



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Czerwiec 2007, Nr 72 (8)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 5
Polityka fiskalna	s. 7
Otoczenie zewnętrzne	s. 9
Euromonitor	s. 12
Na rynku	s. 14
Kalendarz	s. 15

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

- Twierdzenie, że niewielka podwyżka stóp procentowych dokonana w kwietniu obniżyła prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego jest wyrazem dużej wiary w siłę sprawczą decyzji RPP. Nadal dostrzegamy duże ryzyko wzrostu inflacji ze względu, między innymi, na rosnące ceny usług, wzrost napięć na rynku pracy i szybko zwiększający się fundusz płac. Uważamy, że zapewnienie stabilności cen wymagać będzie dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Jest wiele przesłanek uzasadniających dokonanie kolejnej podwyżki stóp w lipcu, ale ze względu na nieco niższą bieżącą inflację RPP może postanowić o odłożeniu tej decyzji na późniejszy termin.
- Pomimo ustabilizowania się bieżącej inflacji na umiarkowanym poziomie (1,9%) cykl podwyżek stóp procentowych kontynuowany jest w strefie euro. Uważamy, że trwające nadal ożywienie gospodarcze, rosnące ryzyko nasilenia się presji płacowej oraz osłabienie oczekiwań na szybkie złagodzenie polityki pieniężnej w USA skłonią EBC do dokonania w tym roku jeszcze dwóch podwyżek stóp (do poziomu 4,5%). Osiągnięcie dość wysokiego tempa wzrostu PKB w I kwartale było głównie zasługą silnego wzrostu inwestycji, ale dla kontynuacji tego wzrostu w strefie euro niezbędne będzie ożywienie popytu konsumpcyjnego.
- Wyniki pierwszego kwartału potwierdzają, że szybko rosnący popyt wewnętrzny stał się głównym motorem wzrostu gospodarczego w Polsce. Największy wpływ na uzyskanie niezwykle wysokiego tempa wzrostu PKB (7,4%) miało silne ożywienie spożycia indywidualnego oraz bardzo duży wzrost inwestycji związany w dużej mierze ze wsparciem przez dobre warunki pogodowe ekspansją w budownictwie. Zmiany zachodzące w strukturze tworzenia PKB oraz stała i szybka poprawa sytuacji na rynku pracy pozwalają nam twierdzić, że faza bezinflacyjnego wzrostu gospodarczego w Polsce zbliża się już do końca.
- Realizacja tegorocznego budżetu nadal przebiega bez żadnych zakłóceń i znacznie lepiej od wszelkich planów. Bardzo dobre wyniki uzyskane w kwietniu były w głównej mierze zasługą dużego wzrostu dochodów, który jednak w części mógł mieć charakter jednorazowy. Niski poziom deficytu budżetowego pozwala na ograniczanie podaży papierów skarbowych i wydłużanie średniego okresu ich zapadalności. Realia polityczne i wątpliwości zgłaszane przez partnerów koalicyjnych zmniejszyły szanse na pełne wdrożenie propozycji obniżki tzw. klina podatkowego.

Czerwiec 2007

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Kwi 06	Maj 06	Cze 06	Sty 07	Lut 07	Mar 07	Kwi 07	Maj 07	Cze 07
PKB i produkcja									
PKB			6,0%			7,4%			
Popyt krajowy			5,4%			8,6%			
Spożycie indywidualne			4,8%			6,9%			
Nakłady brutto na środki trwałe			14,5%			29,6%			
Wartość dodana			6,4%			7,6%			
w przemyśle			9,2%			9,1			
w budownictwie			12,1%			40,1%			
w sektorze usług rynkowych			5,0%			7,4%			
Produkcja przemysłowa r/r	5,7%	19,1%	12,2%	15,6%	12,9%	11,3%	12,4%	11,0%	
Produkcja przemysłowa m/m	-9,6%	6,2%	2,6%	-0,7%	-1,9%	14,7%	-8,6%	5,9%	
Sprzedaż detaliczna r/r	10,7%	13,7%	10,7%	16,5%	17,5%	19,2%	15,1%	17,5%	
Sprzedaż detaliczna m/m	4,8%	0,6%	1,8%	-24,3%	-2,1%	19,6%	1,4%	2,7%	
Rynek pracy									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2570,05	2594,70	2624,93	2663,65	2687,48	2852,71	2786,29	2781,7	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	4,0%	5,2%	4,5%	7,8%	6,4%	9,1%	8,4%	9,1%	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-1,7%	-0,8%	3,0%	-12,0%	0,9%	6,1%	-2,3%	-0,2%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,8%	3,1%	3,1%	3,8%	4,3%	4,5%	4,4%	4,5%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,4%	0,3%	0,3%	1,1%	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%	
Stopa bezrobocia	17,2%	16,5%	15,9%	15,1%	14,9%	14,4%	13,7%	13,0%	
Handel zagraniczny									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-597	-374	-300	-678	-424	-539	-564		
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-108	-439	-103	-387	-60	-627	-554		
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	9,8%	32,5%	16,9%	15,5%	16,3%	15,8%	16,0%		
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	10,1%	29,9%	17,2%	21,3%	13,4%	21,7%	22,0%		
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,1%	-1,9%	-2,0%	-2,5%	-2,4%	-2,4%	-2,2%		
Ceny									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,7%	0,5%	-0,3%	0,4%	0,3%	0,5%	0,5%	0,4%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	0,7%	0,9%	0,8%	1,6%	1,9%	2,5%	2,3%	2,2%	
Inflacja netto r/r	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,6%	1,7%	1,5%	1,6%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	1,5%	0,4%	0,9%	0,6%	0,3%	0,5%	0,6%	0,1%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	1,7%	2,3%	3,0%	3,1%	3,5%	3,3%	2,3%	2,1%	
Agregaty monetarne									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	423,2	433,2	437,9	485,5	490,5	492,7	498,7	507,9	
Podaż pieniądza r/r	9,6%	10,1%	11,9%	19,4%	17,9%	18,0%	17,8%	17,3%	
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	21,8%	20,6%	28,8%	36,0%	38,0%	37,7%	39,0%		
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	3,6%	4,3%	5,2%	13,4%	15,1%	17,5%	19,2%		
Depozyty gospodarstw domowych r/r	2,1%	3,1%	5,6%	11,6%	12,0%	9,5%	9,2%		
Depozyty przedsiębiorstw r/r	18,4%	23,7%	21,7%	29,2%	30,5%	29,7%	30,2%		
Kursy walutowe									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,8740	3,9472	4,0745	3,9320	3,9175	3,8695	3,7879	3,8148	3,79
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,0841	3,0671	3,1900	3,0400	2,9699	2,9058	2,7859	2,8360	2,84
Stopy procentowe									
Stopa interwencyjna NBP	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,25%	4,25%	4,25%
Stopa lombardowa	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,75%	5,75%
Stopa depozytowa	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,75%	2,75%	2,75%
WIBOR 3M	4,15%	4,15%	4,21%	4,19%	4,22%	4,24%	4,40%	4,45%	4,45%
Rentowność obligacji 2Y	4,40%	4,42%	5,00%	4,30%	4,56%	4,54%	4,61%	4,58%	4,65%
Rentowność obligacji 5Y	4,89%	4,98%	5,49%	4,79%	5,03%	5,00%	5,10%	5,15%	5,40%
Rentowność obligacji 10Y	5,17%	5,33%	5,68%	5,12%	5,22%	5,19%	5,31%	5,31%	5,52%
Gospodarka światowa									
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,4%	2,5%	2,5%	1,8%	1,8%	1,9%	1,8%	1,9%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			2,1%			3,0%			
Stopa podstawowa ECB	2,50%	2,50%	2,75%	3,50%	3,50%	3,75%	3,75%	3,75%	4,00%
Inflacja w USA (r/r)	3,6%	4,1%	4,3%	2,1%	2,2%	2,8%	2,6%		
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			2,5%			0,6%			
Stopa docelowa Fed Funds	4,75%	5,00%	5,25%	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

