

**BRE BANK SA**NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW

MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Grudzień 2006, Nr 66 (7)**SPIS TREŚCI**

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Sekcja specjalna	s. 3
Gospodarka polska	s. 6
Polityka monetarna	s. 8
Polityka fiskalna	s. 11
Otoczenie zewnętrzne	s. 14
Euromonitor	s. 18
Na rynku	s. 20
Kalendarz	s. 21

WIESŁAW SZCZUKA
główny ekonomista
tel. (22) 829 15 39
wieslaw.szczuka@brebank.pl

JACEK KOTŁOWSKI
analityk
tel. (22) 829 01 83
jacek.kotlowski@brebank.pl

ERNEST PYTLARZYK
analityk
tel. (22) 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

ARTUR ULBRICH
analityk
tel. (22) 829 12 07
artur.ulbrich@brebank.pl

- Przy pewnej mobilizacji Polska mogłaby przyjąć euro już w 2010 roku, a bez większego wysiłku o rok później. Wymagałoby to jednak odważnej decyzji politycznej i gotowości do zdecydowanego przyspieszenia reform fiskalnych i strukturalnych. To właśnie brak woli politycznej można teraz uznać za główną przeszkodę na drodze do strefy euro. Obecna strategia rządu nie pozwala na przyjęcie euro wcześniej niż w 2013 r.
- Polska gospodarka nadal znajduje się na ścieżce dynamicznego i zrównoważonego rozwoju. Szacujemy, że tempo wzrostu PKB w tym roku wyniesie 5,5%, a w 2007 r. może osiągnąć 5,2%. Wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, rosnące koszty pracy i dostępność funduszy unijnych skłaniają przedsiębiorców do zwiększania inwestycji. Wzrost płac i transferów socjalnych, przekazy emigrantów oraz dobre wyniki w sektorze MSP sprzyjają umacnianiu się konsumpcji indywidualnej.
- Najnowsze dane wskazują, że presja inflacyjna narasta bardzo powoli. Globalizacja nadal pozostaje ważnym, choć trudnym do oszacowania, czynnikiem ograniczającym wzrost cen. Efekt Balassy-Samuelsona oraz domykanie się luki popytowej mogą w średnim okresie doprowadzić do ożywienia się tendencji inflacyjnych. Do kwietnia przyszłego roku nie należy raczej oczekiwać decyzji o zmianie oficjalnych stóp procentowych.
- Tegoroczny deficyt budżetu państwa może być o około 3,5 mld PLN niższy od planowanego dzięki wyższym dochodom i oszczędnościom w wydatkach. Wysokie wpłaty przedsiębiorców rozliczających się w ramach PIT i duża dynamika wpływów z CIT potwierdzają dobrą kondycję polskiej gospodarki. Bardzo niskie wpływy z prywatyzacji przyczyniły się do istotnego wzrostu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Nowy program konwergencji przewiduje wyższe tempo wzrostu PKB i nieco mniejszą skalę ograniczenia deficytu fiskalnego, co może spotkać się z krytyką ze strony UE.

Szanowni Państwo, Drodzy Czytelnicy,

Po dłuższej przerwie, związanej głównie ze zmianami organizacyjnymi i personalnymi w pionie analiz ekonomicznych BRE Banku, postanowiliśmy podjąć próbę wznowienia mającego już 7-letnie tradycje „Miesięcznego Przeglądu Makroekonomicznego”. W naszym miesięczniku będziemy starali się w skrótovej formie przedstawiać i analizować główne wydarzenia w gospodarce polskiej, w jej otoczeniu zewnętrznym i na rynkach finansowych. Ten pierwszy po przerwie numer ma jeszcze w dużej mierze charakter próbny i dlatego z góry przepraszamy za wszelkie błędy i uchybienia. W następnych wydaniach będziemy się starali doskonalić zarówno treść, jak i formę naszych opracowań. Liczymy oczywiście na życzliwe przyjęcie ze strony wszystkich PT Czytelników, ale z zainteresowaniem poznamy też wszelkie krytyczne uwagi i komentarze, które można kierować zarówno do mnie, jak i do pozostałych członków zespołu autorskiego.

Korzystając z okazji chciałbym w imieniu moich kolegów-współautorów, jak i oczywiście w swoim własnym, prosić wszystkich Państwa o przyjęcie jak najserdeczniejszych życzeń spokojnych i udanych Świąt Bożego Narodzenia i wszelkiej pomyślności w Nowym Roku.

Wiesław Szczuka

Grudzień 2006

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Paź 05	Lis 05	Gru 05	Lip 06	Sie 06	Wrz 06	Paź 06	Lis 06	Gru 06
PKB i produkcja									
PKB			4,5%			5,8%			5,7%
Popyt krajowy			5,6%			6,1%			6,0%
Spożycie indywidualne			2,6%			5,5%			5,6%
Nakłady brutto na środki trwałe			10,1%			19,8%			18,5%
Wartość dodana			3,9%			5,7%			
w przemyśle			7,7%			7,4%			
w budownictwie			4,6%			14,8%			
w sektorze usług rynkowych			2,7%			5,7%			
Produkcja przemysłowa r/r	7,6%	8,5%	9,5%	14,3%	12,6%	11,6%	14,6%	15,8%	
Produkcja przemysłowa m/m	1,4%	-0,2%	-1,3%	-6,2%	2,4%	9,2%	4,1%	2,5%	
Sprzedaż detaliczna r/r	7,5%	7,3%	6,3%	11,0%	11,5%	14,5%	13,3%	12,8%	
Sprzedaż detaliczna m/m	3,8%	-4,5%	22,9%	1,0%	1,6%	1,0%	2,7%	-4,9%	
Rynek pracy									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2538,88	2677,75	2789,08	2647,80	2611,93	2611,16	2657,99	2768,7	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	6,4%	6,9%	1,5%	5,6%	5,3%	5,1%	4,7%	3,4%	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	2,2%	5,5%	4,2%	0,9%	-1,4%	0,0%	1,8%	4,2%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,1%	2,4%	2,5%	3,3%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,2%	0,1%	-0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	
Stopa bezrobocia	17,3%	17,3%	17,6%	15,7%	15,5%	15,2%	14,9%	14,7%	
Handel zagraniczny									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-357	-502	-530	-474	-584	195	-605		
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	9	-322	-425	-568	-438	-299	-220		
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	20,6%	16,8%	22,5%	18,0%	23,1%	17,3%	19,0%		
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	16,4%	20,1%	18,6%	24,0%	23,7%	19,1%	22,1%		
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,6%	-1,8%	-1,7%	-2,0%	-2,1%	-1,9%	-2,0%		
Ceny									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,4%	-0,2%	-0,2%	0,0%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	1,6%	1,0%	0,7%	1,1%	1,6%	1,6%	1,2%	1,5%	
Inflacja netto r/r	1,2%	1,1%	1,1%	1,3%	1,4%	1,4%	1,3%	1,5%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,1%	0,1%	-0,7%	0,7%	-0,1%	0,0%	-0,3%	-0,4%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	-0,9%	-0,4%	0,2%	3,5%	3,3%	3,6%	3,4%	3,0%	
Agregaty monetarne									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	408,4	407,1	412,5	440,3	447,2	453,1	458,8	461,1	
Podaż pieniądza y/y	8,7%	12,6%	10,5%	13,0%	12,9%	13,0%	12,3%	13,2%	
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	7,4%	19,8%	22,8%	28,3%	29,0%	31,1%	30,1%		
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	1,6%	1,7%	2,9%	7,2%	8,8%	9,8%	10,3%		
Depozyty gospodarstw domowych r/r	3,1%	4,5%	3,6%	5,2%	6,0%	7,3%	6,8%		
Depozyty przedsiębiorstw r/r	22,1%	20,4%	16,9%	26,3%	23,0%	19,3%	19,4%		
Kursy walutowe									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,9893	3,9053	3,8598	3,9321	3,9369	3,9835	3,8871	3,8166	3,78
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,3067	3,3165	3,2613	3,0831	3,0651	3,1425	3,0631	2,8911	2,87
Stopy procentowe									
Stopa interwencyjna NBP	4,50%	4,50%	4,50%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Stopa lombardowa	6,00%	6,00%	6,00%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Stopa depozytowa	3,00%	3,00%	3,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
WIBOR 3M	4,62%	4,63%	4,60%	4,18%	4,19%	4,22%	4,21%	4,20%	4,20%
Rentowność obligacji 2Y	4,58%	4,71%	4,54%	4,78%	4,88%	4,91%	4,58%	4,67%	4,62%
Rentowność obligacji 5Y	5,20%	5,25%	4,96%	5,38%	5,38%	5,42%	5,04%	4,97%	4,90%
Rentowność obligacji 10Y	5,27%	5,33%	5,10%	5,60%	5,59%	5,53%	5,18%	5,16%	5,06%
Gospodarka światowa									
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,5%	2,3%	2,2%	2,4%	2,3%	1,7%	1,6%	1,8%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			1,8%			2,7%			
Stopa podstawowa ECB	2,00%	2,00%	2,25%	2,75%	3,00%	3,00%	3,25%	3,25%	3,50%
Inflacja w USA (r/r)	4,4%	3,5%	3,4%	4,2%	3,8%	2,1%	1,3%		
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			1,8%			2,2%			
Stopa docelowa Fed Funds	3,75%	4,00%	4,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A.

KIEDY EURO ZASTĄPI ZŁOTEGO?

Raporty opublikowane niedawno przez ECB i Komisję Europejską pokazały, że Polska poczyniła przez ostatnie dwa lata dość znaczące postępy w spełnianiu formalnych kryteriów przyjęcia do strefy euro. Nasza sytuacja nie prezentuje się też wcale najgorzej na tle innych nowych państw członkowskich UE. Kiedy więc euro mogłoby zastąpić złotego? Z wypowiedzi przedstawicieli rządu wynika, że do strefy euro powinniśmy przystąpić wtedy, kiedy będziemy do tego gotowi. Wydaje się to bardzo logiczne, ale niestety nie bardzo wiadomo, jakie miałyby być kryteria oceny tej gotowości. Można się tylko domyślać, że nie chodzi tutaj wyłącznie o formalne spełnienie kryteriów określonych w Traktacie z Maastricht. Naszym celem ma być raczej osiągnięcie zdolności do trwałego spełniania tych kryteriów. Znów jest to słuszne, ale niestety pewność co do tego można będzie uzyskać tylko *ex post*, a nie *ex ante*. Przedstawiciele rządu mówią też często, że przed przyjęciem euro powinniśmy poczynić odpowiednie postępy nie tylko w nominalnej, ale też w realnej konwergencji. Pełna zgoda, ale co to znaczy i jak i to mierzyć? Ile sił musimy jeszcze nabrać, aby jak Tezeusz odsunąć głaz, pod którym mieści się tym razem nie miecz Egeusza, ale nasz klucz do strefy euro? Czy mamy czekać, aż poziom dochodów w Polsce zbliży się do przeciętnego poziomu w całej Unii Europejskiej? Nawet przy dwukrotnie szybszym tempie wzrostu gospodarczego w Polsce na spełnienie takiego warunku musielibyśmy czekać jeszcze ponad 20 lat. Na szczęście nie ma takiej potrzeby, gdyż zrównanie poziomu dochodów nie jest niezbędnym warunkiem dla pomyślnego funkcjonowania w ramach unii walutowej.

