



Bogusław Półtorak,
Główny Ekonomista
Bankier.pl

Zdaniem Głównego Ekonomisty

Ben Bernanke zapowiada czasy hossy – co więcej, robi wszystko, aby ta prognoza była samospełniająca się. Politycy europejscy, ciągle pozostający pod silnym wrażeniem kłopotów krajów PIIGS, też liczą na odwrócenie karty. Tylko Niemcy, korzystające na słabym euro, podtrzymują niepewność w strefie euro, ale pomysły o rozpadzie strefy można uznać raczej za element wojny walutowej. Nikomu nie zależy bowiem na tym, aby Europa nagle stała się ostoją niestabilności gospodarczej. Istnieje też potrzeba alternatywy dla dolara, a euro stał się już na dobre rezerwową walutą świata.

Tylko w Polsce panuje jeszcze przekonanie, że pozostawanie poza strefą walutową jest błogosławieństwem dla gospodarki, że wręcz chroni przed kryzysem. Niestety, nagle okazało się, że nie uchroniło. Wielomiliardowe koszty ponoszone przez kredytobiorców, przedsiębiorstwa i przede wszystkim państwo to cena za każdy rok luksusu pozostawania poza strefą. Polska ponosi koszty zaniechania reform przez kolejne rządy. Gospodarka światowa natomiast nie czeka, lecz przyspiesza coraz bardziej. Wskaźniki koniunktury i optymizmu biją kolejne rekordy. Świat odreaagowuje spowolnienie z lat 2007-2009. Polska teoretycznie nie odstaje od liderów pod względem tempa rozwoju, przez pewien czas była nawet zieloną wyspą wzrostu gospodarczego. Ale pod względem poziomu życia obywateli ciągle jest jednym z najgorszych miejsc w Europie.

Strukturalne problemy gospodarcze, wynikające z braku inwestycji prywatnych, olbrzymiej szarej strefy i nieporadności fiskalnej państwa w zakresie reformowania wydatków budżetowych, potwierdzają niedostosowanie polskiej gospodarki do realizowania szybkiej ścieżki rozwoju gospodarczego. Dodatkowo takie sygnały, jak nacjonalizacja składek funduszy emerytalnych czy podwyżki podatków, potwierdzają zapóźnienia w zakresie reformowania państwa. Polscy przedsiębiorcy, a przede wszystkim pracownicy, którzy pracują najwięcej w Europie, oczekują innych sygnałów. Państwo powinno zatroszczyć się również o nich, a nie tylko skupiać się na konserwowaniu niesprawnego i patologicznego systemu redystrybucji dochodów.

W Polsce ten rok zaczynamy niezbyt optymistycznie: pragmatyzmem przedwyborczym i szukaniem pieniędzy w kieszeniach przyszłych emerytów. Oby końcówka roku bardziej skłaniała do optymizmu. Niewykrywane szanse mszczą się szybciej, niż niektórym się wydaje.

Nadchodzi ostatni rok dobrej koniunktury

W roku 2011 globalna gospodarka zapewne osiągnie szczyt dynamiki wzrostu w obecnym cyklu koniunkturalnym. O ile pierwsze półrocze powinno przynieść kontynuację pozytywnych tendencji, to latem może zacząć się spowolnienie gospodarcze. Dodatkowymi czynnikami ryzyka pozostają chiński rynek nieruchomości, kryzys w strefie euro oraz sytuacja na amerykańskim rynku długu.

Rozpoczęte wiosną 2009 roku ożywienie gospodarcze przerwało najcięższą recesję w powojennej historii świata. W ubiegłym roku poprawa koniunktury w wielu regionach nabrała trwałego charakteru, choć w gospodarkach rozwiniętych trudno mówić o nadzwyczajnej prosperity.

[czytaj dalej na stronie 2 >](#)

Spis treści

Nadchodzi ostatni rok dobrej koniunktury	2
Polską gospodarkę czeka ciężki rok	4
Rok rewolucji w bankach centralnych	6
A.D. 2010 w subiektywnym skrócie	6
Rekordowa koniunktura w Niemczech	7
Jesienno-zimowa przecena amerykańskich obligacji	7
Niezbędnik makroekonomiczny	8

Rekordowa koniunktura w Niemczech

W grudniu indeks IFO – mierzący nastroje wśród niemieckich menedżerów – osiągnął najwyższą wartość w historii, sygnalizując boom w największej gospodarce strefy euro. Ta dobra dla Polski wiadomość, jest to równocześnie ostrzeżeniem przed zbliżającym się końcem porecesyjnej prosperity.



Co miesiąc monachijski Institute for Economic Research przeprowadza ankietę wśród 7.000 przedsiębiorstw z przemysłu, budownictwa i handlu. Menedżerowie oceniają zarówno bieżącą, jak i przyszłą koniunkturę gospodarczą (w perspektywie 6 miesięcy) i na podstawie ich odpowiedzi sporządzane są indeksy nastrojów w niemieckim biznesie. To właśnie średnia ocena tych oczekiwań jest traktowana jako najlepszy wskaźnik wyprzedzający koniunkturę w Niemczech.

[czytaj dalej na stronie 4 >](#)

Nadchodzi ostatni rok dobrej koniunktury



Rozpoczęte wiosną 2009 roku ożywienie gospodarcze przerwało najcięższą recesję w powojennej historii świata. W ubiegłym roku poprawa koniunktury w wielu regionach nabrała trwałego charakteru, choć w gospodarkach rozwiniętych trudno mówić o nadzwyczajnej prosperity. Stany Zjednoczone rozwijały się w tempie 2,6%, co skutkowało utrzymaniem stopy bezrobocia blisko najwyższych poziomów od 30 lat. Poza Szwecją i Niemcami gospodarki Europy Zachodniej popadły w stagnację ze wzrostem gospodarczym nieprzekraczającym 2%. Bezrobocie w strefie euro przez cały rok utrzymało się na bardzo wysokim poziomie 10%. Jedynymi rozwiniętymi gospodarkami, które zakończyły rok w bardzo dobrej formie, były Szwajcaria i Australia.