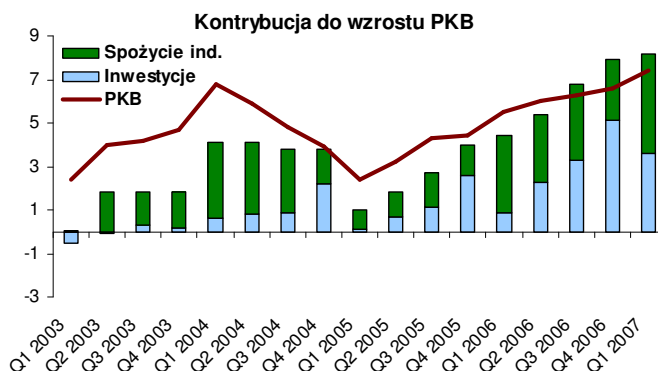
Wzrost PKB najszybszy od 1997 r.

Opublikowane przez GUS dane na temat PKB potwierdziły, że w pierwszym kwartale tego roku polska gospodarka rozwijała się w bardzo szybkim tempie. Dynamika wzrostu PKB okazała się wyższa od oczekiwań rynku i wyniosła 7,4%, najwięcej od początku 1997 roku. Podobnie jak w poprzednim kwartale szybciej niż cały PKB zwiększał się popyt krajowy, którego dynamika osiągnęła 8,6%.

Do czynników, które wpłynęły na uzyskanie w I kwartale tak dobrych wyników gospodarczych zaliczyć należy przede wszystkim bardzo szybki wzrost produkcji budowlano-montażowej oraz znaczne ożywienie spożycia indywidualnego. Wyjątkowo korzystne warunki pogodowe przyczyniły się do tego, że wartość dodana w budownictwie wzrosła aż o 40%, co było tempem ponad dwukrotnie szybszym od osiągniętego w ostatnim kwartale ubiegłego roku (19,5%). Należy przy tym podkreślić, że obserwowane ostatnio ożywienie w budownictwie nie jest wyłącznie zasługą cieplej zimy. Świadczą o tym chociażby wolne już od efektów sezonowych dane dotyczące kwietnia, kiedy to wzrost produkcji budowlanej w ujęciu rocznym wyniósł 36,7%. Ponadto w kwietniu o 10% (wobec kwietnia 2006) wzrosła liczba mieszkań oddanych do użytku, choć w całym okresie styczeń-kwiecień była ona jeszcze nieco niższa niż przed rokiem. O prawie dwie trzecie wyższa była jednak w tym okresie liczba rozpoczętych mieszkań, a o blisko 53% liczba wydanych pozwoleń na budowę. Rekordowo wysoki poziom osiągnął także wskaźnik koniunktury w budownictwie. Dodatkowym ważnym czynnikiem zwiększającym popyt na roboty budowlane w sektorze publicznym stało się powierzenie Polsce organizacji Euro 2012. Stąd też z dużym prawdopodobieństwem można zakładać, że dobra koniunktura w budownictwie utrzyma się także w następnych latach. Nawet jeśli w pozostałych kwartałach tego roku dynamika wzrostu produkcji budowlano-montażowej będzie nieco niższa niż w pierwszym kwartale, to ze względu na zwiększony już udział budownictwa w całej wartości dodanej, jego kontrybucja do wzrostu PKB nadal powinna być dość wysoka. Dobre wyniki budownictwa w istotnym stopniu przyczyniły się do uzyskania w pierwszym kwartale tego roku bardzo wysokiej, zbliżonej do 30% dynamiki inwestycji, choć należy podkreślić, że bardzo szybko zwiększały się również inwestycje w innych sektorach gospodarki.

Obok budownictwa drugim ważnym motorem wzrostu PKB w I kwartale okazała się konsumpcja indywidualna. Do głównych czynników stymulujących wzrost konsumpcji zaliczyć można szybko spadające bezrobocie (13,7% na koniec kwietnia i około 13% na

koniec maja), wzrost funduszu płac (o 12,7% r/r w I kwartale poza rolnictwem), poprawę nastrojów konsumentów (wskaźnik optymizmu konsumentów ukształtował się w maju na rekordowym poziomie ponad 109 punktów) oraz tani i łatwo dostępny kredyt (dynamika wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła w I kw. 38%). Nie powinno zatem dziwić, że konsumpcja indywidualna w I kw. okazała się wyższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku aż o 6,9%. Pewien wpływ na tak silny wzrost skłonności do konsumpcji mógł też mieć tzw. efekt majątkowy związany z bardzo silnym wzrostem cen nieruchomości i ze wzrostem notowań giełdowych. Sądzymy, że większość z wymienionych powyżej czynników będzie stymulowała konsumpcję również w dalszej części tego roku i w roku przyszłym, dlatego w kolejnych kwartałach można oczekiwać wskaźników wzrostu konsumpcji na poziomie przekraczającym 6%.

Zmiana w strukturze wzrostu od strony popytowej...

Od kilku już kwartałów widoczne są dość istotne zmiany w strukturze wzrostu gospodarczego w Polsce. Coraz większe znaczenie zaczyna odgrywać konsumpcja, natomiast relatywnie maleje rola eksportu, który przez ostatnie lata był głównym motorem polskiej gospodarki. W I kwartale roczna dynamika eksportu wyrażona w euro wyniosła 14,8%, a roczna dynamika importu 18,6%. Deficyt handlowy wyniósł 1,23 mld euro, podczas gdy w I kw. ubiegłego roku był on równy zaledwie 0,35 mld euro. Spodziewamy się, że kolejnych miesiącach deficyt handlowy nadal będzie się pogarszał, co częściowo będzie jednak kompensowane przez rosnący napływ transferów z Unii Europejskiej. Zgodnie z naszą prognozą, na koniec tego roku deficyt na rachunku obrotów bieżą-

Czerwiec 2007

cych stanowić będzie ok. 2,5-2,6% PKB wobec około 2,1% obecnie.

