



**BRE BANK SA**

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



## MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

**Marzec 2007, Nr 69 (8)**

### **SPIS TREŚCI**

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Otoczenie zewnętrzne	s. 3
Polityka monetarna	s. 6
Gospodarka polska	s. 8
Polityka fiskalna	s. 10
Euromonitor	s. 14
Sekcja specjalna	s. 16
Na rynku	s. 19
Kalendarz	s. 20

*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

- Globalna korekta cen aktywów rozpoczęta 27 lutego tego roku miała zarówno techniczne, jak i fundamentalne przyczyny. Głównym źródłem niepokoju inwestorów były obawy o dalszy rozwój sytuacji w USA. Dość szybki powrót do wzrostu notowań może jednak świadczyć o otrzymującym się optymizmie co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej. Ostatnie wydarzenia na rynkach światowych przypominają o potrzebie właściwego wyceniania wszelkich ryzyk.
- Oficjalne dane na temat wzrostu PKB w IV kwartale 2006 r. oraz miesięczne dane za styczeń potwierdzają, że polska gospodarka znajduje się w fazie silnego ożywienia. Nieco niższy od oczekiwanego wzrost konsumpcji może prowadzić do wolniejszego narastania presji inflacyjnej. Korzystne dla perspektyw inflacji są też dane o malejącej dynamice wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Ewentualne pogorszenie sytuacji na rynku kredytów hipotecznych nie powinno mieć dużego wpływu na dalsze kształtowanie się spożycia indywidualnego.
- W komunikacie po posiedzeniu RPP po raz pierwszy pojawiło się stwierdzenie, że „przyszłe decyzje Rady będą zależą w dużej mierze od tego, czy rosnąca aktywność gospodarcza będzie mieć bardziej trwały charakter”. Jak sądzymy, RPP chciała zwrócić w ten sposób uwagę na fakt, że presja inflacyjna może pojawić się nie tylko od strony rosnących kosztów pracy (tzw. *cost-push inflation*), ale również bardziej bezpośrednio w wyniku wzrostu zagregowanego popytu i zbliżenia się obserwowanego PKB do potencjału produkcyjnego gospodarki (*demand-pull inflation*). W ten sposób RPP przypominała, że oprócz inflacji kosztowej istnieją również inne kanały przełożenia się ożywienia w gospodarce na wzrost cen. Pomimo takiego przesunięcia akcentów, w stosunku do wcześniejszych oczekiwań ogólną wymowę komunikatu należy uznać za dość „gołąbią”.
- Pierwsze wyniki realizacji tegorocznego budżetu napawają optymizmem, ale zbyt wcześnie jest na podkreślanie możliwości uzyskania dużej nadwyżki dochodów. Plany redukcji tzw. klina podatkowego zmiernie w właściwym kierunku, ale powinny być powiązane ze wskazaniem konkretnych źródeł oszczędności w wydatkach. Brak odpowiedniej reakcji na wezwanie Rady UE do podjęcia dodatkowych działań na rzecz ograniczenia nierównowagi fiskalnej mogłoby opóźnić zakończenie procedury nadmiernego deficytu.
- Sztywność informacji może być jedną z przyczyn dość znacznych opóźnień między wzrostem popytu na pracę i wzrostem wynagrodzeń. Z naszych analiz wynika, że opóźnienia te mogą sięgać 8-9 kwartałów, co sugeruje możliwość pojawienia się tendencji do przyspieszenia wzrostu płac w dalszej części tego roku i w roku następnym.

Marzec 2007

## GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

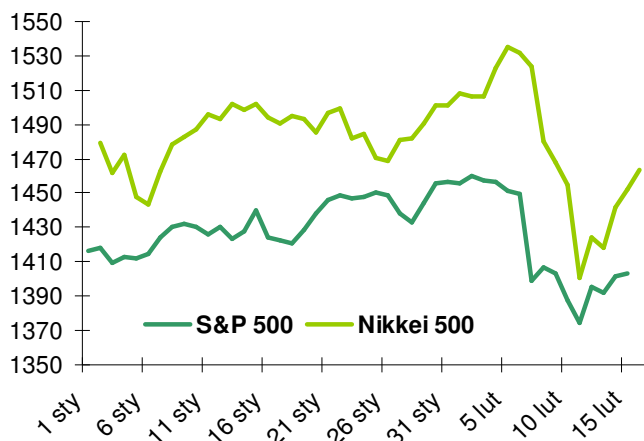
	Sty 06	Lut 06	Mar 06	Paź 06	Lis 06	Gru 06	Sty 07	Lut 07	Mar 07
<b>PKB i produkcja</b>									
PKB			5,2%			6,4%			7,2%
Popyt krajowy			4,8%			7,7%			7,6%
Spożycie indywidualne			5,2%			5,2%			5,9%
Nakłady brutto na środki trwałe			7,7%			19,3%			22,1%
Wartość dodana			5,0%			6,6%			
w przemyśle			8,2%			7,8%			
w budownictwie			4,2%			19,3%			
w sektorze usług rynkowych			3,4%			5,8%			
Produkcja przemysłowa r/r	9,7%	10,2%	16,5%	14,6%	12,0%	5,7%	15,6%	13,9%	
Produkcja przemysłowa m/m	-9,1%	1,3%	16,5%	4,1%	-2,7%	-6,8%	-0,7%	-0,3%	
Sprzedaż detaliczna r/r	8,6%	10,2%	10,1%	13,3%	13,6%	13,3%	16,5%	16,3%	
Sprzedaż detaliczna m/m	-26,3%	-3,0%	18,0%	2,7%	-4,3%	22,7%	-24,3%	17,7%	
<b>Rynek pracy</b>									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2471,09	2526,22	2613,67	2657,99	2759,56	3027,51	2663,65	2648,3	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	3,6%	4,8%	5,4%	4,7%	3,1%	8,5%	7,8%	4,8%	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	11,4%	2,2%	3,5%	1,8%	3,8%	9,7%	-12,0%	-0,6%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,6%	2,5%	2,7%	3,6%	3,8%	4,1%	3,8%	3,9%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	1,3%	0,0%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	1,1%	0,2%	
Stopa bezrobocia	18,0%	18,0%	17,8%	14,9%	14,8%	14,9%	15,1%	15,0%	
<b>Handel zagraniczny</b>									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-211	-839	-356	-587	-531	-915	-281		
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	6	-229	-130	-283	-287	-1080	-191		
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	21,7%	19,2%	28,2%	23,6%	21,9%	8,3%	20,5%		
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	23,7%	22,0%	23,9%	27,5%	20,6%	17,0%	21,2%		
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,6%	-1,8%	-1,9%	-2,0%	-2,0%	-2,2%	-2,1%		
<b>Ceny</b>									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,2%	0,0%	-0,1%	0,1%	0,0%	-0,2%	0,5%	0,2%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	0,6%	0,7%	0,4%	1,2%	1,4%	1,4%	1,7%	1,9%	
Inflacja netto r/r	0,8%	0,8%	0,7%	1,3%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,2%	-0,1%	0,7%	-0,5%	-0,7%	-0,5%	0,5%	0,2%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	0,3%	0,7%	0,9%	3,2%	2,5%	2,6%	2,9%	3,4%	
<b>Agregaty monetarne</b>									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	406,6	416,1	417,6	458,8	465,6	477,1	485,5	496,6	
Podaż pieniądza y/y	10,4%	11,7%	9,8%	12,3%	14,4%	15,7%	19,4%	19,3%	
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	23,3%	24,0%	25,4%	30,1%	31,4%	33,4%	36,0%		
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	3,5%	4,6%	3,9%	10,3%	11,6%	14,7%	13,4%		
Depozyty gospodarstw domowych r/r	2,6%	2,7%	3,1%	6,8%	7,2%	9,7%	11,6%		
Depozyty przedsiębiorstw r/r	21,4%	23,2%	17,7%	19,4%	23,5%	25,7%	29,2%		
<b>Kursy walutowe</b>									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,8285	3,7726	3,9357	3,8871	3,8166	3,8312	3,9320	3,9175	3,89
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,1630	3,1768	3,2491	3,0631	2,8911	2,9105	3,0400	2,9699	2,95
<b>Stopy procentowe</b>									
Stopa interwencyjna NBP	4,25%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Stopa lombardowa	5,75%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Stopa depozytowa	2,75%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
WIBOR 3M	4,48%	4,03%	4,17%	4,21%	4,20%	4,20%	4,19%	4,22%	4,21%
Rentowność obligacji 2Y	4,29%	3,99%	4,26%	4,58%	4,67%	4,33%	4,30%	4,56%	4,49%
Rentowność obligacji 5Y	4,83%	4,39%	4,82%	5,04%	4,97%	4,84%	4,79%	5,03%	4,99%
Rentowność obligacji 10Y	5,04%	4,59%	4,97%	5,18%	5,16%	5,10%	5,12%	5,22%	5,21%
<b>Gospodarka światowa</b>									
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,4%	2,3%	2,2%	1,6%	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			2,8%			3,2%			
Stopa podstawowa ECB	2,25%	2,25%	2,50%	3,25%	3,25%	3,50%	3,50%	3,50%	3,75%
Inflacja w USA (r/r)	4,0%	3,6%	3,4%	1,3%	2,0%	2,6%	2,1%		
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			5,5%			2,2%			
Stopa docelowa Fed Funds	4,50%	4,50%	4,75%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%

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

## OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

## Zamieszanie na światowych rynkach finansowych

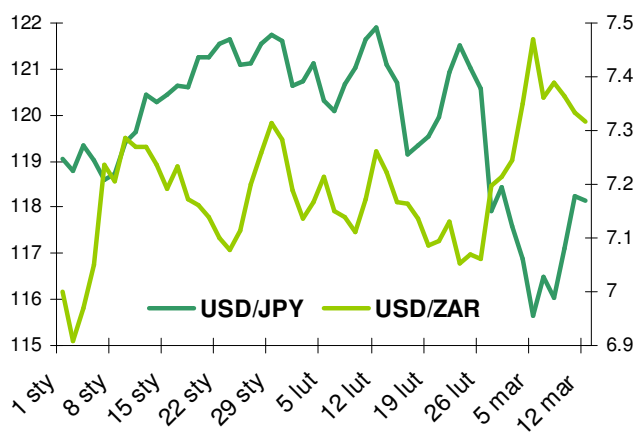
Rozpoczęte 27 lutego gwałtowne spadki notowań akcji i towarzyszące im zmiany kursów walutowych oraz różnych miar zmienności i ryzyka znów były dość dużym zaskoczeniem dla większości uczestników rynku. Niespodzianką nie był jednak raczej sam fakt wystąpienia korekty cen aktywów po długim okresie niemal nieprzerwanego ich wzrostu, lecz czas i bezpośrednie przyczyny jej rozpoczęcia oraz ostrość i szeroki zakres odnotowanych spadków cen. Dzienny spadek indeksu Dow Jones (-3,3%) był największy od 11 września 2001 r., a jednodniowy wzrost indeksu VIX (mierzącego oczekiwaną zmienność na bazie opcji opartych na indeksie S&P 500) najwyższy w historii. O ponad 20% zwiększyły się też marże w kontraktach opartych na ryzyku niewypłacalności (CDS). Spadki notowań nie ominęły także Polski, gdzie indeks WIG 27 lutego stracił około 4,5%, a łącznie do 5 marca ponad 8%.



