



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Styczeń 2007, Nr 67 (8)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Nowy prezes NBP	s. 3
Gospodarka polska	s. 5
Polityka monetarna	s. 7
Polityka fiskalna	s. 9
Sekcja specjalna	s. 12
Euromonitor	s. 15
Na rynku	s. 17
Kalendarz	s. 18

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

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

- Kandydatura Sławomira Skrzypka na stanowisko prezesa NBP była dużym zaskoczeniem i wzbudziła wiele kontrowersji. Wybór nowego prezesa NBP nie powinien istotnie zmienić polityki monetarnej, natomiast można oczekiwać większej ostrożności w sprawie przyjęcia euro. Z wielką uwagą będziemy obserwować, czy pierwsze działania S. Skrzypka potwierdzą, że przywiązuje on największą wagę do utrzymania stabilności cen i budowania zaufania do polskiego pieniądza.
- Dane makroekonomiczne i wyniki badań koniunktury potwierdzają, że polska gospodarka nadal znajduje się w fazie dość silnego ożywienia. Można też liczyć na dalszy wzrost konsumpcji, która dodatkowo wsparta zostanie przez sezonowe przyspieszenie tempa wzrostu płac. Bezrobocie będzie nadal spadać, ale tempo jego spadku może nieco się obniżyć.
- Tempo wzrostu cen jest nadal niższe od przewidywań wynikających z październikowej projekcji inflacyjnej NBP. Według naszych prognoz wskaźnik inflacji w 2007 r. nie powinien raczej przekroczyć celu NBP. Nie przewidujemy, aby w najbliższych miesiącach RPP zdecydowała się na podwyżkę stóp procentowych, choć wiele może zależeć od kształtu ścieżki inflacji określonej przez kolejne projekcje NBP.
- Wstępne szacunki deficytu budżetu państwa w 2006 r. pokazują, że był on niższy od większości przewidywań. Przyczyniły się do tego zarówno nieco wyższe dochody, jak i niespodziewanie duże oszczędności w wydatkach. Dobiegają końca prace nad budżetem na 2007 r. Po poprawkach zgłoszonych przez posłów i senatorów kwota dochodów i wydatków wzrosła o nieco ponad 2 mld PLN. Zbyt duża dynamika wzrostu dochodów założona w budżecie na ten rok nie pozwala na osiągnięcie niezbędnego postępu w ograniczaniu nierównowagi fiskalnej.
- Słowenia została trzynastym członkiem strefy euro. Na osiągnięcie tego celu pozwoliła determinacja władz we wdrażaniu strategii przyjętej w listopadzie 2003 r. i dobra współpraca między rządem i bankiem centralnym. Dużym wyzwaniem dla Słowenii będzie dalsze umocnienie konkurencyjności, gdyż bez tego może nie osiągnąć wszystkich oczekiwanych korzyści z przyjęcia euro.

Styczeń 2007

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Lis 05	Gru 05	Sty 06	Sie 06	Wrz 06	Paź 06	Lis 06	Gru 06	Sty 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	8,5%	9,5%	9,7%	12,6%	11,6%	14,6%	11,7%	6,3%	
Produkcja przemysłowa m/m	-0,2%	-1,3%	-9,1%	2,4%	9,2%	4,1%	-2,9%	-6,1%	
Sprzedaż detaliczna r/r	7,3%	6,3%	6,3%	11,5%	14,5%	13,3%	13,6%	13,8%	
Sprzedaż detaliczna m/m	-4,5%	22,9%	22,8%	1,6%	1,0%	2,7%	-4,3%	23,0%	
Rynek pracy									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2677,75	2789,08	2471,09	2611,93	2611,16	2657,99	2759,56	2976,2	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	6,9%	1,5%	3,6%	5,3%	5,1%	4,7%	3,1%	6,7%	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	5,5%	4,2%	11,4%	-1,4%	0,0%	1,8%	3,8%	7,9%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,4%	2,5%	2,6%	3,5%	3,5%	3,6%	3,8%	4,0%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,1%	-0,1%	1,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	
Stopa bezrobocia	17,3%	17,6%	18,0%	15,5%	15,2%	14,9%	14,8%	14,9%	
Handel zagraniczny									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-502	-530	-211	-584	195	-482	-667		
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-322	-425	6	-438	-299	-269	-487		
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	16,8%	22,5%	21,7%	23,1%	17,3%	24,0%	25,1%		
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	20,1%	18,6%	23,7%	23,7%	19,1%	27,8%	26,2%		
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,8%	-1,7%	-1,6%	-2,1%	-1,9%	-2,0%	-1,8%		
Ceny									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	-0,2%	-0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	1,0%	0,7%	0,6%	1,6%	1,6%	1,2%	1,4%	1,5%	
Inflacja netto r/r	1,1%	1,1%		1,4%	1,4%	1,3%	1,6%	1,6%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,1%	-0,7%	0,3%	-0,1%	0,0%	-0,5%	-0,5%	-0,2%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	-0,4%	0,2%	0,2%	3,3%	3,6%	3,2%	2,6%	3,0%	
Agregaty monetarne									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	407,1	412,5	406,6	447,2	453,1	458,8	465,6	477,1	
Podaż pieniądza y/y	12,6%	10,5%	10,4%	12,9%	13,0%	12,3%	14,4%	15,7%	
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	19,8%	22,8%	23,3%	29,0%	31,1%	30,1%	31,4%	33,4%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	1,7%	2,9%	3,5%	8,8%	9,8%	10,3%	11,6%	14,7%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	4,5%	3,6%	2,6%	6,0%	7,3%	6,8%	7,2%	9,7%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	20,4%	16,9%	21,4%	23,0%	19,3%	19,4%	23,5%	25,7%	
Kursy walutowe									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,9053	3,8598	3,8285	3,9369	3,9835	3,8871	3,8166	3,8312	3,85
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,3165	3,2613	3,1630	3,0651	3,1425	3,0631	2,8911	2,9105	2,92
Stopy procentowe									
Stopa interwencyjna NBP	4,50%	4,50%	4,25%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Stopa lombardowa	6,00%	6,00%	5,75%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Stopa depozytowa	3,00%	3,00%	2,75%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
WIBOR 3M	4,63%	4,60%	4,48%	4,19%	4,22%	4,21%	4,20%	4,20%	4,24%
Rentowność obligacji 2Y	4,71%	4,54%	4,29%	4,88%	4,91%	4,58%	4,67%	4,33%	4,45%
Rentowność obligacji 5Y	5,25%	4,96%	4,83%	5,38%	5,42%	5,04%	4,97%	4,84%	4,97%
Rentowność obligacji 10Y	5,33%	5,10%	5,04%	5,59%	5,53%	5,18%	5,16%	5,10%	5,22%
Gospodarka światowa									
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	1,7%	1,6%	1,8%	1,9%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)		1,8%			2,7%				
Stopa podstawowa ECB	2,00%	2,25%	2,25%	3,00%	3,00%	3,25%	3,25%	3,50%	3,50%
Inflacja w USA (r/r)	3,5%	3,4%	4,0%	3,8%	2,1%	1,3%	2,0%		
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)		1,8%			2,2%				
Stopa docelowa Fed Funds	4,00%	4,25%	4,50%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%

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

NOWY PREZES NBP

10 stycznia br. Sejm wybrał Stanisława Skrzypka, byłego bardzo bliskiego współpracownika prezydenta Lecha Kaczyńskiego, na stanowisko prezesa Narodowego Banku Polskiego. Kandydatura zgłoszona przez prezydenta wzbudziła wiele kontrowersji i pewien niepokój na rynkach finansowych. W ciągu tygodnia od przedstawienia kandydata złoty osłabił do dolara o około 12 groszy i do euro o 7 groszy, choć do spadków tych przyczyniły się też (lub może nawet w głównej mierze) różne czynniki zewnętrzne. Najważniejsze zastrzeżenia wobec S. Skrzypka dotyczyły braku odpowiedniego wykształcenia i doświadczenia zawodowego oraz braku gwarancji, że będzie on gotów z pełną determinacją bronić stabilności złotego i niezależności banku centralnego. Nowo wybrany prezes NBP ukończył studia techniczne, a wiedzę ekonomiczną uzupełniał na różnych kursach podyplomowych i podczas 1,5-letniego pobytu na studiach w USA. Nigdy też nie zajmował się bezpośrednio polityką pieniężną i innymi zagadnieniami makroekonomicznymi. W tej sytuacji jest dość oczywiste, że głównym kryterium wyboru kandydata nie były jego kwalifikacje, lecz stopień zaufania, jakim obdarza go prezydent i inni przedstawiciele rządzącej koalicji. To z kolei może budzić uzasadnione wątpliwości co do tego, w jakim stopniu S. Skrzypek będzie chciał i mógł uniezależnić się od osób i środowisk, które go desygnowały i poparły.

