



## Departament 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

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
piotr.bartkiewicz@brebank.pl

Marek Ignaszak  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
marek.ignaszak@brebank.pl

## Departament Rynków Finansowych

Transakcje Walutowe  
Marcin Turkiewicz  
tel. +48 22 829 01 84  
marcin.turkiewicz@brebank.pl

Transakcje Stóp Procentowych  
Bartłomiej Małocha  
tel. +48 22 829 01 77  
bartlomiej.malocha@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-geska@brebank.pl

Instrumenty Strukturyzowane  
Jacek Jurczyński  
tel. +48 22 829 15 16  
jacek.jurczynski@brebank.pl

## BRE Bank S.A.

18 Senatorska St.  
00-950 Warszawa  
tel. +48 22 829 00 00  
fax. +48 22 829 00 33  
http://www.brebank.pl

## Spis treści

<b>Główne wskaźniki makroekonomiczne</b>	<b>2</b>
<b>Decyzja RPP - stopy bez zmian</b>	<b>3</b>
Październikowe posiedzenie RPP okazało się nieprzełomowe, stopy pozostały na poziomie 2,5%. Spodziewamy się eleganckiej rezygnacji z niefortunnego forward guidance. Pierwsze podwyżki stóp procentowych powinny mieć miejsce w IV kwartale 2014.	
<b>Wskaźnik Warunków Finansowych</b>	<b>4</b>
Skonstruowaliśmy Wskaźnik Warunków Finansowych. Wskaźnik ten może być używany jako narzędzie do badania efektywności transmisji monetarnej, a także jako indyktor przyszłych zmian PMI. W pierwszym przypadku widzimy obecnie niedostosowanie oprocentowania kredytów względem bazowych stóp procentowych, które jest zbyt wysokie, w drugim wskazujemy przynajmniej na 3 kolejne miesiące wzrostów wskaźnika PMI.	
<b>Gospodarka polska - skazani na inwestycje publiczne?</b>	<b>7</b>
Rośnie zależność polskiego wzrostu gospodarczego od publicznej aktywności inwestycyjnej i od budownictwa, podczas gdy wkład prywatnych inwestycji pozostaje w trendzie spadkowym. Dostępne dane i dokumenty wskazują, że tendencje te będą kontynuowane do 2020 roku. Perspektywa krótkookresowa jest jednak pozytywna, zwłaszcza dla inwestycji publicznych.	
<b>Gospodarka globalna – Kryzys budżetowy w USA przełożony na styczeń</b>	<b>10</b>
W nocy z 16. na 17. października podpisano tymczasowe porozumienie w kwestii budżetu oraz limitu zadłużenia, jednak historia może powtórzyć się już na początku przyszłego roku. Zakończony kryzys polityczny obniży wzrost gospodarczy w Q4 skłaniając Fed do wydłużenia programu skupu aktywów co najmniej do marca 2014 r.	
<b>Euromonitor</b>	<b>12</b>
<b>Na rynku</b>	<b>13</b>
Większość czynników wskazuje na utrzymanie wysokich poziomów EURUSD w najbliższych miesiącach. W tym samym czasie złoty powinien się umacniać, jednak nie ze względu na korelację z EURUSD, która powoli odchodzi do historii, lecz na bazie czynników cyklicznych w połączeniu z późnym wycofaniem QE przez Fed.	
<b>Sekcja specjalna - rynek obligacji korporacyjnych w Polsce przez pryzmat mBank Polish Corporate Bond Index</b>	<b>15</b>
<b>Kalendarz publikacji danych</b>	<b>20</b>

## PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F
PKB r/r (%)	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	3.2
Inflacja CPI r/r (średnio %)	3.5	2.8	4.3	3.7	1.1	2.225
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.6	-4.5	-4.9	-3.5	-1.9	-2.6
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.5	13.2
Stopa ref. NBP (koniec okresu %)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00

	2013	2013	2013	2013	2014	2014	2014	2014
	Q1	Q2	Q3 F	Q4 F	Q1 F	Q2 F	Q3 F	Q4 F
PKB r/r (%)	0.5	0.8	1.6	2.1	2.6	3.0	3.4	3.7
Konsumpcja prywatna r/r (%)	0.0	0.2	1.2	1.9	2.2	2.3	2.3	2.4
Konsumpcja publiczna r/r (%)	-0.5	3.9	3.0	2.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Inwestycje r/r (%)	-2.0	-3.8	-1.0	1.0	1.5	2.5	3.5	4.5
Inflacja (średnio %)	1.3	0.5	1.1	1.3	1.8	2.2	2.4	2.5
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	14.3	13.2	13.0	13.5	14.1	12.8	12.5	13.2
Stopa ref. NBP (% koniec okresu)	3.25	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	3.00
Wibor 3M (% koniec okresu)	3.39	2.73	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	3.20
Rentowność obligacji 2-letnich (%)	3.19	3.07	3.10	3.20	3.30	3.30	3.30	3.30
Rentowność obligacji 10-letnich (%)	3.94	4.34	4.60	4.70	4.80	5.00	5.20	5.50
EUR/PLN (koniec okresu)	4.18	4.33	4.22	4.10	4.05	3.95	3.90	3.90
USD/PLN (koniec okresu)	3.26	3.32	3.12	3.04	2.99	3.10	3.20	3.25



## Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Mar 2013	Kwie 2013	Maj 2013	Cze 2013	Lip 2013	Sie 2013	Wrz 2013
<b>PKB i produkcja</b>							
PKB (%)	0.5			0.8			1.6
Popyt krajowy (%)	-0.9			-1.9			0.2
Spożycie indywidualne (%)	0.0			0.2			1.2
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	-2.0			-3.8			-1.0
Wartość dodana (%)	0.6			0.9			
w przemyśle (%)	-0.3			3.4			
w budownictwie (%)	-12.4			-20.3			
w handlu (%)	-0.2			1.7			
Produkcja przemysłowa r/r (%)	-2.9	2.7	-1.8	3.0	6.3	2.2	6.2
Produkcja przemysłowa m/m (%)	9.2	-2.3	-0.7	2.8	1.5	-4.5	1.4
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	0.1	-0.2	0.5	1.8	4.3	3.4	5.5
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	16.8	-2.7	1.6	1.5	3.8	-0.7	0.7
<b>Rynek pracy</b>							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3832.8	3830.9	3699.7	3808.6	3830.1	3760.4	3770.9
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	1.6	3.0	2.3	1.4	3.5	2.0	3.6
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	3.3	-0.1	-3.4	2.9	0.6	-1.8	0.3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.1	-0.2	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0
Stopa bezrobocia (%)	14.3	14.0	13.5	13.2	13.1	13.0	
<b>Ceny</b>							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.2	0.4	-0.1	0	0.3	-0.3	0.1
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	1	0.8	0.5	0.2	1.1	1.1	1
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	1	1.1	1	0.9	1.4	1.4	1.3
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	-0.3	-0.7	0.1	0.7	0.2	-0.3	0.2
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	-0.7	-2.1	-2.5	-1.3	-0.8	-1.1	-1.4
<b>Agregaty monetarne</b>							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	932.0	935.2	941.8	946.6	945.1	950.0	947.3
Podaż pieniądza r/r (%)	6.6	7.4	6.5	7.0	6.6	6.1	6.1
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	2.5	1.9	0.7	2.2	3.1	2.8	3.3
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	1.4	0.9	-0.6	1.2	0.2	0.4	1.1
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	9.2	8.9	7.7	7.6	7.0	6.7	6.4
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	-0.8	2.8	2.1	4.5	4.8	4.8	7.3
<b>Zagranica</b>							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-272	436	-204	133	-497	-1201	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.18	4.16	4.28	4.32	4.25	4.27	4.22
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.26	3.16	3.29	3.32	3.20	3.23	3.12
<b>Stopy procentowe</b>							
Stopa interwencyjna NBP (%)	3.25	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50
Stopa lombardowa (%)	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00
Stopa depozytowa (%)	1.75	1.75	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00
WIBOR 3M (%)	3.29	2.98	2.64	2.63	2.60	2.60	2.57
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	3.19	2.64	2.72	3.07	2.82	3.14	3.06
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	3.42	2.79	3.11	3.73	3.44	3.83	3.88
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	3.94	3.26	3.58	4.34	4.08	4.45	4.48
<b>Gospodarka światowa</b>							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	1.7	1.2	1.4	1.6	1.6	1.3	1.1
PKB w strefie euro r/r (%)	-1.2			-0.6			-0.2
Stopa podstawowa ECB (%)	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Inflacja w USA r/r (%)	1.5	1.1	1.4	1.8	2.0	1.5	
PKB w USA r/r (%)	1.1			2.5			2.0
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.

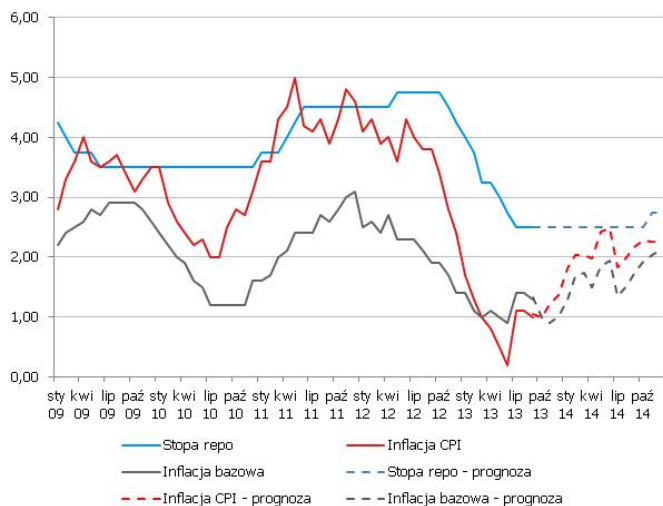
## Decyzja RPP - stopy bez zmian

Decyzje i komunikowane konkluzje z październikowego posiedzenia RPP okazały się absolutnie... nieprzełomowe. Stopy pozostały na poziomie 2,5%. Utrzymano dotychczasowe forward guidance, a więc wskazówkę do tego kiedy stopy pozostaną bez zmian (w komunikacie pozostało zatem sformułowanie, że będzie tak do końca roku). Ton komunikatu okazał się nieco bardziej optymistyczny, jeśli chodzi o diagnozę sytuacji w gospodarce globalnej i dostrzeżone pierwsze sygnały ożywienia w gospodarce polskiej. Już na konferencji Prezes Belka podtrzymał oczekiwania, że ożywienie w Polsce będzie postępować, ale bardzo powoli. W komunikacie potwierdzono wreszcie, że utrzymuje się niska presja inflacyjna.

### Co się stanie z niefortunnym forward guidance?

Już na konferencji Prezes Belka uciął dyskusję na temat ewentualnego wydłużenia forward guidance, ale nie zdystansował się od wcześniejszego poglądu, że - podobnie, jak część RPP - uważa, że stopy powinny pozostać bez zmian do II połowy 2014 r. i chyba ta wypowiedź przypieczętowała interpretację komunikacji RPP jako nieco łagodniejszej. Belka wskazał, że kształt tzw. forward guidance może zależeć od listopadowej projekcji inflacyjnej. Ciekawym wątkiem okazał się wątek seminarium/szkolenia, które Instytut Ekonomiczny zorganizował dla RPP. Oznaczałoby to, że Rada jest ciągle na etapie analizy adekwatności tego instrumentu w polskich warunkach. Naszym zdaniem możliwe są zatem dwa scenariusze - stopniowe wydłużanie forward guidance, tak aby mogło ono wpłynąć na oczekiwania dotyczące polityki pieniężnej (opcja mniej prawdopodobna), lub elegancka rezygnacja z tego instrumentu. Obydwie opcje są równie prawdopodobne. Wówczas w listopadowym raporcie o inflacji powinno się oczywiście pojawić wyjaśnienie co do instrumentu, jakim jest forward guidance i stwierdzenie, że RPP forward guidance sensu stricto nie stosowała (a właściwie stosowała, ale rynek zamiast odpuścić wycenianie zacieśnienia zaczął to zacieśnienie już w II kw. 2014 roku wyceniać). Ze swej strony członkowie RPP będą natomiast cały czas w wypowiedziach powoływać się na konsensus utrzymania stóp bez zmian do połowy 2014 roku.