...i podażowej

Zmiana struktury wzrostu jest widoczna również od strony podażowej. Od pięciu kwartałów tempo wzrostu wartości dodanej w przemyśle ustabilizowało się na poziomie nieznacznie przekraczającym 9%, podczas gdy dynamika PKB wyraźnie przyspieszyła z 5,5% w I kw. 2006 r. do 7,4% I kw. tego roku. Z 3,6% do 7,4% zwiększyło się też w tym okresie tempo wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych, w tym w handlu i naprawach z 7,8% do 13,1%. Nie ulega wątpliwości, że taka struktura wzrostu ma zdecydowanie bardziej proinflacyjny charakter. Możliwości wzrostu wydajności pracy w sektorze usług są znacznie mniejsze niż w przemyśle i dlatego obserwowane od pewnego czasu przesunięcia w strukturze popytu mogą zaowocować szybszym wzrostem inflacji. Czynnikiem przeciwdziałającym wzrostowi inflacji mogą natomiast okazać się inwestycje prowadzące do zwiększenia potencjału produkcyjnego gospodarki. Należy jednak podkreślić, że zależność ta ma raczej charakter średniookresowy, zaś w krótkim okresie inwestycje mogą również oddziaływać proinflacyjnie.

Rynek pracy – źródło największych ryzyk

Sygnaly wskazujące na wzrost presji inflacyjnej płyną również z rynku pracy. W I kw. tego roku stopa bezrobocia liczona metodą BAEL wyniosła 11,3%

(wobec 12,2% w IV kw. 2006 r.) i była najniższa od początku 1999 roku. Spadkowi bezrobocia towarzyszy bardzo wysoki wzrost zatrudnienia, które poza rolnictwem zwiększyło się aż o 6,3%. Z tego też powodu, pomimo bardzo szybkiego wzrostu wartości dodanej, wydajność pracy wzrosła tylko o 2,2%. Przy wzroście płac o 7,1% daje to dynamikę wzrostu jednostkowych kosztów pracy poza rolnictwem na poziomie 5,9%, czyli wyższą niż w poprzednim kwartale. Spodziewamy się, że rosnący popyt na pracę, przy stopniowo malejącej z przyczyn demograficznych i na skutek emigracji podaży siły roboczej, zmusi przedsiębiorców do zaakceptowania wyższego tempa wzrostu wynagrodzeń. Strajki lekarzy i niektórych innych grup zawodowych pokazują, że zwiększa się również nacisk na wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym.

Ostatnie dane statystyczne nie zmieniły znacząco obrazu polskiej gospodarki, która wciąż znajduje się na ścieżce zrównoważonego wzrostu. Choć trudno będzie raczej liczyć na powtórzenie rekordowo wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego osiągniętej w pierwszym kwartale, to w perspektywie co najmniej 3-4 następnych kwartałów tempo wzrostu PKB nadal powinno być wyższe od potencjalnego. Publikowane na bieżąco dane coraz wyraźniej pokazują jednak, że okres bezinflacyjnego wzrostu przechodzi już do historii, a pojawiające się bariery podażowe, zwłaszcza ze strony rynku pracy, będą przyczyniać się do nasilania się napięć inflacyjnych.

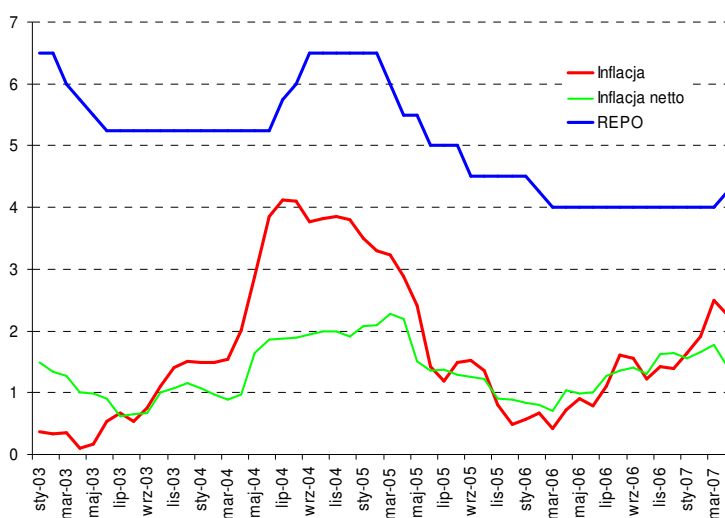
POLITYKA MONETARNA

Stopy bez zmian, komunikat nieco bardziej gołębi

Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na swoim majowym posiedzeniu nie zmieniła poziomu stóp procentowych. Uwzględniając zapewne nieco słabsze od oczekiwanych dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w kwietniu Rada stwierdziła w swym komunikacie, że choć dynamika wzrostu PKB w kolejnych kwartałach powinna utrzymać się na wysokim poziomie, to nie będzie ona już tak wysoka jak w I kwartale. W połączeniu z modyfikacjami niektórych zapisów zawartych w poprzednim komunikacie, spowodowało to, że komunikat majowy został odebrany jako nieco bardziej „gołębi”. Obecne w kwietniowym komunikacie sformułowanie: „w najbliższych kwartałach utrzyma się wysokie tempo wzrostu popytu krajowego, najprawdopodobniej przewyższające tempo wzrostu potencjalnego PKB, co będzie oddziaływać w kierunku stopniowego narastania presji płacowej i inflacyjnej” zostało zmodyfikowane poprzez zastąpienie drugiego członu przez następujące zdanie: „Najnowsze dane o sytuacji na rynku pracy wskazują na dalsze narastanie presji płacowej, które może prowadzić do wzrostu inflacji”. W ten sposób RPP chciała zapewne dać do zrozumienia, że wpływ dodatniej luki popytowej i wzrostu płac na inflację może być słabszy niż wcześniej oczekiwano. Majowy komunikat Rada została też uzupełniony poprzez wskazanie czynników mogących ograniczać presję inflacyjną, takich jak wysokie tempo wzrostu wydajności, bardzo dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw i związana z procesem globalizacji niska dynamika cen zewnętrznych. Warto również zauważyć, że RPP nie jest w pełni jednoznaczna w swej ocenie relacji pomiędzy rzeczywistym i potencjalnym tempem wzrostu PKB. Z opisu dyskusji na posiedzeniu kwietniowym wynika, że większość członków Rady uznała, że obecne tempo wzrostu PKB „jest wyższe od dynamiki produktu potencjalnego”, natomiast w oficjalnych komunikatach mówi się tylko o tym, że w najbliższych kwartałach utrzyma się tempo wzrostu popytu krajowego „najprawdopodobniej przewyższające tempo wzrostu potencjalnego PKB”.