Póki co oficjalną strategią rządu w sprawie przyjęcia euro jest unikanie podawania planowanej daty naszej akcesji. Ma to pozwolić na uniknięcie pewnego ambarasu w przypadku braku możliwości dotrzymania wskazanego terminu. Zamiast tego pojawiły się ostatnio dwie inne daty: rok 2009, jako zamierzony termin spełnienia kryteriów z Maastricht i rok 2010, jako rozważany termin referendum w sprawie przyjęcia euro. Niestety rząd nie mówi jasno, kiedy chciałby spełnić kryterium dotyczące stabilności kursu walutowego. Jak wiadomo, wymaga to minimum dwuletniego przebywania w „przedsionku” strefy euro, jakim jest mechanizm kursowy ERM 2. Można się tylko domyślać, że wejście do ERM 2 miałyby nastąpić dopiero po pozytywnym wyniku referendum, gdyż odwrotna kolejność nie miałaby sensu. Oznacza to, że euro mogłoby zastąpić złotego nie wcześniej niż w 2013 r. Taka domniemana strategia rządu budzi poważne wątpliwości i to nie tylko dlatego, że formalnie nasz wybór może dotyczyć tylko terminu

przyjęcia euro, gdyż sprawy zasadnicze zostały już rozstrzygnięte w Traktacie Akcesyjnym i akceptującym go ogromną większością głosów (ponad 77%) referendum z czerwca 2003 r. Jeśli bowiem rzeczywiście mamy zamiar wejść do strefy euro i uznajemy, że będzie to dla Polski korzystne, to dlaczego, pomimo planowanego spełnienia pozostałych kryteriów już w 2009 r., mielibyśmy czekać kolejne trzy lata na rozpoczęcie konsumowania tych korzyści? Najbardziej ewidentnym przykładem takich potencjalnych korzyści jest obniżenie kosztów obsługi długu publicznego. Według dość ostrożnych szacunków, w pewien czas po przyjęciu euro, dzięki spadkowi stóp procentowych i marży na tzw. polskie ryzyko, koszty te mogłyby się obniżyć nawet o 5 mld złotych rocznie. Odkładanie decyzji w sprawie euro może więc cieszyć nabywców polskich papierów skarbowych, ale ich zysk jest też niestety stratą wszystkich naszych podatników. Inna wątpliwość wiąże się z tym, że z faktu, że dziś spełniamy kryteria dotyczące inflacji i stóp procentowych, a w 2009 r. spełnimy kryterium fiskalne, wcale nie wynika, że stan taki łatwo byłoby utrzymać aż do 2012 roku, kiedy to dokonywana byłaby formalna ocena naszej gotowości do przyjęcia euro. W tym czasie polska gospodarka może się już znaleźć w zupełnie innej fazie cyklu koniunkturalnego. Oznacza to, że mogłaby wystąpić konieczność przesunięcia terminu przyjęcia euro na dalszy okres. Dodatkowym ryzykiem związanym z odkładaniem decyzji w sprawie euro jest też prawdopodobieństwo dalszej aprecjacji złotego i ustalenia ostatecznie mniej korzystnego dla polskich eksporterów parytetu jego wymiany na wspólną walutę.

Obecna strategia rządu w sprawie przyjęcia euro jawi się jako mało przejrzysta i nie w pełni spójna. Zamiast konkretnego terminu mamy niezbyt wyraziście sformułowany warunek naszej „gotowości” oraz zapowiedź uzależnienia ostatecznej decyzji od wyniku referendum. Ostatnie wypowiedzi czołowych przedstawicieli rządu dość wyraźnie wskazują na tendencję do odkładania rozstrzygnięć w sprawie euro niemalże *ad calendas graecas*. Choć generalnie trzeba się zgodzić z twierdzeniem, że termin przyjęcia euro powinien być jak najbardziej racjonalny ekonomicznie (co nie zawsze musi oznaczać jak najszybszy), to wydaje się, że sytuacja dojrzała już do tego, aby w tej sprawie podjąć bardziej zdecydowane działania. Można nawet postawić tezę, że przy odpowiedniej mobilizacji Polska mogłaby stać się członkiem strefy euro już w 2010 r., a bez większego wysiłku o rok później. Realizacja takiego celu wymagałaby oczywiście pewnej odwagi i determinacji ze strony polityków decydujących obecnie o losach na-

szego kraju. Można się niestety obawiać, że to właśnie jest najważniejszą i prawie niemożliwą do pokonania przeszkodą na naszej drodze do euro. Najpóźniej w 2009 r. odbędą się przecież wybory parlamentarne i przedstawiciele rządzącej koalicji nie będą zapewne chcieli narażać się na utratę głosów tych wyborców, którzy uwierzyli, że przyjęcie euro może się wiązać z utratą suwerenności gospodarczej, wielkim skokiem inflacji i zagrożeniem interesów naszych eksporterów. Nawet, jeśli łatwo jest dowieść, że Hiszpania, Irlandia i inne kraje należące do strefy euro nadal pozostają suwerenne, że wzrost cen po wprowadzeniu euro był niewielki i krótkotrwały i że eksporterzy są grupą, która może najbardziej skorzystać na przyjęciu euro, to samo powtarzanie przeciwnych też przez różne osoby publiczne musi zostawiać trwałe skutki w świadomości społecznej.

Chyba tylko w teorii można sobie zatem wyobrazić następujący scenariusz w przypadku podjęcia strategicznej decyzji pod hasłem „Euro 2010”. Zakładając dość optymistycznie, że w dalszym ciągu uda nam się utrzymać w ryzach inflację i zachować umiarkowany poziom stóp procentowych, to przed 2010 r. musielibyśmy jeszcze spełnić trzy formalne warunki: doprowadzić do zakończenia procedury nadmiernego deficytu, ustabilizować kurs walutowy i przeprowadzić niezbędne zmiany legislacyjne. Zgodnie z zapowiedziami rządu, pierwszy z tych warunków ma szansę być spełniony już w pierwszej połowie 2008 r. Jeśli rzeczywiście uda się zrealizować określony w nowej wersji naszego Programu konwergencji cel obniżenia deficytu finansów publicznych w 2007 r. do poziomu 3,4% PKB, to jak najbardziej słuszny wydaje się zamiar ubiegania się o zakończenie procedury nadmiernego deficytu przez „furtkę”, jaka stworzona została w ramach niedawnej aktualizacji unijnego Paktu Stabilności i Wzrostu. To w końcu pod wpływem naszych nacisków stworzona została możliwość częściowego odliczania od deficytu kosztów reformy emerytalnej i Polska ma wszelkie tytuły, aby sprawdzić, czy nasi partnerzy z UE traktują te nowe ustalenia z równą powagą, jak inne zmiany wprowadzone do Paktu Stabilności i Wzrostu. Trzeba jednak podkreślić, że szanse na przyjęcie w 2008 r. naszego wniosku o zakończenie procedury nadmiernego deficytu będą dużo większe, jeśli w tym czasie będziemy mogli przedstawić wiarygodny program dalszego ograniczania deficytu budżetowego i powstrzymania wzrostu długu publicznego. Argumenty o korzyściach z reformy emerytalnej będą też dużo bardziej nośne, jeśli do tej pory nie zostanie ona rozmontowana poprzez „oryginalne” pomysły w sprawie sposobu zarządzania zgromadzonymi funduszami i/lub ustępstwa na rzecz kolejnych grup zawodowych.

Najwięcej odwagi i determinacji wymagałoby spełnienie kryterium dotyczącego stabilności kursu walutowego. Już bowiem w połowie przyszłego roku musielibyśmy włączyć złotego do systemu ERM 2 i zapewnić, że przez dwa lata kurs naszej waluty nie wykraczałby poza ustalone pasmo wahań. Trzeba przy tym wyraźnie podkreślić, że do systemu ERM 2 możemy teoretycznie wejść niemal w każdej chwili, gdyż jedynym istotnym warunkiem jest uzgodnienie z partnerami europejskimi odpowiedniego poziomu kursu złotego do euro. Zmiana systemu kursowego to oczywiście bardzo duże wyzwanie, ale doświadczenia nowych członków systemu ERM 2, w tym zwłaszcza Słowacji i Słowenii, napawają pewnym optymizmem. Zadanie ograniczenia wahań kursu naszej waluty tylko z pozoru wydaje się bardzo trudne, gdyż w praktyce ostatnich lat zmiany kursu złotego do euro nie przekraczały na ogół granic, jakie obowiązywać będą w po wejściu do ERM 2. Spełnienie trzeciego z warunków, czyli dostosowanie naszych regulacji do wymogów UE i ECB poprzez wprowadzenie odpowiednich zmian w Konstytucji i w innych przepisach prawa, byłoby chyba najprostsze, gdyż wymagałoby tylko woli politycznej ze strony rządzącej koalicji. W tej sprawie niemal na pewno można byłoby bowiem liczyć na poparcie głównych sił opozycji.

Jak widać, dość łatwo jest dowieść, że realizacja pomysłu „Euro 2010” byłaby „technicznie” możliwa bez większych kosztów i wyrzeczeń. Aby taki projekt miał również sens ekonomiczny, wskazane byłoby jednak równoczesne podjęcie postanowienia o dążeniu do maksymalnego wykorzystania trzech lat dzielących nas od roku 2010 na wprowadzenie głębokich reform zwiększających elastyczność polskiej gospodarki i przygotowujących ją do skutecznego funkcjonowania w ramach strefy euro. Reformy te powinny przede wszystkim dotyczyć sfery finansów publicznych i rynku pracy. W tym też można chyba upatrywać największych korzyści z wyznaczenia konkretnej daty przyjęcia euro, niezależnie od tego, czy będzie to rok 2010, czy też nieco później. Taka data mogłaby stać się nowym impulsem do podjęcia poważnego wysiłku reformowania naszej gospodarki. Wznawiając reformy i wstępując do strefy euro wcześniej od wielu naszych rywali i partnerów z Europy Środkowo-Wschodniej Polska mogłaby odzyskać swą dawną pozycję lidera przemian gospodarczych, co oczywiście musiałoby zostać dostrzeżone przez inwestorów krajowych i zagranicznych. Nie trzeba chyba dodawać, że wyznaczenie daty przyjęcia euro zostałoby też dobrze przyjęte przez rynki finansowe.

Mamy niestety świadomość, że projekt „Euro 2010” w naszych obecnych warunkach brzmi jak swego rodzaju *political fiction*. Przedstawiliśmy go jednak głównie dlatego, aby pokazać, że odkładanie decyzji o przystąpieniu do strefy euro jest przede

wszystkim wyborem o charakterze politycznym. Polska ma bowiem możliwość dość szybkiego spełnienia wszystkich kryteriów formalnych. Nawet jednak, jeśli propozycja wskazania konkretnej daty przyjęcia euro może na razie nie mieć realnych szans na realizację, to wydaje się, że społeczeństwo ma prawo do poznania większej ilości konkretnych na temat scenariusza realizowanego obecnie przez rząd. Co oznaczają deklaracje, że w 2009 r. spełnimy wyznaczone kryteria i jakie są plany w sprawie kluczowego kryterium stabilności kursu walutowego? Czy ma sens najpierw spełnić wszystkie pozostałe kryteria i dopiero potem przystąpić do realizacji kryterium kursowego wiedząc, że w czasie tych dwóch kolejnych lat będziemy tracić potencjalne korzyści z przynależności do strefy euro i możemy też przestać wypełniać wcześniej zrealizowane wymogi? W jaki sposób mierzona ma być nasza „gotowość” do członkostwa w unii walutowej? Skoro kryterium tej „gotowości” nie może być osiągnięcie jakiegoś konkretnego poziomu dochodów, to może uczciwiej byłoby np. zadeklarować, że aby stworzyć odpowiedni bufor bezpieczeństwa i miejsce na działanie tzw. automatycznych stabilizatorów, przyjmimy euro dopiero wtedy, gdy deficyt finansów publicznych spadnie poniżej, powiedzmy, 2% PKB, a stopa bezrobocia poniżej 12%? Można też pomyśleć

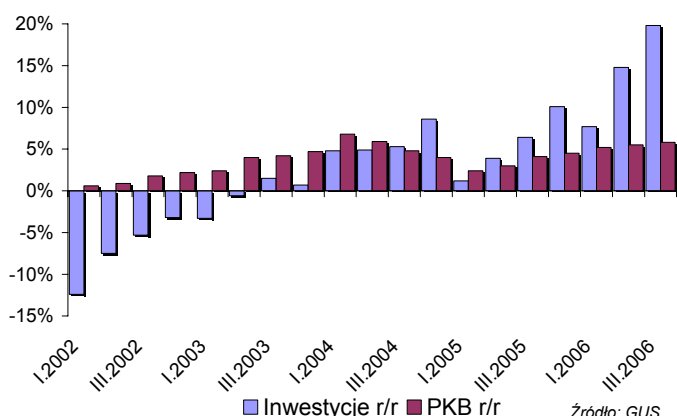
o stworzeniu jakichś innych w miarę czytelnych kryteriów na wzór np. pięciu testów stosowanych w Wielkiej Brytanii. Pytań tego rodzaju można stawiać dużo więcej, co chyba dość wyraźnie wskazuje na to, że przejrzystość realizowanej obecnie przez rząd strategii pozostawia wiele do życzenia.