Czy obawy okażą się słuszne?

Podczas przesłuchań w Sejmie potwierdziły się w dużej mierze obawy o brak ugruntowanej znajomości zagadnień, jakimi zajmuje się bank centralny. Jednocześnie jednak w swych pierwszych publicznych wypowiedziach S. Skrzypek starał się unikać stwierdzeń, które mogłyby zostać źle odebrane przez rynki finansowe. Podkreślał wprawdzie dość mocno wagę wzrostu gospodarczego, ale zawsze z zastrzeżeniem, że jego wspieranie nie powinno szkodzić stabilności cen. Wypowiedzi w sprawie przyjęcia euro były zgodne z przewidywaniami, czyli bardzo ostrożne i mało konkretne. Nieco więcej niepokoju wzbudziło niezbyt jasne stanowisko S. Skrzypka w sprawie zmian w ustawie o NBP, choć później próbowano wyjaśniać, że chodzi głównie o zmianę sposobu finansowania BFG.

W wielu komentarzach na temat S. Skrzypka pojawiły się stwierdzenia, że jego wybór niewiele zmieni, gdyż w prowadzeniu polityki pieniężnej nowy prezes będzie ograniczany przez pozostałych członków RPP, a w kierowaniu bankiem przez „kadencyjnych” członków Zarządu. Prawdziwa wydaje się jednak, i to nie w pełni, tylko pierwsza część tego twierdzenia.

Nowy prezes nie zmieni w istotnym stopniu układu sił wewnątrz RPP i nie będzie w stanie przeforsować poglądów nieznajdujących akceptacji ze strony większości członków Rady. Jest niemal pewne, że S. Skrzypek dołączy do grupy zdeklarowanych „gołębi”, natomiast dużo trudniej jest przewidzieć, czy pojawienie się nowego przewodniczącego wpłynie w jakiś istotny sposób na stanowiska pozostałych członków Rady. Szczególny wpływ na wyniki przyszłych głosowań będzie miało to, w jakim kierunku i tempie ewoluować będą poglądy osób lokujących się bliżej środka Rady. W ostatnich wypowiedziach prof. Sławińskiego widać np. dużo większą otwartość na ewentualną podwyżkę stóp. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy jednak nadal, że do końca I kwartału stopy NBP nie ulegną zmianie. W tym kontekście dość interesująca jest niedawna wypowiedź prezydenta Kaczyńskiego o szybko rosnącym popycie konsumpcyjnym, która dała swego rodzaju polityczne przyzwolenie na podwyżkę stóp. Ciekawe będzie, czy i jak S. Skrzypek będzie chciał skorzystać z tego przyzwolenia swego mocodawcy. Mówiąc o ograniczonym wpływie prezesa NBP na prowadzenie polityki pieniężnej nie można jednak zapominać o jego ważnej roli w komunikowaniu decyzji tego gremium i w sprawowaniu nadzoru nad przygotowaniem materiałów na posiedzenia Rady.

Jakich zmian można oczekiwać w NBP?

Jeśli chodzi o inne funkcje pełnione przez prezesa NBP, w tym zwłaszcza o zarządzanie bankiem centralnym, to można się spodziewać, że w tych obszarach S. Skrzypek będzie dążył do wprowadzenia dość dużych zmian. Pierwszym testem będą proponowane zmiany w składzie zarządu. Nie można wykluczyć, że obejmą one również powołanie nowych wiceprezesów i degradację obecnych do roli zwykłych członków zarządu. Taki ruch byłby jednak dość kontrowersyjny od strony prawnej. Ważnym sygnałem będzie również to, kto zostanie reprezentantem NBP w KNF i KNB. Objęcie tych stanowisk przez samego S. Skrzypka, lub przez kogoś z nowo powołanych członków zarządu, może być bowiem odczytana jako próba wzmocnienia już istniejącej w tych formalnie niezależnych gremiach przewagi osób realizujących politykę rządu. Przykład PKO BP pokazuje, że również w NBP można się spodziewać nie tylko przeprowadzenia „dobrowolnej” lustracji, ale i dość licznych zmian na różnych stanowiskach kierowniczych. Do tej pory wysoka jakość kadr (w tym zwłaszcza w pionie badań i analiz makroekonomicznych) była uważana za jeden z głównych atutów

Styczeń 2007

NBP. Trzeba mieć nadzieję, że nie dojdzie do zaprzepaszczenia tego dorobku.

Nawet najbardziej zagorzali zwolennicy wyboru S. Skrzypka nie twierdzili, że jest on idealnym kandydatem na stanowisko prezesa NBP. Świadczyć o tym może też to, że nie był to pierwszy kandydat wskazany przez prezydenta. Wybór został jednak już dokonany i teraz S. Skrzypek będzie miał sześć lat na

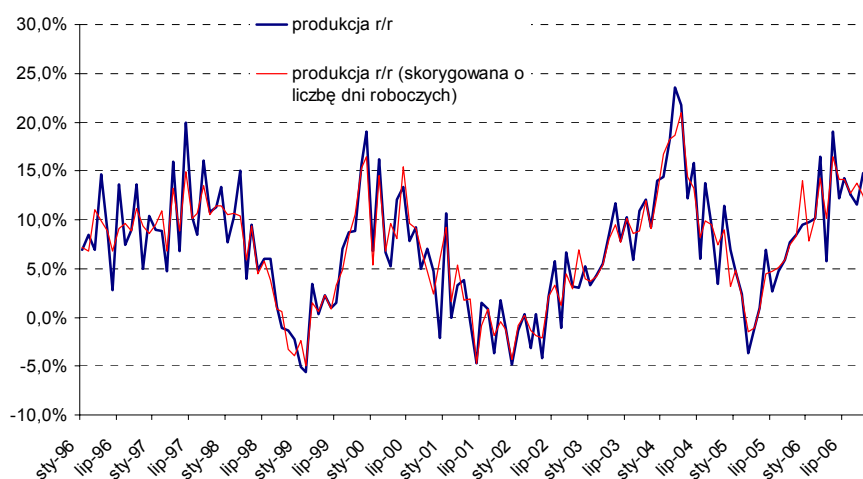
przekonanie swoich zwolenników i przeciwników, że był to wybór słuszny. Z wielką uwagą będziemy więc obserwować pierwsze poczynania i decyzje nowego prezesa licząc na to, że będzie on równie skuteczny jak jego poprzednik w budowaniu zaufania do polskiego pieniądza, obronie niezależności banku centralnego i umacnianiu jego reputacji w świecie.

Styczeń 2007

GOSPODARKA POLSKA

Nadal korzystny obraz polskiej gospodarki

Miesięczne dane makroekonomiczne opublikowane w grudniu 2006 wskazują na kontynuację korzystnych tendencji widocznych w opublikowanych wcześniej danych dotyczących III kwartału ubiegłego roku. Dynamika produkcji przemysłowej w listopadzie nie osiągnęła już wprawdzie tak imponującego poziomu jak w październiku, ale realny wzrost przekraczający 11,7% r/r nie jest w żadnym wypadku powodem do zmartwień. Trzeba też zauważyć, że to obniżenie wskaźnika wzrostu produkcji wynikało w pewnej części z efektu wysokiej bazy z 2005 roku. Efekt ten wpłynął również na obniżenie rocznej dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu w grudniu. Dodatkowo, różnica w liczbie dni roboczych przyczyniła się do tego, że produkcja przemysłowa w grudniu 2006 wzrosła, według naszych szacunków, tylko o około 6,3% w ujęciu rocznym. Różnica dni roboczych oraz efekty statystyczne powodują również, że tempo wzrostu PKB w IV kwartale 2006 roku może okazać się nieco niższe niż 5,8% zanotowane w III kw. Naszą prognozę wydają się uwiarygodniać badania koniunktury. Jak podaje Główny Urząd Statystyczny, w IV kwartale co prawda wzrósł odsetek przedsiębiorstw przemysłowych uznających swe moce produkcyjne za zbyt małe, jednak bieżący portfel zamówień oceniany był ostrożniej niż w listopadzie. Ostatnie badania koniunktury pokazały również, że we wszystkich kategoriach przedsiębiorstw oczekiwano rozszerzenia zamówień w skali nieco mniejszej niż wskazywały badania przeprowadzone w listopadzie.



Źródło: GUS, BRE

że rekordowe dynamiki w przemyśle mamy już za sobą.

