



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Luty 2007, Nr 68 (8)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Polityka monetarna	s. 3
Polityka fiskalna	s. 7
Otoczenie zewnętrzne	s. 10
Euromonitor	s. 13
Na rynku	s. 15
Kalendarz	s. 16

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

- Stopy procentowe NPB pozostały w styczniu bez zmian, natomiast dość korzystnie zmienił się sposób komunikowania się RPP z rynkiem. Opublikowany komunikat lepiej przedstawiał poglądy większości członków Rady i zawierał szersze uzasadnienie podjętej decyzji. Z zadowoleniem przyjęte zostało też rozpoczęcie publikacji krótkich sprawozdań z posiedzeń Rady.
- Nowa wersja projekcji inflacji w dalszym ciągu wskazuje na ryzyko stałego wzrostu cen i przekroczenia celu inflacyjnego, ale te ostrzeżenia najwyraźniej nie zrobiły większego wrażenia ani na członkach RPP, ani na uczestnikach rynku. Bieżące dane nie ukazują znacznego narastania presji inflacyjnej, choć nie należy ignorować ryzyka przyśpieszenia dynamiki płac. Nadal jednak działają efekty związane z globalizacją, a wysokie marże przedsiębiorstw pozwalają im na zaabsorbowanie części skutków wzrostu wynagrodzeń.
- Przedstawiony w ubiegłym miesiącu plan dalszych reform w obszarze finansów publicznych jest w dużej mierze powtórzeniem propozycji ogłoszonych w marcu 2006 r. Chociaż niektóre z planowanych działań mogą budzić pewne wątpliwości, to ogólny kierunek zaproponowanych zmian można uznać za właściwy. Główną słabością ogłoszonego planu reform jest nadal brak konkretnych wyliczeń potwierdzających możliwość osiągnięcia oszczędności szacowanych przez MF na 8-10 mld PLN.
- Komisja Europejska skrytykowała zawarte w listopadowej aktualizacji polskiego Programu konwergencji plany redukcji deficytu fiskalnego uznając je za nie dość wiarygodne i ambitne. W opinii Komisji, bez dodatkowych działań, nie będzie możliwe obniżenie w tym roku deficytu fiskalnego do planowanego poziomu 3,4% PKB. Naszym zdaniem, przy zachowaniu odpowiedniej dyscypliny budżetowej i respektowaniu zaleceń organów UE, Polska miałaby realne szanse na uwolnienie się w 2008 r. od rygorów procedury nadmiernego deficytu.
- Zgodnie z oczekiwaniami EBC nie zmienił w styczniu i lutym br. swych stóp procentowych, ale w komunikacie po ostatnim posiedzeniu wyraźnie zasygnalizował zamiar ich podwyższenia w marcu. EBC najbardziej obawia się znacznego zwiększenia dynamiki płac, ale niepokoi go również utrzymywanie się rekordowo wysokiego tempa przyrostu agregatów monetarnych. Zgadza się z dominującym na rynku przekonaniem, że podstawowa stopa procentowa EBC może w tym roku osiągnąć poziom 4%.
- Najnowsze dane statystyczne i wskaźniki koniunktury przyniosły wyraźną poprawę nastrojów co do perspektyw utrzymania ożywienia gospodarczego w strefie euro. Jak na razie nie potwierdziły się obawy, że wzrost stawki VAT w Niemczech, wyższe stopy procentowe i osłabienie popytu zewnętrznego przyczynią się do znacznego osłabienia dynamiki gospodarki europejskiej. Tempo wzrostu PKB nie osiągnie wprawdzie ubiegłorocznego poziomu (około 2,6%), ale powinno wyraźnie przekroczyć granicę 2%.

Luty 2007

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Gru 05	Sty 06	Lut 06	Wrz 06	Paź 06	Lis 06	Gru 06	Sty 07	Lut 07
PKB i produkcja									
PKB	4,5%			5,8%			5,8%		
Popyt krajowy	5,6%			6,1%			6,0%		
Spożycie indywidualne	2,6%			5,5%			5,2%		
Nakłady brutto na środki trwałe	10,1%			19,8%			19,4%		
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	9,5%	9,7%	10,2%	11,6%	14,6%	12,0%	5,7%	11,8%	
Produkcja przemysłowa m/m	-1,3%	-9,1%	1,3%	9,2%	4,1%	-2,7%	-6,8%	-3,9%	
Sprzedaż detaliczna r/r	6,3%	8,6%	10,2%	14,5%	13,3%	13,6%	13,3%	14,0%	
Sprzedaż detaliczna m/m	22,9%	-26,3%	-3,0%	1,0%	2,7%	-4,3%	22,7%	-27,9%	
Rynek pracy									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2789,08	2471,09	2526,22	2611,16	2657,99	2759,56	3027,51	2648	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	1,5%	3,6%	4,8%	5,1%	4,7%	3,1%	8,5%	7,2%	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	4,2%	11,4%	2,2%	0,0%	1,8%	3,8%	9,7%	-12,5%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,5%	2,6%	2,5%	3,5%	3,6%	3,8%	4,1%	4,4%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,1%	1,3%	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	1,6%	
Stopy bezrobocia	17,6%	18,0%	18,0%	15,2%	14,9%	14,8%	14,9%	15,2%	
Handel zagraniczny									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-530	-211	-839	143	-587	-531	-915		
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-425	6	-229	-356	-283	-287	-1080		
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	22,5%	21,7%	19,2%	16,6%	23,6%	21,9%	8,3%		
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	18,6%	23,7%	22,0%	19,2%	27,5%	20,6%	17,0%		
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,7%	-1,6%	-1,8%	-1,9%	-2,0%	-2,0%	-2,2%		
Ceny									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	-0,2%	0,2%	0,0%	0,2%	0,1%	0,0%	-0,2%	0,5%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	0,7%	0,6%	0,7%	1,6%	1,2%	1,4%	1,4%	1,7%	
Inflacja netto r/r	1,1%	0,8%	0,8%	1,4%	1,3%	1,6%	1,6%	1,8%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,7%	0,2%	-0,1%	0,0%	-0,5%	-0,7%	-0,3%	0,2%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	0,2%	0,3%	0,7%	3,6%	3,2%	2,5%	2,8%	2,8%	
Agregaty monetarne									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	412,5	406,6	416,1	453,1	458,8	465,6	477,1	471,7	
Podaż pieniądza y/y	10,5%	10,4%	11,7%	13,0%	12,3%	14,4%	15,7%	16,1%	
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	22,8%	23,3%	24,0%	31,1%	30,1%	31,4%	33,4%		
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	2,9%	3,5%	4,6%	9,8%	10,3%	11,6%	14,7%		
Depozyty gospodarstw domowych r/r	3,6%	2,6%	2,7%	7,3%	6,8%	7,2%	9,7%		
Depozyty przedsiębiorstw r/r	16,9%	21,4%	23,2%	19,3%	19,4%	23,5%	25,7%		
Kursy walutowe									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,8598	3,8285	3,7726	3,9835	3,8871	3,8166	3,8312	3,9320	3,96
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,2613	3,1630	3,1768	3,1425	3,0631	2,8911	2,9105	3,0400	3,04
Stopy procentowe									
Stopa interwencyjna NBP	4,50%	4,25%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Stopa lombardowa	6,00%	5,75%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Stopa depozytowa	3,00%	2,75%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
WIBOR 3M	4,60%	4,48%	4,03%	4,22%	4,21%	4,20%	4,20%	4,19%	4,19%
Rentowność obligacji 2Y	4,54%	4,29%	3,99%	4,91%	4,58%	4,67%	4,33%	4,30%	4,35%
Rentowność obligacji 5Y	4,96%	4,83%	4,39%	5,42%	5,04%	4,97%	4,84%	4,79%	4,87%
Rentowność obligacji 10Y	5,10%	5,04%	4,59%	5,53%	5,18%	5,16%	5,10%	5,12%	5,23%
Gospodarka światowa									
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,2%	2,4%	2,3%	1,7%	1,6%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)	1,8%			2,7%					
Stopa podstawowa ECB	2,25%	2,25%	2,25%	3,00%	3,25%	3,25%	3,50%	3,50%	3,50%
Inflacja w USA (r/r)	3,4%	4,0%	3,0%	2,1%	1,3%	2,0%	2,6%		
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)	1,8%			2,0%			3,5%		
Stopa docelowa Fed Funds	4,25%	4,50%	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.