Wykres 1: Indeksy cenowe oraz stopa referencyjna NBP

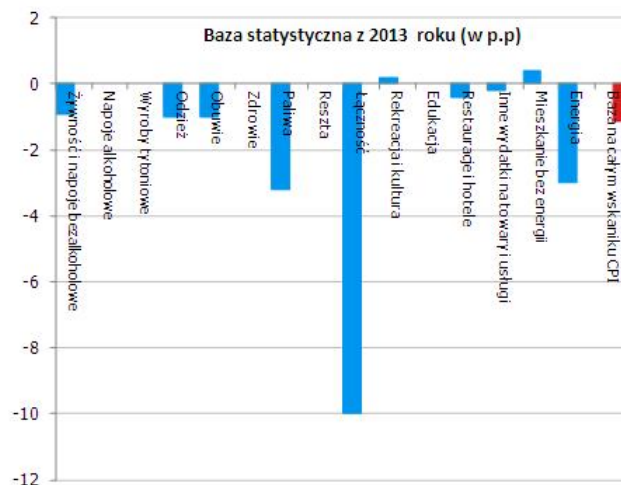


Źródło: NBP, obliczenia własne

## RPP będzie mniej proaktywna

Dla perspektyw polityki monetarnej ważny oczywiście jest nie tylko konsensus w Radzie co do stosowania forward guidance. Równie ważne są zmiany personalne, a więc odejście głosującej z jastrzębim skrzydłem Z. Gilowskiej. Wyrwa w jastrzębim skrzydle i prawdopodobna nominacja gołębiego członka (Osiatyński jest tu najpoważniejszym prezydenckim kandydatem) zmienia chwiejną do tej pory, bo bazującą na głosie (de fact jastrzębiego) J.Hausnera, równowagę w RPP. W obecnej sytuacji wyprzedzająca reakcja RPP i podwyżki w I połowie 2014 roku są jeszcze mniej prawdopodobne. Pewną rolę może tu odgrywać awersja w stosunku do popełnienia błędu w polityce monetarnej, jak mogło mieć miejsce w przypadku kontrowersyjnej podwyżki stóp z 2012 roku. Naszym zdaniem do zacieśnienia dojdzie w 4 kw. 2014 (gospodarka rosnąć będzie wówczas w tempie powyżej 3% r/r, a trend inflacyjny będzie niezaprzecalnie rosnący). Moment właściwego zacieśnienia może jednak być poprzedzony (i to już w I-II kw. 2014) istotnym wzrostem oczekiwań na zacieśnienie monetarne. W maju-czerwcu ze względu na sekwencję danych makro - lepsze dane realne i otarcie się (w dużej mierze ze względu na bazę statystyczną) inflacji o cel NBP oraz przykładając historyczną funkcję reakcji do obecnego składu RPP inwestorzy mogą wyraźnie przestrzelić z oczekiwaniami co do reakcji RPP.

Wykres 2: Baza statystyczna dla inflacji



Źródło: GUS, obliczenia własne



## Gospodarka polska - Wskaźnik Warunków Finansowych

Nie jest tajemnicą, że stopa repo jest mało precyzyjnym indykatorem warunków finansowych panujących w danym kraju. Te same mankamenty nosi stopa WIBOR3M, mimo, że jest na niej oparty gros kredytów w Polsce. Mianowicie stopy te nie uwzględniają:

1. Efektywności transmisji polityki monetarnej na politykę kredytową banków (szybkości dostosowania zmiennego komponentu oprocentowania kredytu po stronie kredytów nowych i istniejących).
2. Retoryki banku centralnego i jej wpływu na kształt oczekiwanych stóp procentowych a więc na kształtu krzywych rentowności. Czynniki te, naszym zdaniem, determinują z kolei możliwości i koszt zabezpieczania poziomu stóp procentowych przez firmy oraz koszty emisji długu.
3. Wahań kursów walutowych (powodowanych między innymi przez oczekiwania na stopy procentowe).

Mając na uwadze powyższe ograniczenia stopy Wibor 3M skonstruowaliśmy Wskaźnik Warunków Finansowych (WWF), który obok wspomnianych stóp inkorporuje również efektywność transmisji polityki monetarnej, siłę retoryki banku centralnego oraz wahania kursów walutowych. Wskaźnik w sposób syntetyczny pozwala odpowiedzieć na pytanie o skalę faktycznej ekspansywności/restrykcyjności polityki pieniężnej w odniesieniu do zwykłej stopy repo lub wibor, a także – co najważniejsze – wykazuje własności wyprzedzające względem koniunktury gospodarczej, której, jak upraszczająco przyjęliśmy, miarą jest wskaźnik menedżerów logistycznych (PMI).

W kwestii pierwszej ogólne warunki finansowania są obecnie luźniejsze niż w czasie niskich stóp procentowych w 2009 i 2010 roku, ale jednak bardziej restrykcyjne niż implikowałaby analiza samej stopy wibor 3m. Przyczyna leży w oprocentowaniu kredytów dla przedsiębiorstw, które na zmianę rynkowych stóp procentowych zareagowały słabiej niż we wspomnianym okresie (drobna czkawka w transmisji monetarnej, być może związana z kwestiami w dużej mierze z bardziej ostrożnym podejściem do ryzyka przez banki). W kwestii drugiej WWF ma charakter wyprzedzający względem koniunktury w Polsce obrazowanej przez PMI. **Na dzień dzisiejszy oznacza to kontynuację wzrostów indeksu menedżerów logistycznych jeszcze przez co najmniej 3 miesiące.**

### Przeanalizowane zmienne, metody agregacji

W celu skonstruowania Wskaźnika Warunków Finansowych (WWF) wzięliśmy pod uwagę następujące zmienne (średnie miesięczne liczone z danych dziennych dla zmiennych finansowych):

- stopę Wibor 3M,
- rentowności obligacji 2, 5, 10-letnich,
- nachylenia krzywych rentowności liczone jako różnice stopy dłuższej i krótszej (zawsze WIBOR3M); liczenie nachylenia w ten sposób uzasadniamy próbą obrazowania możliwości swapowania przez przedsiębiorstwa kredytów o oprocentowaniu stałym na kredyty o oprocentowaniu zmiennym,
- oprocentowanie nowych i istniejących umów kredytowych dla przedsiębiorstw (statystyka stóp procentowych NBP),

- różnice pomiędzy oprocentowaniem nowych i istniejących umów kredytowych oraz stopami rynkowymi (Wibor 3M, obligacje 2, 5, 10-letnie),
- kursy walutowe (EURPLN, USDPLN, GBPPLN, RUBPLN).

Nie wzięliśmy pod uwagę notowań CDS, gdyż przyjęliśmy założenie, że zmiany ich wyceny są odzwierciedlone są w rentownościach obligacji skarbowych oraz stromiźnie krzywych dochodowości. Na wszelki wypadek przetestowaliśmy ex post wrażliwość skonstruowanego wskaźnika na dołączenie wyceny CDS. Okazało się, że w wyniku takiej operacji jedynie istotnie tracił zarówno swoje możliwości predykcyjne względem cyklu, jak i ogólne dopasowanie do wskaźnika opisującego koniunkturę.

Łącznie do analizy trafiło 47 zmiennych, które poddano normalizacji względem średniej i odchylenia standardowego na próbie o częstotliwości miesięcznej w okresie styczeń 2005-sierpień 2013 (104 obserwacje). W celu konstrukcji WWF wykorzystano 2 alternatywne podejścia.

Pierwsze z nich, podejście aprioryczne, polegało na prostym zsumowaniu badanych zmiennych po normalizacji, przypisując posegregowanym poziomom zmiennych znaki zgodne z ekonomiczną intuicją i z zamierzeniem, aby większemu poziomowi WWF odpowiadało rozluźnienie warunków finansowania przedsiębiorstw zaś spadkowi – zacieśnienie. Ze znakiem dodatnim do sumy trafił tylko blok walutowy w konwencji XXX/PLN (średnia arytmetyczna; mierzy konkurencyjność eksportu). Znaki ujemne przypisane zostały blokowi oprocentowania kredytowego 1 (istniejące umowy kredytowe), blokowi oprocentowania rynkowego 2 (nowe umowy kredytowe), blokowi spreadów rynkowych (warianty nachylenia krzywej rentowności w odniesieniu do Wibor 3M; czym wyższe tym droższe jest uzyskanie finansowania długoterminowego, co intuicyjnie powinno zniechęcać do inwestycji), blokowi spreadów kredytowych 1 (wszystkie kombinacje różnicy pomiędzy oprocentowaniem istniejących umów kredytowych i stopami rynkowymi; miara transmisji stóp procentowych na stopy dla przedsiębiorstw w kontekście szybkości dostosowania oprocentowania przez banki), blokowi spreadów kredytowych 2 (wszystkie kombinacje różnicy pomiędzy oprocentowaniem nowych umów kredytowych i stopami rynkowymi; miara transmisji stóp procentowych na stopy dla przedsiębiorstw kontekście szybkości dostosowania oprocentowania przez banki oraz autonomiczna miara poziomu marż kredytowych). Tak liczony Wskaźnik Warunków Finansowych scentrowany jest wokół 0, które wyznacza średnio normalne warunki finansowe a miarą rozbieżności jest odchylenie standardowe. Czym wskaźnik wyższy tym warunki finansowe luźniejsze i vice versa. Wskaźnik ten nazywamy WWF1.

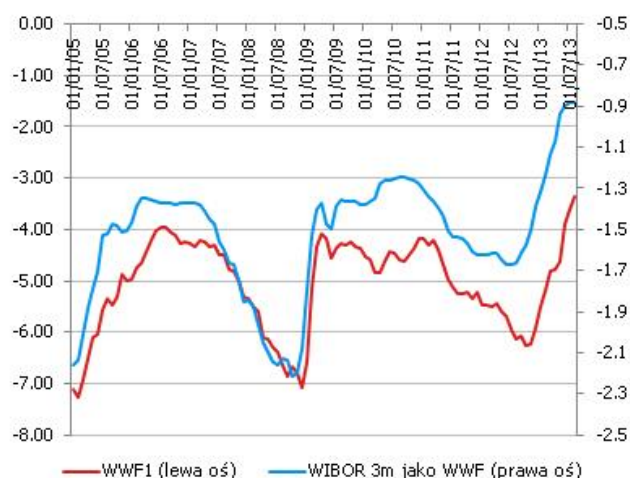
W drugim podejściu dopuściliśmy determinację wag i dobór zmiennych do Wskaźnika Warunków Finansowych na podstawie danych. Przyjęliśmy założenie, że zmienne trafiające do WWF powinny w jak najlepszy sposób opisywać stan koniunktury (mierzony wskaźnikiem PMI – najszybciej publikowaną miarą koniunktury w Polsce) oraz jednocześnie – z największym wyprzedzeniem. Z uwagi na dużą liczbę zmiennych objaśniających oraz dużą współliniowość zmiennych w obrębie bloków i pomiędzy blokami zmiennych, w celu wykorzystania maksymalnej ilości informacji wykorzystaliśmy metodę głównych składowych narzucając jednocześnie wymóg, aby znaki oszacowań parametrów (wagi) miały intuicyjną interpretację ekonomiczną (dokładnie taką jak w podejściu apriorycznym). W wyniku iteracyjnej procedury doboru zmiennych otrzymaliśmy wiele modeli z różnym rozkładem opóźnień, jednak ostatecznie – drogą kompromisu pomiędzy do-



pasowaniem a własnościami wyprzedzającymi – wybraliśmy model z opóźnieniem zmiennych objaśniających rzędu 4 (takie podejście umożliwia spojrzenie o 4 miesiące do przodu). W jego skład weszły: składowa opisująca oprocentowanie istniejących umów kredytowych, spread kredytowy (tylko różnice oprocentowania z obligacjami 10-letnimi), blok kursowy. Wskaźnik nazywamy WWF2 i z założenia ma on przede wszystkim mieć charakter prognostyczny wobec koniunktury, nie służy zaś określeniu stopnia łagodności/restrykcyjności warunków finansowych wobec miar standardowych.

### Wskaźnik Warunków Finansowych a Wibar 3M

Wykres 1: WWF1 a Wibar



Źródło: Opracowanie własne, Bloomberg.

