

**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
Polityka monetarna	3
Marcowa obniżka stóp procentowych (co do skali - zaskakująca, ale w pełni uzasadniona) miała zakończyć cykl luzowania polityki pieniężnej. W świetle oczekiwanych przez nas odchyleń inflacji i PKB od centralnych ścieżek projekcji inflacyjnej NBP spodziewamy się dalszych obniżek stóp w tym roku.	
Gospodarka polska - stracona pierwsza połowa, w drugiej statystyczne odbicie	4
Początek roku, wbrew oczekiwaniom, przyniósł dalsze pogorszenie koniunktury. Później możemy oczekiwać poprawy, ale będzie mieć ona charakter statystyczny i nie będzie ożywieniem na miarę lat 2009-10. Zakończenie procesu odbudowy oszczędności przez gospodarstwa domowe i stabilizacja inwestycji publicznych przyniosą gospodarce wytchnienie.	
Gospodarka polska - Ograniczony wpływ pobudzania akcji kredytowej	8
KNF złagodził regulacje bankowe zawarte w Rekomendacji T, konsultowane są zmiany w Rekomendacji S, rząd wprowadza nowy program gwarancji na zabezpieczenie spłaty kredytów obrotowych udzielanych MSP. Wszystkie te działania są odpowiedzią na spowolnienie gospodarcze odzwierciedlone również w silnie osłabionej akcji kredytowej. Żeby odpowiedzieć na pytanie czy przyniosą one pożądany rezultat trzeba zrozumieć przyczyny leżące u podstaw załamania akcji kredytowej.	
Gospodarka polska - Dlaczego warto podchodzić z rezerwą do polskiego PMI?	11
Indeks PMI jest postrzegany jako barometr koniunktury w sektorze przemysłowym. Szczegółowa analiza poszczególnych składowych i ich porównanie z "oficjalnymi" odpowiednikami wskazuje, że wnioskowanie w oparciu o PMI powinno mieć raczej charakter jakościowy niż ilościowy i być prowadzone w horyzoncie kwartalnym, a nie miesięcznym.	
Euromonitor	14
Na rynku	15
Równowaga na EURUSD jest prawdopodobnie krótkookresowa. Mało ekspansywny ECB (w porównaniu do Fed czy ECB) działa pozytywnie na EUR, wsparte dodatkowo słabością USD. Nie widzimy przesłanek do osłabienia złotego i w tym zakresie mamy koniunkcję sygnałów fundamentalnych i technicznych (bardziej prawdopodobny ruch w kierunku 4,00 niż 4,20).	
Kalendarz publikacji danych	18

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013 F		
PKB r/r (%)	5.1	1.6	3.9	4.3	2.0	1.0		
Inflacja CPI r/r (średnio %)	4.3	3.5	2.8	4.2	3.7	1.05		
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-5.3	-1.6	-4.5	-4.9	-3.6	-2.5		
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	9.5	12.1	12.4	12.5	13.4	14.2		
Stopa ref. NBP (koniec okresu %)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.75		
	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3	2012 Q4	2013 Q1 F	2013 Q2 F	2013 Q3 F	2013 Q4 F
PKB r/r (%)	3.6	2.3	1.4	1.1	0.4	0.8	1.2	1.7
Konsumpcja prywatna r/r (%)	1.7	1.2	0.1	-1.0	0.3	1.0	1.6	1.9
Konsumpcja publiczna r/r (%)	-0.8	0.5	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
Inwestycje r/r (%)	6.0	1.3	-1.5	-0.3	-4.5	-4.5	-3.0	-2.5
Inflacja (średnio %)	3.9	4.0	3.9	2.9	1.4	0.9	0.8	1.1
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	13.3	12.4	12.4	13.4	14.4	13.9	13.5	14.2
Stopa ref. NBP (% koniec okresu)	4.50	4.75	4.75	4.25	3.25	3.00	2.75	2.75
Wibor 3M (% koniec okresu)	4.94	5.13	4.92	4.11	3.40	3.20	2.95	2.95
Rentowność obligacji 2-letnich (%)	4.62	4.60	4.05	3.14	3.00	3.00	3.10	3.10
Rentowność obligacji 10-letnich (%)	5.50	5.15	4.69	3.74	3.80	3.70	3.85	4.10
EUR/PLN (koniec okresu)	4.15	4.22	4.12	4.08	4.15	4.15	4.05	4.00
USD/PLN (koniec okresu)	3.11	3.35	3.20	3.09	3.14	3.25	3.24	3.20

F - prognoza



Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Wrz 2012	Paź 2012	Lis 2012	Gru 2012	Sty 2013	Lut 2013	Mar 2013
PKB i produkcja							
PKB (%)	1.4			1.1			0.4
Popyt krajowy (%)	-0.7			-0.7			-1.6
Spożycie indywidualne (%)	0.1			-1.0			0.3
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	-1.5			-0.3			-4.5
Wartość dodana (%)	1.4			1.0			
w przemyśle (%)	0.9			-1.2			
w budownictwie (%)	-5.8			-2.1			
w handlu (%)	1.1			-1.7			
Produkcja przemysłowa r/r (%)	-5.2	4.6	-0.8	-10.6	0.3	-2.1	-2.5
Produkcja przemysłowa m/m (%)	6.1	7.7	-4.8	-14.2	5.4	-2.8	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	3.1	3.3	2.4	-2.5	3.1	-0.8	-0.7
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	-1.3	4.3	-6.4	15.1	-20.6	-2.6	
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3640.8	3718.2	3780.6	4111.7	3680.3	3710.0	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	1.6	2.8	2.7	2.4	0.4	4.0	1.8
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-1.2	2.1	1.7	8.8	-10.5	0.8	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4	0.6	-0.2	
Stopa bezrobocia (%)	12.4	12.5	12.9	13.4	14.2	14.4	14.4
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	3.8	3.4	2.8	2.4	1.7	1.3	1.1
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	1.9	1.9	1.7	1.4	1.4	1.1	1.0
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	0.5	-0.7	-0.2	-0.6	0	0.3	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	1.8	1	-0.1	-1.1	-1.2	-0.4	-0.6
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	892.7	902.4	901.8	921.4	913.5	920.8	926.8
Podaż pieniądza r/r (%)	7.6	8.0	5.7	4.5	4.4	5.6	6.0
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	1.2	1.8	-0.3	0.1	1.9	2.8	2.5
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	8.0	6.7	3.0	2.1	2.1	2.5	1.9
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	10.3	9.9	8.8	7.7	7.1	8.1	8.8
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	-2.7	-1.2	-7.3	-7.6	-6.6	-5.7	-2.9
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1448	-743	-1495	-1235	-1546	-1201	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.12	4.14	4.10	4.08	4.20	4.15	4.18
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.20	3.19	3.16	3.09	3.09	3.18	3.26
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.25
Stopa lombardowa (%)	6.25	6.25	6.00	5.75	5.50	5.25	4.75
Stopa depozytowa (%)	3.25	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	1.75
WIBOR 3M (%)	4.82	4.63	4.39	4.01	3.85	3.63	3.29
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.05	3.87	3.37	3.14	3.22	3.47	3.19
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	4.18	4.08	3.56	3.23	3.40	3.61	3.42
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	4.69	4.58	4.02	3.74	3.93	3.98	3.94
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.7	2.5	2.2	2.2	2.0	1.8	1.7
PKB w strefie euro r/r (%)	-0.7			-0.9			
Stopa podstawowa ECB (%)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Inflacja w USA r/r (%)	2.0	2.2	1.8	1.7	1.6	2.0	
PKB w USA r/r (%)	3.1			0.4			
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

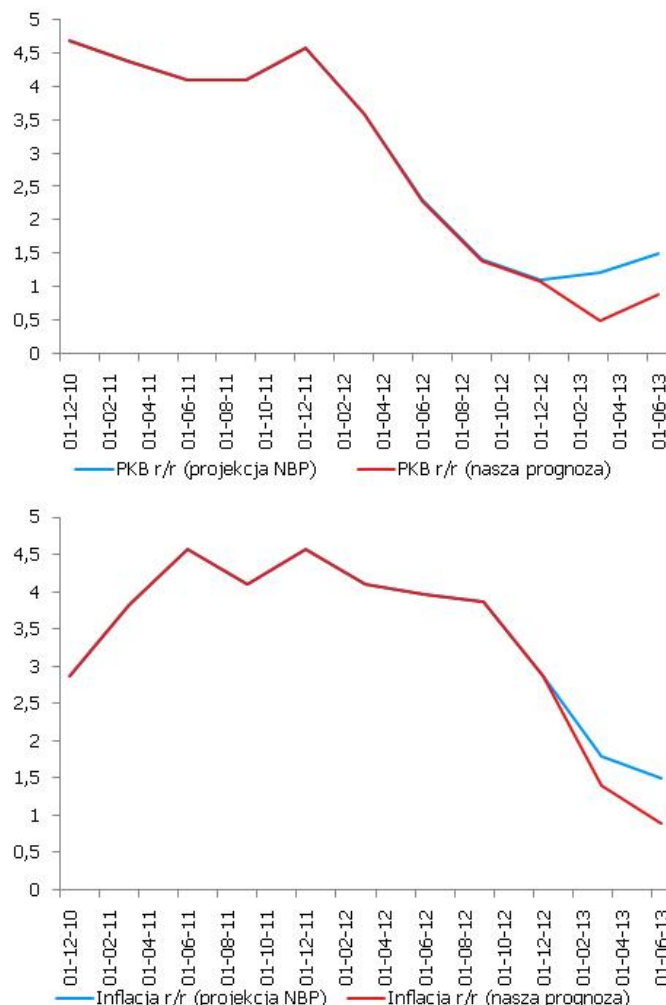
Zaskakująca obniżka o 50pb i deklaracja końca cyklu poluzowania. W marcu RPP zaskoczyła kontestujący szansę dalszych obniżek w Polsce rynek obniżając stopy o 50pb do poziomu 3,25%, czyli najniższego poziomu w historii. Taki ruch naszym zdaniem uzasadniony był stanem gospodarki (recesja w popycie wewnętrznym i konsumpcji, spadek inflacji poniżej celu). Oczekiwaliśmy obniżki o 25pb, jako poziom docelowy konsekwentnie prognozowaliśmy natomiast 3,25%.

RPP umieszczając w komunikacie zdanie: "Marcowa decyzja stanowi dopełnienie rozpoczętego w listopadzie 2012 r. cyklu łagodzenia polityki pieniężnej" wskazała na zakończenie cyklu poluzowania monetarnego. Taka interpretacja komunikatu została zresztą potwierdzona w czasie konferencji. Wtedy to prezes Belka użył nawet frazy "wait and see". Przejście do fazy wait and see teoretycznie nie jest jeszcze uważane za definitywny koniec ruchów na stopach procentowych, jednak po samym przebiegu konferencji RPP można było wnioskować, że dla innego scenariusza nie ma po prostu w Radzie większości i większość taka prawdopodobnie się szybko nie zbierze. RPP decyzję swoją uzasadniała przede wszystkim wskazaniem projekcji inflacyjnej - w całym horyzoncie projekcji inflacja kształtuje się poniżej celu NBP, co w świetle mandatu Rady stwarza przestrzeń do obniżek stóp. Wzrost gospodarczy odbija bardzo wolno. Prognoza dynamiki PKB na 2013 została zrewidowana w dół do 1,3% z 1,5% r/r. Wyniki projekcji prezentujemy poniżej.

Członkowie Rady uchylają drzwi do dalszych obniżek.

W przeświadczeniu końca cyklu członkowie Rady nie dali jednak rynkowi i analitykom zbyt długo tkwić. Już kilka dni po decyzji pojawiły się komentarze członków Rady o jedynie 1-2 miesięcznej przerwie w cyklu poluzowania, nie zaś jego końcu i dalszej przestrzeni do obniżek stóp procentowych. Przez ostatnie tygodnie tymi uchylonymi drzwiami udało się wprowadzić w wyceny instrumentów rynku stopy procentowej całkiem sporo oczekiwań na dalsze obniżki stóp - obecnie rynek oczekuje poluzowania w skali większej niż 50pb. Dodajmy, że oczekiwania stymulowane są szybszym niż wskazywała projekcja spadkiem inflacji oraz słabszym niż zakładano otoczeniem globalnym, w tym brakiem wyraźnego odbicia gospodarczego w gospodarce niemieckiej.