Szybko rozwijała się za to Azja, napędzana przez rosnące w tempie 10,5% Chiny. Wzrost gospodarczy w drugim najludniejszym kraju świata – czyli Indiach – sięgnął 9,7%. Szybkie ożywienie po płytkiej recesji odnotowano także w Brazylii, Polsce i Korei. Kraje rozwijające się wyszły z kryzysu obronną ręką i potrafiły powrócić na ścieżkę wzrostu gospodarczego pomimo kłopotów w USA i Europie.

Optymistyczne prognozy ekonomistów

Według przeważającej większości ekspertów rok 2011 przyniesie utrwaleenie pozytywnych tendencji w globalnej gospodarce. Jednakże najnowsze (opublikowane w październiku) prognozy gospodarcze Międzynarodowego Fundu-

W roku 2011 globalna gospodarka zapewne osiągnie szczyt dynamiki wzrostu w obecnym cyklu koniunkturalnym. O ile pierwsze półrocze powinno przynieść kontynuację pozytywnych tendencji, to latem może zacząć się spowolnienie gospodarcze. Dodatkowymi czynnikami ryzyka pozostają chiński rynek nieruchomości, kryzys w strefie euro oraz sytuacja na amerykańskim rynku długu.

szu Walutowego zakładają **spowolnienie wzrostu gospodarczego** we wszystkich regionach globu.

Według MFW w 2011 roku tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych spadnie z 2,6% do 2,3%. Strefa euro pogrąży się w stagnacji z realną dynamiką PKB na poziomie 1,5%, tak samo spowolni gospodarka Japonii. Wolniejszy wzrost prognozowany jest nawet w Chinach, Indiach oraz Brazylii. Niemniej jednak prognozy zakładające globalny wzrost gospodarczy na poziomie 4,2% (wobec 4,8% w 2010 roku) przy utrzymaniu niemal rekordowo niskiej inflacji należy uznać za nadzwyczaj optymistyczne.

Te założenia prognozistów mają jednak swoje uzasadnienie. Wskaźniki optymizmu wśród menedżerów zarówno w krajach rozwiniętych, jak i w rozwijającej się Azji wciąż wskazują na wyraźny wzrost aktywności gospodarczej. Przykładowo: niemiecki indeks IFO znalazł się w grudniu na najwyższym poziomie w historii. Giełdowi analitycy spodziewają się dwucyfrowej dynamiki zysków w największych korporacjach, co sugerowałaby dalszą poprawę koniunktury. Na wysokim poziomie utrzymują się także nastroje chińskich konsumentów.

Światowa gospodarka dysponuje więc sporą „siłą rozpędu”, która może za-

gwarantować jeszcze jeden rok względnie dobrej koniunktury. Dodatkowo mechanizmom rynkowym „pomagają” amerykańscy politycy. Tandem Obama-Bernanke robi, co może, aby trzeci rok prezydentury tego pierwszego był pomyślny dla amerykańskiej gospodarki i wyborców. Dlatego prezydent Barack Obama o dwa lata przedłużył ulgi podatkowe zafundowane przez swego poprzednika i dołożył ekstra obniżkę podatku od płac o dwa punkty procentowe. W rezultacie w kieszeniach Amerykanów zostanie ok. 850 mld dolarów, które będą mogli przeznaczyć na konsumpcję i „patriotyczne pobudzanie” wzrostu gospodarczego. Równocześnie kierowana przez Ben Bernanke Rezerwa Federalna drukuje pieniądze, faktycznie finansując niedobór w kasie Białego Domu. Dzięki temu monetarno-fiskalnemu bodźcowi największa gospodarka świata ma szansę utrzymać dodatnią dynamikę, choć jednocześnie całkowity dług publiczny Stanów Zjednoczonych zapewne przekroczy pułap 100% w relacji do PKB.

Wątpliwości sceptyków i obawy pesymistów

Jednakże lista czynników ryzyka dla tego optymistycznego scenariusza jest niebezpiecznie długa. W 2011 roku najpoważniejszym zagrożeniem dla global-

czytaj dalej na stronie 3 ▶

Prognozy gospodarcze na 2011 rok

Kraj	Zmiana PKB	Bezrobocie	Inflacja
USA	2,3%	9,6%	1,0%
Strefa euro	1,5%	10,0%	1,5%
Wlk. Brytania	2,0%	7,4%	2,5%
Chiny	9,6%	4,0%	2,7%
Japonia	1,5%	5,0%	-0,3%
Brazylia	4,1%	7,5%	4,6%
Świat	4,2%	b.d.	3,2%

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

nej gospodarki jest dojrzewająca do pęknięcia **bańka spekulacyjna na chińskim rynku nieruchomości**. Wobec bardzo wysokiej inflacji (nieoficjalnie ok. 10%) zaostrenie polityki przez Ludowy Bank Chin wydaje się przesądzone. Podwyżki stóp procentowych z dużym prawdopodobieństwem doprowadzą do krachu na rynku nieruchomości i zapaści w budownictwie. W gruzach legnie cały chiński boom inwestycyjny, który od dwóch lat bazuje jedynie na tanim i łatwo dostępnym kredycie. Kryzys w Państwie Środka mocno uderzyłby w europejskich eksporterów oraz kraje surowcowe, takie jak Australia, Kanada czy RPA. Niemniej jednak pierwsza połowa roku powinna przynieść kontynuację chińskiej ekspansji gospodarczej.

Drugim istotnym zagrożeniem jest kryzys wypłacalności państw strefy euro. Zapewne już w styczniu po unijną pomoc zgłosi się Portugalia, a wówczas rozpocznie się walka o wiarygodność Hiszpanii. Jeśli europejskie rządy poniosą klęskę na Półwyspie Iberyjskim, to czeka nas pierwsza w dziejach strefy euro **restrukturyzacja długu publicznego**. To zaś wiązałoby się ze stratami w europejskich bankach idącymi w dziesiątkach miliardów euro, zapaścią wspólnotowej waluty i możliwością rozpadu unii monetarnej. W drugiej połowie roku rynki mogą też przetestować wypłacalność państw z samego jądra UE: Włoch, Belgii, a może nawet Francji. Wszystkie te kraje cechują fatalne współczynniki fiskalne (wysoki dług publiczny i uporczywie duże niedobory w kasie państwa), sztywne rynki pracy oraz rosnące koszty starzejących się społeczeństw.

