



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Kwiecień 2007, Nr 70 (8)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Polityka monetarna	s. 3
Polityka fiskalna	s. 5
Otoczenie zewnętrzne	s. 8
Euromonitor	s. 10
Sekcja specjalna	s. 11
Na rynku	s. 17
Kalendarz	s. 18

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

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

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

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

- Większość członków RPP dostrzega już potrzebę zacieśnienia polityki monetarnej. Wskazują na to ich publiczne wypowiedzi oraz treść marcaowego komunikatu Rady. Otwartą kwestią pozostają tylko termin i skala podwyżek stóp procentowych. Sądzymy, że pierwsza podwyżka (o 25 pkt.) dokonana zostanie w kwietniu, a do kolejnej może dojść w dalszej części roku (prawdopodobnie w lipcu). Szybsze od oczekiwanego domykanie się luki popytowej i narastająca presja płacowa miały zapewne największy wpływ na zmianę nastawienia Rady.
- W Sekcji specjalnej wskazujemy na możliwość wzrostu cen w związku z narastaniem presji płacowej w przedsiębiorstwach handlowych i usługowych. Uważamy, że nawet wysokie marże osiągnięte przez te przedsiębiorstwa nie ochronią przed przeniesieniem części skutków wzrostu płac na poziom cen detalicznych.
- Przedstawiony przez Ministerstwo Finansów pakiet zmian w organizacji sektora finansów publicznych zawiera wiele działań pozwalających na zwiększenie przejrzystości i sprawności tego sektora oraz na uzyskanie lepszej kontroli nad wykorzystaniem środków publicznych. Poważne zastrzeżenia budzi jednak brak szczegółowego wyliczenia kosztów i korzyści związanych z realizacją tych zmian. Szacunki mówiące o oszczędnościach rzędu 10 mld zł uważamy za mało wiarygodne. Zaproponowanych zmian legislacyjnych nie można utożsamiać z głęboką sanacją finansów publicznych, gdyż nie zapewniają one ani znaczącej redukcji bieżącego deficytu, ani też długookresowej stabilności fiskalnej. Tego celu nie da się osiągnąć bez daleko idących zmian w strukturze wydatków publicznych i bez wprowadzenia mechanizmów ograniczających ich wzrost.
- Nadal utrzymuje się duża niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji gospodarczej w USA. Bardzo dobra sytuacja na rynku pracy i solidny wzrost konsumpcji kontrastują ze słabą dynamiką inwestycji i zamówień oraz z kontynuacją załamania na rynku nieruchomości. W tych warunkach, i wobec wciąż niepokojących wskaźników inflacji, uważamy, że Fed będzie nadal odkładał decyzję w sprawie obniżki stóp procentowych.
- Bieżące dane wskazujące na utrzymywanie się bardzo dobrej sytuacji gospodarczej w strefie euro skłaniają do podnoszenia prognoz wzrostu PKB w tym obszarze. Pomimo umiarkowanej presji inflacyjnej sądzymy, że ECB dokona w czerwcu kolejnej podwyżki stóp procentowych o 25 pkt. Sądzymy, że obecny cykl podwyżek stóp może być kontynuowany aż do osiągnięcia przeciętnego historycznego poziomu stóp realnych.

Kwiecień 2007

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Lut 06	Mar 06	Kwi 06	Lis 06	Gru 06	Sty 07	Lut 07	Mar 07	Kwi 07
PKB i produkcja									
PKB		5,2%			6,4%				
Popyt krajowy		4,8%			7,7%				
Spożycie indywidualne		5,2%			5,2%				
Nakłady brutto na środki trwałe		7,7%			19,3%				
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	10,2%	16,5%	5,7%	12,0%	5,7%	15,6%	12,9%	11,8%	
Produkcja przemysłowa m/m	1,3%	16,5%	-9,6%	-2,7%	-6,8%	-0,7%	-1,9%	15,3%	
Sprzedaż detaliczna r/r	10,2%	10,1%	10,7%	13,6%	13,3%	16,5%	17,5%	17,0%	
Sprzedaż detaliczna m/m	-3,0%	18,0%	4,8%	-4,3%	22,7%	-24,3%	-2,1%	17,3%	
Rynek pracy									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2526,22	2613,67	2570,05	2759,56	3027,51	2663,65	2687,48	2791,4	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	4,8%	5,4%	4,0%	3,1%	8,5%	7,8%	6,4%	6,8%	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	2,2%	3,5%	-1,7%	3,8%	9,7%	-12,0%	0,9%	3,9%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,5%	2,7%	2,8%	3,8%	4,1%	3,8%	4,3%	4,3%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,0%	0,2%	0,4%	0,3%	0,2%	1,1%	0,4%	0,2%	
Stopy bezrobocia	18,0%	17,8%	17,2%	14,8%	14,9%	15,1%	14,9%	14,4%	
Handel zagraniczny									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-839	-356	-597	-738	-1201	-678	-725		
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-229	-130	-108	-339	-1119	-387	-585		
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	19,2%	28,2%	9,8%	21,7%	8,0%	15,5%	14,8%		
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	22,0%	23,9%	10,1%	21,0%	17,2%	21,3%	19,3%		
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,8%	-1,9%	-2,1%	-2,1%	-2,3%	-2,5%	-2,5%		
Ceny									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,0%	-0,1%	0,7%	0,0%	-0,2%	0,4%	0,3%	0,4%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	0,7%	0,4%	0,7%	1,4%	1,4%	1,6%	1,9%	2,4%	
Inflacja netto r/r	0,8%	0,7%	1,0%	1,6%	1,6%	1,5%	1,6%	1,6%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,1%	0,7%	1,5%	-0,7%	-0,5%	0,6%	0,3%	0,5%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	0,7%	0,9%	1,7%	2,5%	2,6%	3,1%	3,6%	3,5%	
Agregaty monetarne									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	416,1	417,6	423,2	465,6	477,1	485,5	490,5	498,7	
Podaż pieniądza y/y	11,7%	9,8%	9,6%	14,4%	15,7%	19,4%	17,9%	19,5%	
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	24,0%	25,4%	21,8%	31,4%	33,4%	36,0%	38,0%		
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	4,6%	3,9%	3,6%	11,6%	14,7%	13,4%	15,1%		
Depozyty gospodarstw domowych r/r	2,7%	3,1%	2,1%	7,2%	9,7%	11,6%	12,0%		
Depozyty przedsiębiorstw r/r	23,2%	17,7%	18,4%	23,5%	25,7%	29,2%	30,5%		
Kursy walutowe									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,7726	3,9357	3,8740	3,8166	3,8312	3,9320	3,9175	3,8695	3,81
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,1768	3,2491	3,0841	2,8911	2,9105	3,0400	2,9699	2,9058	2,83
Stopy procentowe									
Stopa interwencyjna NBP	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,25%
Stopa lombardowa	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%
Stopa depozytowa	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,75%
WIBOR 3M	4,03%	4,17%	4,15%	4,20%	4,20%	4,19%	4,22%	4,24%	4,46%
Rentowność obligacji 2Y	3,99%	4,26%	4,40%	4,67%	4,33%	4,30%	4,56%	4,54%	4,95%
Rentowność obligacji 5Y	4,39%	4,82%	4,89%	4,97%	4,84%	4,79%	5,03%	5,00%	5,12%
Rentowność obligacji 10Y	4,59%	4,97%	5,17%	5,16%	5,10%	5,12%	5,22%	5,19%	5,23%
Gospodarka światowa									
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,3%	2,2%	2,5%	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%	1,9%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)		2,8%			3,2%				
Stopa podstawowa ECB	2,25%	2,50%	2,25%	3,25%	3,50%	3,50%	3,50%	3,75%	3,75%
Inflacja w USA (r/r)	3,6%	3,4%	3,6%	2,0%	2,6%	2,1%	2,2%		
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)		5,5%			2,2%				
Stopa docelowa Fed Funds	4,50%	4,75%	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.