Strefa euro na pewno nie jest żadną krainą szczęśliwości. Skoro jednak wiele analiz dość jednoznacznie wskazuje na to, że dla takiego kraju jak Polska korzyści z przyjęcia wspólnej waluty wyraźnie przewyższyłyby koszty takiej decyzji, to sprawa ta z pewnością zasługuje co najmniej na poważną dyskusję. Brak czytelnej strategii rządu i upowszechnianie często słabo udokumentowanych lub częściowych argumentów o zagrożeniach związanych z wejściem do strefy euro nie sprzyjają niestety prowadzeniu takiej dyskusji. Jeśli jednak wierzyć wynikom regularnych badań prowadzonych przez organizację Gallupa, większość Polaków (52%) nadal uważa, że przyjęcie euro byłoby korzystne dla naszego kraju. Wiele mówiący jest też fakt, że według tych samych badań liczba zwolenników euro zwiększyła się przez ostatni rok o 15 punktów procentowych. Trzeba mieć nadzieję, że nasi decydenci również uważnie śledzą wyniki tych badań.

GOSPODARKA POLSKA

Korzystne perspektywy dla inwestycji

Opublikowane przez GUS dane o PKB w III kwartale potwierdziły, że Polska cały czas znajduje się na ścieżce zrównoważonego i dynamicznego wzrostu. Tempo wzrostu gospodarczego było najwyższe od połowy 2004 roku i wyniosło 5,8%, jednak znacznie ważniejsza od skali wzrostu okazała się jego struktura.



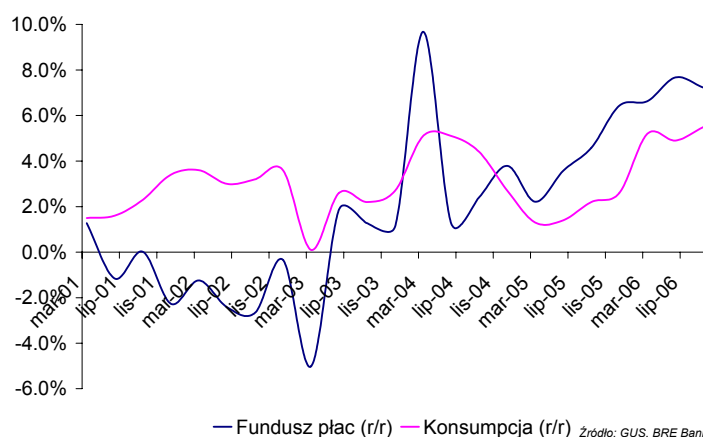
Dynamika inwestycji w całej gospodarce mierzona w ujęciu rocznym wyniosła 19,8%, a nakłady inwestycyjne w przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 50 osób zwiększyły się aż o 27,5%. W tej grupie przedsiębiorstw w największym stopniu wzrosły nakłady na środki transportu (aż o 90% w skali roku), natomiast wydatki na maszyny zwiększyły się o 22,3% a na budynki i budowlę o 17,2%. Tak gwałtowne ożywienie w inwestycjach jest następstwem zmniejszania się wolnych mocy produkcyjnych w sektorze przedsiębiorstw. Z badań prowadzonych przez NBP wynika, że w końcu III kwartału br. wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych osiągnął 81,7% i był najwyższy w historii tych badań. Podobne są wyniki badań ankietowych GUS, które pokazują, że odsetek przedsiębiorstw deklarujących zbyt wysoki poziom mocy produkcyjnych w stosunku do zgłaszanego popytu spadł w ciągu ostatniego roku z 24% do 16%. Drugim czynnikiem skłaniającym przedsiębiorstwa do inwestowania są rosnące koszty pracy i kurcząca się podaż wykwalifikowanej siły roboczej. Wzrost jednostkowych kosztów pracy sprawia, że przedsiębiorstwa przestawiają się na bardziej kapitałochłonne technologie, zwiększając tym samym poziom technicznego uzbrojenia pracy. Trzecim czynnikiem jest możliwość współfinansowania inwestycji ze środków unijnych. Z danych Ministerstwa Finansów wynika, że napływ środków unijnych do Polski zwiększył się z 780 mln EUR w I kw.

br., do 1.415 mln EUR w II kw. i aż 1.773 mln EUR w III kw. Według naszych szacunków, w IV kwartale br. kwota ta może być bliska lub nawet nieznacznie wyższa od 2 mld EUR. Należy też pamiętać, że zbliża się czas kumulacji płatności z programów unijnych realizowanych w latach 2004 – 2006, co bez wątpienia znajdzie odzwierciedlenie w danych odnośnie inwestycji w IV kwartale tego roku oraz w pierwszych kwartałach roku przyszłego. Z tego względu spodziewamy się, że w najbliższym okresie dynamika inwestycji będzie utrzymywała się na obecnym wysokim poziomie.

Rosnące dochody do dyspozycji stymulują konsumpcję

W III kwartale znacząco wzrosła również dynamika spożycia indywidualnego osiągając poziom 5,5%. Widoczna w tym roku wysoka dynamika konsumpcji jest w głównej mierze następstwem szybkiego wzrostu funduszu płac i dokonanej w pierwszych miesiącach roku waloryzacji rent i emerytur. Istotną rolę odgrywają również rosnące transfery od Polaków, którzy wyjechali do pracy za granicę. Do wzrostu dochodów gospodarstw domowych i znacznego przyspieszenia konsumpcji w ostatnich miesiącach przyczyniły się też bardzo dobre wyniki finansowe małych i średnich przedsiębiorstw, w tym małych firm rodzinnych.

Obserwując bieżące trendy na rynku pracy można spodziewać się, że także w przyszłym roku wzrost zatrudnienia i płac nominalnych będzie działał stymulująco na dynamikę konsumpcji. Według naszych szacunków, w przyszłym roku może ukształtować się ona na poziomie przekraczającym 5%.

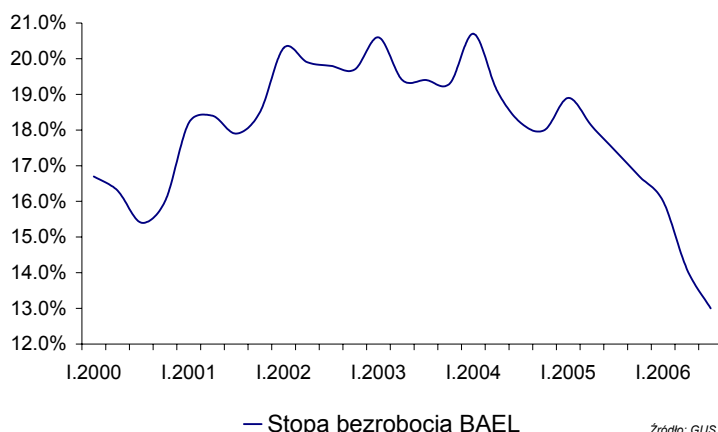


Utrzymujące się ożywienie w Unii Europejskiej i oczekiwane „miękkie lądowanie” gospodarki w Stanach Zjednoczonych pozwalają przewidywać, że

Grudzień 2006

dynamika polskiego eksportu również w przyszłym roku będzie utrzymywała się na dość wysokim poziomie (nasza prognoza na bazie transakcji w EUR to 18,3%). Pewnym zagrożeniem dla realizacji tej prognozy może jednak być większe od obecnie zakładanego zwolnienie tempa wzrostu gospodarki niemieckiej w następstwie planowanego wzrostu stawki VAT. Zakładamy jednak, że nawet przy utrzymaniu się wysokiej dynamiki eksportu kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB będzie w przyszłym roku ujemna, gdyż silny popyt wewnętrzny będzie prowadził do szybkiego wzrostu importu. Spodziewamy się, że w 2007 roku dynamika PKB osiągnie 5,2%, przy wzroście popytu wewnętrznego o 5,6%.

Dane BAEL potwierdzają spadkowy trend bezrobocia



Ostatnie dane BAEL wskazują na dalszy spadek bezrobocia. Według tych szacunków stopa bezrobocia obniżyła się w III kwartale do 13% (wobec 14,1% na koniec II kwartału). Zatrudnienie w gospodarce wyniosło 14,9 mln, co oznacza wzrost o 3,9% w skali roku. Wynagrodzenia w tym okresie wzrosły o 4,6% r/r, co przy wzroście wartości dodanej o 5,7% r/r daje

wzrost jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce o 3,2% r/r. Wartość ta jest taka sama jak w II kwartale, jednak po wyłączeniu rolnictwa indywidualnego wzrost ULC jest zdecydowanie wyższy i wynosi już 6,2% (4,5% w II kwartale). Widać zatem wyraźnie, że o ile w rolnictwie i przemyśle jednostkowe koszty pracy cały czas maleją, o tyle w usługach i budownictwie mamy do czynienia z dość szybkim wzrostem ULC. Nie ma wątpliwości, że to właśnie te sektory gospodarki będą w średnim okresie generowały presję inflacyjną.

W ślad za bezrobociem mierzonym metodą BAEL spada również bezrobocie oficjalne. Na koniec października stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 14,9%, a według zapowiedzi Ministerstwa Pracy w listopadzie spadnie do poziomu 14,8%.

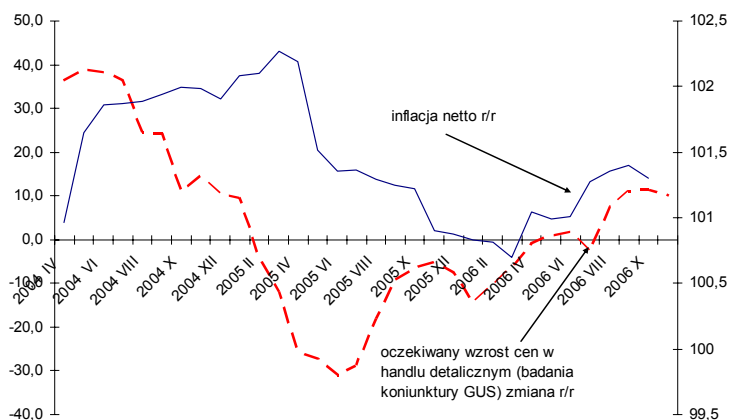
Przyczyny spadku bezrobocia pozostają niezmienione od kilkunastu miesięcy. Z jednej strony rośnie liczba zatrudnionych, z drugiej natomiast spada liczba aktywnych zawodowo, głównie na skutek dużej skali emigracji zarobkowej. Na spadek liczby aktywnych zawodowo wpływają dodatkowo czynniki demograficzne: na rynek pracy stopniowo wchodzi roczniki z niżu demograficznego, a opuszczają go pracownicy zaliczani do powojennego wyżu demograficznego. Według naszych szacunków, w ciągu roku współczynnik aktywności zawodowej ludności spadł z 55,7 do 54,9%. Ponieważ czynniki wpływające na spadek stopy bezrobocia wynikają nie tylko z fazy cyklu koniunkturalnego, ale również z przyczyn o charakterze strukturalnym i demograficznym można spodziewać się, że w przyszłym roku kontynuowany będzie dość szybki spadek bezrobocia.