Niekorzystnym czynnikiem wpływającym na tempo wzrostu gospodarczego mogą się okazać szybko drożejące surowce. Ropa kosztująca niemal sto dolarów za baryłkę już raz (w 2008 r.) przyczyniła się do rozpoczęcia recesji w krajach Zachodu.

du. Z kolei szybko drożejące surowce rolne będą drenać portfele obywateli biedniejszych krajów globu, prowadząc od wybuchu inflacji i niepokojów społecznych.

Ponieważ hossa na rynku surowcowym jest wynikiem nadmiernie ekspansywnej polityki największych banków centralnych, to wywołana w ten sposób inflacja będzie niezmiernie trudna do zduszenia przez władze monetarne. Poddany

„Zapewne już w styczniu po unijną pomoc zgłosi się Portugalia, a wówczas rozpocznie się walka o wiarygodność Hiszpanii. Jeśli europejskie rządy poniosą klęskę na Półwyspie Iberyjskim, to czeka nas pierwsza w dziejach strefy euro restrukturyzacja długu publicznego. To zaś wiązałoby się ze stratami w europejskich bankach idącymi w dziesiątkach miliardów euro, zapaścią wspólnotowej waluty i możliwością rozpadu unii monetarnej. W drugiej połowie roku rynki mogą też przetestować wypłacalność państw z samego jądra UE: Włoch, Belgii, a może nawet Francji. Wszystkie te kraje cechują fatalne współczynniki fiskalne (wysoki dług publiczny i uporczywie duże niedobory w kasie państwa), sztywne rynki pracy oraz rosnące koszty starzejących się społeczeństw.”

presji Białego Domu Fed oraz sparaliżowany kryzysem w strefie euro EBC zapewne utrzymają rekordowo niskie stopy procentowe przynajmniej do końca 2011 roku. To zaś oznacza wzrost cen surowców oraz wyższą inflację nawet w obliczu słabszego wzrostu gospodarczego.

Co więcej, rosnące rynkowe stopy procentowe mogą skłonić obecne kierownictwo Rezerwy Federalnej do przeprowadzenia **trzeciej rundy ilościowego poluzowania polityki pieniężnej**. Fed zwiększy więc dodruk dolarów, osłabiając „zielonego” i potęgując wzrost cen surowców (oraz inflacji). To będzie oznaczało **eskalację wojen walutowych** – niektóre rządy będą skłonne „odwdziżyć się” Amerykanom restrykcjami handlowymi w postaci podwyżek cel oraz narzuceniu barier pozataryfowych. Globalna wojna celna jest najgorszym scenariuszem, jaki

można sobie wyobrazić, lecz niestety pozostaje realną alternatywą na 2011 rok.

Rok nietypowych zjawisk gospodarczych

Rozpoczęty wiosną 2009 roku cykl koniunkturalny jest nietypowy i został sztucznie wywołany przez rządy i banki centralne. W związku z tym jego przebieg również będzie odbiegał od historycznych standardów, co każe przyjąć zupełnie odmienną strategię inwestycyjną.

Na świecie **narasta nierównowaga handlowa i finansowa**, która prędzej czy później kończy się recesją, będącą naturalnym mechanizmem przywracania rynkowej równowagi pomiędzy popytem a podażą. Proces ten może się rozpocząć już w drugiej połowie roku, co grozi silnymi perturbacjami w gospodarce oraz na rynkach finansowych.

Przyszłość zapewne znów udowodni, że drukowanie pieniądza nie prowadzi do bogactwa. Inaczej najbogatszym krajem na Ziemi byłoby Zimbabwe. Polityka Fed-u i EBC raczej nie przyczyni się też do redukcji **wysokiego bezrobocia**, które będzie skutecznie osłabiało pro wzrostowe tendencje w krajach rozwiniętych.

Krzysztof Kolany,
Analityk Bankier.pl

Strategia inwestycyjna na 2011 rok

Na progu 2011 roku indywidualny inwestor przede wszystkim powinien pozbyć się wszystkich papierów dłużnych przynoszących dochód według stałej stopy procentowej. Ucieczka od papierów skarbowych i lokat bankowych w świetle przyspieszającej inflacji i rosnących stóp procentowych będzie po prostu elementem polityki ochrony kapitału. Należałoby też pomyśleć o realizacji zysków na rynku akcji, choć pierwsze dwa kwartały powinny być jeszcze pomyślne dla giełdowych indeksów. Wykorzystywanie głębokich korekt do wejścia w akcje może się okazać strategią bardzo opłacalną, choć równocześnie szalenie ryzykowną. Mimo czającej się za rogiem recesji powinien to być też dobry rok dla surowców przemysłowych. Według specjalistów ankietowanych przez agencję Bloomberga na nadzwyczajne zyski mogą liczyć posiadacze srebra, cyny i palladu. Eksperci z Goldman Sachs do tej listy dodają ropę, miedź, bawełnę, soję i platynę.

Polską gospodarkę czeka ciężki rok



Polska wchodzi w drugą dekadę XXI wieku z olbrzymimi oczekiwaniami. Utrzymanie wzrostu gospodarczego mimo kryzysowej zawieruchy jest sukcesem, rozbudzającym apetyt na więcej. Gospodarce może jednak zaszkodzić pogarszająca się kondycja finansów publicznych.

Podczas światowej zawieruchy Polska zdołała uniknąć spadku produktu krajowego brutto. Ten niewątpliwý sukces został potwierdzony niemalże najwyższym tempem wzrostu w Unii Europejskiej od rozpoczęcia pokryzysowego ożywienia. Polska weszła w kolejne dziesięciolecie jako kraj stabilny gospodarczo, lecz niepozbawiony własnych problemów. Rozpoczęty właśnie rok będzie niezwykle ważny dla polskiej gospodarki.