Dalsze cięcia bardzo prawdopodobne. Naszym zdaniem powrót do luzowania polityki pieniężnej w Polsce jest bardzo prawdopodobny. Oczywiście ciężko wytypować dokładny moment zmiany poglądów w centrum RPP (taka już jest specyfika obecnej Rady), jednak sygnały z gospodarki powinny i tym razem przechylić szalę w stronę wznowienia cyklu obniżek stóp. Jakich sygnałów się spodziewamy? Przede wszystkim w kolejnych miesiącach oczywiste stanie się znaczne rozminięcie projekcji NBP z realizacją ścieżek inflacji i PKB (pamiętajmy, że RPP przy ostatniej decyzji, jak nigdy dotąd opierała się o wyniki projekcji). Wbrew prognozom ekspertów NBP gospodarka polska nie osiągnęła dna cyklu w IV kw, a dynamika PKB spadać będzie w I kw. (mamy już niemal komplet danych) i w II kw. Inflacja nie tylko, jak zakładali ekonomiści NBP, oscylować będzie w I połowie roku wokół 1,5%, czyli dolnej granicy celu NBP, ale niebezpiecznie zbliży się do zera w II kw. Same rozbieżności prognoz i smutnej rzeczywistości wskazywać będą na olbrzymią przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych (nawet 75-100pb według Reguły Taylora), a więc i niepowodzenia założeń komunikacji Rady (niska projekcja miała przecież zdjąć oczekiwania na dalsze ruchy RPP).



Kontynuacja spowolnienia to jednak nie jedyny czynnik, który skłonił nas do oczekiwania wznowienia cyklu obniżek. Ostatnie wydarzenia w Europie (bailout Cypru, pogłębiająca się recesja, spadki rentowności bezpiecznych niemieckich obligacji) czynią coraz bardziej prawdopodobnym wznowienie cyklu obniżek stóp procentowych przez ECB, co, jak zresztą już się dzieje zwiększy rynkowe oczekiwania na podobny ruch ze strony polskiej RPP. Ruch taki uprawdopodobnią będą również umocnienie złotego zwiększające stopień restrykcyjności polityki pieniężnej w fazie silnego spowolnienia oraz ku zaskoczeniu części RPP nie realizowanie się czarnych scenariuszy fiskalnych, czy ucieczki inwestorów zagranicznych z polskiego rynku obligacji. Te ostatnie dwa czynniki powinny ostatecznie przekonać i sceptycznych inwestorów krajowych i ostrożnych członków RPP, że premia za ryzyko w polskich (przede wszystkim krótkich) stopach jest obecnie zbyt wysoka (i atrakcyjna dla zagranicznych Real Money) i w oceanie zerowych stóp procentowych również nasza RPP może pozwolić sobie na eksperyment ze znacznie niższą stopą bazową.

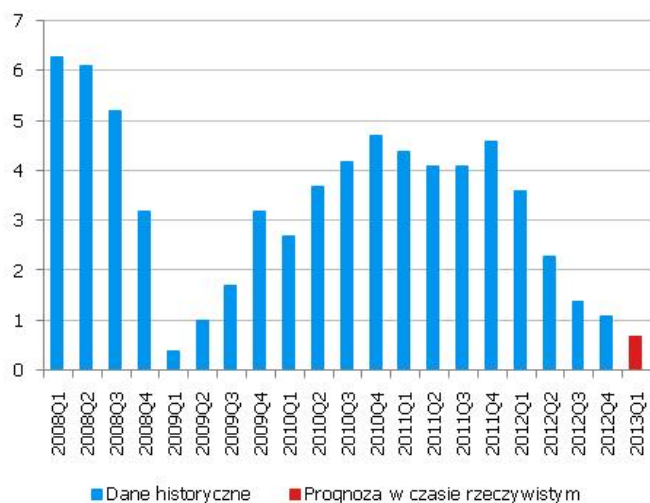
Ernest Pytlarczyk

Gospodarka polska - stracona pierwsza połowa roku, statystyczne odbicie w drugiej

Po absolutnie fatalnym grudniu (przypomnijmy: spadek produkcji przemysłowej o ponad 9% i produkcji budowlano-montażowej o przeszło 25%, spadek sprzedaży detalicznej o 2,5% w ujęciu nominalnym) kuszącym było w tym miesiącu upatrywać punktu zwrotnego w polskim cyklu koniunkturalnym. Dane za styczeń przyniosły pozorne odbicie (z produkcją przemysłową na niewielkim plusie i przyzwoitym wzrostem sprzedaży detalicznej), które należy wiązać raczej ze specyficznym układem kalendarza na przełomie roku. W istocie, aktywność ekonomiczna w lutym okazała się w dalszym ciągu słaba. W świetle dostępnych danych możemy stwierdzić, że pierwszy kwartał przyniósł kontynuację pogorszenia koniunktury. Dostępne informacje, jak również wiedza na temat relacji ekonomicznych, pozwala oczekiwać w drugiej połowie roku pewnej poprawy. Będzie ona jednak uwarunkowana głównie czynnikami statystycznymi, a nie rzeczywistym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego.

Jest gorzej. I kwartał 2013 roku mamy już za sobą i choć znamy dane makroekonomiczne tylko za dwa pierwsze miesiące, wiele wskazuje, że początek roku nie przyniósł poprawy sytuacji w polskiej gospodarce, a spadek koniunktury wręcz się pogłębił. Częstkowe dane na temat aktywności ekonomicznej w I kwartale pozwalają przewidywać wzrost PKB jako niższy niż w poprzednim kwartale. Szacujemy, że w I kwartale gospodarka polska wzrosła o ok. 0,5-0,7% r/r i że wzrost ten nie przyspieszy w sposób znaczący w kolejnym kwartale. Powody ku temu łatwo wymienić.

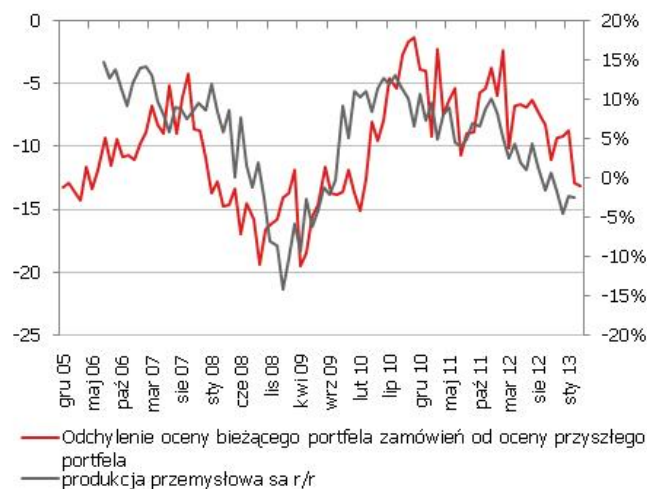
Wykres 1: Prognoza wzrostu PKB na I kwartał



Źródło: GUS, obliczenia własne

Po pierwsze, w sytuacji braku istotnego zewnętrznego impulsu popytowego przemysł pozostaje w stagnacji, a przedsiębiorcy systematycznie przeszacowują swoje przyszłe portfele zamówień (patrz Wykres 2). Z tego też względu wzrosty wskaźników koniunktury oparte o poprawę oczekiwań przyszłej sytuacji gospodarczej mogą być mylące i dostarczać fałszywych sygnałów poprawy koniunktury tam, gdzie faktycznie obserwujemy jej stabilizację. Jak historia pokazuje, dopóki faktyczny przyrost zamówień nie pokryje się z oczekiwanym, wyjście z bliskich zera dynamik produkcji przemysłowej jest mało prawdopodobne.

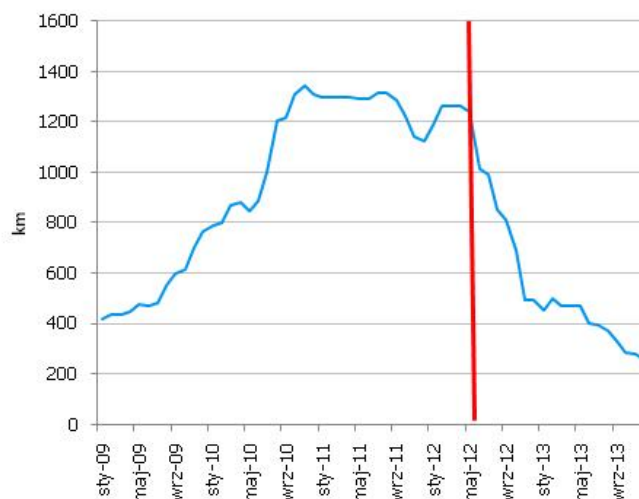
Wykres 2: Produkcja przemysłowa a oczekiwania przedsiębiorców



Źródło: GUS, obliczenia własne

Po drugie, dekoniunktura w budownictwie trwa w najlepsze. Ze względu na wygasanie bardzo wysokiej bazy statystycznej uformowanej przez przygotowania do EURO 2012 i, w ogólności, inwestycje infrastrukturalne finansowane w ramach kończącej się perspektywy budżetowej UE, aktywność budowlana w zakresie rozbudowy infrastruktury notuje bardzo znaczące spadki (por. wykres poniżej – czerwona linia wskazuje EURO 2012). Pod koniec 2012 kolejny cios sektorowi budowlanemu przyniosła faza spadkowa cyklu inwestycji mieszkaniowych. Budownictwo mieszkaniowe boryka się ze znaczącą nadpodażą mieszkań na rynku pierwotnym (wg badań NBP, jeszcze w III kwartale poprzedniego roku przekraczała ona dwukrotność rocznej sprzedaży), zakończeniem programu "Rodzina na Swoim" i silnym ograniczeniem popytu, będącym łącznym efektem ograniczenia akcji kredytowej przez banki i gorszej sytuacji ekonomicznej kupujących. W rezultacie, w II połowie 2012 roku pozwolenia na budowę mieszkań i rozpoczęte budowy zaczęły notować ujemne dynamiki, osiągające kulminację na przełomie roku (do -50% w segmencie deweloperskim). Zwiastuje to niską aktywność budowlaną w tym segmencie w najbliższym roku.

Wykres 3: Drogi ekspresowe i autostrady w budowie

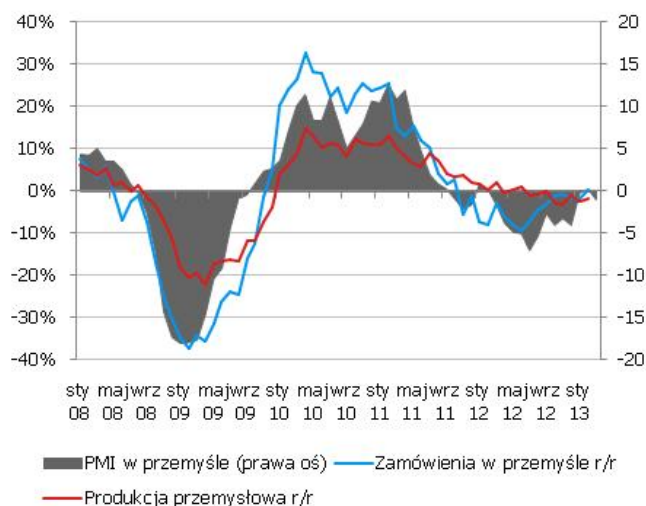


Źródło: informacje prasowe, komunikaty GDDKiA, SISKOM, skyscrapercity.com

Po trzecie, wreszcie, w przypadku I kwartału pozostaje jeszcze trudny do skwantyfikowania efekt przedłużonej zimy, której oddziaływanie tradycyjnie widać w budownictwie, w niektórych gałęziach handlu (m.in. odzież) i być może w przetwórstwie przemysłowym oraz usługach transportowych. Pewnym zwiastunem efektów marcowej pogody może być spadek indeksu PMI za poprzedni miesiąc.