Nasz bazowy scenariusz na najbliższe kwartały zakłada utrzymywanie się dynamiki wzrostu gospodarczego na poziomie przekraczającym 5%, przy jednoczesnym spadku bezrobocia na koniec przyszłego roku do poziomu 13,2% w przypadku stopy bezrobocia rejestrowanego i 12,4-12,6% w przypadku stopy BAEL.

POLITYKA MONETARNA

Brak wyraźnych oznak szybkiego narastania presji inflacyjnej

Z dostępnych danych wynika, że bieżąca inflacja nadal utrzymuje się na bardzo umiarkowanym poziomie. Co więcej, odnotowany w październiku wskaźnik wzrostu cen na poziomie 1.2% r/r był niższy od oczekiwanego. Wynikało to z wolniejszego niż w poprzednich latach wzrostu cen żywności (o 0,8% m/m), spadku cen paliw (o 5,0% m/m) oraz niższego niż w analogicznym miesiącu ubiegłego roku wzrostu cen w kategorii „edukacja” (o 0,3% m/m). Warto też podkreślić spadek inflacji netto do 1,3% r/r, choć jednocześnie wzrosły nieco (do 1,7%) oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. Październikowe dane nie pozwalają na formułowanie jednoznacznych wniosków co do skali presji inflacyjnej i perspektyw wzrostu inflacji w krótkim okresie. Wyraźnych dowodów na nasilenie się presji inflacyjnej nie dostarczają również wyniki badań koniunktury w handlu detalicznym, choć trzeba zauważyć, że własności predykcyjne tych wskaźników nadal nie są zadowalające. Według naszych szacunków, w listopadzie nastąpił wzrost rocznych wskaźników inflacji bieżącej i inflacji bazowej do poziomu 1.5%, ale wzrost ten niemal w całości wynikał ze statystycznego efektu bazy.

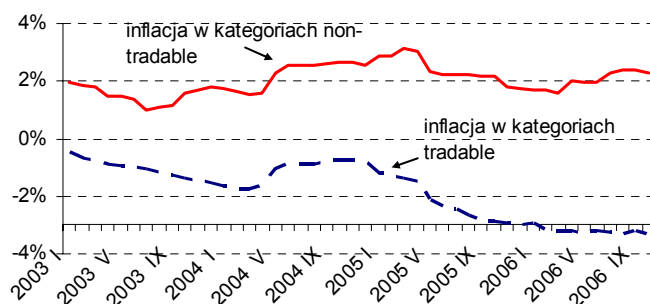


źródło: GUS, NBP

Presja popytowa i globalizacja

Szczegółowe dane o inflacji uwiadcniają rozdzźwięk pomiędzy kształtowaniem się cen w kategoriach typu non-tradables (przede wszystkim usługi) i tradables (odzież, obuwie, sprzęt elektroniczny). Naszym zdaniem sygnał ten może być kluczowy dla zrozumienia źródeł procesów inflacyjnych w średnim okresie. Czynniki, które określamy zbiorczym mianem jako popytowe lub też kosztowe, mogą prowadzić do wzrostu presji inflacyjnej, podczas gdy zwiększenie

otwartości polskiej gospodarki (udział importu w PKB wzrósł z około 33% w 2003 do 42% w 2006 roku), liberalizacja handlu oraz silny, jak się wydaje, efekt substytucji pomiędzy dobrami produkowanymi w kraju i importowanymi w połączeniu z kontynuacją wzrostów produktywności w gospodarkach takich jak Chiny (a więc wszystko, co przyjęło się określać mianem efektu globalizacji) zmniejszać będzie presję inflacyjną. Antyinflacyjny wpływ będą mieć też w najbliższym czasie działania deregulacyjne na rynku telekomunikacyjnym i pocztowym oraz kurs złotego wspierany dobrymi danymi makro, oficjalnymi transferami z UE i przekazami emigrantów.



źródło: GUS, BRE Bank

Efekt Balassy-Samuelsona revisited

Ewentualne impulsy do wzrostu inflacji w średnim okresie mogą natomiast pochodzić z sektora produkującego dobra typu non-tradable. Podczas gdy wzrosty płac i jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym pozostają nadal niższe od wzrostu produktywności (między innymi dlatego przedsiębiorstwa zanotowały w III kw. br. rekordowy wynik finansowy) co ogranicza konieczność przenoszenia kosztów produkcji na odbiorców (w tym konsumentów), w gospodarce jako całości mamy do czynienia z szybszym wzrostem realnego funduszu płac niż PKB. To zaś z kolei może prowadzić do wystąpienia tzw. efektu Balassy-Samuelsona. Na ryzyko wystąpienia tego efektu wskazywano już wielokrotnie, ale jak dotąd nie widać jego bardzo wyraźnych skutków. Dlaczego jednak tym razem efekt ten może się zmaterializować? Przede wszystkim rynek pracy (z bezrobociem poniżej 15%) wydaje się bardziej zrównoważony niż rok, czy dwa lata temu. Argument o braku mobilności siły roboczej między sektorami (założenie konieczne przy rozważaniu efektu B-S) przestaje być dominujący. Otwarcie rynków pracy przez część krajów Unii Europejskiej spowodowało, że setki tysięcy Polaków skuszonych zostało nie perspektywą 10-20% wzrostu zarobków w związku

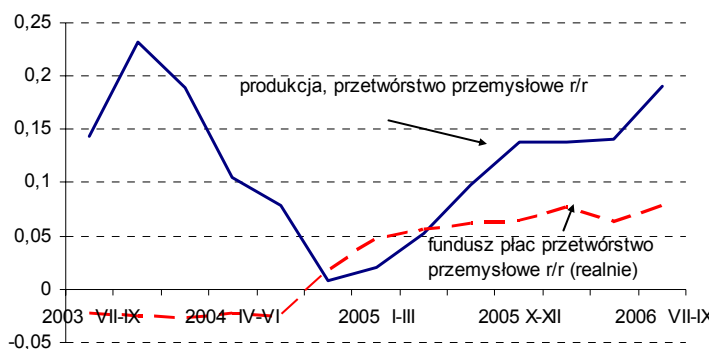
Grudzień 2006

ze zmianą sektora, ale wzrostu o nawet 200-300% w przypadku wyjazdu za granicę. Nie chcielibyśmy tu przeceniać roli migracji w zmniejszeniu bezrobocia, czy kształtowaniu presji płacowej, jednak czynnik ten, w połączeniu ze spadkiem aktywności zawodowej Polaków, powoduje, że braki siły roboczej (nawet niewykwalifikowanej), a co za tym idzie żądania płacowe, pojawiają się również w sektorze usług, czy nawet w handlu detalicznym (gdzie trudno mówić o zwiększającej się produktywności). To z kolei, przy założeniu, że detaliści nie zredukują marży, bezpośrednio przełoży się na wzrost cen w większości kategorii koszyka inflacyjnego. Dlaczego jednak informacje, które dochodzą do każdego z nas na poziomie mikro, nie przekładają się jeszcze na zagregowane wskaźniki cen? Jedną z możliwych przyczyn wydaje się pewna sztywność informacji, czy też nieaktualny lub odmienny zbiór informacji, na podstawie którego część pracowników formułuje żądania płacowe, a przedsiębiorstwa wyznaczają ceny na produkowane i sprzedawane towary. Pamiętajmy jednak, że mechanizm ten nie wygasza presji inflacyjnej, a jedynie odsuwa w czasie moment, kiedy zagregowany indeks cen zacznie rosnać w szybszym tempie. Należy też oczekiwać, że w ciągu najbliższych kilku kwartałów, przy utrzymywaniu się wzrostu PKB na poziomie 5-5.5% rocznie, następować będzie domykanie się luki popytowej, co również może skutkować pewnym wzrostem presji inflacyjnej. W tym miejscu zwracamy jednak uwagę na fakt, iż rekordowe wzrosty inwestycji będą podnosić potencjalne PKB i w rezultacie oddalać w czasie moment kiedy luka popytowa się domknie. Przy uwzględnieniu wskazanych powyżej efektów, w naszym bazowym scenariuszu nadal więc zakładamy, że do końca 2007 r. inflacja utrzyma się nieco poniżej celu inflacyjnego NBP, w 2008 roku będzie zaś oscylować wokół celu nie przekraczając górnej granicy pasma dopuszczalnych odchyleń.

Rada jeszcze trochę poczeka

W sytuacji, kiedy nie jest jasne, które z czynników oddziałujących na inflację przeważają i, co ważniejsze, kiedy to może nastąpić, RPP zapewne zdecyduje się na kontynuację obecnej strategii polegającej na powstrzymywaniu się od decyzji w sprawie zmiany stóp procentowych. Ciągłe odnosimy wrażenie, że w Radzie utrzymuje się przewaga koalicji zdeklarowanych „gołębi” i członków o bardziej neutralnych poglądach, ale przywiązujących bardzo dużą wagę do wpływu globalizacji na inflację. Argumenty „jastrzębi” o konieczności szybkiego podnoszenia stóp procentowych nie znajdują zbyt silnego wsparcia w najnowszych danych statystycznych dotyczących kształtowania się cen, płac i kursu walutowego, choć oczywiście nie należy ignorować sygnałów napływa-

jących z rynku pracy i tendencji do wzrostu ULC. Również dane o przyspieszającym wzroście PKB nie muszą zaledwie niepokoić, jeśli uważnie przyjrzymy się kompozycji czynników tego wzrostu. Rada jest też najwyraźniej podzielona w swoich opiniach na temat wiarygodności projekcji inflacyjnych sporządzanych przez ekspertów NBP. Niestety nie służy to też wiarygodności samej Rady, gdyż w tzw. zewnętrznym odbiorze projekcja wskazująca na stały i dość znaczny wzrost inflacji powinna być wyraźnym sygnałem do działania. Choć Rada oczywiście zastrzega się, że projekcje są tylko jednym z wielu elementów składających się na podejmowane decyzje, to niezbędne wydaje się bardziej jednoznaczne określenie roli tych projekcji i kontynuowanie starań o poprawę ich jakości. Warto zwrócić uwagę na to, że wykorzystywany przez NBP model ECMOD nie jest w pełni oparty na teorii mikroekonomii i nie był on też estymowany metodami systemowymi. Powoduje to, że analizy ekonomiczne (w tym prognozy out-of-sample) uzyskane z pomocą tego modelu mogą być obciążone poważnym błędem. Również kluczowe dla projekcji inflacji zmienne, takie jak choćby NAWRU, zostały zdeterminowane na podstawie ocen ekspertów. W przypadku ostatniej, październikowej projekcji inflacji wiele kontrowersji wzbudziło też założenie o oczekiwanej dość znacznej deprecjacji kursu złotego. Nie krytykujemy tu *per se* podejścia do przygotowania prognoz inflacji dla polskiej gospodarki, jednak skala i charakter ingerencji eksperckich może być zapewne powodem, dla którego niektórzy członkowie Rady najwyraźniej dystansują się od wyników sporządzanych dla nich projekcji.



źródło: GUS, BRE Bank

Nowy prezes NBP

10 stycznia 2007 roku dobiega końca kadencja obecnego prezesa NBP prof. Leszka Balcerowicza. Zapewne jeszcze przed świętami poznamy prezydenckiego kandydata na to stanowisko. W tej chwili bardzo trudno byłoby spekulować, który z wymienianych w mediach kandydatów ma największe szanse. Można jednak powiedzieć, że bardzo mocno spadły

ostatnio notowania prof. Urszuli Grzełońskiej, natomiast bardzo poważnym kandydatem (i to niezależnie od oficjalnych dementi) pozostaje chyba nadal prof. Zyta Gilowska. Na szczęście wybór prawie każdego z wymienianych dotychczas kandydatów (w tym zwłaszcza tak cenionych ekonomistów, jak profesorowie Hockuba, Sławiński i Wojtyna) spotkałby się zapewne z dość przychylną reakcją rynków. Nie oczekujemy też, że wybór nowego prezesa doprowadzi w krótkim czasie do zasadniczych zmian w kierunkach prowadzonej polityki monetarnej. W Radzie zapewne nadal utrzyma się przewagę członków opowiadających się za dalszym odkładaniem decyzji w sprawie podwyżki stóp procentowych. W tej sytuacji zakładamy, że do takiej podwyżki nie dojdzie wcześniej niż w kwietniu przyszłego roku. W sytuacji, gdy wpływ polityki monetarnej na gospodarkę wydaje się być malejący (głównie wskutek rosnącej otwartości gospodarki) spodziewana podwyżka stóp będzie

przede wszystkim służyła kształtowaniu oczekiwań inflacyjnych i wzmocnieniu wiarygodności Rady, gdyż jej bezpośredni wpływ na studzenie apetytów konsumentów może być dość ograniczony.

