punktów, rentowności 10-letnich obligacji osiągnąć nowe historyczne minima (choć tu przestrzeń do spadków jest jednak ograniczona).**

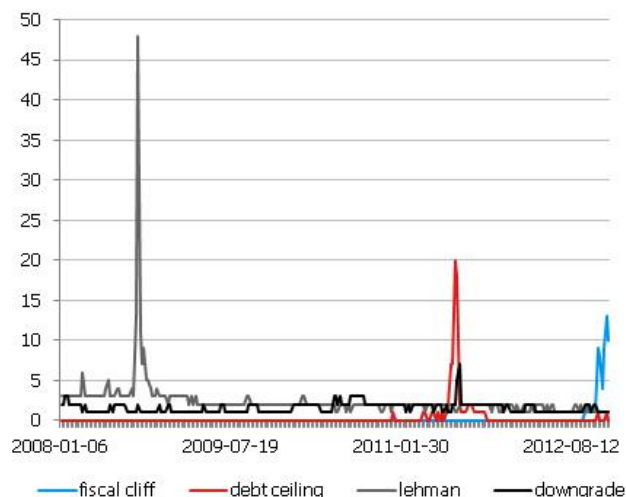
Kompromis dotyczący klifu fiskalnego zostanie najpewniej finalnie rozwiązany, w styczniu lub lutym konieczna będzie kolejna podwyżka limitu długu i przynajmniej czasowo znikną przyczyny wzmożonej niepewności politycznej wpływając na powrót EURUSD do poziomu 1,2; wzrost S&P500 powyżej 1500 pkt. i wzrost rentowności powyżej 3% już w II połowie 2013 roku. Dłuższy i silniejszy spadek niepewności pozwoli także dodać ok. 1-2 pp. do realnego wzrostu PKB.

Miary niepewności politycznej. Niepewność jest niewątpliwie zmienną trudno obserwowalną, a tym bardziej trudno mierzalną, szczególnie kiedy chcemy określić jej konkretne źródło. Od jakiegoś czasu szczególnie istotnym źródłem niepewności w Stanach Zjednoczonych jest niepewność polityczna związana z wyborami prezydenckimi oraz limitami fiskalnymi - ograniczeniem dopuszczalnego limitu długu oraz tzw. klifem fiskalnym czyli pakietem zarówno podwyżek podatków jak i obniżek wydatków budżetowych, które wg obowiązujących przepisów wejść w życie od 1 stycznia 2013. Badanie niepewności w gospodarce związanej z tymi wydarzeniami można rozpocząć od użycia narzędzia Google Trends, które pokazuje liczbę wyszukiwań w Google konkretnych fraz na wskazanym obszarze geograficznym. Jak widać na Wykresie 1 zainteresowanie konkretnymi wydarzeniami politycznymi kumuluje się przed terminem, w którym konieczne jest jego rozwiązanie. Warto też zwrócić uwagę, że dyskusja z jesieni 2011 roku o limicie zadłużenia oraz obecny problem z klifem fiskalnym są stosunkowo istotne w porównaniu np. z upadkiem Banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku.

Bazując na odpowiedniej liczbie wyszukiwań czy pojawiania się w Internecie i prasie poszczególnych fraz związanych z niepewnością i niepewnością polityczną wnioskujemy, że 1) obecnie niepewność ekonomiczna (frazy jak „economy”, „uncertain” itp.) jest około pięciokrotnie wyższa niż historyczna średnia liczona od 1985 roku i wyższa niż po upadku banku Lehman Brothers; 2) znacznie wzrósł udział niepewności politycznej (związanej

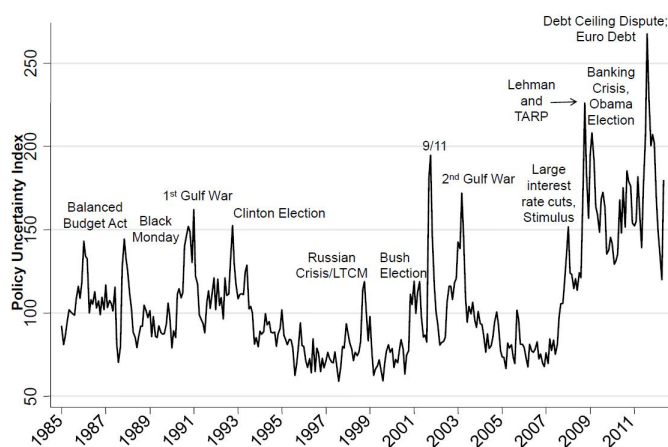
ze słowami jak „policy”, „tax”, „spending” itp.) - do około 60% w wyszukiwaniach w Google (historyczna średnia to ok. 40%) i do prawie 40% w wyszukiwaniach w New York Times (historyczna średnia to ok. 15%). Bazując na tych spostrzeżeniach Baker, Bloom i Davis stworzyli indeks niepewności politycznej, który historycznie dobrze wskazuje źródła tej niepewności (patrz Wykres 2).