Na Zachodzie bez zmian... Po czwarte, wciąż powszechnie upatrujemy ratunku za zachodnią granicą, w przebudzeniu eksportowo-przemysłowej potęgi Niemiec. Oczekiwania powrotu naszego głównego partnera handlowego na ścieżkę wzrostu indukowane były nie tylko przez lepszy klimat globalny (solidny wzrost w Stanach Zjednoczonych i Azji), ale też przez coraz lepsze wyniki badań koniunktury. Począwszy od października / listopada wskaźniki koniunktury zaczęły systematycznie rosnąć, osiągając kulminację w lutym. Marcowe rozczarowania (największe we wskaźnikach PMI) zostały wzmocnione przez gorsze od oczekiwań "twarde dane" (zamówienia i produkcja przemysłowa). Oczywiście, za wcześnie jest na uznanie sygnałów wysyłanych przez niemieckie wskaźniki koniunktury za całkowicie fałszywe, ale bardziej odpowiednim (i, co ważniejsze, zgodnym z sytuacją na większości niemieckich rynków eksportowych) scenariuszem dla Niemiec jest na chwilę obecną stagnacja lub jedynie powolne ożywienie. Należy również wskazać na pogłębiającą się recesję w znacznej części Strefy Euro, co również będzie czynnikiem osłabiającym wzrost gospodarczy w Niemczech. Nasza prognoza dla Niemiec, oparta o cząstkowe dane za I kwartał, wskazuje na wzrost PKB na poziomie 0,2% z negatywnymi ryzykami (warunki pogodowe w marcu).

Wykres 4: Sytuacja w niemieckim przemyśle



Źródło: Bloomberg

... a rok budżetowy rozpoczął się katastrofalnie. Słabość gospodarki znalazła odzwierciedlenie w bardzo słabym wykonaniu dochodów podatkowych budżetu. Dochody podatkowe po dwóch miesiącach spadły o 8% r/r z największą negatywną kontrybucją podatków pośrednich, w szczególności VATu. Choć, historycznie rzecz biorąc, dochody charakteryzują się dużą zmiennością i pozostają pod wpływem efektów kasowych, nieobserwowalnych zmian ściągłości oraz przesunięć płatności po stronie przedsiębiorstw (należy też brać pod uwagę opóźnienie między momentem zaistnienia transakcji, od której odprowadzany

jest podatek, a chwilą jego wpłynięcia do kasy państwowej), negatywne trendy są wyraźne. Na niekorzyść dochodów budżetowych działają tu dwa efekty: niższy od zakładanego wzrost PKB i spadek inflacji do poziomów znacząco niższych od przyjmowanych przez MF na etapie konstrukcji budżetu.

Wykres 5: Dochody podatkowe



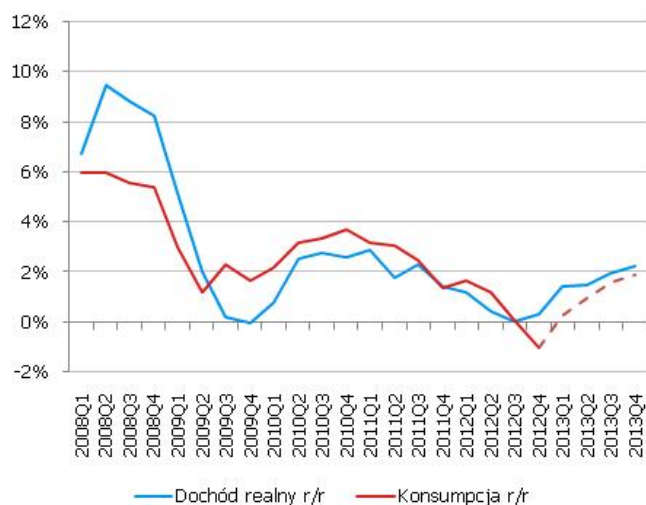
Źródło: MF

Druga połowa roku: między stagnacją a ożywieniem.

W miarę brnięcia w rok 2013 coraz ważniejsze stają się pytania o jego drugą połowę, która ma – w opinii zdecydowanej większości analityków i w życzeniach przedstawicieli kręgów rządowych – przynieść ożywienie gospodarcze. Z konsensusem zgadzamy się co do tego, że druga połowa powinna wiązać się z poprawą sytuacji ekonomicznej, znajdujemy jednak niewiele powodów, by przypuszczać, że będzie ona znacząca. Poprawa może mieć przede wszystkim charakter statystyczny i być uwarunkowana niską bazą z kolejnych kwartałów 2012 roku, kiedy gospodarka była już na dynamicznej ścieżce spadkowej. Przesłanki wskazujące na gospodarczą stagnację są w tej chwili mocniejsze niż te, które kazałyby nam wierzyć w dynamiczne ożywienie, podobne do tego obserwowanego w 2009 roku.

Powrót konsumpcji z nad przepaści. Część czynników, które w poprzednim roku bardzo skutecznie sprowadziły dynamikę konsumpcji prywatnej na historycznie niskie poziomy, w tym roku nie będzie już oddziaływać negatywnie na aktywność konsumpcyjną. Szybka dezinflacja, albo – jak kto woli – pozytywny szok podażyowy po obniżeniu cen gazu sprawia, że nawet przy relatywnie niskiej dynamice nominalnych dochodów ludności realne tempo wzrostu dochodów odbija się od dna – już w IV kwartale nieznacznie wzrosło, by w I kwartale b.r. sięgnąć najprawdopodobniej 1,4% r/r. W naszym bazowym scenariuszu zakładającym umiarkowane spadki zatrudnienia, wzrost płac w okolicach 2-2,5% r/r oraz dalszy spadek inflacji z minimum rzędu 0,7% w miesiącach letnich, dynamika realnych dochodów ludności powinna przekroczyć 2% w IV kwartale 2013 roku (patrz wykres poniżej). Czynnikiem ryzyka jest tutaj oczywiście rynek pracy – póki co jednak skala redukcji zatrudnienia okazała się być stosunkowo niewielka.

Wykres 6: Konsumpcja a bieżące dochody ludności

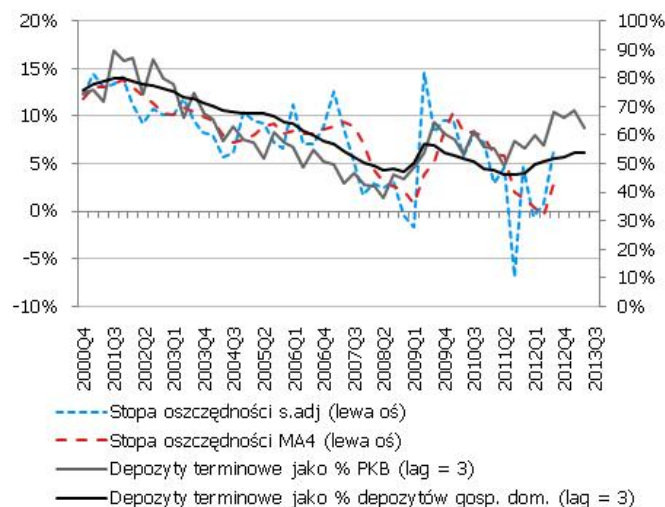


Źródło: GUS, obliczenia własne

Co oczywiste, wzrost dochodów nie musi przekładać się na wzrost konsumpcji – może bowiem w całości zostać spożytkowany na przyrost oszczędności. Publikacje danych na temat stopy oszczędności są znacząco opóźnione (Eurostat opublikuje stosowne dane dla Polski za IV kwartał dopiero w maju), zaś przybliżenia w oparciu o agregaty monetarne – niepewne i niekompletne. Tym niemniej, z dostępnych danych wyłania się obraz, w którym proces odbudowy stopy oszczędności zakończy się w II/III kwartale b.r.: dynamiki depozytów terminowych gospodarstw domowych zawróciły z rekordowo wysokich poziomów, zaś udział depozytów terminowych w PKB osiągnął plateau. Z wyprzedzających własności tych statystyk względem stopy oszczędności gospodarstw domowych możemy wnioskować o wyhamowaniu procesu odbudowy oszczędności w połowie roku, co powinno przynieść zrównanie tempa wzrostu dochodów i wydatków konsumpcyjnych. Obserwowane równoległe przyspieszenie tempa wzrostu aktywów gospodarstw domowych (kategoria ta obok depozytów obejmuje również instrumenty finansowe) również wskazuje na możliwości powrotu konsumpcji z rekordowo niskich poziomów.

¹ Arytmetycznie rzecz biorąc: dopóki stopa oszczędności (rozumiana jako % dochodu, który nie jest na bieżąco konsumowany) rośnie, dopóty dochody ludności rosną szybciej niż wydatki konsumpcyjne. Moment zatrzymania wzrostu stopy oszczędności jest tym samym momentem, w którym tempo wzrostu konsumpcji powinno zrównać się z tempem wzrostu dochodów (plus minus efekty bazowe, jeśli rozpatrujemy dynamiki roczne).

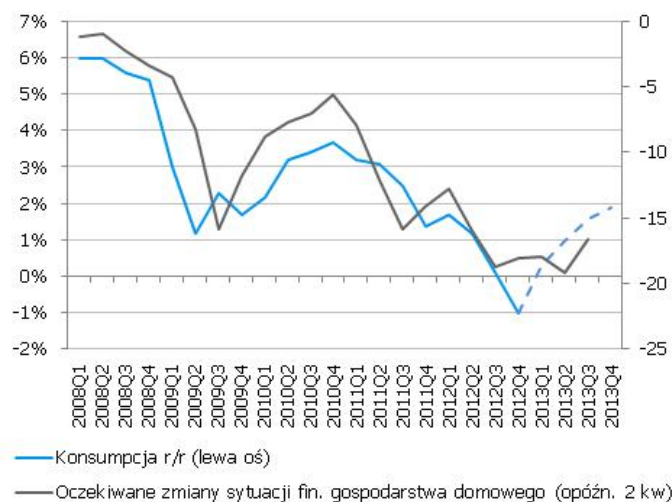
Wykres 7: Różne miary stopy oszczędności



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia własne

Pierwsze oznaki stabilizacji sytuacji gospodarstw domowych i pierwsze nieśmiałe sygnały poprawy nastrojów obserwujemy już od kilku miesięcy, kiedy to oczekiwania poprawy sytuacji finansowej gospodarstw domowych – historycznie bardzo dobry predyktor zarówno poziomu, jak i punktów zwrotnych dynamiki konsumpcji prywatnej – ustabilizowały się, a następnie zaczęły rosnąć w I kwartale b.r.