źródło: Reuters

Za czynnik, który uruchomił lawinę przecen na rynkach światowych uznaje się zwykle gwałtowny (blisko 9%) spadek notowań na giełdzie w Szanghaju. Nastrojom na rynku nie pomogła też nieco wcześniejsza wypowiedź Alana Greenspana wskazująca na możliwość wystąpienia recesji w USA. Te impulsy nie mogłyby jednak wywołać tak nerwowej reakcji inwestorów, gdyby ich wystąpienie nie zbiegło się w czasie z pojawieniem się wielu innych sygnałów i zjawisk przyczyniających się do wzrostu niepewności i ograniczających apetyt na ryzyko. Najważniejsze były zapewne informacje wskazujące na nadal pogarszającą się sytuację gospodarki amerykańskiej, w tym zwłaszcza dane o dużym spadku zamówień na dobra trwałe (-7,8% w styczniu) i rekordowym spadku sprzedaży nowych domów (-16%). Wcześniej sądzo-

no, że sytuacja na rynku mieszkaniowym stopniowo się stabilizuje i dlatego nowe oznaki słabości tego sektora wzmogły obawy o to, że zaszkodzi to całej gospodarce USA. Do umocnienia tego rodzaju obaw przyczyniły się też coraz liczniejsze sygnały o pogarszającej się sytuacji w jednym z segmentów rynku kredytów hipotecznych (*subprime mortgages*). Nasiliły się opóźnienia w obsłudze tych kredytów oraz bankructwa instytucji ich udzielających. Bardzo mocno wzrosły też marże obligacji zabezpieczonych przez kredyty hipoteczne. Indeks ABX mierzący ryzyko takich obligacji z ratingiem BBB- zwiększył się w ciągu ostatnich trzech miesięcy o kilkaset punktów bazowych, a jedna z wiodących instytucji finansowych (Freddie Mac) ogłosiła, że nie będzie już kupować niskiej jakości kredytów udzielanych kredytobiorcom bez potwierdzonych dochodów i/lub zasobów. Do ważnych czynników leżących u podłoża ostatnich zaburzeń na rynkach światowych, i jednocześnie sprzyjających ich propagacji, zaliczyć należy dynamiczny rozwój transakcji typu *carry trade*, w tym zwłaszcza z udziałem japońskiego jena. Ostrzeżenia zawarte w komunikacie po lutym spotkaniu ministrów finansów G7 zwróciły uwagę na ryzyko tego rodzaju transakcji, a ogłoszona 21 lutego podwyżka stóp procentowych w Japonii (wzrost z 0,25% do 0,5%) zmniejszyła ich opłacalność. Ostatniej korekcie na rynku akcji towarzyszył znaczący wzrost wartości jena i nieco mniejsza aprecjacja franka szwajcarskiego i innych walut używanych jako źródło finansowania w transakcjach *carry trade*. Wobec zwiększonej skali niepewności wielu inwestorów zdecydowało się na szybkie zamknięcie swych pozycji spekulacyjnych i zrealizowanie już osiągniętych zysków. Wśród ważnych czynników, jakie wpłynęły na termin rozpoczęcia korekty na rynkach światowych nie można też pominąć pewnego wzrostu napięć geopolitycznych w związku z sytuacją wokół Iranu.



## Zwykła czkawka, czy poważniejsza choroba?

Poszukiwanie rzeczywistych przyczyn ostatnich zaburzeń rynkowych ma istotne znaczenie dla prób określenia charakteru, długości trwania i możliwej skali dokonującej się korekty. Choć od kilku dni nastroje na rynkach ponownie się poprawiają i duża część strat została już odrobiona, to zbyt wcześnie byłoby na twierdzenie, że sytuacja jest już w pełni pod kontrolą i że wszystko wraca do normy. Zresztą powrót do poprzedniego trendu, w którym inwestorzy przywiązywali coraz mniejszą wagę do odpowiedniej wyceny i różnicowania ryzyka może wcale nie być w pełni pożądanym. Spokojne i stopniowe przewartościowanie ocen ryzyka mogłoby być korzystne dla długookresowej stabilności rynków, natomiast bardzo złe byłoby, gdyby ten proces miał przebiegać w sposób gwałtowny i niekontrolowany.

Choć niektóre cechy ostatnich wydarzeń (największe spadki cen aktywów, które najwięcej zyskały w okresie przed korektą; przeciwstawne kierunki zmian walut, używanych w transakcjach *carry trade*) sugerują, że nagła zmiana sytuacji rynkowej miała w pewnym stopniu charakter techniczny związany z dążeniem do zamykania nadmiernie rozbudowanych pozycji i realizowania zysków, to jest też wiele elementów wskazujących na bardziej fundamentalne przyczyny tych zmian. To zaś mogłoby oznaczać, że rozpoczęty 27 lutego br. proces dostosowawczy może potrwać nieco dłużej i zakończyć się głębszymi zmianami poziomów i relacji cen poszczególnych aktywów. Za jedną z bardziej fundamentalnych przyczyn zwiększonego niepokoju na rynkach uznać można stale zmieniające się oceny perspektyw gospodarki USA. Obawy o przyszłe tempo wzrostu w USA były też jednym z powodów osłabienia rynków w maju i czerwcu ub. roku, ale wówczas obawy te były mniej uzasadnione niż obecnie. Głębokie załamanie rynku mieszkaniowego i zwalniające kwartalne tempo wzrostu PKB sprawiają, że inwestorzy bardzo nerwowo reagują na wszelkie oznaki dalszego pogorszenia koniunktury. Jak zauważył niedawno Kenneth Rogoff, jedną z najbardziej uderzających cech w rozwoju gospodarki światowej w ostatnich dwóch dekadach jest bardzo duże ograniczenie wahań (czy też zmienności) tempa wzrostu PKB. Umocniło to w inwestorach przekonanie o stabilności poziomów produkcji i konsumpcji pozwalając im akceptować coraz niższe premie za ryzyko i coraz wyższe ceny aktywów obciążonych tym ryzykiem. Znacznie zwiększona ostatnio niepewność, co do kierunków dalszego rozwoju sytuacji gospodarczej w USA i skali możliwego zwolnienia tempa wzrostu, powinna jednak skłaniać uczestników rynku do znacznego zwiększenia ostrożności przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Ważną przyczyną zmian na rynkach finansowych są też trwające już od kilkunastu miesięcy wy-

silki banków centralnych zmierzające do ograniczenia nadmiernej płynności. Efekty tych starań nieco bardziej widoczne są w USA, gdzie tempo wzrostu agregatu M1 zbliżyło się do zera i znacznie zwolnił też przyrost M2. W strefie euro podaż pieniądza mierzona przez M3 nadal wprawdzie rośnie w rekordowym tempie (9,6%), ale to tempo może po części odzwierciedlać trwający wciąż proces przesunięć w strukturze zasobów pieniądza stymulowany przez dokonywane przez ECB podwyżki stóp procentowych. Tempo wzrostu M1 zmniejszyło się już o połowę w relacji do poziomu notowanego w II połowie 2005 r. Potwierdzenie się hipotezy, że stopniowe ograniczanie nadmiaru globalnej płynności było jedną z przyczyn niedawnych zmian w zachowaniu inwestorów giełdowych mogłoby sugerować, że proces korekty cen aktywów może nie zakończyć się bardzo szybko. Jednym ze skutków zmniejszania się płynności może być w przyszłości zwiększanie się premii za ryzyko związane z nabywaniem obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa.

Bardzo ważna dla określenia perspektyw dalszego kształtowania się sytuacji na rynkach finansowych jest ocena, w jakim stopniu inwestorzy uświadomili sobie, że ich oceny ryzyka mogły stać się zbyt optymistyczne, a skala ekspozycji na ryzyko nadmierna. Skala wzrostu cen aktywów przed ostatnią korektą była większa od przeciętnej w okresach poprzedzających poprzednie korekty, a marże za ryzyko kredytowe i wskaźniki zmienności cen akcji, stóp procentowych i kursów walutowych zbliżyły się do najniższych w historii poziomów. Bardzo wysoki był też poziom korelacji pomiędzy zmianami cen poszczególnych kategorii aktywów, co stało się jedną z przyczyn tego, że podczas ostatniej korekty wszystkie one ucierpiały w zbliżonym stopniu. Jeśli rzeczywiście uczestnicy rynku uznali, że w ich ocenach ryzyka mogły pojawić się elementy *irrational exuberance*, to mogłoby to również prowadzić do wniosku, że proces dostosowań na rynkach może mieć głębsze podstawy i być bardziej rozciągnięty w czasie.

## Są też powody do optymizmu...

Z drugiej strony jest jednak też wiele powodów pozwalających z większym optymizmem patrzeć na dalszy rozwój sytuacji na rynkach finansowych. Pomimo licznych znaków zapytania dotyczących gospodarki USA, fundamenty wzrostu w skali globalnej nadal wydają się solidne, a hipoteza o stopniowym przejmowaniu roli „lokomotywu” wzrostu przez inne ośrodki znajduje przynajmniej częściowe potwierdzenie. Teza o stworzeniu bardziej solidnych podstaw dla kontynuacji wzrostu odnosi się też w dużej mierze do sytuacji w większości krajów zaliczanych do *emerging markets*, które osiągnęły znaczące postępy w ograniczaniu nierównowagi fiskalnej i długu publicznego, stabilizacji cen i w wielu wypadkach też w



Marzec 2007

ograniczaniu nierównowagi w obrotach płatniczych. To zaś może sugerować, że duża część widocznej w ostatnich latach poprawy w ocenie ryzyka związanej z tą grupą krajów może mieć realne uzasadnienie. Za kolejny powód do optymizmu uznać można fakt, że nie ma jeszcze wyraźnych przesłanek do stwierdzenia, że notowania cen akcji na głównych rynkach światowych przekroczyły rozsądne poziomy. Przeciętna dochodowość lokat w papiery udziałowe nadal przewyższa korzyści z alternatywnych form lokat, co może sugerować, że premie za ryzyko na rynkach giełdowych nadal pozostają na odpowiednich poziomach. Poniżej historycznej przeciętnej kształtują się np. nadal poziomy wskaźników P/E na giełdach w USA. Po ustabilizowaniu się nastrojów rynkowych można więc oczekiwać ponownego wzrostu zainteresowania lokatami w papiery udziałowe, gdyż póki co wciąż brak jest równie korzystnych alternatyw dla tego rodzaju lokat. Istnieją też pewne przesłanki, by oczekiwać, że proces wycofywania się z transakcji typu *carry trade* opartych na jenie nie będzie zbyt gwałtowny, gdyż znaczna część tych transakcji inicjowana jest nie przez zagranicznych „spekulantów” korzystających z dźwigni finansowej, ale przez samych Japończyków poszukujących bardziej dochodowych form lokaty kapitału. Nie zmienia to jednak oceny, że jen pozostaje bardzo niedowartościowany

(zwłaszcza w relacji do euro) i że do końca roku jego kurs powinien się dość znacznie umocnić.