Niezależnie od opisanych powyżej zmian, ogólny bilans ryzyk przedstawiony przez RPP nadal wskazuje na utrzymywanie restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej. Trochę może jednak dziwić w tym kontekście, że Rada uznała za stosowne zamieszczenie w swym ostatnim komunikacie stwierdzenia, że „prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego obniżyło

się wskutek dokonanej w ubiegłym miesiącu podwyżki stóp”. Naszym zdaniem tego rodzaju stwierdzenie może zostać zinterpretowane przez część odbiorców (mamy nadzieję, że błędnie) jako dowód, że RPP bagatelizuje ryzyko wzrostu cen w przyszłości i wyolbrzymia wpływ wyprzedzającej podwyżki stóp zarówno na oczekiwania inflacyjne, jak i na koszt kredytu. Stwierdzenia tego typu są również wodą na młyn dla tych wszystkich (włączając autorów tego komentarza), którzy uważają, że Rada jest *behind the curve* i będzie musiała w przyszłości nadrabiać stracony dystans poprzez bardziej agresywne podnoszenie stóp procentowych. Jak staramy się już od pewnego czasu dowodzić, ryzyko dalszego wzrostu inflacji wiąże się przede wszystkim ze wzrostem cen usług, wprowadzaniem dodatkowych narzutów na ceny detaliczne w związku z rosnącymi napięciami na rynku pracy oraz z presją popytową wynikającą zarówno ze wzrostu funduszu płac, jak i z poprawy optymizmu konsumentów. Te „krajowe” czynniki mogą w perspektywie najbliższych dwóch, trzech lat okazać się silniejsze od antyinflacyjnych efektów globalizacji, windując wskaźnik inflacji do poziomu około 3-3,5%. Mamy jednak też świadomość, że rosnąca otwartość polskiej gospodarki spowoduje, że większy wpływ na inflację może mieć kanał kursowy. Aprecjacja złotego, jaką zapewne wywołałaby dalsza podwyżka stóp procentowych, mogłaby więc przyczynić się do tego, że inflacja mimo wszystko nie wymknie się całkowicie spod kontroli.



Krótkoterminowe prognozy inflacji, a lipcowa podwyżka stóp

O ile dość komfortowo czujemy się z nakreślonym przez nas scenariuszem wskazującym na konieczność dość zdecydowanego zacieśnienia polityki

Czerwiec 2007

pieniężnej, dokładne umiejscowienie w czasie najbliższej podwyżki stóp nastęrcza nam już pewne trudności. Majowa prognoza inflacji przygotowana przez Ministerstwo Finansów wskazuje, że inflacja w najbliższych miesiącach może przyjmować wartości poniżej celu NBP. Nawet po uwzględnieniu faktu, że dane, jakimi dysponuje MF, mogą nie pozwalać na precyzyjną ocenę dynamiki cen usług, uważamy za wielce prawdopodobne, że inflacja w maju nie przekroczyła poziomu 2,1-2,2%. Ten niższy od oczekiwanego poziom majowego wskaźnika cen automatycznie obniża prognozowaną przez nas na najbliższe miesiące ścieżkę inflacji, choć nadal nie zmieniamy poglądu, że inflacja w końcu roku może zbliżyć się do 3,0%. Zmiana krótkookresowych perspektyw inflacji dość istotnie zmniejsza, naszym zdaniem, prawdopodobieństwo dokonania kolejnej podwyżki stóp procentowych już w lipcu. Jeszcze do niedawna lipiec wydawał się nam najbliższym i najbardziej prawdopodobnym terminem następnej podwyżki stóp. Termin ten wypełnia bowiem postulat z najnowszego komunikatu RPP mówiący, że *„pełniejsza ocena skali ryzyka wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny będzie możliwa po analizie danych napływających w najbliższych miesiącach”*. Za lipcem przemawia również przygotowanie na ten czas nowej projekcji inflacyjnej, która już tradycyjnie jest okazją do pełniejszej dyskusji wewnątrz RPP. Uwzględnienie w tej projekcji najnowszych danych statystycznych spowoduje, naszym zdaniem, że będzie ona mniej optymistyczna w porównaniu z projekcją kwietniową. Podwyżka stóp w lipcu upodabniałaby również styl działania RPP do Rady Gubernatorów ECB, która niezależnie od usta-

bilizowania się bieżącej inflacji na poziomie 1,9% (czyli nieco poniżej górnej granicy celu) kontynuuje swą politykę stopniowego podnoszenia stóp uzasadniając to oceną ryzyk wypływających ze sfery realnej i monetarnej. Dodatkowym argumentem na rzecz lipcowego terminu podwyżki były do niedawna przewidywania, że dostępne w tym czasie dane na temat wzrostu cen w czerwcu pokażą, że inflacja osiągnęła poziom bliski lub nawet nieco wyższy od celu NBP. Wzrost bieżącej inflacji jest zawsze łatwym do publicznego zaprezentowania argumentem na rzecz dokonania zmiany stóp procentowych. Obniżenie krótkookresowych prognoz inflacji powoduje, że „jastrzębiej” mniejszości w Radzie może być teraz trudniej przekonać tzw. median voters o potrzebie dokonania kolejnej wyprzedzającej podwyżki stóp.

Naszym zdaniem jedną z kluczowych w tej sytuacji kwestii jest to, czy przypisywany tzw. median voters brak gotowości do poparcia podwyżki stóp procentowych w sytuacji, gdy headline inflation pozostaje poniżej celu NBP jest jedynie artefaktem wynikającym z dosłownego interpretowania ich publicznych wypowiedzi, czy też odzwierciedleniem ich rzeczywistego nastawienia. Brak jasnej odpowiedzi na to pytanie powoduje, że zarówno rynek, jak i analitycy postrzegają całą RPP jako silnie zależną od bieżących danych (data dependent). Stąd też nie wykluczamy, że publikacja miesięcznych (czyli ze swej natury dość wolatylnych) danych przedstawiających wyniki czerwca może doprowadzić do dość zasadniczej zmiany oczekiwań (zarówno tych dotyczących podwyżki w lipcu, jak i dotyczących skumulowanej skali podwyżek).

POLITYKA FISKALNA

Nadal bardzo dobre wyniki budżetu

Wstępne szacunki dotyczące kwietnia i pierwsze informacje na temat wyników uzyskanych w maju potwierdzają, że realizacja tegorocznego budżetu wciąż przebiega dużo lepiej niż planowano. Dzięki dużej nadwyżce osiągniętej w kwietniu deficyt po pierwszych czterech miesiącach tego roku osiągnął tylko 6,9% rocznego limitu (wobec 16,1% po marcu).

Szacunkowe wykonanie budżetu państwa do kwietnia 2007 r.

	mln PLN	% planu
Dochody, w tym:	81 165,9	35,5%
Podatki pośrednie	48 841,0	35,2%
Akcyza	15 834,1	35,0%
CIT	9 408,3	42,6%
PIT	11 616,7	36,8%
Wydatki	83 226,6	32,1%
Obsługa długu krajowego	4 974,5	22,8%
Obsługa długu zagranicznego	3 332,9	53,2%
Dotacja dla FUS	5 594,9	26,0%
Subwencja samorządowa	15 646,2	42,5%
Deficyt	2 060,7	6,9%

źródło: MF

Wyższe niż przed rokiem jest zaawansowanie wpływów uzyskiwanych za wszystkich kategorii podatków. Największa różnica widoczna jest w przypadku podatków PIT (36,8% planu wobec 29% przed rokiem) i CIT (42,6% wobec 38,1%). Uzyskane w samym kwietniu wpływy z tych podatków zostały jednak w pewnym stopniu zniekształcone (zawyżone) poprzez czynniki o charakterze jednorazowym. Wydłużenie okresu rozliczenia rocznego CIT do 2 kwietnia prawdopodobnie spowodowało przesunięcie na kwiecień wpłat o wartości ok. 1 mld PLN. W przypadku podatku PIT uzyskane w kwietniu dochody zostały jednorazowo powiększone poprzez dokonywane w tym miesiącu roczne rozliczenie dochodów z giełdy. Brak jest wprawdzie danych pozwalających na dokładne oszacowanie dodatkowych wpływów z tego tytułu, ale można sądzić, że przekroczyły one kwotę jednego miliarda złotych (łącznie dochody z PIT były w kwietniu o ponad 2 mld PLN wyższe niż przed rokiem).

