



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Maj 2007, Nr 71 (8)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 5
Polityka fiskalna	s. 8
Otoczenie zewnętrzne	s. 12
Euromonitor	s. 14
Sekcja specjalna	s. 16
Na rynku	s. 18
Kalendarz	s. 19

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

- W pierwszym kwartale ponownie zwiększyło się tempo wzrostu PKB. Szacujemy, że wyniosło ono około 7,5%, a w całym roku oczekujemy wzrostu na poziomie około 6,5%. Ocena perspektyw kształtowania się inwestycji, konsumpcji i popytu zewnętrznego wskazuje na trwały charakter obecnego ożywienia gospodarczego. Bariery strukturalne mogą wkrótce stać się istotną przeszkodą dla kontynuacji szybkiej poprawy sytuacji na rynku pracy.
- RPP podjęła w kwietniu oczekiwaną przez rynek decyzję o podniesieniu oficjalnych stóp procentowych. Rada nie zapowiedziała swych dalszych kroków, ale uważamy, że podwyżki stóp będą kontynuowane, a następna (również o 25 pkt. bazowych) może nastąpić w lipcu. Naszym zdaniem decyzja o zacieśnieniu polityki pieniężnej była w pełni uzasadniona przez analizę szeregu zjawisk i procesów gospodarczych tworzących realne zagrożenie dla długookresowej stabilności cen. Zbyt tania „polisa ubezpieczeniowa” („wykupiona” za zaledwie 0,25 pkt proc.) mogłaby nie wystarczyć na zapewnienie dostatecznej ochrony przed tymi zagrożeniami.
- Wyniki budżetu państwa po pierwszych czterech miesiącach są znakomite, ale trzeba zachować ostrożność przy ich ekstrapolowaniu na cały rok. W dalszym ciągu trwa „festiwal” pomysłów na zagospodarowanie tzw. owoców wzrostu. Możliwość ich realizacji powinna zostać w sposób bardziej zdecydowany skonfrontowana z realnymi możliwościami budżetu państwa. Notyfikacja fiskalna przesłana do UE przewiduje ogromną i trudną do uzasadnienia poprawę wyniku samorządów lokalnych, co stawia pod znakiem zapytania realność prognozowanej na ten rok poprawy wyniku całego sektora finansów publicznych.
- Dane statystyczne napływające z USA nie pozwalają na jednoznaczne określenie perspektyw dalszego kształtowania się inflacji i wzrostu gospodarczego. FED nadal zwleka z podjęciem decyzji o obniżce stóp procentowych, ale w przypadku pojawienia się wyraźnych sygnałów o pogorszeniu się sytuacji na rynku pracy obniżki te mogą być dość szybkie i zdecydowane. Prognozy wzrostu gospodarczego w strefie euro i w całej UE ulegają stałej poprawie, co pozwala ECB na utrzymywanie restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej. Ostatni komunikat ECB de facto zapowiada podwyżkę stóp w czerwcu (do poziomu 4%), ale uważamy, że nie będzie to jeszcze zakończenie obecnego cyklu podwyżek.
- Dostępne dane na temat wyników pierwszego kwartału pozwalają sądzić, że mamy już do czynienia z początkami swego rodzaju boomu konsumpcyjnego, który może być kontynuowany w następnych kwartałach. Wzrost roli popytu konsumpcyjnego w strukturze czynników wzrostu gospodarczego może przyczynić się do zwiększenia presji inflacyjnej.

Maj 2007

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Mar 06	Kwi 06	Maj 06	Gru 06	Sty 07	Lut 07	Mar 07	Kwi 07	Maj 07
PKB i produkcja									
PKB	5,5%			6,7%			7,5%		
Popyt krajowy	5,3%			8,7%			9,0%		
Spożycie indywidualne	5,3%			5,1%			6,6%		
Nakłady brutto na środki trwałe	7,6%			19,3%			27,0%		
Wartość dodana	5,3%			6,9%					
w przemyśle	9,0%			9,5%					
w budownictwie	4,2%			19,3%					
w sektorze usług rynkowych	3,6%			5,3%					
Produkcja przemysłowa r/r	16,5%	5,7%	19,1%	5,7%	15,6%	12,9%	11,3%	15,1%	
Produkcja przemysłowa m/m	16,5%	-9,6%	6,2%	-6,8%	-0,7%	-1,9%	14,7%	-6,5%	
Sprzedaż detaliczna r/r	10,1%	10,7%	13,7%	13,3%	16,5%	17,5%	19,2%	20,1%	
Sprzedaż detaliczna m/m	18,0%	4,8%	0,6%	22,7%	-24,3%	-2,1%	19,6%	1,0%	
Rynek pracy									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2613,67	2570,05	2594,70	3027,51	2663,65	2687,48	2852,71	2829,6	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	5,4%	4,0%	5,2%	8,5%	7,8%	6,4%	9,1%	10,1%	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	3,5%	-1,7%	-0,8%	9,7%	-12,0%	0,9%	6,1%	-0,8%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,7%	2,8%	3,1%	4,1%	3,8%	4,3%	4,5%	4,6%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,2%	0,4%	0,3%	0,2%	1,1%	0,4%	0,5%	0,5%	
Stopa bezrobocia	17,8%	17,2%	16,5%	14,9%	15,1%	14,9%	14,4%	13,7%	
Handel zagraniczny									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-356	-597	-374	-1201	-678	-424	-627		
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-130	-108	-439	-1119	-387	-60	-597		
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	28,2%	9,8%	32,5%	8,0%	15,5%	16,3%	10,3%		
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	23,9%	10,1%	29,9%	17,2%	21,3%	13,4%	15,9%		
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,9%	-2,1%	-1,9%	-2,3%	-2,5%	-2,3%	-2,4%		
Ceny									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	-0,1%	0,7%	0,5%	-0,2%	0,4%	0,3%	0,5%	0,6%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	0,4%	0,7%	0,9%	1,4%	1,6%	1,9%	2,5%	2,4%	
Inflacja netto r/r	0,7%	1,0%	1,0%	1,6%	1,5%	1,6%	1,7%	1,5%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,7%	1,5%	0,4%	-0,5%	0,6%	0,3%	0,5%	0,4%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	0,9%	1,7%	2,3%	2,6%	3,1%	3,5%	3,3%	2,1%	
Agregaty monetarne									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	417,6	423,2	433,2	477,1	485,5	490,5	492,7	497,3	
Podaż pieniądza y/y	9,8%	9,6%	10,1%	15,7%	19,4%	17,9%	18,0%	17,5%	
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	25,4%	21,8%	20,6%	33,4%	36,0%	38,0%	37,7%		
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	3,9%	3,6%	4,3%	14,7%	13,4%	15,1%	17,5%		
Depozyty gospodarstw domowych r/r	3,1%	2,1%	3,1%	9,7%	11,6%	12,0%	9,5%		
Depozyty przedsiębiorstw r/r	17,7%	18,4%	23,7%	25,7%	29,2%	30,5%	29,7%		
Kursy walutowe									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,9357	3,8740	3,9472	3,8312	3,9320	3,9175	3,8695	3,7879	3,74
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,2491	3,0841	3,0671	2,9105	3,0400	2,9699	2,9058	2,7859	2,75
Stopy procentowe									
Stopa interwencyjna NBP	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,25%	4,25%
Stopa lombardowa	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,75%
Stopa depozytowa	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,75%	2,75%
WIBOR 3M	4,17%	4,15%	4,15%	4,20%	4,19%	4,22%	4,24%	4,40%	4,44%
Rentowność obligacji 2Y	4,26%	4,40%	4,42%	4,33%	4,30%	4,56%	4,54%	4,61%	4,68%
Rentowność obligacji 5Y	4,82%	4,89%	4,98%	4,84%	4,79%	5,03%	5,00%	5,10%	5,15%
Rentowność obligacji 10Y	4,97%	5,17%	5,33%	5,10%	5,12%	5,22%	5,19%	5,31%	5,33%
Gospodarka światowa									
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,2%	2,4%	2,5%	1,9%	1,8%	1,8%	1,9%	1,8%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)	2,8%			3,2%					
Stopa podstawowa ECB	2,50%	2,25%		3,50%	3,50%	3,50%	3,75%	3,75%	3,75%
Inflacja w USA (r/r)	3,4%	3,6%	4,1%	2,6%	2,1%	2,2%	2,8%		
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)	5,5%			2,2%					
Stopa docelowa Fed Funds	4,75%	4,75%	5,00%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%

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

GOSPODARKA POLSKA

Dalszy wzrost dynamiki PKB

Zaobserwowane w I kwartale tego roku dynamiki wzrostu produkcji i sprzedaży okazały się ponownie wyższe niż w poprzednim kwartale. Produkcja przemysłowa wzrosła w tym okresie o 13% r/r, a sprzedaż detaliczna (realnie) o 17,4% r/r. W IV kwartale ub. roku te wskaźniki osiągnęły, odpowiednio, 10,9% i 13,9%. Jeszcze większa różnica wystąpiła w produkcji budowlano-montażowej, która w ostatnim kwartale wzrosła aż o 51,1%.

Dysponując tymi danymi można bez większego ryzyka twierdzić, że I kwartale tego roku mieliśmy do czynienia z dalszym wzrostem dynamiki PKB do poziomu powyżej 7%. Według naszych szacunków tempo to mogło być nawet zbliżone do 7,5%. Z naszych ocen wynika też, że przyspieszeniu uległy oba najważniejsze składniki popytowe PKB: konsumpcja indywidualna zwiększyła się zapewne o około 6,6% a inwestycje o około 27%.