W celu porównania WWF ze zwykłą stopą Wibar 3m prezentujemy zestawienie z jej transformacją, która bezpośrednio stosowana jest jako jeden z elementów WWF (stopa ta jest wystandaryzowana względem średniej i odchylenia standardowego i otrzymuje znak minus – dzięki temu podniesienie wibar 3m zacieśnia warunki finansowania i vice versa; porównywanie z WWF staje się wtedy intuicyjne). Widać przede wszystkim bardzo dużą korelację WWF i wibar.

Oznacza to, że pod względem kierunkowym pozostałe stopy kredytowe, nachylenie krzywej dochodowości, spready kredytowe i kursy walut reagują średnio rzecz biorąc książkowo, replikując ruchy na krótszych stopach. Nie odnosi się to jednak do poziomu warunków finansowych. Historycznie warunki finansowania opisane stopą wibar 3m przedstawiają nazbyt optymistyczny obraz kosztów kredytu w polskiej gospodarce. Taka rozbieżność utrzymuje się od połowy 2009 roku (ale była widziana też wcześniej, w latach 2005-2006, jednak w mniejszej skali). Szybka analiza składowych WWF sugeruje, że winę za bieżącą rozbieżność ponosi przede wszystkim skala transmisji polityki pieniężnej na oprocentowanie kredytów (zarówno tych nowych, jak i starych) – obecnie różnice oprocentowania kredytów i różnych stóp rynkowych są średnio wyższe niż w 2009-2010 roku.

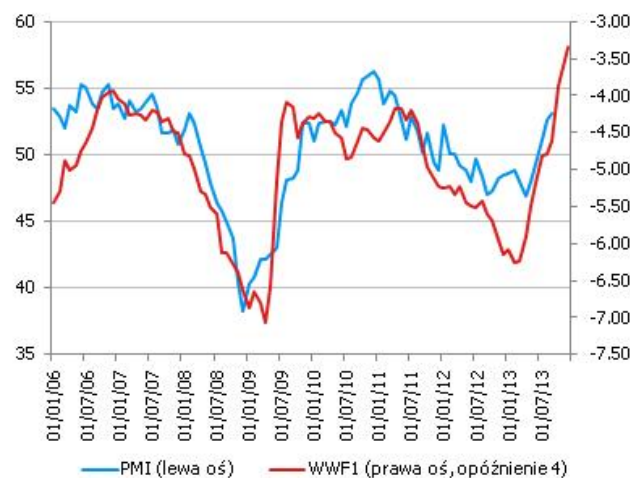
Pozostaje jeszcze kwestia cykliczności. Otóż WWF jest nieznacznie opóźniony względem stopy wibar 3m w cyklu. Jest to naszym zdaniem naturalna konsekwencja kompozycji wskaźnika WWF i obecności w nim kursów walutowych oraz stóp oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, które nie dostosowują się w sposób natychmiastowy. Czy gorsze własności wyprzedzające na

(przynajmniej – krótkiej) próbie dyskwalifikują WWF jako pomocnicze narzędzie diagnozy fundamentów finansowych dla stanu koniunktury? Naszym zdaniem odpowiedź na to pytanie nie jest negatywna. Po pierwsze, własności wyprzedzające stopy wibar 3m mogą być obarczone problemem krótkiej próby. Po drugie, analiza WWF może mieć duże znaczenie w sytuacji, gdy mechanizm transmisji krajowej polityki pieniężnej zostanie zaburzony (tu kłania się na przykład obraz rynków finansowych, który wyłoni się, kiedy faktycznie QE będzie wycofywane). Po trzecie wreszcie, w sytuacji zaburzeń transmisji to właśnie kierunek, w którym podaż WWF powinien być właściwym temem, którym podaż gospodarka. Poszukiwanie dywergencji pomiędzy WWF a stopą wibar 3m może mieć zatem samo w sobie sporą wartość. Na razie są to robocze hipotezy, jednak w najbliższych miesiącach tworzy się dla nich bardzo żyzne pole do doświadczania.

### Własności wyprzedzające WWF

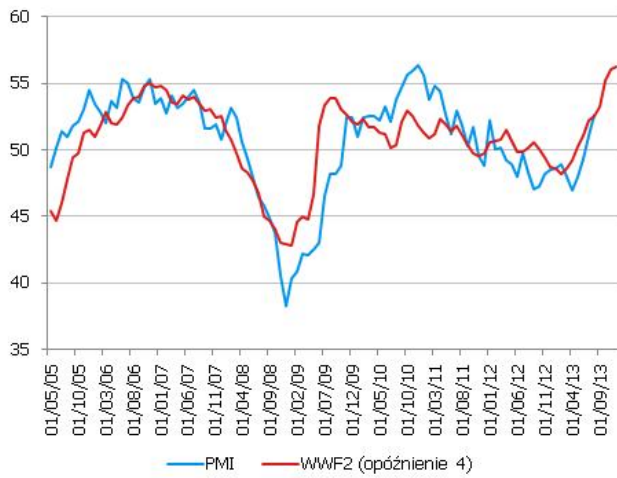
Własności wyprzedzające występują w przypadku obu wskaźników. W obu przypadkach obecne ożywienie zostało wychwycone z kilkumiesięcznym wyprzedzeniem przez oba wskaźniki (niestety na próbie historycznej skala tego wyprzedzenia nie jest stała, wskaźnik radzi sobie też nieco gorzej w z prognozowaniem górnych punktów zwrotnych). Oba sugerują też, że w najbliższych 3 miesiącach (trzech, bo odczyt za wrzesień już znamy) tendencja wzrostowa PMI powinna być kontynuowana.

Wykres 2: WWF1 a PMI



Źródło: Opracowanie własne, Markit, Bloomberg.

Wykres 3: WWF1 a PMI



Źródło: Opracowanie własne, Markit, Bloomberg.

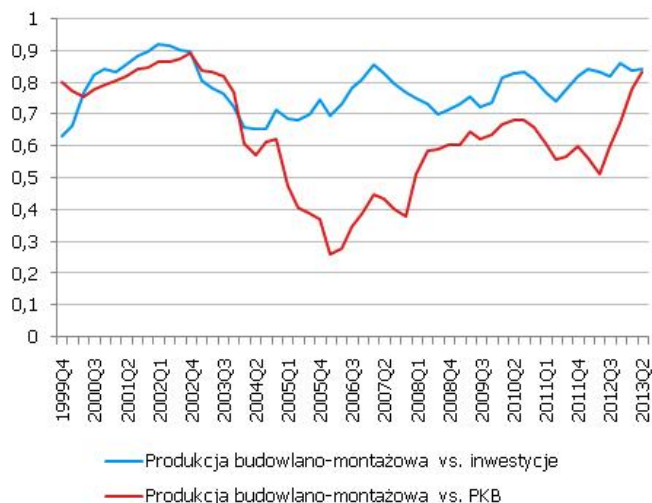
## Gospodarka polska - skazani na inwestycje publiczne?

Od czasu do czasu, w typowym dyskursie ekonomicznym utożsamia się cykl koniunkturalny z inwestycjami prywatnych przedsiębiorstw. Stwierdzamy, że w ostatnich latach wzrosła zależność polskiego wzrostu gospodarczego od publicznej aktywności inwestycyjnej i od budownictwa w ogólności (wkład prywatnych inwestycji pozostaje w trendzie spadkowym). Jedną z głównych przyczyn niedawnego spowolnienia było najprawdopodobniej zacieśnienie fiskalne w obszarze inwestycji publicznych, szacowane na ponad 1% PKB, a dokonane w 2012 roku. Dostępne dane i dokumenty dotyczące wielkości i struktury wydatków w ramach nowej perspektywy UE wskazują, że zacieśnienie to będzie powoli niwelowane, zaś inwestycje publiczne pozostaną istotnym kołem zamachowym polskiej gospodarki w obecnej dekadzie. Sprzyja temu również konstelacja czynników prawnych i instytucjonalnych.

### Inwestycje publiczne i prywatne w Polsce – rys historyczny i kilka stylizowanych faktów

Silne związki wahań koniunkturalnych ze zmianami aktywności budowlanej są dość dobrze rozpoznane w literaturze ekonomicznej. Historycznie rzecz biorąc, pomijając lata 2003-2005, również polski cykl jest wyraźnie związany z losami budownictwa. Począwszy od 2004, dynamiki produkcji budowlano-montażowej i inwestycji stały się coraz bardziej zbieżne z dynamiką PKB (podobne wyniki otrzymujemy, porównując komponenty cykliczne poszczególnych szeregów). Innymi słowy, losy gospodarki polskiej stały się coraz mocniej sprzęgnięte z losami sektora budowlanego (choć relacja przyczynowo-skutkowa nie musi mieć takiego samego charakteru we wszystkich cyklach).

Wykres 1: Rolowane (16 kwartałów) współczynniki korelacji liniowej między dynamikami r/r zmiennych makro



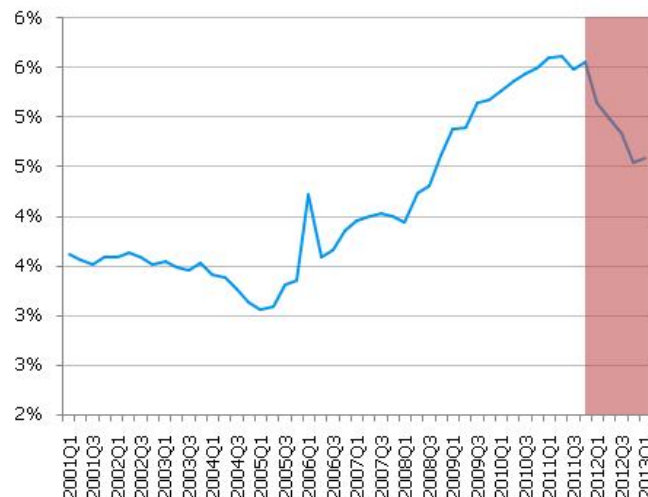
Źródło: GUS, obliczenia własne

Wkład sektora rządowego i samorządowego do nakładów brutto na środki trwałe i, równocześnie, do PKB, pozostawał stabilny w latach 2000-2005, by wkroczyć na ścieżkę wzrostową po 2006. O ile jeszcze na początku 2005 r. udział inwestycji publicznych w PKB wynosił ok. 3%, o tyle w 2011 roku sięgnął rekordowego

<sup>1</sup> Por. Leamer E., (2007), *Housing IS the Business Cycle*, NBER Working Paper No. 13428;

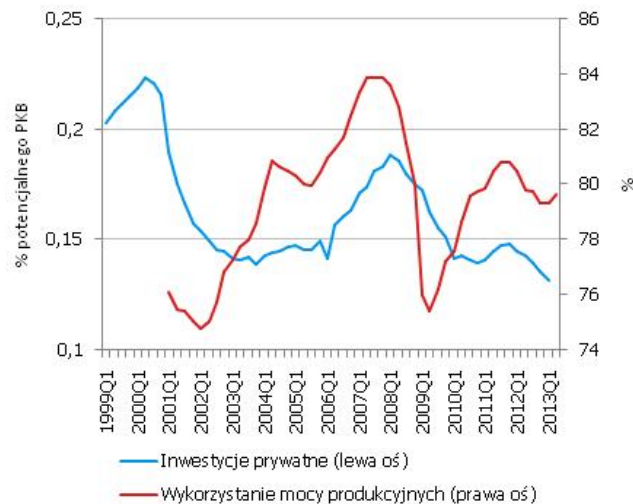
poziomu 5,5%. Rok 2012, kiedy to zakończono większość inwestycji drogowych przygotowywanych z myślą o Euro 2012, jak również szereg dużych przedsięwzięć spoza drogownictwa (oczyszczalnie ścieków, stadiony, modernizacja linii kolejowej Warszawa - Gdynia), to spadek tego udziału o 1.1 p. proc.