Wykres 1: Względna liczba wyszukiwań w Google poszczególnych fraz



Źródło: Google

Wykres 2: Indeks niepewności politycznej



Źródło: <http://www.policyuncertainty.com/>

Indeks jest średnią ważoną trzech czynników determinujących niepewność polityczną. Pierwszym z nich jest liczba artykułów w najpopularniejszej prasie amerykańskiej zawierających słowa powiązane z: „niepewność”, „ekonomia/gospodarka” oraz „polityka”. Drugi to niepewność związana ze zmianami podatkowymi oparta na publikowanych przez CBO rocznych danych dotyczących wygasania federalnych przepisów kodeksu podatkowego, których zmiany stanowią źródło niepewności zarówno dla konsumentów, jak i przedsiębiorców. Trzecim czynnikiem jest stopień niepewności ekonomicznej wynikający z dużej zmienności lub nieprzewidywalności polityki fiskalnej i monetarnej mierzony jako dyspersja prognoz profesjonalnych analityków (ankieta Philadelphia Fed

⁷Scott R. Baker, Nicholas Bloom, and Steven Davis (2012), „Measuring Economic Policy Uncertainty”, <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/PolicyUncertainty-davis.pdf>

SPF) dla trzech zmiennych: inflacji CPI, wydatków stanowych (lokalnych) oraz rządowych (centralnych). Indeks ten można wykorzystać do pomiaru wpływu opisywanych przez niego źródeł niepewności na gospodarkę i rynki finansowe.

Bieżące czynniki niepewności, czyli czy negocjacje polityczne nigdy się nie skończą?

Prawie we wszystkich komentarzach do publikowanych danych makroekonomicznych występują obecnie odniesienia do dwóch wydarzeń - huraganu Sandy oraz klifu fiskalnego, jako czynników determinujących odczyty. Okazuje się jednak, że wpływ miejscowych katastrof naturalnych jest ograniczony do krótkiego okresu (a tym razem jest słabo widoczny nawet w danych o zatrudnieniu, płacach i produkcji za kolejny miesiąc - listopad) i nie determinuje postrzegania rzeczywistości ekonomicznej przez podmioty gospodarcze oraz alternatywnych miar rozwoju (w postaci satysfakcji, szczęścia itp.), a zatem w ograniczony sposób wpływa na wskaźniki makroekonomiczne i niepewność (zgodnie z badaniami, które wskazują, że dla takich alternatywnych miar sentymentu „liczy się klimat, a nie pogoda”).

Zupełnie inna historia dotyczy klifu fiskalnego. Na przełomie roku 2012 i 2013 wygasają obniżki podatków wprowadzone przez prezydenta Busha oraz inne niższe progi podatkowe, a także wprowadzony ma zostać uzgodniony przy ostatnim kompromisie dot. redukcji deficytu ograniczenie wydatków. W sumie oszczędności mają sięgnąć 665 mld USD (z czego 530 mld USD dotyczy zmian podatkowych i 135 mld USD ograniczeń wydatkowych), czyli około 4% PKB. CBO (Congressional Budget Office) przewiduje, że deficyt budżetowy spadnie z obecnych 1100 mld USD do około 200 mld USD w 2022 roku, zaś w analogicznym okresie dług publiczny spadnie do 58% PKB z obecnych ponad 70%. Dodatkowo wejście w życie zamierzonych zmian podatkowych spowodowałoby także spadek realnego PKB w całym 2013 roku o 0,5% r/r (co oznacza recesję w skali ok. -1,3% w pierwszej połowie 2013 roku) oraz wzrost stopy bezrobocia do 9,1% (z obecnych 7,9%). W długim terminie szacunki wskazują na powrót PKB do potencjalnego poziomu pod koniec 2014 roku oraz spadek stopy bezrobocia do 5,5%, ale dopiero w 2018 roku. Z drugiej strony uniknięcie większości zaplanowanych zmian prowadziłoby wg wyliczeń CBO do średniorocznego deficytu w wysokości 5% PKB oraz wzrostu zadłużenia do 90% PKB. Wyliczenia potwierdzają zatem, że konieczny jest kompromis, który nie zepchnie USA na krawędź recesji, ale pozwoli utrzymać w ryzach zadłużenie. Problemem jest oczywiście polityka - spolaryzowana scena polityczna z demokratycznym prezydentem i republikańską większością w Izbie Reprezentantów.

