



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Lipiec 2007, Nr 73 (8)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 5
Polityka fiskalna	s. 8
Otoczenie zewnętrzne	s. 11
Euromonitor	s. 13
Na rynku	s. 15
Kalendarz	s. 17

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

- Zmiany struktury wzrostu gospodarczego powodują, że niższa dynamika produkcji przemysłowej nie musi powodować znacznego osłabienia tempa wzrostu PKB. Według naszych szacunków w II kwartale powróciło ono na swą długookresową ścieżkę i osiągnęło około 6,1%. Rosnąca zależność wzrostu od dynamiki popytu wewnętrznego będzie jednak przyczyniać się do stopniowego pogłębiania się nierównowagi w obrotach płatniczych i do wzrostu zadłużenia zagranicznego. Dane z rynku pracy potwierdzają, że polska gospodarka wchodzi w fazę dojrzałego wzrostu, a stopa bezrobocia dość szybko zbliża się do stopy naturalnej.
- Czerwcowe podwyżki stóp procentowych pokazała, że RPP gotowa jest aktywnie przeciwdziałać zagrożeniom dla średniookresowej stabilności cen. Duży wpływ na decyzję Rady miały zapewne rosnące obawy o skutki coraz szybszego wzrostu funduszu płac oraz umacniające się wśród członków RPP przekonanie, że obecne tempo wzrostu PKB jest już istotnie wyższe od tempa potencjalnego. Podwyżkę stóp można też traktować jako ostrzeżenie przed negatywnymi dla perspektyw wzrostu skutkami działań zwiększających nierównowagę fiskalną.
- Oczekujemy, że RPP kontynuować będzie cykl zacieśniania polityki pieniężnej i w ciągu najbliższych 12 miesięcy podniesie stopy procentowe o dalsze 100 pkt. bazowych. Wzrost inflacji w czerwcu do poziomu powyżej celu NBP spowodowany został głównie czynnikami podażowymi, ale w następnych miesiącach, po przejściowym spadku w okresie letnim, wzrost inflacji w coraz większym stopniu będzie skutkiem rosnącej presji popytowej.
- Znacznie wyższe od oczekiwanych dochody oraz relatywnie niskie zaawansowanie planu wydatków powodują, że wyniki budżetu państwa są najlepsze od wielu lat. Po pierwszym półroczu deficyt nie przekroczył 13% planu rocznego a w lipcu, dzięki m.in. wpłacie zysku NBP i wpływom z dywidend, wynik ten może ulec dalszej poprawie. Perspektywa przyśpieszenia tempa wzrostu wydatków i konieczność zaabsorbowania skutków obniżki składki rentowej powodują, że w dalszej części roku oczekiwać należy pewnego pogorszenia wyników fiskalnych. Dotyczy to także wyniku samorządów lokalnych, które w I kwartale osiągnęły nadwyżkę, ale w skali całego roku, według naszych ocen, odnotują deficyt nie niższy niż w 2006 r.
- Uchwalenie przez Sejm obniżki składki rentowej można uznać za osobisty sukces wicepremier Gilowskiej, ale makroekonomiczne i fiskalne skutki tej decyzji wzbudzają wiele wątpliwości. Najważniejsze zastrzeżenia odnoszą się do procyklicznego charakteru tego przedsięwzięcia, dużego kosztu fiskalnego i rezygnacji z możliwości znacznego ograniczenia deficytu budżetowego oraz braku wiarygodnych szacunków wpływu redukcji składki na wzrost zatrudnienia.

Lipiec 2007

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Maj 06	Cze 06	Lip 06	Lut 07	Mar 07	Kwi 07	Maj 07	Cze 07	Lip 07
PKB i produkcja									
PKB		6,0%			7,4%			6,1%	
Popyt krajowy		5,4%			8,6%			7,5%	
Spożycie indywidualne		4,8%			6,9%			6,6%	
Nakłady brutto na środki trwałe		14,5%			29,6%			18,8%	
Wartość dodana		6,4%			7,6%			6,2%	
w przemyśle		9,2%			9,1%			7,4%	
w budownictwie		12,1%			40,1%			20,1%	
w sektorze usług rynkowych		5,0%			7,4%			7,2%	
Produkcja przemysłowa r/r	19,1%	12,2%	14,3%	12,9%	11,3%	12,5%	8,1%	8,3%	
Produkcja przemysłowa m/m	6,2%	2,6%	-6,2%	-1,9%	14,7%	-8,6%	3,0%	2,8%	
Sprzedaż detaliczna r/r	13,7%	10,7%	11,0%	17,5%	19,2%	15,1%	14,8%	15,2%	
Sprzedaż detaliczna m/m	0,6%	1,8%	1,6%	-2,1%	19,6%	1,4%	1,4%	0,6%	
Rynek pracy									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2594,70	2624,93	2611,93	2687,48	2852,71	2786,29	2776,92	2871,34	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	5,2%	4,5%	5,6%	6,4%	9,1%	8,4%	8,9%	9,4%	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,8%	3,0%	0,9%	0,9%	6,1%	-2,3%	-0,3%	3,4%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	3,1%	3,1%	3,3%	4,3%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,3%	0,3%	0,2%	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	
Stopa bezrobocia	16,5%	15,9%	15,7%	14,9%	14,4%	13,7%	13,0%	12,4%	
Handel zagraniczny									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-374	-300	-387	-424	-539	-678	-705		
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-439	-103	-450	-60	-627	-779	-815		
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	32,5%	16,9%	19,4%	16,3%	15,8%	15,7%	12,0%		
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	29,9%	17,2%	23,6%	13,4%	21,7%	24,9%	15,8%		
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,9%	-2,0%	-2,0%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,5%		
Ceny									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,5%	-0,3%	0,0%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,1%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	0,9%	0,8%	1,1%	1,9%	2,5%	2,3%	2,3%	2,7%	
Inflacja netto r/r	1,0%	1,0%	1,3%	1,6%	1,7%	1,5%	1,6%	1,7%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,4%	0,9%	0,7%	0,3%	0,5%	0,6%	0,4%	0,5%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,3%	3,0%	3,5%	3,5%	3,3%	2,3%	2,2%	1,6%	
Agregaty monetarne									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	433,2	437,9	440,3	490,5	492,7	498,7	502,9	507,9	
Podaż pieniądza r/r	10,1%	11,9%	13,0%	17,9%	18,0%	17,8%	16,1%	16,0%	
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	20,6%	28,8%	28,3%	38,0%	37,7%	39,0%	38,4%		
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	4,3%	5,2%	7,2%	15,1%	17,5%	19,2%	19,3%		
Depozyty gospodarstw domowych r/r	3,1%	5,6%	5,2%	12,0%	9,5%	9,2%	7,9%		
Depozyty przedsiębiorstw r/r	23,7%	21,7%	26,3%	30,5%	29,7%	30,2%	24,5%		
Kursy walutowe									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,9472	4,0745	3,9321	3,9175	3,8695	3,7879	3,8148	3,8190	3,74
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,0671	3,1900	3,0831	2,9699	2,9058	2,7859	2,8360	2,8415	2,73
Stopy procentowe									
Stopa interwencyjna NBP	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,25%	4,25%	4,50%	4,75%
Stopa lombardowa	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,75%	6,00%	6,25%
Stopa depozytowa	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,75%	2,75%	3,00%	3,25%
WIBOR 3M	4,15%	4,21%	4,18%	4,22%	4,24%	4,40%	4,45%	4,71%	4,85%
Rentowność obligacji 2Y	4,42%	5,00%	4,82%	4,56%	4,54%	4,61%	4,58%	4,96%	5,10%
Rentowność obligacji 5Y	4,98%	5,49%	5,38%	5,03%	5,00%	5,10%	5,15%	5,52%	5,60%
Rentowność obligacji 10Y	5,33%	5,68%	5,58%	5,22%	5,19%	5,31%	5,31%	5,62%	5,70%
Gospodarka światowa									
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,5%	2,5%	2,4%	1,8%	1,9%	1,8%	1,9%		
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)		2,1%			3,0%				
Stopa podstawowa ECB	2,50%	2,75%	2,75%	3,50%	3,75%	3,75%	3,75%	4,00%	4,00%
Inflacja w USA (r/r)	4,1%	4,3%	4,2%	2,2%	2,8%	2,6%	2,7%		
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)		2,5%			0,6%				
Stopa docelowa Fed Funds	5,00%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%

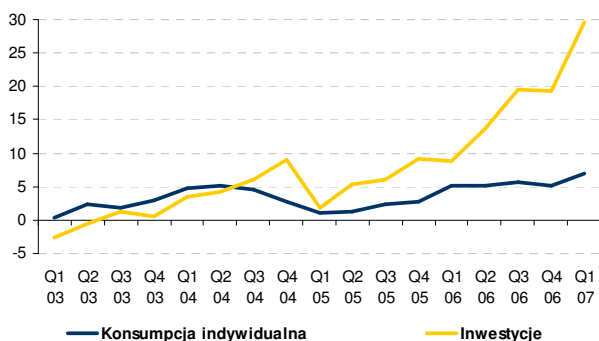
Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A.