Finanse publiczne w centrum uwagi

Sytuacja państwowych finansów jest odległa od zadowalającej. Chociaż statystyki długu publicznego nie są tak złe jak w innych krajach Unii Europejskiej, to rząd powinien mieć się na baczności. Irlandia również nie wypadła kiepsko na tle krajów strefy euro. Jeszcze w 2007 roku dług publiczny Zielonej Wypsy wynosił zaledwie 25 proc. produktu krajowego brutto. Pęknięcie bańki na rynku nieruchomości wystarczyło, aby w ciągu niespełna czterech lat pogрузić system bankowy i doprowadzić do bankructwa państwa.

Polski rząd ma świadomość zagrożenia. Z tego powodu podniósł podatki pośrednie i znacjonalizował składki do Otwartych Funduszy Emerytalnych. Jednakże te kroki nie tylko nie przyniosą ulgi polskiemu budżetowi, lecz przyczynią się do ograniczenia wpływów do państwowej kasy. Podniesienie obciążeń podatkowych zwykle spycha część transakcji do szarej strefy. Konsumenci zmuszeni do płacenia większych danin ograniczają konsumpcję i mniej oszczędzają, co źle wpływa na wzrost gospodarczy. Zmniejszenie

ilości pieniędzy, jakimi dysponują OFE, wpłynie negatywnie na postawę Giełdy Papierów Wartościowych. Część inwestorów, zniechęcona niższymi wycenami spółek, zmniejszy zaangażowanie na warszawskim parkiecie, co przyczyni się do spadku transferu kapitału do polskich firm. W ten sposób ogólna wielkość oszczędności i inwestycji w naszym kraju ulegnie znacznej redukcji. Strumień pieniędzy zamiast do przedsiębiorstw powędruje do emerytów, czyli zostanie po prostu skonsumowany.

Rząd ma też społeczeństwo wyższą pensją minimalną. Można się domyślać, że planuje w ten sposób zapewnić dodatkowe wpływy do budżetu. Zamiast tego powinien jednak zredukować wielkość „klinu podatkowego”, czyli różnicę między parapodatkowymi kosztami zatrudnienia pracownika a jego wynagrodzeniem netto. Wzrost wynagrodzenia brutto oznacza bowiem konieczność zapłacenia wyższych podatków i składek z tego tytułu. Polskie władze nie liczą się z ewentualnym ograniczeniem zatrudnienia jako konsekwencją pogłębienia shtywności polskiego rynku pracy.

Posunięcia rządu z końca minionego roku charakteryzuje rażąca krótkowzroczność. Władze, przygotowując się do kolejnych wyborów, nie są skłonne do podjęcia rzeczywistego wysiłku reformatorskiego. Brak redukcji wydatków, wzrost obciążeń podatkowych oraz konsumpcja oszczędności w przyszłości negatywnie wpłyną na dochody budżetu. Pierwsze konsekwencje błędnych posunięć budżet odczuje już w tym roku.

Inflacja i stopy procentowe

Inflacja w Polsce, rosnąc do blisko trzech procent, osiągnęła niepokojący poziom. Gdyby tempo wzrostu cen utrzymywało się, oznaczałoby to podwojenie cen co każde dwadzieścia lat. W ten sposób niweczy się wysiłki ludzi, którzy oszczędzają z myślą o zabezpieczeniu emerytalnym. W świetle reformy systemu emerytalnego i ostatnich posunięć polskich władz rząd – w trosce o przyszłych emerytów – powinien przykładąć większą wagę do ograniczenia wzrostu cen. Najlepszą drogą w tym kierunku jest redukcja długu publicznego.

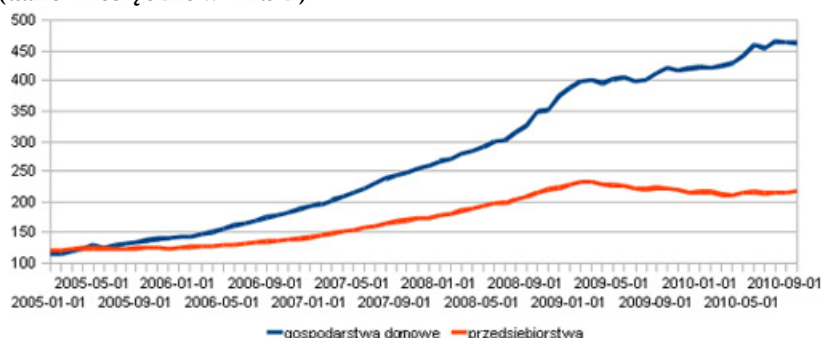
Jednakże nic nie wskazuje na to, aby tempo wzrostu cen zostało zahamowane. Podaż pieniądza w Polsce rośnie w tempie około 10 proc. rocznie. W dodatku światowe banki centralne, na czele z Rezerwą Federalną, prowadzą skrajnie luźną politykę monetarną. Skutkuje to znacznym wzrostem cen surowców przemysłowych i płodów rolnych. Narastająca presja kosztowa zmusi przedsiębiorstwa do podniesienia cen produktów lub zakończenia działalności. Ponadto polskie firmy ponadto będą zmagaly się z wyższymi stawkami podatku VAT oraz podwyższoną pensją minimalną.

Zapewne w pierwszej połowie roku inflacja zmusi Radę Polityki Pieniężnej do podniesienia stóp procentowych. O nieuchronnie zbliżającej się podwyżce ceny pieniądza mówiła pod koniec ubiegłego roku Zyta Gilowska. W ocenie byłej minister finansów era niskich stóp procentowych w naszym kraju kończy się. Wzrost ceny pieniądza w głównej mierze uderzy w gospodarstwa domowe, finansujące zakupy nieruchomości kredytem hipotecznym. Ze względu na wzrost obciążenia z tytułu rat kredytowych decyzja RPP doprowadzi do ograniczenia konsumpcji w kraju, a tym samym osłabi najważniejszy czynnik odpowiadający na wzrost produktu krajowego brutto. Jednocześnie z rynku nieruchomości zostaną odstraszeni potencjalni nabywcy, którzy nie będą mogli pozwolić sobie na zakup nieruchomości przy stosunkowo wysokiej stopie procentowej.