Z podobnym problemem Stany Zjednoczone borykały się latem 2011 roku, kiedy przedłużające się negocjacje w sprawie podniesienia limitu zadłużenia spowodowały obniżenie ratingu USA przez agencję S&P po raz pierwszy w historii poniżej poziomu AAA. Przy niezmiennym po niedawnych wyborach układzie sił politycznych na początku przyszłego roku czeka nas powtórka z negocjacyjnej rozrywki - obecnie do osiągnięcia ustalonego w 2011 roku progu zadłużenia 16 394 mld USD brakuje jedynie 63 mld USD (według danych na koniec listopada). Co ciekawe, sondaż (wykonany tuż po wyborach prezydenckich) wskazuje, że większość Amerykanów akceptuje wzrost podatków jako sposób redukcji deficytu. Przede wszystkim ze względu na zmiany demograficzne (i

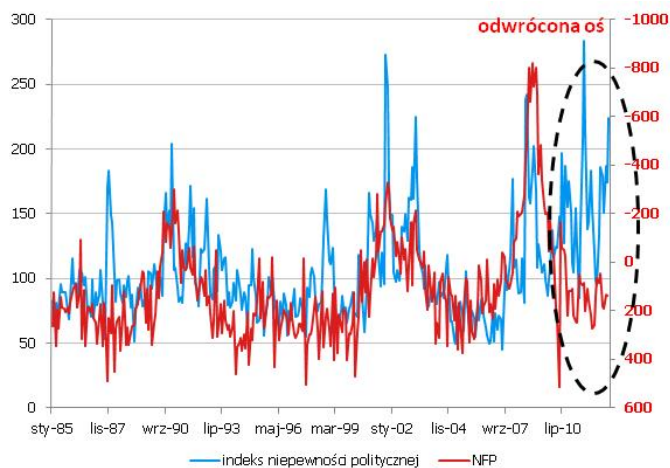
⁸Fedderson, J, R Metcalfe and M Wooden (2012), „Subjective Wellbeing: Weather Matters; Climate Doesn't.” University of Oxford Department of Economics Discussion Paper 627

wynikające z nich coraz większe obciążenie budżetu wydatkami na opiekę społeczną - wg danych BLS za październik rosła ona w tempie 3,7% r/r, podczas gdy cała gospodarka rosła w tempie 2,2% r/r) jest to niewątpliwie droga, którą podążą w końcu politycy.

Statystycznie istotne efekty oddziaływania niepewności... ..na dane realne

Nikt nie ma właściwie wątpliwości, że zarówno problem klifu fiskalnego jak i limitu zadłużenia będzie musiał finalnie znaleźć kompromis. Prawdopodobnie na wiosnę indeks niepewności istotnie się obniży i choć w ogólnie niepewnej sytuacji gospodarczej należałoby się raczej spodziewać, że spadek ten nie dobieje do minimów z 2006 roku, to konstrukcja indeksu i jego „polityczny” charakter pozwala przypuszczać, że nie są to poziomy nieosiągalne (oczywiście wszystko zależy od rodzaju kompromisu politycznego).

Wykres 3: Zmiana zatrudnienia w sektorze poza rolniczym vs indeks niepewności politycznej



Źródło: <http://www.policyuncertainty.com/>, Bloomberg

Liczne badania wskazują, że niepewność podmiotów jest istotnym czynnikiem determinującym ich zachowania i oddziałuje przede wszystkim trzema kanałami: ograniczając konsumpcję gospodarstw domowych, inwestycje oraz zatrudnienie przedsiębiorców i zwiększając premię za ryzyko na rynkach finansowych. W obecnym otoczeniu ekonomicznym wydaje się, że drugi z tych czynników ma największy wpływ na amerykańską gospodarkę - to właśnie przedsiębiorcy ciągle ograniczają inwestycje (dane za III kw. wskazują, że jedynie rynek nieruchomości bardzo powoli odbija) i zatrudnienie (NFP ciągle oscyluje w okolicach 150 tys. miesięcznie). Napędzająca amerykański wzrost konsumpcja wydaje się być aż nazbyt optymistyczna w kontekście pozostałych danych - być może stąd ostatnie negatywne zaskoczenie odczytem indeksu Uniwersytetu Michigan, który jest silnie skorelowany z indeksem niepewności politycznej (oraz wszystkimi jego składowymi). Warto jednak zauważyć, że Amerykanie są raczej konserwatywni fiskalnie (m.in. że wyborcy nie popierają bardziej kandydatów, którzy wydają więcej w ich stanach), zatem na ich działania mniejszy wpływ ma niepewność fiskalna bezpośrednio, a jedynie pośrednio np. przez oddziaływania rynku pracy. Modele wskazują, że powrót indeksu niepewności politycznej do poziomów z 2006 roku dodałby ok. 1-2pp. do wzrostu PKB. Z drugiej strony przedłużające się negocjacje i wzrost indeksu o kolejne 50 pkt. doprowadziłoby do spadku PKB o 0,5-1pp.