POLITYKA MONETARNA

Rada zapowiedziała podwyżkę stóp

Komunikat RPP z lutego był przez uczestników rynku odebrany jako względnie gołąbi, co po kilku tygodniach okazało się sprzeczne z rzeczywistymi intencjami Rady. Rynek prawdopodobnie zlekceważył fragment komunikatu mówiący, że Rada może być zmuszona do zacieśnienia polityki monetarnej, w zależności m.in. od tego, „czy rosnąca aktywność gospodarcza będzie mieć bardziej trwałe charakter”. Brakowało wprawdzie bezpośredniego i jednoznacznego odniesienia do rosnących ryzyk inflacyjnych, jednak Rada już wtedy sygnalizowała, że w jej sposobie oceny ryzyk inflacyjnych następuje przesunięcie, a na perspektywy inflacyjne coraz silniej oddziaływać może domykająca się luka popytowa.

Marcowy komunikat RPP nie pozostawił już żadnych wątpliwości. Kluczowa zmiana w porównaniu z poprzednim posiedzeniem, to stwierdzenie wprost, że stabilizacja inflacji w pobliżu 2,5% „może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższym czasie” (zamiast zdania „obecny poziom stóp procentowych NBP umożliwi utrzymanie inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%”). W tej sytuacji podwyżka jest już jedynie kwestią czasu, a dyskusja o tym, kiedy ona nastąpi sprowadza się do definicji „najbliższego czasu”. Otwartą sprawą jest też nadal łączna skala przyszłych podwyżek.

Naszym zdaniem, jedną z najważniejszych dla Rady kwestii jest spodziewane tempo wzrostu PKB oraz oczekiwane przesunięcia w strukturze tego wzrostu. Miesięczne dane o produkcji przemysłowej, budowlanej oraz o sprzedaży detalicznej za I kwartał są w zasadzie jednoznaczne – z pełnym przekonaniem można twierdzić, że w I kw. zaobserwowaliśmy ponowny wzrost dynamiki PKB, prawdopodobnie do poziomu nieco powyżej 7% (prognoza BRE 7,2%). Co więcej, jest to związane z wysokim wzrostem popytu krajowego, w tym konsumpcji indywidualnej, która prawdopodobnie przekroczyła 6% (w ub. r. wzrost konsumpcji w kolejnych kwartałach mieścił się w przedziale 4,9-5,5%).

Takie wartości dla zdecydowanej większości członków RPP powinny być w zupełności wystarczającym dowodem na to, że obecny wzrost gospodarczy przekracza potencjał, w związku z czym istotnie rośnie ryzyko wzrostu inflacji w przyszłym roku. Właśnie takie oceny coraz częściej pojawiają się ostatnio w komentarzach członków Rady. Skoro już teraz w RPP przeważa takie przekonanie, czekanie na publikację pełnych danych o PKB za I kw. (dostępne one będą dopiero po posiedzeniu majowym) wydaje się bezcelowe.

Co więcej, przedstawiciele RPP raczej zgodnie wskazują na to, że ewentualne ryzyka inflacyjne nie

powinny zrealizować się w tym roku. Rada jest świadoma tego, że krótkoterminowa ścieżka wzrostu cen jest względnie korzystna, zaś wyniki styczniowej projekcji inflacji od początku oceniane są jako zbyt pesymistyczne. Członkowie RPP mocno jednak na ogół akcentują, że to nie krótkoterminowy przebieg inflacji stanowi dla nich główną podstawę do decyzji.

Wzrost inflacji w lutym do poziomu 1,9% r/r (wobec 1,6% po korekcie w styczniu) był powszechnie antycypowany. Prognozy na marzec (2,4%) nieco przekraczają poziom oczekiwany na początku roku, jednak jest to związane głównie z czynnikami popytowymi – wysokimi wzrostami cen żywności (w tym zwłaszcza drobiu) oraz paliw. Inflacja netto wzrasta natomiast nadal w umiarkowanym tempie i marcu mieściła się zapewne w granicach 1,6-1,7%. RPP oraz uczestnicy rynku są w pełni świadomi efektów bazowych, które obniżą wskaźniki inflacji w kwietniu i lipcu. Trzeba jednak też brać pod uwagę, że bilans ryzyk dla inflacji coraz bardziej zdaje się przechylać na jedną stronę i pojawiają się oznaki nasilania się różnego rodzaju zagrożeń.

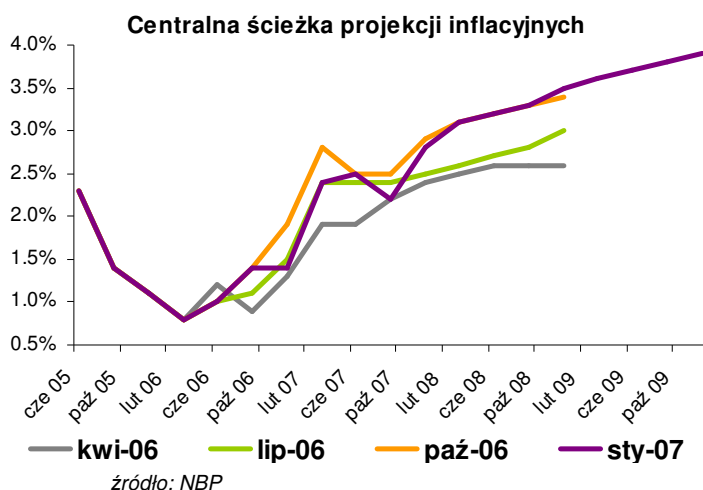
Jako przykład można tutaj podać coraz silniejszą presję ze strony rynku pracy. W ciągu ostatnich kilku miesięcy żądania płacowe w gospodarce ewidentnie wzrosły. W reakcji na te zjawiska zwykle przypomina się o bardzo wysokich marżach przedsiębiorców, dzięki czemu wzrost płac może odbywać się (na razie) bez istotnych skutków dla cen. Nawet, jeśli w części sekcji przełożenie wyższych kosztów pracy na wzrost cen będzie dokonywało się z opóźnieniem, to trzeba podkreślić, że obniżanie marż nie może być procesem trwającym w nieskończoność, a przy obecnej sile popytu konsumpcyjnego pokusa dostosowania cen do wyższych kosztów pracy może okazać się jednak dość wysoka. Przy takich założeniach, rewelacyjna sytuacja finansowa przedsiębiorstw może być czynnikiem opóźniającym, ale nie całkowicie eliminującym pojawienie się kosztowej presji inflacyjnej (o presji płacowej w handlu detalicznym, gdzie przełożenie wyższych kosztów pracy na ceny konsumenta może być niemal natychmiastowe, piszemy w Sekcji specjalnej).

Kwietniowa projekcja – nieco niższa, ale zdecydowanie bardziej wiarygodna?

O dziwo, taki bilans ryzyk może nie być w oczywisty sposób odzwierciedlony w przygotowywanym właśnie przez ekspertów NBP kolejnym raporcie o inflacji. Kwietniowa projekcja może bowiem pokazywać niższą centralną ścieżkę inflacji niż ta ze stycznia. Po zweryfikowaniu założeń eksperckich przyjętych w poprzedniej projekcji oraz reestymacji modelu (analitycy NBP wskazywali poprzednio m.in.

Kwiecień 2007

na najprawdopodobniej przeszacowany wpływ ULC na inflację), tempo wzrostu inflacji w dłuższym okresie może okazać się nieco niższe od wynikającego z poprzedniej projekcji.



Taki łagodniejszy przebieg inflacji nie powinien jednak zniechęcić Rady do podniesienia stóp procentowych. Jak sądzimy, nawet ta niższa projekcja powinna wskazać na bardzo duże prawdopodobieństwo trwałego przekroczenia środka celu NBP w przyszłym roku. Przy tak wysokim tempie wzrostu popytu krajowego i oczekiwanym przyśpieszeniu dynamiki wynagrodzeń, można przewidywać, że presja inflacyjna będzie jednak narastała.

Trzeba ponadto pamiętać, że projekcja ze stycznia została przez większość Rady przyjęta dość chłodno. Wprowadzenie do Raportu zmian, o których piszemy bez wątplenia bardzo istotnie poprawi wi-

rygodność tej projekcji. W tej sytuacji, Rada prawdopodobnie zdecyduje już w kwietniu o podwyżce stóp procentowych o 25 bps.

Co po kwietniu?