GOSPODARKA POLSKA

Słabsze dane o produkcji nie muszą oznaczać znacznego spowolnienia wzrostu

W ciągu ostatnich dwóch miesięcy dość wyraźnie spadło tempo wzrostu produkcji przemysłowej, znacznie słabsze niż na początku roku są również dane o produkcji budowlano-montażowej. Zarówno Ministerstwo Finansów jak i większość analityków obniżyła prognozy wzrostu gospodarczego w drugim kwartale. W takiej sytuacji rodzi się pytanie, czy w najbliższym czasie realny jest scenariusz spowolnienia gospodarczego.

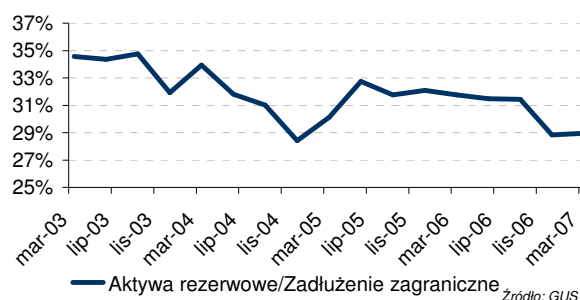
Warto przy tym podkreślić, że choć osłabienie tempa wzrostu produkcji w przemyśle zaskoczyło analityków, to scenariusz ten był sygnalizowany wcześniej przez wskaźniki koniunktury. Wskaźniki poziomu produkcji i popytu pochodzące z badań ankietowych GUS spadły w ujęciu rocznym zarówno w kwietniu jak i w maju (dalszy spadek miał miejsce również w czerwcu). Oczywiście ze względu na konstrukcję tych wskaźników (mogą przyjmować wartości z przedziału



od -100 do 100), utrzymanie dotychczasowego tempa ich poprawy nie było możliwe, jednak dość znaczące spadki w ujęciu rocznym mogą wskazywać, że szczyt wzrostu gospodarczego mamy już za sobą.

Dane publikowane przez GUS wskazują na to, że w ostatnich kwartałach dość istotnej zmianie uległa struktura wzrostu gospodarczego. Coraz większy udział we wzroście PKB mają konsumpcja i inwestycje, zmniejsza się natomiast rola eksportu, z którym silnie skorelowana jest produkcja przemysłowa. Z tego względu sądzimy, iż spadek tempa wzrostu PKB będzie mniejszy niż spadek dynamiki produkcji. Co prawda w ostatnich miesiącach zmniejszyła się również dynamika produkcji budowlano-montażowej, jednak pozostaje ona znacznie wyższa od tempa wzrostu odnotowywanego w przemyśle. Przy rosnącym nadal udziale budownictwa w łącznej wartości dodanej nie powinno to w większym stopniu rzutować na całą dynamikę wzrostu gospodarczego.

Warto też zwrócić uwagę na fakt, iż tempo wzrostu PKB w II kwartale, jeżeli wyniesie tyle ile prognozujemy (6,1%), nadal będzie wyższe od większości szacunków wzrostu potencjalnego. Według naszych ocen dodatnia luka popytowa powinna utrzymać się przynajmniej do połowy przyszłego roku. Obserwowane obniżenie dynamiki PKB należy zatem interpretować bardziej jako powrót na długookresową ścieżkę wzrostu po wyjątkowo dobrym pierwszym kwartale niż faktyczne spowolnienie, a skala spadku tempa



wzrostu PKB będzie mniejsza niż spadek dynamiki produkcji przemysłowej.

Deficyt C/A będzie rósł

Obniżenie tempa wzrostu produkcji i zmiana struktury wzrostu gospodarczego mogą jednak mieć dość poważne implikacje dla równowagi zewnętrznej naszej gospodarki. Po kilkuletnim okresie spadku deficytu na rachunku obrotów bieżących w ostatnich kwartałach można zaobserwować odwrócenie dotychczasowego trendu. Niższa dynamika eksportu, której towarzyszy coraz szybciej rosnący import, sprawia, że niski do tej pory deficyt handlowy zaczyna się coraz szybciej pogłębiać. Rosnącego deficytu nie są w stanie pokryć ani prywatne i publiczne transfery z Unii Europejskiej, ani też napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (który w tym roku może ponownie 10 mld euro).

W efekcie, choć aktywa rezerwowe utrzymują się na poziomie przekraczającym 40 mld euro, ich relacja w stosunku do zadłużenia zagranicznego Polski systematycznie spada. Stosunek oficjalnych aktywów rezerwowych do zadłużenia spadł od końca 2005 roku do marca 2007 z 32,1% do 29,0%. W naszej opinii jest to cały czas poziom dość bezpieczny, jednak przy dalszym spadku deficytu C/A do 3,3% w 2007 roku i 4,1% PKB w 2008 roku ryzyko inwestycyjne Polski może wzrosnąć.

Lipiec 2007

Rynek pracy bardzo mocny choć zatrudnienie rośnie coraz wolniej

Również dane z rynku pracy potwierdzają, że polska gospodarka stopniowo wkracza w fazę dojrzałego wzrostu. Według szacunków Ministerstwa Pracy oficjalna stopa bezrobocia spadła w czerwcu do 12,4%, czyli do poziomu najniższego od ponad 7 lat. Co więcej, dane Eurostatu i BAEL wydają się wskazywać, że oficjalne bezrobocie jest zawyżone o co najmniej 2-3 pkt.proc. Według metodologii Eurostatu stopa bezrobocia na koniec maja wyniosła 10,5% (przy oficjalnym bezrobociu szacowanym na 13,0%). Z kolei według danych BAEL bezrobocie na koniec pierwszego kwartału było równe 11,3%, podczas gdy oficjalne statystyki pokazały stopę bezrobocia na poziomie 14,4%.

Ministerstwo Pracy prognozuje dalszy szybki spadek bezrobocia do poziomu poniżej 10% na koniec tego roku. Można przypuszczać, że w perspektywie najbliższych kwartałów stopa bezrobocia znajdzie się już blisko stopy naturalnej, co wzmocni presję na wzrost wynagrodzeń. Obecnie dynamika nominalnych płac w sektorze przedsiębiorstw waha się w przedziale 8-9%, a wydaje się możliwe, że w drugiej połowie roku przekroczy ona nawet 10%. W całej gospodarce płace rosną tylko nieco wolniej. W pierwszym kwartale roczny wzrost wynagrodzeń w gospodarce wyniósł 7,1% wobec wzrostu o 5,3% w czwartym kwartale poprzedniego roku.

Wyższe koszty pracy powodują, że przedsiębiorcy zamiast zwiększać zatrudnienie coraz częściej decydują się na zastępowanie drogiej pracy tańszym kapitałem podnosząc w ten sposób techniczne uzbrojenie pracy. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal rośnie, jednak miesięczne wzrosty są już nieco mniejsze niż miało to miejsce w analogicznym okresie zeszłego roku, co skutkuje stopniowym spadkiem dynamiki zatrudnienia mierzonej w ujęciu rocznym.