Wykres 8: Konsumpcja a ocena sytuacji gospodarstw domowych

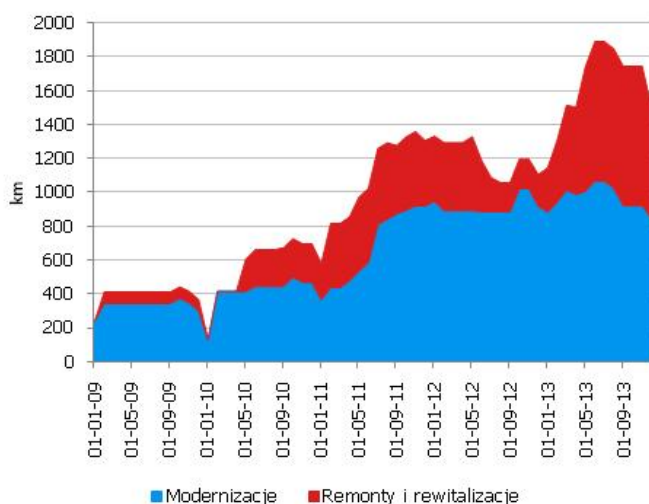


Źródło: GUS

Możliwa stabilizacja inwestycji publicznych. Po drugie, inwestycje publiczne powinny wreszcie ustabilizować się na niskich poziomach, co przy dynamicznie spadającej bazie odniesienia przyniesie znaczące wyhamowanie ich spadków. Obecnie konsultowana aktualizacja Programu Budowy Dróg Krajowych wskazuje na rozpoczęcie w II połowie roku postępowań przetargowych na ok. 700 km dróg ekspresowych. Późny termin rozstrzygnięcia przetargów (jesień?) i konieczność poniesienia wydatków przez budżet państwa już w 2014 roku determinują jednak niską lub zerową aktywność na nowych placach budowy w tym roku, a tym samym – dalszy spadek aktywności budowlanej w zakresie inwestycji drogowych. In plus oddziaływać będą inwestycje kolejowe – w odpowiedzi na ryzyko niewykorzystania

środków na inwestycje kolejowe z powodu braku projektów w działaniach rządu należy bowiem odnotować wzmożoną aktywność w kierunku przeprowadzania remontów i rewitalizacji linii kolejowych, zamiast kosztowniejszych, dłużej trwających i wymagających kompletu postępowań administracyjnych modernizacji. Oczywiście, wartość jednostkowa tego rodzaju inwestycji jest mniejsza, ale należy pamiętać, że inwestycje kolejowe nigdy nie wyhamowały w taki sposób, jak drogowe. Wreszcie, należy uczciwie zauważyć, że pewną niewiadomą pozostają inwestycje prywatne – pozytywną niespodzianką z IV kwartału, którą zawdzięczamy praktycznie w całości wzrostowi nakładów na maszyny i urządzenia i która pozostawała w sprzeczności praktycznie ze wszystkimi cząstkowymi danymi, możemy traktować jako efekt jednorazowy (takie ukryte założenie czyni np. projekcja inflacyjna NBP), ale jest to czynnik ryzyka.

Wykres 9: Inwestycje kolejowe na przestrzeni ostatnich lat

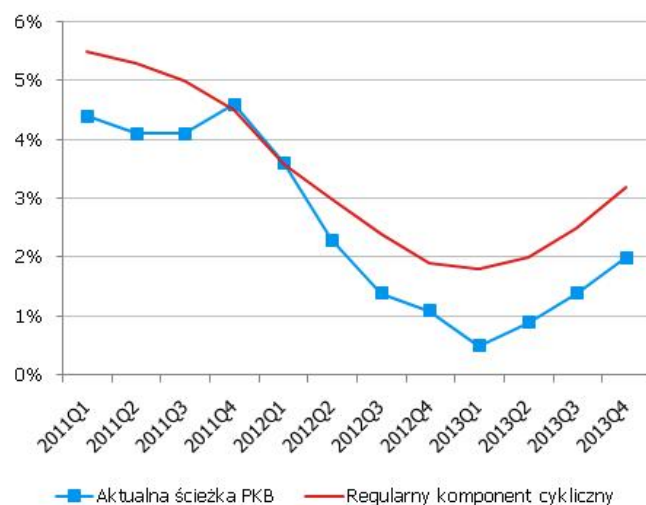


Źródło: informacje prasowe, komunikaty PKP PLK, Wieloletni Program Inwestycji Kolejowych

Na możliwość odbicia w drugiej połowie roku wskazuje również wykstrahowana (na sposób modelowy) regularna cykliczna składowa polskiego PKB. W przypadku braków anomalii, właśnie od II-III kw. 2013 polska gospodarka powinna znaleźć się w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego. Tę czysto statystyczną obserwację wydają się potwierdzać oznaki równoważenia gospodarki, które wyczytujemy z odwrócenia trendu spadkowego na realnym dochodzie, czy odbudowie stopy oszczędzania.

²W telegraficznym skrócie różnica polega na tym, że modernizacja zakłada podniesienie parametrów linii kolejowej (czyli głównie dopuszczalnej prędkości), zaś rewitalizacja to przywrócenie jej oryginalnego stanu.

Wykres 10: Ścieżka PKB a naturalna cykliczność aktywności gospodarczej



Źródło: GUS, raport Instrumentu Szybkiego Reagowania

Podsumowanie - polska gospodarka w stanie hibernacji.

Reasumując, nasza najlepsza wiedza nie pozwala na narysowanie wyraźnie pozytywnej wizji polskiej gospodarki w tym roku. Wprawdzie spadek popytu wewnętrznego rekompensuje, jak zawsze, eksport netto, ale ogólne tempo wzrostu będzie niezadowalające, a nawet w drugiej połowie roku trudno liczyć na dynamiczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Wydaje się, że gospodarka w pewnym sensie weszła w fazę hibernacji, w swoich rozmiarach znajdując ratunek przed sytuacją, w jaką wpadli sąsiedzi, i oczekiwania na zewnętrzny impuls popytowy. Ten zaś zapewne powróci wraz ze środkami unijnymi (od 2014). Nie wnikając w analizę strukturalnych cech polskiego wzrostu, w tym istnienia swoistego cyklu absorpcji środków UE, zauważymy jedynie, że jest to niewesoła perspektywa. Być może stajemy przed szansą poznania "autonomicznego" tempa wzrostu polskiej gospodarki.

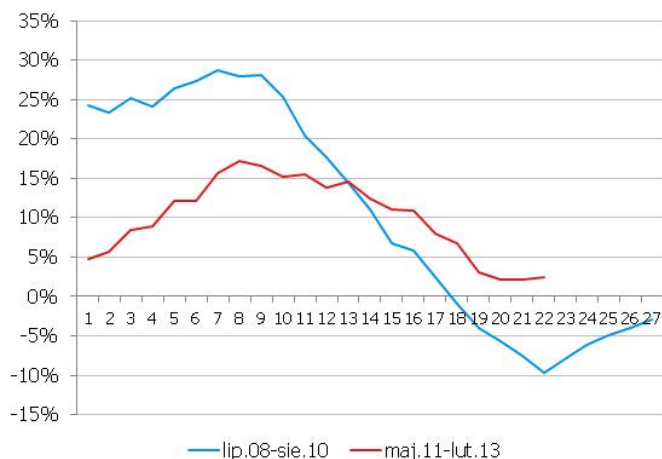
Ernest Pytlarczyk
Piotr Bartkiewicz

Gospodarka polska - Ograniczony wpływ pobudzania akcji kredytowej

Komisja Nadzoru Finansowego złagodziła regulacje bankowe zawarte w Rekomendacji T (dotyczącej dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych), konsultowane są zaproponowane zmiany w Rekomendacji S (dot. kredytów na finansowanie nieruchomości i zabezpieczonych hipotecznie), rząd wprowadza zapowiedziany w exposé premiera nowy program gwarancji na zabezpieczenie spłaty kredytów obrotowych udzielanych małym i średnim firmom. Wszystkie te działania są odpowiedzią na spowolnienie gospodarcze odzwierciedlone również w silnie osłabionej akcji kredytowej zarówno po stronie detalicznej, jak i korporacyjnej. Żeby odpowiedzieć na pytanie czy wprowadzane zmiany przyniosą pożądany rezultat trzeba zrozumieć przyczyny leżące u podstaw załamania akcji kredytowej.

Gwarancje BGK wsparciem dla MSP. W 2012 roku przedsiębiorcom udzielono ok. 15-20% mniej nowych kredytów niż w 2011 roku. Przełożyło się to na spadek rocznej dynamiki ich wzrostu z 14% do 2,4%. Pomijając miesięczne zmiany sezonowe wolumen pozostawał w przedziale 240-250 mld zł, w lutym 2013 wyniósł 246 mld zł. Porównanie ścieżki rocznych stóp wzrostu z latami 2008/09 nakładając ich szczyty wskazuje, że obecnie spadek ustabilizował się, jednak dopiero pod koniec roku efekty bazowe wypchną wyżej dynamiki. Modele inkorporujące nasz scenariusz makroekonomiczny (wzrost PKB około 1% w 2013 roku) wskazują na utrzymanie stabilnego poziomu wolumenu kredytów przedsiębiorstw w pierwszej połowie i dynamikę rzędu 2-4% r/r na koniec 2013 roku.

Wykres 1: Kredyty przedsiębiorstw r/r

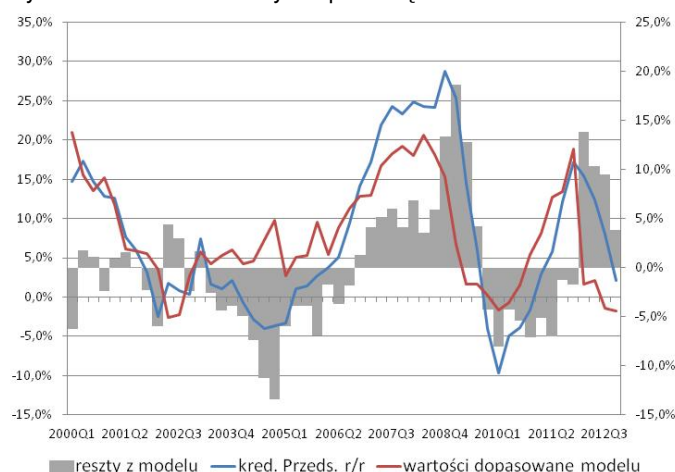


Źródło: NBP

Szczególne osłabienie akcji kredytowej miało miejsce w IV kw. 2012 i dotyczyło wszystkich sektorów - kredytów dla dużych firm i SMP, obrotowych i inwestycyjnych (wolumen tych ostatnich jest ciągle niższy niż pod koniec 2011 roku). Ankiety NBP przeprowadzane wśród banków nie wskazują jednoznacznego kierunku zmian ich polityki - elementem najczęściej powtarzającym się były zmiany ograniczające podaż dla segmentu MSP (m.in. w obrębie kosztów i wymaganych zabezpieczeń), szczególnie w IV kw. 2012 i I kw. 2013. Ankiety przeprowadzane wśród przedsiębiorców wskazują z jednej strony na znaczne osłabienie aktywności inwestycyjnej ograniczające odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt, zaś z drugiej strony spadek udziału zaakceptowanych

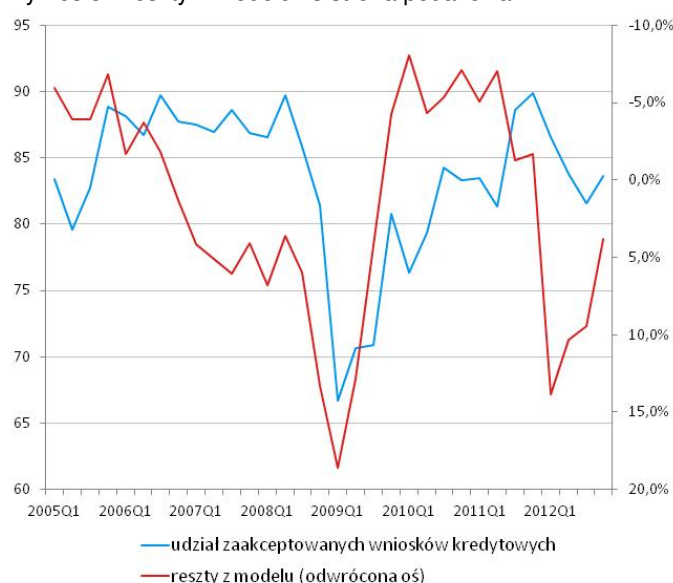
wniosków kredytowych. Żeby dokładniej wskazać źródło spadków wyestymowaliśmy model rozgraniczający część popytową i podaźową nowej akcji kredytowej oddzielnie dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Szacunki wskazują, że od początku 2012 roku ograniczenia wynikają w znacznej mierze z niskiego popytu (patrz wykresy poniżej), co jest potwierdzane także przez banki w ankietach.