Trwały charakter ożywienia gospodarczego

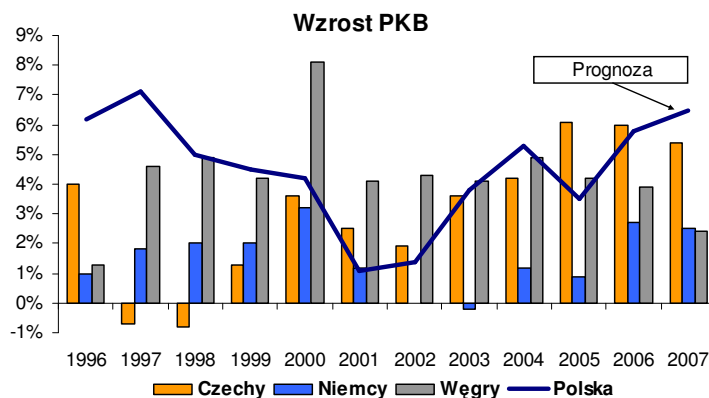
Wynikające z naszych wstępnych szacunków wyjątkowo wysokie tempo wzrostu PKB w I kwartale tego roku było po części związane z czynnikami o charakterze jednorazowym, w tym zwłaszcza z bardzo dobrymi warunkami pogodowymi, które pozwoliły na tak wysoki wzrost produkcji budowlanej. W następnych miesiącach należy się liczyć z pewnym zwolnieniem dynamiki w tej sekcji, co może również przyczynić się do obniżenia tempa wzrostu inwestycji (naszym zdaniem do 15-20% w kolejnych kwartałach).

Oznaczałoby to jednak, że inwestycje nadal powiększałyby się w tempie, które jeszcze do niedawna wydawało się całkiem nieosiągalne dla polskiej gospodarki. Trzeba przy tym pamiętać, że ze względu na zwyczajowy rozkład inwestycji w trakcie roku (w ub. roku na I kwartał przypadło zaledwie 14% inwestycji zrealizowanych w całym roku) nawet nieco niższe dynamiki inwestycji w następnych kwartałach mogą mieć istotny wpływ na tempo wzrostu PKB. Inaczej mówiąc, przy wyższych wolumenach inwestycji, nawet nieco niższe tempo wzrostu nakładów może pozwolić na uzyskanie znaczącej kontrybucji inwestycji do wzrostu PKB.

Przy obecnym stanie koniunktury i stopniu wykorzystania mocy produkcyjnych nie ma żadnych oczywistych powodów, aby oczekiwać, że krajowi przedsiębiorcy ograniczą swe plany inwestycyjne. Można też liczyć na kontynuację wzmożonego napływu inwestycji zagranicznych, które w ub. roku wzrosły do 11 mld EUR. Początek roku wskazuje na to, że w 2007 r. wynik ten może zostać poprawiony.

Liczba i wartość projektów inwestycyjnych zamkniętych przez PAIiIZ w I kwartale wyraźnie przekracza odpowiednie wielkości zanotowane w ub. roku. Agencja zamknęła w tym okresie 17 projektów inwestycyjnych o łącznej wartości blisko 600 mln EUR, podczas gdy w całym pierwszym półroczu 2006 r. uzgodniono tylko 12 projektów za niecałe 200 mln EUR.

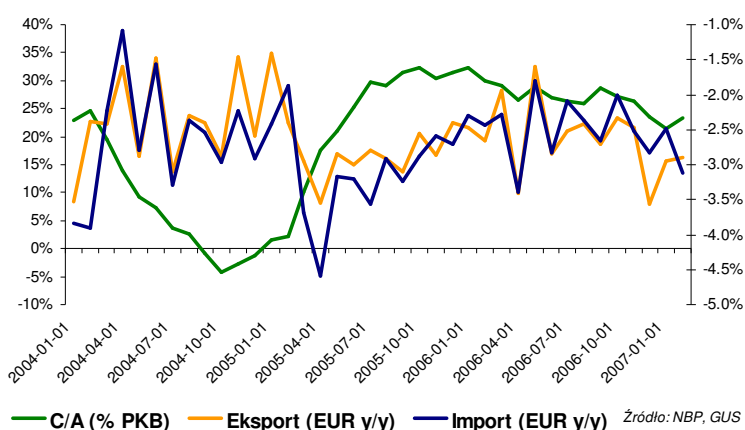
Powszechnie wiadomo, że na perspektywy kształtowania się inwestycji korzystnie oddziaływać będą też takie czynniki, jak oczekiwany wzrost napływu funduszy unijnych oraz bardzo dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Warto natomiast zwrócić uwagę na nadspodziewanie korzystną sytuację w otoczeniu zewnętrznym. Pesymistyczne do niedawna prognozy sytuacji gospodarczej w Niemczech to już historia. Prognozy wzrostu gospodarczego u naszego najważniejszego partnera handlowego są systematycznie podnoszone, czego przykładem są najnowsze przewidywania Komisji Europejskiej mówiące o wzroście PKB Niemiec o 2.5% w tym i o 2.4% w przyszłym roku. Nie sposób też nie zauważyć bardzo dobrej koniunktury w większości pozostałych krajów UE, w tym u naszych bezpośrednich sąsiadów.



Pozwalało to do tej pory i powinno nadal pozwalać na utrzymanie względnie stabilnego tempa wzrostu eksportu, i to pomimo pewnego spadku jego rentowności spowodowanego aprecjacją złotego. Korzystnie na perspektywy eksportu wpływa też fakt, że spora część inwestycji zagranicznych ma charakter proeksportowy.

Ze względu na wysoką i nadal rosnącą dynamikę popytu krajowego nie do uniknięcia wydaje się dalsze pogarszanie się bilansu handlowego. Naszym zdaniem będzie to jednak następować w umiarkowanym tempie, a deficyt w obrotach bieżących na koniec roku nie powinien przekraczać 3% PKB.

Maj 2007



Drugim ważnym elementem przemawiającym za trwałością wysokiej dynamiki popytu krajowego jest konsumpcja indywidualna. Również w tym przypadku nie można nie zauważyć tego, że nie tylko utrzymują się, ale nawet ulegają dalszemu wzmocnieniu, różne fundamentalne czynniki uznawane za przyczynę ostatniego wzrostu konsumpcji. Szerzej o tych czynnikach piszemy w Sekcji specjalnej, ale w skrócie można tutaj wskazać na bardzo dynamiczny wzrost funduszu płac i związaną z tym bardzo znaczną poprawę optymizmu konsumentów, na stosunkowo dużą dostępność kredytów bankowych, czy też na napływ „prokonsumpcyjnych” środków z UE (na konsumpcję przeznaczana jest zapewne istotna część dopłat bezpośrednie dla rolników, które w 2006 r. wyniosły razem blisko 9 mld PLN).

Ocena perspektyw dla inwestycji, konsumpcji i popytu zagranicznego pozwala oczekiwać, że tempo wzrostu PKB w następnych kwartałach wcale nie musi być znacząco niższe od tego zanotowanego w I kwartale, a dynamika wzrostu PKB w całym roku może być zbliżona do 6,5%.

Rosną napięcia na rynku pracy

Wysokie tempo wzrostu gospodarczego pociąga za sobą bardzo silny wzrost popytu na pracę. Tempo spadku bezrobocia już od ponad roku przekracza najbardziej optymistyczne prognozy. W kwietniu obniżyło się ono do 13,7%, co oznacza, że liczba bezrobotnych jest w tej chwili najniższa od 1999 r.

Można się jednak obawiać, że już wkrótce zacniemy się zbliżać do strukturalnych barier w strukturze bezrobocia. Znaczna większość bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy to osoby o cechach i kwalifikacjach niezbyt poszukiwanych obecnie na rynku pracy. Jak podał niedawno GUS, 64% ogółu bezrobotnych ma wykształcenie nie wyższe niż gimnazjalne lub zasadnicze zawodowe; a 30% poszukujących pracy to ludzie bez kwalifikacji zawodo-

wych. Udział bezrobocia długotrwałego oszacowany został na 66%.

Również geograficzna struktura bezrobocia wskazuje na to, że stopień niedopasowania na rynku pracy jest już bardzo wysoki. W największych miastach stopa bezrobocia rzadko przekracza obecnie 7%, podczas gdy w najbardziej odległych regionach kraju nadal jest ona niekiedy wyższa niż 30%. Niska mobilność tych osób w znacznym stopniu ogranicza prawdopodobieństwo szybkiego podjęcia przez nie pracy nawet przy trwającym ożywieniu gospodarczym.

Przygotowywane obecnie przez rząd ułatwienia w zatrudnianiu obcokrajowców (prawdopodobnie od czerwca będzie możliwe zatrudnienie obcokrajowca bez uzyskiwania zezwolenia na pracę przez okres 3 miesięcy), można uznać za krok we właściwym kierunku. Naszym zdaniem działania te nie będą jednak wystarczające dla całkowitego rozwiązania problemu braku odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. W takiej sytuacji w najbliższych miesiącach można się spodziewać dalszego przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń ze wszelkimi związanymi z tym skutkami popytowymi i inflacyjnymi.

Piłkarskie „Euro 2012”

Ubiegły miesiąc przyniósł jeszcze jedno wydarzenie, które może mieć pewien wpływ na długoterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce. Chodzi tutaj oczywiście o przyznanie Polsce i Ukrainie prawa do organizacji mistrzostw Europy w piłce nożnej w 2012 r..

Nie ulega wątpliwości, że przygotowania do tej imprezy w Polsce będą wymagały poniesienia bardzo wysokich nakładów inwestycyjnych, przede wszystkim na sieć transportową, hotele i stadiony. Z pewnością część tych inwestycji realizowana będzie przy wykorzystaniu funduszy unijnych. Wiadomo jednak, że Polska nie może w związku z tym liczyć na jakiegokolwiek dodatkowe środki z UE ponad te już przyznane w perspektywie budżetowej 2007-13. Możliwa, i dość prawdopodobna, jest jedynie szybsza absorpcja tych środków, co oznaczałoby, że impuls wzrostowy związany z wykorzystaniem środków z nowej perspektywy finansowej przesunie się na okres do 2012 r..

Oprócz wykorzystania środków unijnych można też liczyć na pewne zwiększenie strumienia dopływu inwestycji zagranicznych. Choć jakiegokolwiek szacunki tego napływu byłyby w tym momencie czystą spekulacją, można się jednak spodziewać, że te dodatkowe środki przyczynią się do utrwalenia wysokiego tempa wzrostu inwestycji oraz mogą wpłynąć na dalszą aprecjację złotego.

POLITYKA MONETARNA

Stopy ruszyły do góry

Kwietniowe posiedzenie RPP zakończyło się oczekiwaną przez większość uczestników rynku decyzją o podniesieniu stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Tym samym zakończył się trwający aż 14 miesięcy (od końca lutego 2006 r.) okres stabilności oficjalnych stóp procentowych.