Nie zmienia to faktu, że wzrost wynagrodzeń coraz wyraźniej przekracza tempo wzrostu produktywności w gospodarce, powodując coraz szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy – poza rolnictwem wzrosły one w pierwszym kwartale tego roku aż o 5,9%, podczas gdy średni wzrost w 2006 roku wyniósł

4,7%. Z kolei w sektorze przedsiębiorstw wzrost jednostkowych kosztów pracy wyniósł w maju ponad 5%.

Stopa inflacji wyższa od oczekiwań

Presję płacową widać coraz wyraźniej w bieżących wskaźnikach inflacji. Według naszej prognozy roczna stopa inflacji wyniosła w czerwcu 2,7%, tyle samo prognozuje również Ministerstwo Finansów i tyle wynosi też konsensus rynkowy. Wzrost inflacji do tak wysokiego poziomu jest głównie efektem czynników o charakterze podażowym. W czerwcu niższy niż zazwyczaj okazał się spadek cen żywności, wzrosły również ceny paliw (według naszej prognozy o 1,5%). Coraz wyraźniej widać jednak też zmiany w popytowej części koszyka inflacji. Silny popyt wewnętrzny, wzrost PKB przekraczający wzrost potencjalny oraz rosnąca presja płacowa powodują, że coraz szybciej zaczynają rosnąć ceny tych kategorii, które mają charakter popytowy, przede wszystkim usług i towarów nie podlegających wymianie międzynarodowej. Według naszych szacunków, inflacja netto wzrosła z 1,6% w maju do 1,7% w czerwcu. W kolejnych miesiącach, na skutek korzystnego efektu bazy, zarówno inflacja CPI jak i inflacja netto spadną do poziomu odpowiednio 2,2% i 1,4%, jednak od września będziemy obserwowali ich ponowny wzrost. Nasza prognoza CPI na koniec roku to 3,2-3,3% przy inflacji netto 2,0%.

Warto podkreślić, że jeśli potwierdzą się wstępne szacunki to czerwiec będzie pierwszym od ponad dwóch lat miesiącem, w którym roczny wskaźnik CPI przekroczył cel inflacyjny. W przeciwieństwie do lat 2004/2005 obecnie wzrost inflacji odbywa się w warunkach niskiego bezrobocia i nasilających się żądań płacowych. To z kolei zwiększa prawdopodobieństwo nasilenia się efektów drugiej rundy. Dlatego sądzimy, że pomimo niskiego jeszcze (ale systematycznie rosnącego) poziomu inflacji bazowej RPP nie zostanie obojętna na wzrost wskaźnika CPI i nadal będzie kontynuowała cykl podwyżek – według naszej prognozy w ciągu kolejnych 12 miesięcy podniesie stopy o 100 bps.

POLITYKA MONETARNA

Zaskakująca decyzja RPP

Stopy procentowe miały pójść w górę i poszły, tyle tylko, że o miesiąc wcześniej niż spodziewała się tego większość analityków. Samo zacieśnienie polityki pieniężnej jest decyzją słuszną, natomiast zastanawiać może, dlaczego RPP zdecydowała się na ten krok już w czerwcu i czy reakcja Rady nie była nieco zbyt nerwowa. Trzeba przy tym zakładać, że celem RPP nie było zaskoczenie uczestników rynku, gdyż członkowie Rady z pewnością wiedzą, że przewidywalność ich decyzji zwiększa skuteczność polityki pieniężnej. Choć pewien wpływ na termin decyzji RPP mogła mieć chęć oderwania się od cyklu wyznaczonego przez kolejne projekcje inflacyjne, to o tym niespodziewanym wzroście aktywności Rady musiały zapewne przesądzić dużo bardziej fundamentalne czynniki. Już sam fakt, że dość „gołębio” do niedawna postrzegana Rada zaskakuje rynek swą zdecydowaną postawą wzbudza pewien niepokój. Może to bowiem sugerować, że zagrożenia ze strony inflacji są dużo większe niż się powszechnie sądzi i że faza bezinflacyjnego wzrostu szybko zbliża się do końca. Parafrazując Marka Twaina można więc powiedzieć, że wszelkie doniesienia o śmierci inflacji okazały się mocno przesadzone.

Ani oficjalny komunikat Rady, ani też wypowiedzi jej członków na konferencji prasowej, nie dały jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, co przesądziło o terminie podwyżki. Komunikat uzasadnia tę decyzję większym prawdopodobieństwem tego, że w średnim okresie inflacja ukształtuje się powyżej a nie poniżej celu NBP. Sęk jednak w tym, że prawdopodobieństwo to bardzo podobnie było oceniane też w maju, lecz wówczas większość Rady odrzuciła wnioski o podwyżkę stóp. W wyjaśnieniu tej zagadki niewiele pomógł przewodniczący RPP, który na konferencji prasowej, po odczytaniu oficjalnego komunikatu, ograniczył się do wskazania tylko jednego czynnika („ogromny potencjał restrukturyzacyjny” drzemiący w polskiej gospodarce) przemawiającego przeciw zacieśnianiu polityki pieniężnej. Może to sugerować, że podobnie jak w kwietniu decyzja o podniesieniu stóp podjęta została pomimo sprzeciwu szefa NBP. Nie jest to chyba najlepsza sytuacja na starcie kadencji nowego prezesa banku centralnego.

Co spowodowało podwyżkę stóp?

Poszukując uzasadnienia dla niedawnej podwyżki stóp należy przede wszystkim wskazać na dynamikę płac i rozwój sytuacji na rynku pracy. Z opisu dyskusji na majowym posiedzeniu RPP wynika, że członkowie Rady zgodzili się co do tego, że procesy zachodzące na rynku pracy stanowią najwięk-

sze zagrożenie dla stabilności cen. Rolę tempa wzrostu płac bardzo silnie podkreślił prof. Jan Czekaj, stwierdzając, że warunkiem oddalenia perspektywy zacieśnienia polityki pieniężnej byłoby zwolnienie dynamiki wzrostu wynagrodzeń. Jak wiadomo, warunek ten nie został jednak spełniony, gdyż roczny wskaźnik wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł do 8,9%. Połączenie tej informacji z danymi o szybkim nadal wzroście zatrudnienia, dużym spadku bezrobocia i dość wolnym wzroście produkcji przemysłowej z pewnością wpłynęło na nastawienie członków RPP, zwłaszcza jeśli uwzględni się, że swe decyzje podejmowali oni w atmosferze nasilającej się akcji strajkowej w służbie zdrowia i rosnących roszczeń płacowych w niemal całym sektorze publicznym. Szczególnie niepokojący dla RPP jest zapewne coraz szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy, który grozi nie tylko wzrostem inflacji, ale też osłabieniem naszej konkurencyjności zewnętrznej.

Drugim czynnikiem, który mógł mieć duży wpływ na decyzję o podwyżce stóp, jest umacniające się przekonanie większości członków RPP, że obecne tempo wzrostu PKB jest istotnie wyższe od potencjalnego. Było to oczywiste w I kwartale przy wzroście PKB szacowanym na 7,4%, ale w ocenie Rady podobna sytuacja utrzyma się także w następnych kwartałach. Ważną nowością w ostatnim komunikacie RPP jest wyraźne stwierdzenie, że pozytywne efekty globalizacji nie wystarczą już do pełnego skompensowania proinflacyjnych skutków narastania luki popytowej. Choć relacja między rzeczywistym i potencjalnym tempem wzrostu jest jednym z kluczowych czynników uzasadniających zmianę stóp procentowych, to ze względu na pewną arbitralność w ocenie tej relacji czynnik ten nie jest zbyt pomocny przy wskazywaniu konkretnego terminu zacieśnienia polityki pieniężnej.