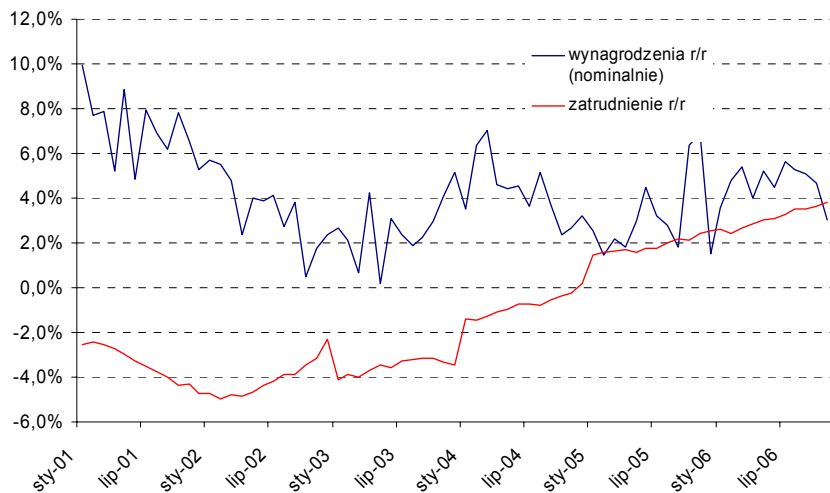
Wzrost konsumpcji będzie kontynuowany

Rozwój sytuacji w grudniu 2006 roku utwierdził nas w przekonaniu, że transfery unijne oraz wzrost funduszu płac przy ogólnej poprawie optymizmu konsumentów będą stymulować konsumpcję również w nadchodzących miesiącach. Wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenta wzrósł w grudniu o 2,2 punktu w porównaniu z listopadem, natomiast wskaźnik oczekiwanej zmiany sytuacji finansowej wzrósł o 3,2 punktu. Wskaźniki te były również wyższe od zanotowanych w tym samym okresie przed rokiem. Oznaki silnego popytu wewnętrznego widoczne są również w danych statystycznych publikowanych przez GUS. Sprzedaż detaliczna wzrosła w listopadzie nominalnie o 13,6% w ujęciu rocznym, przy czym już tradycyjnie szczególnie wysoką dynamikę odnotowano w takich kategoriach, jak pojazdy mechaniczne (27,7% r/r) oraz meble i AGD (26,3% r/r). Realny wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 14,4%, co pozwala szacować, że dynamika spożycia indywidualnego w IV kw. 2006 utrzymała się na poziomie powyżej 5% r/r. Do zwiększenia popytu w nadchodzących kwartałach powinny się również przyczynić inwestycje infrastrukturalne, które w krótkim okresie wiążą się przede wszystkim ze zwiększeniem zatrudnienia i funduszu płac. Po wynikającym głównie z czynników jednorazowych (takich, jak choćby przesunięcie wypłat premii barbońkowych) spadku dynamiki wynagrodzeń do 3,1% w listopadzie, oceniamy, że w grudniu wskaźnik ten wzrósł do 6,7%. Ze względu na planowaną na styczeń wypłatę premii z zysku przez KGHM szacowaną na około 160 mln zł, również w tym miesiącu roczny wskaźnik wzrostu płac osiągnie wyjątkowo wysoki poziom. Te jednorazowe wydarzenia mogą spowodować, że w ujęciu statystycznym dojdzie do wzrostu wskaźnika jednostkowych kosztów pracy, a trzeba pamiętać, że wskaźnik ten jest uważnie monitorowany przez RPP. Należy jednak podkreślić, że po oczyszczeniu z wpływu czynników jednorazowych wzrosty płac w sektorze przedsiębiorstw w najbliższych miesiącach nie powinny znacząco przekraczać 5,5%.

Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w przemyśle utrzymał się w grudniu na poziomie zbliżonym do listopada (14 vs. 15 punktów). Oznaczać to może,

Styczeń 2007

Spadek bezrobocia może nieznacznie wyhamować



Źródło: GUS

Wynikający ze wstępnych danych wzrost stopy bezrobocia z 14,8% w listopadzie do 14,9% w grudniu był co prawda niższy niż wynikać by mogło ze wzorca sezonowego, jednak wyjątkowo korzystne warunki pogodowe pozwalały nam spodziewać się znacznie lepszego wyniku. Teoria ekonomii jednoznacznie wskazuje, że we wczesnej fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego wzrost zatrudnienia jest dość niewielki gdyż przedsiębiorcy starają się zwiększać

produkcję poprzez bardziej efektywne wykorzystanie posiadanych już w danej chwili środków produkcji (maszyn i siły roboczej). Do silniejszego wzrostu zatrudnienia dochodzi zwykle dopiero w późniejszych fazach ożywienia gospodarczego. W takiej fazie znajduje się obecnie polska gospodarka i dlatego też należałoby się spodziewać się dość znaczących spadków bezrobocia. Teoria ta znajduje potwierdzenie w ostatnich danych dotyczących zatrudnienia (rekordowy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstwa w grudniu przekraczający 3,8%). Przeszkodą dla dalszego szybkiego spadku liczby osób pozostających bez pracy mogą być duże rozmiary bezrobocia strukturalnego i związane z tym wysoki poziom tzw. naturalnej stopy bezrobocia. Powoduje to, że w najbliższych kwartałach mogą się nasilić trudności ze znalezieniem odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. Dodatkowy ubytek podaży na rynku pracy w Polsce może spowodować dużo większa od oczekiwanej poprawa sytuacji zatrudnieniowej w Niemczech (spadek stopy bezrobocia do 9,8% w grudniu 2006 r.). Jak powszechnie wiadomo, pomimo utrzymywania się formalnych ograniczeń do Niemiec w poszukiwaniu pracy wyjeżdża nadal bardzo duża liczba polskich obywateli.

Styczeń 2007

POLITYKA MONETARNA

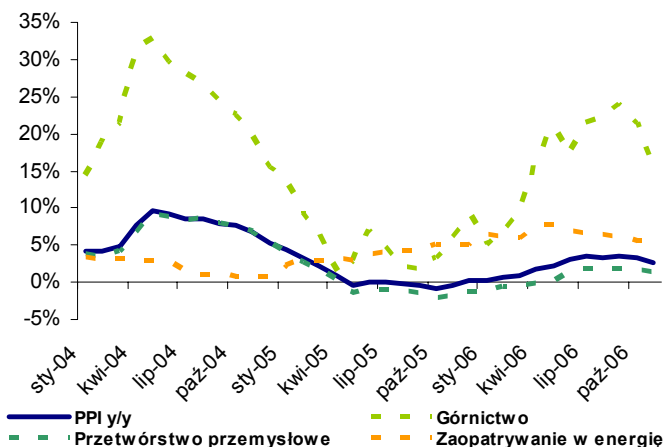
Presja inflacyjna nadal niewielka

Objęciu urzędu przez nowego prezesa towarzyszy korzystna sytuacja makroekonomiczna, która w naszej ocenie nie wymaga w najbliższych miesiącach korekty ze strony polityki monetarnej.

Bieżąca inflacja utrzymuje się na niskim poziomie (1,4% r/r w listopadzie), wyraźnie poniżej prognoz sformułowanych jeszcze kilka miesięcy temu. Również ścieżka inflacji na 2007 rok jest dość optymistyczna. Według naszej prognozy, po wzroście do ok. 2,3% w marcu, w II kw. stopa inflacji powinna znów się obniżyć i do końca roku utrzymać na poziomie poniżej środka celu NBP.

Również wskaźniki inflacji bazowej nie budzą w naszej ocenie większych obaw i nie wskazują na wyraźne narastanie presji inflacyjnej. Wprowadzie w listopadzie inflacja netto wzrosła z 1,3% do 1,6% (podobnie jak trzy inne miary inflacji bazowej), ale wynikało to z bardzo niskiej bazy z ubiegłego roku (m.in. dlatego, że w listopadzie 2005 r. rozpoczęła się promocja usług dostępu do internetu). Wzrost inflacji netto w tej skali był przez nas przewidywany. W nadchodzących miesiącach można się spodziewać dalszego niewielkiego wzrostu tego wskaźnika, jednak nie sądzimy aby w przyszłym roku został przekroczony poziom 2%.

Podobne wnioski można wysnuć analizując ceny producenta. W drugiej połowie ub. r. roczna dynamika PPI przekroczyła 3%, ale naszym zdaniem takie podwyższone poziomy tego wskaźnika utrzymają się tylko do II kw. 2007. Ceny w najważniejszej kategorii – przetwórstwie przemysłowym – rosną bowiem nadal w umiarkowanym tempie (ok. 1,5% r/r), a wzrost całego PPI wiązany był przede wszystkim z rozpoczętą w kwietniu zwyżką cen surowców (przede wszystkim miedzi). Obserwowane obecnie spadki cen tych surowców istotnie łagodzą presję z tej strony.