⁹Peltzman, Sam, 1992. „Voters as Fiscal Conservatives” The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 107(2), pages 327-61, May

(a zatem biorąc pod uwagę czynniki jednorazowe - zapasy i wydatki rządowe, które wpłynęły na ostatni wyższy odczyt PKB, byłaby to obniżka do ok. 1-1,5%). Dla inwestycji efekt ten jest mniej więcej czterokrotnie silniejszy. Model wskazuje, że szok niepewności politycznej obrazowany wzrostem indeksu od 2006 roku obniżył liczbę miejsc pracy w USA o ok. 2mln. Dalszy wzrost indeksu o ok. 50 pkt. może obniżyć miesięczne odczyty NFP o ok. 100tys., a więc do poziomów notowanych w II kw. br. Jednak jedynie niewielki spadek indeksu może nie przynieść szybkiego wzrostu NFP - obecnie zmiany zatrudnienia są stosunkowo spore w stosunku do obserwowanej niepewności (patrz Wykres 3).

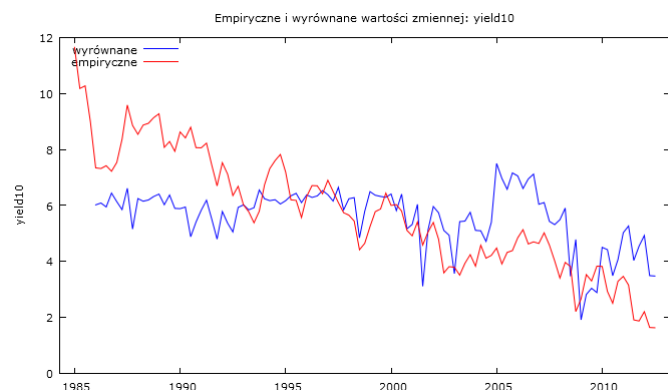
...na dane finansowe

Zbadaliśmy też zależność między poszczególnymi składowymi indeksu niepewności politycznej, a podstawowymi zmiennymi finansowymi - rentownościami 10-letnich amerykańskich obligacji, kursem EURUSD oraz zmianami indeksu S&P500. Przeprowadzimy analizę porównawczą w stosunku do poziomu z I kw. 2011 roku (patrz Wykres 1 - przed problemami z limitem długu, obniżką ratingu). Okazuje się, że składowa mierząca zbliżające się wygasanie podatków czasowych ma istotny wpływ na wszystkie wybrane zmienne, co potwierdza hipotezę o silnym wpływie klifu fiskalnego na rynki finansowe.

Wpływ indeksu niepewności na rynek finansowy jest ograniczony wieloma czynnikami o większej niż miesięczna częstotliwość zwiększającymi zmienność - szczególnie dotyczy to rynku walutowego. Wzrost indeksu o 100 punktów powoduje wzrost kursu EURUSD jedynie o ok. 0,05. Jednak analiza największych zmian niepewności (silniejszych niż odchylenie standardowe) wskazuje na równoczesne pojawianie się dużych zmian na EURUSD. Szybki powrót indeksu niepewności do poziomu z I kw. 2011 roku wpłynęłyby na obniżkę kursu EURUSD do poziomu ok. 1,2.

Indeks giełdowy S&P500 znajduje się obecnie na dość wysokich poziomach w stosunku zarówno do stanu gospodarki, jak i poziomu niepewności politycznej (indeks wzrósł w ciągu ostatniego roku o ponad 300 pkt, podczas gdy modelowo powinien spaść o ok. 50 pkt). Na zmiany na giełdzie istotnie wpływa niepewność odnośnie przyszłej polityki fiskalnej i monetarnej - wskaźnik korelacji między dyspersją prognoz dla CPI oraz wydatków rządowych waha się między (-0,3)-(-0,6). Modelowo spadek indeksu związanego z „newsami” o 100 pkt. (do poziomu z przełomu I i II kw. 2012 roku) spowodowałby wzrost indeksu S&P500 powyżej 1500pkt., co jednak nie uwzględnia obecnego „przewartościowania”.

Wykres 4: Wartości modelowe (niebieskie) vs rzeczywiste (czerwone) dla rentowności 10-latek



Źródło: <http://www.policyuncertainty.com/>, Bloomberg, obliczenia

własne

Obligacje amerykańskie traktowane są ciągle jako jedne z najbezpieczniejszych papierów safe heaven i nawet wzrost niepewności politycznej w samych Stanach Zjednoczonych powoduje spadek kosztów obsługi tamtejszego długu. Współczynniki przy indeksach niepewności (istotne są „newsy” oraz kwestie wygasających podatków) są ujemne i choć model objaśnia zmiany rentowności jedynie w 21%, to ich kierunki wyznacza prawidłowo (patrz Wykres 4) i podobnie jak dla indeksu S&P500 możliwa jest korekta w górę. Spadek indeksu niepewności politycznej do poziomu z I kw. 2011 może wywołać wzrost rentowności nawet o 1pp.

Niepewność może zostać zdyskontowana dopiero w II kw. 2013.

Stany Zjednoczone ponownie wkraczają z coraz większym impetem na ścieżkę wzrostu - drugie oszacowanie wzrostu PKB w trzecim kwartale 2012 roku wskazało na istotny wzrost do 2,7% wobec pierwszego szacunku na poziomie 2,0% i 1,3% wzrostu w II kw. Pozytywna interpretacja tego wyniku jest jednak dyskusyjna (wpływ efektów jednorazowych, ciągle słaby wzrost inwestycji). Przy obecnym poziomie niepewności trudno liczyć na spektakularne wzrosty - także w ciągu kilku najbliższych miesięcy, kiedy można spodziewać się jej dalszej eskalacji.