Przedstawione przez MF wstępne informacje na temat wyniku budżetu państwa w okresie do końca maja pozwalają nadal z dużym optymizmem patrzeć na realizację tegorocznego budżetu. Osiągnięcie w tym okresie deficytu na poziomie zaledwie 14,5-15% wielkości zaplanowanej na cały rok oznaczałoby bowiem, że w samym maju deficyt wyniósł tylko około 2,5 mld PLN i był o około 2 mld PLN niższy niż w maju 2006 r. Bardzo dobre wyniki tegorocznego budżetu są w głównej mierze wynikiem

szybszego od planowanego tempa wzrostu popytu krajowego, co pozwala na osiąganie dochodów znacznie przekraczających prognozowane wielkości. Dobremu wykonaniu budżetu pomaga jednak również dyscyplina po stronie wydatków. Realizowane są one do tej pory w tempie zbliżonym, lub nawet nieznacznie niższym, do ubiegłorocznego. Wolniej niż w tym samym okresie poprzedniego roku dokonywane są wydatki na obsługę długu (zarówno krajowego jak i zagranicznego) i na relatywnie niższym poziomie utrzymują się dotacje do FUS. Zgodnie z ukształtowaną już od kilku lat tradycją bardzo wolno w pierwszych miesiącach roku uruchamiane są również wydatki majątkowe – do końca marca rozdysponowano jedynie 4,5% z zaplanowanej na cały rok kwoty 13,3 mld PLN.

Osiągnięte dotychczas wyniki budżetu czynią całkiem wiarygodnym twierdzenie przedstawicieli władz MF, że stopień realizacji deficytu na koniec tego roku może być zbliżony do osiągniętego w ubiegłym roku i wynieść około 80% (czyli 24 mld PLN). Ważną niewiadomą pozostaje jednak to, czy w tym roku dojdzie do wdrożenia pierwszej fazy zapowiedzianej obniżki składki rentowej, gdyż realizacja tego zamiaru wpłynęłaby na pogorszenie wyniku tegorocznego budżetu o kwotę mogącą sięgać około 3 mld PLN.

Od początku tego roku na bardzo wysokim poziomie utrzymuje się tzw. poduszka płynnościowa budżetu, co nie pozostaje bez wpływu na politykę emisyjną MF. Sukcesywnie zmniejszana jest wielkość podaży SPW na przetargach organizowanych przez MF. Od początku maja zmieniła się też liczba organizowanych przetargów, gdyż MF zrezygnowało z kilku zaplanowanych aukcji papierów skarbowych (bonów i obligacji) o krótszych terminach zapadalności. MF najwyraźniej dąży do przesunięcia ciężaru finansowania deficytu na dłuższy koniec krzywej rentowności, co po wzroście rentowności na krótszym końcu tej krzywej nie powinno stanowić specjalnego zaskoczenia. Po zredukowaniu liczby przetargów bonów do jednego miesięcznie (z bardzo niskimi podażami), odwołano również czerwcowy przetarg obligacji 2-letnich, natomiast na połowę czerwca zaplanowano przetarg obligacji 30-letnich z podażą ustaloną na poziomie górnej granicy wcześniej ogłoszonego przedziału (1 mld PLN).

Rząd rozpatrzy makroekonomiczne założenia do budżetu na 2008 r.

12 czerwca rząd ma przyjąć założenia makroekonomiczne do projektu budżetu na przyszły rok. Do tej pory znane są tylko dwa przedstawione w połowie maja wskaźniki, tzn. tempo wzrostu PKB na poziomie 5,5% oraz średnioroczna inflacja prognozowana na

Czerwiec 2007

2,3%. Nie można jednak wykluczyć, że również któryś z tych wskaźników ulegnie jeszcze niewielkiej korekcie. O ile bowiem zaplanowane na przyszły rok tempo wzrostu gospodarczego nie budzi większych zastrzeżeń (zwłaszcza w świetle utrzymującej się wysokiej dynamiki popytu krajowego), to nieco mniej wiarygodna wydaje się dość niska prognoza inflacji. Wątpliwości te pogłębia jeszcze przedstawione przez MF uzasadnienie tej prognozy wskazujące na oczekiwaną przez rząd poprawę „sytuacji na rynku żywnościowym”.

Kluczowe dla oceny przyszłorocznego budżetu nie będą jednak ani prognozy makroekonomiczne, ani też sama wysokość planowanego deficytu (który zapewne ponownie zostanie „zakotwiczony” na poziomie 30 mld PLN). Znacznie ważniejsze będzie to, czy zakończy się trwający już od wielu miesięcy „konkurs” na znalezienie nowych sposobów skonsumentowania tzw. owoców wzrostu (czyli dodatkowych dochodów uzyskiwanych w obecnej, wzrostowej fazie cyklu koniunkturalnego). Jest bowiem oczywiste, że przy rozsądnym zaplanowaniu dynamiki przyszłorocznych dochodów (która naszym zdaniem nie powinna być ustalona na poziomie wyższym od oczekiwanego w tym roku) zabraknie środków na zrealizowanie choćby części zgłoszonych do tej pory propozycji zwiększenia wydatków.

Co z obniżką klina?

Nie ma już wątpliwości, że mocno osłabł zapał premiera i znacznej części rządu do realizacji zapowiedzianej obniżki składki na ubezpieczenia rentowe. Na placu boju w obronie pełnej obniżki pozostało już chyba tylko MF, ale nawet sama wicepremier Gilowska przyznała, że byłaby gotowa zaakceptować zmianę polegającą na przesunięciu całej redukcji na przyszły rok. Najwyraźniej politycy uświadomili sobie, że matematyka jest nieubłagana, a dodatkowe dochody budżetowe można wydać tylko raz i że lepiej je przeznaczyć na cele, które w najbardziej bezpośredni sposób służą zyskiwaniu przychylności wyborców. Tym można tłumaczyć np. propozycje rezygnacji z obniżki składek płaconych przez przedsiębiorców. O tym, że w swym pierwotnym zamyśle obniżka klina podatkowego miała w pierwszym rządzie służyć promocji zatrudnienia, a nie prostemu podnoszeniu wynagrodzeń nikt już prawie nie pamięta.

Wątpliwości związane z redukcją klina stawiają również pod znakiem zapytania realność zaplanowanej na 2009 r. obniżki stawek PIT. Wprawdzie obniżka ta została już formalnie przyjęta w postaci zapisów ustawowych, jednak nie można wykluczyć, że za rok okaże się, że w związku z kampanią wyborczą środki przeznaczone na wdrożenie tej obniżki będą bardziej potrzebne na realizację innych, bardziej doraźnych celów.