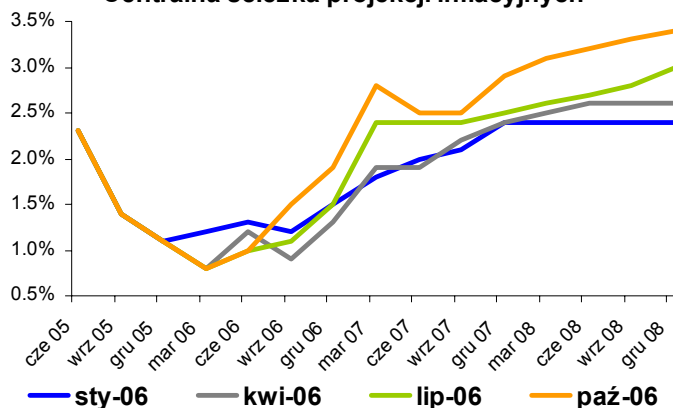


Źródło: GUS

W tej sytuacji pewnym zaskoczeniem było zawarcie w komunikacie po ostatnim posiedzeniu RPP stwierdzenia, że „utrzymanie inflacji blisko celu inflacyjnego 2,5% w średnim okresie może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej”. Zdanie to można interpretować na dwa sposoby. Po pierwsze, mogłoby to sugerować, że już podczas posiedzenia grudniowego większość członków Rady uznała, że w ciągu najbliższych 2-3 miesięcy powinno dojść do podwyżki stóp. Druga możliwość zakłada, że Rada chciała w ten sposób zaakcentować potrzebę zachowania szczególnej czujności w obserwowaniu tendencji inflacyjnych oraz podkreślić, że jeżeli podwyżka stóp okaże się konieczna, to Rada gotowa jest podjąć taką decyzję. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobna jest ta druga hipoteza. Tym bardziej, że było to ostatnie posiedzenie Rady z dotychczasowym przewodniczącym i jej członkowie chcieli być może w ten sposób zaznaczyć, że zmiana prezesa NBP nie zmieni ich ogólnego podejścia i wagi, jaką przywiązują do utrzymania stabilności cen.

Styczniowa projekcja inflacyjna

Centralna ścieżka projekcji inflacyjnych



Źródło: NBP

Wkrótce po rozpoczęciu kadencji nowego prezesa NBP opublikowany powinien zostać nowy Raport o inflacji zawierający aktualizację projekcji inflacyjnej. Dostępne obecnie dane oraz prognozy wskazują, że projekcja październikowa przeszacowała wzrost inflacji w IV kw. Wiele wskazuje na to, że zbyt pesymistyczne były również przewidywania dotyczące pierwszych miesięcy bieżącego roku. Według naszych prognoz inflacja w I kw. br. tylko nieznacznie przekroczy poziom 2%, podczas gdy z projekcji opracowanej przez ekspertów NBP wynikało, że z 66% prawdopodobieństwem powinna ona być w tym okresie nie niższa niż 2,5% (i wynieść około 2,8%).

Styczeń 2007

Znacznie bardziej istotne jest jednak, czy nowa projekcja w istotnym stopniu zmieni przewidywania dotyczące inflacji w roku 2008 oraz co pokaże w odniesieniu do roku 2009, który po raz pierwszy powinien zostać objęty tą analizą. Nawet jednak po obniżeniu punktu startowego oraz uwzględnieniu przejściowo niższej inflacji w pewnych okresach bieżącego roku (na co wskazała Rada w swym ostatnim komunikacie), nie jest wcale pewne, że średnioterminowa ścieżka inflacji zostanie istotnie obniżona. Dużo zależy będzie od tego, czy i w jakim stopniu ulegną zmianie kluczowe założenia z modułu eksperckiego dotyczące kształtowania się kursu walutowego i poziomu NAWRU. Wstępne wyniki budżetu 2006 sugerują, że zbyt pesymistyczne były też dotyczące sfery fiskalnej. W październikowej projekcji przyjęto, że ubiegłoroczny deficyt budżetowy będzie zgodny z przewidywaniami MF z tego okresu (29,3 mld) a w latach 2007-2008 utrzymana zostanie tzw. kotwica budżetowa (30 mld PLN). Założenie dotyczące kotwicy wprowadzono po raz pierwszy w projekcji lipcowej, co dało wówczas dość silny dodatkowy impuls fiskal-

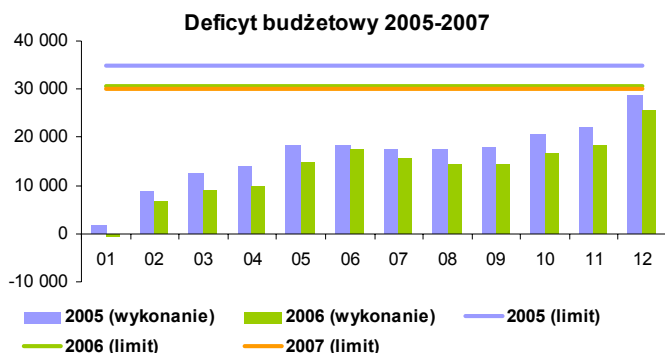
ny (np. w 2008 r. wzrost wydatków budżetowych w porównaniu z wcześniejszymi projekcjami o 17 mld PLN).

Naszym zdaniem to, że nowa projekcja uwzględni nieco niższy przebieg inflacji w roku 2007, nie spowoduje istotnej korekty ścieżki inflacji w następnych okresach. Centralna ścieżka inflacji w latach 2008-09 prawdopodobnie ukształtuje się na poziomie powyżej 2,5%. Nie można też całkowicie wykluczyć przekroczenia górnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu w roku 2009. Jeśli wyniki analiz ekspertów NBP rzeczywiście wskażą na ryzyko stałego i znacznego wzrostu inflacji, to bardzo ważny będzie sposób, w jaki Rada odniesie się do tych przewidywań. Członkowie tego gremium podkreślają wprawdzie zawsze, że projekcja jest tylko jednym z wielu elementów wpływających na ich decyzje dotyczące stóp procentowych, ale stałe pomijanie tego istotnego elementu nie służyłoby umacnianiu wiarygodności Rady.

Styczeń 2007

POLITYKA FISKALNA

Wynik budżetu 2006 zaskoczył Ministerstwo Finansów



Według wstępnych szacunków MF deficyt budżetu państwa w 2006 r. był o nieco ponad 5 mld zł niższy od planowanego i wyniósł około 25,5-26 mld zł. Dochody były o około 2,5 mld zł wyższe od oczekiwanych, natomiast oszczędności w wydatkach wyniosły około 2,8 mld zł. Takie wyniki ubiegłorocznego budżetu prawdopodobnie zarówno cieszą, jak i też trochę martwią przedstawicieli MF. Cieszą, gdyż nieznacznie obniżają tempo wzrostu długu publicznego, natomiast martwią, ponieważ ujawniają pewne słabości w procesie planowania i realizowania budżetu i bardzo komplikują zadanie wykazania w 2007 r. jakiegokolwiek postępu w obniżaniu relacji deficytu fiskalnego do PKB. Jeśli chodzi o dochody, to dziwić może raczej to, że ich nadwyżka była tak niewielka w warunkach dużo szybszego od planowanego tempa wzrostu PKB, zatrudnienia i płac. W Słowacji, dla przykładu, lepsza koniunktura pozwoliła na uzyskanie w ub. roku dochodów nie o 1,3%, lecz o około 7% wyższych od planowanych, co w połączeniu z oszczędnościami w wydatkach dało wynik o 45% lepszy od zakładanego (deficyt 31,7 mld zamiast 57,5 mld koron). Niewielkie przekroczenie planowanych dochodów (o połowę mniejsze niż w 2005 r.) wyraźnie wskazuje na to, że przy przyjętych dla budżetu założeniach makroekonomicznych zaplanowane one były bardzo optymistycznie. Wyższe wpływy uzyskano głównie dzięki dużo większym dochodom z PIT (w tym zwłaszcza od przedsiębiorców rozliczających się wg stawki 19%), nieco większym dochodom z VAT oraz dodatkowym dochodom niepodatkowym (w tym z dywidend). Dochody z CIT miały bardzo wysoką dynamikę, ale były niższe od planowanych (ze względu na źle oszacowaną bazę). Niedobór wpływów z akcyzy był nieco niższy od ubytku spowodowanego rezygnacją z planowanej podwyżki akcyzy na benzynę, co sugeruje, że inne dochody akcyzowe

(w tym zwłaszcza z akcyzy na tytoń) były nieco większe od oczekiwanych.