Wykres 2: Model dla kredytów przedsiębiorstw



Źródło: NBP, obliczenia własne

Wykres 3: Reszty z modelu vs strona podaźowa



Źródło: NBP, obliczenia własne

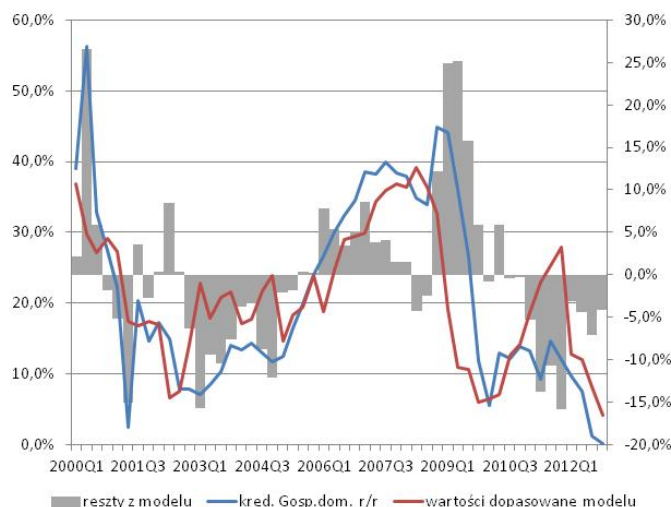
W marcu 2013 uruchomiony został program gwarancji kredytowych udzielanych przez BGK dla kredytów obrotowych zaciąganych przez mikro, małe i średnie firmy (głównym celem programu jest udrożnienie zatorów płatniczych). Umowy podpisane przez BGK z siedmioma bankami umożliwiają udzielenie gwarancji na kwotę ponad 5,5 mld zł, co odpowiada 9,2 mld zł możliwych do udzielenia kredytów (środki BGK pozwalają maksymalnie na pod-

³Przypomnijmy konstrukcję tego narzędzia: tworzymy regresyjny model popytowy ze zmiennymi objaśniającymi obrazującymi kondycję gospodarki; reszty z tego modelu wykazują dużą korelację z danymi określającymi ograniczenia podaźowe tj. udział zaakceptowanych wniosków kredytowych, poziom NPL czy oprocentowanie, a zatem ich znak dobrze określa źródło ograniczeń na rynku kredytowym.

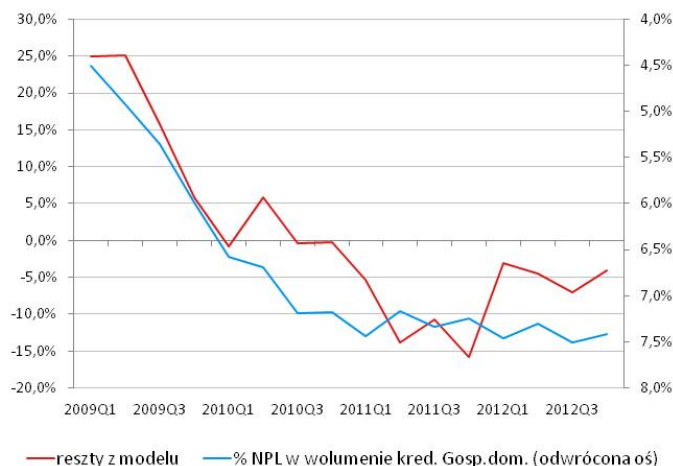
pisanie umów na poręczenia w kwocie ok. 30 mld zł, co odpowiada ok. 50 mld zł możliwych do udzielenia kredytów). Medialne zainteresowanie programem jest spore, jednak w kontekście powyższych wniosków trzeba zauważyć, że niweluje tylko jedną barierę podażową. Bezpośredni wpływ programu na nową akcję kredytową będzie więc raczej ograniczony - rozłoży się na wiele miesięcy i obejmie też prawdopodobnie część kredytów, które byłyby udzielone bez wykorzystania zabezpieczeń państwowych. Kwota 30 mld zł, którą dysponuje BGK jest niewątpliwie imponująca, jednak jest mało prawdopodobne aby została w pełni wykorzystana (umowy podpisane dotychczas z bankami nie będą w najbliższym czasie rozszerzane, a liczba banków jest ograniczona). Z drugiej jednak strony nawet niewielkie wsparcie wolumenowe (niezauważalne w agregatach monetarnych) dla firm odczuwających problemy z zatorami płatniczymi (choć wg raportu BIG z marca oceny w tej kwestii ustabilizowały się - lepiej oceniana jest zdolność kontrahentów do regulowania bieżących zobowiązań i są nieznacznie mniej uciążliwe) może być kluczowe przy ich decyzjach inwestycyjnych czy kadrowych. Program BGK ma szansę rozwiązać ograniczenia podażowe związane z wymaganymi zabezpieczeniami (szczególnie, że właśnie adresaci programu tj. MSP mają według dostępnych nam danych największy problem z uzyskaniem kredytu), jednak nie rozwiązuje problemów kosztowych (koszty kredytu z gwarancją nie są preferencyjne, zaś obecne środowisko niskich stóp procentowych sprzyja podnoszeniu marż przez banki - odbiło się to także w ankietach NBP), a także kluczowych - popytowych.

Rozluźnienie rekomendacji KNF ukierunkowane na stabilizację sektora finansowego. Spadkowe trendy na rynku kredytów detalicznych wynikają zarówno ze znacznego osłabienia nowej akcji kredytowej na nieruchomości (-20% r/r w 2012 roku) wzmacnianego obecnie przez zakończenie programu Rodzina na swoim, jak i malejącego od IV kw. 2011 roku wolumenu kredytów konsumpcyjnych. W kontekście tych ostatnich duża medialna uwaga poświęcona była upadłościom tzw. para banków oraz dyskusji na temat pochodzącej od nich niekontrolowanej centralnie części zadłużenia gospodarstw domowych (według szacunków BIK w sektorze pozabankowym udzielono ok. 10% pożyczek gotówkowych), która stawia pod znakiem zapytania realną jakość ograniczeń wynikających z Rekomendacji T wprowadzonej w pełni od stycznia 2011 roku oraz stwarza ryzyka dla stabilności sektora bankowego. Odpowiedzią jest dążenie KNF do złagodzenia obowiązujących rekomendacji - zrealizowane już w postaci uchwalonej nowelizacji Rekomendacji T (obejmującej ekspozycje detaliczne niehipoteczne) oraz oczekiwane w postaci ciągle konsultowanej nowelizacji Rekomendacji S (obejmującej detaliczne ekspozycje hipoteczne).

Główne postanowienia nowelizacji Rekomendacji T (ma być wprowadzona w życie do końca lipca 2013) dotyczą zniesienia maksymalnej relacji łącznych rat kredytowych do zarobków (DTI), dwukrotnego podniesienia limitów kwotowych na kredyty udzielane „na dowód” oraz uproszczenia procedur oceny zdolności kredytowej. W odniesieniu do kredytów detalicznych wykonaliśmy podobną analizę popytowo-podażową, która wskazuje, że w tym segmencie czynnik podażowy odgrywa znacznie silniejszą rolę - szczególnie w okresie po wprowadzeniu pierwszej Rekomendacji T. Co więcej reszty z modelu popytowego są bardzo silnie skorelowane z udziałem kredytów zagrożonych, co wskazuje na uzależnienie warunków podażowych od jakości portfela kredytów detalicznych (oczywiście zbieżność w czasie z wprowadzeniem rekomendacji nie jest przypadkowa).

Wykres 4: Model dla kredytów gosp. domowych


Źródło: NBP, obliczenia własne

Wykres 5: Reszty z modelu vs strona podażowa


Źródło: NBP, obliczenia własne

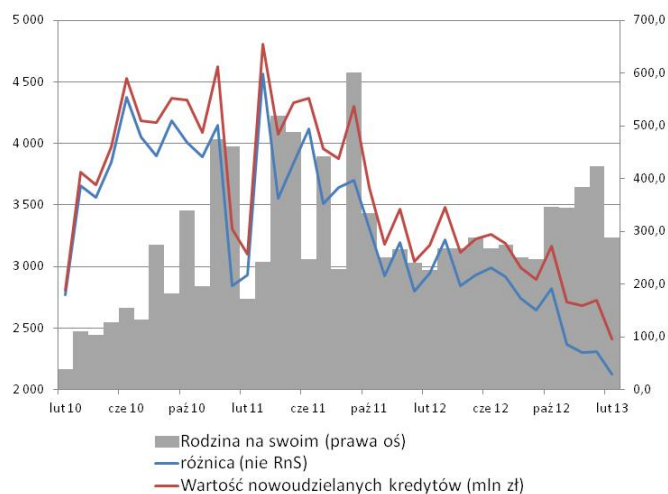
Możnaby zatem oczekiwać, że rozluźnienie warunków rekomendacji wpłynie pozytywnie na wolumen kredytów konsumpcyjnych. Uważamy jednak, że wpływ ten pozostanie ograniczony - nowa rekomendacja przenosi bowiem ciężar decyzji kredytowych na regulację poszczególnych banków i nie oznacza de facto złagodzenia polityki kredytowej (w obecnym recesyjnym środowisku jest mało prawdopodobne, aby banki były skłonne minimalizować ryzyka związane z portfelem niskiej jakości). Co więcej, udział NPL w wolumenie kredytów detalicznych utrzymuje się od połowy 2012 roku na stabilnym 7,5% poziomie (pomimo dużej sprzedaży portfeli zagrożonych w II połowie 2012 roku) i nie stwarza przestrzeni do lepszej oceny jego jakości. Nasze prognozy zakładają wzrost kredytów konsumpcyjnych o ok. 0-0,3% m/m (już nie spadki) w pierwszej połowie 2013 roku głównie za sprawą przeniesienia części kredytów nisko-kwotowych z para banków do banków - odbicia popytu nie oczekujemy przy obecnej sytuacji na rynku pracy i konieczności odbudowy stopy oszczędności (co więcej, coraz popularniejsze są teorie behawioralne postulujące koniec ery konsumpcjonizmu i jakkolwiek należy podchodzić do nich z rezerwą, to dane potwierdzają, że polski konsument podejmuje rozsądniejsze decyzje).

Na koniec rozważań kredytowych warto wspomnieć o zmianach

jakie na wolumen kredytów gospodarstw domowych na nieruchomości wywiera zakończenie programu dopłat rządowych Rodzina na swoim oraz konsultowanych zmian w Rekomendacji S i ich potencjalnym wpływie na wolumen.

W 2012 roku udzielono 39 mld zł nowych kredytów na nieruchomości z czego 20% korzystało z dopłat rządowych (patrz wykres). Jego wpływ na wolumen był szczególnie istotny w IV kw. 2012 (ponad 30% nowych kredytów) i prawdopodobnie będzie także w I kw. 2013 (wyплаты z umów rezerwacyjnych z końca ubiegłego roku). Uważamy, że jedynie niewielka część popytu na kredyty z dopłatami będzie udzielona w postępowaniu bez dopłat począwszy od II kw. 2013 (szacujemy ją na ok. 30%). To zaś wpłynie na obniżenie wolumenu nowo udzielanych kredytów o ok. 10-15% w bieżącym roku. Alternatywny pomysł rządu wsparcia zakupu mieszkań Mieszkanie dla Młodych pozostaje ciągle jedynie w sferze planów (pierwotny termin jego rozpoczęcia to połowa 2013 roku, jednak już wiadomo że realny jest dopiero rok 2014) i właśnie w nim obok poprawy kondycji gospodarki upatrujemy momentu odbicia niskiej dynamiki wzrostu kredytów hipotecznych. Zaproponowany projekt nowelizacji Rekomendacji S odchodzi od ustalania maksymalnego poziomu DTI (podobnie jak w rekomendacji T) oraz wydłuża maksymalny okres kredytowania, jednak ustala ramy dla wkładu własnego (maksymalne LtV na poziomie 80% - w IV kw. 2012 kryterium to spełniłoby jedynie 48% udzielonych kredytów). Uważamy, że zmiany maksymalnych DTI i LTV będą się równoważyć i jeżeli nowelizacja Rekomendacji S zostanie przyjęta, to nie będzie miała istotnego wpływu na wzrost nowej akcji kredytowej.

Wykres 6: Wartość nowych kredytów na nieruchomości



Źródło: Amron

Procykliczny charakter kredytów opiera się regulacjom.