Podsumowując można stwierdzić, że rozpoczęta 27 lutego globalna korekta cen aktywów i ocen ryzyka miała zarówno techniczne, jak i bardziej fundamentalne podstawy. W najmniejszym stopniu jej prawdziwą przyczyną były obawy o rozwój sytuacji w Chinach, a w spadku notowań na giełdzie w Szanghaju upatrywać można tylko „kamyczka”, który uruchomił lawinę innych zdarzeń. Dość szybkie zakończenie fazy gwałtownych spadków notowań i odzyskanie znacznej części poniesionych strat sugeruje, że wśród inwestorów nadal utrzymuje się dość duży poziom optymizmu co do perspektyw rozwoju sytuacji gospodarczej w świecie. Niedawna decyzja ECB o podniesieniu stóp procentowych (do poziomu 3,75%) wskazuje na to, że również władze tego banku nie obawiają się, że ostatnie zaburzenia na rynkach światowych mogą mieć istotne negatywne konsekwencje dla gospodarki europejskiej. Niezależnie od tego, czy ostrą fazę procesu korekty cen aktywów zapoczątkowanego 27 lutego br. można uznać już za zakończoną, sam fakt wystąpienia tej korekty można uznać za bardzo użyteczne ostrzeżenie i przypomnienie, że inwestorzy powinni przywiązywać właściwą wagę do należytej wyceny ryzyka i że na rynkach finansowych nie występuje wyłącznie ruch w jednym kierunku.

## POLITYKA MONETARNA

### ULC niższe od wcześniejszych obaw

Od dłuższego już czasu dyskusja na temat powstawania presji inflacyjnej w gospodarce koncentruje się głównie wokół rynku pracy. Począwszy od posiedzenia w lutym 2006 roku Rada Polityki Pieniężnej w swoich komunikatach niezmiennie zwraca uwagę, że „niezbędnym warunkiem trwałego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, niestwarzającego ryzyka dla realizacji celu inflacyjnego jest to, aby płace nie rosły szybciej niż wydajność pracy”. Również w publicznych wypowiedziach członkowie Rady niejednokrotnie podkreślali, że głównym zagrożeniem dla utrzymania niskiej inflacji jest presja ze strony rynku pracy i wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Mechanizm transmisji jest tutaj stosunkowo prosty. Wzrost nominalnych płac wyższy niż wzrost wydajności pracy prowadzi, przy utrzymaniu stałej marży producentów, do wzrostu cen. Dlatego Rada bardzo uważnie śledzi sytuację na rynku pracy analizując zmiany jednostkowych kosztów pracy (czyli różnicę pomiędzy dynamiką nominalnych płac i zmianami wydajności) zarówno w przemyśle, dla którego dane dostępne są odstępach miesięcznych, jak i w całej gospodarce, gdzie informacje te podawane są kwartalnie.

Dotychczas dane te charakteryzowały się dość dużą prawidłowością. W przemyśle wzrost wydajności pracy przewyższał wzrost płac, co prowadziło do spadku jednostkowych kosztów pracy. Z kolei w innych gałęziach gospodarki, szczególnie w usługach, gdzie możliwości szybkiego zwiększania wydajności są dość ograniczone, jednostkowe koszty pracy (ULC) wyraźnie rosły. Z tego względu dość wyraźną tendencję wzrostową wykazywał również wskaźnik ULC dla całej gospodarki. W pierwszych trzech kwartałach minionego roku dynamika ULC poza rolnictwem kształtowała się odpowiednio na poziomie 3,0%, 4,8% i 6,2%. Niespodzianką okazał się dopiero czwarty kwartał, kiedy dynamika ULC spadła do 5,1%. Spadek ten wynikał zarówno z nieco wolniejszego wzrostu płac i zatrudnienia, jak i z szybszego tempa wzrostu gospodarczego. Na podstawie dostępnych już danych częściowych można z dużym prawdopodobieństwem przyjąć, że również w I kwartale tego roku roczna dynamika ULC powinna spaść.

### Przesunięcia akcentów w bilansie ryzyk

Taka sytuacja przyczyniła się zapewne do pewnego przesunięcia akcentów w bilansie ryzyk przedstawionym w lutowym komunikacie Rady. Po raz pierwszy pojawiło się stwierdzenie, że „przyszłe decyzje Rady będą zależęć w dużej mierze od tego,

*czy rosnąca aktywność gospodarcza będzie mieć bardziej trwały charakter*”. Jak sądzymy, RPP chciała zwrócić w ten sposób uwagę na fakt, że presja inflacyjna może pojawić się nie tylko od strony rosnących kosztów pracy (tzw. cost-push inflation), ale również bardziej bezpośrednio w wyniku wzrostu zagregowanego popytu i zbliżenia się obserwowanego PKB do potencjału produkcyjnego gospodarki (demand-pull inflation). W ten sposób RPP przypominała, że oprócz inflacji kosztowej istnieją również inne kanały przełożenia się ożywienia w gospodarce na wzrost cen.

Po bardzo dobrych danych styczniowych ze sfery realnej rynek oczekiwał zaostrzenia tonu komunikatu i silniejszego podkreślenia ryzyk dla inflacji. Tymczasem pomimo wspomnianego przesunięcia akcentów, w stosunku do wcześniejszych oczekiwań ogólną wymowę komunikatu należy uznać za dość „gołąbią”.

Rada powtórzyła kluczowe zdanie, że „*obecny poziom stóp procentowych NBP umożliwi utrzymanie inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%*”. Zostawiła sobie przy tym otwartą furtkę do ewentualnych podwyżek stóp w przyszłości pisząc, iż „*ustabilizowanie inflacji na poziomie celu i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może jednak wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej*”.

Oprócz podkreślenia nowych elementów wprowadzonych do komunikatu RPP warto jednak również zwrócić uwagę na to, co z niego zniknęło. Otóż Rada, wyrażając opinię, że „*w krótkim okresie inflacja CPI będzie wyraźnie niższa niż wskazuje projekcja styczniowa*”, pominęła ostatnią część zdania: „*co jest związane z najprawdopodobniej niższymi niż przewiduje projekcja cenami ropy i żywności*”. Na tej podstawie można wysnuć wniosek, że inflacja kształtuje się na niższym od oczekiwań poziomie nie tylko na skutek wpływu cen żywności i paliw. Rzeczywista sytuacja jest wręcz odwrotna, gdyż w styczniu to właśnie wzrost cen żywności przyczynił się do podniesienia rocznego wskaźnika CPI do poziomu 1,7%. Ceny żywności wzrosły w skali miesiąca aż o 1,3%, znacznie więcej niż w analogicznych miesiącach poprzednich lat. Za to niższe od oczekiwań okazały się ceny artykułów podlegających wymianie międzynarodowej (tradables). Roczne tempo spadku cen odzieży wyniosło po styczniu ponad 6,5%, a obuwia ponad 10%. Tym samym inflacja netto ukształtowała się na poziomie zbliżonym do grudnia, czyli ok. 1,6% i była niższa niż od oczekiwań NBP i dużej części analityków. Taka dekompozycja wskaźnika inflacji sugeruje, że efekt globalizacji tłumiący dotychczas inflację wcale nie musi wygasać, jak

Marzec 2007

twierdzą niektórzy członkowie Rady. Należy podkreślić, że styczniowe dane o inflacji mają jedynie charakter wstępny i mogą jeszcze ulec zmianie po uaktualnieniu przez GUS systemu wag w koszyku CPI. Ewentualną korektę danych styczniowych GUS poda 14 marca razem z danymi za luty.

### **Inflacja w tym roku poniżej celu**

Sądzymy jednak, że zmiany te nie będą duże i nie powinny zmienić rocznego wskaźnika inflacji o więcej niż o 0,1%, najprawdopodobniej w dół. Spodziewamy się, że w lutym wzrost cen żywności będzie już znacznie mniejszy niż w styczniu, a roczny wskaźnik CPI, głównie na skutek niekorzystnego efektu bazy, wzrośnie do poziomu 1,9%. Nie zmienia to naszej prognozy, że inflacja w tym roku będzie kształtowała się na stosunkowo niskim poziomie. Po wzroście w marcu do poziomu ok. 2,2%, CPI powinien spaść w miesiącach letnich w okolice dolnej granicy odchyłeń od celu NBP, by pod koniec roku wzrosnąć do poziomu 2,2-2,3%. Oznacza to, że w całym tym okresie roczny wskaźnik CPI nie powinien przekroczyć celu ustalonego przez RPP.

Część członków Rady w swoich wypowiedziach wyraża obawy, że RPP może „przespać” najlepszy moment do rozpoczęcia cyklu podwyżek, a spóźnione podwyżki będą musiały być większe i bardziej kosztowne dla gospodarki, niż gdyby Rada zaczęła zacieśniać politykę pieniężną już teraz.

Nie ulega wątpliwości, że w obliczu realnego zagrożenia wzrostem inflacji ponad cel inflacyjny bank centralny, kierując się dążeniem do minimali-

zowania swej funkcji straty, powinien podnosić stopy z odpowiednim wyprzedzeniem. Jednak naszym zdaniem prawdopodobieństwo przekroczenia przez inflację górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu NBP w perspektywie najbliższych 4-6 kwartałów, czyli w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, jest dość niewielkie. Można również przypuszczać, że następną projekcja inflacyjna NBP, zawierająca już mniej ingerencji eksperckich pokaże bardziej realistyczną, niższą ścieżkę inflacji.