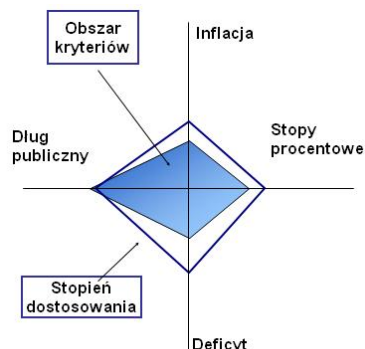
Pomimo kilku kompromisowych propozycji obniżających klif fiskalny o ok. 350 mld USD (zapropozowanych przez CBO) ciągle trwa spór o znacznie mniejszą kwotę (23 mld USD w 2013 roku) ulg podatkowych dla najbogatszych. Pomimo trudności negocjacyjnych (większa pewność Obamy po wygranych wyborach, niewielkie pole do ustępstw pozostawione przez Republikanów głównemu negocjatorowi Boehnerowi, marazm Kongresu pod koniec kadencji - nowa zaczyna się dopiero 3 stycznia 2013 roku) presja na kompromis jest ogromna i przypomina się scenariusz z 1995/96 roku, którym straszono już przy okazji podnoszenia limitu długu w 2011 roku. Politycy amerykańscy pokazali już jednak, że potrafią trzymać w niepewności do ostatniej chwili i choć uważamy, że USA uniknie klifu fiskalnego to ustalanie szczegółów ostatecznego kompromisu może zostać przesunięte na nowy rok i niewykluczone, że połączone z koniecznością podniesienia limitu długu. Uważamy zatem, że najwcześniej w II kw. nowego roku indeks niepewności politycznej ma szansę na powrót do niższych poziomów, a co za tym idzie dopiero w II połowie 2013 roku pozwoli dodać ok. 1-2 pp. do realnego wzrostu PKB, firmom z większą swobodą inwestować (dodając ponad 5pp. do wzrostu inwestycji) i zatrudniać, a rynkom finansowym zdyskontować obecnie podwyższoną premię za ryzyko - przede wszystkim na rynku walutowym. Z punktu widzenia zmian niepewności politycznej w IV kw. 2012 i I kw. 2013 można się jednak spodziewać osłabienia wzrostu z obecnego 2,7% do ok. 2%. Podobnie (szczególnie w ostatnich tygodniach roku - o ile kontynuowane będzie przeciąganie liny, jak ostatnia wypowiedź Boehnera o dalekiej drodze do porozumienia) wzrastać będzie napięcie na rynkach finansowych - EURUSD ma szansę umocnić się o kilka figur, giełdy spaść o przynajmniej kilkadziesiąt punktów (jedna wypowiedź generuje spadki 10-punktowe, zatem można spodziewać się, że brak kompromisu pod koniec roku zwieliokrotni te zmiany), rentowności bezpiecznych amerykańskich obligacji osiągnąć nowe historyczne minima. W drugiej połowie 2013 roku EURUSD ma szansę powrócić do poziomu 1,2, S&P500 wzrosnąć powyżej 1500 pkt, zaś rentowności wzrosnąć powyżej 3%.

Paulina Ziemińska

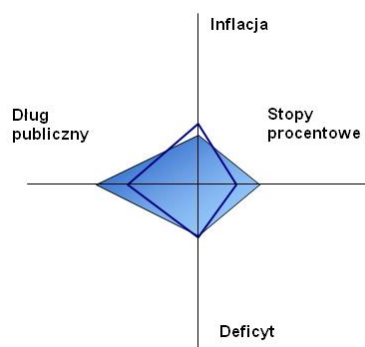
Kryteria konwergencji*

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,90% (październik 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,60% (październik 2012)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny: < 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

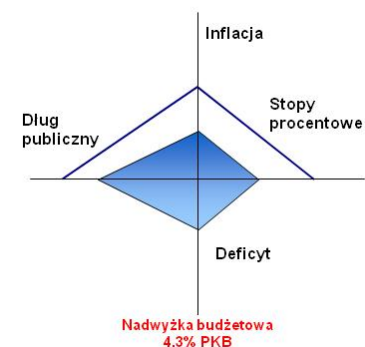
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

POLSKA


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (październik 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,57% (październik 2012)
- Deficyt sektora GG: 5,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 56,3% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


CZECHY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,6% (październik 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,24% (październik 2012)
- Deficyt sektora GG: 3,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 41,2% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


WĘGRY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 5,5% (październik 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,94% (październik 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