Dość duża skala oszczędności w wydatkach sugeruje, że część z tych wydatków zaplanowana została na wyrost. Są to m.in. skutki szczodrości posłów w zwiększaniu środków na świadczenia rodzinne i na dopłaty na do paliwa rolniczego. Po 11 miesiącach 2006 r. ogólny wskaźnik zaawansowania wydatków nie odbiegał wprawdzie znacząco od osiągniętego w 2005 r. (odpowiednio 88,1% i 89%) ale duże niższe było zaawansowanie wydatków majątkowych (41,8% zamiast 51,1%). Pomimo różnych zabiegów (w tym przeniesienie ok. 2,5 mld zł do kategorii tzw. wydatków niewygasających i przekazanie FUS nie tylko całej planowanej dotacji, ale też dodatkowych, znacznych środków na spłatę zobowiązań) Ministerstwu Finansów i innym dysponentom środków budżetowych najwyraźniej nie udało się nadrobić wszystkich zaległości w ich wykorzystaniu. Szczególnie zastanawiająca jest postawa niektórych ministerstw, które wniosowały o przydział środków po to tylko, aby w końcu roku nadal trzymać je na rachunku bankowym. Suma takich niewykorzystanych funduszy wyniosła około 700 mln zł. Można się niestety obawiać, że nie było to efektem oszczędnego gospodarowania przydzielonymi środkami, ale raczej braku skuteczności w ich wykorzystaniu.

Budżet na 2007 r. już prawie uchwalony

Senat zakończył już swe prace nad uchwaloną przez Sejm 15 grudnia ub. roku ustawą budżetową na 2007 rok. Po odniesieniu się przez Sejm do wprowadzonych przez senatorów poprawek i po podpisaniu przez prezydenta dokument ten stanie się obowiązującym prawem. Parlament nie miał możliwości zmiany poziomu deficytu zaproponowanego przez rząd (30 mld zł), ale w wyniku poprawek zgłoszonych przez posłów i senatorów łączne wydatki zwiększyły się z 256,8 mld zł do prawie 259 mld zł. O tę samą kwotę (do poziomu 229 mld zł) podniesione zostały planowane dochody. Najważniejszą zmianą wprowadzoną w Sejmie było zwiększenie o 350 mln zł (do 4 mld zł) planowanych wpływów z dywidendy i przeznaczenie tych środków na potrzeby szkolnictwa wyższego. Zastosowano również swego rodzaju zabieg księgowy zwiększając o 698 mln zł dotację do Agencji Rynku Rolnego w celu umożliwienia tej Agencji spłaty zobowiązań wobec budżetu państwa. Najważniejsza ze zmian uchwalonych przez Senat dotyczy natomiast zwiększenia o 500 mln zł wydatków na podwyżki płac nauczycieli. Głównym źródłem środków na ten cel jest zwiększona o 462,6 mln zł prognoza wpłaty z zysku NBP. Zaproponowano również zwiększenie o 200 mln planowanych dochodów

Styczeń 2007

z VAT i skierowanie tych środków na działalność dydaktyczną w szkołach wyższych. Poprawki zgłoszone w Senacie dotyczą też 40 mln zł dotacji na Świątynię Opatrzności Bożej (których nie można będzie wydać bez uchwalenia stosownej ustawy) i dodatkowych 20 mln zł dla IPN.

W przypadku zatwierdzenia przez Sejm zmian wniesionych w Senacie planowane na 2007 r. wydatki będą o 16,7% wyższe od zrealizowanych (wg wstępnych szacunków) w 2006 r., a dochody o 15,8%. Te wskaźniki są jednak zniekształcone poprzez włączenie do dochodów i wydatków budżetu na 2007 r. dużej większej części środków otrzymywanych i wypłacanych w związku z członkostwem w UE. Po uwzględnieniu tych zmian planowane na ten rok tempo wzrostu wydatków można szacować na blisko 8%, czyli więcej niż założone w budżecie nominalne tempo wzrostu PKB (6,15%). Tak wysoka dynamika wzrostu wydatków w kraju, który powinien dążyć do zmniejszenia deficytu fiskalnego i ograniczenia tempa wzrostu długu publicznego może i powinna budzić poważne zastrzeżenia. Stąd też niemal powszechna jest krytyka, że rząd nie wykorzystuje okresu dobrej koniunktury do bardziej radykalnej poprawy stanu naszych finansów publicznych. Wysokie tempo wzrostu wydatków można również uznać za główną przyczynę przesunięcia na dalsze lata planów zmniejszenia tzw. klina podatkowego i obniżenia stawek PIT.

Zmiany w ustawie o finansach publicznych: reforma, czy kosmetyka?

8 grudnia 2006 r. Sejm uchwalił zmiany w ustawie o finansach publicznych traktowane przez rząd jako pierwszy etap szerokiej reformy finansów publicznych. Najważniejszą z tych zmian jest uznanie zdecydowanej większości transferów otrzymywanych przez Polskę z UE za środki publiczne i włączenie ich do budżetu państwa. Inne istotne zmiany to rezygnacja z mechanizmu refinansowania, wprowadzenie nowego instrumentu w postaci dotacji rozwojowych oraz stworzenie obowiązku ujmowania w załącznikach do ustawy budżetowej planów finansowych różnych agencji i innych państwowych osób prawnych. Przyjęto też dość kontrowersyjne zmiany w zasadach prowadzenia audytu wewnętrznego w jednostkach sektora finansów publicznych zakładające, m.in., likwidację quasi-niezależnego stanowiska Głównego Inspektora Audytu Wewnętrznego. Najważniejszym celem uchwalonych zmian ma być zwiększenie efektywności i usprawnienie kontroli w procesie zarządzania środkami publicznymi, ale rząd nie był w stanie określić żadnych bezpośrednich korzyści finansowych wynikających z ich wprowadzenia. Utwierdza to nas w przekonaniu, że oczekiwane przez rząd łączne korzyści z realizacji całego pakietu planowanych reform w sektorze finansów publicznych (szacowane na około 8-10 mld PLN) będą bar-

dzo trudne do osiągnięcia i mają w dużej części charakter wirtualny.

Większość zmian w ramach pierwszego etapu „reformy” zmierza we właściwym kierunku, ale jak przyznała sama wicepremier Gilowska obejmują one sprawy najłatwiejsze do wdrożenia i najmniej kontrowersyjne. Nie są to zmiany wyłącznie kosmetyczne, ale trudno też mówić w tym przypadku o uzdrawianiu sfery finansów publicznych, a raczej tylko o jej porządkowaniu. Plany przedstawione wiosną 2006 r. były dużo bardziej ambitne i czas pokaże, ile z tych zamiarów uda się zrealizować w ramach zapowiadanego drugiego etapu reform. Oprócz konsolidacji i porządkowania potrzebne są jednak też konkretne działania wprowadzające zasadnicze zmiany w strukturze budżetu i pozwalające na takie obniżenie wydatków, że możliwe będzie zarówno zmniejszenie obciążeń podatkowych, jak i powstrzymanie wzrostu długu publicznego. Przed objęciem obecnego stanowiska prof. Gilowska za „absolutnie konieczne” uznawała np. zmiany w systemie rent i emerytur rolniczych, ale ostatnio jakoś mniej mówi się na ten temat. W dłuższej perspektywie pewne nadzieje na poprawę stanu finansów publicznych można wiązać z planami przejścia do budżetu zadaniowego, ale zanim do tego dojdzie konieczne wydaje się wprowadzenie skutecznych mechanizmów ograniczających tempo wzrostu wydatków.

Włączenie środków unijnych do budżetu państwa uzasadniane było, m.in., potrzebą zwiększenia przejrzystości i lepszego dostosowania do standardów UE. Pierwszy z tych efektów osiągnięto tylko częściowo, gdyż nawet uważna lektura ustawy budżetowej i jej załączników nie daje w pełni czytelnego obrazu skali i sposobu wykorzystania dostępnych środków. Wynika to m.in. z tego, że bardzo dużą część tych środków (ponad 12 mld PLN) umieszczono w jednej wielkiej rezerwie celowej. Nadal też nie wszystkie wpływy z budżetu UE traktowane są jako dochody budżetu państwa, gdyż albo objęte już zostały innymi procedurami (jak np. fundusze przedakcesyjne i część środków z perspektywy finansowej 2004-2006), albo też ze względu na wymogi unijne muszą być zarządzane w odrębny sposób. Jeśli chodzi natomiast o stosowanie zgodnych z przepisami UE standardów księgowania środków unijnych, to nie jest do końca jasne, czy przy dążeniu do ujmowania w dochodach i wydatkach budżetu państwa jak największej części tych środków w pełni respektowana jest zasada, że fundusze, których ostatecznym beneficjentem są podmioty spoza sektora finansów publicznych (np. dopłaty bezpośrednie dla rolników) powinny być ujmowane tylko w rachunku przychodów i rozchodów. Wpływy i wypłaty związane z wykorzystaniem tych środków nie mogą więc być uwzględniane przy obliczaniu deficytu budżetu państwa. Z dokumentów budżetowych trudno też wywnioskować, jak ujęta została wielomiliardowa zaliczka na poczet środków z nowej perspektywy finansowej, która

Styczeń 2007

zgodnie z regułami Eurostatu nie powinna być włączona do dochodów budżetu aż do czasu rozliczenia 95% płatności objętych tą zaliczką. Gdyby zasady te nie były w pełni przestrzegane, to przy raportowaniu wyników fiskalnych do UE konieczne byłoby dokonywanie odpowiednich korekt. W odniesieniu do środ-

ków, których beneficjentami są podmioty należące do sektora finansów publicznych bardzo ważne będzie respektowanie przepisów określających, w którym momencie mogą one być ujmowane w rachunku dochodów i wydatków budżetowych.