Sądzymy, że pogląd o braku wyraźnych zagrożeń dla utrzymania inflacji w granicach dopuszczalnych odchyłeń od celu podziela również większość członków Rady i dlatego nie spodziewamy się w tym roku zacieśnienia polityki pieniężnej. Sytuacja ta mogłaby się zmienić, gdyby członkowie Rady zaczęli mocniej podkreślać potrzebę ustabilizowania inflacji na poziomie jak najbliższym celu 2,5%, zamiast mówić o konieczności symetrycznego traktowania odchyłeń do tego celu.

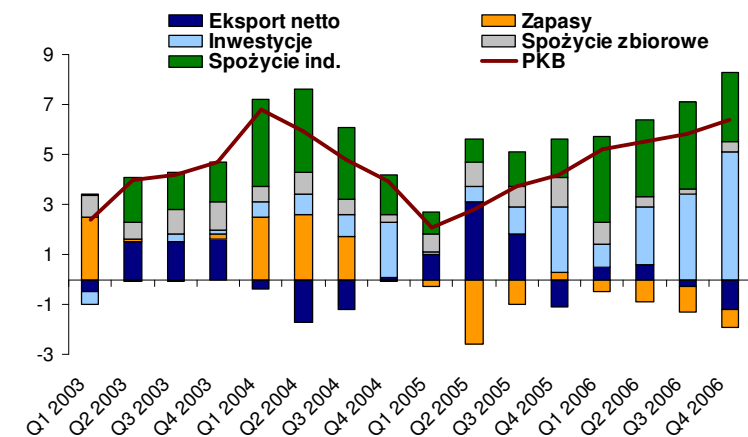
Dodatkowo warto podkreślić, że po odejściu prezesa Balcerowicza „jastrzębie” skrzydło Rady straciło wyrazistego lidera, którego trudno teraz będzie zastąpić. Dla uzyskania większości potrzebnej do przegłosowania decyzji o podwyżce nie wystarczy już teraz przekonanie pojedynczego członka Rady, a raczej doprowadzenie do zmiany poglądów całej grupy *median voters*. Może to sugerować, że przyszłe decyzje RPP będą w większym stopniu oparte na konsensie, lub chociażby bardziej jednoznacznie odzwierciedlać będą stanowisko większości członków Rady.

## GOSPODARKA POLSKA

**Dobre, choć oczekiwane dane o PKB za IV kw. 2006**

Według danych GUS, PKB w IV kw. 2006 roku wzrósł o 6,4% r/r, wobec 5,8% zanotowanych w III kw.. Tak dobre dane nie żadnym zaskoczeniem. Już w końcu stycznia GUS opublikował wstępne szacunki PKB za cały 2006 rok i przyrosty kwartalne można było dość łatwo uzyskać poprzez proste przekształcenie algebraiczne. Wcześniejsze szacunki roczne, czyli wzrost PKB o 5,8% w porównaniu z rokiem 2005, zostały przy okazji najnowszej publikacji podtrzymane. Po usunięciu wpływu czynników sezonowych kwartalna dynamika PKB wzrosła w IV kw. 2006 do 1,9% z zanotowanych w III kw. 1,8% i 1,4% w II kw. Oznacza to dalsze wystromienie ścieżki wzrostu gospodarczego.

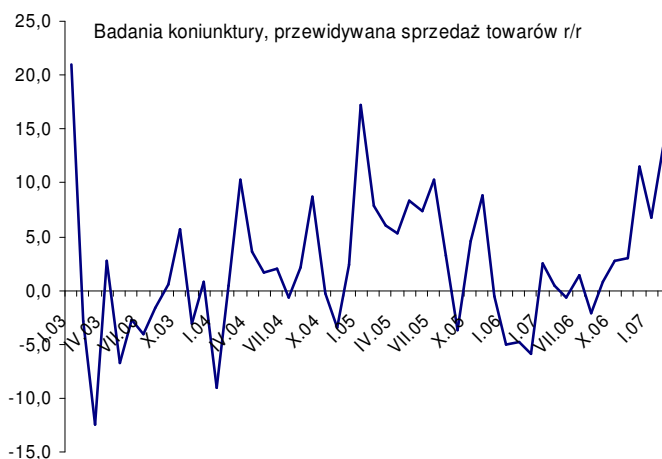
Wartość dodana brutto w gospodarce narodowej w IV kwartale 2006 r. wzrosła o 6,6 %. W przemyśle wartość dodana brutto wzrosła o 7,8 %. Na zwiększenie dynamiki PKB w IV kw. wpłynęły jednak przede wszystkim budownictwo, od strony podażowej (wzrost wartości dodanej w budownictwie oszacowano na w. 19,3% r/r) i inwestycje rosnące w tempie 19,3% po stronie popytowej. Musimy w tym miejscu przyznać, że chyba nieco zbyt wcześnie ostrzegaliśmy przed możliwością wystąpienia boomu konsumpcyjnego. Dynamika konsumpcji indywidualnej ukształtowała się w IV kw. 2006 na poziomie nieco niższym niż w III kw. i wyniosła 5,2%. Tym samym struktura wzrostu PKB w IV kw. nadal była bardzo korzystna dla perspektyw inflacji. Mamy tu na myśli również fakt, że inwestycje, stanowiące w IV kw. 2006 29,3% PKB, z pewnością przyczynią się do zwiększenia potencjału polskiej gospodarki.



źródło: GUS

**Wolniejszy wzrost kosztów jednostkowych**

Dobry wydzźwięk danych o PKB dopełniają publikacje danych o aktywności ekonomicznej ludności BAEL. Co ciekawe, liczona według metodologii przyjętej przez NBP dynamika jednostkowych kosztów pracy spadła w IV kw. 2006 roku do 2,4% z 3,6% zanotowanych w III kw. 2005. Wynik ten jest również znacznie lepszy niż 3,7% zakładane w styczniowej projekcji inflacyjnej. Oznaczać to może, że w duecie płace – wydajność pracy, to wzrost wydajności, lub bardziej precyzyjnie rosnąca kapitałochłonność produkcji, skutecznie odsuwa presję na wzrost cen producenta i to niezależnie od stale zwiększającej się dynamiki wynagrodzeń.

**Prognozy wzrostu na 2007 rok ostro w górę**

źródło: GUS

Bardzo dobre dane miesięczne ze sfery realnej (produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 15,6% r/r, sprzedaż detaliczna o 16,5%) w połączeniu z danymi o PKB za IV kw. 2006 stały się impulsem do niemal powszechnej rewizji (w górę) prognoz makroekonomicznych. Bazując na dostępnych do tej pory informacjach oceniamy, że w I kw. 2007 nadal zwiększać się będzie nachylenie ścieżki wzrostu, a dynamika PKB może osiągnąć nawet do 7,2% r/r. Struktura wzrostu gospodarczego zmieni się tylko nieznacznie. Nastąpi wprawdzie podwyższenie dynamiki konsumpcji (do 5,7-5,9%), o czym już teraz świadczą bardzo dobre dane o sprzedaży detalicznej i koniunkturze w sektorze usług, ale wysoki wzrost inwestycji, tylko częściowo związany z realizacją projektów unijnych, nadal będzie czynnikiem pozwalającym w nieco dłuższym okresie ograniczyć wpływ wzrostu go-



Marzec 2007

spodarczego na presję inflacyjną. W perspektywie dalszych kwartałów wzrost konsumpcji może być dodatkowo stymulowany zapowiadaną redukcją klina podatkowego i coraz powszechniejszą wiarą gospodarstw domowych w trwałość ożywienia gospodarczego (o czym świadczą publikowane wskaźniki optymizmu konsumenta). Wzrost dochodu do dyspozycji spowodowany redukcją klina może dodatkowo zwiększyć dynamikę konsumpcji nawet o 0,5 pkt. proc. Ocenę samej możliwości przeprowadzenia redukcji pozapłacowych kosztów pracy przedstawiamy w sekcji „Polityka Fiskalna”.

Bardziej optymistyczna, choć subiektywna, ocena ścieżki przyszłych dochodów przez gospodarstwa domowe zneutralizuje negatywny skutek związany ze wzrostem ich zadłużenia. Obecnie zadłużeniem z tytułu kredytów hipotecznych objętych jest około 8% ogółu osób czynnych zawodowo. W odniesieniu do PKB łączna wartość kredytów hipotecznych stanowi około 7,5%. Dla porównania, odpowiedni

wskaźnik w Niemczech wynosi 55% a w Wielkiej Brytanii 75%. Oznacza to, że ewentualne ograniczenie konsumpcji przez osoby obciążone kredytami hipotecznymi nie będzie miało dużego wpływu na konsumpcję mierzoną w całym agregacie.

Ta sytuacja, zakładając nawet utrzymanie się przekraczającej 40% dynamiki kredytów, zmienić się może nie wcześniej niż za 2-3 lata. Gwoli kompletności naszej analizy podkreślamy jednak, że wpływ zadłużenia z tytułu kredytów hipotecznych na konsumpcję może być znacznie większy w przypadku spowolnienia gospodarczego. Wtedy to gorsza ocena perspektyw dla przyszłych dochodów gospodarstw domowych w połączeniu ze spadkiem funduszu płac działałyby w tym samym kierunku. Łatwym do przewidzenia skutkiem byłby więc znaczny spadek dynamiki konsumpcji. Podkreślamy jednak, że szanse realizacji tego scenariusza są w ciągu najbliższych 2-3 lat bardzo niewielkie.

## POLITYKA FISKALNA

**Dobry start budżetu, ale za wcześnie na hurraoptymizm****Szacunkowe wykonanie budżetu państwa w styczniu 2007 r.**

	mld PLN	% planu
<b>Dochody, w tym:</b>	<b>22302,5</b>	<b>9,7%</b>
Podatki pośrednie	17553,0	12,7%
Akcyza	6011,6	13,3%
CIT	362,8	1,6%
PIT	2351,1	7,4%
<b>Wydatki</b>	<b>19209,9</b>	<b>7,4%</b>
Obsługa długu krajowego	449,8	2,1%
Obsługa długu zagranicznego	916,7	14,6%
Dotacja dla FUS	2750,0	12,8%
Subwencja samorządowa	4916,2	13,4%
<b>Nadwyżka</b>	<b>3096,2</b>	<b>-10,3%</b>

źródło: MF

Wstępne dane o wykonaniu budżetu państwa w styczniu 2007 r. okazały się miłą niespodzianką. Dodatnie saldo wyniosło blisko 3,1 mld zł i było ponad 4-krotnie wyższe od osiągniętego w styczniu ubiegłego roku. Na taki wynik złożyły się zarówno wyższe od prognozowanych dochody (9,7% planu rocznego) i niższe od zakładanych wydatki (7,4% planu). Wyższe od oczekiwanych były wpływy z niemal wszystkich kategorii dochodów. Wpływy z podatków pośrednich były o prawie 15% wyższe niż w styczniu 2006 r., a dochody z PIT o prawie 19%. Dużo wyższa od oczekiwanej była dynamika wpływów z podatku akcyzowego. Pomimo tak dobrych wyników wskaźnik zaawansowania realizacji dochodów był po styczniu nieco niższy niż w tym samym okresie poprzedniego roku. Może to sugerować, że decydujący wpływ na uzyskanie rekordowej nadwyżki miały opóźnienia w uruchamianiu planowanych wydatków, co tylko po części wiązać można z brakiem obowiązującej ustawy budżetowej (w 2006 r. ustawa budżetowa przyjęta została jeszcze później niż w tym roku). Największe oszczędności wystąpiły w dotacji dla FUS, która była o 1,35 mld zł niższa niż w styczniu ub. roku. Było to zapewne możliwe zarówno dzięki dobremu bieżącemu dochodowi FUS, jak i dzięki zasileniu tego Funduszu znacznymi dodatkowymi kwotami w końcu ub. roku. O prawie 300 mln zł niższa niż w styczniu 2006 r. była też wysokość składki netto przekazanej do UE.