W przedstawionych przez nas powyżej warunkowaniach – wyraźne ryzyka inflacyjne połączone z względnie komfortowymi poziomami inflacji bieżącej oraz wysoki i najwyraźniej trwały wzrost gospodarczy, można oczekiwać, że po podniesieniu stóp w kwietniu dojdzie do kolejnych ich podwyżek. Rada zapewne jednak nie będzie chciała się nadmiernie spieszyć z dokonywaniem tych decyzji. Stopniowo dawkowane podwyżki stóp mogą okazać się obecnych warunkach najlepszym rozwiązaniem. W sytuacji, gdyby potencjalne ryzyka inflacyjne rzeczywiście się zmaterializowały, Rada będzie miała czyste sumienie, że z wyprzedzeniem na te ryzyka zareagowała. W przeciwnej sytuacji, nic złego też nie powinno się stać – trudno bowiem oczekiwać, aby łączna podwyżka stóp o 50-75 bps w tym roku mogła nadmiernie zaszkodzić wzrostowi gospodarczemu.

Za najbardziej prawdopodobny termin kolejnej podwyżki stóp (też o 25 bps) uważamy lipiec tego roku. Rada będzie wtedy dysponowała zestawem miesięcznych danych za cały II kwartał (w tym z danymi o zapewne nieco wyższej inflacji w czerwcu) oraz zapozna się z nową projekcją inflacji. Dość łatwo znaleźć tutaj analogię z polityką stopniowych podwyżek stóp prowadzoną przez ECB (podwyżki o 25 bps, zwykle co 3 miesiące). Dla Rady rozwiązanie takie może być dość wygodne – z jednej strony w ten sposób zachowuje sobie możliwość elastycznej reakcji na przesunięcia w bilansie ryzyk, z drugiej takie regularne akcentowanie czujności Rady może pozytywnie wpłynąć na jej wiarygodność.

POLITYKA FISKALNA

Nowa konstytucja, czy wiosenne porządki?

Ogłoszenie z wielkimi fanfarami projektu daleko idących zmian w ustawie o finansach publicznych nie miało żadnego wpływu na poziom notowań na rynkach finansowych. Można wskazać na co najmniej dwie przyczyny braku reakcji ze strony rynku. Po pierwsze, w ogłoszonych oficjalnie planach zabrakło elementu nowości, gdyż zamiary wprowadzenia tego rodzaju zmian znane są już od wielu miesięcy i zostały dość szczegółowo przedstawione m.in. w sejmowym wystąpieniu wicepremier Gilowskiej w listopadzie ub. roku. Po drugie, uczestnicy rynku najwyraźniej uznali, że nawet pełne wdrożenie proponowanych zmian (co wcale nie jest zagwarantowane, gdyż opracowane przez Ministerstwo Finansów projekty ustaw mają jeszcze przed sobą długą drogę legislacyjną) nie przyniosłoby wystarczającej poprawy stanu polskich finansów publicznych i nie może być utożsamiane z fundamentalną reformą tych finansów. W komentarzach ekspertów na ogół aprobowane są ogólne kierunki ogłoszonej „reformy”, ale jednocześnie niemal powszechnie podważana jest realność oszacowanych na około 10 mld zł oszczędności, jakie miałyby ona przynieść. W pełni podzielamy te wątpliwości i takie stanowisko prezentowaliśmy już dużo wcześniej. Ministerstwo Finansów nie przedstawiło do tej pory nawet najbardziej szacunkowego rachunku kosztów i korzyści finansowych związanych z planowaną reorganizacją i konsolidacją sektora finansów publicznych. Znana jest tylko ogólna kwota podawana przez wicepremier Gilowską i można się obawiać, że nawet jeśli w końcu powstaną jakieś szczegółowe szacunki, to zostaną one „dopasowane” do już ogłoszonej wielkości. Dopóki nie zostaną przedstawione szczegółowe i wiarygodne wyliczenia, to rzekome oszczędności uznawać trzeba w większości za wirtualne i traktować z równą powagą, jak uwypuklane wcześniej i mające sięgać 5 mld zł korzyści z realizacji programu „tanie państwo”. Dla przykładu, łączna dotacja budżetu państwa do zakładów budżetowych i gospodarstw pomocniczych zaplanowana została na ten rok w wysokości 34,4 mln zł, a po odjęciu oczekiwanych wpłat z zysku (12,8 mln zł) bezpośrednio obciążeniu budżetu tymi jednostkami wyniesie tylko 21,6 mln zł. Ogromne są oczywiście dotacje do państwowych funduszy celowych (37 mld zł), ale poza FUS i KRUS otrzymują je tylko PFRON i Fundusz Prewencji i Rehabilitacji. Same zmiany organizacyjne w tym obszarze (bez np. zmian w zasadach finansowania KRUS) mogą przynieść tylko relatywnie niewielkie oszczędności, gdyż większość zadań realizowanych obecnie przez fundusze korzystające z dotacji będzie musiała być kontynuowana.

Nadmierne podkreślanie oszczędności związanych z wdrożeniem drugiego etapu zmian w organizacji sektora finansów publicznych można uznać za swego rodzaju taktyczny błąd promotorów tych zmian, gdyż odwraca to uwagę od wielu pozytywnych elementów zawartych w propozycjach przedstawionych przez Ministerstwo Finansów. Gdyby rzeczywiście głównym celem było uzyskanie znaczących oszczędności środków publicznych, to lepiej byłoby zaangażować wysiłki i kapitał polityczny rządu w działania, które bardziej bezpośrednio wpływałyby na strukturę i poziom wydatków budżetowych (jak choćby lepsze adresowanie wydatków socjalnych i ograniczanie ich dalszego wzrostu). Za bardzo ważną cechą ogłoszonych projektów uznać należy dążenie do zwiększenia przejrzystości i wzmocnienia kontroli nad całością przepływów pieniężnych w obrębie sektora finansów publicznych. Jest to w pewnym sensie wartością samą w sobie i warto do tego zmierzać niezależnie od skali możliwych do osiągnięcia oszczędności. Na poparcie zasługują też zamiar dostosowania zakresu sektora publicznego do wymogów ESA 95 i planowane podjęcie dalszych kroków na drodze do wdrożenia budżetu zadaniowego. Słuszne kierunki działań to również propozycja zrównoważenia budżetów jednostek samorządu terytorialnego (w zakresie wydatków bieżących) oraz plany wzmocnienia audytu zewnętrznego. Propozycja zwiększenia elastyczności przy ustalaniu limitów zadłużenia JST wychodzi zapewne naprzeciw oczekiwaniom tych jednostek i może złagodzić nieco obawy o pewien wzrost centralizmu związany z realizacją całego pakietu zmian. Dość zastanawiające są natomiast proponowane zmiany w procedurach ostrożnościowych po przekroczeniu przez dług publiczny progów 50% i 55% PKB. Przedstawienie w ustawie katalogu działań, jakie rząd może podjąć po przekroczeniu drugiego z tych progów, byłoby zapewne pomocne przy konstruowaniu „awaryjnego” budżetu, ale z kolei proponowane wyłączenie samorządów z obowiązku podejmowania w tej sytuacji działań dostosowawczych przerzuca cały ciężar niezbędnych korekt na sektor rządowy. Zmieniły się wprawdzie też ogólne normy ostrożnościowe dla samorządów, ale nie jest jasne, czy to w pełni zastępuje poprzednie rozwiązania i uzasadnia wyłączenie tych jednostek z obowiązku wprowadzenia odpowiednich dostosowań, gdy relacja długu publicznego do PKB mieści się w przedziale od 50 do 60%. Bardzo słuszną, ale zapewne trudną do zrealizowania w praktyce, jest zawarta w art. 106 projektu ustawy propozycja ograniczenia liczby tzw. „świętych krów”, czyli instytucji uprawnionych do samodzielnego opracowywania projektów swych budżetów. Pewną enigmą pozostają póki co nowe agencje wykonawcze,

Kwiecień 2007

gdyż nie jest znana ani ich liczba, ani dokładne zasady funkcjonowania. Największą niewiadomą jest jednak to, kto przejmie zadania realizowane dotychczas przez wszystkie jednostki przewidziane do likwidacji oraz jak długi i kosztowny może być ten proces.