Komunikat RPP nie wskazuje jednoznacznie, czy należy oczekiwać dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, ale też nie wyklucza takiej możliwości. Rada uznała bowiem, że spodziewane w najbliższych kwartałach wysokie tempo wzrostu popytu krajowego, „*najprawdopodobniej przewyższające tempo wzrostu potencjalnego PKB*”, może prowadzić do dalszego narastania presji płacowej i inflacyjnej. W najbliższych miesiącach RPP chce uważnie obserwować, między innymi, relację wzrostu płac do wzrostu wydajności pracy, poziom kursu złotego i wpływ globalizacji na polską gospodarkę. Może to sugerować, że właśnie te czynniki będą miały istotny wpływ na przyszłe decyzje dotyczące zmiany stóp procentowych. Tak wyraźne podkreślenie roli kursu walutowego jest pewną nowością w treści komunikatów Rady i stąd rodzi się pytanie, czy oznacza to, że od tej pory RPP będzie przywiązywać większą wagę do tego czynnika.

Dość jastrzębi ton komunikatu Rady wyraźnie kontrastował z wypowiedziami jej przedstawicieli, w tym zwłaszcza prezesa Skrzyпка, który mocno podkreślał, że ostatniej decyzji o podniesieniu stóp nie należy utożsamiać z rozpoczęciem cyklu takich podwyżek. Może to sugerować, że większość Rady uznała wprawdzie, że istniała potrzeba dokonania jednorazowej korekty stóp, ale nie wypracowała jeszcze stanowiska, co do niezbędności oraz skali i terminów następnych podwyżek. Pomimo takiej ostrożnej postawy Rady uważamy, że kolejne niewielkie i rozłożone w czasie podwyżki są sprawą w dużej mierze przesądzoną. Za najbardziej prawdopodobny termin dokonania następnej podwyżki stóp procentowych NBP uznajemy lipiec, kiedy to dostępna już będzie nowa projekcja inflacji, która najprawdopodobniej pokaże nieco wyższą ścieżkę wzrostu cen. Publikowane w lipcu dane o inflacji w czerwcu mogą też pokazać (spowodowany głównie efektami statystycznymi) przejściowy wzrost wskaźnika CPI do poziomu około 2,5%. Tempo i skala następnych podwyżek zależą będą od nowych danych i analiz określających perspektywy kształtowania się inflacji. Nie można wykluczyć, że trzecia podwyżka (również o 25 pkt. bazowych) będzie miała miejsce jeszcze w tym roku (jej prawdopodobieństwo określamy na około 50%) i że cykl podwyżek kontynuowany będzie w przyszłym roku.

Rada dojrzywała do decyzji o podwyżce stóp już od października ub. roku, kiedy to przedstawiona wówczas projekcja inflacji po raz pierwszy wskazała na poważne ryzyko znacznego i trwałego przekroczenia celu inflacyjnego. Wtedy też pojawił się pierwszy od wielu miesięcy wniosek o podniesienie stóp, który był następnie ponawiany na kolejnych posiedzeniach RPP (z wyjątkiem styczniowego), ale aż do kwietnia nie zdołał zgromadzić wystarczającego poparcia. O stopniowym zwiększaniu się tego poparcia świadczyć może jednak grudniowy komunikat RPP, w którym de facto powrócono do sygnalizowania nastawienia Rady stwierdzając, że utrzymanie inflacji blisko celu w średnim okresie „*może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej*”. Po pewnych zakłóceniach w komunikacji z rynkiem związanych z interpretacją treści komunikatu opublikowanego w lutym, w marcu Rada postanowiła przekazać dużo bardziej czytelny sygnał stwierdzając, że zacieśnienie polityki może być niezbędne „*w najbliższym czasie*”. W takiej sytuacji, i wobec zaostrzającego się od kilku tygodni tonu wypowiedzi osób uważanych za tzw. *median voters* (w tym zwłaszcza A. Sławiński i A. Wojtyna), decyzja o podniesieniu stóp w kwietniu była w zasadzie nie do uniknięcia. Podjęciu takiej decyzji sprzyjały też bieżące dane statystyczne wskazujące na dalsze przyspieszenie tempa wzrostu PKB w I kwartale, na nieco wyższy od oczekiwanego wzrost bieżących wskaźników inflacji i na dalsze narastanie dynamiki wzrostu płac i zatrudnienia (odpowiednio 9,1% i 4,5% r/r w marcu). Ewentualna próba odłożenia decyzji o podwyżce stóp ze względu na mniej niepokojące wyniki najnowszej projekcji inflacji byłaby trudna do wytłumaczenia i mogłaby doprowadzić do zakwestionowania całej dotychczasowej polityki informacyjnej Rady. Tym bardziej, że nawet ta bardziej optymistyczna projekcja w dalszym ciągu wskazuje na ryzyko stałego wzrostu inflacji i trwałego przekroczenia celu ustalonego przez NBP.

Bezprecedensowa próba nacisku

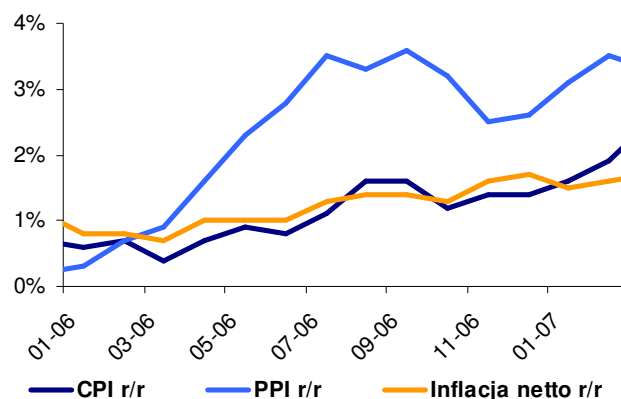
Nie można wykluczyć, że czynnikiem, który w pewnym stopniu przyczynił się do szybkiego podjęcia decyzji o podwyżce stóp, była bezprecedensowa próba wywarcia nacisku na członków Rady podjęta przez jednego z doradców prezesa NBP. W artykule prasowym opublikowanym niemal bezpośrednio przed posiedzeniem Rady wyraził on przekonanie, że jest jeszcze za wcześnie na rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp i że wobec bardzo kruchych przesłanek merytorycznych, o ewentualnym zacieśnieniu polityki monetarnej mogą przesądzić „czynniki polityczne”. Jednocześnie wszystkim (poza S. Skrzypką) członkom Rady przypomniał, że zostali „wybrani przez poprzednią ekipę rządzącą”, a przedstawicie-

Maj 2007

lom neutralnego skrzydła RPP uświadomił, że mogą narazić się na utratę znacznego zaufania, jakim obdarza ich rynek. Próba sugerowania decyzji i insynuowania członkom RPP (będących w zdecydowanej większości profesorami ekonomii z bardzo dużym dorobkiem naukowym), że kierują się motywami politycznymi nie mogła zostać przychylnie przyjęta przez to gremium. Trudno przesądzać, czy działania podjęte przez doradcę prezesa uzgodnione były z kierownictwem NBP, ale też nie są nam znane żadne publiczne wypowiedzi prezesa Skrzypka, w których odcinałby się on od poglądów wyrażonych przez swego doradcę. Sam prezes Skrzypek w wywiadach prasowych przed posiedzeniem Rady również dość wyraźnie, choć nie wprost, wypowiedział się przeciw podwyżce stóp. Z zainteresowaniem będziemy w związku z tym oczekiwać na ogłoszenie wyników ostatniego głosowania RPP. Dowiemy się bowiem, czy prezes NBP zagłosował zgodnie ze swym publicznie przedstawionym stanowiskiem (i zapewne też zgodnie z oczekiwaniami swych mocodawców), czy też, aby uniknąć przegłosowania, przyłączył się do opinii większości członków Rady. Brak jakiegokolwiek krytyki decyzji RPP ze strony przedstawicieli rządu i władz politycznych sugeruje, że wybór drugiej z tych opcji mógłby okazać się bardziej racjonalny z punktu widzenia budowania pozycji przewodniczącego Rady.

Słuszna merytorycznie decyzja Rady

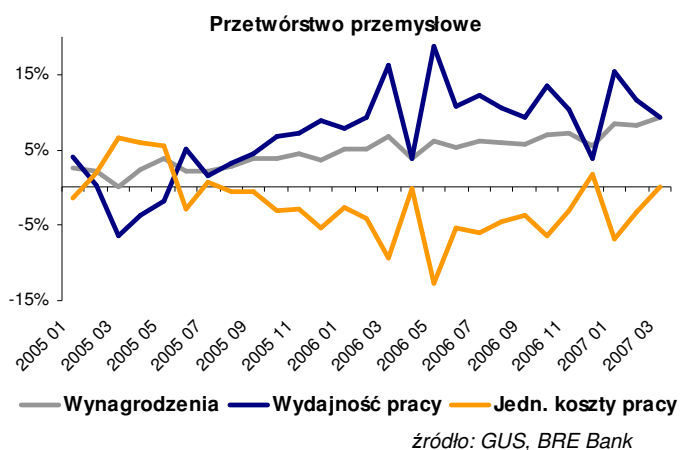
Naszym zdaniem, dokonując podwyżki stóp RPP podjęła słuszną decyzję, gdyż bardzo wiele czynników przemawiało na rzecz takiego rozstrzygnięcia. Jak stwierdził prof. A. Sławiński, banki centralne zacieśniają politykę pieniężną, gdy oczekiwana inflacja jest wyższa od ustalonego celu oraz gdy tempo wzrostu gospodarczego jest wyższe od potencjalnego. Obie te przesłanki są całkowicie spełnione w obecnych polskich warunkach. Nowa projekcja NBP, choć mniej „alarmistyczna” od poprzedniej, pokazała, że tempo wzrostu cen będzie powoli, ale systematycznie narastać, że przekroczy ono poziom celu inflacyjnego i w horyzoncie oddziaływania Rady zbliży się do górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od tego celu. Od kilku kwartałów widoczny jest też stopniowy wzrost wszystkich bieżących miar inflacji. Wskaźnik CPI zwiększył się z zaledwie 0,4% w marcu 2006 r. do 2,5% w marcu tego roku, zaś tzw. inflacja netto wzrosła w tym czasie z 0,7% do 1,7%. Jeszcze bardziej wzrosły inne miary inflacji bazowej, zaś wskaźnik cen producenta osiągnął poziom 3,3% (w porównaniu z 0,9% przed rokiem). Niektórzy członkowie RPP słusznie uznają też za niepokojące tendencje w kształtowaniu się cen usług, których dynamika już od połowy ub. roku utrzymuje się powyżej 3%.