POLITYKA MONETARNA

Poprawa komunikacji z rynkiem

Zgodnie z oczekiwaniami podczas styczniowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła poziomu stóp procentowych, natomiast dość istotnej zmianie uległ sposób komunikacji z rynkami finansowymi. Przede wszystkim po raz pierwszy od dłuższego czasu komunikat RPP pozostaje spójny z podjętą decyzją i dużo lepiej oddaje poglądy większości, która nie chciała zmiany poziomu stóp procentowych. Kolejnym novum jest rozpoczęcie zapowiedzianej już wcześniej publikacji minutes, czyli krótkich sprawozdań z posiedzeń RPP. Pozwoliło to nam w lepszym stopniu prześledzić ewolucję poglądów RPP od października, kiedy to dominowała opinia o szybkim przełożeniu się wzrostu płac na wyższą inflację, po grudzień, gdy wskazywano na wzrost otwartości polskiej gospodarki i spadek znaczenia krajowej luki popytowej, co znajduje swój wyraz w zmniejszeniu nachylenia krzywej Phillipsa.

Co dalej z projekcją inflacyjną?

W ostatnim komunikacie Rada dość wyraźnie zdystansowała się od wyników projekcji inflacyjnej (patrz ramka). Sceptycyzm większości członków Rady wobec projekcji można było zauważyć już w drugiej połowie ubiegłego roku i to zarówno na podstawie wypowiedzi poszczególnych członków Rady, jak i samych decyzji. Swój brak zaufania do projekcji uzyskanej na podstawie modelu ECMOD Rada wyraziła poprzez podkreślenie, że bierze pod uwagę również rezultaty uzyskiwane z innych modeli używanych w NBP.

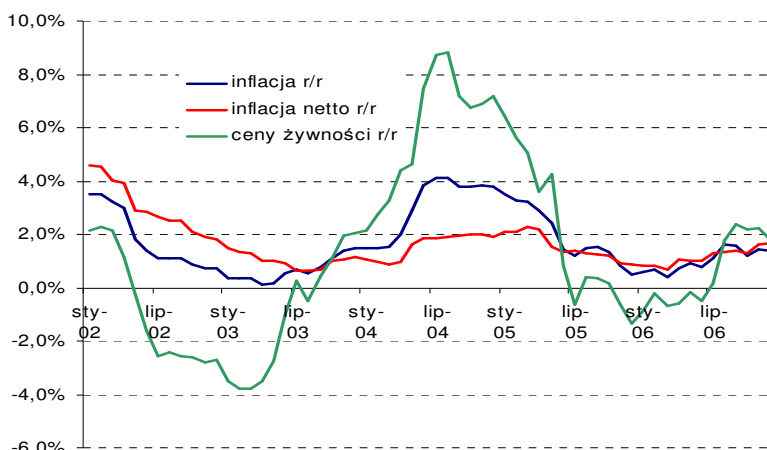
W tym momencie pojawia się jednak dość istotne pytanie. Otóż skoro Rada oficjalnie dystansuje się od projekcji, to jaki jest sens włączania jej wyników do Raportu o Inflacji, firmowanego przecież przez Radę? Dlatego warto zastanowić się, jaki los czeka oficjalną projekcję. Jeżeli w kwietniu nastąpiłoby urealnienie założeń do projekcji i „wsadu eksperckiego”, to powinna ona pokazać niższą ścieżkę inflacji, co kłóci się z rozwojem sytuacji na rynku pracy i co trudno byłoby wytłumaczyć jedynie reestymacją parametrów modelu. Z kolei, jeśli RPP będzie nadal powtarzała, że pod uwagę bierze także inne modele, to dlaczego publikowana jest jedynie projekcja z ECMODu? Jest to niewątpliwie problem, który Rada będzie musiała rozstrzygnąć, i to najprawdopodobniej już w ciągu najbliższych 2-3 miesięcy.

Rada „jaśniej” o perspektywach dla stóp procentowych

Najistotniejszym elementem komunikatu były jednak zdania, w których Rada uznała, że „obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja utrzymaniu inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%. Ustabilizowanie inflacji na poziomie celu i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może jednak wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej”. Należy przypuszczać, że fragment ten, który jest modyfikacją zdania zawartego już w poprzednim komunikacie Rady, ma w pewnym stopniu zastąpić zlikwidowane w zeszłym roku nastawienie w polityce pieniężnej.

Wskazuje on, że Rada nie widzi wprawdzie potrzeby podnoszenia stóp procentowych już teraz, ale nie wyklucza, że decyzja taka może zostać podjęta w przyszłości. Zwrot ten jasno sugeruje, że podwyżki stóp procentowych są obecnie znacznie bardziej prawdopodobne niż obniżki, czyli zawiera taką samą informację, jak wcześniej publikowane nastawienie.

Rada daje przy tym do zrozumienia, że „przyszłe decyzje Rady będą zależeć od nowych informacji dotyczących procesów gospodarczych w Polsce i na świecie oraz ich wpływu na perspektywy inflacji w Polsce”. Inaczej mówiąc, Rada nie ma obecnie jasno określonej wizji dalszego kształtowania polityki pieniężnej i uzależnia swe decyzje od rozwoju sytuacji gospodarczej. Przypomina to nieco sytuację w Stanach Zjednoczonych, z tym że w przypadku FED mniej oczywisty jest kierunek przyszłych zmian stóp procentowych.



Luty 2007

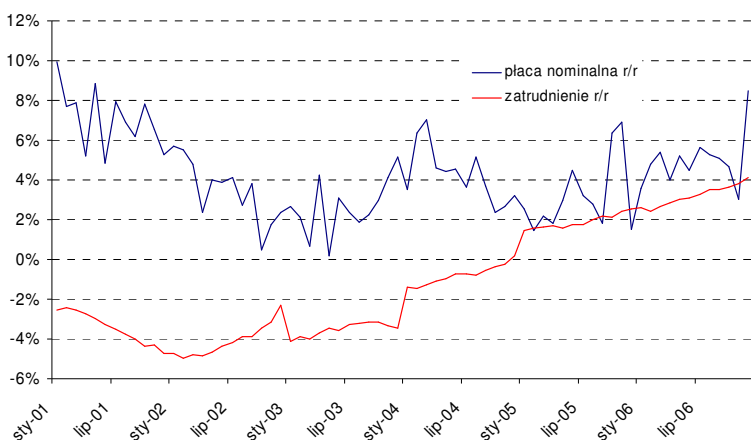
Brak oznak presji na wzrost cen w bieżących danych o inflacji

Bieżące dane są dla inflacji cały czas dość korzystne. Według danych GUS, ceny towarów konsumpcyjnych i usług spadły w grudniu w stosunku do listopada o 0,2%, co daje roczny wskaźnik CPI na poziomie 1,4%. Niższy od oczekiwanego poziom inflacji był przede wszystkim wynikiem dość nietypowego dla grudnia spadku cen żywności. Łącznie z napojami bezalkoholowymi spadły one w stosunku do listopada o 0,3%, głównie na skutek aprecjacji złotego i dobrych warunków pogodowych. Ponadto do spadku CPI przyczyniły się też spadki cen paliw oraz towarów zaliczanych do tradables: w tym odzieży i obuwi o 0,2%. Wydaje się jednak, że grudniowy spadek cen żywności miał charakter incydentalny i już w styczniu można naszym zdaniem oczekiwać ich wzrostu o 0,5-0,6% w skali miesiąca.

Dwie miary inflacji bazowej w grudniu wzrosły w porównaniu do listopada, jedna spadła, a dwie, w tym inflacja netto, pozostały bez zmian. Roczny wskaźnik inflacji netto (po wyłączeniu cen żywności i paliw) wyniósł w grudniu 2006 1,6%.