Na podstawie wstępnych i częściowych wyników dotyczących jednego miesiąca nie należy oczywiście wysnuwać zbyt daleko idących wniosków co do kształtowania się sytuacji budżetowej w trakcie całego roku. Odnosi się to zwłaszcza do wyników stycznia, które mogą być częściowo zniekształcone

przez różne operacje księgowo-finansowe dokonywane przez Ministerstwo Finansów na przełomie każdego roku. Tym niemniej wysoka nadwyżka osiągnięta w styczniu jest dobrym zadatkiem pozwalającym ze spokojem obserwować realizację budżetu w następnych miesiącach. Pierwsze wstępne informacje o poziomie deficytu budżetu państwa po dwóch miesiącach tego roku (10,4% planu rocznego) sugerują, że sytuacja stopniowo wraca do „normy”, gdyż przy takim wyniku deficyt osiągnięty w samym lutym (ponad 6,2 mld zł) był już tylko o około 1 mld zł niższy od deficytów odnotowanych w lutym w dwóch poprzednich latach. Wiele wskazuje na to, że dynamika wszystkich kategorii dochodów nadal pozostaje na wyższym od zakładanego poziomie, natomiast osiągnięcie w lutym zbliżonych do tradycyjnych rozmiarów deficytu jest wynikiem stopniowego odrabiania zaległości w wydatkach. Podobnie jak w 2006 r. Polska musiała np. zapłacić w ub. miesiącu 2,5-krotnie wyższą od przeciętnej składkę do budżetu UE. Ze względu na dość liczne nadal wątpliwości co do perspektyw dalszego kształtowania się sytuacji budżetowej (nie wiadomo np., w jakim stopniu dobre dotychczas wyniki budżetu są zasługą różnic w harmonogramach zaliczania do dochodów i wydatków środków otrzymywanych z UE), uważamy, że lepiej byłoby wstrzymać się nadal z podkreślaniem możliwości uzyskania w tym roku znacznej nadwyżki dochodów, a tym bardziej z ogłaszaniem kolejnych planów konsumowania tej nadwyżki. Warto też pamiętać, że wykorzystanie ewentualnych dodatkowych środków na cel inny niż redukcja deficytu wymagałoby zmiany ustawy budżetowej. Istotny wpływ na pomyślnie kształtowanie się wpływów budżetowych na początku roku mogła mieć bardzo wysoka dynamika płac w grudniu ub. roku i w styczniu tego roku. Ten efekt ulegnie zapewne pewnemu osłabieniu w kolejnych miesiącach, natomiast w odróżnieniu od poprzedniego roku konsumpcja indywidualna nie zostanie wsparta w takiej samej skali przez efekt skumulowanej waloryzacji rent i emerytur. Widoczne są już też oznaki pewnego osłabienia dynamiki zysków w sektorze przedsiębiorstw. Oba te zjawiska mogą się przyczynić do pewnego zmniejszenia tempa wzrostu wpływów do budżetu państwa w dalszej części roku.

**Przyspieszona redukcja klina**

Ministerstwo Finansów przedstawiło swój kolejny, trzeci już pomysł na redukcję tzw. klina podatkowego. Po falstarcie z 2006 r., jeszcze w połowie stycznia tego roku oficjalnie potwierdzono zasygnalizowany w ostatniej aktualizacji Programu konwergencji zamiar obniżenia składki rentowej w latach 2008-2009 o łącznie 6 pkt. proc. W równym stopniu

Marzec 2007

mieli na tym skorzystać pracownicy i pracodawcy. Lepsza od oczekiwanej sytuacja gospodarcza i duża nadwyżka budżetowa w styczniu br. zachęciły zapewne do dość istotnej modyfikacji tych planów. Pierwszy etap obniżki składki (o 3 pkt. proc.) miałby zostać wdrożony już od 1 lipca tego roku i dotyczyć tylko części płaconej przez pracowników. W drugim etapie składka rentowa obniżona ma być o kolejne 4 pkt. proc. (po 2 pkt. dla pracodawców i pracobiorców). W ten sposób powrócono w dużej mierze do krytykowanej już w 2006 r. przez organizacje pracodawców i przez wielu komentatorów ekonomicznych asymetrii w podziale korzyści z redukcji „klina” (ponad 70% dla pracowników). Bardziej szczegółowe propozycje i projekty zmian ustawowych mają być przedstawione Radzie Ministrów do końca marca, ale już teraz pojawiają się wątpliwości, czy ze względów technicznych (zmiany oprogramowania i procedur ZUS), politycznych i legislacyjnych uda się dotrzymać proponowanego terminu realizacji I etapu redukcji składek. Choć samo dążenie do zmniejszania obciążeń fiskalnych nakładanych na pracę zasługuje na pełne poparcie, przewidywany kształt i sposób wprowadzenia zmian zaproponowanych przez Ministerstwo Finansów wzbudzają wiele istotnych wątpliwości.

Po pierwsze, nie przedstawiono do tej pory żadnych wiarygodnych obliczeń wskazujących na możliwość znacznego ograniczenia (lub całkowitego wyeliminowania) negatywnego wpływu redukcji składek na poziom deficytu fiskalnego. Szacowane na 0,8% oszczędności z tytułu planowanych zmian w organizacji sektora finansów publicznych mają nadal charakter wirtualny, zaś oczekiwania na duży wzrost dochodów w związku z szybszym od zakładanego tempem wzrostu PKB mogą okazać się nadmierne. Warto pamiętać, że w 2006 r. wzrost PKB okazał się o 1,5 pkt. proc. wyższy od założonego, a dochody z VAT były tylko o 70 mln PLN wyższe od przewidzianych w budżecie. Osiągnięta w ub. roku niewielka nadwyżka dochodów (około 0,25% PKB) była w dużej mierze zasługą przedsiębiorców rozliczających się w ramach PIT. Sytuacja ta może się już nie powtórzyć, gdyż zmniejsza się dynamika zysków przedsiębiorstw, a dochody z CIT i PIT i tak zaplanowano już na dość wysokim poziomie.

Po drugie, działania zmierzające do trwałej redukcji dochodów publicznych bez jednoczesnego zmniejszenia wydatków zdają się być w sprzeczności z obowiązującym Polskę wymogiem corocznego ograniczania strukturalnej nierównowagi fiskalnej o 0,5% PKB i mogą znacząco utrudnić wypełnienie innych zobowiązań wynikających z Paktu Stabilności i Wzrostu. W sytuacji, gdy gospodarka rozwija się w tempie wyższym od potencjalnego nie ma potrzeby wspierania jej przez dodatkowe bodźce fiskalne, a takim zdecydowanie procyklicznym działaniem byłaby proponowana podwyżka płac netto i związana z

tym rezygnacja z możliwości ograniczenia deficytu budżetowego.

Po trzecie, nie jest jasne, w jakim stopniu zaproponowana formuła redukcji klina może przyczynić się do osiągnięcia głównego celu tej operacji, czyli poprawy sytuacji na rynku pracy. Obniżenie składek płaconych przez pracodawców o 2 pkt. proc., i to dopiero po wdrożeniu drugiego etapu redukcji, trudno uznać za silną zachętę do tworzenia nowych miejsc pracy, zwłaszcza w sytuacji, gdy zwiększa się dynamika wzrostu płac. Także pośredni wpływ zwiększenia popytu konsumpcyjnego na wzrost inwestycji i zatrudnienia może być w obecnych warunkach ograniczony i w znacznej części przełożony na wzrost presji inflacyjnej i/lub importu. W nieco dłuższym okresie przedsiębiorcy mogliby podjąć próbę przejęcia nieco większej części korzyści z redukcji „klina” poprzez oferowanie nowym pracownikom niższych płac brutto, ale sztywność płac i coraz częstsze trudności ze znalezieniem pracowników zapewne znacznie ograniczą skuteczność takich prób. Warto też zauważyć, że dzięki silnemu ożywieniu gospodarczemu bezrobocie spada ostatnio bardzo szybko niezależnie od istnienia wysokich pozapłacowych kosztów pracy. Może to sugerować, że stosowanie fiskalnych bodźców dla promocji zatrudnienia mogłoby mieć większe efekty i być bardziej potrzebne w innej fazie cyklu koniunkturalnego.

Po czwarte, jednym z niezbyt korzystnych efektów proponowanej operacji będzie dalszy wzrost udziału transferów socjalnych w strukturze wydatków budżetu państwa i dalsze zmniejszenie samowystarczalności finansowej FUS. W ostatnim okresie nie było bowiem potrzeby dotowania Funduszu rentowego, natomiast po proponowanej redukcji składek udział dotacji budżetowej w finansowaniu wszystkich wydatków FUS może się zwiększyć z obecnych około 30% do ponad 40%.