SEKCJA SPECJALNA – SŁOWENIA W STREFIE EURO

Szczęśliwa “trzynastka”?

1 stycznia 2007 r. Słowenia stała się trzynastym członkiem strefy euro. Zgodnie z rozporządzeniem Rady UE z 11.07.2006 r. ostateczny kurs wymiany ustalony został na 239,64 tolarów za 1 euro. Jest to kurs tożsamy z centralnym kursem tolara do euro, jaki obowiązywał w ramach systemu ERM II. Słowenia zdecydowała się na jednoczesne wprowadzenie euro w postaci gotówkowej i bezgotówkowej (tzw. big bang) z bardzo krótkim, zaledwie dwutygodniowym okresem równoległej cyrkulacji euro i tolara. Od 15 stycznia br. jedynym oficjalnym środkiem płatniczym w Słowenii będzie już tylko euro. Do 1 marca br. wszystkie banki będą bezpłatnie wymieniać toлары na euro, zaś po tym terminie będzie to można zrobić już tylko w banku centralnym. Wskazane terminy są bardzo ambitne, ale należy zakładać, że dobre przygotowanie całej operacji i dość niewielkie rozmiary kraju i gospodarki (około 2 mln mieszkańców i 20 tys. km kw., czyli tyle co przeciętne polskie województwo) pozwolą na ich dotrzymanie. Oprócz oswojenia się z nową walutą Słowenci będą musieli też na nowo przyzwyczaić się do szerokiego używania monet, które w ostatnich latach cyrkulowały w bardzo ograniczonym zakresie. Dla dotychczasowych członków strefy euro akcesja Słowenii ma głównie znaczenie symboliczne, gdyż jest to pierwszy przypadek przyjęcia euro przez kraj mający swe korzenie w dawnym obozie socjalistycznym (nie licząc dawnej NRD) i pierwszy z dziesięciu krajów, które dołączyły do UE 1 maja 2004 r. Łączny PKB strefy euro powiększył się w ten sposób tylko o nieco ponad 0,3%, zaś liczba ludności o około 0,6%. Dla samej Słowenii przyjęcie euro ma jednak ogromne znaczenie gospodarcze i polityczne. Jest to traktowane jako swego rodzaju ukoronowanie procesu integracji z UE. Przyjęcie euro nigdy nie było w Słowenii przedmiotem większych sporów politycznych, gdyż uznano, że decyzja w tej sprawie zapadła wraz z wstąpieniem do UE (89% poparcia w referendum akcesyjnym) i że jest to per saldo korzystne dla gospodarki tego kraju. Z badań opinii publicznej wynika, że poparcie dla wejścia do strefy euro było w Słowenii najwyższe wśród wszystkich nowych krajów członkowskich UE (72%) i że tylko 2,4% Słowenców za największe zagrożenie związane z euro uznawało utratę tożsamości narodowej.

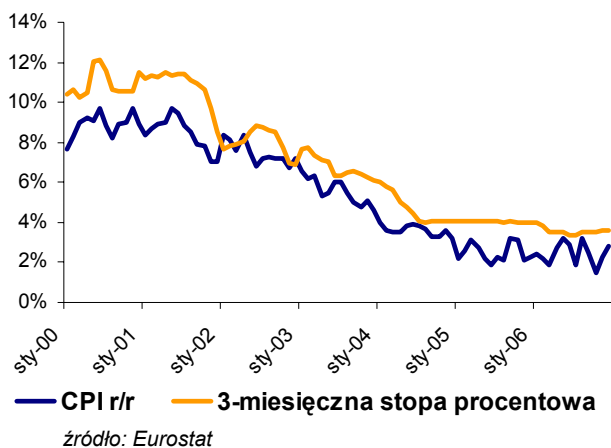
Jak powiedzieli, tak zrobili

Słowenia dotrzymała planowanego terminu przyjęcia euro dzięki konsekwentnej realizacji strategii przyjętej wspólnie przez rząd i bank centralny w listo-

padzie 2003 r. Kluczem do tego sukcesu była bardzo ścisła i harmonijna współpraca rządu i władz monetarnych. Obejmowała ona, między innymi, uzgodnienia dotyczące tempa wzrostu płac, zmian cen administracyjnych i nawet harmonogramu sprzedaży majątku państwowego. Na korzyść Słowenii działały też dość dobre warunki startowe w postaci bardzo stabilnej sytuacji makroekonomicznej i prawie najwyższego wśród nowych krajów członkowskich poziomu PKB per capita (około 76% średniej unijnej w 2003 r.). Słowenia nigdy nie była objęta procedurą nadmiernego deficytu i nie miała żadnych trudności ze spełnieniem kryterium fiskalnego. Relacja deficytu sektora finansów publicznych do PKB wyniosła w 2005 r. tylko 1,4%, zaś długu publicznego do PKB tylko 28%. Głównym wyzwaniem dla władz słoweńskich było natomiast spełnienie kryterium inflacyjnego. W 2003 r. przeciętne tempo wzrostu cen osiągnęło 5,7%, a w momencie wstępowania do ERM II w czerwcu 2004 r. wskaźnik inflacji był nadal bliski 4%. Tradycja wysokiej inflacji sięgała jeszcze czasów b. Jugosławii i podtrzymywana była przez wysokie tempo wzrostu płac nominalnych, a do czasu wejścia do ERM II również przez system kursu walutowego zbliżony do tzw. crawling peg. Poprzez kontrolowanie tempa deprecjacji tolara system miał umożliwić utrzymanie stałej realnej wartości słoweńskiej waluty. Kompleksowe i skoordynowane działania zmierzające do trwałego obniżenia skupiały się przede wszystkim na obniżeniu dynamiki płac i wspierane były przez działania w obszarach polityki pieniężnej i kursowej oraz polityki fiskalnej. Istotną rolę odegrał pakt socjalny z kwietnia 2003 r., który wprowadził nową formułę indeksacji płac wiążącą ich wzrost z prognozowanymi zmianami cen krajowych i cen w Unii Europejskiej, a w 2003 r. również z zakładaną zmianą kursu tolara do euro. Bardzo ważne było też ustalenie, że tempo wzrostu płac realnych powinno być o co najmniej jeden pkt proc. niższe od tempa wzrostu wydajności pracy. W efekcie tych działań, i dzięki wcześniejszemu zawieszeniu wszystkich układow zbiorowych w sektorze publicznym, dynamika wzrostu płac spadła z blisko 12% w 2001 r. do 5,7% w 2004 r. Obniżeniu inflacji miało też służyć zawarte w programie z listopada 2003 r. ustalenie, że dynamika cen regulowanych nie powinna być wyższa od poziomu pozwalającego na wejście do strefy euro. Bardzo szybki wzrost cen ropy naftowej nie pozwolił wprowadzić na realizację tych ustaleń w odniesieniu do cen paliw i energii (pomimo obniżki akcyzy do minimalnego poziomu), ale inne ceny kontrolowane przez rząd rosły w tempie nie szybszym od wzrostu przeciętnej dynamiki cen. Wejście do UE pozwoliło na pewne obniżenie cen żywności, gdyż poprzednio

Styczeń 2007

ich poziom był wyższy od przeciętnego w UE. Ostatecznie Słowenii udało się z niewielkim zapasem spełnić inflacyjne kryterium z Maastricht, gdyż w okresie objętym oceną KE i ECB (od kwietnia 2005 do marca 2006 r.) wskaźnik HICP osiągnął 2,3% wobec wartości referencyjnej ustalonej na 2,6%.