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

Podwyżka stóp EBC: jak zapowiedzieli, tak zrobili

Zgodnie z oczekiwaniami, na czerwcowym posiedzeniu Rady Gubernatorów EBC zapadła decyzja o podniesieniu stóp procentowych w strefie euro o kolejne 25 punktów bazowych. Podstawowa stopa referencyjna EBC osiągnęła 4%, co jest poziomem najwyższym od blisko sześciu lat. Ostatnia decyzja władz EBC nie była żadnym zaskoczeniem, gdyż podobnie jak wszystkie poprzednie podwyżki w trwającym od grudnia 2005 r. cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej została ona de facto zapowiedziana poprzez włączenie do komunikatu EBC z poprzedzającego miesiąca stwierdzenia o potrzebie zachowania szczególnej „czujności” (strong vigilance). Dzięki konsekwentnemu stosowaniu tego rodzaju kodów słownych EBC stał się w ostatnim okresie najbardziej przewidywalnym spośród kluczowych banków centralnych. Nie jest to jednak wyłącznie zasługą umiejętności komunikacyjnych EBC, gdyż prowadzeniu przejrzystej polityki sprzyjał od dłuższego już czasu rozwój sytuacji gospodarczej w strefie euro (silne ożywienie powiązane z „oporną” inflacją) dość jednoznacznie uzasadniający potrzebę zacieśnienia polityki pieniężnej. Takiego komfortu nie ma np. Fed, który wciąż szuka czytelnego sygnału wskazującego kierunek, w którym zmierza gospodarka USA.

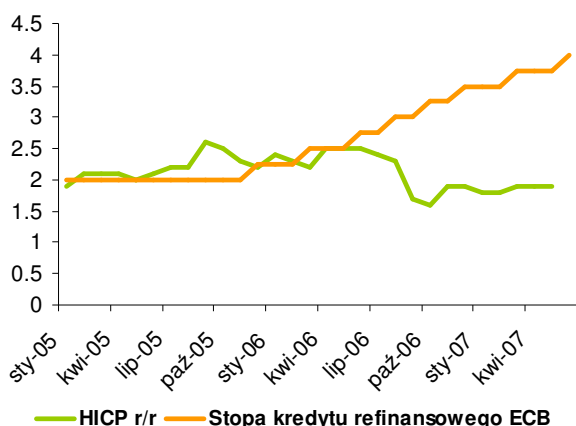
Konsekwencją polityki informacyjnej prowadzonej przez ECB jest wielka waga, jaką rynek przywiązuje do każdego słowa zapisanego w komunikacie, czy też wypowiedzianego przez przedstawicieli władz tego banku. Odwraca to niestety nieco uwagę analityków od samodzielnego analizowania perspektyw kształtowania się inflacji i innych zjawisk gospodarczych. Również sam EBC ma najwyraźniej świadomość, że zbyt duża zależność od słów-kodów może ograniczyć swobodę jego działań. Świadczyć o tym może niedawna wypowiedź prof. Axela Webera, który zasugerował, że po zakończeniu procesu „normalizacji” stóp tego rodzaju słowa mogą w sposób naturalny zniknąć z komunikatów EBC. Na razie jednak jeszcze do tego nie doszło, a komunikat opublikowany po ostatnim posiedzeniu władz EBC dał dużo pracy analitykom-lingwistom poszukującym między jego wierszami wskazówek co do dalszych możliwych zmian stóp procentowych. Do najważniejszych zmian w treści komunikatu EBC zaliczyć należy rezygnację ze stwierdzenia, że podstawowe stopy procentowe są nadal na umiarkowanym poziomie, pominięcie słowa „bardzo” w odniesieniu do zamiaru uważnego obserwowania wszystkich nowych zjawisk oraz zastąpienie stwierdzenia, że polityka monetarna „ma nadal” charakter akomodacyjny, określeniem, że „jeszcze ma” ona taki charakter. Ta ostatnia zmiana

ma niby sugerować, że polityka EBC może już wkrótce przestać być akomodacyjna. Wydaje się jednak, że posługując się takimi niuansami językowymi EBC poszedł nieco za daleko w „kodowaniu” swego przekazu.

Cykl podwyżek jeszcze się nie skończył

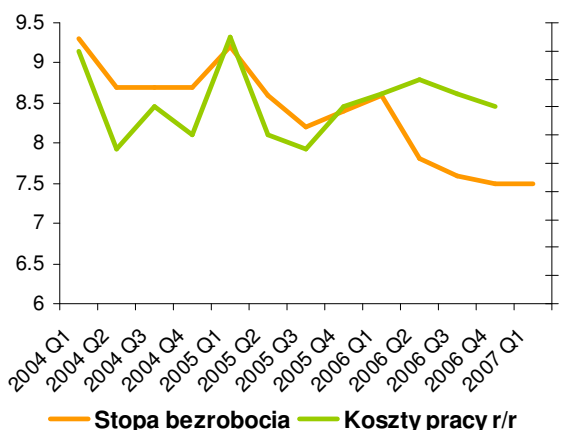
Naszym zdaniem, głównym celem zmian wprowadzonych do ostatniego komunikatu EBC było zwiększenie pola manewru dla władz tego banku i stopniowe przygotowanie uczestników rynku do sytuacji, w której kierunek dalszych zmian stóp procentowych stanie się mniej oczywisty. Póki co jednak zarówno ogólna wymowa czerwcowego komunikatu, jak i wypowiedzi J.-C. Tricheta, dość wyraźnie wskazują na to, że nie zakończył się jeszcze proces „normalizacji” stóp procentowych w strefie euro. Nadal bowiem mówi się o akomodacyjnym charakterze polityki pieniężnej, o potrzebie uważnego obserwowania zjawisk mogących zagrozić stabilności cen i prowadze ryzyk wskazujących na to, że tempo wzrostu cen może okazać się wyższe od zakładanego. Nowa projekcja inflacji opracowana przez EBC pokazuje, że zarówno w tym, jak i w przyszłym roku przeciętny wskaźnik inflacji w strefie euro będzie miał wartość zbliżoną do 2%. Sugeruje to, że nawet po podniesieniu stóp do poziomu wskazywanego obecnie przez rynek inflacja pozostanie na poziomie nieznacznie wyższym od oficjalnego celu EBC (zdefiniowanego jako tempo wzrostu cen poniżej, ale blisko 2%). W tej sytuacji uważamy, że w przypadku utrzymania się obecnych pozytywnych trendów w gospodarce strefy euro EBC kontynuował będzie swą politykę stopniowego podnoszenia stóp procentowych. Sądzymy, że kolejna podwyżka (o 0,25 pkt. proc.) może zostać dokonana we wrześniu. Widzimy też dość duże prawdopodobieństwo, że przed końcem tego roku EBC zdecyduje się na jeszcze jedną podwyżkę zamykając obecny cykl zacieśniania polityki pieniężnej na poziomie 4,5%.