Przedsiębiorstwa unikają zadłużenia

Gospodarstwa domowe chętnie zaciągają nowe kredyty. Największy udział w zadłużeniu mają kredyty hipoteczne. Według raportu AMRON-SARFiN, w trzecim kwartale 2010 roku ich wartość sięgnęła 247,5 mld złotych, co stanowi

Zadłużenie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w latach 2005-2010 (dane miesięczne w mld zł)



Źródło: Narodowy Bank Polski

czytaj dalej na stronie 5 ►

wi ponad 62 proc. całkowitego zadłużenia. Taka sytuacja koresponduje z trendem obserwowanym w branży nieruchomości, która po przejściowym spowolnieniu rozwija się w wysokim tempie. Obecny trend powinien zostać utrzymany do czasu znaczącego podwyższenia stóp procentowych.

Natomiast od połowy 2009 roku swojego zadłużenia nie zwiększają przedsiębiorstwa. Firmy nie były skłonne inwestować. Dopiero w trzecim kwartale 2010 roku nakłady na wyposażenie kapitałowe odzyskały dodatnią dynamikę. Jednocześnie ogólne zadłużenie przedsiębiorstw nie wzrosło, co oznacza, że inwestycje są w przeważającej części finansowane z zatrzymanego zysku lub z kapitału pozyskanego w innej formie niż kredyt. Inwestycje prowadzone w ten sposób charakteryzuje większa stabilność od inwestycji finansowanych ekspansją kredytową. Z tego powodu polskie przedsiębiorstwa nie odczują dotkliwego wzrostu obciążenia z powodu przewidywanej podwyżki stóp procentowych. Nie dotyczy to jednak firm działających w sektorze nieruchomości i budownictwa mieszkaniowego, finansowanych kredytem pochodzącym od gospodarstw domowych.

Branża budowlana obawia się najgorszego

Perspektywy szeroko pojętego sektora budowlanego nie są obiecujące. Ze względu na coraz gorszą sytuację budżetu rząd szuka głębszych oszczędności. Koniec roku przyniósł informację o rezygnacji planów z budowy około tysiąca kilometrów autostrad i dróg ekspresowych. Brak zleceń w ramach inwestycji drogowych i infrastrukturalnych będzie ciosem dla wielu firm budowlanych. Część przedsiębiorstw poczyniła inwestycje w celu przygotowania się do kolejnych przetargów. Teraz okazuje się, że te wydatki były bezcelowe.

Kolejnym zmartwieniem przedsiębiorstw budowlanych jest nieuchronnie zbliżający się koniec przygotowań do Euro 2012. Zakończenie budowy stadionów jest planowane na pierwszą połowę roku. Firmy kończące pracę na arenach piłkarskich będą potrzebować nowych zleceń, aby zagwarantować zatrudnienie pracownikom oraz kontynuować działalność. Jednakże w związku z drastycznym ograniczeniem wydatków rządowych na infrastrukturę przedsiębiorstwa będą miały trudności ze znalezieniem nowego zajęcia. Według raportu KPMG, 37 proc. firm ma mniej zamówień niż w minionym roku. W dodatku wiele firm doświadcza spadku rentowności inwestycji, a niektóre akceptują ujemne marże tylko po to, aby kontynuować działalność.

Równie niepokojąco wygląda sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Kolejne rekomendacje Komisji Nadzoru Finansowego zmuszają banki do większej ostrożności przy udzielaniu kredytów hipotecznych. W dodatku rząd wprowadził modyfikacje programu „Rodzina na swoim”, ograniczające dostęp do dotacji. W konsekwencji można spodziewać się spadku liczby udzielanych kredytów oraz mniejszego popytu na rynku. Niższe ceny domów dodatkowo zmniejszą atrakcyjność inwestycji w branży i przyczynią się do stłumienia ożywienia w branży.

Poziom bezrobocie powinien być stabilny

Wysokie tempo wzrostu polskiej gospodarki zostanie osłabione w konsekwencji posunięć rządu. Nowe podatki, skosmowanie znaczących oszczędności z OFE oraz wzrost pensji minimalnej będą szkodliwe dla ożywienia. Jednak nie należy spodziewać się znacznego wzrostu poziomu bezrobocia.

W nadchodzących kwartałach będzie można obserwować zmianę struktury zatrudnienia w naszym kraju. Ze względu na osłabienie ożywienia w branży budowlanej należy tu oczekiwać redukcji etatów. Zatrudnienie w budownictwie rosło nieustannie od początku 2007 roku, odzwierciedlając dynamiczną ekspansję branży. W sektorze budowlanym i obsłudze rynku nieruchomości pracuje ponad pół miliona ludzi. W momencie znacznego pogorszenia koniunktury pracownicy firm budowlanych zostaną pozbawieni zatrudnienia, co uderzy w podstawę wzrostu polskiego produktu krajowego brutto, czyli konsumpcję. Ze względu na nienajlepsze perspektywy polskiej branży budowlanej przyszłość pracowników zatrudnionych w tych sektorach jest najbardziej zagrożona.

Jednocześnie branża przemysłowa będzie generować nowe miejsca pracy. Jest to związane z umocnieniem ożywienia w Niemczech. Najwięcej miejsc pracy po-

winny zatem tworzyć przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją na potrzeby naszych zachodnich sąsiadów. Spore znaczenie będzie miało otwarcie rynku pracy w Austrii i Niemczech. Polscy pracownicy charakteryzują się dużą mobilnością i są skłonni poszukiwać pracy za granicą. Złagodzi to negatywne napięcia związane z redukcją zatrudnienia w budownictwie i pozwoli na utrzymanie stopy bezrobocia na stosunkowo stabilnym poziomie.

Polską gospodarkę czeka ciężki rok

Głównym zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego są posunięcia rządu, które w dłuższej perspektywie będą osłabiać wzrost gospodarczy. Duża niepewność wiąże się z kondycją polskiego budownictwa i rynku mieszkaniowego. Z jednej strony rząd zmniejszy zapotrzebowanie na usługi przedsiębiorstw budowlanych, z drugiej zaś spodziewana podwyżka stóp procentowych oraz zmiana warunków programu „Rodzina na swoim” osłabią popyt na nieruchomości. Przedsiębiorstwa z branży budowlanej będą miały trudności ze znajdowaniem nowych zleceń i zostaną zmuszone do redukcji zatrudnienia.