źródło: GUS, NBP

Choć bywa to kwestionowane przez niektórych członków Rady, w naszym przekonaniu aktualne tempo wzrostu PKB (około 7,5% w I kwartale) jest istotnie wyższe od potencjalnego (które sam NBP szacuje na około 5%). W naszej Sekcji specjalnej zwracamy również uwagę na to, że istotnym źródłem wzrostu zagrożeń dla stabilności cen może być obserwowana od pewnego czasu zmiana struktury wzrostu związana ze znacznym przyspieszeniem dynamiki konsumpcji. Członkowie RPP podkreślają na ogół zgodnie, że jednym z kluczowych czynników wpływających na ich decyzje jest kształtowanie się relacji między wzrostem płac a wzrostem wydajności pracy. Także i w tym obszarze ostatnie tendencje nie są zbyt korzystne. Od dłuższego już czasu mamy do czynienia ze wzrostem jednostkowych kosztów pracy w skali całej gospodarki, a odnotowana w I kwartale bardzo wysoka dynamika wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw (7,8% r/r) w istotnym stopniu osłabia siłę argumentów o stale umacniającej się konkurencyjności tego sektora. Przy płacach rosnących szybciej od wydajności pracy przedsiębiorcy z pewnością podejmą próbę obrony swoich marż (i zysków) poprzez podnoszenie cen. Na ryzyko szybkiego przenoszenia się wzrostu płac na poziom cen w handlu detalicznym zwracaliśmy już uwagę w poprzednim wydaniu naszego miesięcznika. Podobnie jak czynią to przedstawiciele władz ECB, członkowie RPP nie powinni też w swych analizach całkowicie pomijać tendencji w kształtowaniu się głównych agregatów monetarnych. Tempo wzrostu podaży pieniądza wciąż utrzymuje się na dość wysokim poziomie i nadal rośnie dynamika kredytu zarówno dla gospodarstw domowych, jak i dla przedsiębiorstw. Szczególną uwagę warto zwrócić na szybko rosnące zadłużenie z tytułu kredytów zaciągniętych na cele konsumpcyjne oraz na coraz większe zobowiązania na rachunkach kart kredytowych.

Maj 2007



Wszystkie przedstawione powyżej czynniki wskazują albo na już widoczne źródła presji inflacyjnej, albo też na ryzyko ich ujawnienia się w przyszłości.

Coraz bardziej optymistyczne prognozy dla otoczenia zewnętrznego sprawiają, że trudno też będzie liczyć na pewne złagodzenie tej presji w związku z oczekiwanym wcześniej osłabieniem aktywności gospodarczej u naszych głównych partnerów. Umacnianie się złotego jest oczywiście czynnikiem sprzyjającym stabilizacji cen, ale ryzykownie byłoby zakładać, że skala dalszej aprecjacji będzie wystarczająca dla ograniczenia presji inflacyjnej. Uważamy w związku z tym, że dla ustabilizowania inflacji na poziomie bliskim celu 2,5% niezbędne będzie dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Naszym zdaniem, niedawna podwyżka stóp procentowych nie miała wyłącznie charakteru ostrzegawczego i nie służyła głównie umocnieniu wiarygodności RPP, ale w pełni uzasadniona była też realnymi procesami zachodzącymi w polskiej gospodarce.

POLITYKA FISKALNA

Zaskakująco dobre wyniki budżetu w kwietniu

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów deficyt budżetowy po czterech miesiącach tego roku stanowił zaledwie 7-8% wielkości planowanej na cały rok i wyniósł nieco ponad 2 mld PLN. Sugeruje to, że w samym kwietniu odnotowano sporą nadwyżkę dochodów nad wydatkami sięgającą około 3 mld PLN. Gdyby założyć, że w pozostałych miesiącach roku wyniki budżetu będą zgodne z oficjalną prognozą MF, to łączny deficyt osiągnąłby poziom nieco poniżej 25 mld PLN. Wynik ten mógłby być jeszcze lepszy w przypadku kontynuacji dotychczasowych trendów w kształtowaniu się dochodów, natomiast na jego pogorszenie (o około 3 mld PLN) wpłynąć może wdrożenie zapowiedzianej na 1 lipca br. pierwszej obniżki składki rentowej.

O ile w pierwszym kwartale tego roku lepsze od planowanych wyniki budżetu były w głównej mierze zasługą niskiego zaawansowania wydatków, to znakomity rezultat osiągnięty w kwietniu był przede wszystkim efektem znacznego przekroczenia prognozy dochodów. Nawet po wyeliminowaniu czynników jednorazowych (związanych np. z przesunięciem rocznego rozliczenia podatku CIT) dochody w kwietniu były zapewne o kilka mld PLN wyższe od oczekiwanych, głównie za sprawą wysokich wpływów z podatku PIT oraz przyśpieszających wraz z dynamicznym wzrostem sprzedaży detalicznej wpływów z podatków pośrednich (w tym głównie VAT). Brak jest informacji na temat struktury dochodów z PIT, ale można zakładać, że istotny wpływ na ich dobrą realizację w kwietniu miały dużo wyższe niż w ub. roku wpływy z tzw. podatku Belki.

Ze względu na bardzo dobre wyniki fiskalne w okresie od stycznia do kwietnia można z dużym prawdopodobieństwem założyć, że realizacja tego-rocznego budżetu państwa przebiegać będzie bez żadnych napięć, a osiągnięty deficyt będzie istotnie niższy od planowanego. Nie oznacza to jednak, że można mechanicznie ekstrapolować wyniki osiągnięte w pierwszych czterech miesiącach, gdyż w dalszej części roku mogą nie tylko zostać wyeliminowane opóźnienia w realizacji planu wydatków, ale także pojawić się ich dodatkowe kategorie związane np. z koniecznością dodatkowego zasilenia FUS po obniżce składki rentowej, czy też z potrzebą zrekompensovania strat, jakich wskutek wyjątkowych przymrozków na przełomie kwietnia i maja spodziewają się producenci owoców. Należy też liczyć się z pewnym zmniejszeniem dynamiki dochodów, gdyż nie będzie już nadzwyczajnych jednorazowych wpływów z podatków dochodowych, a w drugiej połowie roku można się spodziewać pewnego zwolnienia tempa wzrostu produkcji i sprzedaży.

Wynik budżetu państwa po pierwszym kwartale okazał się wprawdzie nieco wyższy od sygnalizowanego wcześniej przez MF (16,1% zamiast 14-15% planu rocznego), ale nadal pozostawał on znacznie poniżej poziomu założonego w oficjalnym harmonogramie i wielkości osiągniętej w tym samym okresie 2006 r. O tak dobrym wyniku zdecydowało głównie dość niskie zaawansowanie planu wydatków. Koszty obsługi długu krajowego okazały się o blisko 1,5 mld PLN niższe niż w I kwartale ub. roku, a dotacja dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych była mniejsza o ponad 2 mld PLN. Łączne dochody osiągnięte w I kwartale nie odbiegały znacząco od wielkości przewidzianych w harmonogramie MF, przy czym nieco niższe od planowanych wpływy z podatków PIT i CIT skompensowane zostały wyższymi od zakładanych wpływami z podatków pośrednich. Zarejestrowane w marcu wpływy z podatków dochodowych zostały jednak w pewnym stopniu zaniżone poprzez wspomniane już wcześniej przesunięcie na początek kwietnia części wpłat związanych z rocznym rozliczeniem podatku CIT.

Szacunkowe wykonanie budżetu państwa do marca 2007 r.

	mln PLN	% planu
Dochody, w tym:	55 677,4	24,3%
Podatki pośrednie	37 045,8	26,7%
Akcyza	12 761,0	28,2%
CIT	4 850,0	22,0%
PIT	6 649,9	21,0%
Wydatki	60 519,8	23,4%
Obsługa długu krajowego	3 191,5	14,7%
Obsługa długu zagranicznego	2 283,0	36,4%
Dotacja dla FUS	4 996,5	23,2%
Subwencja samorządowa	12 809,3	34,8%
Deficyt	4 842,4	16,1%

źródło: MF

Nowe pomysły na konsumowanie „owoców wzrostu”

Możliwość jednoczesnego utrzymania w ryzach deficytu budżetowego i sfinansowania skutków redukcji tzw. klina podatkowego, obniżenia stawek PIT i wdrożenia programu prorodzinnego już wzbudza bardzo poważne wątpliwości, a tymczasem stale pojawiają się nowe propozycje zwiększenia obciążeń budżetowych. Postulowana przez Ministerstwo Pracy zmiana zasad waloryzacji emerytur i rent (powrót do mieszanego formuły cenowo-płacowej) ma dodatkowo kosztować 5,7 mld PLN w 2008 r. i łącznie 30,4 mld PLN do roku 2012. Jeszcze dalej chce pójść Liga Polskich Rodzin proponując ponowne przyznanie w przyszłym roku jednorazowego dodatku (w wysokości od 1250 do 2000 PLN) wszystkim emerytom i renci-

Maj 2007

stom otrzymujących świadczenia poniżej 1200 PLN. Uzasadnieniem tej propozycji jest dążenie do stworzenia emerytom i rencistom możliwości szerszej partycypacji w konsumowaniu „owoców wzrostu”. W przypadku braku innych środków na ten cel LPR proponuje, aby obniżyć skalę planowanej obniżki klina podatkowego.

Ryzyko znacznego zwiększenia przyszłych obciążeń budżetowych wiąże się też z trwającymi dyskusjami na temat kategorii pracowników, którym powinno być przyznane prawo do emerytur pomostowych. Pod wpływem licznych protestów resort pracy szybko wycofał się ze swej wstępnej propozycji nieprzyznawania tych uprawnień nauczycielom, ale jednocześnie w sobie tylko znany sposób nie zwiększył szacowanej na około 300 tysięcy liczby osób, które skorzystają z emerytur pomostowych. Około 4,5 mld PLN rocznie kosztowałoby przyjęcie proponowanych przez resort pracy przepisów rozszerzających przywileje i świadczenia przyznawane różnym kategoriom kombatanów. Pojawiła się też propozycja wsparcia przez rząd (początkowo niby tylko w formie pożyczki) procesu likwidacji wielomiliardowego zadłużenia grupy PKP. Jak widać różnych pomysłów na zwiększenie obciążeń budżetu nie brakuje, a ich suma zaczyna coraz bardziej zbliżać się do sławetnej „dziury Bauca”.