W ostatnich tygodniach polskie obligacje odnotowały kolejne rekordowo niskie poziomy rentowności. Pomogły wybory w USA i obawy o fiscal cliff, które przełożyły się na umiarkowany risk-off na rynkach. W takiej fazie polskie quasi bezpieczne papiery radziły sobie nadzwyczaj dobrze. Listopadowe rally na obligacjach okazało się najsilniejszym w tym roku i co ciekawe wydarzyło się mocno wbrew oczekiwaniom większości graczy (a może wydarzyło się właśnie dlatego i było dopalane serią stop lossów). Końcówka listopada i początek grudnia to kolejna odsłona rally na polskich papierach i dużego płaszczenia krzywej. Tym razem wszystko odbyło się przy stymulacji oczekiwań na obniżki stóp (seria wypowiedzi członków RPP), silnych napływach z zagranicy i lepszych ocenach perspektyw dla polskich papierów przez zagraniczne banki, a nawet agencje ratingowe. Końcówka listopada okazała się o tyle zaskakująca, że rally objęło skorelowane dotąd negatywnie papiery peryferii strefy euro, bundy, akcje a nawet złoto.

Obecnie widzimy coraz więcej efektów związanych z końcem roku, już zmaterializowanymi oczekiwaniami na kolejną rundę poluzowania ilościowego w USA (uniknięcie tzw. monetary cliff), oczekiwaniami na mniejszy wymiar kary w przypadku fiscal cliff oraz zażegnaniem natychmiastowego bankructwa Grecji. Efektem jest nietypowa, bo dodatnia korelacja między bundami i obligacjami peryferii. Fenomen ten może utrzymywać się do końca roku, co sprzyjać może... wszystkim aktywom (włączając akcje, waluty EM i obligacje EM).

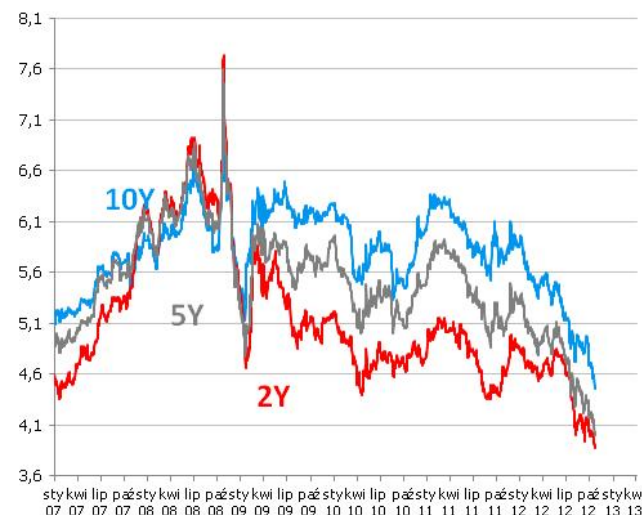
W stosunku do Polski utrzymuje się przekonanie o gradualnym równoważeniu tej gospodarki, któremu właśnie sprzyja spowolnienie. Prognozy ciągle rewidowane są w dół a konsensus prognoz jest jednak ciągle na tyle dodatni (i wyższy od naszej prognozy szczególnie pesymistycznej na pierwsze półrocze 2013), aby (jeszcze) nie stymulować obaw o stan budżetu, czy ryzyko kredytowe. Realnym jest wyłączenie Polski z procedury EDP, a nawet spekulacje o podwyższeniu ratingu. Kluczowym czynnikiem dla polskich obligacji są utrzymujące się solidne napływy kapitału zagranicznego przy zmniejszonej aktywności graczy krajowych. Paliwa do dalszego spadku rentowności (choć kluczowa pozostanie kwestia napływów z zagranicy) mogą dostarczyć kolejne publikacje - w szczególności znaczny spadek inflacji. Obstawiamy, że właśnie dynamiczny spadek inflacji, co więcej spadek nieantycypowany przez Radę Polityki Pieniężnej, może w najbliższym czasie być tym argumentem reguły Taylora, który okaże się sprawczy przy generowaniu gołębic komentarzy z RPP i oczekiwań na obniżki stóp. Czynnikiem ten, a oczekujemy inflacji blisko poziomu 2,0% w styczniu, może wspierać ceny obligacji jeszcze na początku 2013 roku. Kolejnym czynnikiem stricte polskim wspierającym obligacje może być zmiana alokacji ponad 20 mld zł, które OFE trzymają w systemie bankowym Przesunięcie nastąpi prawdopodobnie zarówno w stronę obligacji, jak i akcji.

W tej sytuacji (względny risk on, dokonane już agresywne płaszczenie krzywej w sektorze 5-10 lat, ale i paliwo do generowania oczekiwań na obniżki stóp) naturalna powinna być alokacja przesunięta w stronę początku krzywej obligacyjnej.