Zbyt wcześnie jest jeszcze na przedstawienie pełnej oceny nowych pomysłów reformatorskich Ministerstwa Finansów. Nie znamy nie tylko konkretnych wyliczeń kosztów i korzyści, ale też wielu innych szczegółów oraz projektów dwóch pozostałych ustaw, które mają złożyć się na cały pakiet zmian legislacyjnych. Nie wiemy też, jaka część propozycji przetrwa konfrontację z naszymi realiami politycznymi, gdyż w sposób oczywisty naruszają one wiele interesów zarówno na szczeblu centralnym, jak i lokalnym. Na podstawie dostępnych dotąd informacji można jednak twierdzić, że proponowanych zmian nie można uznać ani za stanowienie nowej „konstytucji” finansów publicznych, ani też za zwykłą kosmetykę obecnego stanu. Postulowane zmiany o charakterze organizacyjno-konsolidacyjnym mają często bardzo poważny charakter i mogą przyczynić się po pewnym czasie do zwiększenia przejrzystości i sprawności funkcjonowania sektora publicznego oraz do wzmocnienia nadzoru nad wykorzystaniem środków publicznych. Nie można ich jednak utożsamiać z głęboką sanacją finansów publicznych, gdyż nie zapewniają one ani znaczącej redukcji bieżącego deficytu, ani też długookresowej stabilności naszej pozycji fiskalnej. Tego celu nie da się zapewne osiągnąć bez daleko idących zmian w strukturze wydatków publicznych i bez wprowadzenia mechanizmów ograniczających ich wzrost. Szkoda, na przykład, że plany reformatorskie Ministerstwa Finansów nie obejmują możliwości wprowadzenia skutecznych reguł ograniczających tempo wzrostu wydatków i/lub wieloletniego planowania tych wydatków. Nieco zbyt wolne wydaje się też tempo przechodzenia do budżetowania zadaniowego.

Nadal bardzo dobre wyniki budżetu

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa na koniec I kwartału wyniósł od 4,2 do 4,5 mld zł (14-15% deficytu przewidzianego w ustawie budżetowej) i był o około 5 mld zł niższy od osiągniętego w tym samym okresie ubiegłego roku. Deficyt odnotowany w marcu (w granicach 1,2-1,5 mld zł) był niższy od ubiegłorocznego o ponad 1 mld zł. Brak jest dotąd szczegółowych informacji o strukturze dochodów i wydatków zrealizowanych w marcu, ale przewidujemy, że utrzymały się tendencje zaobserwowane w dwóch pierwszych miesiącach tego roku, kiedy to niskie zaawansowanie deficytu wynikało w nieco większym stopniu z wolnego uruchamiania wydatków niż z wyższych od planowanych dochodów. Trudno w tej chwili ocenić, czy powstają rzeczywiste oszczędności w wydatkach, czy też są one tylko odkładane na późniejszy termin. Dochody nadal płyną do budżetu dość szerokim

strumieniem i we wszystkich prawie kategoriach (z wyjątkiem dochodów jednostek budżetowych) są wyższe od prognozowanych. Bardzo ważne dla wyników pierwszego kwartału będzie dokonywane w końcu marca rozliczenie podatku CIT, które w ubiegłych latach przynosiło dodatkowe wpływy rzędu dwóch miliardów złotych. Nawet bardzo dobre wyniki finansowe osiągnięte przez przedsiębiorstwa w ub. roku nie gwarantują powtórzenia się sytuacji z poprzednich lat i dlatego nie można wykluczyć pewnych niespodzianek w kształtowaniu się wpływów z CIT. W związku z bardzo niskim poziomem deficytu na koniec I kwartału przedstawiciele Ministerstwa Finansów już zaczęli wspominać o możliwości osiągnięcia lepszego od planowanego wyniku budżetu państwa w skali całego roku, słusznie jednak przy tym się zastrzegając, że to nie sam wzrost PKB, ale wyższy poziom sprzedaży (przy odpowiedniej jej strukturze), wyższe dochody gospodarstw domowych i wyższe zyski przedsiębiorstw mogą wygenerować nadwyżkę dochodów budżetowych. Możliwość uzyskania w tym roku istotnie niższego od założonego poziomu deficytu znacznie by zmalała w przypadku zrealizowania zapowiedzianej na lipiec pierwszej fazy obniżki składki rentowej.

Szacunkowe wykonanie budżetu państwa do lutego 2007 r.

	mld PLN	% planu
Dochody, w tym:	38257,9	16,7
Podatki pośrednie	28000,6	20,2
Akcyza	9832,0	21,8
CIT	1923,4	8,7
PIT	4561,6	14,4
Wydatki	41288,2	15,9
Obsługa długu krajowego	616,1	2,8
Obsługa długu zagranicznego	1802,0	28,8
Dotacja dla FUS	4064,0	18,9
Subwencja samorządowa	9979,8	27,1
Deficyt	3030,3	10,1

źródło: MF

Zgodnie z oficjalnymi szacunkami Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa w okresie styczeń-luty tego roku wyniósł tylko 3,03 mld zł, czyli 10,1% kwoty zaplanowanej na cały rok. Wskaźnik wykonania prognozy dochodów był bardzo zbliżony do osiągniętego w tym samym okresie ub. roku (16,7% versus 16,4%), przy czym nieco lepiej kształtowały się wpływy podatkowe (w tym zwłaszcza z akcyzy), a nieco niższe było zaawansowanie dochodów niepodatkowych. Bardzo niski poziom deficytu był w tej sytuacji głównie wynikiem dużo niższego niż w tym samym okresie ubiegłego roku stopnia realizacji zaplanowanych wydatków (wskaźnik zaawansowania 15,9% wobec 17,2% w okresie 01-02.2006 r.). O około 1,6 mld zł niższe okazały się wydatki na obsługę długu krajowego i o niemal taką samą kwotę

Kwiecień 2007

zmniejszona została dotacja do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Pomimo niższych o blisko 4 mld zł przychodów netto z emisji obligacji i nieco większej skali spadku zadłużenia w bonach skarbowych bu-

dżet nie miał najmniejszych kłopotów z płynnością, a saldo środków na lokatach bankowych (11,3 mld zł w końcu lutego) było niemal identyczne, jak w tym samym okresie ub. roku.

Kwiecień 2007

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

Dywergencja cykli koniunkturalnych?

Narastająca niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w USA i konieczność podwyższenia prognoz wzrostu dla strefy euro, to w wielkim skrócie główne wnioski z danych opublikowanych na przełomie marca i kwietnia. Kluczowym dla rynków finansowych wydaje się odpowiedź na pytanie, czy dywergencja cykli koniunkturalnych w największych gospodarkach będzie się dalej pogłębiać. Naszym zdaniem przez najbliższe dwa lata gospodarki krajów strefy euro mogą rozwijać się szybciej niż USA. Procesowi temu dodatkowo towarzyszyć będzie stopniowe zrównywanie się poziomu stóp procentowych.

Od co najmniej połowy 2006 roku gospodarka amerykańska rośnie w tempie wolniejszym niż potencjalne. W IV kw. 2006 amerykański PKB wzrósł o 2,5% r/r, zaś prognozy na cały 2007 rok oscylują w okolicach 2%. Jak do tej pory wydatki konsumpcyjne amerykańskich gospodarstw domowych wydają się być jednak odporne na podreźnikowy efekt majątkowy związany ze załamaniem rynku nieruchomości. Nagłaśniane przez media problemy z tzw. supprime mortgages (najbardziej ryzykowny segment rynku hipotecznego) mogą co prawda wpędzić w poważne tarapaty niektóre instytucje finansowe zajmujące się udzielaniem tego rodzaju kredytów, jednak ze względu na skalę subprime market (około 10% całego rynku finansowania nieruchomości) nie powinno to zagrozić całej gospodarce USA. Bieżące dane ciągle wskazują na wzrost realnego dochodu do dyspozycji. W lutym dochód ten wzrósł o 0,1% m/m, co należałoby wiązać z ciągle bardzo dobrą sytuacją na rynku pracy. Stopa bezrobocia w lutym utrzymała się na bardzo niskim poziomie 4,5%, a w marcu zanotowano dodatkowo nieco wyższy od oczekiwanego wzrost liczby nowych miejsc pracy poza rolnictwem. Do zmiany nastrojów konsumentów i sytuacji na rynku pracy może jednak przyczynić się widoczne od pewnego czasu spowolnienie inwestycji. W IV kw. 2006 roku zanotowano spadek inwestycji o 3,1% r/r, a prognozy na 2007 rok oscylują w okolicach 0%.