Inflacja a rynek pracy

W grudniu widoczne było pewne przyspieszenie dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw. Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń wyniosło tym miesiącu aż 8,5%. Chociaż wynik ten jest w dużej mierze efektem przesunięcia wypłat „nagród barbońkowych” w górnictwie na grudzień (rok temu miały one miejsce w listopadzie), to jednak również wygładzona z efektów jednorazowych dynamika wynagrodzeń nieco przyspieszyła przekraczając 6% (wg. NBP 6,2%). Ze względu na wypłaty nagród przez KGHM dynamika płac mogła się utrzymać na podwyższonym poziomie (około 7,2% r/r) również w styczniu, ale w następnych miesiącach powinna już się obniżyć i oscylować wokół 6%.



Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 4,1% r/r. Na bardzo pozytywne trendy obserwowane w ostatnim czasie na rynku pracy nałożyły

się w grudniu korzystne warunki pogodowe, dzięki czemu wzrost zatrudnienia ponownie przyspieszył.

Dane z rynku pracy nie zmieniają znacząco perspektyw przyszłej inflacji. Oczywiście nie ma wątpliwości, że presja inflacyjna ze strony rynku pracy narasta. Kurcząca się podaż siły roboczej, odpływ z rynku pracy powojennego wyżu demograficznego, duża wciąż skala emigracji zarobkowej i szybko rozwijająca się gospodarka powodują, że płace rosną coraz szybciej.

Warto jednak pamiętać, że wzrost płac nie od razu musi przełożyć się na wzrost cen konsumenta. Po pierwsze, bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw za ostatnie dwa lata wskazują, że obecny poziom marż jest na tyle wysoki, iż przedsiębiorcy zamiast przerzucać rosnące koszty pracy na klienta mogą pozwolić sobie na pewną obniżkę marż. Ponadto koszty pracy są jedynie jednym ze składników kosztów, którego wzrost może zostać zrównoważony przez spadające ceny surowców krajowych i niższe koszty importu.

Po drugie, wysoka dynamika inwestycji w ubiegłym roku może być sygnałem, że przedsiębiorstwa zamiast płacić wyższe stawki nowym pracownikom, decydują się na wprowadzanie bardziej kapitałochłonnych technologii. Ze względu na obecny niski koszt pozyskania kapitału zwiększanie technicznego uzbrojenia pracy wydaje się rozwiązaniem jak najbardziej uzasadnionym.

Globalizacja ciągle popularnym argumentem przeciw podwyżkom

Presję pojawiającą się ze strony rynku pracy cały czas równoważyć będzie efekt globalizacji i związany z nim spadek cen towarów podlegających wymianie międzynarodowej. Można zatem przypuszczać, że ze względu na rosnący w koszyku inflacji udział dóbr podlegających wymianie międzynarodowej, efekt ten w Polsce będzie miał coraz większe znaczenie. Dlatego też, pomimo wzrostu jednostkowych kosztów pracy, inflacja CPI powinna w najbliższych kwartałach pozostawać na niskim poziomie nie przekraczając trwale środka celu inflacyjnego.

Większość członków Rady w swoich wypowiedziach bardzo wyraźnie podkreśla antyinflacyjny wpływ globalizacji. Zwracają oni również uwagę, że obecny wysoki wzrost inwestycji w krótkim okresie może wywoływać presję popytową, jednak w długim okresie będzie prowadził do wzrostu potencjalnego PKB i tym samym działał w kierunku obniżenia przyszłej presji inflacyjnej.

Spodziewamy się, że w całym 2007 roku stopa inflacji nie przekroczy środka celu inflacyjnego. Co więcej, w miesiącach wakacyjnych może ona spaść poniżej dolnej granicy celu. Uważamy, że w obliczu niskiej bieżącej inflacji i umiarkowa-

Luty 2007

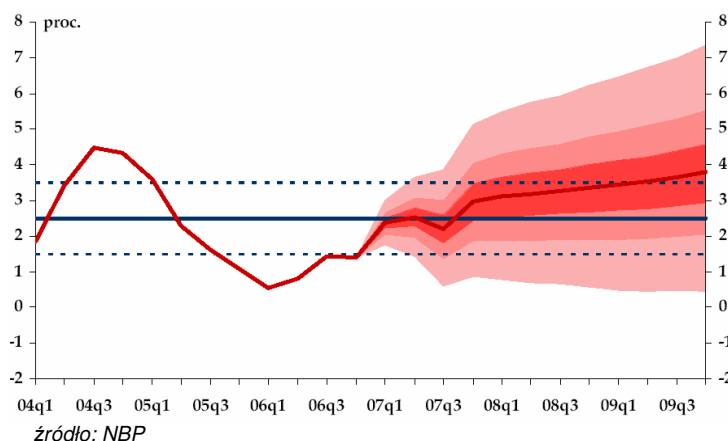
nej presji inflacyjnej RPP nie zdecyduje się na podwyżki stóp przynajmniej do jesieni tego roku. Sądzymy, że presja inflacyjna nasili się dopiero pod koniec roku przy stopie bezrobocia nieznacznie przekraczającej 13% i dopiero wtedy realne staną się pierwsze

podwyżki stóp. Według naszego bazowego scenariusza pierwsza podwyżka może mieć miejsce w styczniu przyszłego roku, a w całym 2008 roku Rada może podnieść stopy o 100 do 150 punktów bazowych.

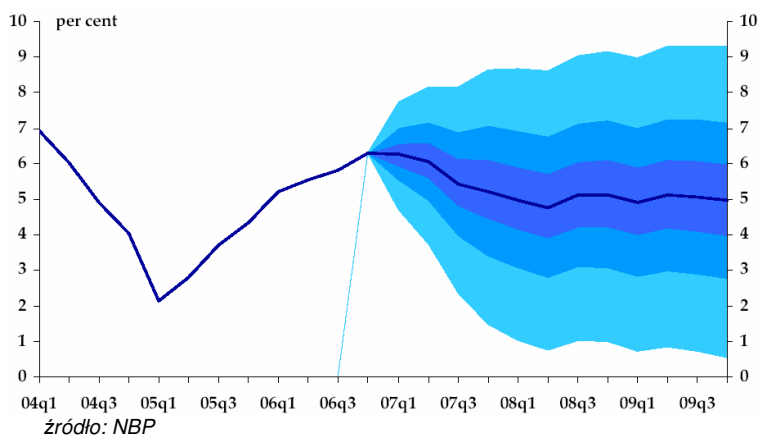
Styczniowa projekcja inflacyjna

W raporcie o inflacji ze stycznia 2007, który to raport zawiera „aktualną” projekcję inflacyjną, eksperci NBP zwrócili uwagę na wyjątkowo niewielką ich zdaniem (w porównaniu z projekcją październikową) ilość ingerencji eksperckich w prognozy uzyskane zarówno dla sfery realnej, jak i cen. Podkreślono jednak, że po raz kolejny zespół ekspercki został zaskoczony wzmocnieniem złotego i spadkiem cen ropy. Z problemów, z jakimi eksperci będą musieli się zmierzyć w przyszłości (reestymacja parametrów nastąpi dopiero w rundzie wiosennej), wskazano na zmiany strukturalne w polskiej gospodarce, w tym znaczny wzrost kapitałochłonności produkcji oraz trudności z uchwyceniem krótko- i średniookresowej zależności pomiędzy rynkiem pracy i cenami konsumenta. W czasie prezentacji swych wyników eksperci NBP już otwarcie mówili, że ECMOD przeszacowuje wrażliwość inflacji na zmianę jednostkowych kosztów pracy. Właśnie te czynniki zadecydowały o znacznej rozbieżności pomiędzy prognozami i aktualnymi danymi, zwłaszcza w krótkim horyzoncie. Fakt ten był zresztą dość konsekwentnie podkreślany przez niektórych członków RPP. Z tego też powodu zapowiadane przez projekcję wystromienie ścieżki inflacji w 2007 roku oraz fakt, że już w drugim kwartale 2007 środek przedziału prognoz inflacji miałby znaleźć się powyżej celu NBP, zostały zignorowane przez rynki.