Na koniec kilka uwag na temat alokacji w 2013 roku. Pomimo,

że rok 2013 może zacząć się bardzo dobrze dla obligacji, czemu sprzyjać powinna kontynuacja poluzowania monetarnego w Polsce nie będzie to żok obligacji". Na rynkach bazowych przestrzeń do dalszych spadków rentowności jest (nawet czysto technicznie) mocno ograniczona. Dla obecnej fazy cyklu (szczególnie w USA) typowe wydaje się poszukiwanie nawet nie tyle zysku na kapitale, co dochodu. Stąd może nastąpić stopniowa realokacja. Kompresja spreadów w strefie euro pociągnie za sobą wzrost rentowności niemieckich bundów. Bezsprzeczne endogeniczne ożywienie w USA może wspierać giełdy i generować większą stromię krzywej dochodowości - znów technicznie oznacza to wzrosty rentowności dłuższych papierów. Polskie obligacje mogą na początku roku nadal być wspierane przez głębsze spowolnienie i gwałtowny spadek inflacji. Do pewnego stopnia pomoże im również umiarkowany risk-on globalny, poszukiwanie wyższych rentowności. Nowe rekordy niskich rentowności wydają się bardzo prawdopodobne, a sugerowany przez Ministra Kowalczyka poziom 3,5% dla 10-letnich obligacji nie wydaje się abstrakcyjny. Kolejne miesiące mogą jednak przynieść stopniowe stromienie krzywej i ograniczone wzrosty rentowności (bardziej w ślad za rynkami bazowymi niż w odpowiedzi na wzrost ryzyka kredytowego Polski, które może okazać się umiarkowane i kompensowane przez oczekiwania na poprawę koniunktury w II połowie 2013).

Wykres 1: Rentowności polskich obligacji



Źródło: Bloomberg

Ernest Pytlarczyk

Rynek walutowy

EURUSD

Okazało się, że obstawianie konsolidacji na parze EURUSD mogło mieć sens w listopadzie (notowania zakończyły miesiąc na poziomie otwarcia) w sensie zachowania kapitału, jednak prawdziwa wartość dla inwestora tkwiła w pozycjach krótkich: zamieszanie spowodowane huraganem Sandy oraz perturbacje z uchwalaniem pomocy dla Grecji sprowadziły przejściowo notowania do 1,2660.

W bieżącym miesiącu problemy polityczne strefy euro wydają się rozwiązane (pomoc dla Grecji jest ustalona, nie jest wykluczone PSI, jeśli nadal będzie istniał problem ze stabilnością długu publicznego tego kraju). Dane makro powoli nabierają rozpędu, choć przyspieszenie jest anemiczne (w tym kontekście formalne

uzupełnienie programu zakupu aktywów FOMC o kończący się Operation Twist jest pozytywne - żaden inwestor nie będzie obstawiał strategii wyjścia przed rozwiązaniem problemów fiskalnych USA). W takim środowisku jednym z głównych problemów, które mogą mieć negatywny wpływ na kurs EURUSD jest ciągła niepewność związana z fiscal cliff (inwestorzy skupieni na Grecji, danych makro oraz decyzji FOMC przejściowo chyba zapomnieli o tym problemem), o czym przypomnieli ostatnio bardzo słabe dane o optymizmie konsumentów (w końcu dychotomia pomiędzy oczekiwaniami firm i konsumentów została zniwelowana). Spodziewamy się, że do końca miesiąca to ryzyko może zdominować rynki finansowe; tym samym rozsądek nakazuje konserwatywne spojrzenie na EURUSD, jeśli nie głębszą korektę w skali kilku centów.

Sytuacja techniczna. Na przełomie II i III kwartału notowania miały szansę na przełamanie minimów z 2010 roku (1,1875) poruszając się w silnym kanale spadkowym; zamiast tego jednak zatrzymały się wcześniej i ruszyły w górę. Jak dotąd notowania zatrzymały się pomiędzy 23,6% a 38,2% zniesieniem Fibo (ruchu z 1,4939 do 1,2043) i mamy trend boczny. Jeśli uda się przebić przez 1,3150, szansa na przedłużenie ruchu do 1,3491 a nawet wyżej do 1,3833 jest duża (uwaga jednak - to nadal będzie korekta ruchu w kanale spadkowym od Q2 2011 do Q2 2012). Różowa przerywana linia wyznacza skośną linię ramion odwróconej głowy z ramionami. Okazuje się, że jesteśmy bardzo blisko złamania tej linii (1,3150 - de facto ten poziom pokrywa się ze wspomnianym już Fibo) a ewentualny zasięg ruchu można wtedy wyznaczyć nawet na 1,46 (przerwane pionowe linie na wykresie). Jeśli natomiast przekroczyliśmy 1,2660 kształtuje się szansa na wyrównanie 1,2043, czyli ostatnich minimów. Naszym zdaniem ruch w górę jest jednak bardziej prawdopodobny.

Wykres 2: EURUSD (tygodniowy)



Źródło: Reuters

EURPLN

W tym miesiącu okazało się, że cykliczność cyklicznością, lecz rządzi kapitał napływający na polski rynek długu (niemal codziennie ustalane minima rentowności praktycznie na całej krzywej obligacyjnej), oraz w coraz większym stopniu także na rynek akcji. Złotemu pomogły także relatywnie dobre dane, w szczególności o produkcji przemysłowej, która mimo że zaburzona przez dni robocze wyglądała w oczach wielu uczestników całkiem nieźle na tle ostatnich ujemnych odczytów.