Wybór nowego prezesa NBP może natomiast mieć większy wpływ na prowadzenie polityki monetarnej w średnim okresie. Dużo w tym względzie zależy będzie od poglądów przyszłego prezesa w takich sprawach, jak ewentualne interwencje na rynku walutowym (zarząd NPB zachowuje w tej kwestii określone kompetencje) i tempo zbliżania się do członkostwa w strefie euro. Z uwagą należy też obserwować to, jak ułożą się relacje między nowym prezesem i pozostałymi członkami Rady, gdyż z dotychczasowych doświadczeń wynika, że sprawa ta nie jest bez znaczenia dla sposobu funkcjonowania tego gremium.

POLITYKA FISKALNA

Budżet 2006: deficyt znów niższy od planu

Wykonanie tegorocznego budżetu można już uznać za sprawę prawie zamkniętą. Do wyjaśnienia pozostały jeszcze tylko trzy istotne kwestie: jak duża będzie nadwyżka dochodów w relacji do planu, jaka część wydatków (po odliczeniu 2,1 mld PLN tzw. wydatków niewygasających) nie zostanie zrealizowana i jak w efekcie ukształtuje się poziom deficytu. Z informacji Ministerstwa Finansów wynika, że deficyt na koniec roku może być o około 3,5 mld PLN niższy od planowanego i wynieść około 27 mld PLN. Szacujemy, że w takim przypadku większa część „zaoszczędzonej” kwoty (od 2 do 2,5 mld PLN) odzwierciedlałaby nadwyżkę dochodów, zaś reszta byłaby efektem ograniczeń w wydatkach. Łatwość realizacji tegorocznego budżetu wynika głównie z dużo korzystniejszych od założonych warunków makroekonomicznych. Tempa wzrostu PKB i spożycia indywidualnego będą o ponad 1 pkt proc. wyższe od planowanych, dużo szybciej rosną też płace i zatrudnienie. Fakt, że pomimo tak sprzyjających warunków osiągnięte dochody będą tylko niewiele wyższe od przewidzianych w budżecie, wskazuje jednak na to, że dochody te zaplanowane były bardzo optymistycznie. Skumulowane dochody dopiero w październiku zbliżyły się do planowanej wielkości. Oznacza to, że dużo niższy od planowanego wskaźnik realizacji deficytu (54,5% po październiku i około 61% po listopadzie) osiągnięty został głównie dzięki dyscyplinie w wydatkach. Jest to z pewnością zasługa pionu budżetowego Ministerstwa Finansów, ale po części może też wynikać z dość „szczodrego” zaplanowania wydatków (wzrost o 6,7% w stosunku do 2005 r.).

Szacunkowe wykonanie budżetu państwa I–X 2006 r

	mld PLN	% planu	Realizacja r/r
Dochody, w tym:	162,7	83,3	9,3%
VAT	70,7	83,6	11,6%
Akcyza	34,9	81,8	7,0%
CIT	15,3	75,9	24,2%
PIT, z tego:	22,1	84,2	14,7%
podatek dochodowy od osób fizycznych	17,3	79,7	13,4%
podatek ryczałtowy	4,8	105,6	19,4%
Wydatki	179,4	79,4	5,8%
- w tym majątkowe	4,0	31,9	-5,1%
Deficyt	16,6	54,4	

źródło: MF

W realizacji tegorocznych dochodów zwracają uwagę wysokie wpływy z PIT. Według szacunków MF mogą one być nawet o blisko 2,5 mld wyższe od planowanych. Trzeba jednak podkreślić, że tak dobra realizacja PIT jest w bardzo dużym stopniu zasługą przedsię-

biorców rozliczających się według liniowej stawki 19%. W pierwszych III kwartałach br. ich wpłaty zwiększyły się o 31,4% w relacji do tego samego okresu 2005 r., podczas gdy wpływy PIT rozliczanego według skali podatkowej wzrosły o 10,1%. Trochę mylące są natomiast informacje o słabszej od planowanej realizacji wpływów z CIT. W rzeczywistości dynamika wzrostu wpływów z tego podatku jest bardzo wysoka (ponad 24% w okresie styczeń–październik br.), zaś zbyt ambitny cel na 2006 r. został ustalony w wyniku zbyt optymistycznego oszacowania bazy, czyli prognozowanych (w okresie tworzenia projektu budżetu) wpływów z CIT w 2005 r. Niedobór wpływów z podatku akcyzowego można z kolei tłumaczyć brakiem realizacji planów dotyczących powrotu już na początku tego roku do wyższej stawki akcyzy na benzynę. W realizacji planu wydatków zwraca uwagę przede wszystkim bardzo niskie zaawansowanie wydatków majątkowych. Przez 10 miesięcy wydatkowano zaledwie 31,9% środków przeznaczonych na ten cel. Realizacja wydatków bieżących nie odbiega zbyt od planu, gdyż odpowiedni wskaźnik wyniósł 82,2%. Warto zwrócić uwagę na dość małe w tym roku oszczędności w wydatkach na obsługę długu publicznego, gdyż pewne wątpliwości w tym kontekście wzbudzać może zmniejszenie środków na ten cel w budżecie na 2007 r. Zastanawiające są natomiast bardzo niskie wskaźniki realizacji wydatków w takich częściach budżetu, jak oświata i wychowanie (33,5% po 10 miesiącach), praca (37,1%) i rozwój regionalny (47,1%). Zarządzające tymi częściami resorty będą się musiały do końca roku bardzo napracować, żeby zrealizować zaplanowane wydatki.

Finansowanie potrzeb pożyczek budżetu państwa przebiegało w tym roku bez żadnych zakłóceń i to pomimo znacznego zwiększenia ich rozmiarów i całkowicie innej od zaplanowanej struktury. Według szacunków MF, potrzeby pożyczkowe netto mają w tym roku wynieść nieco ponad 50 mld PLN, czyli będą o blisko 7 mld wyższe od planowanych. Odwrotna sytuacja wystąpiła w 2005 r., gdy potrzeby pożyczkowe wyniosły 38,6 mld i były o ponad 6 mld PLN niższe od planu. Skutkiem tego jest istotnie szybszy niż w ubiegłym roku przyrost długu publicznego. Już w połowie roku można było „celebrować” przekroczenie granicy 500 mld PLN, zaś do końca roku dług sektora ma się powiększyć o dalsze 10 mld PLN. Główną przyczyną wyższych od planowanych na ten rok potrzeb pożyczkowych jest brak realizacji planów prywatyzacji (wpływy do budżetu niższe o około 4,5 mld PLN) i większe od zakładanego (o 2,7 mld PLN) saldo tzw. środków przechodzących służących finansowaniu wydatków na początku przyszłego roku. Struktura finansowania potrzeb pożyczkowych będzie w tym roku całkowicie odmienna od planowanej. Według szacunków MF, udział źródeł krajowych ma być wyższy o około 17 mld PLN i wynieść ponad 80% (wobec planowanych około 50%). Już w okresie do końca października br.

Grudzień 2006

udział obligacji uplasowanych na rynku krajowych był o dwie trzecie wyższy od planowanego na cały rok. Można powiedzieć, że w ten sposób MF wspomogło NBP w prowadzeniu restrykcyjnej polityki pieniężnej. Przez wiele miesięcy rentowność długoterminowych obligacji skarbowych utrzymywała się na podwyższonym poziomie i to pomimo dokonanych na początku roku obniżek stopy referencyjnej NBP o łącznie 0,5 pkt. proc.

Program niezbyt szybkiej konwergencji

		2005	2006	2007	2008	2009
Tempo wzrostu PKB	Budżet 2007	3,5%	5,2%	4,6%	4,8%	5,0%
	Program Konwergencji 2006	3,5%	5,4%	5,1%	5,1%	5,6%
	Prognoza KE	3,5%	5,2%	4,7%	4,8%	-
Wynik sektora rządowego i samorządowego (% PKB)	Budżet 2007	-4,3%	-4,1%	-3,7%	-3,3%	-2,8%
	Program Konwergencji 2006	-4,3%	-3,9%	-3,4%	-3,1%	-2,9%
	Prognoza KE	-4,4%	-4,2%	-4,0%	-3,9%	-
Dług publiczny (% PKB)	Budżet 2007	47,3%	49,3%	51,1%	51,6%	51,7%
	Program Konwergencji 2006	47,3%	48,9%	50,0%	50,3%	50,2%
	Prognoza KE	47,3%	49,3%	51,5%	51,6%	-

Źródło: MF, KE

Przyjęta przez rząd w końcu listopada aktualizacja Programu konwergencji przewiduje, że deficyt sektora finansów publicznych w 2009 r. osiągnie 2,9% PKB, czyli nadal będzie niepokojąco bliski progu 3%. Dość intrygujące jest przy tym, że choć w okresie między końcem września (przyjęcie projektu budżetu) a końcem listopada rząd stał się dużo bardziej optymistyczny co do perspektyw wzrostu PKB (podniesienie prognoz o od 0,2 do 0,5 pkt. proc. rocznie), to planowana na lata 2006-2009 poprawa wyniku sektora general government ma być niższa o 0,3 pkt. proc. Uważamy, że założone na 2009 rok przyspieszenie tempa wzrostu PKB do 5,6% będzie trudne do zrealizowania. W takim przypadku, bez podjęcia innych działań, nawet w 2009 roku deficyt może nadal przekraczać 3% PKB. Warto też podkreślić, że w okresie 2005-2007 prawie cała poprawa wyniku fiskalnego ma być efektem wzrostu nadwyżek funduszy ubezpieczeń społecznych i dość ryzykownego założenia o rosnącej nadwyżce sektora samorządowego. Deficyt na szczeblu centralnym ma pozostać prawie bez zmian (spadek z 4,4 do 4,3% PKB), co pokazuje skalę wysiłków na rzecz ograniczenia nierównowagi fiskalnej. Uzasadnieniem dla wolnego tempa ograniczania deficytu w okresie do 2009 r. ma być zamiar przeprowadzenia w tym czasie znaczącej i ze wszech miar pożądanej obniżki tzw. klina podatkowego (zmniejszenie składki rentowej łącznie o 6 pkt. proc.) i redukcji stawek PIT do 18% i 32%. Są to jak najbardziej słuszne cele, ale zaktualizowany Program konwergencji nie pokazuje niestety w przejrzysty sposób, co miałoby skompensować ten ogromny ubytek dochodów (szacowany na ponad 20 mld PLN). Szczególne wątpliwości wzbudza założenie o gwałtownym (o 2 pkt. proc.) spadku relacji wydatków publicznych do PKB w 2009 r., które tylko w części

można uzasadnić zakończeniem ujmowania w budżecie wydatków związanych z zakupem samolotów F-16.

Oprócz planowanych podwyżek akcyzy i wprowadzenia nowego podatku od samochodów, jednym z głównych źródeł pozwalających na zasypanie „dziury” spowodowanej planowanym zmniejszeniem łącznych obciążeń podatkowych mają być szacowane na 0,8% PKB oszczędności w wydatkach związane z planowaną realizacją drugiego etapu reformy finansów publicznych.