Prognozowana przez NBP ścieżka inflacji w średnim okresie nie różni się zasadniczo od tej z projekcji październikowej. Górna granica celu inflacyjnego ma zostać przekroczona w połowie 2009 roku. Eksperci NBP wskazali ponadto na oczekiwany wzrost rocznej dynamiki płac z około 6% w 2007 do 8% w 2009.

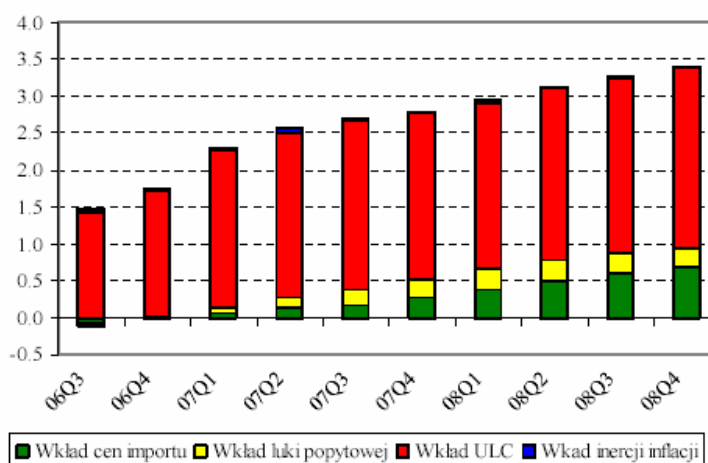


Zdecydowanie największe rozbieżności w porównaniu z poprzednią projekcją dało się zauważyć w prognozach sfery realnej gospodarki. Prognozowany wzrost spożycia indywidualnego (powyżej 6% r/r w 2007 roku) i inwestycji pozwolił oszacować dynamikę popytu wewnętrznego na odpowiednio 7,7%, 6,5% i 5,9% w 2007, 2008 i 2009 roku. Wystromieniu uległa ścieżka wzrostu PKB w 2007 roku, ale na 2008 rok prognoza dynamiki PKB została obniżona w porównaniu z poprzednią projekcją.



Co ciekawe, projekcja styczniowa zakłada również wyższe dynamiki produktu potencjalnego, który dzięki szybko rosnącym nakładom inwestycyjnym w 2009 roku będzie się powiększał już w tempie 4,9% (obecnie dynamika ta jest szacowana na około 4,4%). Eksperti NBP podkreślają, że ze względu na szybki wzrost PKB luka popytowa domknie się już w 2007 roku i pozostanie dodatnia przez kolejne lata objęte projekcją. Wpływ luki popytowej na inflację jest, jak wnioskujemy z przedstawionej w raporcie dekompozycji prognoz, bardzo niewielki.

Dekompozycja inflacji w projekcji styczniowej (% r/r)



źródło: NBP

Wobec krytyki ze strony Rady oraz samokrytyki ekspertów NBP, ciekawy wydaje się wątek wykorzystania alternatywnych modeli do przygotowywania projekcji inflacyjnej. Oczywistym następcą modelu ECMOD wydaje się być model typu DSGE. Modele te wykorzystywane są obecnie przez szereg banków centralnych, ECB, FED czy nawet Narodowy Bank Czech. Zasadniczą przewagą tych modeli jest to, iż są one mocno zakotwiczone w teorii ekonomii. Tak więc zarówno parametry, jak i reszty mają w nich strukturalną interpretację. Z punktu widzenia prognoz średniookresowych najistotniejsze wydaje się natomiast dosłowne zdefiniowanie stanów równowagi w modelach DSGE (czyli wartości, do których prognozy zbiegają po wygaśnięciu szoków). Modele te, choć bardziej wymagające względem kwalifikacji „modelarzy”, umożliwią naszym zdaniem lepszą komunikację z RPP i analitykami makroekonomicznymi.

POLITYKA FISKALNA

Reforma finansów publicznych – drugie podejście

Wicepremier Gilowska przedstawiła w ubiegłym miesiącu swe zamiary dotyczące dalszych reform w obszarze finansów publicznych. Te nowe propozycje są niemal dokładną kopią planów zaprezentowanych w marcu ub. roku. Pominęto tylko działania już wdrożone poprzez niedawną zmianę ustawy o finansach publicznych i zmodyfikowano formułę obniżki tzw. klina podatkowego. Wraz z ogłoszeniem tych planów ponownie pojawiły się też ostrzeżenia, że w przypadku braku poparcia dla ich realizacji prof. Gilowska rozważy swe odejście z rządu.

Najważniejszym elementem reformy ma być nowa organizacja sektora finansów publicznych przewidująca likwidację zakładów budżetowych, gospodarstw pomocniczych oraz części agencji i funduszy celowych. Ich zadania i kompetencje mają być przejęte przez inne jednostki, a środki, jakimi dysponowały, włączone do budżetu centralnego (lub do budżetów lokalnych w przypadku zakładanej likwidacji wszystkich samorządowych funduszy celowych). Krajowy Fundusz Drogowy i Narodowy Fundusz Zdrowia miałyby zostać przekształcone w państwowe fundusze celowe, a część obecnych agencji i funduszy celowych (w tym zwłaszcza ZUS i KRUS) w jednostki budżetowe. Wszystkie te zmiany dokonywane byłyby pod hasłami konsolidacji i lepszego zarządzania sektorem finansów publicznych. Planowane jest też połączenie służb podatkowych i celnych oraz kontynuacja prac zmierzających do wdrożenia tzw. budżetu zadaniowego. Podobnie jak przy pierwszym, niezbyt udanym, podejściu do wprowadzenia tych zmian, wicepremier Gilowska szacuje, że uzyskane dzięki nim oszczędności wyniosą około 0,8-1% PKB w ciągu 2 lat.

Niestety, podobnie jak przed rokiem nie przedstawiono żadnych konkretnych wyliczeń, które pozwoliłyby rozwiać poważne wątpliwości związane z tymi szacunkami. Brak jest też szczegółowych informacji na temat tego, jakie agencji oraz fundusze miałyby zostać zlikwidowane

To, co się stanie z poszczególnymi funduszami i agencjami można jednak w pewnym stopniu uznać za sprawę wtórną. Znacznie ważniejsze będzie wyjaśnienie zagadki, w jaki sposób sama zmiana wewnętrznej organizacji sektora finansów publicznych ma pozwolić na zaoszczędzenie tak znacznych środków. Nigdzie bowiem nie stwierdzono wyraźnie, że planuje się rezygnację z zadań realizowanych obecnie przez jednostki przewidziane do likwidacji lub konsolidacji, a tylko w ten sposób można byłoby doprowadzić do znacznego i trwałego ograniczenia wydatków publicznych. Niezbyt wielkie oszczędności może przynieść np. planowana likwidacja zakładów

budżetowych i gospodarstw pomocniczych, gdyż oprócz wydatków jednostki te generują też dość znaczne dochody i tym samym nie są zbyt wielkim obciążeniem dla budżetu państwa. W ostatniej aktualizacji Programu konwergencji Ministerstwo Finansów nie przedstawiło żadnych wyjaśnień na temat sposobu wyliczenia oszczędności, jakie uzyskane mają być dzięki zmianom w organizacji sektora finansów publicznych. Z zawartych w tym dokumencie szacunków wynika natomiast, że do 2009 r. dość znacząco ma zwiększyć się udział wydatków administracyjnych i nakładów na bezpieczeństwo i porządek publiczny (zarówno w relacji do PKB, jak i do całości wydatków publicznych), zaś niemal wyłącznym źródłem oszczędności ma być zmniejszenie udziału wydatków na ochronę socjalną. Nie trzeba chyba dodawać, że zdaje się to być w sprzeczności z oficjalnie głoszonymi hasłami solidarnego i taniego państwa.

Zgodnie z planami Ministerstwa Finansów rzeckome ogromne oszczędności wynikające z wdrożenia tzw. drugiego etapu reform mają być przeznaczone nie na zmniejszenie deficytu budżetowego, ale na sfinansowanie planowanej obniżki składek na ubezpieczenia społeczne i uchwalonej już przez Sejm redukcji stawek PIT (od 2009 r.). Składka rentowa ma być obniżona z 13% do 10% od początku 2008 r., a rok później ma nastąpić kolejna obniżka o 3 pkt. proc.