Trzeba też pamiętać, że w budżecie państwa i w budżetach niektórych samorządów lokalnych trzeba będzie znaleźć dużo dodatkowych środków na sfinansowanie kosztów organizacji piłkarskich mistrzostw Europy Euro 2012. Niemal natychmiast po ogłoszeniu decyzji w sprawie lokalizacji mistrzostw Ministerstwo Finansów ogłosiło, że środki na ten cel się znajdują i że już dysponuje „wolną” kwota w wysokości 1 mld PLN. Tego typu łatwość w odkrywaniu dodatkowych środków może niestety jeszcze bardziej podsycać apetyt na konsumowanie „owoców wzrostu”. Bardziej typową dla resortu finansów rolą byłoby chyba dążenie do powstrzymania proliferacji tego rodzaju pomysłów. Mogłoby temu służyć przedstawienie rzetelnego zestawienia wszelkich już obciążających budżet państwa obciążeń (łącznie z szacunkiem możliwych wydatków związanych z reprivatyzacją, odszkodowaniami dla inwestorów zagranicznych, gwarancjami dla przemysłu stocznioowego, wykupem przedwojennych obligacji skarbowych itp.). Dopiero na takiej podstawie można byłoby stwierdzić, czy oczekiwane dochody pozwalają na realizację choćby części z już zgłoszonych pomysłów.

Niezbyt przejrzyste uzasadnienie ustawy

MF miało istotne powody, aby wstrzymywać się z publikacją uzasadnienia do projektu nowej ustawy o finansach publicznych. Lektura tego, ujawnionego chyba dopiero pod wpływem krytyki prasowej, dokumentu pozostawia dość duży niedosyt. Nadal brak jest jednoznacznej odpowiedzi na kluczowe pytanie o konkretne źródła szacowanych ofi-

cialnie na 0,9-1% PKB (czyli około 10 mld PLN) oszczędności wynikających z wprowadzenia proponowanej ustawy. W uzasadnieniu udostępnionym przez MF podchodzi się do tej sprawy w sposób dość kuriozalny przedstawiając tylko szczegółowe informacje o oczekiwanym wzroście dochodów budżetu państwa i poszczególnych szczebli samorządu związanym z przejściem zasobów i dochodów likwidowanych jednostek i funduszy. Pełnym milczeniem pomija się natomiast kwestię kosztów związanych zarówno z dalszą realizacją zadań wykonywanych dotychczas przez konsolidowane bądź likwidowane jednostki, jak i z samym procesem ich likwidacji i przekształceń. Bilans taki jest całkowicie jednostronny, zaś podkreślanie dodatkowych dochodów wynikających z przesunięć wewnątrz sektora finansów publicznych może stworzyć mylne wrażenie, że wiąże się z tym poprawa wyniku całego sektora.

Informacja o źródłach i rozmiarach spodziewanych oszczędności jest niezwykle lakoniczna i opiera się raczej na pewnych hipotezach niż na konkretnych wyliczeniach. Nie wiadomo np., na czym oparto twierdzenie, że zmiana formy prowadzenia działalności w sektorze finansów publicznych powinna „ujawnić co najmniej 20-procentowe rezerwy”, czy też skąd wzięło się założenie, że zabiegi konsolidacyjne (dotyczące głównie mających dość marginalne znacznie zakładów budżetowych i gospodarstw pomocniczych) wpłyną na efektywność wydatkowania aż 2/3 całości środków publicznych. Zastanawiać może też uwaga, że szacunki oszczędności oparto, między innymi, na doświadczeniach zebranych „w trakcie ustrojowego procesu decentralizacji władzy publicznej”, podczas gdy proponowane zmiany prowadzą raczej do większej centralizacji tej władzy.

W uzasadnieniu przyznaje się wprost, że nie można „prognozować”, ile i jakiego rodzaju nowych bytów prawnych (agencji wykonawczych, spółek itp.) trzeba będzie stworzyć w miejsce likwidowanych jednostek, z czego wynika, że nie można też oszacować, jakie koszty będą z tym związane. Nie do końca jest też oczywiste, że zlecenie podmiotom komercyjnym (outsourcing) części zadań realizowanych dotychczas przez bezpośrednio podległe jednostki sektora publicznego zawsze przyniesie oszczędności i ograniczy pole dla korupcji i innych nadużyć. W sumie można więc stwierdzić, że choć proponowane zmiany ustawowe mają głównie służyć zwiększeniu przejrzystości i jawności, to przedstawione publicznie uzasadnienie tych zmian nie jest najlepszym przykładem wysokich standardów w tych obszarach. W dalszym ciągu uważamy, że do czasu przedstawienia przez MF pełnego bilansu kosztów i korzyści wszelkie prezentowane dotychczas przez MF szacunki oszczędności wynikających z wprowadzenia nowej ustawy o finansach publicznych należy uznać za mocno zawyżone.

Maj 2007

Nowa notyfikacja fiskalna: „cud” w samorządach?

Zgodnie z notyfikacją przesłaną przez GUS do Eurostatu w końcu marca br. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (SIRS) osiągnął w 2006 r. 3,9% PKB, czyli dokładnie tyle, ile przewidziano w ubiegłorocznej aktualizacji Programu konwergencji. Byłaby to dobra wiadomość, gdyby nie to, że jeszcze niedawno przedstawiciele kierownictwa Ministerstwa Finansów zapowiadali, że deficyt ten ukształtuje się na poziomie około 3,5-3,6% PKB. Przykrą dla Ministerstwa (choć raczej zgodną z naszymi oczekiwaniami) niespodziankę zrobił sektor samorządowy, który zamiast planowanej niewielkiej nadwyżki (0,2% PKB) zanotował deficyt równy około 0,4% PKB. W tej sytuacji, nawet nieco niższy deficyt budżetu centralnego, lepszy od oczekiwanego wynik funduszy ubezpieczeń społecznych i wyższe od przewidywanego tempo wzrostu PKB (6,1% zamiast 5,4%) pozwoliły w sumie tylko na utrzymanie się na ścieżce deficytu określonej w Programie konwergencji. Zgodnie z oficjalną prognozą Ministerstwa Finansów zawartą w notyfikacji przekazanej Eurostatowi w tym roku relacja deficytu SIRS do PKB obniży się do 3,4%. Ma to być wyłącznie zasługą ogromnej poprawy wyniku samorządów lokalnych, gdyż deficyt na szczeblu centralnym ma pozostać bez zmian (około 4% PKB), a nadwyżka funduszy ma się zmniejszyć o blisko 2 mld PLN. Niestety Ministerstwo Finansów nie wyjaśniło do tej pory, jaki to „cud” ma sprawić, że po trzech latach narastania deficytu w budżetach instytucji samorządowych (z 0,2 mld PLN w 2004 r. do blisko 4,2 mld PLN w 2006 r.) trend ten nagle ulegnie odwróceniu i samorządy osiągną w tym roku nadwyżkę zbliżoną do 4,3 mld PLN (czyli 0,4% PKB).

Prognoza ta wydaje się całkowicie niewiarygodna, gdyż poza reklasyfikacją środków z UE w tym roku nie wprowadzono żadnych istotnych zmian zwiększających dochody samorządów, natomiast można oczekiwać wzrostu ich wydatków związanych z rosnącym wykorzystaniem funduszy unijnych. Gorszy od prognozowanego wynik samorządów może zaś oznaczać, że bez znaczącej poprawy wyniku na szczeblu centralnym Polska może mieć w tym roku poważne trudności z utrzymaniem się na ścieżce redukcji deficytu fiskalnego określonej w Programie konwergencji. Gdyby wynik podsektora lokalnego pozostał na ubiegłorocznym poziomie, to tylko z tego tytułu łączny deficyt byłby o 0,7 pkt. proc. gorszy od założonego przez rząd.

Pomimo tych wątpliwości Komisja Europejska (KE) najwyraźniej uważyła, że w tym roku możliwe będzie obniżenie deficytu SIRS do poziomu deklarowanego przez Polskę, gdyż w swej najnowszej prognozie oszacowała go na 3,4%. Na osiągnięcie takiego wyniku mają, w opinii KE, pozwolić wyższe dochody ze składek na ubezpieczenie społeczne związane ze wzrostem płac i zatrudnienia, rozszerzenie bazy dla podatku PIT wskutek obniżenia

składki rentowej oraz niższe wydatki na wzrost płac w sferze budżetowej. KE dostrzega wprawdzie też zagrożenia dla dochodów wynikające z planowanej obniżki składki rentowej oraz już wprowadzonych ulg prorodzinnych i podniesienia progów podatkowych, ale najwyraźniej tym razem jest skłonna dzielić optymizm rządu, że wszystko to zostanie skompensowane poprzez efekty szybszego od planowanego wzrostu gospodarczego. Dużo mniej optymistyczne są natomiast oczekiwania KE co do roku 2008, dla którego przewiduje się tylko marginalną redukcję deficytu SIRS do poziomu 3,3% PKB.