Tym samym nabraliśmy sceptycyzmu odnośnie znaczącego osłabienia złotego w bieżącym cyklu, mimo że nadal spodziewamy się płytkiej recesji na początku 2013 roku, która w żaden sposób nie jest antycypowana przez rynki finansowe. Nasz podstawowy tok rozumowania opiera się na przekonaniu, że gospodarka polska wprawdzie wchodzi w recesję, lecz jest jednocześnie bardziej

zrównoważona w kontekście rachunku obrotów bieżących (już nie 5-6% deficytu w relacji do PKB lecz 2-3%). Co więcej, rynek wycenia już dużą skalę obniżek stóp procentowych (minimum na krzywej FRA plasuje się w okolicach 3,10 przy aktualnym WIBOR 3M na poziomie 4,26) i tym samym rozpoczyna się poszukiwanie okazji na kontestowanie sensu ciągłych obniżek stóp (czemu sprzyjają wypowiedzi niektórych, choć mało reprezentatywnych członków RPP) i przerwy w lutym. Jakkolwiek takie prowadzenie polityki pieniężnej ma mały sens (niemniej inwestorzy mogą w taką grę chwilę pograć) a nadchodzące dane (za listopad) będą słabsze niż te październikowe, prawdopodobnie nie wpłynie to na dalszą, szybką rewizję prognoz instytucji finansowych (które nota bene zostały już obniżone, a złoty zachował się raczej neutralnie). Stąd też ich wpływ na kurs może być tym bardziej neutralny i tym razem. Jeśli gra inwestorów toczy się na razie o przesuwanie podwyżek a nie o całą skalę cyklu (tu z kolei członkowie RPP zaczynają się powoli prześcigać w minimach, do których dojdzie inflacja) wpływ oczekiwań na przerwy powinien być neutralny dla obligacji a do końca roku trudno spodziewać się wystąpienia przesłanek do wyceny wyższego ryzyka kredytowego.

Summa summarum, i gracze opierający się na carry i inwestorzy polujący na polskie obligacje mogą czuć się do końca miesiąca względnie komfortowo. Ten sielski obrazek może popsuć otoczenie globalne (listopadowe zwwyżki kursu to właśnie było otoczenie globalne), o czym piszemy w sekcji o EURUSD. Stąd też spodziewamy się niewielkiego osłabienia polskiej waluty do 4,15 w okolicach końca roku, przy czym osłabienie to zrealizuje się w sposób skokowy, w momencie kiedy rosnąca awersją do ryzyka przełoży się na spadki EURUSD oraz przeważą napływ na rynek obligacji.

Sytuacja techniczna. Notowania EURPLN utknęły w trójkącie wyznaczonym przez poziomą linię wsparcia (4,0256) oraz opadającą linię trendu od wierzchołka z Q4 2011 (maksimum 4,6015). Od czasu ustanowienia minimum 4,0256 ukształtował się jednak trend boczny i znacząco wygasła zmienność. W takiej sytuacji należy zastosować podejście warunkowe. Przy przebięciu minimów jest szansa na przedłużenie ruchu nawet do 3,80. Przejście przez 4,1440 (uwaga: na bazie tygodniowej), otworzy drogę do 4,22, gdzie pozioma linia oporu konwerguje ze wspomnianą już linią trendu. Ten węzeł będzie bardzo trudny do pokonania. Konkludując: jeśli deprecjacja to niewielka. Stosunek potencjalnych strat do zysków rozkłada się jak 1:2 i inwestorzy akceptujący taką wypłatę (i jednocześnie niecierplivi) mogą próbować pozycji short PLN już z obecnych poziomów, ciesząc się w międzyczasie mocno dodatnim carry.

Wykres 2: EURPLN (tygodniowy)



Źródło: Reuters

Marcin Mazurek



Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Grudzień 2012	Styczeń 2013	Luty 2013
POLSKA			
Inflacja CPI	13	15	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	19	18	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	18	18	18
PKB	-	-	-
Koniunktura gospodarcza	20	22	21
Podaż pieniądza M3	14	14	14
Bilans płatniczy	13	18	12
Inflacja bazowa	20	16	
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	7
Posiedzenie RPP	4-5	8-9	5-6
STREFA EURO			
Inflacja HICP	14	16	28
PKB	6	-	-
Posiedzenie ECB	6	10	7
USA			
Inflacja CPI	14	16	17
PKB	20	30	28
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	7	4	1
Zamówienia na dobra trwałe	24	28	27
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	3	2	1
Posiedzenie Fed	12	30	

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 UPREDZONIEGO 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, WSPÓLPRACOWNIKÓW, 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 UPREDZONĄ PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.