Niestety w Programie konwergencji nie przedstawiono żadnych informacji na temat sposobu oszacowania tych oszczędności. Do czasu przedstawienia takich szczegółowych wyliczeń korzyści z planowanej reorganizacji finansów publicznych można traktować tylko jako wirtualne, a w najlepszym wypadku jako mocno przeszacowane. W przedstawionej w Programie konwergencji prognozie zmian w strukturze wydatków publicznych zwraca uwagę założony wzrost udziału wydatków na działalność ogólnopaństwową, obronę narodową i bezpieczeństwo przy zaledwie stabilizacji (w relacji do PKB) wydatków na edukację i ochronę zdrowia. Zarówno wzrost udziału wydatków na cele związane z umacnianiem niektórych funkcji państwa, jak i pewien spadek relacji wydatków publicznych do PKB, ma być możliwy dzięki planowanemu spadkowi udziału wydatków na cele socjalne (z 18% PKB w 2004 r. do 14,7%). Choć stopniowe obniżanie udziału tych wydatków jest z pewnością niezbędne, to można mieć wątpliwości, czy uda się je przeprowadzić w takiej skali głosząc jednocześnie ideę rozbudowy „państwa solidarnego”.

Można mieć poważne obawy, że ostatnia aktualizacja Programu konwergencji spotka się z dość krytyczną oceną ze strony Komisji i Rady UE. Główna uwaga dotyczyć będzie zapewne zbyt wolnego (wolniejszego od wymaganej poprawy wyniku strukturalnego o minimum 0,5 pkt. proc. rocznie) tempa redukcji deficytu w warunkach bardzo szybkiego tempa wzrostu gospodarczego. Inne zastrzeżenia dotyczyć mogą zbyt optymistycznych założeń dotyczących tempa wzrostu PKB i kształtowania się salda na szczeblu samorządów lokalnych oraz braku przejrzystości i szczegółowości przy prezentowaniu sposobu sfinansowania planowanej obniżki obciążeń podatkowych. Na koniec warto natomiast przytoczyć jedno

Grudzień 2006

stwierdzenie z nowej wersji Programu konwergencji, które napawa dość dużym optymizmem. Otóż na str. 6 tego dokumentu stwierdza się, że „świadomość istnienia silnych i pozytywnych zależności między dostosowaniem fiskalnym a wzrostem gospodarczym, szczególnie w krajach transformujących się, motywuje Rząd do upo-

ządkowania finansów publicznych...”. Program konwergencji został oficjalnie zaakceptowany przez Radę Ministrów, więc należy zakładać, że przekonanie o istnieniu silnych niekeynesowskich efektów ograniczania deficytu budżetowego jest stanowiskiem całego rządu.

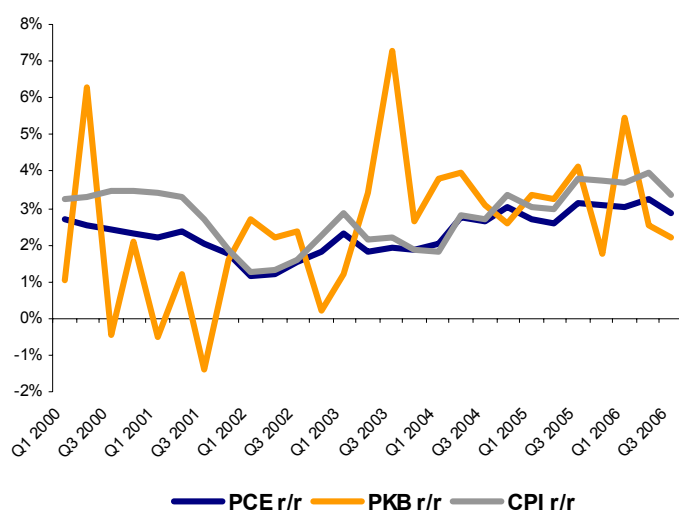
OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

	2006			2007		
	MFW	OECD	KE	MFW	OECD	KE
Świat	5,1%	-	5,1%	4,9%	-	4,6%
USA	3,4%	3,3%	3,4%	2,9%	2,4%	2,3%
EMU	2,4%	2,6%	2,6%	2,0%	2,2%	2,1%
Japonia	2,7%	2,8%	2,7%	2,1%	2,0%	2,3%

źródło: MFW, OECD, KE

Łagodne hamowanie gospodarki światowej

Wysokie tempo wzrostu gospodarki światowej jest jednym z ważnych czynników przyczyniających się do widocznego w tym roku ożywienia polskiej gospodarki i nadających naszemu wzrostowi bardziej zrównoważony charakter. Według prognoz KE globalny PKB ma się zwiększyć w tym roku o 5,1%, czyli nieco szybciej niż w 2005 r. Szczególnie ważna dla nas jest wysoka aktywność gospodarcza w krajach UE, gdzie tegoroczne tempo wzrostu (2,8%) ma być najwyższe od 2000 r. Większość prognoz wskazuje jednak na pewne zwolnienie tempa wzrostu gospodarki światowej w 2007 r. Według szacunków Ministerstwa Finansów gorsze warunki zewnętrzne mają przyczynić się w przyszłym roku do obniżenia wkładu eksportu netto o 0,7 pkt. proc. i do zwolnienia tym samym ogólnego tempa wzrostu polskiej gospodarki. W naszej ocenie, pogorszenie kontrybucji eksportu netto może wynikać nie tylko z osłabienia popytu zewnętrznego, ale też z mniejszej konkurencyjności polskiego eksportu (po niedawnym umocnieniu się złotego) i z przyspieszenia wzrostu importu.

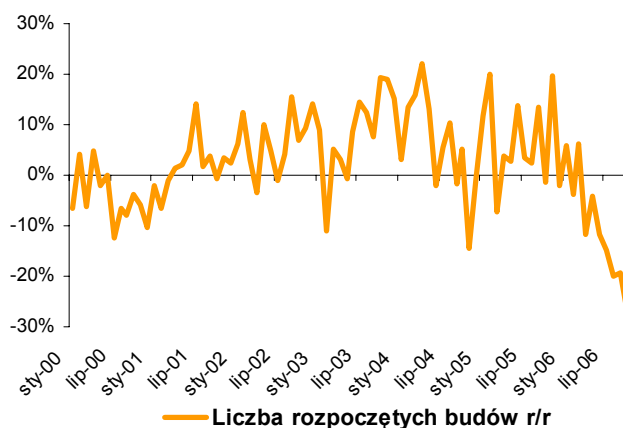


źródło: St. Louis Federal Reserve

Według większości przewidywań zwolnienie tempa wzrostu globalnego PKB w 2007 r. ma być

dość niewielkie i mieścić się w przedziale od 0,2 (MFW) do 0,7 (OECD) pkt. proc. O tym, czy te prognozy się spełnią zadecydują głównie dwa czynniki, a mianowicie to, czy procesy dostosowawcze w USA związane z załamaniem koniunktury na rynku mieszkaniowym będą rzeczywiście miały dość łagodny przebieg i czy potwierdzą się oczekiwania, że rolę lokomotyw wzrostu w coraz większym stopniu przejmować będą gospodarki krajów azjatyckich i europejskich. Dużo też będzie zależeć od dalszego kształtowania się cen ropy naftowej. Spadek cen tego surowca o ponad 20% od sierpnia tego roku w istotnym stopniu przyczynił się do poprawy nastrojów konsumentów i obniżenia ogólnych wskaźników inflacji. Prognozy i notowania rynkowe wskazują wprowadzenie na możliwość ponownego wzrostu cen ropy do poziomu około 65-67 dolarów za baryłkę, ale taka skala zmiany cen nie miałaby istotnych negatywnych konsekwencji dla gospodarki światowej. Ze względu na dużą zmienność i małą przewidywalność cen ropy naftowej sytuację na rynku tego surowca zawsze należy traktować jednak jako potencjalne źródło zagrożenia.

Dylematy FEDu: już obniżyć, czy jeszcze poczekać?



źródło: St. Louis Federal Reserve

Obniżenie się tempa wzrostu PKB w USA do 2,2% w skali rocznej w trzecim kwartale tego roku (z

Grudzień 2006

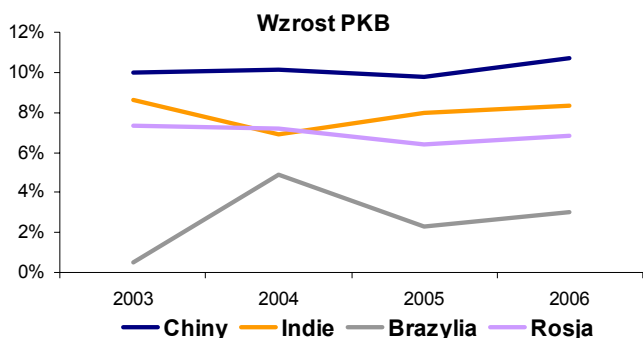
blisko 3,5% rocznie w dwóch poprzednich latach) jest potwierdzeniem znacznego osłabienia aktywności gospodarczej w tym kraju. Główną przyczyną tego pogorszenia jest załamanie się sytuacji na rynku mieszkaniowym wyrażające się w silnym spadku liczby nowo wydawanych zezwoleń na budowę domów i rozpoczynanych budów oraz w nieco tylko mniejszym spadku liczby domów sprzedawanych na rynku pierwotnym i wtórnym. Znacznie obniżyła się też dynamika cen na rynku mieszkaniowym prowadząc do ograniczenia tzw. efektu bogactwa, który do niedawna był jednym z głównych czynników podtrzymujących konsumpcję prywatną w USA. Dalszy rozwój sytuacji w gospodarce amerykańskiej jest dość trudny do przewidzenia. Potwierdza to postawa FED, który po zatrzymaniu w sierpniu cyklu 17 podwyżek stóp procentowych skupia się na analizie bieżących danych statystycznych w celu uzyskania wskazówek co do właściwego kierunku polityki monetarnej. Jak się powszechnie oczekuje również na najbliższym, grudniowym posiedzeniu FOMC nie dojdzie do zmiany stóp procentowych. Pomimo znacznego i szybkiego spadku wskaźnika CPI (z 4,3% w lipcu do 1,4% w październiku) zarówno wskaźnik inflacji bazowej (2,8%) jak i preferowana przez FED miara, czyli deflator wydatków konsumpcyjnych (2,4%), nadal utrzymują się na historycznie wysokich poziomach. Brak wyraźnych sygnałów o przenoszeniu się trudnej sytuacji w budownictwie mieszkaniowym i w przemyśle samochodowym do innych części gospodarki oraz nadal solidne tempo wzrostu spożycia indywidualnego powodują, że FED nie widzi jeszcze potrzeby stymulowania popytu poprzez obniżkę stóp procentowych. Taką decyzję mogłyby wywołać dopiero silny spadek konsumpcji prywatnej przy jednoczesnym potwierdzeniu się sygnałów o słabnięciu presji inflacyjnej. Podtrzymaniu konsumpcji służą jednak nie tylko niższe ceny paliw i rosnące notowania giełdowe, ale też dość szybki wzrost płac związany z wciąż korzystnymi trendami na rynku pracy. Dalsze kształtowanie się wskaźnika kosztów zatrudnienia będzie z pewnością bardzo uważnie obserwowane przez FED ze względu na jego kluczowe znaczenie dla oceny skali napięć inflacyjnych. Najnowsze dane statystyczne wciąż nie dają jednoznacznego sygnału, co do kierunku, w jakim zmierza gospodarka USA. Wprawdzie dane o wzroście PKB w trzecim kwartale były nieco lepsze od oczekiwanych i nieznacznie wzrosła też ostatnio sprzedaż domów na rynku wtórnym, ale mniej pomysłne były informacje o dużym spadku zamówień na dobra trwałe (-8,3% w październiku) i wcześniejsze dane o spadku produkcji w przemyśle przetwórczym we wrześniu i w październiku. Rynki finansowe bardzo negatywnie odebrały informacje o listopadowym spadku indeksu ISM z 51,2 do 49,5 punktu i o jeszcze głębszym spadku wskaźnika PMI dla regionu Chicago. W tych warunkach za najbardziej prawdopodobny scenariusz uważamy to, że FED nie zmieni

swych stóp procentowych co najmniej do marca przyszłego roku. Jeśli w tym czasie potwierdzą się oczekiwania dotyczące osłabienia presji inflacyjnej, to w marcu i w maju może dojść do obniżek stóp o 25 punktów bazowych. Gdyby jednak utrzymały się tendencje do wzrostu płac a tempo wzrostu PKB zaczęło ponownie zbliżać się do potencjału, to możliwa jest też realizacja scenariusza zakładającego albo odłożenie obniżki stóp na drugą połowę roku, albo też nawet ich niewielką korektę w górę. Konieczności dodatkowego, nieznacznego zacieśnienia polityki pieniężnej w USA nie wykluczają, między innymi, eksperci MFW. Pomimo wielu znaków zapytania, co dalszego kształtowania się sytuacji gospodarczej w USA, zgadzamy się z dominującą opinią, że obecne zwolnienie tempa wzrostu będzie dość krótkotrwałe i łagodne. Perspektywa ożywienia gospodarki amerykańskiej w drugiej połowie przyszłego roku powinna też przyczynić się do odwrócenia się obecnego spadkowego trendu w kształtowaniu się długoterminowych stóp procentowych i kursu dolara.