W najbliższych tygodniach, i nie później niż do połowy roku, powinno już być wiadomo, czy trzeci z zaproponowanych wariantów redukcji klina podatkowego okaże się możliwy do zrealizowania. W pełni popieramy wprawdzie działania zmierzające do obniżenia wszelkich obciążeń fiskalnych (w tym zwłaszcza ciężarów zwiększających koszt pracy), ale uważamy, że ekonomicznie bardziej racjonalne byłoby co najmniej równe rozłożenie korzyści z redukcji „klina” pomiędzy pracobiorców i pracodawców oraz zapewnienie, że utracone dochody ze składek skompensovane zostaną poprzez proporcjonalną redukcję wydatków publicznych. Jako minimum oczekivalibyśmy przedstawienia pełnych i wiarygodnych obliczeń wskazujących na możliwość uzyskania rzeczywistych oszczędności w wyniku planowanej reorganizacji sektora finansów publicznych i dodatkowych dochodów dzięki wyższemu od zakładanego w budżecie tempu wzrostu PKB. Z wypowiedzi przedstawicieli kierownictwa Ministerstwa Finansów wynika, że re-

Marzec 2007

zygnują oni z nacisków na redukcję wydatków (w tym zwłaszcza socjalnych) ze względu na świadomość istniejących ograniczeń politycznych. Trzeba jednak zakładać, że mają oni też świadomość, że nawet bardzo wysokie tempo wzrostu gospodarczego nie pozwoli na wypełnienie luki w dochodach spowodowanej proponowaną redukcją „klinu” i planowaną obniżką stawek PIT (łącznie ponad 20 mld zł). W pozytywnej interpretacji mogłoby to sugerować, że forsując rozstrzygnięcia prawne prowadzące do trwałego ubytku dochodów Ministerstwo chce doprowadzić do sytuacji, w której nie byłoby już możliwości uniknięcia znaczących zmian struktury i poziomu wydatków. Należy się jednak obawiać, że strawniejszą dla rządu alternatywą będzie rezygnacja z części zapowiadanych działań skutkujących utratą dochodów.

### **Nowy program działań na rzecz rodziny, dodatkowe obciążenia dla budżetu**

Oliwy do ognia w dyskusjach na temat możliwości wypełnienia „dziury” budżetowej, jaka powstanie w przypadku wdrożenia zapowiadanych redukcji składki rentowej i stawek PIT dodało ogłoszenie przez rząd projektu nowego programu działań prorodzinnych mającego kosztować budżet w okresie do 2014 r. około 17,4 mld zł. W ramach tego programu mają się znaleźć, między innymi, zwiększone ulgi podatkowe dla rodzin z dziećmi (niezależnie od poziomu dochodów?), zwiększenie podstawy wymiaru składek emerytalnych i rentowych opłacanych za osoby na urlopiach wychowawczych, okresowe zwolnienia ze składek na Fundusz Pracy i wydłużenie urlopów macierzyńskich. Jak można było się spodziewać, przedstawiciele partii koalicyjnych z zadowoleniem przyjęli te zapowiedzi zgłaszając od razu liczne propozycje prowadzące do dalszego zwiększenia obciążeń budżetowych. Dość zastanawiająca jest natomiast pojawiająca się argumentacja, że wdrożenie pakietu nowych wydatków socjalnych jest niezbędne dla uzyskania poparcia dla propozycji utraty dochodów z obniżonej składki rentowej i działań zmierzających do reorganizacji finansów publicznych. Przypomina to nieco próbę wybijania klina klinem. Dość intrygujące jest też stanowisko Ministerstwa Finansów, które rzekomo uważa, że oczekiwane wysokie tempo wzrostu gospodarczego pozwoli budżetowi z łatwością zaabsorbować dodatkowe koszty związane z realizacją programu wspierania rodziny. Nawet Zagłoba tylko raz oferował Szwedom i Niderlandy, a w tym przypadku przyszła „renta wzrostowa” ma wystarczyć nie tylko na te nowe wydatki socjalne, ale też na pokrycie skutków obniżki składki rentowej i redukcji stawek PIT oraz na sfinansowanie niezbędnego wzrostu wydatków prorodzinnych.

Z całą pewnością przedstawiony przez rząd projekt pakietu działań prorodzinnych zawiera wiele słuszných i potrzebnych propozycji. Bardzo poważ-

nym problemem wydaje się jednak skumulowanie w czasie wielu różnych inicjatyw zwiększających obciążenia budżetu państwa, i to w sytuacji, gdy Polska zobowiązana jest do przedstawienia partnerom z UE swych szczegółowych planów dalszego zmniejszania deficytu fiskalnego. Uważamy, że ewentualne przyjęcie nowego pakietu wydatków socjalnych powinno być powiązane ze wskazaniem konkretnych i „polityczalnych” źródeł finansowania tych działań, najlepiej poprzez redukcję innych rodzajów wydatków (w tym także o charakterze socjalnym). Konieczne byłoby też zapewnienie, że po dokonaniu tych zmian nie pogorszy się (jak w przypadku powszechnego „becikowego”), lecz poprawi sposób „adresowania” wydatków socjalnych.

### **Rada UE wzywa Polskę do redukcji deficytu**

Zgodnie z naszymi przewidywaniami, Rada UE (ECOFIN) przyjęła 27 lutego br. nową rekomendację wzywającą Polskę do podjęcia działań zapewniających wyeliminowanie nadmiernego deficytu fiskalnego w 2007 r. i osiągnięcia w tym roku redukcji salda strukturalnego o co najmniej 0,5% pkt. proc. PKB. Do 27 sierpnia br. Polska ma przedstawić UE informacje o działaniach pozwalających na osiągnięcie tego celu. Władze UE mają świadomość, że po osiągnięciu planowanego na ten rok deficytu na poziomie 3,4% PKB Polska zamierza ubiegać się o zakończenie procedury nadmiernego deficytu korzystając z klauzuli pozwalającej na odliczenie części kosztów reformy emerytalnej. Podkreślają jednak, że decyzje w tej sprawie zależą będą od tego, czy w 2007 r. utrzymany zostanie spadkowy trend w rozmiarach deficytu, jak bardzo deficyt ten zbliży się do wartości referencyjnej i jakie będą perspektywy jego kształtowania się w następnych latach. W opinii UE, działania zaplanowane przez Polskę nie dają wystarczającej gwarancji osiągnięcia zamierzonej poprawy sytuacji w finansach publicznych. Wśród zagrożeń dla tegorocznego wyniku wymienia się, między innymi, jego dużą zależność od wzrostu dochodów związanego z dobrą sytuacją makroekonomiczną oraz od utrzymania dyscypliny fiskalnej na szczeblu lokalnym. Wskazuje się też na brak oszczędności w wydatkach i na możliwość poniesienia wyższych kosztów związanych z szybko rosnącą absorpcją funduszy unijnych. Zagrożeń dla osiągnięcia dalszej redukcji deficytu zaplanowanej na lata 2008-2009 upatruje się z kolei w nadmiernie optymistycznych założeniach makroekonomicznych (jak np. trudne do uzasadnienia przyspieszenie wzrostu PKB w 2009 r.) i w braku konkretnych dotyczących planowanej redukcji wydatków. Z projektu opinii Rady UE usunięto wprawdzie (zapewne pod naciskiem polskiej delegacji) stwierdzenia o braku odpowiednich informacji i o działaniach znajdujących się „we wstępnej fazie koncepcyjnej”, ale utrzymany został pogląd, że Polska nie przedstawiła dotąd konkretnych przedsięwzięć i wyli-



Marzec 2007

czeń uwiarygadniających planowane ograniczenia w wydatkach.

Dalszy przebieg wydarzeń może w dużym stopniu zależeć od postawy polskich władz. Jest bowiem całkiem prawdopodobne, że niezależnie od wątpliwości zgłaszanych przez UE i nawet bez wdrożenia dodatkowych działań uda się obniżyć tegoroczny deficyt do poziomu spełniającego wymóg „bliskości” progu 3% PKB. Szanse na osiągnięcie takiego rezultatu byłyby jeszcze większe, gdyby opóźniła się planowana na 1 lipca redukcja składki rentowej, albo też, gdyby jej skutki zostały skompensowane przez redukcję innych wydatków. Dobry wynik osiągnięty w 2007 r. może jednak nie wystarczyć do zakończenia procedury nadmiernego deficytu, jeśli polski rząd nie będzie w stanie przekonać partnerów z UE, że podejmowane przezeń działania gwarantują osiąganie dalszych i odpowiednio szybkich postępów w ograniczaniu nierównowagi fiskalnej i zbliżaniu się do celu średnioterminowego określonego jako deficyt na poziomie 1% PKB. Z pewnością nie wystarczy w tym celu powoływanie się na szybkie tempo wzrostu PKB i na dobrą sytuację widoczną z okien Ministerstwa Finansów.

Jak na razie wciąż lepiej znane są planowane redukcje w dochodach, niż weryfikowalne liczbowo źródła oszczędności w wydatkach. Dodatkowym kłopotem może stać się dużo lepszy od planowanego wynik sektora finansów rządowych i samorządowych osiągnięty w 2006 r. (3,5% PKB według wstępnych szacunków). Przy tak niskiej bazie i przy szczodrze zaplanowanym przyroście wydatków rząd może mieć poważne trudności z osiągnięciem w tym roku wymaganej poprawy salda strukturalnego o minimum 0,5% PKB. To zaś może stać się dodatkowym pretekstem do odkładania decyzji w sprawie zakończenia procedury nadmiernego deficytu, choć w tym przypadku „karanie” za osiągnięcie w przeszłości wyników lepszych od zamierzonych mogłoby wzbudzić dość uzasadnione wątpliwości.

#### Przewidywane koszty programu parorodzinnego (mln zł)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2008-14
Zwiększenie ulgi na PIT	450	450	1070	1070	1690	1690	2310	<b>8730</b>
Wydłużenie urlopów macierzyńskich	150	150	300	300	450	450	600	<b>2400</b>
Zwolnienie ze składki na Fundusz Pracy po zakończeniu urlopu macierzyńskiego	170	370	592	622	653	685	720	<b>3811</b>
Zwiększenie wymiaru składki na ubezpieczenia społeczne dla osób na urlopach wychowawczych	74	80	87	373	392	411	432	<b>1849</b>
Rozbudowa placówek opiekuńczo-wychowawczych	8	8	8	8	8	8	8	<b>56</b>
W tym: jednorazowe koszty infrastruktury	42	-	-	-	-	-	-	<b>42</b>
Finansowanie kosztów szkół rodzenia	50	50	50	50	50	50	50	<b>350</b>
Zrównanie pracowników i prowadzących działalność pozarolniczą w dostępie do świadczeń opiekuńczych	20	20	20	20	20	20	20	<b>140</b>
<b>Razem</b>	<b>964</b>	<b>1128</b>	<b>2127</b>	<b>2443</b>	<b>3262</b>	<b>3315</b>	<b>4139</b>	<b>17378</b>