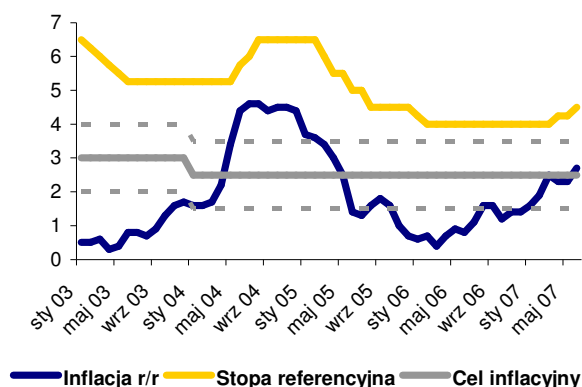
Kolejnym elementem, który mógł skłonić RPP do zajęcia bardziej zdecydowanej postawy jest ocena perspektyw kształtowania się sytuacji fiskalnej. Pomimo bardzo dobrej bieżącej sytuacji budżetu Rada mogła poczuć się zaniepokojona licznymi wezwaniami do konsumowania „owoców wzrostu”, mało ambitnymi planami ograniczania nierównowagi fiskalnej (utrzymanie 30 mld „kotwicy”) oraz skutkami decyzji o redukcji składki rentowej. Podkreślenie w oficjalnym komunikacie, że Rada będzie bacznie obserwować stopień ekspansywności polityki fiskalnej, można potraktować jako rodzaj ostrzeżenia pod adresem rządu i wszystkich potencjalnych konsumentów „owoców wzrostu”, że mogą one zostać zatrute „jadem” inflacji. Bez odpowiedniego wsparcia ze strony władz fiskalnych NBP może być zmuszony do bardziej zdecydowanego zacieśnienia polityki pieniężnej, co z kolei prowadziłoby do uzyskania subop-

Lipiec 2007

tymalnego dla perspektyw wzrostu kształtu całej polityki makroekonomicznej.

Poszukując uzasadnienia dla terminu ostatniej podwyżki stóp procentowych NBP można też przytoczyć wypowiedź prof. Andrzeja Sławińskiego wskazującą na małą wartość opcji czekania z podjęciem takiej decyzji w sytuacji, gdy zwiększa się ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego. Dość powszechnie zakłada się, że lipcowa projekcja inflacyjna pokaże nieco wyższą ścieżkę i dlatego RPP uznała najwyraźniej, że nie ma potrzeby czekać na formalne potwierdzenie tych przewidywań. Nie można też wykluczyć, że na swym ostatnim posiedzeniu Rada miała już wstępne sygnały o możliwym dość znacznym przyspieszeniu inflacji w czerwcu (co niedawno potwierdziła prognoza Ministerstwa Finansów) i chciała na to zareagować z pewnym wyprzedzeniem.

W sytuacji, gdy wszelkie decyzje RPP są wynikiem głosowania dziesięciu jej członków bardzo trudno jest jednoznacznie wskazać czynniki, które przesądziły o takim, a nie innym rozstrzygnięciu. Można tylko przypuszczać, że wymienione powyżej czynniki miały dość istotny wpływ na wybór dokonany przez poszczególnych członków Rady. Dość jednoznaczna jest natomiast wymowa ostatniej decyzji RPP. Nowa większość, jaka ukształtowała się w Radzie, najwyraźniej chce pokazać, że jest gotowa do zdecydowanego, a czasem nawet zaskakującego, działania w celu ograniczenia wzrostu inflacji. Przez swą decyzję Rada wysłała też sygnał do rządu i do partnerów społecznych, że oczekuje wsparcia w swych wysiłkach na rzecz ograniczenia inflacji i że bez odpowiedniego współdziałania może dojść do ukształtowania się niewłaściwego *policy mix*.



Będą kolejne podwyżki, ale kiedy?

Dość zaskakująca decyzja podjęta w czerwcu poważnie skomplikowała formułowanie oczekiwań co do dalszych kroków, jakie może podjąć RPP. Potwierdzone zostały wprawdzie oceny, że rozpoczął się cykl podwyżek stóp i że w najbliższych kwartałach dojdzie do dalszego znacznego zacieśnienia polityki pieniężnej (do połowy przyszłego roku stopy procentowe mogą wzrosnąć do poziomu około 5,5%), ale dużo trudniej jest teraz przewidzieć dokładne terminy i skalę kolejnych zmian stóp. W reakcji na decyzję RPP krótki koniec krzywej rentowności przesunął się w górę o około 10-15 punktów bazowych i tym samym wzrosły oczekiwania, że do następnej podwyżki stóp dojdzie już w lipcu. Uzasadnieniem dla takiej decyzji mogłoby być wysoki poziom bieżącego wskaźnika CPI (pierwsze od ponad dwóch lat przekroczenie poziomu celu NBP) oraz bardziej niepokojący wynik nowej projekcji inflacyjnej. Nie można jednak też wykluczyć, że w opinii RPP „wyprzedzająca” podwyżka wprowadzona w czerwcu wyeliminowała potrzebę dokonania kolejnego ruchu już w lipcu. Gdyby bowiem Rada dostrzegała potrzebę tak szybkiego podnoszenia stóp, to mogła przecież równie dobrze zdecydować się na jednorazową podwyżkę o 0,5 pkt. proc. w czerwcu lub w lipcu. W takiej sytuacji prawdopodobieństwo tego, że już w końcu lipca stopy procentowe wzrosną o kolejne 25 punktów bazowych można chyba ocenić na około 50%. Gdyby jednak doszło do tej podwyżki, to można byłoby uznać to za potwierdzenie, że większość członków Rady z dość dużym niepokojem uświadomiła sobie, że RPP zbyt późno zaczęła reagować na rosnące zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego i dlatego teraz potrzebne są tak zdecydowane działania. Większa agresywność w zacieśnianiu polityki pieniężnej może być również odzwierciedleniem poglądu (przedstawionego niedawno w ciekawym artykule prof. Wojtyny), że przy spłaszczonej krzywej Philipsa zapewnienie skuteczności w realizacji celu inflacyjnego wymaga bardziej radykalnych podwyżek stóp. RPP z uwagą obserwuje też zapewne poczynania innych banków centralnych (w tym zwłaszcza EBC oraz Banku Anglii i Szwajcarskiego Banku Narodowego), które pomimo dość umiarkowanych poziomów bieżącej inflacji konsekwentnie podnoszą stopy procentowe.

Czy Rada powinna być bardziej przewidywalna?

Brak dostatecznej wiedzy o czynnikach, jakie przesądziły o terminie ostatniej podwyżki stóp nie pozwala na jednoznaczną ocenę tej decyzji. Dość zaskakujący wybór tego terminu i brak w pełni satysfakcjonującego uzasadnienia podjętej decyzji z pewnością nie przyczynią się do polepszenia ocen polityki informacyjnej NBP. Można z dużym przekonaniem

Lipiec 2007

twierdzić, że odłożenie tej decyzji do lipca nie miało by istotnego wpływu na perspektywy kształtowania się inflacji, natomiast pozwoliłoby uniknąć zbędnych zakłóceń w komunikacji z rynkiem. Trzeba bowiem pamiętać, że możliwość trafnego przewidywania reakcji banku centralnego pozwala na skrócenie procesu transmisji impulsów monetarnych i tym samym zwiększa skuteczność prowadzonej polityki pieniężnej. Z drugiej jednak strony dobrze się stało, że większość członków RPP najwyraźniej doszła do przekonania, że nawet w warunkach globalizacji i przy istnieniu różnych „poduszek bezpieczeństwa” stabil-

ność cen nie jest czymś danym raz na zawsze i stąd trzeba aktywnie zabiegać o jej utrzymanie. Moim zdaniem lepiej byłoby, gdyby Rada dała wyraz temu przekonaniu już wkrótce po pojawieniu się pierwszej bardzo niepokojącej projekcji inflacji (co pozwoliłoby teraz uniknąć tych nieco nerwowych ruchów), ale lepiej późno, niż wcale. Można sobie tylko życzyć, aby również rząd uświadomił sobie wreszcie, że dobra koniunktura i wysokie wpływy do budżetu też nie są nam dane raz na zawsze i że trzeba wykorzystać obecną sytuację do bardziej zdecydowanego ograniczenia nierównowagi fiskalnej.