Wykres 2: Inwestycje publiczne (sektor rządowy i samorządowy) jako %PKB



Źródło: Eurostat, obliczenia własne

Wykres 3: Inwestycje prywatne a wykorzystanie mocy wytwórczych



Źródło: Eurostat, NBP, obliczenia własne

Wprawdzie udział inwestycji publicznych w PKB osiągnięty w szczytowym momencie (2011 rok) stawiał Polskę w dość wyjątkowej pozycji wśród państw europejskich, nie był wyjątkowy biorąc pod uwagę państwa o podobnym poziomie rozwoju. Podobnie, gwałtowny wzrost inwestycji publicznych i jego tempo nie stanowi unikalnego doświadczenia. Podobne trajektorie i poziomy można było w tym samym czasie zaobserwować w państwach bałtyckich i Rumunii, a także – kilka lat wcześniej – na Węgrzech i w Rumunii, a w latach 90-tych w biedniejszych państwach Europy Płd. Wspólnym mianownikiem dla tych przypadków jest duży transfer środków w ramach polityki spójności. Tym samym można domniemywać (i nie jest to wniosek zaskakujący), że przyczyny dynamicznego wzrostu aktywności inwestycyjnej sektora publicznego mają

charakter administracyjny i wynikają z „poluzowania” ograniczeń budżetowych rządów (transfer środków unijnych można postrzegać jako formę bezkosztowej ekspansji monetarnej).

Wzrost i upadek inwestycji publicznych w ostatnich latach maskuje relatywną słabość sektora prywatnego. W istocie rzeczy, w latach 2010-2013 inwestycje prywatne (definiowane jako nakłady na środki trwałe brutto w gospodarce z wyłączeniem nakładów sektora finansów publicznych) w kategoriach relatywnych praktycznie nie zmieniły się (w relacji do potencjalnego PKB wręcz spadły), a krótki okres ekspansji (2011 rok) błędnie w porównaniu z poprzednim cyklem. Ostatnie badania koniunktury NBP (stan na III kwartał 2013 i prognoza na kwartał IV) pokazują, że plany inwestycyjne przedsiębiorstw lekko drgnęły. W ujęciu przekrojowym występują jednak bardzo duże różnice pomiędzy przedsiębiorstwami. Aktywność inwestycyjna rośnie w zasadzie od kilku kwartałów (dzieląc firmy według wielkości) tylko w przedsiębiorstwach największych lub też (dzieląc firmy po sekcjach) w energetyce, górnictwie i wśród wyspecjalizowanych eksporterów (zagraniczny właściciel zdecydowanie pomaga). Prawie (dlaczego prawie, czytaj dalej) cała reszta przedsiębiorstw – mimo faktu, że aktywność w gospodarce już de facto odbiła się od dna – informuje o stagnacji lub tylko marginalnych wzrostach wydatków inwestycyjnych (absolutnie nie jest to dynamika typowa dla ożywienia inwestycyjnego). W tej słabszej grupie jedynym wyjątkiem jest transport, który wyraźnie ruszył do przodu z wydatkami (podobno II kwartał charakteryzował się solidnym zwiększeniem parku maszynowego), jednak korelacje ze wzrostem eksportu są dla nas na tym polu aż nazbyt oczywiste.

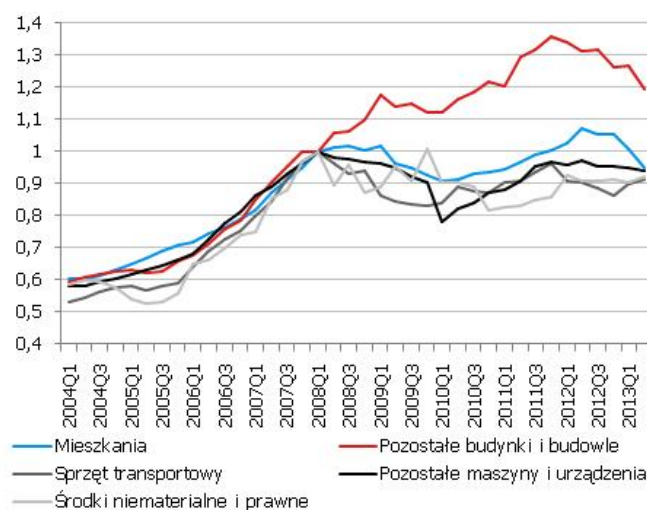
Reasumując, solidnie rosną nakłady inwestycyjne w działach niewrażliwych na koniunkturę krajową (górnictwo, energetyka), uznawanych za strategiczne i z tego względu podatnych na pomoc rządową (górnictwo, energetyka) czy, wreszcie, wrażliwe wyłącznie na koniunkturę zagraniczną (oczywiście wyspecjalizowani eksporterzy), czy względem niej pochodne (transport). Wydaje się to potwierdzać tezę, że pierwiastek krajowy w polskim cyklu to przede wszystkim konsumpcja, cała reszta opiera się na aktywności publicznej (czy to wydaniu bezpośredniej stymulacji za pomocą inwestycji publicznych, czy preferencji inwestycyjnych realizowanych przez Inwestycje Polskie) oraz na eksporcie. Taka kompozycja inwestycji (biorąc pod uwagę także udziały inwestycji z sektorów, w których one faktycznie już rosną i wyprzedziły cykl) sugeruje, że cały agregat inwestycji prywatnych będzie poruszał się – niejako wbrew stylizowanym faktom ekonomii – łącznie z cyklem, lub wręcz za cyklem – w żadnym wypadku nie ma tu już szans na wyprzedzenie. Wytlumaczenie tego faktu wydaje się proste. NBP podaje, że odsetek firm o niskiej aktywności inwestycyjnej wzrósł do 70% w grupie przedsiębiorstw wyceniających niepewność poniżej średniego poziomu. Korelacja niepewności i aktywności inwestycyjnej jest wyraźnie ujemna. Dodatkowo wraz ze wzrostem poziomu niepewności rośnie także dotkliwość niższego wzrostu PKB. Stąd obecny dołek aktywności w gospodarce był wyjątkowo dotkliwy dla przedsiębiorstw. Gdy niepewność zniknie, inwestycje ruszą; niestety miarę tę prognozuje się chyba tak samo trudno jak same inwestycje, a na chwilę obecną nie znamy głębszych podstaw niepewności.

Na koniec warto jeszcze wspomnieć, że „niski poziom inwestycji” to rzecz gustu. Prawie połowa ankietowanych przedsiębiorstwa nie uważa, że aktywność inwestycyjna jest niska, podobny odsetek jest zdania, że choć aktywność jest niska – nie przynosi negatywnych skutków. Wniosek nasuwa się sam – bieżące inwestycje w gospodarce prawdopodobnie w dużej mierze podtrzymują inwestycje odtworzeniowe lub nawet nie. Dopóki w

Polsce lokowana będzie produkcja pracochłonna i tym samym nawet potrzeby odtworzeniowe pozostaną niskie, dopóty nie będzie mowy o zmianie strukturalnie niekorzystnego trendu na inwestycjach prywatnych. Oczywiście nie oznacza to, że prywatna aktywność inwestycyjna nie odbije cyklicznie – odbije, jak to już bywało w przeszłości, jednak każdy kolejny cykl będzie w obecnych warunkach i bardziej płaski i potencjalnie krótszy.

Diagnozę przedstawioną powyżej potwierdza analiza dynamiki inwestycji (publicznych i prywatnych łącznie) w podziale na typy inwestycji (niestety, tu dysponujemy jedynie danymi nominalnymi). Począwszy od pierwszego kwartału 2008 roku, jedyną kategorią środków trwałych, które odnotowują trend wzrostowy nakładów, są pozostałe budynki i budowle (w tym infrastruktura). Ostatnie 5 lat to stagnacja inwestycji w maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy.

Wykres 4: Nakłady brutto na środki trwałe w gospodarce wg kategorii (2008Q1 = 1)



Źródło: Eurostat

### Perspektywy na lata 2014-2020

Naturalnym wydaje się pytanie o perspektywy inwestycji publicznych w najbliższych latach. W świetle dostępnych informacji, planów i uwarunkowań instytucjonalnych można stwierdzić, że perspektywy te kształtują się korzystnie. Wysokiemu poziomowi inwestycji publicznych sprzyjają: (1) wielkość i struktura funduszy strukturalnych przyznanych w Polsce w ramach budżetu UE na lata 2014-2020; (2) związane z reformą OFE krótkoterminowe oszczędności fiskalne sięgające 1% PKB rocznie, pozwalające na wzrost wydatków dyskrecyjnych sektora publicznego przy zachowaniu planowanej ścieżki konsolidacyjnej; (3) można zmiana zasad zadłużania samorządów, sprzyjająca podejmowaniu inwestycji przez podsektor samorządowy SFP.

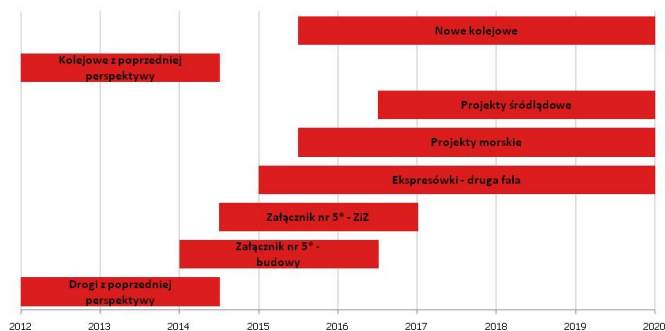
Na pierwszy rzut oka, nowe rozdanie w funduszach strukturalnych przedstawia się mniej korzystnie z punktu widzenia wielkości współfinansowanych inwestycji publicznych – wg aktualnych propozycji Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko będzie obejmował dofinansowanie na kwotę ok. 24 mld euro wobec

<sup>2</sup>Przyjmujemy tutaj za dobrą monetę szacunki MF i MPiPS zawarte w Uzasadnieniu do projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych.



28,3 mld w analogicznym programie realizowanym w latach 2007-2013. Tym niemniej, należy pamiętać, że nie musi oznaczać to znaczącej redukcji łącznej wartości nakładów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków europejskich – por. istotny wzrost roli programów regionalnych i pojawienie się nowych źródeł finansowania (Connecting Europe Facility). Ponadto, biorąc pod uwagę niską bazę z 2013 roku i najprawdopodobniej znów jednomodalną trajektorię wydatkowania, dodatni i istotny wkład środków UE do wzrostu gospodarczego jest prawdopodobny.

Wykres 5: "Rozkład jazdy" inwestycji transportowych sugerowany przez aktualne dokumenty planistyczne



Źródło: Ministerstwo Transportu

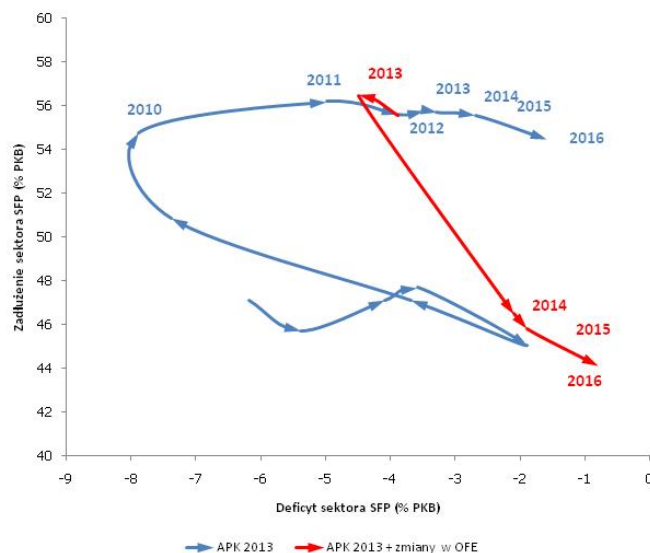
\* - projekty drogowe realizowane w okresie przejściowym na podstawie Załącznika nr 5 do Programu budowy dróg krajowych na lata 2013-2015.

Wreszcie, należy zauważyć, że POIŚ, niezależnie od jego ostatecznego kształtu, nie wyczerpuje ogółu publicznych inwestycji infrastrukturalnych (podobnie, jak miało to miejsce w poprzedniej perspektywie budżetowej). Najaktualniejsze szczegółowe plany w zakresie infrastruktury transportowej (Strategia Rozwoju Transportu do 2020 roku z perspektywą do 2030 oraz Dokument Implementacyjny do tejże) przewidują realizację samych tylko „przedsięwzięć strategicznych” (finansowanych i przygotowywanych w większości na szczeblu centralnym) na kwotę 270 mld zł łącznie. Czy jest to wartość duża? Prosty rachunek sugeruje wzrost inwestycji o ponad 10 mld zł w każdym kwartale, co oznacza wkład do PKB na poziomie ok. 0,3 p. proc. bez założenia żadnych efektów mnożnikowych i podażowych. Jakkolwiek ferowanie wyroków w oparciu o średnioterminowe plany inwestycyjne jest ryzykowne z uwagi na ich niewiążący charakter i możliwości modyfikacji w trakcie realizacji, to kluczowy jest nie szczegółowy ich kształt, a raczej fakt istnienia project pipeline. Ograniczeniem dla realizacji inwestycji publicznych jest od 2009 r. finansowanie, nie zaś brak przedsięwzięć.