Polska wśród fiskalnych outsiderów**Bilans i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2006 r. (% PKB)**

Kraj	Deficyt / nadwyżka	Dług
Węgry	-9.2	66
Włochy	-4.4	106.8
Polska	-3.9	47.8
Portugalia	-3.9	64.7
Słowacja	-3.4	30.7
Czechy	-2.9	30.4
Wlk Brytania	-2.8	43.5
Grecja	-2.6	104.6
Malta	-2.6	66.5
Francja	-2.5	63.9
Rumunia	-1.9	12.4
Niemcy	-1.7	67.9
Cypr	-1.5	65.3
Słowenia	-1.4	27.8
Austria	-1.1	62.2
Litwa	-0.3	18.2
Luksemburg	0.1	6.8
Belgia	0.2	89.1
Łotwa	0.4	10
Holandia	0.6	48.7
Hiszpania	1.8	39.9
Szwecja	2.2	46.9
Irlandia	2.9	24.9
Bułgaria	3.3	22.8
Estonia	3.8	4.1
Finlandia	3.9	39.1
Dania	4.2	30.2

źródło: Eurostat

W marcu tego roku zakończył się okres przejściowy dotyczący klasyfikacji funduszy emerytalnych. W związku z tym dane fiskalne prezentowane przez Eurostat sporządzane są obecnie we wszystkich krajach UE według jednolitych zasad, co pozwala na ich pełną porównywalność. Niestety wyniki fiskalne

Maj 2007

osiągnięte w 2006 r. przez Polskę nie prezentują się zbyt dobrze na tle innych krajów UE. Tylko dwa kraje (Węgry i Włochy) miały w ub. roku wyższy od nas poziom deficytu, przy czym w przypadku Włoch było to spowodowane głównie przez czynniki o charakterze jednorazowym. Tempo redukcji deficytu było w Polsce zdecydowanie wolniejsze niż w większości krajów UE (poprawa o 0,4 pkt. proc. PKB w porównaniu z 0,7 pkt. dla całej UE). O tym, jak wiele można osiągnąć w ciągu jednego roku może świadczyć fakt, że aż sześć krajów poprawiło swój wynik fiskalny o więcej niż 1,5 pkt. proc. PKB. Warto też podkreślić, że aż 11 krajów UE miało w ub. roku nadwyżki fiskalne. Oficjalne szacunki dla 2007 r. sugerują, że nawet ze swą (nadmiernie) optymistyczną prognozą Polska pozostanie wśród krajów o najwyższym poziomie nierównowagi fiskalnej. Zdecydowanie gorszy od nas wynik będą miały tylko Węgry (choć ich deficyt ma się w tym roku zmniejszyć o ponad 2,5 pkt. proc.

PKB), natomiast nieco wyższe deficyty mogą też wystąpić w Czechach i Portugalii.

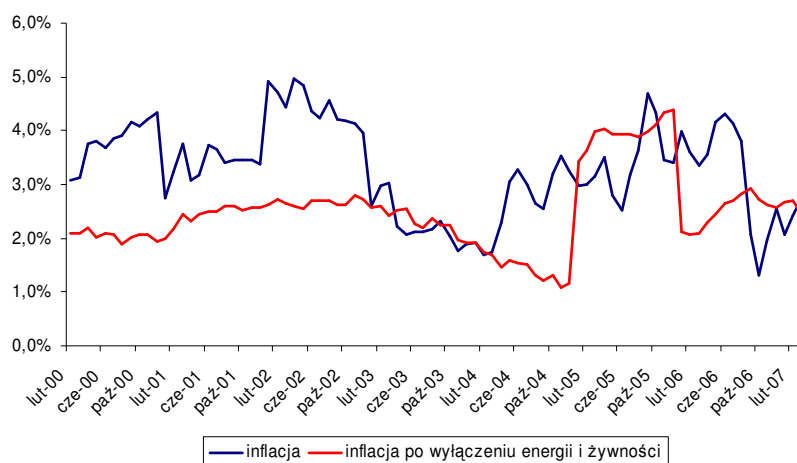
Nieco lepiej przedstawia się sytuacja, jeśli chodzi o poziom długu publicznego, gdyż z relacją na poziomie 47,8% PKB zajmowaliśmy w ub. roku 13 miejsce na liście najbardziej zadłużonych krajów UE. Niepokoić mogą jednak przeciwstawne tendencje w kształtowaniu się relacji długu do PKB, która w całej UE obniżyła się w ub. roku o 1,2 pkt. proc. (z 62,9 do 61,7%), a w Polsce wzrosła o 0,7 pkt. proc. Tylko w czterech krajach UE odnotowano w ub. roku większe niż w Polsce pogorszenie tej relacji. Nasz wynik mógłby być istotnie gorszy, gdyby nie szacowane na około 0,4% PKB korzyści z aprecjacji złotego. Oficjalna prognoza Ministerstwa Finansów zakłada, że w 2007 r. dojdzie do dalszego, znaczącego wzrostu długu publicznego do poziomu 553,9 mld PLN, czyli około 48,7% PKB.

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

USA: perspektywy dla gospodarki i stóp procentowych ciągle niejasne

Opublikowane na przełomie kwietnia i maja dane makroekonomiczne nie dają jednoznacznej odpowiedzi na pytania na temat perspektyw gospodarki amerykańskiej, głębokości obserwowanego od pewnego czasu spadku aktywności oraz jego cyklicznego charakteru. Roczna dynamika PKB spadła wprawdzie w pierwszym kwartale do 1,3%, a wyniki badań koniunktury sugerują, że w II kwartale nie przekroczy 2%, ale jednocześnie eksperci FED obniżyli szacunki potencjalnego tempa wzrostu do 2,75%. Oznaczać mogłoby to, że presja inflacyjna pojawia się w gospodarce amerykańskiej przy niższym niż dotąd szacowano tempie wzrostu gospodarczego. Spadek inflacji netto do 2,5%, przy utrzymującej się nadal dość wysokiej headline inflation (2,8% w marcu), wciąż nie pozwala twierdzić, że osiągnięty został punkt zwrotny. Co więcej pojawiają się też pytania, czy aby waga, jaką FED przykładają do miar inflacji bazowej (której trend wydaje się być mimo wszystko malejący), nie jest zbyt duża i czy nie istnieje ryzyko, że wyższa inflacja w pozostałych kategoriach (energia i żywność) wpłynie na oczekiwania gospodarstw domowych. Od czasu publikacji naszego ostatniego raportu miesięcznego nie wyjaśniła się również sytuacja na amerykańskim rynku pracy, który powszechnie uważany jest za klucz do przyszłych decyzji FEDu. Po zaskakująco niskich danych o nowych miejscach pracy (wzrost o zaledwie 88 tys. w kwietniu) i wzroście stopy bezrobocia z 4,4 do 4,5%, lepsze od oczekiwanych okazały się dane o liczbie nowych bezrobotnych. Warto też podkreślić, że pomimo głębokiego załamania w tym sektorze, w tym roku nie zmieniła się jeszcze liczba osób zatrudnionych w budownictwie. Jeżeli przyjmiemy, że rynek pracy reaguje z opóźnieniem na spowolnienie gospodarcze i w najbliższym czasie bezrobocie zacznie rosnąć, to może to sugerować, że szybciej nastąpią również obniżki stóp procentowych. Przedłużająca się niepewność co do rozwoju sytuacji na rynku pracy powoduje, że ryzyko inflacji płacowej/kosztowej, która dodatkowo osłabi wzrost gospodarczy, istotnie wzrosło w ostatnim miesiącu. Za sygnał umacniający oczekiwania na obniżki stóp procentowych uznać można najnowsze dane o sprzedaży detalicznej (spadek o 0,2% m/m w kwietniu), które wskazywać mogą na pewne wyhamowanie dynamiki popytu konsumenckiego.

Te wszystkie niepewności zdaje się dobrze odzwierciedlać ostatni komunikat FED, ogłoszony po decyzji o utrzymaniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie. Choć w marcu z komunikatu FED usunięto stwierdzenia wskazujące wprost na utrzymywanie restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej, w najnowszym komunikacie nadal podkreśla się, że głównym zmartwieniem władz monetarnych USA jest to, że inflacja nie obniży się do oczekiwanego poziomu. FED nie decyduje się na obniżkę stóp, gdyż uważa, że inflacja bazowa (pomimo niedawnego pozytywnego zaskoczenia) jest wciąż zbyt wysoka, a wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych może utrzymać presję inflacyjną.



Przedłużający się okres niepewności co do kierunku, w którym zmierza gospodarka amerykańska, tworzy ryzyko, że w momencie, kiedy FED przekona się wreszcie o konieczności obniżek stop procentowych, wymagana ich skala może być znaczna. W związku z tym przewidujemy, że do końca tego roku, poczynając od sierpnia, bazowa stopa procentowa w USA może zostać zredukowana o łącznie o 75 bps.

Strefa euro: ECB bagatelizuje zagrożenia dla wzrostu gospodarczego – w czerwcu stopy ponownie w górę

Tempo wzrostu PKB w strefie euro osiągnęło w czwartym kwartale 2006 r. 3,3% i było wyższe niż w USA (3,1%) i w Japonii (2,5%). Pomyślnie tendencje w gospodarce europejskiej utrzymują się także w tym roku, co skłoniło Komisję Europejską do podniesienia swych prognoz wzrostu w strefie euro do 2,6% i w całej UE do 2,9%. Można też twierdzić, że mamy do czynienia z czymś, co zwykle się

Maj 2007

określać mianem „efektu rozlania” (spillover effect), gdyż szybkie tempo wzrostu rozprzestrzeniło się już na większość sektorów. W kluczowej dla strefy euro gospodarce niemieckiej zanotowano w marcu niemal 12% r/r wzrost krajowych zamówień w przemyśle przy utrzymującym się wysokim 15,7% wzroście zamówień zagranicznych. O trwałości ożywienia mogą też świadczyć wyższe niż oczekiwano wskaźniki koniunktury. W kwietniu pozytywnym zaskoczeniem okazała się publikacja wskaźnika IFO, który wzrósł do poziomu 108,6, czyli znów zbliżył się do rekordu wszechczasów ustanowionego w grudniu 2006. Uzyskaliśmy więc kolejne potwierdzenie, że wbrew wcześniejszym obawom gospodarka niemiecka nie odczuła zbyt mocno negatywnych skutków podwyżki VAT, wyższych stóp procentowych, czy wzmocnienia kursu euro. Lepsze od oczekiwanych wyniki i perspektywy gospodarki niemieckiej przyczyniły się do podniesienia oficjalnej rządowej prognozy wzrostu PKB w 2007 r. z 1,7% do 2,3%. Jeszcze bardziej optymistyczna jest Komisja Europejska, która skorygowała swą prognozę z 1,2% do 2,5%.