W przypadku lepszej od planowanej realizacji tegorocznego budżetu prof. Gilowska widzi nawet możliwość przesunięcia pierwszej obniżki składek już na połowę tego roku. Takie zamiary sugerują, że MF chciałoby sfinansować tę obniżkę korzystając zarówno z bardzo dobrej nadal koniunktury gospodarczej, jak i z dowiedzionej w ub. roku zdolności do wstrzymywania niektórych kategorii wydatków budżetowych (w tym zwłaszcza tzw. wydatków majątkowych). W budżecie na ten rok zaplanowano, że wydatki majątkowe mają wynieść ok. 12 mld PLN.

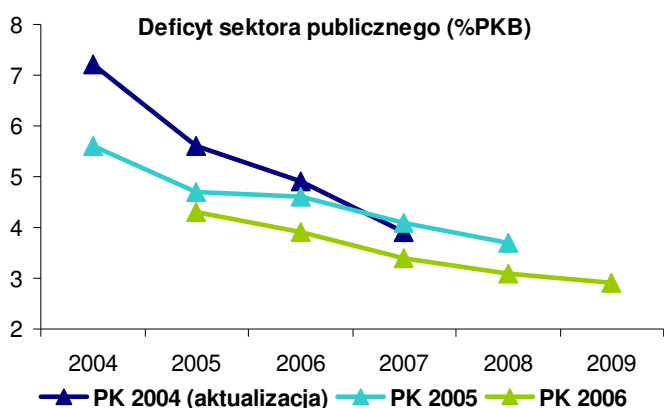
Obniżenie składki o 1 pkt. proc. oznacza w bezpośrednim efekcie obniżenie dochodów FUS o ok. 2 mld PLN rocznie. W ostatecznym rachunku część utraconych środków można jednak odzyskać poprzez wyższe dochody z podatków bezpośrednich i z VAT. Nie można wykluczyć, że w tegorocznym budżecie znalazłyby się środki na pokrycie kosztów planowanej obniżki składki rentowej, ale można mieć wątpliwości, czy wszyscy partnerzy koalicyjni zgodziliby się uznać to za najbardziej pożądaną sposobem wykorzystania ewentualnych dodatkowych rezerw.

KE rekomenduje dodatkowe działania

Zgodnie z naszymi przewidywaniami, Komisja Europejska skrytykowała zawarte w listopadowej

Luty 2007

aktualizacji polskiego Programu konwergencji plany redukcji deficytu fiskalnego. KE uważa też, że przedstawione w tym programie założenia makroekonomiczne (przede wszystkim dotyczące wzrostu gospodarczego w latach 2008-2009) są zbyt optymistyczne. Co ciekawe, stanowisko to przedstawione zostało wkrótce po tym, jak MF podniosło swoją prognozę wzrostu PKB w 2007 r. (z 5,1% do 5,4%). Można więc dość poważne zastrzeżenia, co do aktualności prognoz KE dla tego i następnego roku, natomiast prognoza MF dla 2009 r. (5,6%) rzeczywiście wydaje się zbyt optymistyczna. Sama KE nie zaprzecza, że już wkrótce jej prognozy dla Polski na najbliższy okres mogą zostać skorygowane w górę.



Źródło: MF

Największe zastrzeżenia ze strony KE wzbudza brak konkretnych działań, które gwarantowałyby osiągnięcie planowanego przez Polskę na ten rok deficytu fiskalnego na poziomie 3,4% PKB. Według ocen KE, bez podjęcia dodatkowych działań rzeczywisty deficyt może wynieść 3,7%. Ciekawe jest przy tym, że KE wcale nie nalega na zmniejszenie już w tym roku deficytu do poziomu poniżej 3% PKB, ale oczekuje osiągnięcia przez Polskę takich postępów w ograniczaniu nierównowagi fiskalnej, które pozwoliłyby na zakończenie procedury nadmiernego deficytu. Oznacza to, że KE widzi możliwość skorzystania przez Polskę z klauzuli pozwalającej krajom ponoszącym koszty realizacji reformy systemu emerytalnego wyjście z tej procedury przy deficycie nieznacznie przekraczającym wartość referencyjną. Jednym z warunków skorzystania z tego rozwiązania (wprowadzonego w 2005 r. w ramach reformy Paktu Stabilności i Wzrostu) jest jednak przedstawienie partnerom z UE wiarygodnych planów dalszej redukcji deficytu.

W projekcie nowych rekomendacji skierowanych pod adresem naszego kraju KE proponuje, aby wezwać Polskę do wzmocnienia działań dostosowawczych w celu wypełnienia wcześniejszego zobowiązania do wyeliminowania nadmiernego deficytu w 2007 r. Jednocześnie zachęca się Polskę do wyko-

rzystania obecnemu okresowi bardzo dobrej koniunktury gospodarczej do przyśpieszenia tempa zbliżania się do osiągnięcia celu średniookresowego ustalonego przez nasz rząd jako deficyt w wysokości 1% PKB. W związku z tym Polska powinna przedstawić i wdrożyć dodatkowe działania (głównie po stronie wydatkowej budżetu), które pozwolą na zrealizowanie tych planów. Jest niemal pewne, że nowe rekomendacje zaproponowane przez KE zostaną zaakceptowane przez Radę ECOFIN na jej spotkaniu w dniu 27 lutego br. Polska będzie wówczas zobowiązana do przedstawienia w ciągu 6 miesięcy od tej daty działań, jakie zamierza podjąć w celu wypełnienia zaaleceń Rady UE.

Jak na razie strategią realizowaną przez Ministerstwo Finansów wydaje się być kontestowanie ocen i zaleceń formułowanych przez Komisję. Nawet, jeśli istnieją dość ważne argumenty przemawiające na rzecz polskiego stanowiska, to dalsza eskalacja tego sporu i ewentualne całkowite zignorowanie zaleceń przyjętych przez Radę nie byłyby raczej w naszym interesie. Choć wiadomo, że katalog sankcji wobec krajów nienależących do strefy euro jest bardzo ograniczony, to nie można wykluczyć, że w sytuacji otwartego konfliktu z organami UE większość państw członkowskich poparłaby propozycję wstrzymania dostępu do Funduszu Spójności, a to byłoby już dla Polski dość bolesne. Stąd też najwłaściwszą taktyką wydaje się prowadzenie działań pozwalających na osiągnięcie w tym roku deficytu fiskalnego na zadeklarowanym wcześniej poziomie (3,4%) lub nieco niższym. Przebieg realizacji tegorocznego budżetu pozwoli określić, czy w wyjaśnieniach przedstawionych w sierpniu konieczne będzie zadeklarowanie dodatkowych działań, czy też wystarczy szczegółowe opisanie aktualnych planów gwarantujących osiągnięcie wymaganej redukcji deficytu. Dzięki sprzyjającej sytuacji gospodarczej Polska ma realną możliwość wyjścia w przyszłym roku z procedury nadmiernego deficytu, ale osiągnięcie tego celu będzie łatwiejsze w warunkach dobrej współpracy z partnerami z UE, niż przy prowadzeniu otwartego sporu.

Polityka informacyjna MF

W kontekście dużo lepszego od planowanego wykonania budżetu za rok 2006 (deficyt szacowany jest na zaledwie 25,1 mld PLN) warto zwrócić uwagę na sposób informowania o sytuacji finansów publicznych przez przedstawicieli MF.

Przez prawie cały ubiegły rok bagatelizowano bardzo dobre bieżące wykonanie deficytu, zapewniając, że wszystkie planowane wydatki zostaną zrealizowane przed końcem roku. Skutecznie ograniczało to polityczne naciski na zwiększenie wydatków (i to pomimo wyborów samorządowych). Kiedy już okazało się, że ostatecznie deficyt będzie dużo mniejszy od zakładanego, pesymistyczne akcenty przesunęły się na realizację tegorocznego budżetu. Przedstawiciele MF zaczęli podkreślać, że tak dobrego wyniku nie

Luty 2007

uda się już powtórzyć, na co wskazywać miały gorsze niż w ubiegłym roku (gdy odnotowano nadwyżkę w wysokości około 800 mln PLN) rezultaty budżetu w styczniu br. Zbiegało się to z pojawiającymi się kolejnymi żądaniami zwiększenia wydatków, w tym ze strony Ministerstwa Rolnictwa (na „nie-interwencyjny” skup świń) i resortu zdrowia (na oddłużenie szpitali).