POLITYKA FISKALNA

Budżet prawie zrównoważony?

Ze wstępnych szacunków MF wynika, że deficyt budżetu państwa po pierwszym półroczu 2007 mieścił się w przedziale od 3,75 do 3,9 mld zł (12,5 – 13% planu rocznego). Sugeruje to, że w samym czerwcu osiągnięto nadwyżkę dochodów nad wydatkami sięgającą blisko 500 mln zł. Tym samym czerwiec stał się już trzecim w tym roku miesiącem, w którym budżet zamknął się dodatnim saldem (nadwyżki wynoszące około 3 mld zł odnotowano w styczniu i kwietniu). Tak komfortowej sytuacji Ministerstwo Finansów nie miało już od bardzo wielu lat. Nie wykluczamy, że rzeczywisty wynik budżetu po 6 miesiącach okaże się nieco lepszy od często zbyt konserwatywnych wstępnych szacunków MF i będzie bliższy 3 mld zł. Trzeba też pamiętać, że w czerwcu nie wpłynęła do budżetu planowana wstępnie na ten okres wpłata z zysku NBP (ponad 2,4 mld zł). Wynika to zapewne z procedury zatwierdzania bilansu NBP, ale nie można też wykluczyć, że opóźnienie tej wpłaty jest wynikiem uzgodnień między MF i NBP. Po uwzględnieniu tej wpłaty budżet państwa po pierwszym półroczu byłby rzeczywiście prawie zrównoważony (deficyt niższy od 1 mld zł?), co oczywiście jeszcze bardziej rozbudziłoby apetyty na konsumowanie „owoców wzrostu”. Budżet może jednak zbliżyć się do pełnej równowagi już w końcu tego miesiąca, jeśli (m.in. dzięki wpłacie z NBP) powtórzy się sytuacja z lipca ub. roku, kiedy to osiągnięto około 2 mld zł nadwyżki.

Wstępne informacje o bardzo dobrych wynikach I półrocza raz jeszcze potwierdzają wiarygodność ocen przedstawicieli MF, że deficyt budżetu państwa na koniec tego roku może być o około 20% niższy od planowanego. Przy utrzymaniu dotychczasowych trendów wynik ten mógłby zapewne być jeszcze lepszy, ale przed nadmiernym optymizmem ostrzegają co najmniej dwa czynniki. Pierwszym z nich jest ostateczne uchwalenie obniżki składki rentowej. Oznacza to, że do końca roku budżet państwa będzie musiał pokryć spowodowany tą decyzją ubytek dochodów poprzez przekazanie do FUS dodatkowych środków o wartości około 3,3 mld zł. Drugim czynnikiem ograniczającym optymizm może być podana przez wiceminister Suchocką-Roguską informacja, że dobry wynik osiągnięty w czerwcu był w głównej mierze efektem znacznie niższych od planowanych wydatków. Sugeruje to, że umocniła się widoczna już w poprzednich miesiącach tendencja, zgodnie z którą, to wcale nie „dywidenda wzrostu” (w postaci dużo wyższych dochodów), lecz dyscyplina w wydatkach w największym stopniu przyczynia się do obniżenia deficytu. Można się obawiać, że względu na cykl uruchamiania wydatków i rosnące naciski polityczne na ich zwiększenie, w II połowie roku doj-

dzie do odrobienia znacznej części zaległości w wydatkach, natomiast w warunkach słabnącego nieco tempa wzrostu gospodarczego trudno będzie liczyć na równoczesne zwiększenie dynamiki dochodów.

Pięć łatwych miesięcy

Oficjalne dane na temat wyników budżetu po pięciu miesiącach tego roku potwierdzają, że w maju utrzymały się korzystne tendencje w kształtowaniu się dochodów i wydatków fiskalnych. Skumulowany deficyt osiągnął zaledwie 14,2% wielkości planowanej na cały rok i był ponad trzykrotnie niższy od niedoboru odnotowanego w tym samym okresie ubiegłego roku. W samym maju deficyt wyniósł tylko około 2,2 mld zł i był również znacznie niższy niż przed rokiem. Na bardzo wysokim poziomie pozostawała nadal dynamika wpływów podatkowych, w tym zwłaszcza z podatków dochodowych. W okresie od stycznia do maja dochody z CIT były o blisko 30% wyższe niż przed rokiem, a dochody z PIT o ponad 39% (w tym ze zryczałtowanego podatku dochodowego o ponad 52%). Wpływy z podatków pośrednich wzrosły w tym okresie o niecałe 17%, w tym z akcyzy tylko o około 12%. W sumie w okresie do końca maja zrealizowano już 44,5% zaplanowanych na ten rok wpływów z podatków i 42,8% całości oczekiwanych dochodów. Na dobry wynik budżetu złożył się też niski stan zaawansowania wydatków, który po 5 miesiącach osiągnął 39,5% przewidzianej w ustawie wielkości. Najmniejsze postępy osiągnięto w realizacji wydatków majątkowych (zaledwie 11,1% planu rocznego), ale znacznie poniżej planowanych poziomów utrzymywały się też wydatki na dotacje dla funduszy celowych i na obsługę długu krajowego.

Szacunkowe wykonanie budżetu państwa do maja 2007r.

	mIn PLN	% planu
Dochody, w tym:	98019.6	42.8%
Podatki pośrednie	60033.7	43.3%
Akcyza	19173.9	42.4%
CIT	10771.2	48.8%
PIT	14640.2	46.3%
Wydatki	102284.7	39.5%
Obsługa długu krajowego	8125.6	37.3%
Obsługa długu zagranicznego	3621.3	57.8%
Dotacja dla FUS	6592.8	32.1%
Subwencja samorządowa	18483.1	50.2%
Deficyt	4265.1	14.2%

Źródło: Ministerstwo Finansów

Lipiec 2007

Dobre wyniki także samorządach

Bardzo dobra sytuacja gospodarcza znalazła również swe odbicie w budżetach jednostek samorządu terytorialnego (jst). W I kwartale zamknęły się one nadwyżką sięgającą blisko 8,1 mld zł, czyli o około 2,2 mld zł więcej niż w tym samym okresie 2006 r. Podobnie jak na szczeblu centralnym największy wpływ na dobre wyniki jst miał niski stopień realizacji planu wydatków (19,3%). Był to jednak poziom identyczny jak w I kw. 2006 r., podczas gdy nieco wyższe (27,6% wobec 26,7% w ub. roku) okazało się zaawansowanie planu dochodów. Odzwierciedleniem dobrej sytuacji finansowej jst jest bardzo wysoki przyrost ich depozytów na rachunkach bankowych. Od końca ub. roku do końca maja zwiększyły się one aż o 9,1 mld zł, co oznacza, że w tym okresie jst stały się głównym źródłem nowych środków na finansowanie akcji kredytowej banków. Z samego faktu uzyskania przez budżety jst nadwyżki w pierwszej części roku nie należy jednak wysuwać zbyt daleko idących wniosków, gdyż zgodnie z utrwaloną już tradycją największa część wydatków jst realizowana jest w ostatnim kwartale (w ub. roku było to ponad 1/3 ogółu wydatków i aż 54% wydatków majątkowych). Ze względu na większą niż w budżecie państwa sztywność w strukturze dochodów (duży udział dotacji i subwencji) jst nie mogą liczyć na duże pozytywne niespodzianki po stronie wpływów do ich budżetów, natomiast w drugiej części roku z pewnością dojdzie do znacznego przyspieszenia tempa wzrostu wydatków. Choć mało realne jest, że na koniec roku ujemny wynik jst osiągnie planowany na ten rok poziom 11 mld zł, to uważamy, że ze względu choćby na rosnącą dynamikę absorpcji środków unijnych tegoroczny deficyt jst może być wyższy od ubiegłorocznego, który wyniósł 3 mld zł. Oznacza to, że mało realne jest zawarte w ostatniej aktualizacji Programu konwergencji założenie, że dodatni wynik jst (na poziomie około 0,2% PKB) przyczyni się do obniżenia deficytu całego sektora finansów publicznych.