Mieszanym sygnałom ze sfery realnej towarzyszy tylko niewielka poprawa wskaźników nominalnych. Za sprawą niższych cen paliw nastąpił wprawdzie wyraźny spadek headline inflation, jednak infla-

cja po wyłączeniu cen energii i żywności nadal kształtuje się na mało komfortowym dla Fedu poziomie 2,7%. Spowodowane jest to ciągle wysokimi wydatkami konsumentów i wzrostem kosztów płacowych. Presja płacowa wydaje się jednak stopniowo słabnąć, co naszym zdaniem może umożliwić sprowadzenie inflacji bazowej w pobliże 2% w drugiej połowie 2007 roku.

Stopa bezrobocia, USA



Taka ocena sytuacji zbliżona jest do poglądu reprezentowanego przez Fed. W marcowym komunikacie FOMC nie pojawiło się wprawdzie stwierdzenie nawiązujące do potrzeby zacieśnienia polityki pieniężnej, ale jednocześnie podkreślono, że inflacja pozostaje głównym zmartwieniem władz monetarnych USA. Choć Ben Bernanke wyklucza możliwość wystąpienia recesji w gospodarce amerykańskiej, to Fed wyraźnie pozostawia sobie furtkę do przeprowadzenia obniżek stóp procentowych. Naszym zdaniem presja płacowa widoczna we wskaźnikach inflacji bazowej uniemożliwi jednak taką decyzję przed końcem lata. Analizując historyczne decyzje Fedu, w układance ciągle brakuje również wyraźniejszego wzrostu bezrobocia. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że gospodarka amerykańska rozwijać się będzie w tempie niższym niż potencjalne, pewien wzrost bezrobocia w perspektywie dwóch - trzech kwartałów jest praktycznie nie do uniknięcia.

Gospodarki strefy euro ciągle silne

Rok 2006 zakończył się dla strefy euro imponującym wzrostem gospodarczym. W IV kw. dynamika PKB osiągnęła 3,3% r/r a konsumpcja prywatna wzrosła o 2,3% r/r. O silnych podstawach tego wzrostu świadczą jednak przede wszystkim, wysokie dynamiki inwestycji (4,9% w IV kw. 2006), widoczna

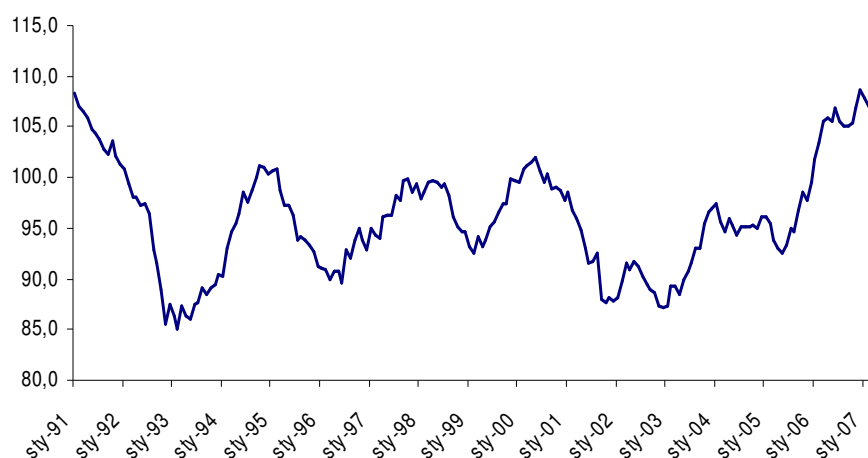
Kwiecień 2007

poprawa ocen koniunktury wśród przedsiębiorstw oraz szybko spadające bezrobocie. W lutym zanotowano spadek stopy bezrobocia do 7,3%, czyli poziomu najniższego od 1981 roku. Wzrostowi gospodarczemu zdają się nie przeszkadzać ani podwyżka VAT w Niemczech (choć ciągle możliwe jest wystąpienie odłożonego, negatywnego wpływu tej podwyżki na popyt wewnętrzny), ani też podwyżki stóp procentowych (łącznie 2 punkty procentowe). Po serii nieco słabszych danych miesięcznych oraz osiągnięciu w styczniu przez wskaźniki koniunktury poziomów ze szczytów poprzedniego boomu gospodarczego, ostatnie dni przywróciły naszą wiarę w kontynuację wzrostu gospodarczego w strefie euro. Pozytywnie zaskoczyły najpierw zamówienia w przemyśle. Po niespodziewanym spadku w IV kw. 2006, wskaźnik ten wzrósł w I kw. 2007 o 2,8% kw/kw. Nie potwierdziły się również oczekiwania dotyczące pogorszenia kondycji gospodarki niemieckiej i w szczególności niemieckiego przemysłu, jako tradycyjnie najbardziej wrażliwego na spowolnienie w gospodarce światowej. Po dość znacznym spadku w lutym, w marcu zaobserwowano ponowny wzrost wskaźnika Ifo. Produkcja przemysłowa wzrosła zaś w lutym o 7,6% r/r (0,9% m/m). Zagrożeniem dla scenariuszu szybkiego wzrostu w strefie euro pozostaje jednak osłabiające

konkurencyjność eksportu i wiążące się z podwyżkami stóp procentowych (patrz poniżej) wzmocnienie kursu euro.

Według naszych ocen, przekraczający potencjalne tempo wzrost gospodarczy nie skutkuje na razie wyraźnym wzrostem presji inflacyjnej. Inflacja w strefie euro wzrosła w marcu tylko nieznacznie, do 1,9% r/r (wstępne szacunki Eurostatu) wobec 1,8% zanotowanych w lutym. Obraz ten może jednak ulec zmianie za sprawą rynku pracy i zagrożeń, jakie ze sobą niosą podwyżki płac. Od początku roku z uwagą obserwowane są negocjacje płacowe prowadzone przez niemieckie związki zawodowe (największy związek zawodowy IG Metall domaga się podwyżek o 6,5%, a pracownicy sektora budowlanego zgodzili się już na 3,5%). Wobec powyższego, dynamika kosztów jednostkowych prawdopodobnie wzrośnie w strefie euro do 1,25% w 2007 roku z 1% zanotowanych w 2006 roku. W ocenie przedstawicieli ECB czynniki te mogą spowodować, że cel inflacyjny (przy projekcji inflacyjnej przyjmującej poziom stóp procentowych implikowanych przez rynek) będzie przekroczony w perspektywie kilku kwartałów. Co prawda w związku z efektem bazy (wysokie ceny energii do sierpnia 2006 r.) możliwy jest krótkotrwały spadek inflacji do około 1,5%, jednak rosnący trend inflacji bazowej może utwierdzić ECB w przekonaniu, że konieczna jest kontynuacja cyklu podwyżek stóp procentowych. Najbliższa podwyżka będzie naszym zdaniem miała miejsce już w czerwcu 2007 roku. Kolejne podwyżki mogą nastąpić jednak nie wcześniej niż w III-IV kw. 2007 r. Naszym zdaniem poziomem docelowym dla stóp procentowych ECB może być 4,5%, co umożliwiłoby zrównanie stopy realnej ze średnim historycznym poziomem 3,5% (kalkulacje te przeprowadziliśmy bazując na 20-letniej próbie).

Ifo koniunktura gospodarcza



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, 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: Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank SA</p>	<p>Źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>	<p>Źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>
Węgry	<p>Źródło: Reuters, Eurostat, KE, BRE Bank SA</p>	<p>Źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>	<p>Źródło: Reuters, BRE Bank SA</p>

Od 1 stycznia 2007 referencyjne wartości dla kryteriów monetarnych liczone są dla krajów EU-27.

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 lutego 2007.
- 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.

Dруга 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.

Kwiecień 2007

4 KRYTERIA KONWERCENCJI				
	KRYTERIUM	POLSKA	CZECHY	WĘGRY
Stopy procentowe	6,20%	5,29%	3,78%	6,96%
Inflacja	2,9%	1,4%	1,9%	5,1%
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 zmienia się w stosunku do obecnej. O stabilności kursu waluty świadczy jego możliwie niska wartość.