Utrzymujące się wysokie tempo wzrostu zatrudnienia i popytu na pracę skutkuje dalszym spadkiem stopy bezrobocia w strefie euro. W marcu spadła ona do rekordowo niskiego poziomu 7,2%. Właśnie ożywienie na rynku pracy i związana z tym eskalacja żądań płacowych stają się największym źródłem zagrożeń dla stabilności cen. Ustalone niedawno po negocjacjach ze związkami zawodowymi podwyżki płac w przemyśle metalowym Badenii-Wirtembergii na poziomie 4,1% staną się zapewne punktem odniesienia dla podobnych negocjacji w całym Niemczech. Wstępne szacunki wskazują na to, że godzinowe stawki płacowe w przemyśle niemieckim mogą wzrosnąć w tym roku o około 3%, czyli istotnie więcej niż w 2006 r. (1,9%), ale nie aż tak bardzo, jak obawiano się jeszcze przed kilkoma miesiącami.

Przekonanie o utrzymywaniu się silnego ożywienia gospodarczego i obawy o możliwość narastania napięć inflacyjnych znalazły swe odzwierciedlenie w stanowisku ECB przedstawionym po majowym posiedzeniu Rady Gubernatorów. Prezes ECB Trichet stwierdził, że Rada jest jednomyślna w kwestii konieczności zachowania daleko posuniętej czujności (strong vigilance), co potwierdziło oczekiwania rynku, że na najbliższym posiedzeniu władz ECB (6 czerwca) podjęta zostanie decyzja o kolejnej podwyżce stóp procentowych o 25 pkt. bazowych (do poziomu 4%). Wypowiedzi prezesa ECB wskazują również na to, że cykl podwyżek stóp w strefie euro może nie zakończyć się na tym ruchu. Przede wszystkim kilkakrotnie powtórzył on, że polityka monetarna w strefie euro ma nadal akomodacyjny charakter. W ocenie ECB bilans ryzyk dla inflacji wskazuje na to, że w średnim okresie nadal większe jest prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego. Jako jedno z głównych źródeł zagrożenia wskazuje się dynamiczne zmiany na rynkach pracy krajów EMU, które mogą doprowadzić do nasilenia się presji na wzrost płac. W majowym komunikacie po raz pierwszy uwypuklono też zagrożenia wynikające z wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych. Warto podkreślić, że ECB utrzymuje swe restrykcyjne nastawienie i sygnalizuje zamiar dalszego podnoszenia stóp niezależnie od tego, że bieżące wskaźniki inflacji nie przekraczają ustalonego celu (1,8% w lutym i 1,9% w marcu), zaś w najbliższych miesiącach oczekuje się ich dalszego, choć raczej przejściowego (związanego głównie z efektami bazy), spadku. Według naszych przewidywań, po podwyżce czerwcowej, stopy procentowe w strefie euro podniesione zostaną ponownie we wrześniu, a cały cykl podwyżek zostanie zakończony, gdy stopa referencyjna osiągnie poziom 4,5%.

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 2006. Podano wielkości liczone według metodologii ESA'95 i opublikowane przez Eurostat, dla Polski i Węgier dane uwzględniają już koszty reformy emerytalnej.
- Dane na temat inflacji (HIPC) i długookresowych stóp prezentują stan na koniec marca 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.

Druga kolumna:

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

Maj 2007

4 KRYTERIA KONWERCENCJI				
	KRYTERIUM	POLSKA	CZECHY	WĘGRY
Stopy procentowe	6,38%	5,19%	3,76%	6,79%
Inflacja	3,0%	1,5%	1,9%	5,6%
Deficyt	3,0%	3,9%	2,9%	9,2%
Dług	60,0%	47,8%	30,4%	66,0%
ERV		5,10%	3,37%	6,48%
ERV max		9,57%	4,99%	10,54%
ERV min		5,10%	3,37%	2,94%

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 (marzec – maj 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.

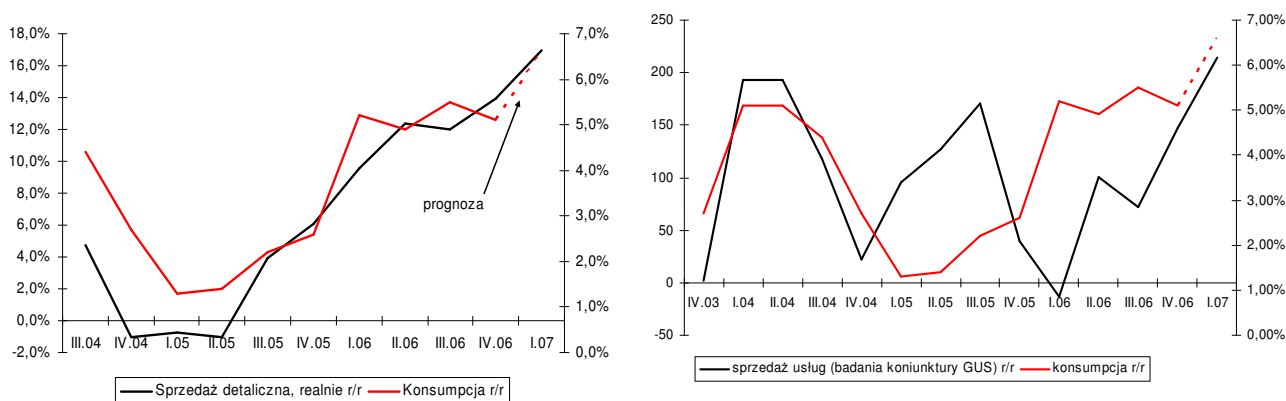
Maj 2007

SEKCJA SPECJALNA – BOOM KONSUMPCYJNY JUŻ SIĘ ZACZAŁ?

Biorąc pod uwagę silny (8,7% r/r) wzrost popytu krajowego w IV kw. 2006, dynamikę konsumpcji rządu 5,1% r/r w tymże kwartale można uznać za zaledwie „umiarkowaną”. Analizując dane miesięczne dla I kwartału bieżącego roku dochodzimy jednak do wniosku, że w tym okresie nastąpiło znaczne przyspieszenie konsumpcji, do około 6,6% r/r. Wskaźniki wyprzedzające koniunktury, szybko rosnące wynagrodzenia, dalszy wzrost zatrudnienia oraz zapowiedziane dodatkowe stymulanty w postaci redukcji klina podatkowego, pozwalają oczekiwać, że dynamika konsumpcji będzie przyspieszać również w kolejnych kwartałach 2007 roku zbliżając się do 7% r/r. Oznaczać to może, że struktura wzrostu gospodarczego zmieni się na znacznie bardziej proinflacyjną.

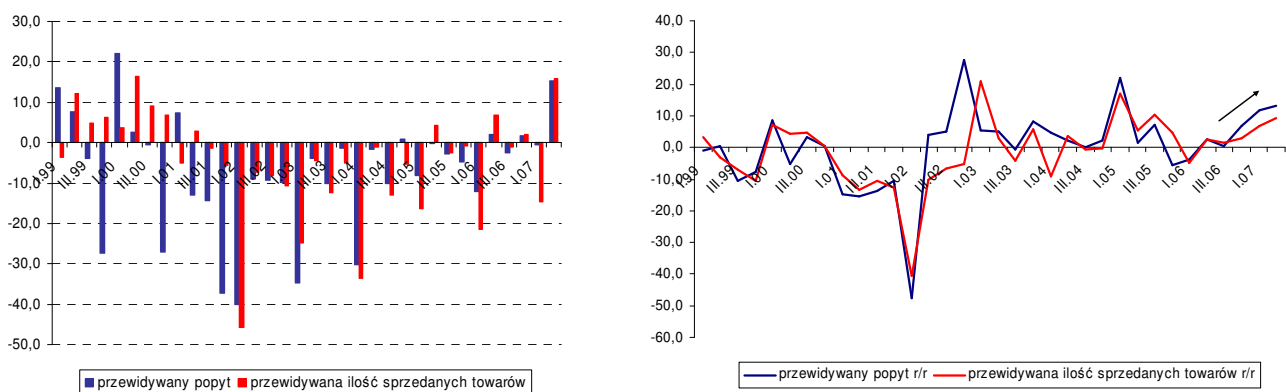
Konsumpcja w I kwartale 2007 r.

Zacznijmy od prognoz konsumpcji na pierwszy kwartał 2007. Na znaczne przyspieszenie konsumpcji w pierwszym kwartale wskazują przede wszystkim dostępne już dane miesięczne z handlu detalicznego i usług. Roczna dynamika sprzedaży detalicznej, w ujęciu realnym, wzrosła z 13,9% zanotowanych w IV kw. 2006 r. do 17% r/r, w I kw. 2007. Również wskaźniki sprzedaży usług publikowane przez GUS wskazują na dalsze przyspieszenie w I kw. 2007. Zależność pomiędzy konsumpcją a sprzedażą detaliczną i sprzedażą usług ilustrują wykresy poniżej.



Konsumpcja w II kw. 2007

Wskaźniki wyprzedzające koniunktury dla handlu detalicznego, odpowiednio wskaźnik przyszłego popytu i oczekiwanej wielkości sprzedaży na najbliższe trzy miesiące (patrz wykres poniżej) wyraźnie sugerują, że II kwartale tego roku dojdzie do dalszego przyspieszenia tempa wzrostu sprzedaży detalicznej i konsumpcji. Naszym zdaniem dynamika konsumpcji może zbliżyć się do 7%. Zauważmy, że oba wskaźniki osiągnęły w kwietniu 2007 wartość (saldo odpowiedzi: wzrośnie, spadnie, nie zmieni się) najwyższą od 1999 roku, kiedy to roczna dynamika konsumpcji była bliska 6%.