Wygrana batalia o obniżkę składki rentowej

15 czerwca Sejm bez głosu sprzeciwu przyjął rządowy projekt ustawy obniżającej składkę rentową o 3 pkt. proc od 1 lipca tego roku i o kolejne 4 punkty od początku 2008 r. Taki wynik głosowania maskuje przetargi polityczne, jakie toczyły się niemal do ostatniej chwili w celu uzyskania poparcia partnerów koalicyjnych. Główną ceną, jaką rząd musiał zapłacić za to poparcie było wyrażenie zgody na wprowadzenie dodatkowej ulgi podatkowej dla rodzin z dziećmi. Ostateczna decyzja co do kształtu tej ulgi jeszcze nie zapadła, ale jej koszt oszacowano wstępnie na około 2,7 mld zł. Obniżka składki rentowej uzyskała w końcu tak szerokie poparcie w parlamencie, gdyż żadna

z liczących się sił politycznych nie chciała odrzucić projektu ustawy pozwalającej na faktyczne zwiększenie wynagrodzeń wielu milionów wyborców. Choć w pierwotnym zamyśle obniżka kosztów pracy miała być w głównej mierze działaniem służącym promocji zatrudnienia, to poprzez zmianę proporcji, w jakiej z redukcji składek korzystają pracodawcy i pracownicy, stała się ona przede wszystkim sposobem na zwiększenie płac netto. Wzrost wynagrodzeń „na rękę” został wprost uznany za istotę zmniejszenia klina podatkowego w jednym z wywiadów udzielonych przez wicepremier Zytę Gilowską. Dość symptomatyczne jest, że parlament zgodził się obniżenie dochodów publicznych o około 20 mld zł rocznie, choć w uzasadnieniu projektu ustawy rząd nie podjął nawet próby oszacowania wpływu redukcji składki rentowej na zmniejszenie bezrobocia. Niewspółmierność nakładów do wyników to jeden z głównych powodów krytyki wybranej metody obniżki kosztów pracy przez część środowiska ekonomistów. Na przykład, zdaniem b. ministra finansów M. Gronickiego taką samą poprawę sytuacji na rynku pracy można byłoby uzyskać wielokrotnie niższym kosztem skupiając się na tworzeniu lepszych warunków dla zatrudniania absolwentów i osób długo poszukujących pracy. Innym powodem do uzasadnionej krytyki jest procykliczny charakter redukcji składki w sytuacji, gdy wzrost popytu wewnętrznego znacznie przewyższa tempo wzrostu PKB, a dobra koniunktura i tak już pozwala na osiąganie rekordowo wysokiego tempa wzrostu zatrudnienia. Podzielamy opinię, że w tej sytuacji dużo lepiej byłoby dążyć do maksymalnej redukcji deficytu fiskalnego (w tym także przez ograniczanie wzrostu wydatków) i powstrzymania wzrostu długu publicznego.

Niezależnie od licznych wątpliwości co do efektywności, formy i terminu redukcji klina podatkowego doprowadzenie do wdrożenia tego projektu trzeba uznać za osobisty sukces wicepremier Gilowskiej. Nie można wykluczyć, że jest ona w pełni świadoma pewnej ułomności tego rozwiązania, ale być może uznała, że w sytuacji, gdy w jej ocenie warunki polityczne nie pozwalają na ograniczanie wydatków, jest to jedyna droga do rozpoczęcia procesu zmniejszania redystrybucyjnej roli państwa. Czas pokaże, na ile trwale okaże się to obniżenie obciążeń podatkowych i czy w okresie gorszej koniunktury dojdzie do ich ponownego wzrostu, czy też do niezbędnego dostosowania po stronie wydatków. Pewnym niepokojącym sygnałem są już propozycje zwiększenia składki zdrowotnej, których realizacja mogłaby albo jeszcze bardziej pogłębić deficyt fiskalny, albo też spowodować, że to co „fiskus” oddał obywatelom, zostałoby im ponownie odebrane. Analizy przeprowadzone niedawno przez Komisję Europejską potwierdziły, że najlepszą drogą do ograniczenia nierównowagi fiskalnej jest zmniejszenie wydatków bieżących. Te same analizy pokazały też, że najczęstszą przyczyną niepowodzenia prób uzdrowienia finansów publicz-

Lipiec 2007

nych jest szybki wzrost wydatków na cele socjalne i na ochronę zdrowia, do jakiego dochodzi wkrótce po zakończeniu działań dostosowawczych. Dobrze byłoby, aby osoby odpowiedzialne za sanację naszych

finansów publicznych uważnie zapoznały się z wynikami badań przedstawionymi w opracowaniu Komisji Europejskiej.

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

Stopy procentowe w strefie euro jeszcze wzrosną

Zgodnie z oczekiwaniami lipcowe posiedzenie Rady Gubernatorów ECB nie przyniosło zmiany stóp procentowych. W oficjalnym komunikacie opublikowanym po tym spotkaniu nie wspomniano o potrzebie zachowania wzmożonej czujności (*strong vigilance*), co daje niemal 100% gwarancję, że stopy ECB nie ulegną zmianie również w sierpniu. Jednocześnie jednak w komunikacie ponownie stwierdzono, że nadal przeważa ryzyko dalszego wzrostu cen, w związku z czym konieczne jest uważne obserwowanie wszelkich zjawisk, które mogą zagrozić długookresowej stabilności cen. Jest to dość wyraźna zapowiedź kontynuacji cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, choć zgodnie z oczekiwaniami ECB stara się stopniowo przygotować rynek do sytuacji, w której język jego komunikatów stanie się nieco mniej klarowny, gdyż kierunek dalszych zmian stóp procentowych będzie mniej oczywisty. Podkreślił to w swej wypowiedzi sam szef ECB ostrzegając przed przywiązywaniem nadmiernej wagi do poszczególnych słów (takich choćby, jak ponownie pominięty przysłówek „bardzo” w odniesieniu do uważnego obserwowania wydarzeń). J-C Trichet potwierdził jednak, że określenie *strong vigilance* nadal zachowuje swe dotychczasowe znaczenie. Dość jednoznacznie zasignalizował też kolejną podwyżkę stóp stwierdzając, że intencją władz ECB nie jest w żadnej mierze wpływanie na zmianę obecnych oczekiwań rynkowych wskazujących na bardzo duże prawdopodobieństwo wzrostu stóp we wrześniu. Na sierpień nie jest wprawdzie planowana tradycyjna konferencja prasowa, ale J-C Trichet zapewnił, że ECB znajdzie odpowiedni sposób dla przekazania rynkowi swych intencji. Jeden z analityków zażartował w związku z tym, że wystarczy przecież, aby szef ECB wysłał ze swych wakacji kartkę pocztową z jednym tylko słowem („*vigilance*”). Przewidujemy, że w tym roku stopy procentowe w strefie euro wzrosną jeszcze dwukrotnie - we wrześniu i w grudniu (w obu przypadkach po 0,25 pkt. proc.) i że na tym zakończy się obecny cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Ten scenariusz mógłby ulec pewnym modyfikacjom (raczej w odniesieniu do terminów, a nie oczekiwanych poziomów), gdyby doszło do dalszego znacznego wzrostu kursu euro do dolara. ECB nie zdradzał do tej pory żadnego zaniepokojenia siłą swej waluty, ale gdyby kurs euro doszedł np. do poziomu powyżej 1,40, niepokój taki mógłby się pojawić. ECB twierdzi wprawdzie, że nie będzie reagował na coraz liczniejsze naciski polityczne na zajęcie się sprawą kursu, ale też nie może całkowicie ignorować wpływu apre-

cji na ogólny poziom restrykcyjności polityki pieniężnej.