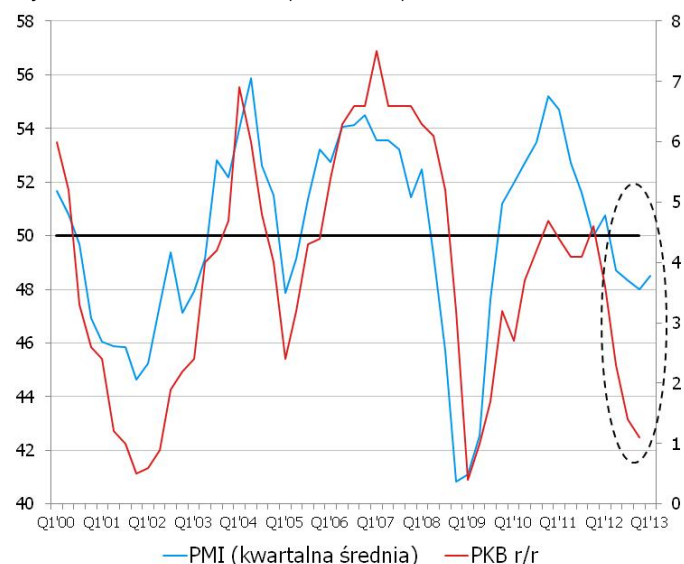
Podsumowując, program gwarancji BGK na kredyty obrotowe udzielane MSP powinien rozwiązać część problemów z zatorami płatniczymi i z opóźnieniem przelożyć się lepszy sentyment przedsiębiorców, jednak jego wpływ na wolumen kredytowy pozostanie ograniczony. Podobnie niewielki wpływ będą miały zmiany w rekomendacjach KNF, których celu upatrujemy bardziej w stabilizacji sektora bankowego niż pobudzeniu akcji kredytowej. Odbicia tej ostatniej oczekiwać należy wraz z odbiciem gospodarki (przez pozytywny wpływ na popyt oraz rozluźnienie wewnętrznych regulacji bankowych), a zatem najniższych dynamik z rynku kredytowego spodziewamy się w połowie 2013 roku.

Paulina Ziemińska

Gospodarka polska - Dlaczego warto podchodzić z rezerwą do polskiego PMI?

Konstrukcja rzetelnych indeksów koniunktury ma swoje stałe miejsce w literaturze ekonomicznej – zarówno empirycznej, jak i teoretycznej. Rynki z uwagą obserwują publikacje wielu publicznie dostępnych indeksów. W Polsce ich zbiór jest ograniczony do publikacji GUS i NBP (ich wielość i różnorodność trudno jednak uznać za zaletę, szczególnie biorąc pod uwagę ich mizerną jakość) oraz indeksu menadżerów logistyki (PMI). Szczególnie ten ostatni, być może ze względu na bycie odpowiednikiem europejskich indeksów jest bacznie śledzony i stał się wyznacznikiem koniunktury w sektorze przemysłowym w Polsce. Konstrukcja indeksu PMI jest relatywnie prosta – jest on ważoną średnią pięciu odsezonowanych indeksów dyfuzji powstałych z pojedynczych pytań stawianych menadżerom logistyki dotyczących: nowych zamówień (30%), produkcji (25%), zatrudnienia (20%), prędkości dostaw (15%) oraz zapasów pozycji zakupionych (10%). Dodatkowo ankiety uwzględniają pytania o nowe zamówienia eksportowe, opóźnienia w pracy, ceny oraz wielkość zakupów, jednak nie są one sumowane do indeksu headline. Ze względu na rozkorelowanie się indeksu PMI w obecnym cyklu ze stopą wzrostu PKB (patrz wykres) oraz niską korelacją odczytów miesięcznych z danymi realnymi postanowiliśmy sprawdzić jakość poszczególnych składowych indeksów jako predyktorów zmian miesięcznych im odpowiadających. **Wnioski nie są szczególnie zachęcające i prowadzą do konstatacji, że indeksy PMI powinny być oceniane jakościowo, a nie ilościowo i co więcej nie na gruncie miesięcznym, ale przynajmniej kwartalnym.**

Wykres 1: PMI vs PKB r/r (kwartalnie)

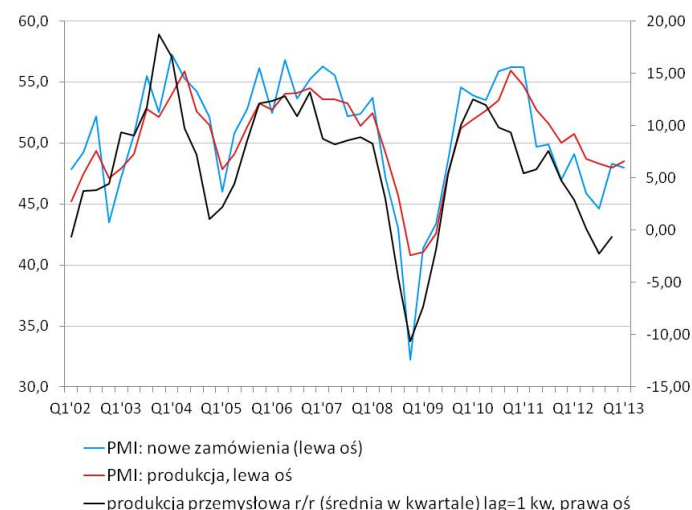


Źródło: Markit, GUS

Nowe zamówienia. GUSowski wskaźnik nowych zamówień jest nieporównywalny z odpowiednimi indeksami koniunktury (PMI czy GUS) choćby ze względu na brak cykliczności. Dowodem jego słabej jakości jest chociażby niska korelacja ze wzrostem produkcji przemysłowej (także biorąc pod uwagę opóźnienia), zdecydowanie niższa niż dla indeksów koniunktury (odpowiednio 50% względem 70-80%). Warto jednak zwrócić uwagę na wyprzedzający charakter indeksu PMI - nowe zamówienia względem

produkcji przemysłowej w ujęciu kwartalnym. Co do trendu, jest to znaczna przewaga indeksu PMI względem chociażby wskaźnika nowych zamówień z badań koniunktury NBP, który ma charakter opóźniony. Pominięcie miesięcznej zmienności i analiza uśrednionych danych kwartalnych pozwala jednak jedynie analizować kierunki zmian, poziomy w obecnym cyklu wykazują dużą dywergencję (zarówno w oparciu o indeks produkcji, jak i nowych zamówień – patrz wykres).

Wykres 2: PMI-nowe zamówienia i PMI-produkcja vs produkcja przemysłowa r/r (kwartalnie)

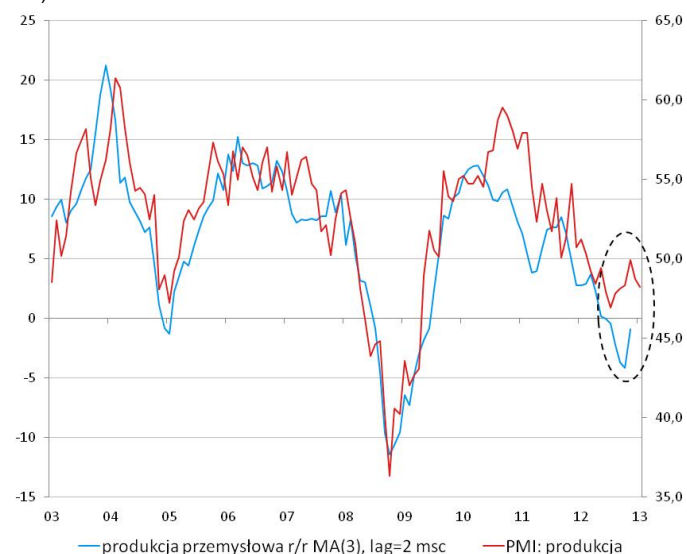


Źródło: Markit, GUS

W ankiecie pojawia się także pytanie o nowe zamówienia eksportowe (indeks nie jest uwzględniany w konstrukcji headline), który ze względu na brak ilościowych danych porównawczych warto rozpatrywać porównując z wynikami w innych krajach. Raporty miesięczne dotyczące PMI zawierają zwykle także sporo informacji dodatkowych dotyczących tego wskaźnika. Obecnie nie są one optymistyczne – nowe zamówienia eksportowe spadają w coraz szybszym tempie w większości krajów europejskich (w Polsce najszybciej od listopada), co daje pole do wątpliwości już nawet nie na temat skali, ale także momentu globalnego odbicia i przez to jego ograniczonego wpływu na polską gospodarkę.

Produkcja. Historycznie współczynnik korelacji między indeksem PMI-produkcja, a rocznym tempem wzrostu produkcji przemysłowej wynosi prawie 80%, jednak licząc w ruchomym oknie znajduje się w trendzie spadkowym i od początku 2011 roku wynosi jedynie 65%. W tym okresie miesięczny kierunek zmian PMI-produkcja nie dawał żadnej informacji odnośnie kolejnego odczytu produkcji (dokładnie 50% kierunków było zgodnych). Podobnie analiza poziomów (patrz wykres) wskazuje, że PMI-produkcja z przełomu roku 2012 i 2013 (48-50 pkt) nie odpowiadały silnemu spadku produkcji w tym okresie (grudzień 2012: -9,6% r/r).

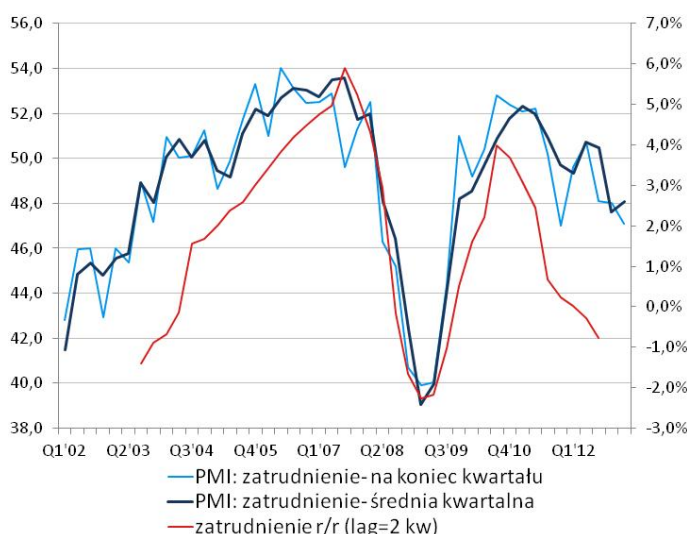
Wykres 3: PMI-produkcja vs produkcja przemysłowa r/r (miesięcznie)



Źródło: Markit, GUS

Zatrudnienie. Wskaźnik dyfuzji powstający na podstawie danych ankietowych z pytania o poziom zatrudnienia jest dość wiarygodny w wyznaczaniu kierunku zmian oficjalnych danych o zatrudnieniu, choć w obecnym cyklu, podobnie jak wskaźnik prognoz zatrudnienia publikowany przez GUS, znajduje się na nieproporcjonalnie wysokim poziomie w stosunku do spadków zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (ujemne roczne dynamiki od września 2012, 29 tys. etatów mniej na koniec 2012 roku w stosunku do 2011 roku). Jakie wnioski płyną z obecnych poziomów indeksów koniunktury? Indeksy PMI i GUSowski zatrzymały się w trendzie spadkowym, jednak ich większa zmienność powoduje, że prognoza podobnego zachowania stopy wzrostu zatrudnienia jest obciążona pewnym ryzykiem (pewne jest odbicie na gruncie statystycznym, a nie wynikające ze wzrostu liczby etatów) i dotyczy dopiero drugiej połowy roku.