Kwiecień 2007

SEKCJA SPECJALNA – CZY WZROST WYNAGRODZEŃ W HANDLU I NAPRAWACH MOŻE WYGENEROWAĆ DODATKOWĄ PRESJĘ NA WZROST CEN KONSUMENTA?

- **Rosnące koszty pracy w sektorze nieprodukcyjnym, w szczególności w handlu detalicznym, mogą stanowić klucz do określenia ryzyka wzrostu inflacji w Polsce**
- **Istnieje wysokie ryzyko, że „detaliści” zdecydują się na częściowe przeniesienie wyższych kosztów pracy na klientów podnosząc ceny oferowanych towarów i usług**

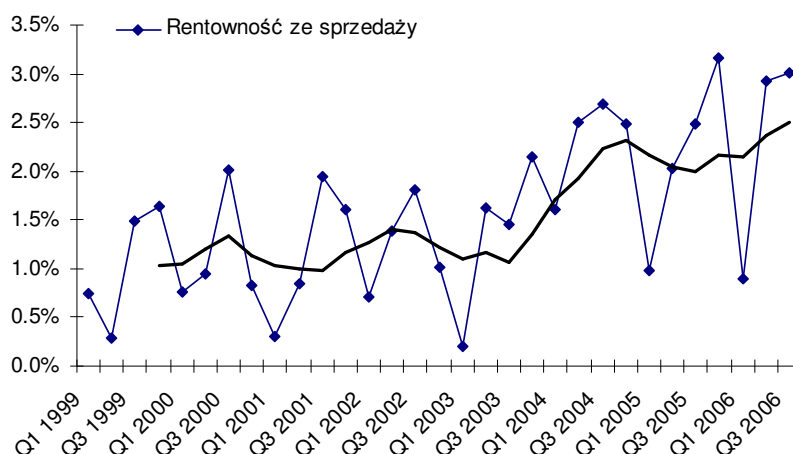
W ostatnim czasie pojawiło się co najmniej kilka hipotez tłumaczących niską inflację, albo też uzasadniających możliwy jej wzrost w nieodległej przyszłości. Globalizacja oraz szybki wzrost wydajności w przemyśle to najczęściej ostatnio wskazywane przyczyny niskiej inflacji w Polsce. Po drugiej stronie, tzn. wśród czynników mających wkrótce wzmocnić presję na wzrost cen, można umieścić rosnące tempo wzrostu płac (w całej gospodarce) i tzw. efekt Balassy-Harroda-Samuelsona, związany z szybszym od wzrostu wydajności wzrostem płac w sektorach produkcyjnych oferujących dobra i usługi typu non-tradable. W tym opracowaniu chcemy przyrzeć się tylko „wycinkowi” tego procesu i zbadać hipotezę, zgodnie z którą wzrost kosztów pracy w handlu i naprawach miałby przełożyć się bezpośrednio na ceny większości sprzedawanych towarów i usług, a tym samym na poziom wskaźnika CPI.

Na pierwszy rzut oka hipoteza mówiąca o konieczności dodatkowych podwyżek cen towarów w handlu detalicznym w związku ze wzrostem kosztów pracy wydaje się atrakcyjna, zaś podwyżki takie automatycznie przełożyłyby się na wzrost inflacji mierzonej w koszyku CPI. Dla porównania związek między zmianami cen producenta a wzrostem inflacji CPI nie jest bezpośredni a przełożenie występuje zazwyczaj ze znacznym opóźnieniem.

Zacznijmy od prezentacji wskaźników, które, w skali makro, mogą ujmować presję na wzrost cen w handlu i naprawach.

Rentowność obrotu liczona jako $m_t = (GS_t - C_t) / GS_t$, gdzie GS_t oznacza przychody, C_t – oznacza koszty. W wielkim uproszczeniu, czasowe pogorszenie rentowności obrotu wynikające ze wzrostu kosztów płacowych oznaczałoby dla przedsiębiorstw handlowych, biorąc pod uwagę specyfikę tej sekcji i stabilność marż, konieczność dodatkowego podwyższenia cen sprzedawanych towarów.

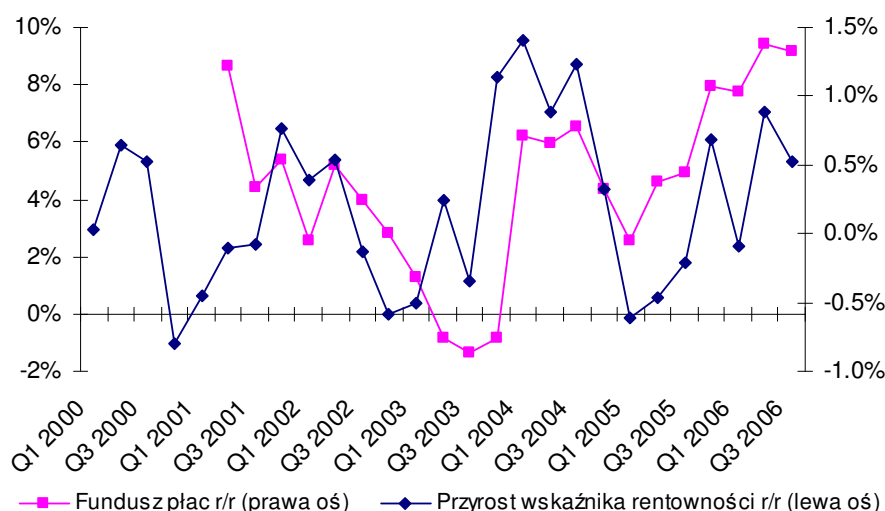
Obserwowany w ostatnich kwartałach wyraźny wzrost dynamiki kosztów płacowych (lub funduszu płac) w handlu i naprawach (blisko 10% przez cały 2006 r.), nie skutkuje jednak równoczesnymi spadkami rentowności (wykres poniżej).



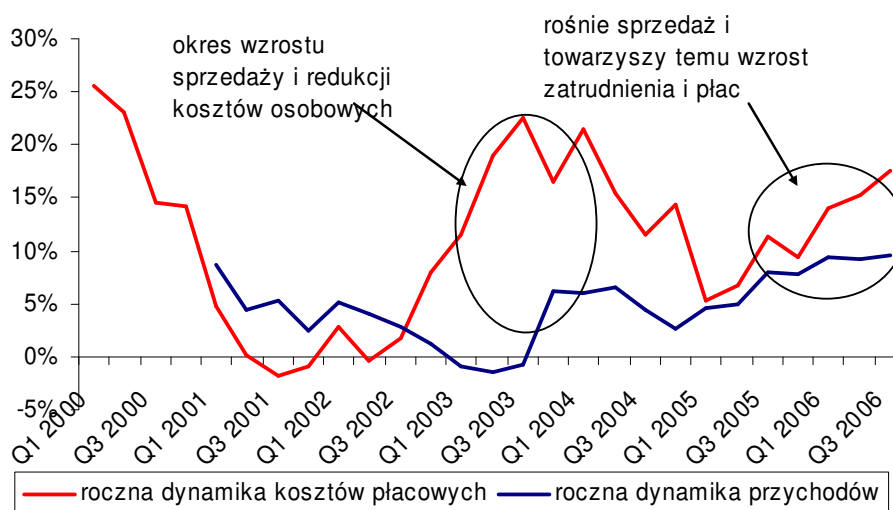
Jak powszechnie wiadomo nie wynika to również z podwyżek cen (patrz dane o inflacji), lecz jest przede wszystkim związane ze wzrostem sprzedaży. Co ciekawe oznacza to, że w ostatnich kwartałach zaistniał silny

Kwiecień 2007

związek pomiędzy zmianą poziomu rentowności obrotu w handlu a wzrostem funduszu płac w tej sekcji (patrz wykres poniżej).