Gospodarka strefy euro nadal mocna

Głównym powodem do oczekiwań dalszego wzrostu stóp procentowych jest utrzymujący się nadal w strefie euro wysoki stopień aktywności gospodarczej. Już od początku ubiegłego roku tempo wzrostu PKB utrzymuje się na poziomie przekraczającym wzrost potencjalny, co doprowadziło do rekordowo wysokiego stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych (84,8% wg danych UE). Pomimo znacznego zacieśnienia polityki pieniężnej i umocnienia się euro nie widać do tej pory wyraźnych oznak osłabienia dynamiki wzrostu. Tempo wzrostu PKB w II kwartale szacowane jest na około 0,7% (kw/kw), a w całym roku na 2,7%. Dobre perspektywy strefy euro widoczne są przede wszystkim w utrzymujących się na wysokich poziomach wskaźnikach koniunktury. Publikowany przez Komisję Europejską wskaźnik ESI obniżył się wprawdzie w czerwcu o 0,4 pkt. (do 111,7 pkt.), ale nadal pozostał na poziomie sygnalizującym kontynuację silnego ożywienia w dalszej części tego roku. Na podobny trend wskazuje też zagregowany indeks PMI, który w czerwcu wzrósł z 56,8 do 57,8 pkt. Ta poprawa była w głównej mierze zasługą lepszych ocen sytuacji w przemyśle, choć nadal perspektywy tego sektora oceniane są nieco gorzej niż sektora usług. Produkcja przemysłowa w strefie euro spadła w kwietniu o 0,8% (m/m), ale dzięki, między innymi, ponownemu wzrostowi produkcji w Niemczech (o 1,9% m/m i 4,6% r/r) w maju odnotowano znów wzrost o 0,9% m/m (co jednak wciąż oznacza tylko 2,5% r/r). Głównym motorem ożywienia pozostają nadal szybko rosnące inwestycje (wzrost o 7,2% r/r w I kw.), natomiast ciągle słabo zachowuje się konsumpcja prywatna. Obciążona skutkami podwyżki VAT w Niemczech spadła ona w I kw. w całej strefie euro o 0,1%. Spadki sprzedaży detalicznej w kwietniu i w maju sugerują, że również w II kwartale nie doszło do oczekiwanego ożywienia konsumpcji. Kontrastuje to z utrzymującymi się na bardzo wysokich poziomach (w Niemczech blisko rekordu sprzed 28 lat) wskaźnikami optymizmu konsumentów. Te wskaźniki pozwalają jednak oczekiwać wzrostu konsumpcji w dalszej części roku, co uczyniłoby wzrost bardziej zrównoważonym, ale jednocześnie mogłoby zwiększyć obawy ECB o nasilenie się presji inflacyjnej. Jedną z przyczyn względnej słabości konsumpcji jest wciąż bardzo niskie tempo wzrostu płac. W I kwartale było ono nawet nieco niższe niż w IV kw. ubiegłego roku (odpowiednio 2,2% i 2,3%). Może to dziwić w sytuacji, gdy bezrobocie w strefie euro spadło do

Lipiec 2007

rekordowo niskiego poziomu (7% w maju). ECB wciąż podkreśla, że zbyt szybki wzrost płac może stać się jednym z głównych źródeł ryzyka dla stabilności cen, ale póki co jest to wciąż jeszcze tylko zagrożenie potencjalne. Uzgodniona niedawno w Niemczech 4,5% podwyżka dla niektórych grup pracowników kolei i wcześniejsze dość wysokie podwyżki w branży metalowej pokazują jednak, że są pewne realne podstawy do obaw o wzrost presji płacowej. Fakt, że ECB reaguje podwyżkami stóp procentowych na samo zagrożenie wzrostem płac pozwala lepiej zrozumieć dość zdecydowaną reakcję RPP na statystycznie udokumentowane już znaczne przyspieszenie dynamiki płac w Polsce.

Umiarkowane nadal tempo wzrostu kosztów pracy w strefie euro pozwala na utrzymanie konkurencyjności zewnętrznej. W kwietniu ponownie osiągnięto nadwyżkę w bilansie handlowym, a roczne tempo wzrostu eksportu nadal przekraczało 9% (choć w ujęciu m/m spadło do 0,6%). Odnotowany w maju znaczny wzrost nadwyżki handlowej Niemiec wskazuje na kontynuację pomyślnych trendów i pozwala oczekiwać, że wkład eksportu netto do wzrostu PKB w całej strefie euro będzie w II kwartale tego roku dodatni. Wskaźniki inflacji bieżącej i bazowej od lutego ustabilizowały się na poziomie 1,9%, a w najbliższych miesiącach mogą nawet nieco się obniżyć. ECB nakłania jednak do tego, by nie kierować się krótkookresowymi wahaniami w poziomie inflacji, lecz patrzeć na średniookresowe trendy, które spowodują ponowny wzrost inflacji w dalszej części tego roku. W opinii ECB potrzebę dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej dość jednoznacznie uzasadniają też tendencje w kształtowaniu się agregatów monetarnych (ponowny wzrost dynamiki M3 do 10,7% w maju) i bardzo szybki wzrost kredytu dla przedsiębiorstw (12,6%).

Wyższe stopy również w innych krajach europejskich

Tendencja do zacieśniania polityki pieniężnej widoczna jest nie tylko w Polsce i w strefie euro, ale też w wielu innych państwach europejskich. Pomimo dalszego spadku inflacji (do 2,5% w maju) i bardzo umiarkowanej dynamiki wzrostu płac Bank Anglii podniósł na początku lipca swą stopę referencyjną do poziomu 5,75%. Uzasadnieniem dla tej decyzji (oprócz bieżącej inflacji wciąż przekraczającej poziom celu ustalonego na 2%) były głównie obawy o wzrost presji inflacyjnej w sytuacji, gdy gospodarka funkcjonuje przy prawie pełnym wykorzystaniu mocy i gdy pomimo wcześniejszych podwyżek stóp nie widać wyraźnych oznak osłabienia tempa wzrostu PKB i dynamiki konsumpcji. Po nieudanej próbie podniesienia stóp już w czerwcu (wniosek popierany przez Mervyna Kinga nie uzyskał wówczas wymaganej większości) ostatnia decyzja MPC była w pełni oczekiwana przez rynek. Warto zwrócić uwagę, że jedną z

przyczyn odłożenia tej decyzji była obawa przed negatywnymi skutkami zaskoczenia uczestników rynku (co mogłoby przyczynić się do zbyt dużego przesunięcia się krzywej rentowności).

Zgodna z oczekiwaniami rynku była też podjęta 14 czerwca przez zarząd Szwajcarskiego Banku Narodowego decyzja o podniesieniu stopy referencyjnej do poziomu 2,5%. Głównym uzasadnieniem tej decyzji (podjętej pomimo bardzo niskiego poziomu bieżącej inflacji) są oficjalne prognozy wskazujące na to, że nawet przy tym poziomie stóp procentowych nie dojdzie do powstrzymania wzrostu inflacji. Tempo wzrostu PKB w I kwartale osiągnęło 3,2% (kw/kw), a w całym 2007 r. prognozowane jest na 2,5% (czyli nadal wyraźnie powyżej potencjału). Bardzo wysoki jest stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (88,5% w maju), a stopa bezrobocia obniżyła się do zaledwie 2,8%. Przy bardzo dużym stopniu otwartości gospodarki szwajcarskiej ważnym powodem do niepokoju o dalsze kształtowanie się dynamiki wzrostu cen jest też utrzymująca się wciąż słabość franka szwajcarskiego (wynikająca w dużej mierze z szerokiego wykorzystywania tej waluty w transakcjach typu carry trade). W tych warunkach powszechnie oczekuje się kontynuacji cyklu podwyżek stóp procentowych w Szwajcarii. Według naszych ocen do końca roku stopa referencyjna (o dokładniej mówiąc środek przedziału dla preferowanego korytarza 3-miesięcznego LIBORU dla CHF) może wzrosnąć do poziomu 3%.