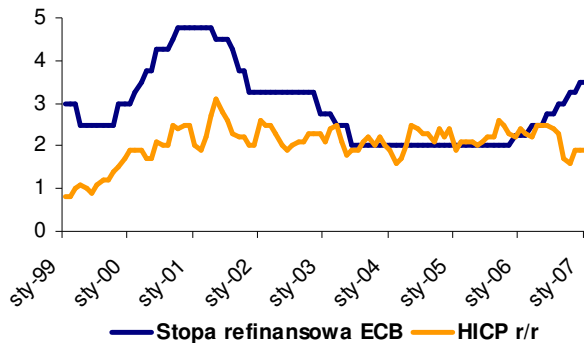
Dość nieoczekiwana w tej sytuacji była informacja zawarta w odpowiedzi na krytyczne oceny KE i wskazująca na osiągnięcie w styczniu znacznie wyższych od planowanych wpływów do budżetu państwa. Może to sugerować, że wykonanie tegorocznego budżetu znów zapowiada się bardzo pomyślnie. Wskazuje to też na to, że MF może znajdować się obecnie w dość mało komfortowej sytuacji. Z jednej strony na potrzeby KE resort musi podkreślać wiarygodność Programu konwergencji, opierającego się m.in. na silnym wzroście gospodarczym oraz na zadeklarowanych działaniach prowadzących do ograniczenia deficytu budżetowego (co musi również ozna-

czać zmniejszanie wydatków). Z drugiej jednak strony zbyt silne akcentowanie postępującego uzdrowienia finansów publicznych pociąga za sobą ryzyko wywołania łatwo przewidywalnej reakcji ze strony przedstawicieli różnych partii politycznych.

W kontekście polityki informacyjnej MF dość duże zdziwienie wywołują też powtarzające się wypowiedzi przedstawicieli MF o prawdopodobnych podwyżkach stóp procentowych. Z jednej strony nie bardzo rozumiemy powód, dla którego MF tak często wspomina o możliwości podwyższenia kosztów obsługi długu publicznego. Z drugiej strony oceny, że podwyżka o 50 bps (co byłoby zgodne z założeniami budżetowymi) nie miałyby istotnego znaczenia dla gospodarki chyba nadmiernie umacniają przekonanie o dużej sile i trwałości naszego wzrostu gospodarczego. To również może prowadzić do pojawienia się dodatkowych nacisków na szersze konsumowanie owoców tego wzrostu.

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

EBC zapowiada podwyżkę stóp procentowych



Źródło: ECB, Eurostat

Posiedzenia Rady EBC w dniach 11 stycznia i 8 lutego br. nie przyniosły zmiany oficjalnych stóp procentowych w strefie euro. Decyzje te były w pełni zgodne z oczekiwaniami rynku. W ten sposób, przynajmniej przejściowo, EBC stał się najbardziej przewidywalnym z najważniejszych banków centralnych, gdyż kierunek dalszych działań FED nie jest oczywisty, a ostatnie decyzje Banku Anglii (podwyżka stóp do 5,25%) i Banku Japonii (utrzymanie stóp na poziomie 0,25%) były pewnym zaskoczeniem dla rynku. W wypowiedzi szefa EBC po lutymowym posiedzeniu Rady ponownie pojawiły się kluczowe słowa „wzmoczona czujność” („strong vigilance”), co niemal gwarantuje, że jeśli nie pojawią się jakieś nadzwyczajne okoliczności, to w marcu dojdzie do kolejnej podwyżki stóp w strefie euro. Nieco dłuższą przerwę w trwającym od grudnia 2005 r. cyklu zacieśniania polityki pieniężnej uzasadnia się zwykle potrzebą dokonania przez EBC pełniejszej oceny perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, w tym zwłaszcza możliwości pewnego osłabienia popytu wewnętrznego wskutek wzrostu VAT w Niemczech i dostosowań fiskalnych w niektórych innych krajach. Konieczne też było (i jest nadal) uzyskanie dodatkowych informacji na temat oczekiwanej skali osłabienia aktywności gospodarczej w USA i jego skutków dla popytu globalnego. Dostępne do tej pory dane statystyczne i wyniki badań koniunktury dość wyraźnie wskazują na to, że obawy o znaczne obniżenie tempa wzrostu w Niemczech i USA mogą okazać się nadmierne. Ułatwi to EBC podjęcie w marcu decyzji o podwyżce stóp o kolejne 25 pkt. bazowych. Dodatkowym argumentem na rzecz takiej podwyżki będzie rekordowo wysokie tempo wzrostu podaży pieniądza (wzrost M3 o 9,7% r/r w grudniu oraz szybki (około 13% r/r) wzrost kredytu dla sektora niefinansowego). Podczas marcowego spotkania Rada EBC dysponować już będzie nową projekcją inflacji oraz większą ilością

informacji na temat przebiegu i wyników negocjacji płacowych. Grudniowa projekcja ekspertów EBC pokazała, że w latach 2007-2008 wskaźnik inflacji w strefie euro powinien utrzymać się na poziomie zbliżonym do oficjalnego celu (poniżej ale blisko 2%). Projekcje EBC sporządzane są jednak przy wykorzystaniu rynkowej krzywej rentowności, co może sugerować, że taki poziom stóp jest niezbędny dla ustabilizowania inflacji. Wynik grudniowej projekcji może jednak nie dawać pełnego komfortu członkom Rady EBC, gdyż przewidywana inflacja (2% w tym roku i 1,9% w 2007 r.) jest zbyt blisko celu w sytuacji, gdy w opinii Rady bilans ryzyk wskazuje na możliwość osiągnięcia wyższego tempa wzrostu cen. Głównym czynnikiem ryzyka stała się obecnie możliwość nasilenia się presji płacowych w warunkach utrzymującego się ożywienia gospodarczego, bardzo wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych i znacznej poprawy sytuacji na rynku pracy (spadek stopy bezrobocia w strefie do euro do zaledwie 7,5% w grudniu 2006 r.). Od dłuższego czasu EBC ostrzega też przed ryzykiem pojawienia się opóźnionych skutków wysokich do niedawna cen ropy naftowej, możliwością ponownego wzrostu notowań tego surowca oraz konsekwencjami podwyżek cen regulowanych i podatków pośrednich. Najbardziej realne wydają się zagrożenia związane ze wzrostem płac (zwłaszcza w świetle informacji o wysokich, przekraczających 6% żądaniach jednej z niemieckich central związkowych), ale zbyt wcześnie jest na ocenę, w jakim stopniu mogą one przyczynić się do zwiększenia presji inflacyjnej. Uwzględnienie efektów globalizacji, nadal wysokiego poziomu bezrobocia oraz dobrych doświadczeń z ostatnich lat pozwala oczekiwać, że uczestnicy negocjacji płacowych nie zignorują coraz liczniejszych wezwań do zachowania umiaru i dbania o konkurencyjność gospodarki europejskiej.