Wykres 4: PMI-zatrudnienie vs zatrudnienie r/r (kwartalnie)

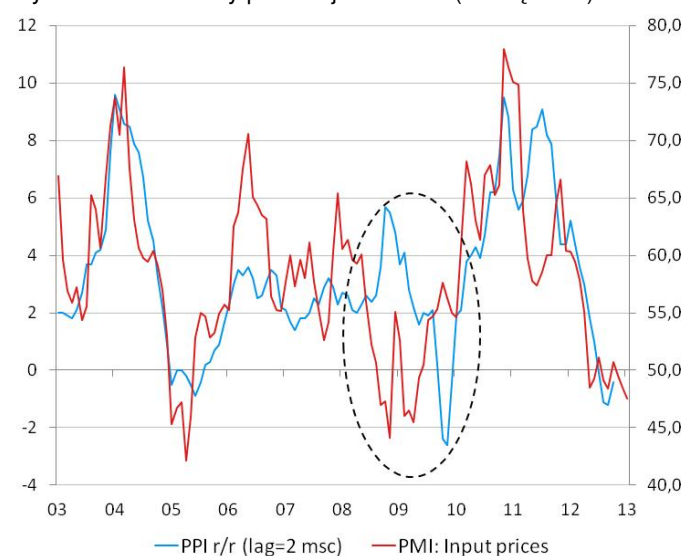


Źródło: Markit, GUS

Ceny. Wskaźniki cen zbierane do ankiet PMI pozostają od początku 2012 roku w trendzie spadkowym, zaś wskaźnik cen

wyrobów gotowych był w marcu najniższy w historii zbieranych danych (tj. od 2003 roku). Najsilniejsza korelacja występuje między wskaźnikiem PPI, a ocenami kosztów produkcji z ankiet PMI (rzędu 65%, z opóźnieniem 2 miesięcznym – patrz wykres), jednak historycznie kierunki miesięcznych zmian nie są wiarygodne w wyznaczaniu zmian PPI. Choć obecny trend jest zbieżny z danymi GUS (zarówno PPI, jak i CPI odpowiednio dla wskaźnika cen wyrobów gotowych i kosztów produkcji), to już patrząc na sam wykres trudno uznać za wiarygodne zarówno zmiany poziomów (patrz dywergencja w 2009 roku), jak i kierunkowe (patrz dywergencja w 2010 roku).

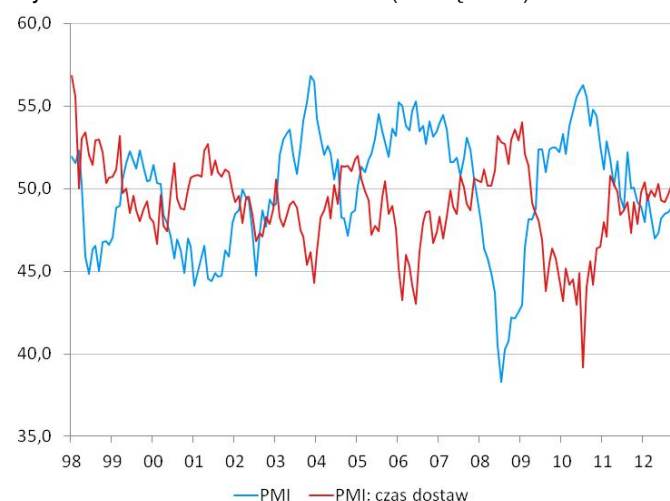
Wykres 5: PMI-koszty produkcji vs PPI r/r (miesięcznie)



Źródło: Markit, GUS

Czas dostaw. Jedyny wskaźnik antycykliczny wchodzący w skład indeksu PMI (patrz wykres) powstaje z odpowiedzi na pytanie o czas dostaw (współczynnik korelacji z indeksem headline wynosi -70%). Obecnie jego poziom utrzymuje się w okolicach 50 pkt. (od kilku miesięcy ok. 90% respondentów wskazuje na brak zmian czasu dostaw), zatem powyższa zależność nie daje przestrzeni do wzrostu PMI headline.

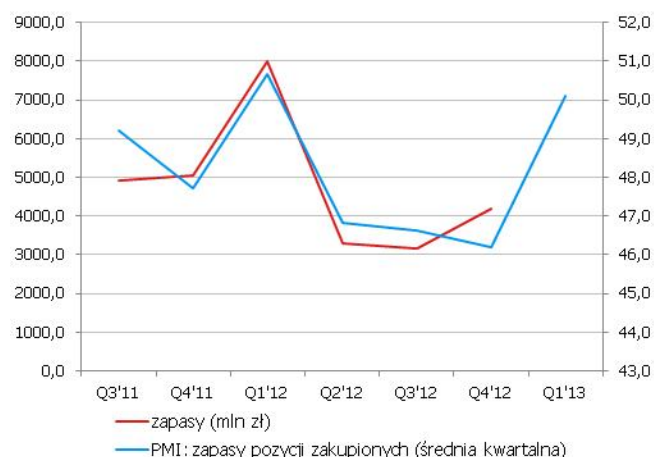
Wykres 6: PMI vs PMI-czas dostaw (miesięcznie)



Źródło: Markit

Zapasy pozycji zakupionych. Ze wszystkich danych ankietowych o PMI najbardziej wiarygodną informację dostajemy o zapasach. Zależność między nieodsezonowanym indeksem a poziomem zapasów pozwala nam oszacować poziom zapasów w kolejnym kwartale – według tych obliczeń ich kontrybucja do wzrostu PKB będzie wyższa niż wynikałoby to z czynników statystycznych.

Wykres 7: PMI-zapasy pozycji zakupionych (nieodsezonowany) vs zapasy (kwartalnie)



Źródło: Markit, GUS

Podsumowując - śledźmy przynajmniej kwartalne trendy.

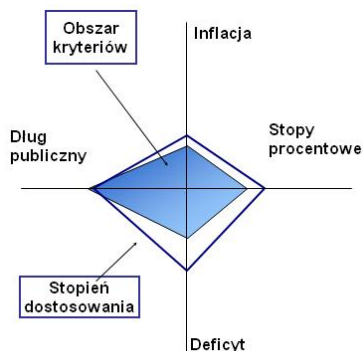
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami sprzed kilku miesięcy, indeks PMI dryfuje w przedziale 45-50 pkt. (już od początku II kw. 2012). Zgodnie z bezpośrednią (związaną z konstrukcją) interpretacją wskaźnika oznacza to, że z miesiąca na miesiąc pogarsza się sytuacja w sektorze przemysłowym. Wyciąganie szerszych wniosków ilościowych odnośnie odczytu headline jest zaburzone dużą zmiennością danych i brakiem silnych zależności z ich oficjalnymi odpowiednikami, a w obecnym cyklu także niedopasowaniem poziomów. Dlatego właśnie uważamy, że brane przez niektórych za dobrą monetę lekkie jedno kwartalne odbicie PMI widoczne na Wykresie 1 nie jest wiarygodnym sygnałem. Wnioskujemy zatem jakościowo: wielomiesięczne spadkowe tendencje na większości składowych (najsilniejsze w ocenach zatrudnienia i inflacji) oraz ponowny spadek PMI w marcu do 48 pkt. potwierdzają, że szybkie odbicie polskiej gospodarki w pierwszej połowie 2013 roku jest mało prawdopodobne (tym bardziej ze względu na obecne anomalie pogodowe, które wspierają z kolei tezę o bardziej dynamicznych wzrostach w drugiej połowie roku).

Paulina Ziemińska

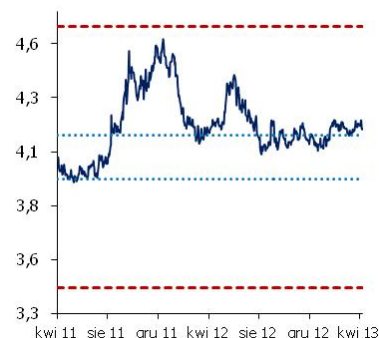
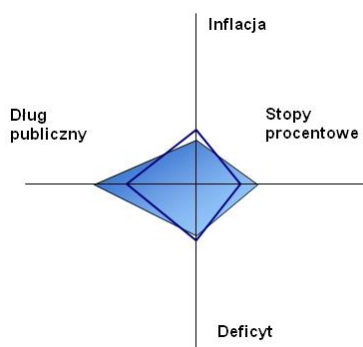
Kryteria konwergencji*

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,6% (luty 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,6% (luty 2013)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny: < 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

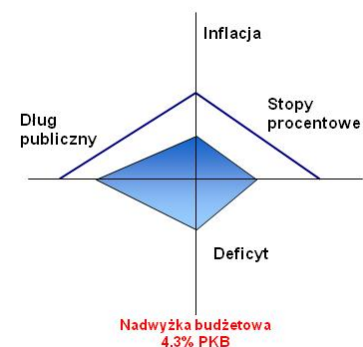
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

POLSKA


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,2% (luty 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,7% (luty 2013)
- Deficyt sektora GG: 5,0% PKB (2011)
- Dług publiczny: 56,4% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


CZECHY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,2% (luty 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,6% (luty 2013)
- Deficyt sektora GG: 3,3% PKB (2011)
- Dług publiczny: 40,8% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


WĘGRY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 5,2% (luty 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,4% (luty 2013)
- Nadwyżka sektora GG: 4,3% PKB (2011)
- Dług publiczny: 81,4% 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 „referencyjnych” UE, o najniższej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc. - z wyłączeniem sytuacji, gdy dla któregoś z wybranych krajów poziom ten znacznie odbiega w dół od pozostałych ze względu na wyjątkowe okoliczności np. recesję), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów referencyjnych - z wyłączeniem sytuacji, gdy dla któregoś z wybranych krajów poziom ten znacznie odbiega w górę od pozostałych ze względu na wyjątkowe okoliczności np. brak dostępu do rynku finansowego), 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 długu

W USA mamy z dużym prawdopodobieństwem do czynienia z, w gruncie rzeczy, normalnym życiem gospodarczym. Dane o przepływach do funduszy nie wskazują jednak na zaawansowaną fazę rotacji aktywów. Przepływy następują z depozytów zarówno w akcje, jak i obligacje (również korporacyjne i obligacje krajów EM). Fed ostudził oczekiwania na szybką implementację strategii wyjścia dodając warunek trwałości, a nie tylko statystycznej poprawy na rynku pracy. Utrzymaniu obecnego tempa QE mogą sprzyjać również bardziej mieszane dane w nadchodzącym miesiącu, na co wpływ może mieć i sekwestracja, i nieco słabsza aktywność ekonomiczna w Azji (już obniżane są prognozy wzrostu dla Chin). Kontynuacja QE w USA oraz stymulacja ilościowa w Japonii powinny zatem dalej wspierać aktywa krajów EM.

Równocześnie obserwujemy, będąc świadomi, że taki stan rzeczy nie jest zazwyczaj trwały, desynchronizację cyklu pomiędzy Europą i USA. W pierwszym przypadku czynniki strukturalne (*structural slump* na peryferiach i we Francji) ciągle przysyłają pozytywne impulsy z globalnej gospodarki. Wydarzenia na Cyprze były przyczynkiem do rozpoczęcia pierwszej w tym roku, typowo europejskiej, fazy risk-off. Faza ta prawdopodobnie nie skończy się, jak przepowiada większość wraz z końcem I kwartału. Awersję do ryzyka i popyt na bezpieczne aktywa (dotyczący przede wszystkim Europy) powinny podsycać ciągle niski wzrost gospodarczy (słabsza pierwsza połowa roku nawet w Niemczech), problemy z utworzeniem rządu we Włoszech (choć w momencie pisania tego tekstu niemożliwe stało się prawdopodobnie możliwe: Bersani prawdopodobnie utworzył rząd z Berlusconiem), czy bailout Słowenii i ryzyko odpływu depozytów z mniejszych krajów peryferii.