Czerwiec 2007



źródło: Eurostat

Uzasadnieniem dla kontynuowania cyklu podwyżek jest zarówno relatywnie szybkie tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro, jak i kształtowanie się mających wciąż istotny wpływ na decyzje EBC agregatów monetarnych. Tempo wzrostu PKB w I kwartale oszacowane zostało wstępnie na 0,6% w stosunku do poprzedniego kwartału i 3% w relacji do I kw. 2006 r. Według oficjalnych prognoz KE i OECD w całym 2007 r. PKB strefy euro ma zwiększyć się o 2,6%, ale sądzimy, że prognozy te mogą zostać jeszcze nieco podwyższone. Już od ponad roku gospodarka strefy euro rozwija się w tempie wyższym od potencjalnego (szacowanego na około 2,25%), co oczywiście rodzi obawy, że może to prowadzić do nasilenia się presji inflacyjnej. EBC zwraca szczególną uwagę na wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych (szacowany na blisko 85%) oraz na stale poprawiającą się sytuację na rynku pracy. W kwietniu stopa bezrobocia spadła do zaledwie 7,1%, co jest poziomem najniższym od ponad ćwierć wieku. Zastanawiające jest, że tak silna poprawa na rynku pracy nie spowodowała jeszcze wyraźnego wzrostu kosztów płacowych.



źródło: Eurostat

Jednostkowe koszty pracy w strefie euro pozostały w IV kwartale 2006 r. na niezmiennym poziomie, a w I kw. tego roku ich wzrost nie przekroczył raczej 1% (przy dalszym, niewielkim spadku w Niemczech). Sugeruje to dość wyraźnie, że dalszemu obniżeniu uległ poziom NAIRU. Ze względu na typowe, szacowane zwykle na około cztery kwartały opóźnienie reakcji płac na poprawę sytuacji na rynku pracy można się jednak obawiać, że pojawienie się silniejszych nacisków na wzrost wynagrodzeń jest tylko kwestią czasu. Potwierdzają to w części wyniki negocjacji płacowych w Niemczech (w tym podwyżka o 4,1% wynegocjowana przez IG Metall), które zapowiadają dość istotny, choć nadal jeszcze umiarkowany wzrost kosztów pracy.

Kiedy ożywi się konsumpcja?

Pewne przyspieszenie tempa wzrostu dochodów pracobiorców, które przez EBC postrzegane jest jako potencjalne zagrożenie dla realizacji celu inflacyjnego, może okazać się przydatne (lub nawet niezbędne) dla utrwalenia wzrostu gospodarczego w strefie euro. Nadal bowiem nie spełniają się oczekiwania, że wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych staną się jednym z motorów tego wzrostu. W I kwartale tego roku odnotowano nawet ich niewielki spadek (o 0,1%), co jednak można uznać za zjawisko przejściowe spowodowane głównie przez podwyżkę stawki VAT w Niemczech. W samych Niemczech konsumpcja spadła w I kw. aż o 1,4%, ale skompensowane to zostało niespodziewanie wysokim tempem wzrostu inwestycji (o 4,2% kw/kw). Większość bieżących i wyprzedzających wskaźników koniunktury potwierdza, że istnieją duże szanse na utrzymanie się ożywienia gospodarczego w strefie euro. Szczególnie uważnie obserwowany przez EBC wskaźnik ESI (Economic Sentiment Indicator) wzrósł w maju ze 111,0 do 111,9 punktów. Do najwyższego od sześciu lat poziomu wzrósł też wskaźnik zaufania konsumentów (poprawa z -4 do -1). Dobrym dla perspektyw kształtowania się konsumpcji sygnałem może być też odnotowany w kwietniu w Niemczech wzrost sprzedaży detalicznej o 2,4%. Nieco mniej optymistyczne są sygnały dotyczące produkcji przemysłowej, gdyż wskaźnik PMI dla tego sektora obniżył się w maju z 55,4 do 55,0. Negatywnym zaskoczeniem był dużo większy od oczekiwanego spadek produkcji przemysłowej w Niemczech (o 2,3% w kwietniu). Może to sugerować, że gospodarka niemiecka traci nieco impetu, choć złe dane na temat przemysłu skompensowane zostały w części dobrymi informacjami na temat obrotów handlowych (wzrost eksportu w kwietniu o 13,1% y/y). Dość dobre dane napływają natomiast z innych kluczowych krajów strefy euro (korekta w górę tempa wzrostu PKB we Włoszech i duży wzrost optymizmu konsumentów we Francji po wyborach

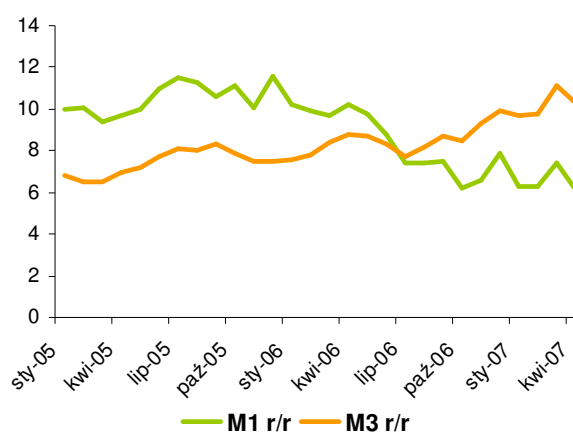
Czerwiec 2007

prezydenckich), co może oznaczać, że wzrost w całej strefie stanie się bardziej zrównoważony i mniej zależny od koniunktury w Niemczech. Odnotowany w maju wzrost wskaźnika IFO (do poziomu 108,6 pkt.) euro oraz dalsza poprawa wskaźnika ZEW z 16,5 do 24 pkt.) mogą jednak świadczyć o tym, że nadal dobrze oceniane są też perspektywy gospodarki niemieckiej.

Mniej niepokojący wzrost agregatów monetarnych?

W sumie można stwierdzić, że nie ma jeszcze wyraźnych oznak, aby dokonane już podwyżki stóp procentowych, umocnienie się kursu euro i pewne pogorszenie warunków zewnętrznych stały się istotnym zagrożeniem dla utrzymania ożywienia gospodarczego w strefie euro. W tej sytuacji EBC może skupić się na realizacji swego głównego celu, jakim jest zapewnienie stabilności cen. Choć od trzech miesięcy ogólny wskaźnik wzrostu cen w strefie euro ustabilizował się na poziomie 1,9%, ani bieżący poziom tego wskaźnika, ani też prognozy jego dalszego kształtowania nie pozwalają jeszcze EBC na stwierdzenie, że zadanie zapewnienia stabilności cen zostało już wypełnione. Tym bardziej, że oprócz głównych ryzyk związanych z szybszym od potencjalnego tempem wzrostu PKB i z zacieśniającą się sytuacją na rynku pracy EBC wciąż dostrzega też długookresowe zagrożenia wynikające z nadal szybko rosnącej podaży pieniądza i z łatwego dostępu do finansowania na dogodnych warunkach. Tempo wzrostu M3 obniżyło się wprawdzie z rekordowego poziomu 10,9% w marcu do 10,4% w kwietniu, ale nadal pozostaje ono bardzo wysokie. Na dość wysokim, choć stopniowo obniżającym się poziomie utrzymuje się też nadal dynamika kredytu

dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (odpowiednio, 12,2% i 7,6% w kwietniu). Efekty znacznego podniesienia krótkoterminowych stóp procentowych najbardziej widoczne są w dynamice wzrostu najwyższej miary pieniądza (M1), która spadła z 11,3% w grudniu 2005 r. 6,2% w kwietniu br. Niezależnie od ogólnej kontrowersji, jakie wzbudza duża waga przywiązywana przez EBC do analizy miar pieniądza i kredytu, dość wyraźnie widać, że pomimo wciąż obfitej płynności zagrożenia płynące od tej strony stopniowo się zmniejszają. Mniej niepokojący niż mogłoby się wydawać jest też bardzo szybki nadal wzrost M3, gdyż w części jest on zapewne skutkiem spowodowanego działaniami EBC spłaszczenia krzywej rentowności (co ogranicza atrakcyjność lokowania środków w długookresowe instrumenty niezaliczane do M3).