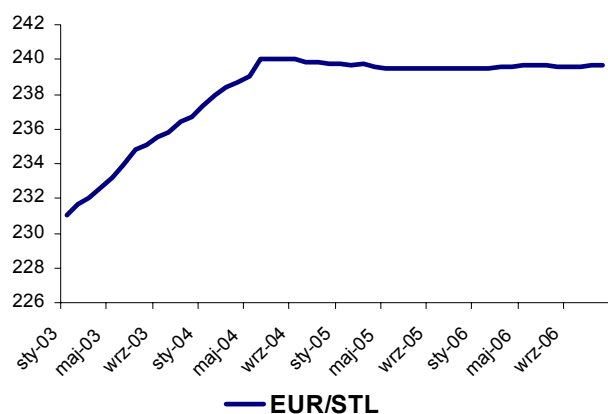
W ERM II można przeżyć

Słowenia włączyła swą walutę do mechanizmu ERM II już 28 czerwca 2004 r., czyli wkrótce po wejściu do UE. Zastosowano przy tym bieżący kurs rynkowy, co nie budziło większych kontrowersji, gdyż sytuacja w obrotach płatniczych była bardzo stabilna, a realny poziom kursu był bliski przeciętnej jego wartości od 1996 r. Przez cały okres pobytu w ERM II kurs tolara do euro był zdumiewająco stabilny i nigdy nie odchylił się od kursu centralnego o więcej niż 0,2%. Tylko jeden raz, na początku tego okresu, Bank Słowenii interweniował dla wzmocnienia kursu tolara i zużył na ten cel zaledwie około 25 mln euro. Specyficznym dla Słowenii mechanizmem, który pozwolił bankowi centralnemu na zachowanie kontroli nad kształtowaniem się kursu walutowego były funkcjonujące już od 2001 r. umowy w sprawie swapów walutowych zawarte z grupą banków dominujących na słoweńskim rynku walutowym. Poprzez 7-dniowe, odnawialne swapy banki uzyskiwały dostęp do płynności w tolarach po cenie określonej przez stopę swapową i w zamian za zobowiązanie do stosowania kursu z transakcji swapowych w transakcjami ze swymi klientami. Zachętą dla banków była wypełniania norm ostrożnościowych bez podziału na walutę krajową i obcą, gdyż ryzyko deprecjacji tolara faktycznie przejmował na siebie bank centralny. Umowy swapowe działały również w drugą stronę (dostęp do walut obcych za tolary), ale ze względu na niemal permanentną nadwyżkę podaży na rynku dewizowym banki korzystały z tej możliwości dużo rzadziej. Stopa swapowa odgrywała też ważną rolę w polityce pieniężnej, gdyż stopa referencyjna Banku Słowenii ustalana była jako suma kosztu swapów i stawki referencyjnej EBC. Skuteczne funkcjonowanie swa-

pów z bankiem centralnym było możliwe dzięki stosunkowo niewielkim rozmiarom słoweńskiego rynku walutowego, quasi-oligopolistycznej kontroli nad nim przez grupę wiodących banków i brak znaczącego rynku offshore dla tolara. Ograniczeniu napięć na rynku walutowym sprzyjały również niezbyt wielkie napływy inwestycji bezpośrednich (ujemne saldo w 2005 r.), dość znaczna skala odpływu środków poprzez inwestycje portfelowe oraz niezbyt wielkie potrzeby pożyczkowe sektora publicznego. Prowadzona przez Bank Słowenii polityka utrzymywania wyższych niż w strefie euro stóp procentowych służyła wprawdzie ograniczaniu inflacji, ale też zachęcała do napływu kapitału krótkoterminowego. W okresach wzmożonego napływu dewiz bank centralny musiał nie tylko akceptować wzrost skali transakcji swapowych, ale też okresowo dokonywać bezpośrednich zakupów walut obcych. W lutym i marcu 2006 r. obniżone zostało (z 4% do 3,5%) oprocentowanie głównego instrumentu używanego w operacjach sterylizacyjnych (60-dniowe bony pieniężne).

Pomimo konieczności jednoczesnego ograniczania inflacji i przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji tolara Słowenia dość bezboleśnie przeszła przez okres pobytu w ERM II i w sposób nie budzący żadnych formalnych zastrzeżeń spełniła kryterium dotyczące stabilności kursu walutowego. Warto przy tym podkreślić, że nie po raz pierwszy już EBC i KE sformułowały swe oceny dotyczące wypełnienia tego kryterium przed upływem dwuletniego okresu pobytu w ERM II (po 22 miesiącach), choć oficjalna decyzja o przyjęciu Słowenii do strefy euro zapadła już po upływie tego okresu. Słowenia nie miała żadnych trudności ze spełnieniem pozostałych kryteriów z Maastricht. Jak już wspomniano wcześniej, kraj ten nie był nigdy objęty procedurą nadmiernego deficytu i tym samym stale spełniał kryterium fiskalne. Kryterium dotyczące zbieżności długoterminowych stóp procentowych spełnione zostało z dużym zapasem, gdyż w okresie objętym oceną przeciętny poziom tych stóp w Słowenii wyniósł 3,8%, przy wartości referencyjnej określonej na 5,9%. W wyniku uchwalonych przez parlament 30 marca 2006 r. zmian w ustawie o Banku Słowenii wypełnione zostały też wszystkie wymogi dotyczące zbieżności przepisów prawa. Jedną z takich zmian było wprowadzenie obowiązku zapisywania nazwy euro jako euro, a nie „evro”.

Styczeń 2007



źródło: Eurostat

The day after

Pierwsze dostępne informacje wskazują na to, że Słowenia była dobrze technicznie przygotowana do przyjęcia euro i że operacja zamiany tolarów na wspólną walutę przebiega bez większych zakłóceń. Krótki okres równoległego funkcjonowania tolara i euro wydaje się uzasadniony, gdyż niektórzy handlowcy narzekają na uciążliwości związane z koniecznością równoczesnego operowania w dwóch walutach. Nie ma jeszcze wiarygodnych danych pozwalających na ocenę wpływu zmiany waluty na poziom cen, ale są niestety sygnały, że nie udało się uniknąć nadużyć ze strony niektórych producentów i handlowców. Jako negatywne przykłady podaje się wzrost opłat za parkingi i wzrost cen w niektórych restauracjach. Rząd, bank centralny i organizacje konsumenckie prowadziły bardzo intensywne działania dla zapobieżenia niczym nie uzasadnionemu wzrostowi cen, ale jak widać wysiłki te mogą nie okazać się w pełni skuteczne. Z ostateczną oceną należy jednak poczekać do opublikowania pierwszych wskaźników rzeczywistej i odczuwanej zmiany poziomu cen.

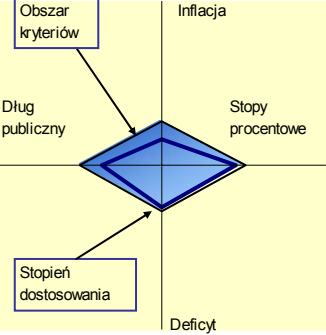
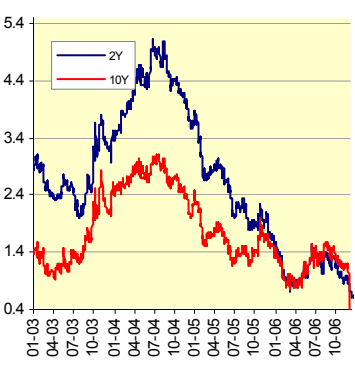

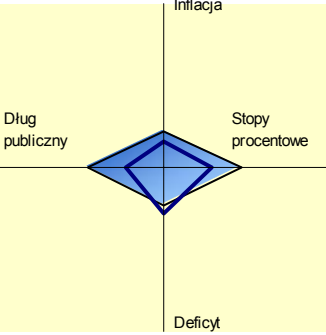
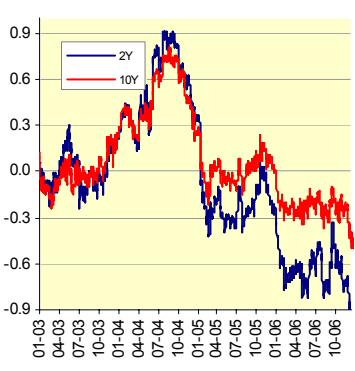

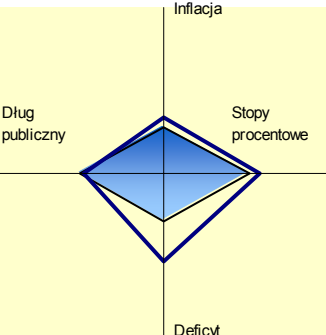
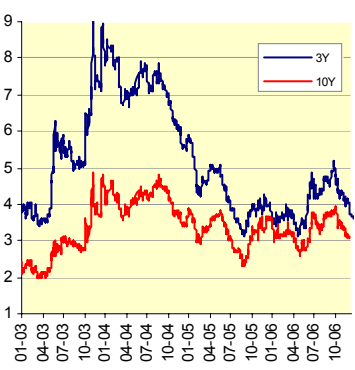
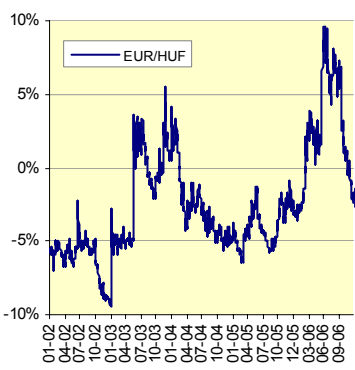
Choć sam proces dochodzenia do członkostwa w strefie euro można uznać za duży sukces Słowenii, to władze tego kraju nie mogą jeszcze spocząć na laurach i muszą nadal podejmować znaczne wysiłki

dla osiągnięcia jak największych korzyści z przynależności do wspólnego obszaru walutowego. Głównym wyzwaniem będzie utrzymanie odpowiedniego stopnia konkurencyjności gospodarki. Bez znacznego przyspieszenia reform strukturalnych wkrótce może się okazać, że Słowenia wcale nie była najlepszym kandydatem do strefy euro. Jest to bowiem jedyny z nowych krajów członkowskich, który w okresie transformacji gospodarczej nie zwiększył swego udziału w rynkach krajów UE. Słowenię cechują też, między innymi, najniższy w tej grupie udział sektora prywatnego, najniższy poziom wskaźnika transformacji wyliczanego przez EBOiR, mało korzystne oceny klimatu inwestycyjnego i niski poziom inwestycji zagranicznych. Dość słabo rozwinięty jest sektor finansowy. Bardzo poważnym problemem jest brak elastyczności w polityce fiskalnej (około 80% „sztywnych” wydatków) i zagrożenie długookresowej stabilności finansów publicznych ze względu na szybkie starzenie się społeczeństwa.