źródło: PAP



**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
<b>Polska</b>	<p>źródło: MF, Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank S.A.</p>	<p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>	<p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>
<b>Czechy</b>	<p>źródło: Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank SA</p>	<p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>	<p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>
<b>Węgry</b>	<p>źródło: Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank SA</p>	<p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>	<p>źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>
<p>Od 1 stycznia 2007 referencyjne wartości dla kryteriów monetarnych liczone są dla krajów EU-27.</p> <p>Objaśnienia:</p> <p>Pierwsza kolumna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>Dane na temat inflacji (HIPC) i długookresowych stóp prezentują stan na koniec stycznia 2007.</li> <li>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.</li> </ul> <p>Druga kolumna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Dla Węgier podano rentowności obligacji skarbowych, dla Polski, Czech i Strefy Euro stopy IRS.</li> <li>Odchylenie kursu walutowego liczone jest względem kursu z dn. 25.02.2004.</li> </ul>			

4 Kryteria Konwergencji				
	KRYTERIUM	POLSKA	CZECHY	WĘGRY
Stopy procentowe	6,28%	5,25%	3,82%	7,14%
Inflacja	2,9%	1,3%	2,0%	4,5%
Deficyt	3,0%	2,5%	3,6%	6,5%
Dług	60,0%	42,0%	30,4%	57,7%
ERV		7,53%	4,45%	7,73%
ERV max		10,33%	5,65%	10,57%
ERV min		5,40 %	3,36%	3,02%

Objaśnienia:

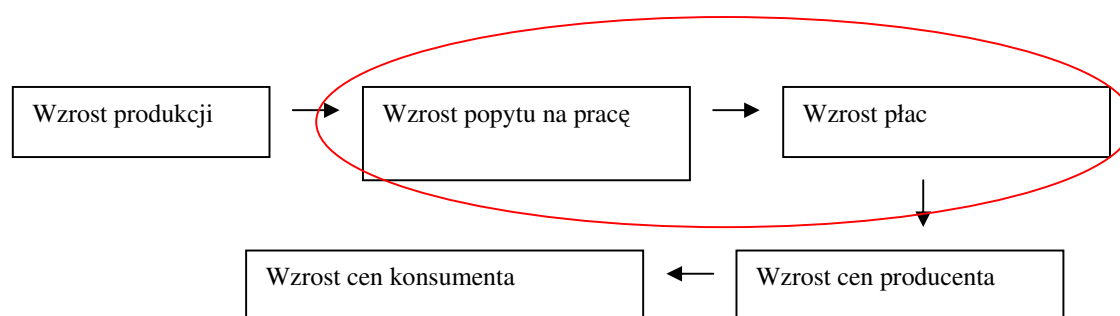
Górne wiersze: Opis na poprzedniej stronie.  
Dolne wiersze:

- 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.

## SEKCJA SPECJALNA – POPYT NA PRACĘ A WZROST WYNAGRODZEŃ

W niniejszym opracowaniu, bazując na prostym modelu ekonomicznym, staramy się pokrótce przedstawić przyczyny, jak również perspektywy wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Oceniamy, że istnieje duże, wynoszące nawet 8-9 kwartałów, opóźnienie w przełożeniu wzrostu popytu na pracę na wyższą dynamikę płac. Wysokie dynamiki zatrudnienia obserwowane w 2006 roku mogą zatem sugerować, że silne żądania płacowe i duże wzrosty wynagrodzeń są dopiero przed nami.

Tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw jest w obecnych warunkach jedną z kluczowych zmiennych ekonomicznych, jakie należy uwzględniać przy ocenie średniookresowych perspektyw dla inflacji. Zmienna ta jest regularnie monitorowana zarówno przez Radę Polityki Pieniężnej, jak i przez rynki finansowe. Przypomnijmy, że tempo wzrostu płac przekraczające tempo wzrostu wydajności oznacza dodatnie dynamiki jednostkowych kosztów pracy, a to z kolei tworzy presję na wzrost cen producenta i w dalszej kolejności cen konsumenta. W bardzo uproszczonej formie mechanizm wzrostu cen konsumenta przedstawia się więc następująco:<sup>1</sup>



Poniżej

zajmiemy się związkiem między popytem na pracę a wynagrodzeniami. Jak powszechnie wiadomo, przełożenie sytuacji na rynku pracy na wynagrodzenia nie jest natychmiastowe: powszechna jest tzw. sztywność płac. Wśród wiele jej przyczyn wskazuje się, między innymi, na wysoki stopień zinstytucjonalizowania rynku pracy oraz na różne działania organizacji pracodawców i pracowników, które nie pozwalają na swobodne dostosowania płac do popytu na pracę. **Starając się znaleźć nieco głębsze uzasadnienie ekonomiczne, które ponadto umożliwiłoby kwantyfikację procesów zachodzących na rynku pracy, posłużyliśmy się modelem sztywności informacji.**

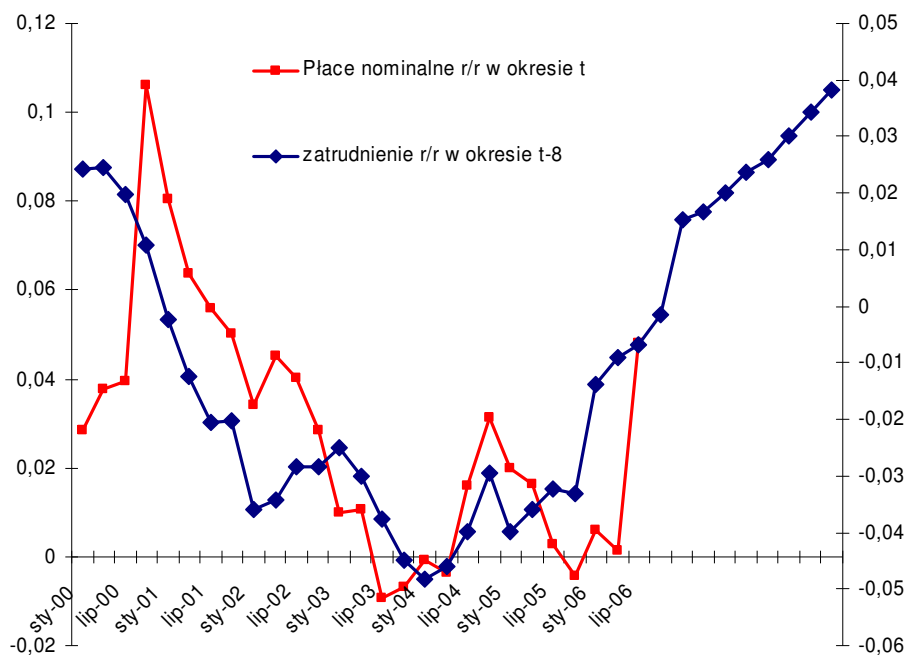
#### Intuicja ekonomiczna i teoretyczne zależności:

Teoria sztywności informacji bazuje na założeniu, że poszczególne podmioty [i ich grupy] (gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa) nie dysponują w pełni aktualnym zbiorem informacji dotyczącym choćby popytu na produkowane towary (oraz perspektyw jego kształtowania się w przyszłości), czy też ogólnej sytuacji ekonomicznej i perspektyw jej dalszego rozwoju. Stąd też ich decyzje o cenach na oferowane produkty, czy też (w przypadku gospodarstw domowych) o płacach na kolejne okresy, podejmowane są w oparciu o przynajmniej częściowo zdezaktualizowane przesłanki. Adaptując tę teorię do naszych obecnych warunków oznaczać mogłoby to, że gospodarstwa domowe uświadamiają sobie fakt przyspieszenia gospodarczego znacznie później niż miało ono rzeczywiście miejsce i inaczej oceniają trwałość tego ożywienia.

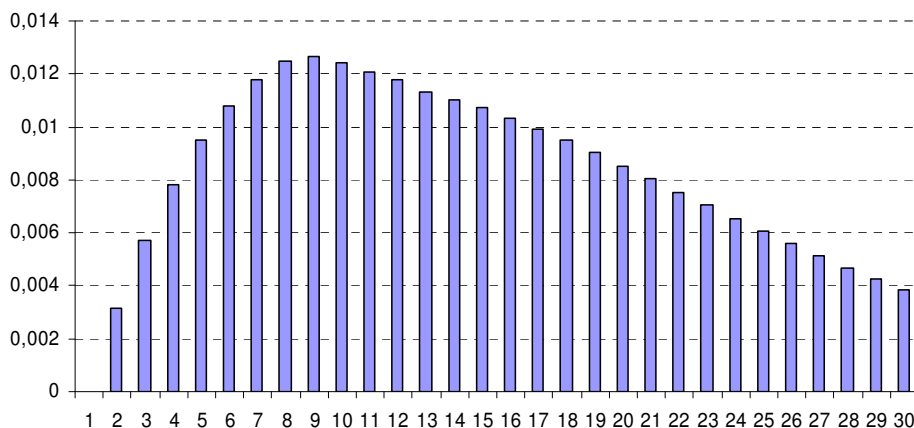
W formie ogólnej specyfikacja równania płac (patrz ramka poniżej) dopuszcza istnienie różnych części populacji posiadających dostęp do różnych zbiorów informacji. Poniżej przyjmujemy znaczne uproszczenie, poszukując „dominującego” opóźnienia w uaktualnianiu zbioru informacji w sektorze przedsiębiorstw. Dla oceny tego opóźnienia posłużyliśmy się prostym modelem wektorowej autoregresji oszacowanym na szeregach rocznych przyrostów płac i przyrostów zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (przyrosty zatrudnienia naszym zdaniem najlepiej przybliżają zmiany popytu na pracę). Na wykresach poniżej przedstawiono porównanie rocznej dynamiki płac i opóźnionych dynamik zatrudnienia oraz wpływ szokowej zmiany popytu na pracę na dynamikę płac w modelu VAR.

<sup>1</sup> Przedstawiony tu mechanizm można odnaleźć w praktycznie każdym dużym modelu gospodarki (również w modelach wykorzystywanych w NBP).

Marzec 2007

Porównanie rocznej dynamiki płac i opóźnionych dynamik zatrudnienia<sup>2</sup>

Reakcja wskaźnika płac na dodatni szok popytowy na rynku pracy



Powyższe wykresy jednoznacznie wskazują na występowanie wysokiej korelacji pomiędzy wskaźnikiem płac i opóźnionym o 8 kwartałów wskaźnikiem zatrudnienia. Ocena reakcji dynamiki płac na zmiany popytu na prace pokazuje również, że maksymalny efekt widoczny jest dopiero po 8-9 kwartałach od wystąpienia impulsu. Należy zwrócić uwagę, że model teoretyczny wskazuje również na inne czynniki mogące wpływać na dynamikę płac, jak choćby oczekiwany poziom konsumpcji. Jednak analizowanie wszystkich tego rodzaju czynników nie jest możliwe w ramach tego krótkiego opracowania.