Opinie na temat dalszych kroków EBC są podzielone (część analityków uważa, że obecny cykl podwyżek zakończy się na poziomie 3,75%, gdyż w efekcie już dokonanego zacieśnienia polityki pieniężnej i fiskalnej oraz gorszych warunków zewnętrznych obniży się tempo wzrostu i osłabnie presja inflacyjna), ale przeważa pogląd, że w dalszej części roku (prawdopodobnie w czerwcu) dojdzie do kolejnej podwyżki, która doprowadzi stopy w strefie euro do poziomu 4%. Do umocnienia się tego przekonania przyczynił się bardzo „jastrzębi” ton wypowiedzi J.-C. Tricheta po ostatnim posiedzeniu EBC. Na taką skalę wzrostu stóp wskazują również aktualne notowania rynkowe. Uważamy taki scenariusz (wzrost stóp do 4% w tym roku) za najbardziej prawdopodobny, choć przed podjęciem ostatecznej decyzji EBC z pewnością uważnie analizował będzie perspektywy dalsze-

Luty 2007

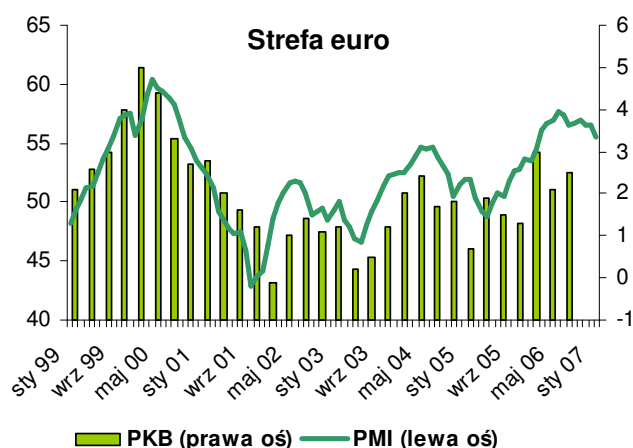
go kształtowania się inflacji i wzrostu w strefie euro. Istotny wpływ na postawę EBC może mieć też reakcja FED na dalszy rozwój sytuacji gospodarczej w USA. Niższe ceny energii i efekt bazy statystycznej powodują, że w II i III kwartale br. bieżące wskaźniki inflacji w strefie euro powinny utrzymywać się na dość niskim poziomie (około 1,5%). Oczekiwania dalszego wzrostu stóp i ogólnie dobra kondycja gospodarki europejskiej mogą też działać na rzecz umocnienia się kursu euro. W tej sytuacji uzasadniając swe działania EBC będzie musiał kłaść główny nacisk na średniookresowe zagrożenia dla swego celu inflacyjnego związane przede wszystkim z rosnącą presją płacową i z szybkim wzrostem agregatów monetarnych.

Dość interesująco przedstawia się porównanie aktualnej sytuacji i zachowań EBC i NBP. W obu przypadkach mamy do czynienia z gospodarką rosnącą w tempie zbliżonym lub nieco wyższym od potencjalnego, z szybkim tempem wzrostu agregatów pieniężnych, z dość mocną walutą i z brakiem krótkookresowych zagrożeń dla realizacji celu inflacyjnego. Oba banki podkreślają też, że kluczowe znaczenie dla perspektyw inflacji mieć będzie kształtowanie się dynamiki płac. W tych zbliżonych warunkach NBP zajmuje jednak dość „gołębią” i wyczekującą postawę (pomimo niepokojących wyników projekcji inflacji) natomiast EBC utrzymuje od dłuższego czasu jednoznacznie restrykcyjne nastawienie swej polityki monetarnej. Te odmienne podejścia można oczywiście w dużej części wytłumaczyć przez różnice w przebiegu ścieżek cen (z inflacją w Polsce utrzymującą się od kilkunastu miesięcy blisko lub poniżej dolnej granicy odchyień od celu NBP). Można też twierdzić, że EBC nie zakończył jeszcze procesu „normalizacji” swych stóp procentowych. Trzeba jednak również zauważyć, że perspektywy utrzymania szybkiego tempa wzrostu gospodarczego są w Polsce istotnie lepsze niż w strefie euro, zaś EBC nie musi nikomu udowadniać, jak bardzo jest przywiązany do swego celu utrzymania stabilności cen.

Większy optymizm w ocenach perspektyw wzrostu w strefie euro

Pierwsze tygodnie 2007 r. przyniosły wyraźną poprawę nastrojów co do perspektyw utrzymania ożywienia gospodarczego w strefie euro i w całej UE. Jak na razie nie potwierdziły się obawy, że wzrost stawki VAT w Niemczech, wyższe stopy procentowe i osłabienie popytu zewnętrznego przyczynią się do znacznego osłabienia dynamiki gospodarki europejskiej. Najwięcej optymizmu przyniósł niespodziany wzrost wskaźnika PMI dla usług w strefie euro z 57,2 w grudniu 2006 r. do 57,9 w styczniu br. Wskaźnik ten jest silnie skorelowany z rzeczywistym tempem wzrostu PKB i dlatego często uznawany jest za jeden z najlepszych równoległych mierników aktywności gospodarczej. Styczniowy poziom wskaźnika PMI dla usług sugeruje, że na początku tego roku tempo

wzrostu PKB w strefie euro utrzymywało się w granicach 0,7- 0,8% (kw./kw.).



źródło: Reuters, Eurostat

Ważne jest, że wzrost tego wskaźnika odnotowano nie tylko w Niemczech (do 58,3), ale też we Francji i Włoszech. Wyraźnie poprawiły się też oczekiwania przedstawicieli sektora usług oraz oceny portfela zamówień i perspektyw zatrudnienia. Pozytywnie odebrane zostały też wstępne informacje dotyczące styczniowego wzrostu cen w Niemczech i w strefie euro. Pomimo wcześniejszych obaw, że wzrost stawki VAT może podnieść inflację w Niemczech nawet o 1,4 pkt. proc. faktyczny wzrost wskaźnika CPI oszacowano na tylko 0,2 pkt. proc (1,4% do 1,6%). Pozwoliło to na ustabilizowanie się wskaźnika HICP dla całej strefy euro, według wstępnych szacunków Eurostatu, na poziomie 1,9%. Brak oczekiwanego skoku cen w Niemczech sugeruje, że przedsiębiorstwa absorbują część skutków wzrostu VAT i że dzięki temu z dużo większym optymizmem można patrzeć na kształtowanie się konsumpcji prywatnej. Choć wskaźnik IFO obniżył się w styczniu ze 108,7 do 107,9, to jego poziom jest nadal jednym z najwyższych w historii. O dobrych nastrojach niemieckich przedsiębiorców świadczyć może dalszy wzrost ocen dotyczących przyszłego kształtowania się sytuacji gospodarczej. W styczniu odnotowano też dość znaczną poprawę wskaźnika ZEW (o 15,4 pkt.), ale nadal pozostaje on lekko ujemny. Nieco bardziej niepokojące są dane dotyczące produkcji przemysłowej, która w grudniu niespodziewanie obniżyła się w Niemczech o 0,5%, a w całej strefie euro pozostała w ostatnim kwartale ub. roku na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. W grudniu dość nieoczekiwanie zmniejszyły się też nieco zamówienia w niemieckim przemyśle. O pewnym pogorszeniu się sytuacji w przemyśle w strefie euro może też świadczyć wskaźnik PMI dla tego sektora, który w styczniu obniżył się z 56,6 do 55,5 (głównie za sprawą gorszych zamówień, w tym zwłaszcza eksportowych). Poziom

Luty 2007

tego wskaźnika wskazuje jednak na dalszy wzrost produkcji przemysłu przetwórczego, choć jego dynamika może nieco spadać.

Choć nie wszystkie informacje na temat obecnej sytuacji gospodarczej w strefie euro są jednoznacznie pozytywne, to w ocenie perspektyw jej dalszego rozwoju pojawia się coraz więcej optymizmu. Nadal wprawdzie zakłada się, że tempo wzrostu PKB będzie niższe niż w roku ubiegłym, ale niemal wszystkie prognozy dla 2007 r. są obecnie korygowane w górę. Według wstępnych szacunków, PKB w strefie euro powiększył się w ubiegłym roku realnie o 2,6-2,7%, czyli w tempie najwyższym od 2000 r. Jesienna prognoza Komisji Europejskiej oceniała wzrost w Eurolandzie w 2007 r. na 2,1% (i 2,4% w całej EU), ale już zapowiedziano, że prognozy te zostaną podwyższone. Z grudniowej projekcji EBC wynikało z kolei, że tempo wzrostu PKB w 2007 r. może wynieść około

2,2%, ale zapewne i ta ocena zostanie wkrótce skorygowana. Głównym źródłem tego zwiększonego optymizmu są lepsze wyniki i prognozy dla Niemiec. Nikt wprawdzie nie oczekuje, że uda się powtórzyć wynik z ubiegłego roku (wzrost PKB o 2,5%), ale oficjalna prognoza rządowa została już podniesiona z 1,4% do 1,7%, a analitycy niektórych instytutów badawczych i banków inwestycyjnych oczekują wzrostu na poziomie nieco ponad 2% (np. koloński Instytut Gospodarki Światowej skorygował niedawno swą prognozę dla Niemiec z 1% do 2,1%). Lepsze prognozy są wynikiem korzystniejszych ocen zarówno popytu wewnętrznego (optymistyczne wskaźniki koniunktury, brak oczekiwanego wzrostu cen konsumpcyjnego, dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy), jak i zewnętrznego (w tym zwłaszcza dzięki poprawie oczekiwań dotyczących gospodarki USA).