Ograniczenie budżetowe rządu zostało znacząco poluzowane dzięki reformie systemu emerytalnego, a krótkookresowe korzyści fiskalne (sięgające wg szacunków MF i MPiPS 1% PKB dla deficytu i 9% dla zadłużenia SFP) stwarzają możliwość zwiększania wydatków dyskrejonalnych (w tym inwestycyjnych) bez naruszania ogólnej ścieżki konsolidacji fiskalnej, do której Polska jest zobowiązana (por. wykres poniżej). W kontekście możliwości finansowych samorządów należy odnotować, że aktualne prognozy budżetowe JST przygotowywane na zlecenie Ministerstwa Finansów sugerują systematyczne okrojenie inwestycji w latach 2014-2015 w związku z koniecznością redukcji zadłużenia. Sugestie zmian w zasadach rachunkowości JST, które pozwoliłyby na poprawę zdolności samorządów do finansowania inwestycji, pojawiają się co jakiś czas w mediach

– ostatnia obietnica tego rodzaju pochodzi od premiera, ale jak dotąd nie poczyniono żadnych kroków w tym kierunku. Wydaje się, że nadanie specjalnego statusu wydatkom inwestycyjnym dofinansowywanym z funduszy europejskich jest, biorąc pod uwagę sprzyjający kalendarz polityczny, prawdopodobne.

Wykres 6: Ścieżka konsolidacji fiskalnej wg APK 2013 i przewidywany wpływ zmian w systemie emerytalnym (ceteris paribus)



Źródło: Eurostat, Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, obliczenia własne

## Zakończenie

Biorąc pod uwagę dostępne informacje na temat planowanych inwestycji publicznych oraz sugerowany scenariusz makro możemy pokusić się o przygotowanie stylizowanej i opartej o argumenty jakościowe prognozy inwestycji w kolejnych latach. Przy założeniu podobnej co do skali, a mniejszej w kategoriach relatywnych ekspansji fiskalnej, otrzymujemy kolejny cykl inwestycji prywatnych o nieco niższym natężeniu w momencie szczytowym. Pytanie o perspektywy inwestycji prywatnych jest trudniejsze. Historia ewolucji inwestycji prywatnych w innych państwach europejskich nie dostarcza żadnych jednoznacznych wniosków (poza powszechnym kolapsem inwestycji prywatnych od 2008 roku): trendy spadkowe obejmujące więcej niż dwa cykle są rzadkie; negatywne trendy mogą ulec odwróceniu (przykłady Finlandii, Danii, Francji); prywatne nakłady inwestycyjne w przynajmniej jednym kraju (Austria) wydają się niezależne od trendów demograficznych, otoczenia zewnętrznego, szacunkowego poziomu wykorzystania mocy produkcyjnych; wreszcie, dane nt. wspomnianych wcześniej epizodów ekspansji inwestycyjnej finansowanej z funduszy UE przeczą ewentualnym sugestiom dot. wypychania (choć dane o prywatnych nakładach na środki brutto są dla wielu państw zaburzone przez banki kredytowe). Tym niemniej, zarówno umiarkowany poziom wykorzystania mocy wytwórczych, jak i płynące z badań koniunktury NBP wnioski sugerują, że potencjał dla przyspieszenia prywatnych inwestycji jest niewielki. Co więcej, jest w obecnych warunkach niemal pewne, że impuls inwestycyjny sektora prywatnego będzie, jak w ostatnich latach, skupiać się w obszarze energetyki i górnictwa (być może celowym byłoby mówienie o inwestycjach quasi-publicznych). Summa summarum, nasz bazowy scenariusz zakłada wzrost inwestycji prywatnych w znacznie mniejszym stopniu niż w latach 2010-2011.

## Gospodarka globalna – Kryzys budżetowy w USA przełożony na styczeń

W nocy z 16. na 17. października podpisano tymczasowo porozumienie odsuwające w czasie kwestie budżetowe oraz limitu zadłużenia. Warto przeanalizować bieg wydarzeń i zastanowić, co by było gdyby? Historia bowiem może powtórzyć się już na początku przyszłego roku, gdy ponownie trzeba będzie przedłużyć prowizorium budżetowe oraz podnieść limit zadłużenia.

### 16-dniowy okres zamknięcia rządu

W wyniku niezatwierdzenia przez Kongres planu wydatków na nowy rok fiskalny, w nocy z 30 września na 1 października instytucje rządowe straciły podstawę prawną do wydatkowania środków publicznych. Wszystkie instytucje nie pełniące niezbędnych funkcji zostały zamknięte a ich pracownicy oddelegowani na przymusowe, bezpłatne urlopy. Wydatki wymagające aprobaty Kongresu (a więc dotknięte legislacyjnym impasem) stanowią około 1/3 całości wydatków federalnych, z których 60% stanowią z kolei wydatki uznawane za niezbędne. Był to 18 przypadek zamknięcia rządu w historii i pierwszy od 17 lat. Kością niezgody pomiędzy Republikanami a Demokratami są wydatki na publiczny program ochrony zdrowia „Obamacare”.

Przeciągający się impas polityczny i spadek wydatków rządowych w wyniku niewypłacenia pensji w instytucjach dotkniętych zamknięciem rządu (około \$400 mln dziennie) może stworzyć ryzyka w dół dla kruchej odrodzenia gospodarczego. Na podstawie skutków poprzedniego okresu zamknięcia rządu, mającego miejsce na przełomie lat 1995/1996, szacuje się, że tegoroczny 16-dniowy shutdown zmniejszył PKB w Q4 o około 0,6-0,7 pp. (straty zostaną odrobione w kolejnym kwartale w wyniku efektów bazowych oraz wypłacenia zaległych pensji). Ponadto wzrost niepewności politycznej miał negatywny wpływ na nastroje zarówno konsumentów jak i przedsiębiorstw. Można więc oczekiwać spadków indeksów mierzących zaufanie konsumentów oraz redukcji wydatków konsumpcyjnych.

### Administracji federalnej wyczerpują się środki na dalsze funkcjonowanie

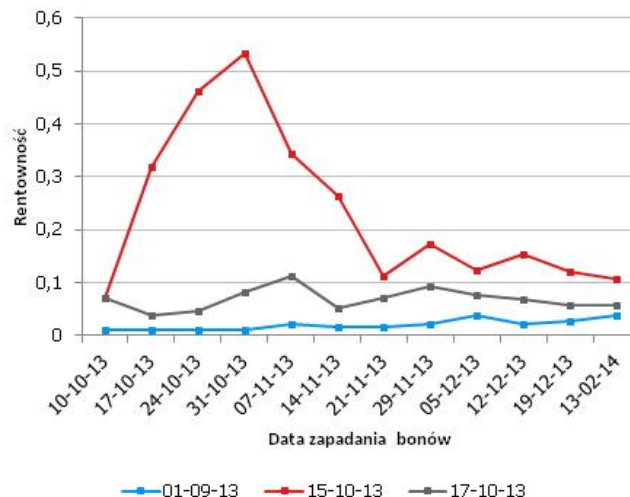
Ponadto 19 maja b.r. rząd USA osiągnął ustalony przez Kongres limit zadłużenia i od tego momentu zmuszony był finansować bieżące wydatki ze środków nadzwyczajnych, będących głównie pożyczkami z publicznych systemów emerytalnych oraz funduszy ubezpieczeń społecznych. Środki te miały wyczerpać się 17 października, dzień po wypracowaniu porozumienia. Teoretycznie tylko część wydatków federalnych nie znajduje pokrycia w dochodach. Niemniej diabeł tkwi tu nie tyle w szczegółach, co w braku dopasowania terminów wpływów i wypływów. Brak zgody na podniesienie limitów zadłużenia mógł więc oznaczać odroczenie płatności na papierach skarbowych zapadających już w listopadzie.

### Realizacja scenariusza bazowego

Zrealizował się wyceniany przez rynek scenariusz: osiągnięcie kompromisu w ostatniej chwili, tak jak to było w 2011 roku. Umowa zawarta w Kongresie ma na celu jedynie kupienie kilku tygodni dodatkowego czasu na polityczne targi. Zaakceptowane zostało prowizorium budżetowe zatwierdzające wydatki na poziomie

forsowanym przez stronę republikańską umożliwiając instytucjom rządowym funkcjonowanie do 15. stycznia. Ponadto limit zadłużenia został zawieszony do 7. lutego. Obie strony zostały zobligowane do podjęcia i zakończenia rozmów budżetowych przed 13. grudnia.

Wykres 1: Rentowności amerykańskich bonów skarbowych notowane przed i tuż po ogłoszeniu porozumienia.



Źródło: Bloomberg.

### Bez zmian w programie skupu aktywów przynajmniej do marca 2014

Do czasu wypracowania trwalszego kompromisu czynniki związane z niepewnością fiskalną i polityczną będą dalej generowały ryzyka dla wzrostu gospodarczego. Podczas wrześniowej konferencji B. Bernanke jako jeden z czynników przemawiających za odłożeniem momentu wyjścia z QE wskazywał właśnie niepewność generowaną przez politykę fiskalną. Ponadto, w wyniku zamknięcia rządu pojawiają się problemy z dostępnością i jakością danych ze sfery realnej, od których Fed uzależnił swoją politykę, nie mówiąc już o wpływie na zaufanie konsumentów i firm, co będzie miało wpływ na sam obraz gospodarki płynący z danych. Nowa prezes Fed wskazywała, że jeszcze nawet potencjalnie lepsze dane z wrześniowego posiedzenia nie uzasadniały zmniejszenia stymulacji - w związku z powyższymi argumentami sytuacja nie ulegnie poprawie. Brak rozwiązania budżetowego konfliktu innego niż tymczasowe, zamieszanie związane z brakiem danych oraz ich potencjalnym negatywnym zaburzeniem przez czynniki psychologiczne wpłyną na odłożenie w czasie decyzji o ograniczeniu zakupów przez Fed (można spekulować, że w wyniku marnego postępu rozmów negocjacyjnych w kongresie nie zniknie też niepewność fiskalna). Dłuższy okres możliwości pozyskiwania taniego finansowania w USA wpłynie na zwiększenie napływów kapitałowych na rynki regionu CEE. Przyczyni się do wypłaszczenia krzywych rentowności w USA i poprzez kanał carry trade wesprze polskie obligacje i akcje, oraz umocni złotego. Poza nieznacznym spadkiem kosztów obsługi zadłużenia mogącym generować niewielką dodatkową przestrzeń fiskalną, nieistotny powinien być wpływ politycznego impasu z Oceanem na sferę realną gospodarek Polski jak i całego regionu.

### Co by było gdyby?

Braku kompromisu oznaczałoby postawienie rządu pod ścianą i



zmuszenie do takiego zarządzania budżetem, aby nie dopuścić do opóźnień w płatnościach od długu. Jednym z potencjalnych rozwiązań jest priorytetyzacja wydatków, czyli regulowanie w pierwszej kolejności kosztów obsługi długu (które są dokonywane za pomocą niezależnego systemu FedWire), redukując pozostałe wydatki. Szacuje się, że w okresie pomiędzy 18 października a 15 listopada wydatki przewyższyłyby wpływy o około \$106 mld (około 32% bieżących wydatków). Należy zaznaczyć, że niektórzy prawnicy wyrażają przekonanie, że regulacje zawarte w Impoundment Control Act z 1974 roku nie pozwalają administracji na priorytetyzację regulowania zobowiązań. Ponadto, zdaniem przedstawicieli Ministerstwa Skarbu, skoro treść ustaw regulujących funkcjonowanie urzędu nie stwierdza wprost możliwość niechronologicznego regulowania zobowiązań należy założyć, że Ministerstwo takimi uprawnieniami nie dysponuje. Poddaje to w wątpliwość możliwość wykorzystania tego narzędzia w przypadku wyczerpania się możliwości pozyskiwania finansowania przez administrację federalną. Niemniej strategia ta jest „najmniejszym złem” jeśli dojdzie do zderzenia się z limitem zadłużenia. Pozostałe działania pozwalające uniknąć selektywnego bankructwa są obciążone ryzykiem utraty wiarygodności oraz istotnym ryzykiem prawnym z konsekwencjami politycznymi dla prezydenta Obamy (emisja nowych obligacji z bardzo dużą premią, emisja specjalnych czeków akceptowanych przez Fed i banki komercyjne, zignorowanie limitu zadłużenia na podstawie 14 poprawki czy też emisja platynowej monety o wartości biliona dolarów), stąd też wydają się mało prawdopodobne w kolejnych epizodach walki o podniesienie limitu zadłużenia.