Badania przeprowadzone przez Gradzewicz i Hagemeyer (2006) na próbie dla okresu 1996-2004 wskazują jednak, po pierwsze, że marże w handlu i naprawach są stabilne w czasie, a po drugie, że z reguły zachowują się one antycyklicznie, ponieważ wzrost popytu w całej gospodarce prowadzi do wyższego od wzrostu cen wzrostu płac i kosztów kapitału, co wynika z ograniczonych zasobów czynników produkcji w krótkim okresie¹. Oznaczałoby to, że statystycznie rzecz biorąc lata 2004-2006 to okres dość nietypowy. O ile w latach 2002-2004 mieliśmy do czynienia z dyscypliną płacową i redukcją kosztów osobowych, które przyczyniły się do wzrostu marż, to od ponad roku bardzo dynamiczny wzrost przychodów pozwala na wysokie podwyżki płac bez pogorszenia wyników finansowych.



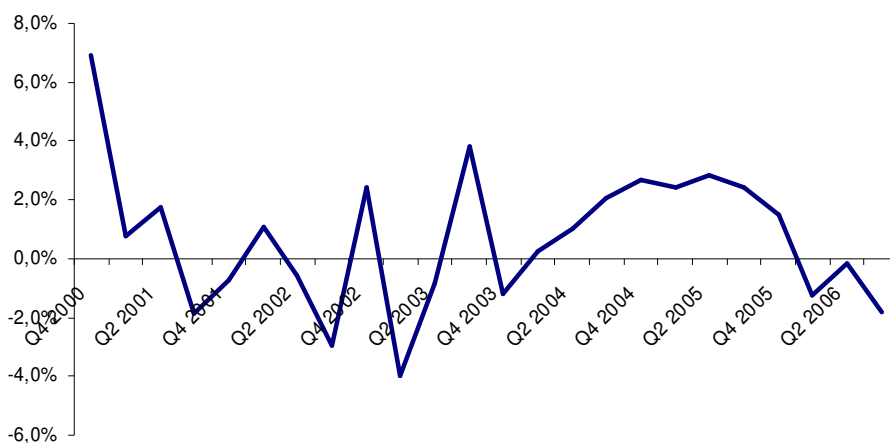
Również dynamika jednostkowych kosztów pracy w handlu i usługach, liczona jako $\Delta w_t - (\Delta y_t - \Delta empl_t)$, gdzie w_t – średnia płaca w handlu i usługach, y_t – wartość dodana w handlu i usługach, $empl_t$ – zatrudnienie w handlu i usługach, pozwala ocenić presję kosztową na dodatkowy wzrost cen w tejże sekcji. W uproszczeniu, wzrost udziału kosztu pracy na jednostkę sprzedanego produktu skutkowałby koniecznością podwyżki ceny produktu. Ujemna dynamika w ostatnim okresie (patrz wykres poniżej) to jednak znowu głównie zasługa bardzo wysokiego wzrostu

¹ Gradzewicz, M., Hagemeyer, J., 2006, *Wpływ konkurencji oraz cyklu koniunkturalnego na zachowanie się marż monopolistycznych w gospodarce polskiej*, Bank i Kredyt, w druku.

Kwiecień 2007

sprzedaży (wartość dodana w handlu i naprawach, w cenach stałych, wzrosła w IV kw 2006 o 11,9%) a nie umiarkowanego wzrostu kosztów płacowych (patrz wykresy powyżej).

Roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w handlu i naprawach



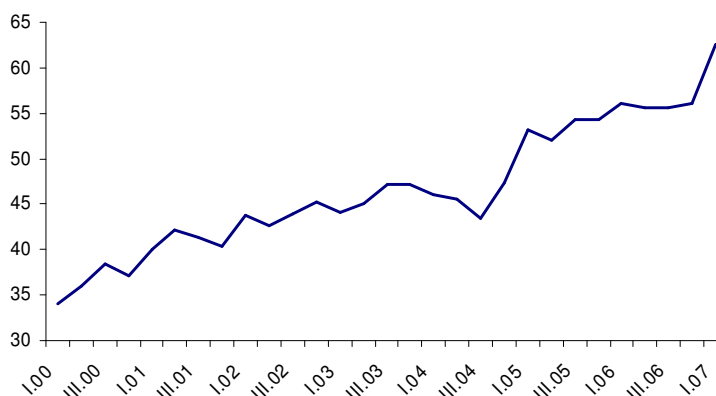
Pozytywną informacją jest, porównując dynamiki, że udział kosztów pracy w łącznych kosztach przedsiębiorstw handlowych malał. Wzrost płac w tej sekcji miał zatem do tej pory silne uzasadnienie w kondycji finansowej tych przedsiębiorstw i nie oznaczał rosnącej presji na wzrost cen w handlu detalicznym.

Tendencje w najbliższych miesiącach

Przedstawione powyżej wskaźniki posłużyły nam przede wszystkim do analizowania przeszłości. Czego możemy jednak oczekiwać w perspektywie najbliższych miesięcy?

W ostatnich kwartałach znacznie wzrósł odsetek przedsiębiorstw handlowych wskazujących koszty pracy jako najdotkliwszą barierę rozwoju (patrz poniżej). Pamiętajmy jednak, że niekoniecznie oznacza to, że te wyższe koszty pracy zostały już przez przedsiębiorstwa poniesione. Obawiamy się, że bardziej zdecydowane podwyżki płac są dopiero przed nami, a dotychczasowa równowaga powodująca brak dodatkowej presji na wzrost cen w handlu wydaje się być dość krucha.

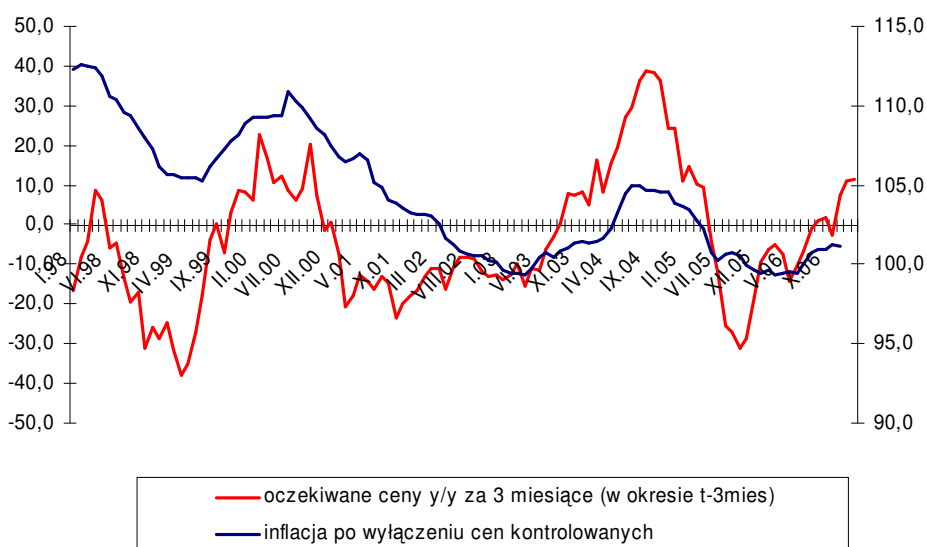
Barriere działalności jednostek handlowych - koszty zatrudnienia



Kwiecień 2007

Potwierdzeniem tych obaw mogą być najnowsze informacje o dokonywanych bądź planowanych podwyżkach płac w sferze detalicznej. Niedawno jedna z największych sieci handlowych działających w Polsce (Biedronka) zapowiedziała podwyżki płac od początku kwietnia o 16%, argumentując to właśnie problemami ze znalezieniem pracowników. Patrząc na wyniki badań GUS, można założyć, że przypadek Biedronki nie jest to odosobniony. Mamy świadomość, że „detaliści” są w stanie zaabsorbować część tych wyższych kosztów poprzez redukcję rekordowo wysokich marż. Uważamy jednak, że nie będą oni gotowi do zaabsorbowania całości skutków szoku płacowego, w związku z czym dojdzie również do pewnego wzrostu cen detalicznych.

W następnym kroku przyjrzymy się wskaźnikowi „prognozowanych cen” w handlu detalicznym publikowanemu przez GUS. Przypomnijmy, że pytania diagnostyczne w ankiecie GUS odnoszą się w przypadku prognoz do horyzontu trzymiesięcznego. Nawet pobieżna analiza poniższego wykresu (porównanie inflacji w koszyku CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych do wyników ankiety), pozwala nam ocenić własności predykcyjne wskaźnika „prognozowanych cen” jako zadowalające. Wyniki ankiet wskazują na kontynuację wzrostu cen w handlu (wszystkie działy ważne udziałem) w najbliższych miesiącach. Podkreślamy w tym miejscu, że prognoza ta może nie być tożsama z wynikami dla inflacji bazowej. W kwietniu inflacja bazowa spadnie z powodu wysokiej bazy w 2006 roku, kiedy to nastąpiła podwyżka kontrolowanych cen gazu. Wskaźnik „prognozowanych cen” jest natomiast silnie skorelowany z inflacją w kategoriach, w których ceny nie są kontrolowane.