EUROMONITOR

	4 kryteria konwergencji. Niebieski obszar wyznaczają kryteria z Maastricht, linia wewnątrz tego obszaru oznacza spełnienie kryterium.	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. 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 grudnia 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.</p>			

Luty 2007

4 Kryteria Konwergencji				
	KRYTERIUM	POLSKA	CZECHY	WĘGRY
Stopy procentowe	6,24%	5,40%	3,78%	7,12%
Inflacja	2,9%	1,3%	2,1%	4,0%
Deficyt	3,0%	2,5%	3,6%	6,5%
Dług	60,0%	42,0%	30,4%	57,7%
ERV		8,30%	4,45%	7,29%
ERV max		10,33%	5,65%	10,57%
ERV min		5,40 %	3,36%	3,02%

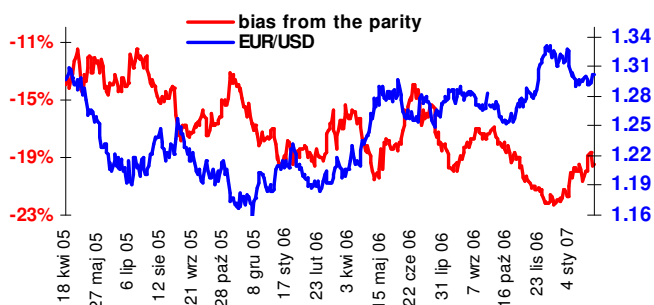
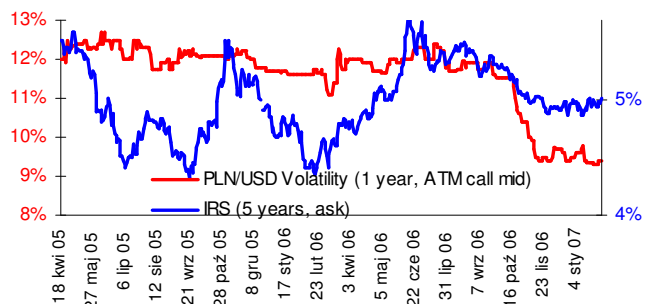
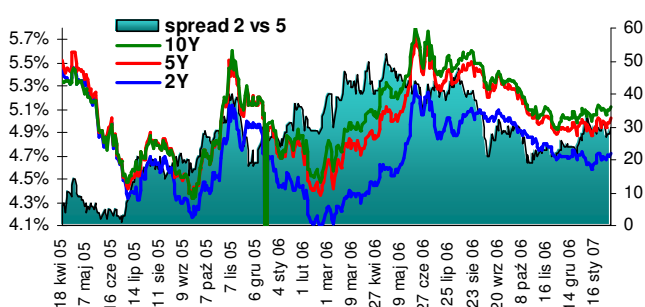
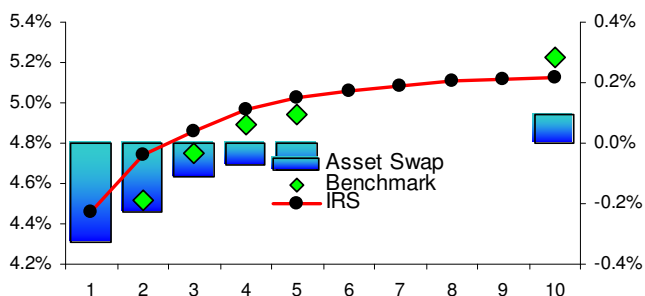
Objaśnienia:

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 (grudzień 2006 – luty 2007) 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.

Luty 2007

NA RYNKU



Fixed income

W ciągu ostatniego miesiąca polska krzywa dochodowości charakteryzowała się dość niewielką zmiennością. Rentowność pięcioletnich obligacji wahała się od 4,85 do 5,00%, podczas gdy kontrakty FRA poruszały się w przedziale 4,25-4,30% z chwilowym wybięciem w dół po danych o inflacji i podniesieniu ratingu Polski przez agencję Fitch.

Na dłuższym końcu krzywej dochodowości wzrost rentowności ograniczany był przez bardzo dobre wykonanie budżetu i związane z tym małe emisje papierów skarbowych. Z drugiej strony negatywny sentyment wobec rynków wschodzących i oczekiwania na podwyżki stóp procentowych nie pozwoliły na zejście krzywej poniżej 4,80% w sektorze 5 lat.

Na krótkim końcu rynku wycena podwyżki stóp procentowych dopiero w drugiej połowie roku o 50 punktów bazowych. Naszym zdaniem oczekiwania rynku na podwyżki stóp są przesadzone. Uważamy, że przy bardzo wolno narastającej presji inflacyjnej i niskiej bieżącej inflacji RPP rozpocznie cykl podwyżek dopiero w styczniu przyszłego roku.

Jednocześnie zakładamy, że długi koniec podaży będzie za rynkami bazowymi, co w perspektywie najbliższych miesięcy doprowadzi do wystromienia krzywej.

F/X

Przez kilka ostatnich tygodni brak było wyraźnych tendencji, jeśli chodzi o kurs EUR/USD, JPY/EUR, JPY/USD. W przypadku jena punktem zwrotnym miał okazać się szczyt G7, jednak w związku z tym spotkaniem nie doszło ogłoszenia żadnej oficjalnej deklaracji wskazującej na potrzebę wzmocnienia kursu jena. Perspektywy dalszych podwyżek stóp procentowych w strefie euro będą prawdopodobnie sprzyjać kontynuacji tzw. carry trades i umocnieniu euro.

Po dość gwałtownym, lecz krótkotrwałym umocnieniu (do 3,835 względem euro i 2,973 względem dolara) spowodowanym podwyższeniem przez agencję Fitch ratingu dla Polski złoty powrócił do trendu deprecjacyjnego. Najważniejszymi czynnikami wpływającymi na osłabienie złotego był wzrost awersji do ryzyka na rynkach globalnych i związany z tym odpływ kapitału z rynków wschodzących (koniec stycznia). Wydaje się jednak, że obecnie obserwowany wzrost zmienności i korekta na walutach CE4 może być wynikiem przesunięcia się inwestorów na takie rynki jak Rosja, czy Turcja, gdzie poziom stóp procentowych jest znacznie wyższy niż w Europie Środkowej (dodatknie carry). Dodatkowo zmniejszenie zaangażowania w złotego może również wywołać podwyżka stóp w strefie euro.

Zaskakująco wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących za grudzień (dane te opublikowane zostały 12 lutego) będzie zapewne jedynie krótkookresowym czynnikiem dodatkowo osłabiającym złotego, gdyż naszym zdaniem w kolejnych miesiącach deficyt C/A powinien być znacznie mniejszy od zanotowanego w grudniu. Możliwe jest wprawdzie przełamanie poziomu 3,95 wobec euro, jednak poziomy bliskie 4,00 będą widziane przez eksporterów jako korzystne do zawierania transakcji zabezpieczających.

Luty 2007

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Luty 2007	Marzec 2007	Kwiecień 2007	Maj 2007
Wskaźnik cen tow. i usług kons.	15	14	13	15
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	19	19	20	21
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	15	15	17	17
Szacunki PKB	-	2	-	31
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	22	23	23
Podaż pieniądza M3	14	14	13	14
Bilans płatniczy RP	12	14	13	18
Inflacja bazowa	-	23	23	23
Aktywa rezerwowe	7	7	6	7
Posiedzenia RPP	27-28	27-28	17 24-25	15 29-30
Posiedzenia ECB	8	8	12	10
Posiedzenia FED	-	20-21	-	9

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.