<sup>2</sup> Aby pozostać w zgodzie z modelem, gdzie w stanie równowagi inflacja nie występuje, dynamika płac została tu skorygowana o cel inflacyjny (2,5% w ostatnich latach). W celu usunięcia sezonowości ze wskaźników zatrudnienia zastosowaliśmy filtr w postaci przyrostów rocznych.

Marzec 2007

**Wnioski:**

**Najważniejszym wnioskiem wynikającym bezpośrednio z przedstawionej powyżej analizy jest stwierdzenie, że występują duże, sięgające nawet ośmiu kwartałów, opóźnienia w dostosowaniu płac do zmian sytuacji na rynku pracy. To z kolei oznacza, że w dalszej części 2007 r. i w 2008 roku może dojść do znacznego przyspieszenia dynamiki wzrostu wynagrodzeń.**

Należy jednak podkreślić, że celem naszej analizy nie było określenie, czy zrealizowanie się wysokich dynamik wynagrodzeń doprowadziłoby do znacznego nasilenia się presji inflacyjnej.

Jak przynajmniej od pewnego czasu eksperci NBP przygotowujący projekcję inflacji, oszacowany przez nich związek pomiędzy rynkiem pracy (dynamiką ULC w szczególności) a presją inflacyjną w modelu ECMOD może być w „rzeczywistym świecie” znacznie słabszy. Niemniej jednak wysokie dynamiki płac, z jakimi należy się liczyć w latach 2007 i 2008, mogą stać się tematem ożywionej dyskusji wewnątrz Rady, przyczynić do zmiany oceny ryzyka dla inflacji i w konsekwencji wpłynąć na decyzję o podwyżce stóp procentowych.

**Model teoretyczny:**

W świecie sztywnych informacji agenci zwykle wybierają cenę/płacę (na kolejne okresy), która różni się od tej jaką wybraliby dysponując aktualną informacją. Załóżmy, że opóźnienie wynosi  $j$  okresów. Wówczas nie następuje zrównanie krańcowej stopy substytucji pomiędzy pracą i konsumpcją z płacą realną (co miałyby miejsce w modelu bez sztywności). Frakcja agentów dysponująca informacją z przed  $j$  okresów określa swoją płacę  $W_{t-t-j}^{opt}$  w wyniku dynamicznej optymalizacji ale bazując na nieaktualnej informacji:

$$\frac{W_{t-t-j}^{opt}}{P_t} = E_{t-j} \left( \frac{\lambda_t}{L_{tj}} \right).$$

Pozwalając na możliwość nierównego dostępu do informacji w populacji oraz definiując zagregowaną płacę

jako:  $W_t = \sum_{k=0}^J \varpi_j W_{t-t-j}^{opt}$ , gdzie  $\varpi_j$  oznacza udział danej frakcji w populacji, otrzymujemy, po log-

linearyzacji, następujące równanie krzywej Phillipsa (*sticky information wage Phillips curve*):

$$\Delta W_t = \varpi_0 \Omega_t + \sum_{j=1}^{J-1} \varpi_j E_{t-j} (\Omega_t + \Delta W_t) - \sum_{j=2}^{J-1} \varpi_j \left[ \sum (\Delta W_{t-k} - E_{t-j} (\Delta W_{t-k})) \right],$$

gdzie  $\Omega_t$  jest funkcją zmiennych realnych, w tym popytu na pracę  $L_t$ , w danym okresie.

Ponieważ nie rozważamy tu kompletnego modelu a jedynie stany równowagi na rynku pracy zakładamy, że oczekiwania mają charakter adaptacyjny. Oznacza to, że oczekiwany popyt na pracę w okresie  $t$  warunkowany zbiorem informacji z okresu  $t-j$  jest równy popytowi obserwowanemu w okresie  $t-j$ .

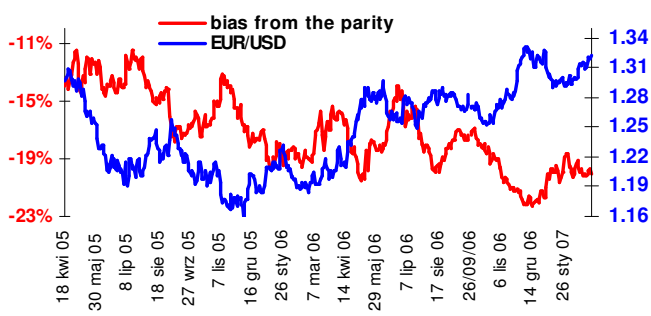
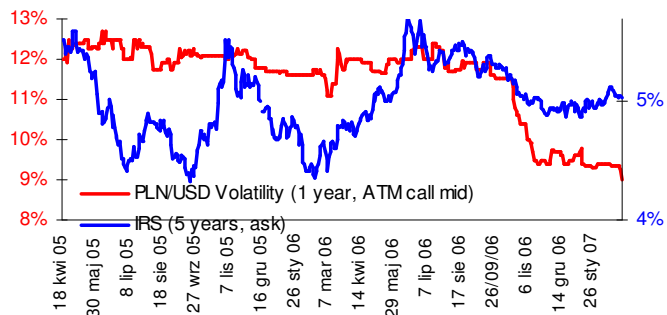
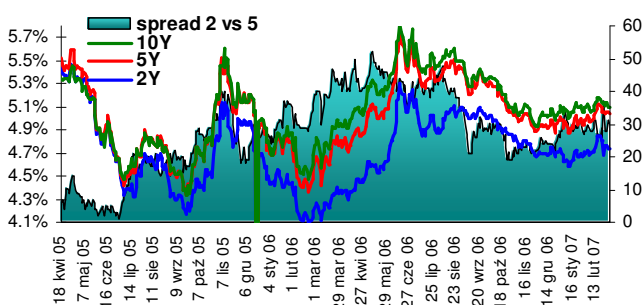
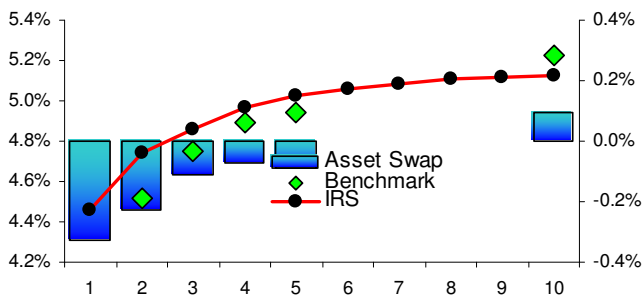
Analiza nasza bazuje więc na zredukowanej postaci powyższego równania, gdzie akcentujemy związek pomiędzy historycznym popytem na pracę a obecną dynamiką płac nominalnych.

$$\Delta W_t \approx \sum_{j=0}^J \varpi_j L_{t-j}$$



NA RYNKU

F/X



Rozpoczęta pod koniec lutego przecena na rynkach globalnych nie mogła ominąć Polski i pozostałych krajach regionu. Punkt zapalny (obawy o wprowadzenie obostrzeń na inwestycje kapitałowe w Chinach) zbiegł się w czasie z niepokojącym komentarzem A. Greenspana o możliwości wystąpienia recesji w USA. Najbardziej widocznym objawem realokacji aktywów było silne wzmocnienie JPY, który od kilku miesięcy był podstawowym źródłem taniego finansowania (tzw. *carry trades*). W stosunkowo krótkim okresie jen wzmościł się wobec dolara o 5%. Złoty osłabił się wobec euro do maksymalnie 3,93 (z ok. 3,87 przed początkiem korekty). Porównanie obecnych zaburzeń na rynkach z podobnymi korektami w poprzednich latach wskazuje na większą ostrość i nieco szerszy zakres początkowych spadków notowań, ale ich łączna skala jest jak dotąd mniejsza niż w maju-czerwcu ub. roku.

Przy stabilnych od dłuższego czasu fundamentach polskiej gospodarki, kluczowe dla kursu złotego w nadchodzącym okresie pozostaną wahania na rynkach globalnych oraz sentyment w odniesieniu do rynków wschodzących. Przy wysokiej niepewności inwestorów co do perspektyw sytuacji w USA, na każde dane różniące się od trendu i oczekiwania rynek będzie reagować nerwowo. Sądzymy, że incydentalne osłabienia złotego mogą się w najbliższym czasie powtórzyć, jednak wydaje się, że będą one krótkotrwałe, a bariera 4 zł za euro nie zostanie złamana.

Fixed income

Przez pierwszą połowę lutego krzywa dochodowości poruszała się w wąskim przedziale. Dopiero dane wskazujące na dalszy wzrost dynamiki PKB w I kw. (przede wszystkim sprzedaż detaliczna), bardziej zdecydowane wypowiedzi przedstawicieli RPP, oraz niekorzystne zmiany sentymentu na rynkach globalnych, doprowadziły do wzrostu rentowności, zwłaszcza na krótkim końcu krzywej. Rentowności 2-letnich kontraktów IRS wzrosły o ok. 15 bps (w segmencie 5-10 lat wzrost rentowności wyniósł ok. 10 bps).

Na początku marca powrócił jednak pozytywny nastrój a rentowności zbliżyły się do poziomów sprzed korekty. Rynek odebrał komunikat RPP jako względnie „gołębny” i podobnie oceniane są też ostatnie wypowiedzi większości członków Rady. Kontrakty FRA nadal wyceniają dwie podwyżki stóp już w drugiej połowie roku, ale naszym zdaniem ze względu na nadal ograniczoną presję inflacyjną oraz obecny układ sił w Radzie prawdopodobieństwo zrealizowania się tego scenariusza jest bardzo małe.

Na dłuższy koniec krzywej nadal pozytywnie wpływa sytuacja lokalna – wysokie tempo wzrostu, bardzo dobre wykonanie deficytu, bardzo niskie podażę SPW. Informacje o różnych planach zmniejszeniu dochodów oraz zwiększeniu wydatków budżetowych są jak na razie lekceważone, jednak naszym zdaniem kumulacja takich pomysłów może przynieść negatywną reakcję rynku w okresie tworzenia przyszłorocznego budżetu. Również ewentualne oznaki silniejszego spowolnienia w USA mogą doprowadzić do wystromienia krzywej.

Marzec 2007

## KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Marzec 2007	Kwiecień 2007	Maj 2007	Czerwiec 2007
Wskaźnik cen tow. i usług kons.	14	13	15	13
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	19	20	21	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	15	17	17	19
Szacunki PKB	2	-	31	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	23	23	22
Podaż pieniądza M3	14	13	14	14
Bilans płatniczy RP	14	13	18	15
Inflacja bazowa	23	23	23	22
Aktywa rezerwowe	7	6	7	6
Posiedzenia RPP	27-28	17 24-25	15 29-30	26-27
Posiedzenia ECB	8	12	10	6
Posiedzenia FED	20-21	-	9	27-28

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.