#### Selektywne bankructwo - jaki może mieć wpływ na rynek?

Alternatywą do wyżej wymienionych działań jest odroczenie płatności na wybranych bonach skarbowych oraz obligacjach przy obietnicy uregulowania zobowiązań (wraz z odsetkami) po odzyskaniu przez administrację możliwości zwiększenia zadłużenia. Możemy wtedy spodziewać się wzrostu rentowności amerykańskich papierów, ucieczki w stronę aktywów postrzeganych jako bezpieczne (jen, euro, frank). Papiery, których płatności zostaną odroczone będą z pewnością dalej przyjmowane przez Fed a odpowiednio wczesne powiadomienie uczestników rynku o odroczonej płatności na poszczególnych bonach i obligacjach powinno pozwolić dostosować systemy informatyczne tak, aby utrzymać obrót tymi aktywami także po technicznym bankructwie. Dla inwestora długoterminowego może nie być to scenariusz typu końca świata, jednak - biorąc pod uwagę użycie papierów amerykańskich w transakcjach repo - uderzenie w płynność globalnego systemu finansowego może być spore. Problem dotyczy w większej mierze rynków zagranicznych i podmiotów, które nie będą w stanie spieniężyć obligacji amerykańskich w Fed. Nie oczekivalibyśmy zamrożenia rynku pożyczek międzybankowych w takiej skali jak to obserwowane po upadku Lehman Brothers, jednak banki centralne, zarówno w USA jak i poza nimi, mogą w razie konieczności wesprzeć rynek dodatkową płynnością korzystając z narzędzi wprowadzonych po upadku banku inwestycyjnego w 2008 roku. Utrzymująca się niepewność oraz awersja do ryzyka wywoła z pewnością silną presję na akcje, obligacje i waluty naszego regionu.

Amerykańskie papiery skarbowe znajdują się w portfelach wszystkich globalnych instytucji finansowych głównie ze względu na ich wysoką płynność oraz możliwość pozyskiwania środków finansowych pod ich zastaw. Selektywne bankructwo USA sprawi, że aktywa bezpośrednio nim dotknięte nie będą mogły pełnić swoich ról. Nabywcami amerykańskich aktywów są także banki centralne,

które w oparciu o nie budują portfele rezerw walutowych. Spadek zaufania do USA może wywołać proces dostosowania portfeli rezerwowych i inwestycyjnych, w których większą rolę zaczną odgrywać obligacje europejskie oraz państw EM a dolar zacznie tracić na znaczeniu jako waluta rezerwowa, co z kolei wpłynie na jego osłabienie.

#### A jaki na gospodarke?

Zderzenie się z limitem zadłużenia będzie z pewnością dużo dotkliwsze dla gospodarki niż okresowe zamknięcie rządu. Poza wspomnianymi efektami niepewności, niepodniesienie limitu zadłużenia będzie skutkowało nagłym, nieantycypowanym i w dużej mierze chaotycznym zmniejszeniem wydatków publicznych, co bezpośrednio spowoduje wzrost gospodarczy. Ponadto, poprzez efekt dochodowy wywołany nieodzownym spadkiem cen aktywów finansowych oraz w wyniku zacieśnienia warunków kredytowania i zwiększenia kosztów pożyczek, wpłynie negatywnie na konsumpcję prywatną i inwestycje. Tak duży szok popytowy w największej gospodarce świata (hipotetyczna konieczność natychmiastowego i permanentnego zrównoważenia budżetu to, biorąc pod uwagę potężne efekty mnożnikowe, szok na miarę spadku PKB o 6-10%) z pewnością odbije się na gospodarce globalnej generując ryzyka w dół dla wzrostu gospodarczego w Europie i Polsce. Ryzyka te trudno skwantyfikować, wiele zależy bowiem od nieprzewidywalnych czynników, takich jak dokładna wielkość wpływów budżetowych notowanych ciągu najbliższych tygodni po wyczerpaniu środków nadzwyczajnych, wybór strategii zarządzania wydatkami budżetu oraz tego jak długo trwał będzie legislacyjny pat. Jest to wydarzenie bez precedensu, nie mamy więc także historycznych punktów odniesienia.

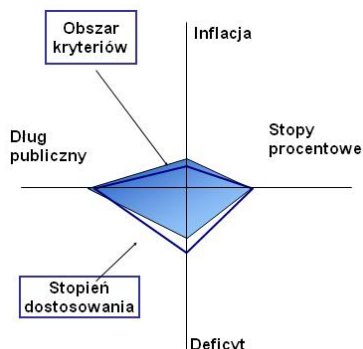
Nic nie wskazuje aby w najbliższej przyszłości stopień polaryzacji sceny politycznej zmniejszył się, możemy więc spodziewać się regularnych powrotów sporów związanych z limitem zadłużenia w ciągu najbliższych kilku lat. Z pewnością będzie to czynnik ciężący na odbudowie popytu wewnętrznego gospodarki amerykańskiej w średnim terminie.



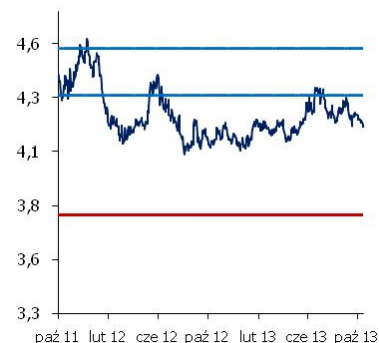
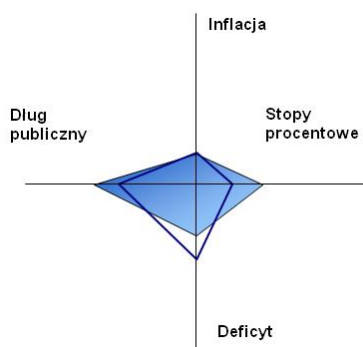
**Kryteria konwergencji\***

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,8% (wrzesień 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,9% (wrzesień 2013)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny:< 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

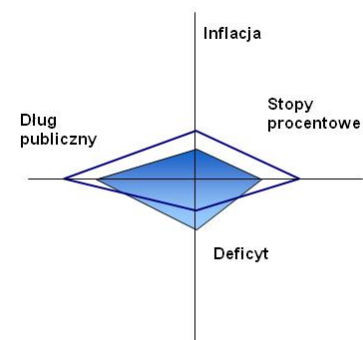
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

**POLSKA**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,4% (wrzesień 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,0% (wrzesień 2013)
- Deficyt sektora GG: 3,9% PKB (2012)
- Dług publiczny: 55,6% PKB (2012)
- Członkostwo w ERM2: nie


**CZECHY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,8% (wrzesień 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,1% (wrzesień 2013)
- Deficyt sektora GG: 4,4% PKB (2012)
- Dług publiczny: 45,8% PKB (2012)
- Członkostwo w ERM2: nie


**WĘGRY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,9% (wrzesień 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,2% (wrzesień 2013)
- Nadwyżka sektora GG: 1,9% PKB (2012)
- Dług publiczny: 79,2% PKB (2012)
- 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

Polski rynek obligacji przez ostatnie tygodnie znajdował się, podobnie jak rynki bazowe, w konsolidacji. Pat budżetowy w USA i oddalenie ograniczenia QE stały się czynnikami nadrzędnymi wobec czynników lokalnych. Co ciekawe, samo ryzyko niespłacenia przez USA zapadających w październiku trzech serii bonów najpierw stymulowało wzrosty cen, żeby w przeddzień defaultu stać się czynnikiem mogącym skutkować złamaniem dotychczasowych paradygmatów i przeceną obligacji. Stąd inwestorzy zażegnanie kryzysu budżetowego finalnie powitali spadkiem rentowności obligacji w USA, za którym to obniżyły się również rentowności polskich papierów. Kryzys budżetowy pozostawi jeszcze przez jakiś czas swoje piętno na wycenach obligacji. Podgrzana atmosfera polityczna może mieć istotny wpływ na nastroje konsumentów, a więc i publikowane dane makro oraz rynki finansowe w krótkim okresie (perspektywa do 3 miesięcy). Kwestie braku wiarygodnych danych (a przecież danymi warunkowany ma być tapering) i uwzględnienie możliwości zacieśnienia fiskalnego (tu obawy Fed prowadzące finalnie do oddalenia taperingu okazały się słuszne) prawdopodobnie oddalą ograniczenie QE o kolejne kilka miesięcy, prawdopodobnie do I kw. 2014. Taki, choć ograniczony do krótkiego okresu scenariusz może promować wznowienie carry trades na amerykańskich obligacjach i spadki rentowności dłuższych instrumentów dłużnych.

Przechodząc do scenariuszy dla rynków w EM, należy przede wszystkim zwrócić uwagę, że zarówno ECB, Bank of England, czy wreszcie banki centralne EM praktycznie straciły zdolność do generowania trwalszych zmian na rynku obligacji (patrz choćby nieadekwatne reakcje rynku na kolejno wprowadzane forward guidance). Jedynym bankiem centralnym, który takową zdolność zachował, jest Fed. W kolejnych miesiącach/kwartalach należy zatem ponownie oczekiwać bardzo dużej korelacji zmian rentowności obligacji EM i europejskich z obligacjami amerykańskimi (również lokalne dane, czy takie czynniki, jak zmiany struktury finansowania długu, jak to ma miejsce w Polsce w związku reformy OFE, zdecydowanie schodzą na drugi plan).

Najsilniejsze fundamentalnie EM (a do takich w powszechnej świadomości należy Polska) powinny w najbliższym okresie, podobnie jak core markets, zanotować spadki rentowności obligacji (patrz prezentowaną powyżej mekanię dla rynku amerykańskiego). Lepsze dane makro w obecnym reżimie rynkowym (wydłużenie kroplówki QE) nie muszą wcale być traktowane jako argument przeciw obligacjom, a raczej jako potwierdzenie pozytywnej konwergencji EM z rynkami bazowymi. Scenariusz taki (wydłużenie duration w Polsce) uprawdopodobnia również zbyt powszechny tej jesieni i w przypadku części EM - przesadzony - pesymizm. W przypadku polskich obligacji istotne znaczenie może mieć fakt zmiany układu sił w RPP i naszym zdaniem coraz bardziej prawdopodobne utrzymanie stóp do IV kw. 2014 bez zmian (obecne wyceny ciągle wskazują na kilkupunktową korektę w dół rentowności krótkich papierów i instrumentów krótkiej stopy procentowej). Kwestie zmian w OFE będą bardzo ważne ale w kolejnych miesiącach, być może dopiero po wdrożeniu reformy i transferze obligacji do ZUS. Wówczas to czynnik ten może jednak wystąpić w koniunkcji ze wzrostem rentowności na rynkach bazowych i skutkować dynamiczną wyprzedzą polskich obligacji.