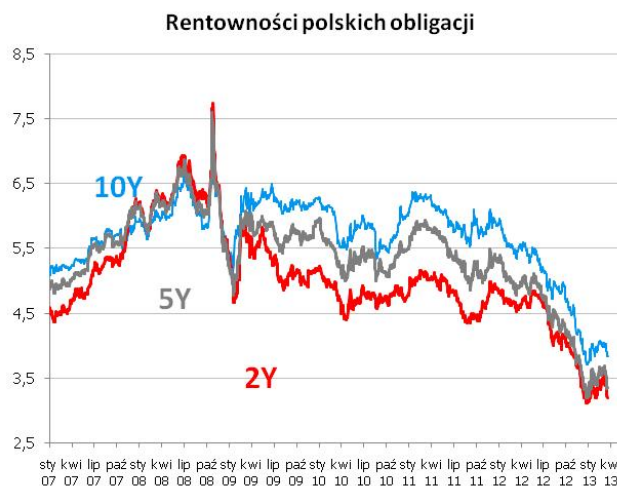
Europejskie risk-off jak na razie nie było wyjątkowym wsparciem dla polskich papierów (długi koniec pod presją). Naszym zdaniem stało się tak być może za sprawą jego ekstremalnej postaci i zagrożenia wyjściem Cypru ze strefy euro w pierwszej fazie. W kolejnych tygodniach większe znaczenie może mieć: 1) fakt postrzegania Polski jako rynku na pograniczu EM i DM; 2) rozszerzony, a więc bardziej atrakcyjny, spread polskich obligacji do Bundów; czy 3) kwestia posiadania przez Polskę płynnej waluty, co sprzyjać będzie wyższemu ratingowi w przyszłości. Niemniej istotnym czynnikiem wspierającym długie obligacje powinna być wyjątkowo wysoka w skali europejskiej realna stopa procentowa w Polsce. Wszystkie te czynniki skutkować powinny przede wszystkim zawężeniem się spreadów polskich papierów do bezpiecznych obligacji. Czynniki te mają charakter głównie długoterminowy (i relatywny względem rynków rozwiniętych).

Czynnikiem, który może na wyceny polskich obligacji oddziaływać silnie już w najbliższym okresie będzie perspektywa dla stóp NBP. Ze względu na sekwencję danych makro oraz rozbieżności zrealizowanej ścieżki PKB w I kw. (a nawet w I połowie 2013) z przeciwieństwem tak niską projekcją NBP przestrzeń do obniżek stóp procentowych (choćby ta wyznaczona modelowo) pozostaje znaczna. W takiej sytuacji, nawet przy całej niespójności komunikacyjnej RPP, ostrzegamy ryzyko dla stóp NBP jako asymetryczne. Czynnikiem ten w połączeniu z nadpłynnością sektora bankowego i ryzykiem choćby przejściowej modyfikacji polityki przetargów bonów pieniężnych będzie wspierał polskie obligacje (oczywiście nieproporcjonalnie bardziej te z krótkiego końca, które wydają się w tym miesiącu zakładem pewnym).

Przy obecnych poziomach rentowności długi koniec obciążony jest w tym miesiącu większymi ryzykami idiosynkratycznymi takimi jak dane o deficycie SFP za 2012 (może być wyższy niż po-

dawane 3,4% PKB), czy niepewnością co do zmian w sektorze OFE (propozycje co do ewentualnego transferu części środków do ZUS). Odnosimy wrażenie, że świadomość tych ryzyk jest wśród inwestorów krajowych znaczna i w pewnej mierze zdyskontowana. Dodatkowo myślimy, że celem (albo jednym z celów) rządu jest upodobnienie polskich statystyk fiskalnych do czeskich (stąd również coraz bardziej prawdopodobne zmiany w OFE) celem strategicznego obniżenia kosztów finansowania. Pozostajemy zatem "konstruktywni" co do polskich obligacji.

Wykres 1: Rentowności polskich obligacji



Źródło: Bloomberg

Ernest Pytlarczyk

Rynek walutowy

EURUSD

Po bezprecedensowym bail-in depozytariuszy na Cyprze EURUSD osiągnął tegoroczne minimum w okolicach 1,27. Inwestorzy początkowo (słusznie) założyli, że zaangażowanie sektora prywatnego to kwestia płynna w przypadku potencjalnych programów pomocowych, tym bardziej przesunięta na niekorzyść sektora prywatnego, im bardziej bezpiecznie czują się oficjele europejscy w zakresie zbudowanych murów obronnych (na przykład w postaci działań ECB). Problem może jednak powracać szybko i nieoczekiwanie w przyszłości, gdyż: 1) samozadowolenie polityków rodzi zwykle fatalne skutki, 2) na „bailoutowym” celowniku znajduje się wciąż Słowenia, 3) niepewność polityczna w zakresie gospodarki włoskiej pozostaje duża, 4) pamiętajmy, że gospodarka Cypru funkcjonuje pod parasolem kontroli kapitału (co się stanie, gdy zostanie usunięty?), pamiętajmy też, że kontrola kapitału generuje statystycznie potwierdzone, znaczne spadki PKB – rewizja programu pomocowego w najbliższej przyszłości jest dość pewna, znamy to aż za dobrze z autopsji w gospodarkach peryferyjnych).

Czy zatem tylko świadoma ignorancja inwestorów pozwoliła na korektę w górę na EURUSD? Wydaje nam się, że nie. Przede wszystkim istotnym czynnikiem jest słabość USD, która uwidoczniła się po serii słabszych danych. Nie sądzimy, że nadchodzące publikacje zadadzą kłam najnowszej rewizji prognoz dla gospodarki amerykańskiej (kolejny soft patch na przełomie w połowie roku – trzeci raz z rzędu). Dodatkowym istotnym czynnikiem była bezprecedensowa akcja Banku Japonii (zobowiązanie do podwojenia bazy monetarnej w ciągu 2 lat, QE na niespotykaną skalę) mająca na celu wydzwignięcie kraju z pułapki deflacyjnej. Dzięki tym wydarzeniom ECB wygląda przy Fed oraz BoJ jak dużo młodszy brat (nie dość, że nie za bardzo może zorganizować skup aktywów, to jeszcze nie za bardzo chce obniżyć stopy procentowe). Uważamy, że powściągliwość monetarna to pewien element obecnej siły EUR. Gdy dodamy do tego jeszcze relatywnie spokojne zachowanie spreadów obligacji peryferii do bundów (zapowiedź OMT działa!), otrzymujemy mieszankę, w której inwestorzy mogą być zainteresowani inwestowaniem w EUR oraz przesuwaniem się w kierunku niższej jakości aktywów peryferiów (w pewnym sensie warunkowo gwarantowanym przez ECB). Scenariusz na ten miesiąc to raczej utrzymanie EURUSD w okolicach 1,30. W średnim terminie wierzymy w potencjał amerykańskiej gospodarki i generowanie umocnienia USD na bazie lepszych danych oraz oczekiwań na redukcję tempa wzrostu bilansu Fed oraz próby dokładniejszego zaczeplenia podwyżek stóp procentowych. W długim terminie wierzymy też w unię transferową pomiędzy rdzeniem strefy euro a peryferiami, która prowadzić będzie do erozji konkurencyjności całego ugrupowania i tym samym również przyczynić się do słabości EUR.

Sytuacja techniczna. Sytuacja techniczna na wykresie tygodniowym nie jest klarowna. Fakt złamania trendu aprecjacyjnego pozostaje bez zmian, zaś ostatnie wzrosty są na tyle nieśmiałe, że nie spowodowały nawet odwrócenia oscylatora. Co prawda, notowania powróciły ponad MA55, jednak nie jesteśmy wielkimi zwolennikami wyciągania daleko idących wniosków na tej podstawie. Formalnie trend spadkowy jest wciąż w mocy. Na dziennym z kolei notowania wyrwały się ze spadkowego kanału i zmiernają do 1,3150 (MA55, Fibonacciego liczonego po ekstremach intraday). Jeśli próby forsowania tego poziomu się powiodą, cel można ustawić na 1,3310/50 (nie oszukujmy się, zmienność nie jest przesadnie duża). Przy tych poziomach blasku nabierze także wykres tygodniowy (okolice trendu wzrostowego). Wsparć poszukamy

w rejonie 1,29/30. Uważamy, że 1,3150 powinno zostać wzięte szturmem podczas jednego ruchu (w gruncie rzeczy mało ważny poziom), niepowodzenie będzie sygnałem do korekty w kierunku wyznaczonych wsparć.

Wykres 2: EURUSD (dzienny)



Źródło: Bloomberg

Wykres 3: EURUSD (tygodniowy)



Źródło: Bloomberg

EURPLN

Zacznijmy analizę odwrotnie niż zwykle, od technicznej.

Sytuacja techniczna. Co nie chce rosnąć, zazwyczaj spada. Na wykresie tygodniowym notowania odbiły się od górnej granicy klina jak piłeczka kauczukowa wracając szybko poniżej MA55 (na bazie close). Cel wyznaczamy na poziomie 4,06/05 a nawet niżej w okolicach 4,00. Co więcej, notowania powróciły poniżej 61,8% Fibo. W połączeniu z obroną 4,20/21 fakt ten sugeruje, że krótkoterminowy ruch w górę (początek roku – kwiecień) dobiegł końca i jest przestrzeń do ruchu w dół (nawet z zasięgiem wyznaczonym przez wykres tygodniowy) lub do konsolidacji niżej (okolice 4,10). Kolejna informacja, która przemawia za takim scenariuszem to wybiecie w dół z range 4,1250-4,2000. Techniczna jest konstruktywna dla PLN.

Wykres 4: EURPLN (dzienny)



Źródło: Bloomberg

Wykres 5: EURPLN (tygodniowy)



Źródło: Bloomberg

Analiza techniczna w zasadzie pokrywa się z naszymi odczuciami fundamentalnymi. Choć uważamy, że obniżki stóp jeszcze się nie zakończyły a dynamika PKB nie osiągnęła dna, sporo z tych informacji znajduje się już aktualnie w wycenach lub też stanowić będzie jedynie tło dla rozgrywki toczzonej na rynkach obligacji. Dotychczas korelacja EURPLN z rentownościami obligacji była bardzo kiepska (na ten rynek napływało głównie hot money finansujące się krótkimi pożyczkami na rynku międzybankowym, nie angażujące się wymianę waluty na rynku spot). Strukturalnie pozytywne zmiany w postrzeganiu ryzyka kredytowego Polski oraz zachęta do carry trades ze strony BOJ jednokierunkowo zachęcają inwestorów azjatyckich do zakupu polskiego długu. Jeśli dodatkowo przyjmujemy założenie, że nie wszystkie ruchy RPP są zdyskontowane (uważamy, że potencjał do głębszych obniżek stóp istnieje, gdyż gospodarka zaskakuje negatywnie względem projekcji inflacyjnej), perspektywy dla sporych zysków kapitałowych na polskim długu są jeszcze znaczne (przynajmniej w krótkim terminie). Dodatkowo, faktycznie obniżki stóp przez RPP powinny zachęcać do utrzymywania pozycji w polskim długu przez graczy spekulacyjnych (rolujących finansowanie na krótkich terminach – i o tym prawdopodobnie inwestorzy „real money” wiedzą). Ten splot czynników powoduje, że ciężko nam uwierzyć w osłabienie złotego i w najgorszym przypadku spodziewalibyśmy się powrotu do wcześniejszego range. W najbliższym miesiącu możemy śmiało napisać, że wystrzelenie kursu powyżej 4,20 jest mało prawdopodobne.

Marcin Mazurek



Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Kwiecień 2013	Maj 2013	Czerwiec 2013
POLSKA			
Inflacja CPI	15	15	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	18	21	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	17	20	18
PKB	-	31	-
Koniunktura gospodarcza	22	22	21
Podaż pieniądza M3	12	14	14
Bilans płatniczy	15	15	17
Inflacja bazowa	16	16	14
Oficjalne aktywa rezerwowe	5	7	7
Posiedzenie RPP	9-10	7-8	4-5
STREFA EURO			
Inflacja HICP	16	15	14
PKB	-	15	5
Posiedzenie ECB	4	2	6
USA			
Inflacja CPI	16	16	18
PKB	26	30	26
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	5	3	7
Zamówienia na dobra trwałe	24	24	25
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	3
Posiedzenie Fed	-	30.04.-1.05.	18-19

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 UPREDZIEGOWIADOMIENIA. 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 UPREDZONIĄ PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.