Czy można liczyć na inne „lokomotywy” wzrostu?

Spełnienie się założenia dotyczącego „miękkiego lądowania” gospodarki USA sprzyjałoby realizacji drugiego z warunków utrzymania się wysokiego tempa wzrostu gospodarki światowej, jakim jest nadanie temu wzrostowi bardziej zrównoważonego geograficznie charakteru. Jest prawie pewne, że w przyszłym roku nadal będziemy mogli liczyć na silne impulsy wzrostowe ze strony Chin i pozostałych trzech krajów zaliczanych do tzw. grupy BRIC (Brazylia, India i Rosja). Wprawdzie obawy o przerost mocy wytwórczych w niektórych branżach skłoniły władze Chin do wprowadzenia różnych ograniczeń administracyjnych i pewnego zacieśnienia polityki pieniężnej, ale spowodowane tymi posunięciami i nieco słabszym popytem zewnętrznym obniżenie tempa wzrostu PKB ma być tylko marginalne. Prognozy KE przewidują, że tempo wzrostu w Chinach spadnie z 10,4% w tym roku do 9,8% w 2007 r. Warto podkreślić, że w krajach grupy BRIC wytwarza się już około 11% światowego PKB, co oznacza, że przy przeciętnym tempie wzrostu na poziomie blisko 8,5% kraje te będą w przyszłym roku miały większy wkład w przyrost globalnego PKB niż gospodarka USA.

Grudzień 2006

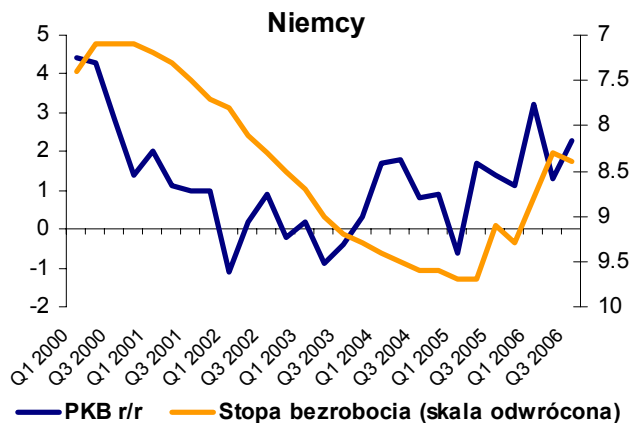


Nieco mniej pomyślnie kształtują się w przyszłym roku perspektywy gospodarki japońskiej, gdzie zakłada się spadek tempa wzrostu PKB z 2,7% w tym roku do około 2%. Spadek ten odzwierciedla dużą nadal zależność od popytu zewnętrznego (słabszy eksport w 2007 r.) i mało stabilny wzrost konsumpcji prywatnej (spadek o 0,7% w III kwartale br.). Dość solidny nadal wzrost inwestycji, niskie stopy procentowe i optymistyczne oceny koniunktury pozwalają jednak liczyć na utrzymanie się trwającego od 2002 r. trendu wzrostowego. Choć ryzyko powrotu do deflacji jest raczej niewielkie, zakładamy, że Bank Japonii zachowa ostrożność w swej polityce monetarnej i ograniczy się w przyszłym roku do co najwyżej dwóch podwyżek stóp procentowych o łącznie 0,5 pkt. proc. Do takiej ostrożności skłaniać też powinno pewne osłabienie koniunktury i obawy o wpływ zmian stóp na kształtowanie się kursu jena.

Gospodarka europejska przyspiesza i zwalnia, ECB robi swoje

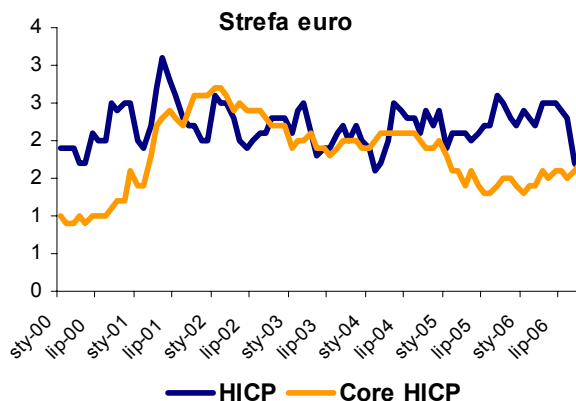
Prognozy wzrostu PKB na poziomie 2,8% dla całej UE i 2,6% dla strefy euro potwierdzają, że bieżący rok jest bardzo udany dla gospodarki europejskiej. Te dobre wyniki są w głównej mierze zasługą gospodarki niemieckiej, która po latach zastoju zaczęła wracać do pełni zdrowia. Jest to zarówno efektem odbudowy konkurencyjności poprzez wdrażane od kilku lat reformy i silną dyscyplinę płac, jak i korzystnych warunków zewnętrznych. Perspektywy dla Europy na 2007 r. są już nieco mniej pomyślne, gdyż oczekuje się negatywnych skutków osłabienia popytu zewnętrznego, dokonanych już podwyżek stóp procentowych i planowanego zacieśnienia polityki fiskalnej w kilku wiodących krajach. Największą niewiadomą jest skala przyszłorocznego zwolnienia gospodarki niemieckiej. Prognozowane na 2007 r. tempo wzrostu PKB mieści się w przedziale od 1,0% do 1,8%. Według naszych ocen tempo będzie raczej bliższe środkowi tego przedziału, gdyż zdecydowanie negatywne dla konsumpcji prywatnej skutki wzrostu VAT (razem z innymi zmianami podatków ograniczy to dochód do dyspozycji o około 1,7%) i mniej korzystne warunki dla eksportu powinny zostać w pew-

nej mierze skompensowane przez pozytywne efekty poprawy sytuacji na rynku pracy, niższych cen energii i nadal solidnego tempa wzrostu inwestycji.



źródło: Eurostat

Rekordowo wysoki poziom wskaźnika IFO i pomyślnie kształtowanie się większości pozostałych (poza ZEW) wskaźników koniunktury również pozwalają z optymizmem patrzeć na perspektywy gospodarki niemieckiej, choć ostatnie dane o spadkach produkcji przemysłowej we wrześniu i październiku tonują nieco ten optymizm. Według większości prognoz już w 2008 r. tempo wzrostu PKB w Niemczech powinno jednak ponownie przekroczyć 2%.



źródło: Eurostat

Wobec ogólnie dobrej kondycji gospodarki krajów strefy euro i przy relatywnie niskim nadal poziomie stóp procentowych sytuacja ECB wydaje się nieco łatwiejsza niż FED. Pomimo przejściowego spadku wskaźnika HICP do 1,6% październiku i 1,8% w listopadzie, prognozy na 2007 r. nadal wskazują na to, że inflacja może kształtować się blisko lub nieco powyżej poziomu 2%. W tej sytuacji ECB może skupić się na swoim podstawowym zadaniu, jakim jest trwałe obniżenie inflacji poniżej wyznaczonego celu. Zgodnie z oczekiwaniami rynku, podstawowa stopa

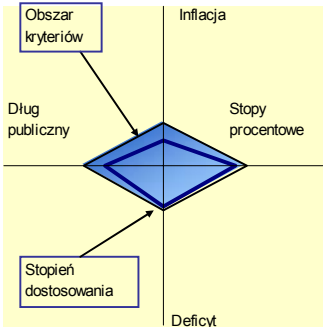
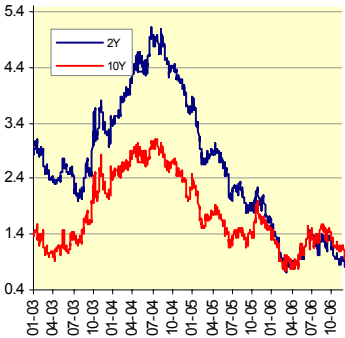
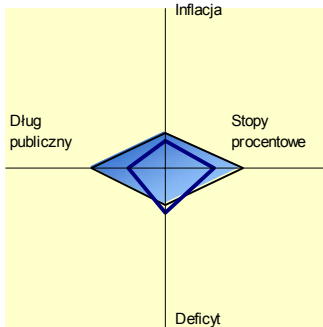
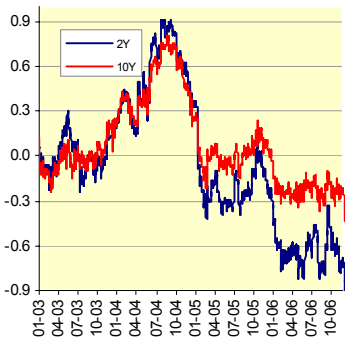
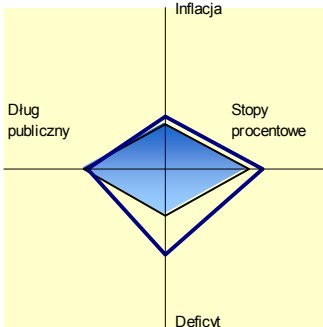
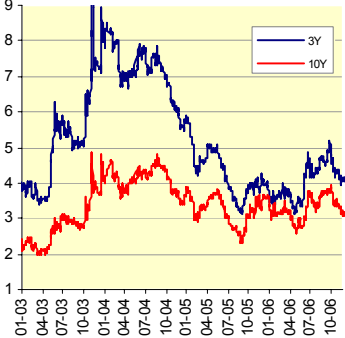
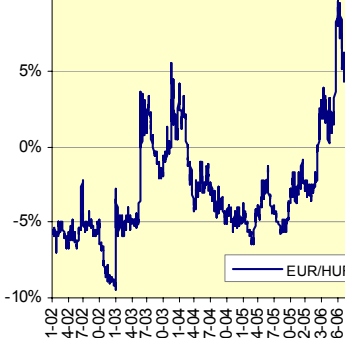
Grudzień 2006

ECB podwyższona została 7 grudnia o kolejne 0,25 pkt. proc. do poziomu 3,5%. Dalsze kroki ECB są nieco trudniejsze do przewidzenia ze względu na potrzebę dokonania pełniejszej oceny skutków wzrostu VAT w Niemczech oraz przeanalizowania skali zagrożeń wynikających z dość znacznej aprecjacji euro i mniej pomyślnych informacji na temat krótkookresowych perspektyw gospodarki amerykańskiej. Pomimo nieco łagodniejszego tonu ostatniego komunikatu ECB zakładamy, że w lutym lub w marcu dojdzie do kolejnej podwyżki stóp o 0,25 pkt. proc. Oprócz potrzeby oddziaływania na oczekiwania inflacyjne ECB może bowiem nadal uzasadniać kontynuację procesu „normalizacji” swych stóp procentowych wynikami analizy monetarnej, w tym zwłaszcza szybkim tempem wzrostu podaży pieniądza (8,5% w październiku br.) i przyspieszającą dynamiką kredytu dla przedsiębiorstw (12,9%). Nie można wykluczyć, że w przypadku braku wyraźnych zagrożeń dla wzrostu PKB w strefie euro ECB zdecyduje się w następnych miesiącach na jeszcze jedną podwyżkę stóp o 0,25 pkt. proc., choć na potrzebę jej wprowadzenia nie wskazuje obecnie wyraźnie ani najnowsza projekcja inflacji, ani też analiza oparta na tzw. regule Taylora. Szansa na niewielkie złagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro pojawi się natomiast najwcześniej w końcu 2007 lub na początku 2008 roku.