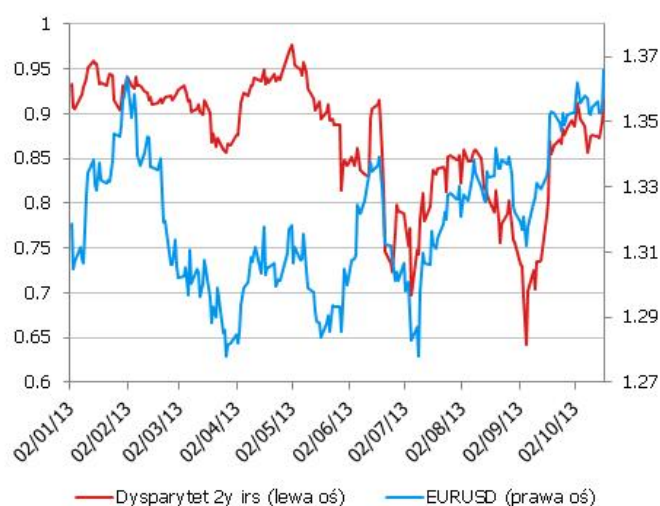
## Rynek walutowy

**EURUSD** EURUSD rośnie i rośnie (w chwili pisania właśnie łamał w górę 1,3650), wbrew prognozom większości instytucji finansowych... że będzie spadał. Coraz bardziej zaczynamy się przywiązywać do faktycznych ruchów cenowych i stwierdzamy, że ta para walutowa spadać będzie nieprędko. Oto co w ostatnim czasie udało się nam ustalić.

Po pierwsze, EURUSD nie udało się wykołoić przez tymczasowe rozwiązanie pata budżetowego w USA. Oznaczać to może, że inwestorzy zaakceptowali fakt, że w sensie politycznym gospodarka amerykańska będzie inherentnie niestabilna dopóki administracja będzie reprezentować inną partię niż ta, która ma większość w Kongresie. Negocjacje związane z limitem zadłużenia to w takim scenariuszu wydarzenie cykliczne na najbliższe co najmniej miesiące, a więc ciągła niepewność. Nie sprzyja to utrzymywaniu rezerw walutowych w tej walucie.

Po drugie, EURUSD wcale nie jest przewartościowany względem dysparytetu stóp procentowych (patrz rysunek). Jeśli to Fed dyktuje globalną politykę pieniężną, a ECB jedynie stara się go naśladować (z marnym skutkiem, gdyż rynki kontestują forward guidance), różnica stóp procentowych na korzyść EUR wcale nie musi spadać, tym bardziej że masa rezerw w systemie bankowym strefy euro zmniejsza się dzięki splatom LTRO... Odroczenie zmniejszenia QE przez Fed działa w takim przypadku naturalnie na korzyść EUR, a nie USD. Dodatkowo świat wydaje się obecnie wierzyć, że problemy zadłużenia strefy euro są całkowicie rozwiązywalne (a taki jest wydzźwięk ostatniej konferencji IMF), co spycha na drugi plan faktyczne problemy strukturalne tego ugrupowania.

Wykres 1: Dysparytet stóp procentowych vs. kurs EURUSD



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Po trzecie, strefa euro wypada coraz lepiej od USA w kontekście zrównoważenia rachunku bieżącego, a jest to w średnim terminie bardzo istotna determinanta kursu walutowego, użyteczna w prognozowaniu punktów zwrotnych na EURUSD (patrz wykres). Łuzniejsza polityka fiskalna pozwoliła USA na wyprzedzenie strefy euro pod kątem wielu zmiennych cyklicznych (np. stopy bezrobocia), a zderzenie większego sprzężenia strefy euro z globalnym cyklem, większej ekspozycji eksportowej oraz większej poprawy konkurencyjności (wewnętrzna dewaluacja w krajach peryferyjnych) z perspektywą zacieśnienia fiskalnego w USA dają

podstawy, że różnica w deficytach na korzyść strefy euro nie będzie maleć.

Wykres 2: Różnica deficytów obrotów bieżących między USA a strefą euro vs. kurs EURUSD



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

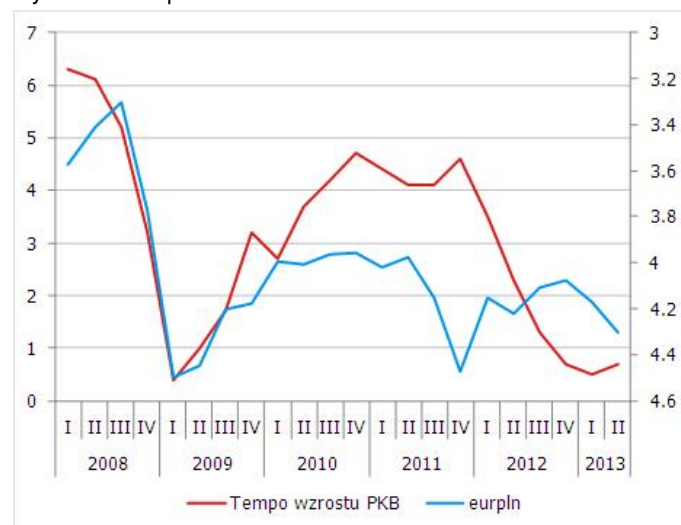
Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, spodziewamy się, że podwyższone poziomy EURUSD utrzymają się jeszcze co najmniej przez kilka miesięcy. Spadki EURUSD staną się możliwe dopiero w sytuacji, gdy dane z USA wyraźnie przyspieszą, a negocjacje budżetowe znajdą szczęśliwy finał już w styczniu. Jest to scenariusz dopiero na I-II kwartał przyszłego roku. Do tego czasu dominować będzie niepewność, zaś rolę safe haven pełnił będzie jen, frank szwajcarski i... (przynajmniej przez pewien czas) euro.

### EURPLN

Ostatnie tygodnie były dla złotego bardzo łaskawe. W chwili pisania niniejszego tekstu polska waluta znajduje się na poziomie 4,17. Wydaje nam się, że właśnie jesteśmy świadkiem zmiany trendu na polskiej walucie na aprecjacyjny. Sprzyja temu konstelacja wielu czynników, kilku przypadkowych, kilku odzwierciedlających fundamentalne zmiany w polskiej gospodarce oraz jej postrzeganie przez inwestorów.

Złoty jest przede wszystkim walutą cykliczną i umacnia się wraz z przyspieszeniem Produktu Krajowego Brutto. Ostatnie dwa lata przyniosły wyłom w tej cykliczności, jednak można to wytłumaczyć napływem kapitału na polski rynek obligacji po uruchomieniu programów poluzowania ilościowego przez banki centralne rynków bazowych (patrz wykres). Dzięki nim złoty pozostawał faktycznie poniżej poziomów (a więc był mocniejszy) implikowanych czynnikami cyklicznymi.

Wykres 3: Tempo wzrostu PKB vs. kurs EURPLN



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Spodziewamy się, że w najbliższym czasie złoty powróci do cykliczności i będzie to relatywnie bezbolesna transformacja. Obecnie wzrost PKB (szacujemy go w okolicach 1,5% na III kwartał) jest być może zbyt niski, aby przekonać inwestorów do cyklicznej alokacji środków w polskiej walucie. Niemniej, niejako zamiast wyższego wzrostu złoty wspierany jest ciągłym napływem środków na polski rynek obligacji, gdyż banki centralne (a przede wszystkim Fed) odkładają zmniejszenie programów poluzowania ilościowego na przyszłość. Polski rynek obligacji oferuje wciąż dobrą stopę zwrotu zaś większe zbilansowanie polskiej gospodarki wyklucza scenariusz typu sudden stop, uniemożliwiający wycofanie alokowanego kapitału. Co więcej, złoty stał się kursem płynnym kierowanym (z barierą na poziomie 4,30 prawdopodobnie bronią przez NBP) przez co inwestorzy długoterminowi nie odczuwają potrzeby zabezpieczania pozycji walutowej sprzedawaniem PLN.

Oczywiście programy QE nie będą trwały wiecznie i część środków odpłynie z polskiego rynku wraz ze zmniejszaniem ich skali (szacujemy, że nastąpi to najwcześniej w I kwartale 2014 roku). Do tego czasu jednak gospodarka polska będzie na tyle rozpędzona, że złoty zainteresuje cyklicznych inwestorów. Tempo wzrostu PKB na poziomie 2,5-3,0% PKB jest spójne z wyceną EURPLN w okolicach 4,00. Oznacza to, że przysłowiowy koń, z którego może spadać polska waluta w momencie wycofywania QE będzie miał bardzo krótkie nogi. Stąd też spodziewamy się, że na koniec roku polska waluta znajdzie się w okolicach 4,05-4,10 zaś przyszły rok przyniesie umocnienie poniżej 4,00.





## Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce przez pryzmat mBank Polish Corporate Bond Index (mBank PCBI)

mBank Polish Corporate Bond Index został zaprojektowany do monitorowania wyników uzyskiwanych przez obligacje korporacyjne w Polsce. Indeks przedstawia wyniki na podstawie całkowitej stopy zwrotu, wyłącznie w oparciu o najbardziej płynne obligacje notowane na rynku Catalyst. Podobnie jak większość światowych indeksów obligacji, mBank PCBI jest ważony wartością rynkową, podlegającą okresowym, comiesięcznym zmianom. Dane dzienne dotyczące historycznych poziomów Indeksu dostępne są od 1 października 2012. Datą wprowadzenia indeksu jest 17 października 2013.

mBank PCBI jest pierwszym indeksem obligacji korporacyjnych w Polsce.

### Wyniki Indeksu (Wrzesień 2013)

Miesięczne wyniki Indeksu (%)												
	Sty	Lut	Mar	Kwi	Maj	Cze	Lip	Sie	Wrz	Paź	Lis	Gru
2012	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0,66	0,76	0,38
2013	0,99	0,67	-0,60	0,90	0,70	0,34	0,79	0,57	0,43	-	-	-

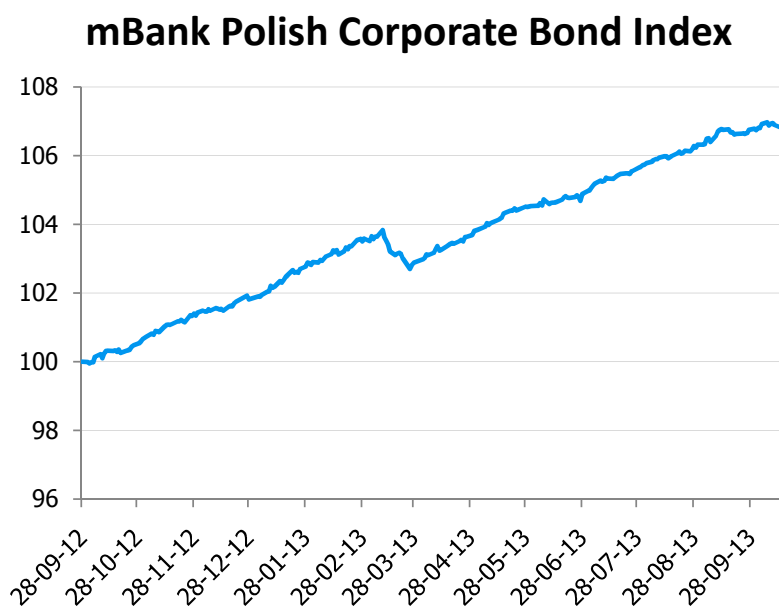
Uwagi:

1. Datą bazową Indeksu jest 28 września 2012. Stopy zwrotu przed październikiem 2012 nie są obliczane.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z gpwcatalyst.pl oraz dokumenty informacyjne emitentów.

### Wykres Indeksu

Bieżąca wartość indeksu: **106,98** na dzień 16 października 2013



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z gpwcatalyst.pl oraz dokumenty informacyjne emitentów.