Innym przykładem potwierdzającym narastanie obaw o wzrost inflacji jest dokonana 19 czerwca podwyżka stóp procentowych w Szwecji (do poziomu 3,5%). Jednocześnie Riksbank zasygnalizował, że do końca roku jego stopa referencyjna może wzrosnąć do poziomu około 4%. Pomimo dość niskiej bieżącej inflacji i pewnego zwolnienia dynamiki wzrostu PKB w I kwartale (0,6% kw/kw wobec 0,9% w IV kw. 2006 roku) władze monetarne Szwecji obawiają się skutków narastania presji kosztowej związanej głównie z zacieśniającą się sytuacją na rynku pracy i rosnącym poziomem płac. Innym powodem do niepokoju jest nieco bardziej ekspansywny od oczekiwanego charakter polityki fiskalnej (co w warunkach szwedzkich oznacza jednak tylko osiągnięcie nieco mniejszej nadwyżki budżetowej).

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 S.A.</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 Finlandia, Malta 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	6,23%	5,28%	3,92%	6,65%
Inflacja	2,9%	1,7%	1,9%	6,6%
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%

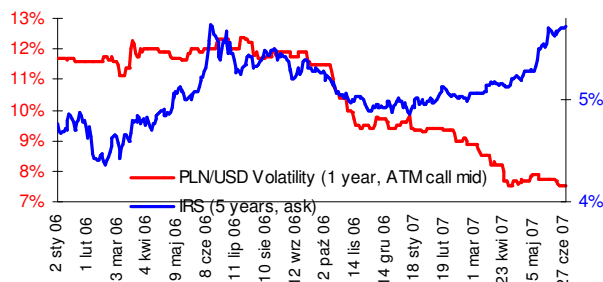
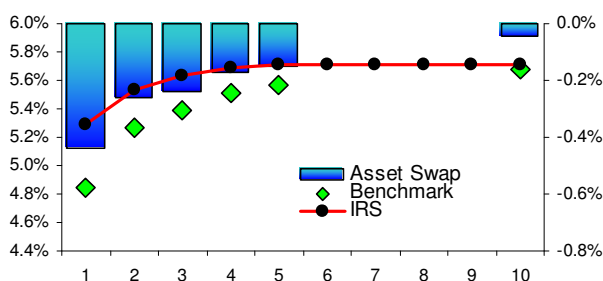
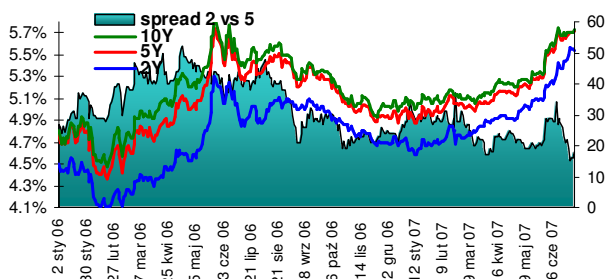
Objaśnienia:

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.

Lipiec 2007

NA RYNKU



Fixed Income

Ostatnie tygodnie to okres gwałtownego wzrostu zmienności na rynku stopy procentowej. Po wyższych od oczekiwań danych o płacach i inflacji za maj rynek gwałtownie skorygował oczekiwania wobec dalszej skali zacieśnienia polityki pieniężnej przez RPP. Kolejna fala korekty pojawiła się po dość nieoczekiwanej podwyżce stóp już w czerwcu, podczas gdy większość uczestników rynku spodziewała się takiej decyzji dopiero w lipcu.

Przed danymi o inflacji kontrakty FRA 9x12 wyceniane były na 4,90%, w przeddzień czerwcowej podwyżki stóp na 5,34%, a obecnie (11.07.) ich cena wynosi 5,57%, co implikuje że RPP osiągnie w ciągu roku stopę repo na poziomie 5,50%.

W górę przesunął się także dłuższy koniec krzywej dochodowości. Rentowności dwuletnich swapów wzrosły od połowy czerwca o ponad 25 bps, a swapów pięcioletnich o ponad 15 bps. Ostatnie wypowiedzi członków RPP sugerują, że rynek prawidłowo wycenia skalę zacieśnienia polityki pieniężnej, jednak podwyżki mogą być bardziej rozciągnięte w czasie.

Z tego względu, jeżeli RPP nie podniesie stóp w lipcu, to krzywa dochodowości może ulec wystromieniu. W obliczu mocnych danych o inflacji i wynagrodzeniach rynek nadal będzie bowiem wyceniał podwyżki w dotychczasowej skali, co zapobiegnie spadkowi rentowności na dłuższym końcu krzywej. Z drugiej strony brak podwyżki spowoduje spadek stawek na krótszym końcu i niepewność odnośnie następnego ruchu Rady (sierpień lub październik). Dlatego potencjalny ruch na krótszym końcu krzywej będzie zdecydowanie silniejszy niż na dłuższym końcu.

Jeżeli Rada natomiast podniesie stopy, to kolejna podwyżka oczekiwana będzie dopiero w październiku, co odpowiada obecnej wycenie rynku. Z tego powodu krzywa powinna przesunąć się równolegle w górę, a skala tego ruchu będzie istotnie mniejsza niż w przypadku braku podwyżki.

F/X

Zachowanie kursu złotego w ostatnim okresie zdominowane zostało przez dwa czynniki: umocnienie się euro wobec dolara i nieoczekiwana podwyżka stopy referencyjnej NBP, do której doszło w czerwcu. Słabość dolara wynika głównie z obaw o stan gospodarki amerykańskiej, co znalazło już swoje odzwierciedlenie w spadku rentowności amerykańskich papierów skarbowych, które ponownie zaczęły wyceniać obniżkę stóp w perspektywie roku. Na skutek zawężenia spreadu wobec oprocentowania innych walut, w tym euro, eurodolar zaczął sys-

Lipiec 2007

tematycznie tracić na wartości przebijając magiczny dotychczas poziom 1,37 za euro.

Z kolei po nieoczekiwanej podwyżce polskich stóp procentowych w czerwcu i umocnieniu się oczekiwań na kolejne podwyżki złoty stał się bardziej atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych. W ciągu trzech tygodni złoty zyskał na wartości zarówno wobec euro (1,5%) jak i dolara amerykańskiego (ponad 3%). Przejściową korektę spowodowały zawirowania polityczne związane z dymisją wicepremiera Leppera, jednak skala ruchu była w tym przypadku niewielka.

Sądzimy, że do posiedzenia Rady złoty będzie poruszał się w przedziale 3,74-3,80 za euro, a jeżeli RPP podnie-

sie stopy w lipcu lub zasugeruje taką możliwość w sierpniu to prawdopodobne jest dalsze wzmocnienie złotego do poziomu 3,70-3,72 za euro.

Dalsza aprecjacja złotego może być hamowana przez niepewność polityczną i obawę przed kolejnym kryzysem, do którego może dojść wczesną jesienią na fali dyskusji nad przyszłorocznym budżetem. Wtedy też spodziewamy się przejściowego osłabienia rodzimej waluty. Osłabienie to będzie jednak miało charakter przejściowy i według naszych prognoz kurs EURPLN na koniec roku ukształtuje się na poziomie 3,70, a USDPLN na poziomie 2,70.

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Lipiec 2007	Sierpień 2007	Wrzesień 2007	Październik 2007
Wskaźnik cen tow. i usług kons.	13	14	13	15
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	19	20	19	18
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	16	17	15
Szacunki PKB	-	30	-	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	23	23	24	23
Podaż pieniądza M3	13	14	14	14
Bilans płatniczy RP	13	13	12	12
Inflacja bazowa	23	23	24	22
Aktywa rezerwowe	6	7	7	7
Posiedzenia RPP	17 24-25	28-29	11 25-26	23 30-31
Posiedzenia ECB	5	2	6	4
Posiedzenia FED	-	7	18	30-31

źródło: GUS, NBP, ECB, Rezerwa Federalna

Szanowni Państwo!

Uprzejmie informujemy, że następne wydanie miesięcznika ukaże się w pierwszej połowie września. Wszystkim naszym Czytelnikom korzystającym z urlopów życzymy bardzo udanego wypoczynku.

Zespół redakcyjny

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.