Podsumowując można stwierdzić, że zarówno krótkookresowe, jak i średnioterminowe perspektywy gospodarki światowej kształtują się dość pomyślnie i istnieją duże szanse na zrealizowanie się hipotezy o „łagodnym lądowaniu”. Realizacji takiego scenariusza sprzyjać powinna oczekiwana kontynuacja procesu wyrównywania się dynamik wzrostu w poszczególnych częściach świata. Dostrzegamy wprawdzie ryzyka związane z możliwością większego osłabienia gospodarki USA, czy też z ewentualnymi skutkami bardziej gwałtownej korekty globalnej nierównowagi płatniczej, nasilenia się presji protekcyjnych i ponownego znacznego wzrostu cen ropy naftowej, ale prawdopodobieństwo szybkiego zmaterializowania się tych ryzyk uważamy za dość ograniczone. Największym zagrożeniem dla polskiej gospodarki może być większe od oczekiwanego osłabienie popytu wewnętrznego w Niemczech w następstwie planowanej podwyżki stawki VAT, choć negatywne skutki takiego spadku popytu mogłyby zostać zmniejszone przez dość istotnie zmienioną w ostatnich latach strukturę polskiego eksportu. Nawet jednak, jeśli przyszłoroczne osłabienie popytu zewnętrznego będzie dość niewielkie, to istotnym zagrożeniem dla dynamiki polskiego eksportu może być erozja jego konkurencyjności wskutek dalszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy i nominalnej aprecjacji złotego.

Grudzień 2006

EUROMONITOR

	4 kryteria konwergencji. <i>Niebieski obszar wyznaczają kryteria z Maastricht, linia wewnątrz tego obszaru oznacza spełnienie kryterium.</i>	Spread do stóp procentowych w Strefie Euro	Odchylenie nominalnego kursu walutowego
Polska	 źródło: MF, GUS, Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank S.A.	 źródło: Reuters, BRE Bank SA	 źródło: Reuters, BRE Bank SA
Czechy	 źródło: MF, CNB, CSO, Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank SA	 źródło: Reuters, BRE Bank SA	 źródło: Reuters, BRE Bank SA
Węgry	 źródło: MF, HNB, Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank SA	 źródło: Reuters, BRE Bank SA	 źródło: Reuters, BRE Bank SA

Od 1 maja 2004 referencyjne wartości dla kryteriów monetarnych liczone są dla krajów EU-25.

Objaśnienia:

Pierwsza kolumna:

- Dane na temat długu i deficytu sektora publicznego podane są za 2005. Podano wielkości liczone według metodologii ESA'95 i opublikowane przez Eurostat. Deficyt dla Polski (i Węgier), zgodnie z decyzją Rady Ministrów UE jest pomniejszony o koszty reformy emerytalnej.
- Dane na temat inflacji (HIPC) i długookresowych stóp prezentują stan na koniec listopada 2006.
- Stopy procentowe zostały policzone jako średnia z rentowności dziennych (dla 1 roku) dla obligacji skarbowych o terminie wykupu 10 lat (przy kapitalizacji półrocznej). Kraje referencyjne to Polska, Finlandia i Szwecja.

Druga kolumna:

- Dla Węgier podano rentowności obligacji skarbowych, dla Polski, Czech i Strefy Euro stopy IRS.
- Odchylenie kursu walutowego liczone jest względem kursu z dn. 25.02.2004.

4 KRYTERIA KONWERCENCJI				
	KRYTERIUM	POLSKA	CZECZY	WĘGRY
Stopy procentowe	5,39%	5,27%	3,51%	6,76%
Inflacja	2,8%	1,2%	2,2%	3,5%
Deficyt	3,0%	2,5%	3,6%	6,5%
Dług	60,0%	42,0%	30,4%	57,7%
ERV		5,40%	3,36%	7,42%
ERV max		10,33%	5,65%	10,57%
ERV min		5,40 %	3,36%	3,02%
Objaśnienia: Górne wiersze: Opis na poprzedniej stronie. Dolne wiersze: - ERV (ang. Exchange Rate Volatility) jest miarą zmienności kursu walutowego stosowaną przez ECB w Raportach o Konwergencji. Wskaźnik liczony jest na podstawie kursów dziennych z ostatnich 20 dni miesiąca. Figura kwartalna to średnia z 3 miesięcy. - Podane zostały oczekiwane ERV (prognoza) z ostatniego kwartału (wrzesień – listopad 2006) oraz maksymalne i minimalne wartości kwartalnego ERV z ostatnich ośmiu okresów. - Wskaźnik ERV jest interpretowany jako odchylenie standardowe rocznej stopy kursu w następnym roku przy założeniu, że zmienność kursu nie zmieni się w stosunku do obecnej. O stabilności kursu waluty świadczy jego możliwie niska wartość.				

Grudzień 2006

NA RYNKU

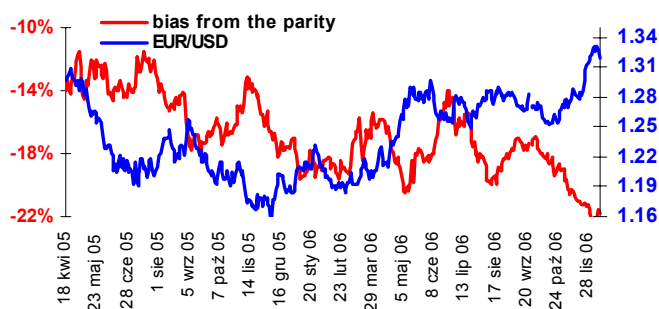
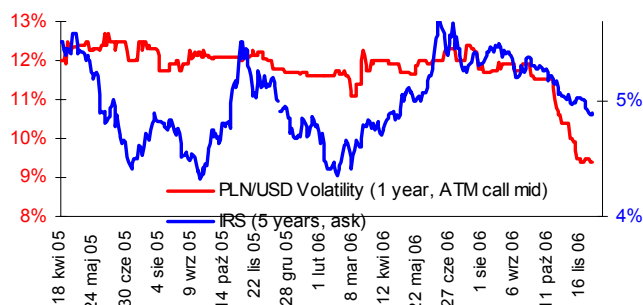
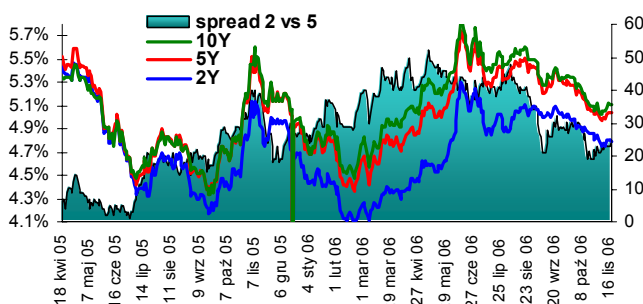
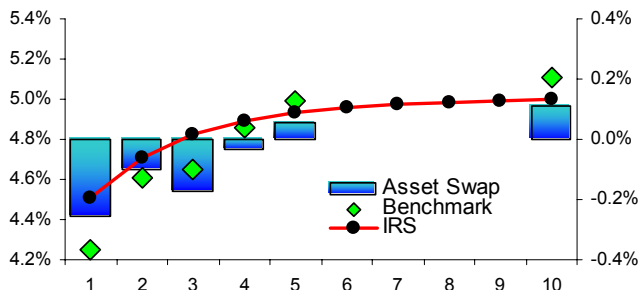
Fixed income

Od kilku miesięcy na rynku długu we wszystkich krajach regionu panują bardzo dobre nastroje. Oprócz sytuacji na rynkach globalnych (przede wszystkim koniec cyklu podwyżek w USA) bardzo istotna jest też w tej sytuacji ocena gospodarki polskiej – nadal ograniczona presja inflacyjna, wysokie tempo wzrostu gospodarczego oraz korzystna jego struktura, bardzo dobre bieżące wykonanie budżetu. Ryzyko psucia budżetu przy okazji kampanii samorządowej okazało się przecenione, niepewność wokół osoby nowego prezesa NBP również nie ma jak na razie znaczącego wpływu na poziom krzywej.

Fundamenty gospodarki nadal przemawiają za utrzymywaniem niskich poziomów rentowności. Poprawki postów do budżetu miały charakter raczej kosmetyczny i prawdopodobne przyjęcie budżetu (głosowania w Sejmie w tym tygodniu) może być dla rynków pozytywnym sygnałem. Przy utrzymującym się stabilnym tempie wzrostu nie powinno być problemów z wykonaniem takiego budżetu. Również nadchodzące publikacje danych powinny być dla rynku pozytywnym sygnałem świadczącym o nadal ograniczonej presji inflacyjnej (względnie niska inflacja czy wzrost płac, aprecjacja kursu), w rezultacie spodziewamy się, że w najbliższym czasie krzywa może ulec dalszemu, choć już nieznaczному, obniżeniu.

F/X

Pozytywny sentyment na rynku długu nie pozostał bez wpływu na kurs złotego. Umocnienie złotego wobec EUR poniżej 3,80 nie okazało się jak na razie trwałe, ale cały czas znajdujemy się blisko tego poziomu. Naszym zdaniem, o ile wybór prezesa NBP nie będzie się nadmiernie przeciągał, ten techniczny poziom może zostać ponownie złamany jeszcze przed końcem tego roku. Również w pierwszej połowie przyszłego roku sentyment na rynku walutowym powinien być pozytywny, a kurs EUR/PLN w pierwszej połowie przyszłego roku może spaść poniżej 3,75. Oprócz korzystnych perspektyw wzrostu oraz wykonania budżetu czy stabilnego deficytu C/A, na rzecz umocnienia PLN przemawiają m.in. przyspieszający napływ funduszy unijnych i nasilające się transfery prywatne od zatrudnionych w krajach UE. Ryzyko polityczno-fiskalne nasili się, jak zwykle, przy okazji publikacji założeń do budżetu na rok 2008, ale przy utrzymującym się wysokim wzroście gospodarczym powinno ono pozostać dość ograniczone.



KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Grudzień 2006	Styczeń 2006	Luty 2006	Marzec 2006
Wskaźnik cen tow. i usług kons.	14			
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	19			
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	15			
Szacunki PKB	-			
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22			
Podaż pieniądza M3	14	12	14	14
Bilans płatniczy RP	13	16	12	14
Inflacja bazowa	22			
Aktywa rezerwowe	7	5	7	7
Posiedzenia RPP	19-20	23 30-31	27-28	27-28
Posiedzenia ECB	2	11	8	8
Posiedzenia FED	12	30-31	-	20-21

źródło: GUS, NBP, ECB, Rezerwa Federalna

KONTAKT:
Departament Rynków Finansowych
ul. Senatorska 18
00-950 Warszawa
fax: (22) 829 02 05

Kierujący Wydziałem Współpracy z Klientami

Bogusław Goleń +48 22 829 02 11 bogdan.golen@brebank.com.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

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

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

Marcin Turkiewicz +48 22 829 01 84 marcin.turkiewicz@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

Łukasz Barwicki +48 22 829 01 93 lukasz.barwicki@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

Jarosław Stolarczyk +48 22 829 01 67 jaroslaw.stolarczyk@brebank.com.pl

Niniejsze opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych źródeł, jednakże nie możemy zagwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydawania raportu. Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim treści. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania jest możliwa jedynie za uprzednią zgodą autorów.