źródło: Eurostat

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 kwietnia 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.

4 KRYTERIA KONWERCENCJI				
	KRYTERIUM	POLSKA	CZECHY	WĘGRY
Stopy procentowe	6,56%	5,28%	3,92%	6,65%
Inflacja	3,0%	1,9%	1,9%	6,2%
Deficyt	3,0%	3,9%	2,9%	9,2%
Dług	60,0%	47,8%	30,4%	66,0%
ERV		5,19%	3,41%	6,81%
ERV max		9,57%	4,99%	10,54%
ERV min		5,19%	3,41%	2,94%

Objaśnienia:

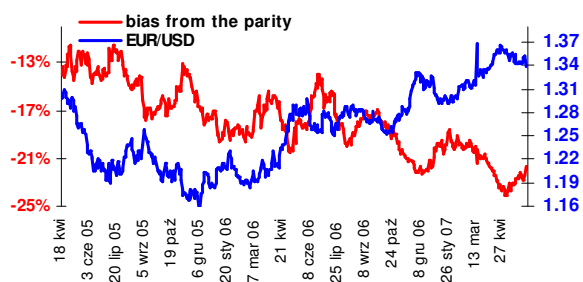
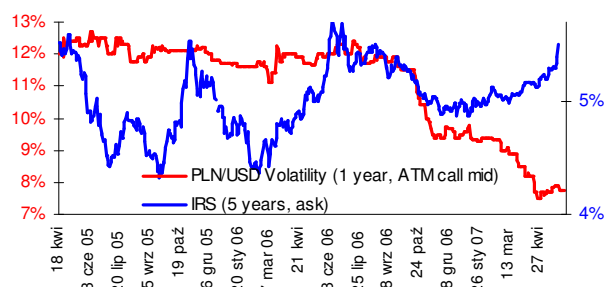
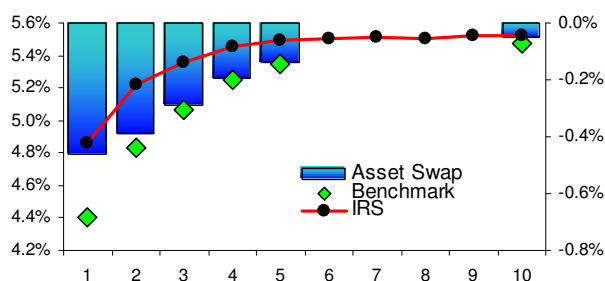
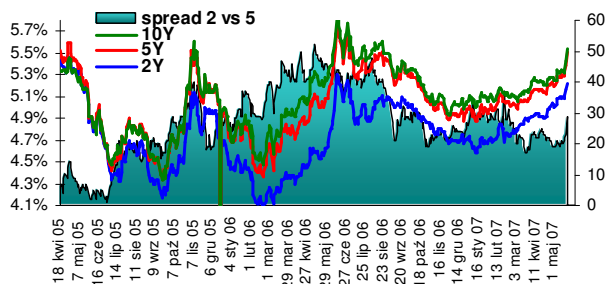
Górne wiersze: Opis na poprzedniej stronie.
Dolne wiersze:

- 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 zmieni się w stosunku do obecnej. O stabilności kursu waluty świadczy jego możliwie niska wartość.

Czerwiec 2007

NA RYNKU

Fixed Income



Początek czerwca okazał się być dość pechowy dla emerging markets. W ślad za wzrostami rentowności obligacji amerykańskich, globalną redukcją ryzyka (i związanym z tym osłabieniem walut regionu) nastąpił dość gwałtowny wzrost rentowności polskich papierów. Największy, bo prawie 20-punktowy, wzrost rentowności odnotowano w sektorze 5 lat, co przyczyniło się do znacznego wzrostu nachylenia całej krzywej. W tym przypadku nie pomogła nawet bardzo dobra kondycja budżetu pozwalająca na znaczne ograniczenie podaży papierów skarbowych. Czynniki krajowe miały za to duży wpływ na zachowanie się krótkiego końca krzywej dochodowości – wzrost w sektorze 2 lat ograniczył się tylko do 8 punktów. Po dość gołębim majowym komunikacie RPP (i dość zaskakująco brzmiącym stwierdzeniu, że jedna niewielka podwyżka zmniejsza ryzyko inflacji), rynki zaczęły wyceniać scenariusz, że RPP jest już behind the curve, co wymusi dokonanie dużych podwyżek (łącznie o 100 bps) w końcu 2007 i w 2008 roku. Rynek FRA nie wycenia obecnie podwyżki w III kw. 2007. Uczestników rynku w tym przekonaniu utwierdziła zapewne zaskakująco niska prognoza majowej inflacji przedstawiona przez Ministerstwo Finansów.

W perspektywie najbliższych tygodni można spodziewać się tylko nieznacznej korekty na rynku długu (która w znacznej części dokonała się już w trakcie ostatnich sesji). Naszym zdaniem globalne przyczyny wzrostu stóp rynkowych zostaną zastąpione przez działające w tym samym kierunku czynniki krajowe.

F/X

Od drugiego tygodnia maja, kiedy to zanotowano poziom 3,734 wobec euro, złoty znajduje się w trendzie deprecjacyjnym. Tendencje deprecjacyjne zostały potwierdzone również w pierwszym tygodniu czerwca, kiedy to złoty osłabił się do poziomu 3,859. Obecnie czynniki krajowe zeszły na drugi plan i zarówno złoty jak i inne waluty regionu (HUF osłabił się do poziomu 253,8 wobec EUR, zaś korona słowacka do 34,344) słabną na skutek „złego sentymentu”, lub też globalnego wzrostu awersji do ryzyka. W kolejnych tygodniach czerwca czynniki krajowe, w tym publikacje miesięcznych danych makro, mogą okazać się bardziej istotne. W wyniku tego może dojść do przełamania obecnego trendu deprecjacyjnego, jeśli tylko inwestorzy nie zdecydują się na realizację zysków i zamykanie pozycji w walutach emerging markets.

Czerwiec 2007

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Czerwiec 2007	Lipiec 2007	Sierpień 2007	Wrzesień 2007
Wskaźnik cen tow. i usług kons.	13	13	14	13
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	20	19	20	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	19	16	16	17
Szacunki PKB	-	-	30	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	23	23	24
Podaż pieniądza M3	14	13	14	14
Bilans płatniczy RP	15	13	13	12
Inflacja bazowa	22	23	23	24
Aktywa rezerwowe	6	6	7	7
Posiedzenia RPP	26-27	17 24-25	28-29	11 25-26
Posiedzenia ECB	6	5	2	6
Posiedzenia FED	27-28	-	7	18

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.