## Obligacje wchodzące w skład Indeksu

	Emitent	Ticker	Wartość nominalna (mln PLN)	Stopa bazowa	Spread / Kupon	Wartość nominalna w Indeksie (mln PLN)	Data włączenia do Indeksu	Data zapadalności	Lata do zapadalności
1	Bank Ochrony Środowiska	BOE1014	230,00	Wibor 6M	170	100,00	2012-09-28	2014-10-04	1,0
2	Best	BST0516	39,00	Wibor 3M	470	39,00	2013-06-28	2016-05-28	2,7
3	Capital Park	CAP0715	100,00	Wibor 6M	500	100,00	2012-10-31	2015-07-09	1,8
4	Czerwona Torebka	CZT0416	14,61	Wibor 6M	500	14,61	2013-07-31	2016-04-15	2,5
5	Energa	ENG1019	1 000,00	Wibor 3M	150	100,00	2013-02-28	2019-10-18	6,1
6	Fast Finance	FFI0315	30,00	Wibor 6M	750	30,00	2012-09-28	2015-03-23	1,5
7	Ferratum Capital Poland	FRR0514	28,00	Wibor 6M	750	28,00	2012-09-28	2014-05-23	0,6
8	Ferro	FRO0416	45,00	Wibor 6M	550	18,49	2012-09-28	2016-04-04	2,5
9	Getin Noble Bank	GNB0218	241,64	Wibor 6M	375	100,00	2012-09-28	2018-02-23	4,4
10	Giełda Papierów Wartościowych	GPW0117	245,00	Wibor 6M	117	100,00	2012-09-28	2017-01-02	3,3
11	Kredyt Inkaso	KRI0116	35,00	Wibor 6M	550	35,00	2012-09-28	2016-01-02	2,3
12	Kruk SA	KRU0317	60,00	Wibor 3M	460	60,00	2013-07-31	2017-03-07	3,4
13	Kruk SA	KRU1216	40,00	Wibor 3M	460	40,00	2013-04-30	2016-12-06	3,2
14	Meritum Bank	MRT0421	67,20	Wibor 6M	580	67,20	2013-08-30	2021-04-29	7,6
15	Mo-Bruk	MBR0814	50,00	Wibor 6M	500	50,00	2012-09-28	2014-08-12	0,9
16	Multimedia Polska	MMP0520	1 038,00	Wibor 6M	325	100,00	2013-07-31	2020-05-10	6,6
17	MW Trade	MWT1115	34,00	Wibor 6M	440	34,00	2013-03-29	2015-11-06	2,1
18	OT Logistics	ODR1114	60,00	Wibor 6M	400	60,00	2012-09-28	2014-11-28	1,2
19	PCC Rokita	PCR0416	25,00	Stałe	750	25,00	2013-06-28	2016-04-15	2,5
20	PCC Rokita	PCR0517	25,00	Stałe	680	25,00	2013-07-31	2017-05-28	3,7
21	PCC Rokita	PCR0615	20,00	Stałe	830	20,00	2013-03-29	2015-06-18	1,7
22	PCC Rokita	PCR1014	25,00	Stałe	900	25,00	2012-11-30	2014-10-03	1,0
23	PCZ	PCZ0416	10,69	Stałe	1000	10,69	2013-07-31	2016-04-15	2,5
24	PCZ	PCZ1015	13,00	Stałe	1100	13,00	2013-01-31	2015-10-31	2,1
25	PGE	PGE0618	1 000,00	Wibor 6M	70	100,00	2013-09-30	2018-06-27	4,7
26	PGNIG	PGN0617	2 500,00	Wibor 6M	125	100,00	2012-09-28	2017-06-19	3,7
27	PKN Orlen	PKN0219	1 000,00	Wibor 6M	160	25,00	2012-09-28	2019-02-27	5,4
28	PKN Orlen	PKN0517	200,00	Wibor 6M	150	75,00	2013-07-31	2017-05-28	3,7
29	PKO Bank Polski	PKO0922	1 600,70	Wibor 6M	164	100,00	2013-04-30	2022-09-14	9,0
30	Polnord	PND0116	26,50	Wibor 3M	485	26,50	2013-07-31	2016-01-22	2,3
31	Pragma Faktoring	PRF0315	15,00	Wibor 6M	450	15,00	2013-05-31	2015-03-06	1,4
32	Pragma Faktoring	PRF1214	15,00	Wibor 6M	450	15,00	2012-09-28	2014-12-12	1,2
33	Presco Group	PRE0814	30,00	Wibor 6M	520	30,00	2012-09-28	2014-08-23	0,9
34	Robyg	ROB0415	40,00	Stałe	890	40,00	2012-09-28	2015-04-18	1,5
	<b>RAZEM</b>		<b>9 876,83</b>	<b>WAS (bps)</b>	<b>322</b>	<b>1 721,49</b>		<b>WAL</b>	<b>3,65</b>

Uwagi: Średni ważony spread (WAS) obliczany jest na podstawie wartości nominalnej danej obligacji w Indeksie.

Średni ważony czas do zapadalności w latach (WAL) według stanu na 30 września 2013.

1. KRU0317: Z dniem 31 lipca 2013 roku, w wyniku asymilacji serii KP30317 (ISIN: PLKRR0000234) z serią KRU0317 (ISIN: PLKRR0000226), pod kodem PLKRR0000226 oznaczonych jest 60 tysięcy obligacji na okaziciela spółki Kruk o łącznej wartości nominalnej 60 mln zł (KDPW, Uchwała Nr 566/13).
2. KRU1216: Z dniem 30 kwietnia 2013, w wyniku asymilacji serii KP11216 (ISIN: PLKRR0000218) z serią KRU1216 (ISIN: PLKRR0000200), pod kodem PLKRR0000200 oznaczonych jest 20 tysięcy obligacji na okaziciela spółki Kruk o łącznej wartości nominalnej 40 mln zł (KDPW, Uchwała Nr 297/13).
3. Spółka Ferro wykupiła 26 515 obligacji serii FRO0416 w celu ich umorzenia. Wartość obligacji pozostających w obrocie wynosi obecnie 18,485 mln zł.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z gpwcatalyst.pl oraz dokumentów informacyjnych emitentów

## Bieżące zmiany w składzie indeksu

	Emitent	Ticker	Wartość nominalna w Indeksie (mln PLN)	Data włączenia do Indeksu	Data wyłączenia z Indeksu	Uwagi
1	PGE	PGE0618	100,00	2013-09-30	-	-



## Kryteria kwalifikacji do Indeksu i ograniczenia

Obligacje korporacyjne denominowane w PLN oraz wyemitowane przez podmioty zarejestrowane w Polsce kwalifikują się do włączenia w skład Indeksu, pod warunkiem, że spełniają kryteria przedstawione poniżej.

### 1. Waluta

Indeks obejmuje wyłącznie obligacje denominowane w PLN.

### 2. Rodzaje instrumentów

W skład Indeksu wchodzi obligacje korporacyjne według klasyfikacji Catalyst, zarówno o stałym, jak i zmiennym oprocentowaniu. Obligacje z wbudowanymi opcjami (np. opcje kupna i opcje sprzedaży) są również uwzględnione. *Senior unsecured* oraz obligacje podporządkowane wyemitowane przez instytucje finansowe są uwzględniane. Wyłączone są natomiast następujące rodzaje instrumentów: obligacje zamienne, obligacje wieczyste, ABS, listy zastawne, obligacje zerokuponowe oraz obligacje indeksowane inflacją. Papiery skarbowe, obligacje komunalne oraz instrumenty z gwarancjami rządowymi są również wyłączone.

### 3. Rynek

W celu zakwalifikowania w skład Indeksu, obligacje muszą być notowane na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) lub/oraz BondSpot organizowanych w ramach rynku Catalyst. Uwzględniane będą zarówno obligacje notowane na rynku regulowanym lub/oraz w alternatywnym systemie obrotu (ASO).

### 4. Minimalna wartość emisji obligacji

W celu włączenia danej serii obligacji w skład Indeksu wartość nominalna pozostająca w obrocie musi wynosić co najmniej 10 mln zł.

### 5. Maksymalna ekspozycja na emitenta

W celu zapewnienia odpowiedniego poziomu dywersyfikacji składu Indeksu, całkowita wartość nominalna pozostających w obrocie wszystkich serii obligacji jednego emitenta, przy obliczaniu wag w Indeksie, jest ograniczona do 100 mln zł. W przypadku kilku serii obligacji jednego emitenta kwalifikujących się do Indeksu, Administrator Indeksu będzie mieć wyłączne prawo decydowania, które serie obligacji zostaną włączone w skład Indeksu oraz jakie wagi ich względnego udziału zostaną im przypisane. Wybór obligacji do Indeksu zostanie dokonany w oparciu o: (i) poziom płynności obrotu wyselekcjonowanych obligacji, (ii) czas pozostały do terminu zapadalności oraz (iii) wartość nominalną pozostających w obrocie obligacji.

### 6. Zapadalność

W celu zaklasyfikowania danej serii do włączenia w skład Indeksu, pierwotny termin zapadalności (od daty emisji do daty zapadalności) musi wynosić co najmniej 2 lata. Ponadto, czas pozostały do zapadalności (od daty okresowej zmiany składu Indeksu do daty zapadalności) musi wynosić co najmniej 6 miesięcy i nie może być dłuższy niż 10 lat.

### 7. Miejsce rezydencji

Emitent obligacji musi być zarejestrowany lub mieć główne miejsce prowadzenia działalności na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

### 8. Oceny ratingowe oraz procedura w przypadku niewypłacalności

Istnieje niewiele obligacji korporacyjnych w Polsce, które mogą legitymować się ocenami ratingowymi nadanymi przez uznane międzynarodowe agencje ratingowe. Dlatego też, w przeciwieństwie do większości międzynarodowych indeksów obligacji, mBank PCBI pozbawiony został ograniczeń ratingowych. Jednakże, należy podkreślić, iż nie jest celem włączanie w skład Indeksu obligacji emitentów znajdujących się w upadłości lub zagrożonych niewypłacalnością. W funkcjonujących międzynarodowych indeksach powyższe obligacje byłyby często usuwane ze względu na niespełnianie kryterium minimalnego ratingu (np. BBB-). W przypadku mBank PCBI, Administrator będzie miał prawo do usuwania z Indeksu zagrożonych niewypłacalnością lub niespłaconych obligacji. Ponadto, obligacje emitentów, które doświadczyły sytuacji *default*'u lub były zagrożone niewypłacalnością w okresie dwóch lat przed datą okresowej zmiany składu Indeksu mogą również zostać

**9. Dostępność notowań**

Do włączenia w skład Indeksu mogą zostać zaklasyfikowane obligacje które zostały uznane, w wyłącznej gestii Administratora Indeksu, za wystarczające płynne. Administrator Indeksu zastrzega również prawo do uwzględnienia obligacji których płynność nie jest wysoka, lecz których włączenie jest ważne z perspektywy całokształtu rynku. Wycena indeksu odbywa się na podobnych zasadach do wyceny funduszy obligacji korporacyjnych TFI. W Indeksie wykorzystywany jest kurs ostatniej transakcji, czyli kurs zamknięcia (*closing price*). W przypadku gdy kurs zamknięcia zostanie uznany za niereprezentatywny przez Administratora Indeksu, będzie on ustalony na podstawie: (1) ceny *mid* obliczonej na podstawie ceny kupna, lub kupna i sprzedaży dla danej obligacji (2) cen porównywalnych instrumentów, (3) alternatywnych metod lub opinii Administratora Indeksu. W przypadku notowania na GPW oraz BondSpot, Administrator Indeksu wykorzysta notowanie z bardziej płynnego rynku.

**10. Dodanie / usuwanie obligacji do / z Indeksu**

W celu określenia, czy płynność danego instrumentu jest wystarczająca, obligacja musi być notowana na rynku przez okres co najmniej jednego pełnego miesiąca kalendarzowego w celu zakwalifikowania do Indeksu. Zaznacza się że dodawanie oraz usuwanie obligacji nie następuje w sposób automatyczny (wyłącznie za pośrednictwem spełnienia kryteriów kwalifikacji), lecz wymaga subiektywnej decyzji Administratora Indeksu. Jest to efektem krótkiej historii rynku Catalyst oraz znaczących wahań płynności wielu obligacji.

**Kontakt**

Zasady i metodologia indeksu oraz raporty okresowe są dostępne na stronie: [www.brebank.pl/mbankPCBI](http://www.brebank.pl/mbankPCBI). Zapraszamy do zapoznania się z tymi dokumentami oraz zawartą w nich notą prawną. Pytania dotyczące Indeksu oraz dostęp do raportu: [mbankPCBI@mbank.pl](mailto:mbankPCBI@mbank.pl)



## Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Listopad 2013	Grudzień 2013
<b>POLSKA</b>		
Inflacja CPI	14	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	21	18
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	19	17
PKB	29	-
Koniunktura gospodarcza	22	20
Podaż pieniądza M3	14	13
Bilans płatniczy	12	13
Inflacja bazowa	15	16
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	6
Posiedzenie RPP	6	4
<b>STREFA EURO</b>		
Inflacja HICP	15	17
PKB	14	4
Posiedzenie ECB	7	5
<b>USA</b>		
Inflacja CPI	15	17
PKB	26	20
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	1	6
Zamówienia na dobra trwałe	27	24
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	2
Posiedzenie Fed	-	18

### 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.