Z kolei wzrost gospodarczy będzie wspierany przez przedsiębiorstwa przemysłowe produkujące na potrzeby zagranicy. Nadzieje na utrzymanie wzrostu gospodarczego w dłuższej perspektywie daje fakt, że firmy nie zwiększają swojego zadłużenia. Dlatego są odporne na ryzyko związane z radykalnym wzrostem kosztu obsługi zadłużenia.

Polska w nowym roku utrzyma stosunkowo wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Jednak będzie ono wciąż utrzymywać niepożądaną strukturę. Wzrost będzie w głównej mierze napędzany przez konsumpcję oraz wydatki rządowe. Taka struktura wzrostu nie zmniejsza jednak dystansu, jaki dzieli nasz kraj od najbardziej zaawansowanych gospodarek świata.

Piotr Lonczak, analityk Bankier.pl

Przeciętne zatrudnienie w budownictwie w latach 2007-2010 (dane kwartalne w tysiącach)



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Rok rewolucji w bankach centralnych

W roku 2010 największe banki centralne świata weszły na ścieżkę wojen walutowych, podejmując decyzje, które zszokowały wielu ekonomistów. Nadchodzący rok przyniesie zapewne nowe niespodzianki i kolejne niestandardowe metody „walki z kryzysem”.

Przez dekady bankowość centralna charakteryzowała się spokojem, umiarem i skrajną wręcz przewidywalnością. Czasy te skończyły się w 2007 roku, gdy rozpoczął się największy od 70 lat kryzys finansowy. Trzy lata później władze papierowego pieniądza pozbyli się ostatnich skrupułów i podjęli desperackie kroki mające na celu uratowanie systemu finansowego w jego obecnym kształcie.

Rok temu większość ekonomistów spodziewała się, że Rezerwa Federalna zacznie normalizować politykę pieniężną, kończąc rozpoczętą w grudniu '08 erę zerowych stóp procentowych. Jednak Fed zamiast podwyższać stopy postanowił „zastymulować” gospodarkę dodrukiem pustego pieniądza, skupując obligacje skarbowe za 600 mld USD. Gdy 10 lat temu Andrzej

Lepper sugerował podobną kurację Narodowemu Bankowi Polskiemu, został uznany za szaleńca i ekonomicznego troglodytę. Prowadzący taką właśnie politykę Ben Bernanke jest zaś wychwalany jako zbawca „rynków finansowych”.

Jeszcze większy szok przeżyli Europejczycy, gdy w maju Europejski Bank Centralny zaczął drukować euro potrzebne na skup obligacji Grecji, Włoch, Hiszpanii, Portugalii oraz Irlandii. Formalnie niezależny od polityków EBC zaczął monetizować dług państw PIIGS, na co do końca roku wydał 73,5 mld euro, faktycznie dodrukowując jednak „tylko” 12,7 mld EUR.

Sporym zaskoczeniem były też nieskuteczne interwencje walutowe Szwajcarskiego Banku Narodowego, który przez dziewięć miesięcy usiłował przeciwstawić się aprecjacji franka. Pod wpływem rosnących strat SNB musiał skapitulować, w wyniku czego frank osiągnął rekordowe notowania względem euro i dolara. Na otwartą ingerencję w rynek walutowy pokusił się także Bank Japonii. Tu również klęska była całkowita, a kurs USD/

JPY wbrew intencjom władz spadł do najniższego poziomu od 15 lat.

Nauczeni tym doświadczeniem, w rok 2011 wchodzimy z większą pokorą. Wszyscy wiedzą, że zerowe stopy procentowe w USA, Europie i Japonii nie mogą trwać wiecznie. Z drugiej strony mało kto obstawia w tym roku jakąkolwiek podwyżkę ceny pieniądza w gospodarkach Triady. Ta paradoksalna sytuacja niestety nieuchronnie przybliży nas do kolejnego kryzysu, którego obecny system może już nie przetrwać.

W coraz bardziej nieprzewidywalnym świecie finansów jedno wydaje się pewne: rok 2011 przyniesie kolejne niespodzianki. Jedną z nich może być trzecia runda poluzowania monetarnego w USA (tzw. QE3 – od angielskiego sformułowania quantitative easing) lub zwiększenie skali skupu obligacji rządowych przez Europejski Bank Centralny. Choć niespodzianki te zapewne zostaną przyjęte z ulgą na rynkach finansowych, to w dłuższej perspektywie doprowadzą do zubożenia posiadaczy euro i dolarów poprzez znacznie wyższą inflację.

A.D. 2010 w subiektywnym skrócie

Ostatnie 12 miesięcy obfitowało w wydarzenia, które mają szansę zapisać się w annałach historii. Symbolem tego roku było faktyczne **bankructwo Grecji**, która przez ostatnią dekadę zadłużała się na potęgę, fałszując przy tym oficjalne statystyki i przy pomocy nowojorskiego banku Goldman Sachs oszukując inwestorów. Gdy w kwietniu stało się jasne, że ci ostatni nie pożyczą już Atenom nawet złamanego eurocenta, do gry musiał wejść Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz rządy strefy euro. Te ostatnie zabrały swoim podatnikom 110 mld euro, pożyczając te pieniądze rozrzutnym i nieodpowiedzialnym Grekom. Ateny dostały kuratora z MFW, który wymusił pierwsze we współczesnych dziejach Hellady oszczędności budżetowe, co spotkało się z ostrą reakcją ateńskiej ulicy. Przykład Grecji zachwiał zaufaniem do euro, postrzeganego wcześniej jako druga waluta rezerwowa świata.

Podobny cios dolarowi zadała jednak sama Rezerwa Federalna, która w listopadzie rozpoczęła drugą runę „ilościowego poluzowania polityki monetarnej”. Ten eufemizm ukuto, aby nie epatować inwestorów brutalną rzeczywistością – bowiem QE w swej istocie sprowadza się

do **drukowania pieniędzy, za które Fed kupuje długi Białego Domu**. Amerykański bank centralny w ciągu ośmiu miesięcy zwiększył bazę monetarną Stanów Zjednoczonych o 30%, co jest bezprecedensowym eksperymentem prowadzonym na żywym organizmie największej gospodarki świata. Ale jak od lat mawiają Amerykanie: „nasz dolar, wasz problem”.