Wnioski dla innych kandydatów do członkostwa w strefie euro

Najważniejszym wnioskiem z analizy doświadczeń Słowenii jest chyba to, że każdy kraj powinien określić własną ścieżkę dojścia do strefy euro, gdyż nie da się wprost skopiować rozwiązań zastosowanych przez inne kraje. Najlepszym przykładem jest mechanizm swapów walutowych, który odegrał bardzo istotną rolę w Słowenii, ale byłby bardzo trudny do zastosowania na taką skalę w innych, zwłaszcza większych krajach. Przypadek Słowenii pokazuje jednak, że warunkiem powodzenia planów dotyczących euro nadanie temu celowi odpowiedniego priorytetu i opracowanie klarownej i kompleksowej strategii. Konieczna jest też silna wola polityczna konsekwentnego wdrażania przyjętej strategii poprzez harmonijną współpracę rządu i banku centralnego i przy wsparciu ze strony partnerów społecznych. Jak przyznał niedawno prezes Banku Słowenii, w całym tym procesie przydatna też może być odpowiednia doza szczęścia.

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	 <p>źródło: MF, GUS, Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank S.A.</p>	 <p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>	 <p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>
Czechy	 <p>źródło: MF, CNB, CSO, Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank SA</p>	 <p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>	 <p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>
Węgry	 <p>źródło: MF, HNB, Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank SA</p>	 <p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>	 <p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>
<p>Od 1 maja 2004 referencyjne wartości dla kryteriów monetarnych liczone są dla krajów EU-25.</p> <p>Objaśnienia:</p> <p>Pierwsza kolumna:</p> <ul style="list-style-type: none"> 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. <p>Druga kolumna:</p> <ul style="list-style-type: none"> 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	CZECHY	WĘGRY
Stopy procentowe	6,24%	5,40%	3,78%	7,12%
Inflacja	2,8%	1,2%	2,1%	3,8%
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.

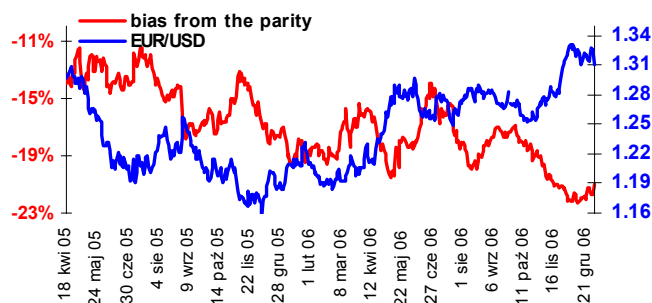
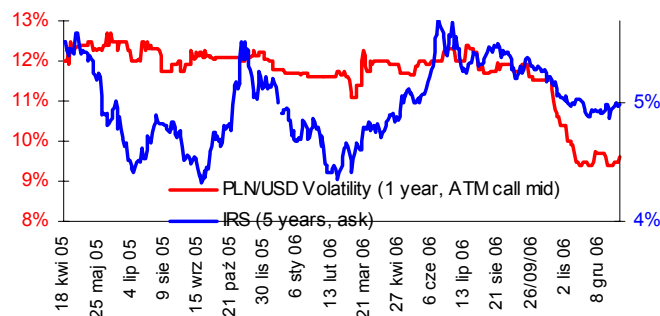
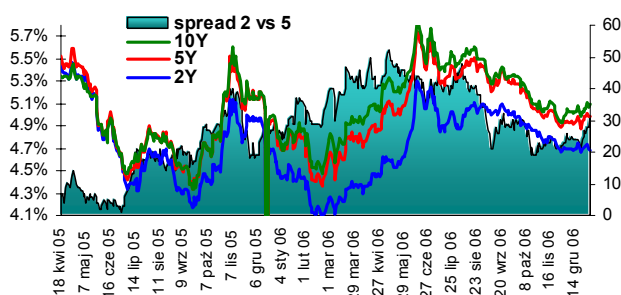
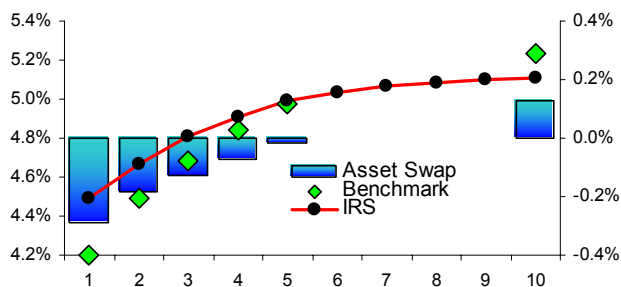
Dolne wiersze:

- 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.

Styczeń 2007

NA RYNKU

F/X



Początek roku przyniósł dość gwałtowne i nieoczekiwane osłabienie złotego. W ciągu tygodnia złoty stracił ponad 3% wobec dolara i prawie 2% wobec euro. W pewnym stopniu zmiany te można wiązać z nominacją Sławomira Skrzypka na stanowisko prezesa NBP, jednak wydaje się, że dla części inwestorów kandydatura nowego prezesa była jedynie pretekstem do realizacji zysków na emerging markets po zeszłorocznej silnej aprecjacji walut regionu.

Z kolei po publikacji minutes FED i bardzo dobrych danych na temat liczby nowych miejsc pracy w USA dolar wzmocnił się w stosunku do euro o ponad 2% i można spodziewać się, że średniej perspektywie trend ten będzie nadal kontynuowany.

W przypadku złotego uważamy, że w ciągu najbliższych tygodni kurs rodzimej waluty będzie utrzymywał się w przedziale 3,84-3,90 za euro, a każde osłabienie złotego będzie wykorzystywane przez eksporterów do sprzedaży zagranicznej waluty. Bez wątpliwa istotnym czynnikiem ryzyka cały czas będzie zmiana dokonana na stanowisku prezesa NBP, a rynek bardzo uważnie będzie śledził kolejne wypowiedzi i decyzje kadrowe Sławomira Skrzypka.

Fixed Income

W pierwszej połowie stycznia wzrosły również rentowności polskich papierów skarbowych, szczególnie w sektorze 5-10 lat. W tym przypadku główną przyczyną wzrostu były spadki cen na rynkach bazowych po dobrych danych z rynku pracy w USA i osłabienie oczekiwań na szybkie obniżki stóp przez FED. Rentowności pięcioletnich swapów wzrosły o ok. 10 punktów bazowych. Nie zmieniły się natomiast istotnie rentowności w sektorze 2 lat. Sądzi- my, że dane o wysokiej dynamice płac i wzroście zatrudnienia w grudniu wsparte jastrzębimi komentarzami członków Rady i wysoką projekcją inflacyjną wzmocnią oczekiwania na podwyżki stóp procentowych. Z tego względu oczekujemy wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości. Z kolei dłuższy koniec powinien podążać w najbliższym okresie za rynkami bazowymi, co doprowadzi do wypłaszczenia krzywej dochodowości.

Styczeń 2007

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Styczeń 2007	Luty 2007	Marzec 2007	Kwiecień 2007
Wskaźnik cen tow. i usług kons.	15	15	14	13
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	19	19	19	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	15	15	17
Szacunki PKB		-	2	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	23	22	22	23
Podaż pieniądza M3	12	14	14	13
Bilans płatniczy RP	16	12	14	13
Inflacja bazowa	22	-	23	23
Aktywa rezerwowe	5	7	7	6
Posiedzenia RPP	23 30-31	27-28	27-28	17 24-25
Posiedzenia ECB	11	8	8	12
Posiedzenia FED	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.