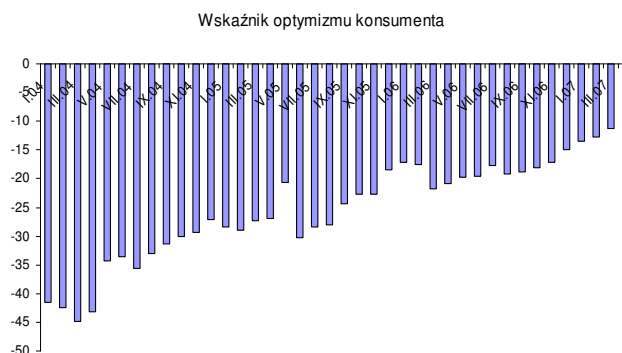
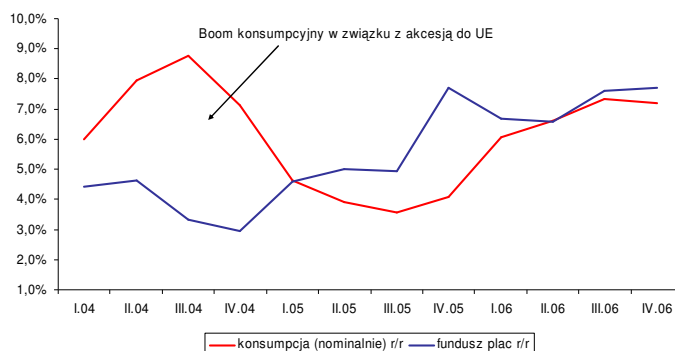


Maj 2007

Konsumpcja w III i IV kw. 2007

Brak wskaźników, które ujmowałyby bezpośrednio popyt konsumpcyjny w perspektywie kolejnych kwartałów, powoduje, że w celu prognozowania dalszej ścieżki konsumpcji posłużymy się podstawowymi zależnościami pomiędzy konsumpcją, a przyszłą (oczekiwaną przez gospodarstwa domowe) ścieżką dochodu oraz popytem inwestycyjnym, który z reguły zwiastuje przyszły wzrost popytu konsumpcyjnego. Obserwujemy, co prawda, wyraźną zależność pomiędzy dynamiką bieżącego dochodu i dynamiką konsumpcji, jednak doświadczenia choćby z okresu boomu związanego z akcesją do UE pokazują jak ważna dla ścieżki konsumpcji jest subiektywna ocena sytuacji przez gospodarstwa domowe. Fakt, że w ostatnim okresie oprócz wysokiego wzrostu funduszu płac (wzrost zatrudnienia w marcu o 4,5% r/r i wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw 9,1%) zanotowano znaczny wzrost wskaźnika optymizmu konsumenta (w kwietniu wskaźnik ten osiągnął najwyższy historyczny poziom) sugeruje, że konsumenci ocenili poprawę swojej sytuacji jako trwałą, co sprzyjać będzie wzrostowi skłonności do konsumpcji. W przypadku potwierdzenia się ostatnich prognoz spadku stopy bezrobocia (nawet poniżej 11% na koniec tego roku) można byłoby oczekiwać jeszcze większego wzrostu dynamiki funduszu płac i wskaźników optymizmu konsumenta.

W III i IV kwartale dodatkowym stymulatorem popytu konsumpcyjnego może stać się zapowiedziana redukcja klina podatkowego. Realizacja tej zapowiedzi zwiększyłaby dochód do dyspozycji gospodarstw domowych o około 3 mld zł. Gdyby większość tych dodatkowych środków przeznaczona została na konsumpcję (co jest dość prawdopodobne biorąc pod uwagę wzrost optymizmu konsumentów), to jej dynamika wzrosłaby o dalsze 0,5-0,8 pkt. proc.. Stąd też bardzo prawdopodobne jest, że w III i IV kw. 2007 dynamika konsumpcji nie będzie niższa niż w I i II kw..



Wzrost kredytów hipotecznych a popyt konsumpcyjny

Biorąc pod uwagę, że zadłużenie z tytułu kredytów hipotecznych objętych jest do tej pory tylko około 8% ogółu osób czynnych zawodowo, a w relacji do PKB łączna wartość kredytów hipotecznych stanowi około 7,5% (dla porównania, 55% w Niemczech i 75% w Wielkiej Brytanii), obciążenia te nie powinny mieć większego wpływu na dynamikę konsumpcji w ciągu najbliższych 2-3 lat (pomimo sięgającej już około 67% dynamiki tych kredytów).

Wnioski:

- W drugiej połowie 2007 może dojść do pewnych przesunięć w strukturze wzrostu gospodarczego: większą rolę w podtrzymywaniu ożywienia zaczną odgrywać popyt konsumpcyjny, a nieco zmniejszy się znaczenie popytu inwestycyjnego.
- Przyspieszenie dynamiki konsumpcji (do około 7% r/r), może prowadzić do zwiększenia presji na wzrost cen tych kategorii towarów i usług, które objęte są koszykiem CPI; będzie to odmienna sytuacja od obserwowanej od kilku kwartałów, kiedy to wysoki wzrost popytu inwestycyjnego nie miał bezpośredniego wpływu na zapotrzebowanie na większość towarów i usług znajdujących się w koszyku CPI.

Maj 2007

NA RYNKU

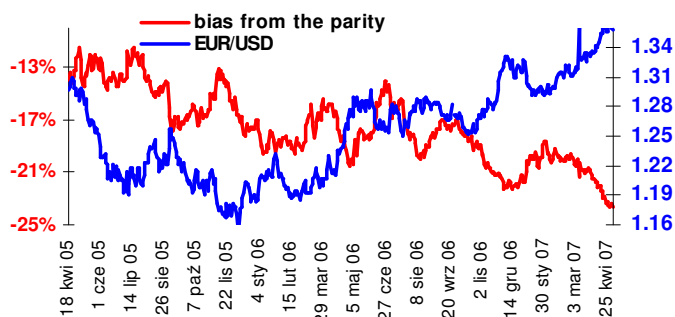
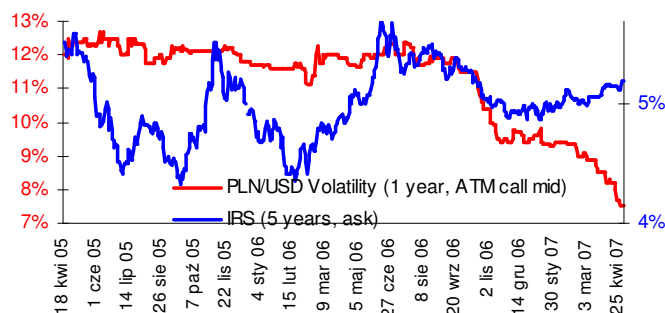
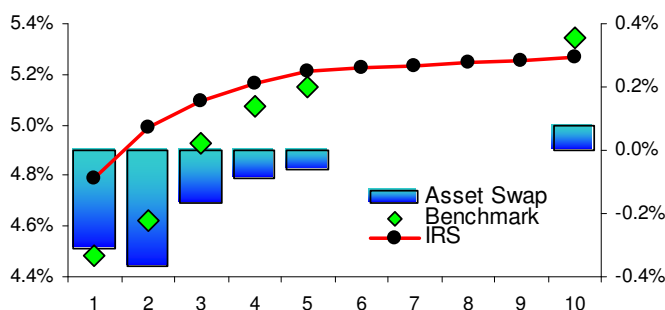
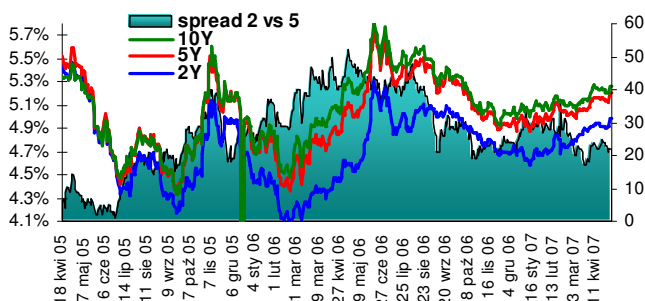
Fixed Income

Kwietniowa decyzja RPP o podwyżce stóp procentowych o 25 bps nie spowodowała istotnego przesunięcia krzywej dochodowości. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami rynku, a wypowiedzi prezesa NBP po posiedzeniu sugerowały, że kwietniowa podwyżka ma charakter wyprzedzający i nie oznacza początku cyklu. Tym niemniej rynek w obliczu prognoz makroekonomicznych na najbliższe miesiące wskazujących na szybszy od oczekiwanego wzrost wynagrodzeń i inflacji stopniowo zaczął wyceniać kolejne podwyżki. Od posiedzenia RPP cena kontraktów FRA 6x9 wzrosła o 5 bps, a kontraktów 9x12 o 6-7 bps.

Wzrosły również rentowności na dłuższym końcu krzywej (w segmencie 2Y-5Y o ok. 5 bps, nieco mniej w segmencie 10Y), choć w tym przypadku pewne znaczenie miało również osłabienie rynków bazowych po komunikacie FED sugerującym opóźnienie obniżek stóp w USA. Sądzymy, że w obliczu silnych danych makro rynek stopniowo zacznie wyceniać podwyżkę lipcową i większą niż dotychczas skalę podwyżek w ciągu najbliższych 18 miesięcy. Jednocześnie dobre wykonanie budżetu i małe podaż obligacji będą hamowały wzrost rentowności w sektorze 5-10 lat. Z tego powodu w najbliższym czasie można spodziewać się wyplaszczenia krzywej dochodowości. Przy zakładanym przez nas scenariuszu podwyżek o 125 bps do końca 2008 roku atrakcyjne może być kupowanie kontraktów 1Yx1Y forward.

F/X

Ostatnie tygodnie przyniosły dość znaczące wzmocnienie złotego. Od początku kwietnia krajowa waluta wzmocniła się o 4% w stosunku do dolara i ponad 3% wobec euro. Na rynkach światowych ponownie wzrósł apetyt na ryzyko, a złoty postrzegany był przez wielu inwestorów jako waluta niedowartościowana. Podwyższenie stóp procentowych przez RPP podniosło atrakcyjność polskiej waluty, ponadto pewien wpływ na aprecjację złotego miało również wcześniejsze podniesienie ratingu Polski przez S&P. Sądzymy, że po tak dużym ruchu złoty ustabilizuje się w najbliższym czasie w przedziale 3,72-3,78 za euro. Do końca roku możliwe jest natomiast osiągnięcie poziomu 3,68 za euro i 2,75 za dolara.



Maj 2007

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Maj 2007	Czerwiec 2007	Lipiec 2007	Sierpień 2007
Wskaźnik cen tow. i usług kons.	15	13	13	14
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	21	20	19	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	17	19	16	16
Szacunki PKB	31	-	-	30
Koniunktura gospodarcza (GUS)	23	22	23	23
Podaż pieniądza M3	14	14	13	14
Bilans płatniczy RP	18	15	13	13
Inflacja bazowa	23	22	23	23
Aktywa rezerwowe	7	6	6	7
Posiedzenia RPP	15 29-30	26-27	17 24-25	28-29
Posiedzenia ECB	10	6	5	2
Posiedzenia FED	9	27-28	-	7

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.