Zawirowania w sferze monetarnej nie mogły pozostać bez wpływu na sytuację na rynkach finansowych. Najbardziej dramatycznym momentem roku był tzw. flash crash (nagły krach) na nowojorskich giełdach. **6 maja w pięć minut Dow Jones spadł o 9,2%**, wprawiając w osłupienie maklerów i inwestorów. Ludzie zamarli, a handel przeszedł w ręce komputerów, które samodzielnie rozpoczęły realizację awaryjnych zleceń sprzedaży akcji. Choć ceny akcji odbiły się w ciągu kwadransa, to majowy krach uświadomił nam ryzyko związane z automatycznymi systemami inwestycyjnymi i niewystarczającymi zabezpieczeniami giełdowych systemów transakcyjnych.

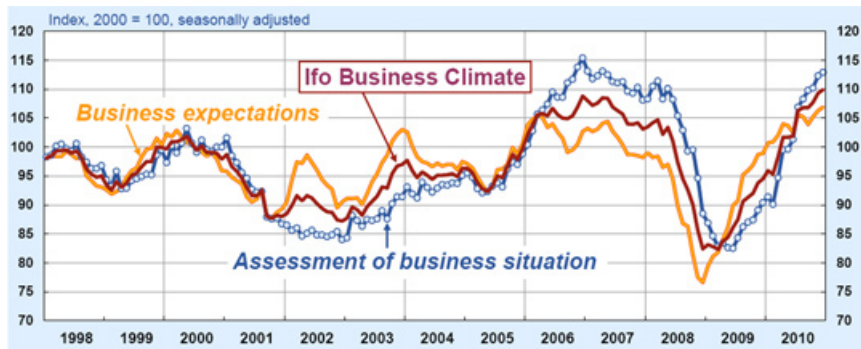
W 2010 roku na rynkach finansowych działały się także rzeczy mniej spektakularne, lecz nawet bardziej istotne. Skraj-

nie ekspansywna polityka największych banków centralnych zapewne prędzej czy później doprowadzi do niekontrolowanego skoku inflacji, za którym równie szybko podążą rynkowe stopy procentowe. To zaś oznaczałoby dramatyczną przecenę obligacji przynoszących stały dochód. Tak więc w październiku 2010 mogliśmy mieć do czynienia z końcem trwającej 30 lat hossy na amerykańskim rynku papierów skarbowych.

Drugim bohaterem minionego roku było złoto, którego ceny kolejny raz poprawiły nominalne rekordy wszech czasów. Na tym tle ogromnego znaczenia nabiera wypowiedź Roberta Zoellicka. **Prezes Banku Światowego w oficjalnym wywiadzie przyznał, że rozwiązaniem obecnego kryzysu byłoby powiązanie systemu walutowego ze złotem**. To pierwsza wypowiedź tak poważnego przedstawiciela władz, który optowałby za pewną formą przywrócenia **standardu złota**. Bowiem do tej pory żółty metal był pogardzany przez polityków, którzy wzorem J.M. Keynesa nazywali go „barbarzyńskim reliktem”. W drugiej dekadzie XXI wieku barbarzyński reliket najwyraźniej wraca na tron.

Rekordowa koniunktura w Niemczech

Źródło: IFO



W grudniu indeks IFO – mierzący nastroje wśród niemieckich menedżerów – osiągnął najwyższą wartość w historii, sygnalizując boom w największej gospodarce strefy euro. Ta dobra dla Polski wiadomość, jest to równocześnie ostrzeżeniem przed zbliżającym się końcem recesyjnej prosperity.

Co miesiąc monachijski Institute for Economic Research przeprowadza ankietę wśród 7.000 przedsiębiorstw z przemysłu, budownictwa i handlu. Menedżerowie oceniają zarówno bieżącą, jak i przyszłą koniunkturę gospodarczą (w perspekty-

wie 6 miesięcy) i na podstawie ich odpowiedzi sporządzane są indeksy nastrojów w niemieckim biznesie. To właśnie średnia ocena tych oczekiwań jest traktowana jako najlepszy wskaźnik wyprzedzający koniunkturę w Niemczech.

W grudniu indeks oczekiwań niemieckich menedżerów (żółta linia) znalazł się na rekordowym poziomie 106,9 pkt. i był o 0,6 pkt. wyższy niż miesiąc wcześniej, zaskakując tym samym analityków spodziewających się niewielkiego spadku. Równocześnie wskaźnik oceny bieżącej sytuacji gospodarczej przyjął na-

wyższą wartość od 2006 roku, czyli szczytu poprzedniego cyklu koniunkturalnego.

To oznacza, że gospodarka największego odbiorcy polskiego eksportu wciąż ma się bardzo dobrze i w 2011 rok wchodzi z wielkim optymizmem. Niemcom sprzyja silny popyt na ich towary w Chinach, a dodatkowym wsparciem dla eksporterów zza Odry jest słabe euro poprawiające konkurencyjność niemieckich towarów. To zaś prowadzi do silnego wzrostu PKB i spadku stopy bezrobocia, jakim nie może się pochwalić żadna inna gospodarka ze strefy euro.

Niemniej jednak szczytowe wskazania wskaźników wyprzedzających koniunkturę zarazem ostrzegają, że znaleźliśmy się w okresie najsilniejszego wzrostu gospodarczego. W następnych kwartałach dynamika wzrostu niemieckiej gospodarki najprawdopodobniej będzie już znacznie słabsza, choć wciąż wyraźnie dodatnia. Prognozy MFW zakładają, że w całym 2011 roku gospodarka Niemiec urośnie o 2% wobec 3,3% rok wcześniej.

Krzysztof Kolany, Bankier.pl

Jesienno-zimowa przecena amerykańskich obligacji

Ostatnie tygodnie 2010 roku przyniosły istne tąpnięcie na amerykańskim rynku długu, na którym inwestorzy ustalają długoterminowe stopy procentowe, wyznaczające cenę kredytu w największej gospodarce świata. To wydarzenie mogło zakończyć 30-letnią hossę na rynku amerykańskich papierów skarbowych.