Wpływ rozwoju sieci hipermarketów i supermarketów

Od kilku już lat następuje w Polsce systematyczny rozwój sieci supermarketów. Obecnie hipermarkety mają 18% udział w rynku, a supermarkety i dyskonty 24% (wzrost z 16 do 24% nastąpił w ciągu 3 lat). Wzrost udziału supermarketów i ich agresywna konkurencja cenowa (skutkująca prawdopodobnie również spadkiem marż) może być czynnikiem, który w perspektywie najbliższych lat działań będzie antyinflacyjnie. Wpływ ten jest jednak trudny do oszacowania.

Wnioski

- Dostępne dane statystyczne nie potwierdzają, że ze względu na rosnące koszty pracy dochodzi do obniżenia się poziomu marż w handlu i naprawach, bądź pogorszenia opłacalności prowadzenia działalności gospodarczej w tych obszarach.
- Nasilające się od pewnego czasu żądania płacowe wskazują jednak na to, że istnieje wysokie ryzyko spełnienia się takiego scenariusza w przyszłości. Bardziej zdecydowane wzrosty płac w handlu detalicznym są najwyraźniej przed nami, a przedstawiciele tej branży będą zapewne próbować przenieść część tych zwiększonych kosztów na konsumentów.

Kwiecień 2007

- Na ryzyko wzrostu cen w handlu detalicznym wskazują również publikowane przez GUS wyniki badań koniunktury.

Kwiecień 2007

NA RYNKU

F/X

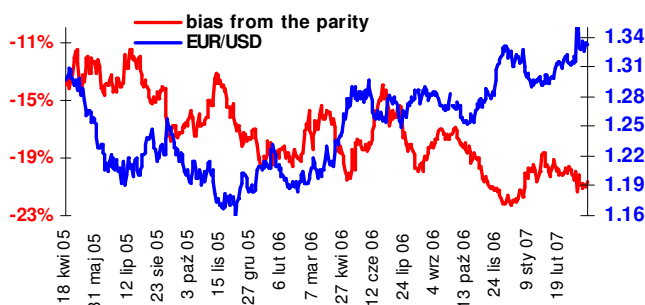
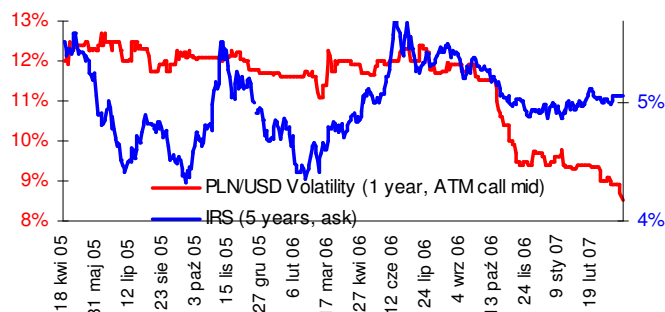
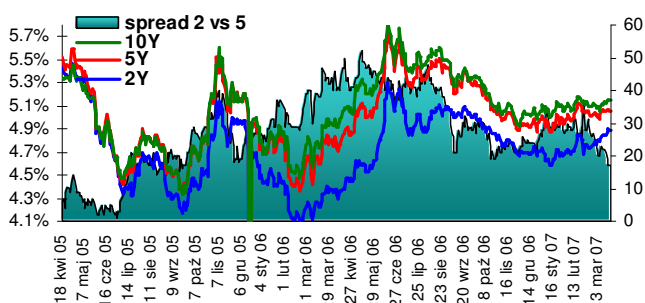
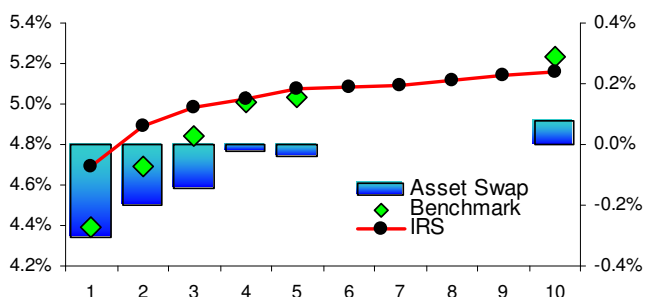
W ostatnim okresie złoty wyłamał się z dotychczasowego pasma wahań i powrócił do średniookresowego trendu aprecyjnego widocznego bardzo wyraźnie pod koniec zeszłego roku. Bezpośrednimi przyczynami wzmocnienia się rodzimej waluty była rewaluacja korony słowackiej, które to wydarzenie znacząco poprawiło sentyment w całym regionie, oraz podniesienie rankingu Polski przez S&P z BBB+ do A-. Jednocześnie na świecie wzrósł apetyt na ryzyko, co zaowocowało dalszym wzmocnieniem złotego (oraz większości walut regionu).

Sądzymy, że po chwilowej konsolidacji na obecnych poziomach, w najbliższych tygodniach złoty powinien wzmocnić się do poziomu 3,79-3,80 za euro i 2,81-2,82 za dolara, przy czym czynnikami wspierającymi złotego powinny być zarówno dobre dane ze sfery realnej, jak i kwietniowa podwyżka stóp procentowych przez RPP, zwiększająca oprocentowanie lokat złotych. Pewien wpływ na rynek mogą też mieć pojawiające się spekulacje, że agencja Moody's może pójść w ślady Fitcha i S&P i podnieść swą ocenę wiarygodności kredytowej Polski.

Fixed Income

Kluczowym wydarzeniem na rynku stopy procentowej był wywiad z członkiem RPP prof. Wojtyną z 15 marca, w którym dał on do zrozumienia, że podwyżka stóp może mieć miejsce jeszcze w pierwszej połowie roku. Po tej wypowiedzi, rynek, który pierwszą podwyżkę wyceniał dopiero na jesieni, zaczął dyskutować podwyżkę już w kwietniu. Cena kontraktów FRA 1x4 wzrosła w ciągu kilku dni z 4,24 do 4,42. Jednocześnie rentowności 2-letnich swapów wzrosły o 12 pkt. baz. do poziomu 4.80 na koniec marca. Z kolei w sektorze 5-10 lat wzrost rentowności wyniósł ok. 5 pkt. baz., co zaowocowało wypłaszczeniem krzywej.

Rynek wycenia obecnie podwyżki o 75 bps w tym roku, co w naszej opinii jest w pełni uzasadnione, ale łącznie tylko o 100 bps w ciągu 2 lat, co uznajemy za wartość zbyt małą. Sądzymy, że po mocnych danych marcowych o inflacji (prognoza BRE: 2,4%), produkcji i sprzedaży oraz po oczekiwanej w kwietniu decyzji Rady o podwyżce stóp, rentowności w segmencie 2 lat powinny wzrosnąć o co najmniej 10-15 bps. Z drugiej strony bardzo dobre wykonanie budżetu i niewielka skala emisji powinny zapobiec wzrostowi rentowności w segmencie 5 lat. Z tego powodu spodziewamy się dalszego wypłaszczenia krzywej i zmniejszenia spreadu 2Y-5Y.



Kwiecień 2007

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Kwiecień 2007	Maj 2007	Czerwiec 2007	Lipiec 2007
Wskaźnik cen tow. i usług kons.	13	15	13	13
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	20	21	20	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	17	17	19	16
Szacunki PKB	-	31	-	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	23	23	22	23
Podaż pieniądza M3	13	14	14	13
Bilans płatniczy RP	13	18	15	13
Inflacja bazowa	23	23	22	23
Aktywa rezerwowe	6	7	6	6
Posiedzenia RPP	17 24-25	15 29-30	26-27	17 24-25
Posiedzenia ECB	12	10	6	5
Posiedzenia FED	-	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.