Rynek obligacji często przyrównywany jest do wielkiego lodowca: magazynuje biliony dolarów kapitału i porusza się z minimalną prędkością – zmiany rzędu procenta miesięcznie należą tu do rzadkości. Tymczasem tylko w grudniu rentowność amerykańskich obligacji 10-letnich podskoczyła o 50 punktów bazowych, czyli o pół punktu procentowego, co dla ich posiadaczy oznaczało stratę 1,8% zainwestowanego kapitału.

W grudniu rentowność amerykańskich obligacji 10-letnich sięgnęła 3,4% i była najwyższa od czerwca, lecz wciąż niższa niż 4% osiągnięte w kwietniu. Niemniej jednak cały czwarty kwartał przyniósł silną przecenę (czyli wzrost rentowności) tych papierów. Ich dochodowość wzrosła z zaledwie 2,5% w październiku do 3,30% na koniec roku, co oznacza wzrost aż o 32%. O tyle właśnie zwiększyły się długoterminowe rynkowe stopy



Źródło: bizzone.pl

procentowe w USA, mające bezpośrednie przełożenie np. na oprocentowanie kredytów hipotecznych.

Paradoksalnie do wzrostu rentowności doszło wbrew działaniom Rezerwy Federalnej, która w listopadzie rozpoczęła skup obligacji mający na celu (przynajmniej oficjalnie) obniżenie rynkowych stóp procentowych, co miało pobudzić aktywność gospodarczą. Inwestorzy jednak wyprzedzili ruch Fed-u i skupili obligacje (windując ceny), które teraz z zyskiem odsprzedają bankowi centralnemu. Oznaczałoby to fiasko polityki Bena Bernanke, który niezrażony tym faktem już zapowiedział możliwość zwiększenia skali interwencji na rynku.

Optymiści twierdzą, że taniejące obligacje to wyraz zaufania inwestorów do gospodarki USA i potwierdzenie oczekiwań na poprawę koniunktury. Sceptycy widzą w tym fakcie tylko strach przed inflacją wywołaną dodrukiem pustego pieniądza przez Fed. Niezależnie od przyczyn posiadacze amerykańskich Treasuries ponoszą straty, a rynkowe stopy procentowe wbrew intencjom władz idą w górę, negatywnie wpływając na koszty kredytu dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Krzysztof Kolany,
Bankier.pl

Niezbędnik makroekonomiczny

Gospodarka polska

Wskaźniki	Okres	Wartość
Bilans obrotów bieżących	X 2010	-1155 mln €
Inflacja m/m	XI 2010	0,1%
Inflacja r/r	XI 2010	2,7%
Stopa bezrobocia	XI 2010	11,7%
Produkcja przemysłowa r/r	XI 2010	10,1%
PKB r/r	Q3 2010	4,7%
Sprzedaż detaliczna r/r	XI 2010	8,3%
Przeciętne wynagrodzenie	XI 2010	3525,67 zł
Pengab	XI 2010	29,5 pkt.
PMI dla przemysłu	XII 2010	56,3 pkt.

Strefa euro

Wskaźniki	Okres	Wartość
Inflacja r/r	XII 2010	2,2%
Produkt Krajowy Brutto r/r	Q3 2010	1,9%
Produkcja przemysłowa r/r	VII 2010	7,3%
PMI przemysł	XII 2010	57,1 pkt.
PMI usługi	XII 2010	54,2 pkt.
Sprzedaż detaliczna r/r	X 2010	1,8%
Stopa bezrobocia	X 2010	10,1%

Gospodarka amerykańska

Wskaźniki	Okres	Wartość
Indeks zaufania konsumentów	XII 2010	52,5 pkt.
Inflacja r/r	XI 2010	1,2%
Produkt Krajowy Brutto	Q3 2010	2,5%
Produkcja przemysłowa r/r	XI 2010	5,4%
Sprzedaż detaliczna r/r	XI 2010	7,7%
ISM przemysł	XII 2010	57,0 pkt.
ISM usługi	XII 2010	57,1 pkt.
Sprzedaż nowych domów	XI 2010	290 tys.
Stopa bezrobocia	XI 2010	9,8%

Podstawowe stopy procentowe

Kraj	Stopa procentowa	Ostatnia zmiana pb.	Data ostatniej zmiany
Strefa euro	1,00	-25	07 V 2009
Stany Zjednoczone	0,00-0,25	-75	18 XII 2008
Japonia	0,00-0,10	-10	5 X 2010
Chiny	5,81	+25	25 XII 2010
Szwajcaria	0,25	-25	12 III 2009
Wielka Brytania	0,50	-50	05 III 2009
Polska	3,50	-25	24 VI 2009
Australia	4,75	+25	03 XI 2010
RPA	5,50	-50	19 XI 2010

Źródło: <http://www.bankier.pl/inwestowanie/>

Biuletyn Gospodarczy Bankier.pl przygotowuje:

zespół Działu Analiz pod kierownictwem **dra Bogusława Półtoraka**, Głównego Ekonomisty Bankier.pl, w składzie: Krzysztof Kolany, Natalia Galińska, Wojciech Boczoń, Jarosław Ryba, Marcin Dziadkowiak.

Uwagi i zapytania prosimy kierować pod adres:

analizy@bankier.pl.

Kontakt dla mediów:

Bogusław Półtorak tel. 0608 007 611, Krzysztof Kolany tel. 0697 660 684.

Informacji nt. warunków reklamy udziela:

Mariusz Kostowski, reklama@bankier.pl, tel: +48 (22) 630 82 44.

Zastrzeżenie:

Opinie wyrażane w Biuletynie Bankier.pl mogą być traktowane wyłącznie informacyjnie. Treści publikowane w Biuletynie Bankier.pl nie stanowią jakiegokolwiek formy rekomendacji w zakresie podejmowania decyzji finansowych przez czytelnika. Bankier.pl S.A. i autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za ewentualne skutki decyzji podejmowanych na podstawie informacji publikowanych w Biuletynie Gospodarczym Bankier.pl.