



## MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Wrzesień 2007, Nr 74 (9)

### SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 5
Polityka fiskalna	s. 7
Otoczenie zewnętrzne	s. 9
Na rynku	s. 10
Kalendarz	s. 11
Sekcja specjalna	s. 12

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

RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI  
analityk  
tel. (22) 829 12 07  
radoslaw.cholewinski@brebank.pl

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

- Dane dotyczące PKB w II kwartale tego roku potwierdziły, że polska gospodarka pozostaje w fazie szybkiego wzrostu, ale też, że okres najwyższej dynamiki tego wzrostu mamy już zapewne za sobą. Należy się również liczyć ze stopniowym narastaniem pewnych nierównowag, co już jest widoczne na rynku pracy i w obrotach bieżących bilansu płatniczego. Wyższe od oczekiwanego tempo wzrostu w II kw. było w dużej części zasługą szybkiego przyrostu zapasów, co utrudnia ocenę perspektyw gospodarki. Korzystne dla tych perspektyw jest jednak bardzo wysokie nadal tempo wzrostu inwestycji.
- Wysoka dynamika wzrostu płac i zatrudnienia przyczynia się do szybkiego wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Od kilku kwartałów rosną one w skali całej gospodarki, a od kilku miesięcy również w sektorze produkcji przemysłowej, co może mieć negatywne konsekwencje nie tylko dla perspektyw inflacji, ale też dla konkurencyjności polskich eksporterów.
- Sierpniowa podwyżka stop procentowych NBP nie była zaskoczeniem dla uczestników rynku, którzy oczekują kontynuacji cyklu zaciśniania polityki pieniężnej również w następnych dwóch kwartałach. Najważniejszym potencjalnym zagrożeniem dla stabilności cen nadal pozostaje bardzo szybkie tempo wzrostu wynagrodzeń oraz wciąż nieco wyższe od potencjalnego tempo wzrostu PKB. Dodatkowym powodem dla kontynuowania podwyżek stóp może być perspektywa znacznego rozluźnienia polityki fiskalnej.
- Nadwyżka uzyskana po siedmiu miesiącach tego roku pokazuje, że budżet państwa nadal znajduje się w bardzo dobrej sytuacji. W nieco większym stopniu jest to wynikiem wolnej realizacji planu wydatków, niż nadwyżki po stronie dochodów. W końcowych miesiącach roku należy się liczyć ze znacznym wzrostem wydatków i ze związanym z tym zwiększeniem potrzeb pożyczkowych budżetu. Ostatnie decyzje rządu i parlamentu drastycznie zwiększające obciążenia budżetu są przykładem braku troski o stan finansów publicznych i ogromnie skomplikują opracowanie i realizację przyszłorocznego budżetu.
- Zamieszanie na rynkach finansowych spowodowane kryzysem na rynku kredytów *subprime* przyczyniło się do zawieszenia cyklu podwyżek stóp procentowych w strefie euro i do nasilenia się oczekiwań na szybką obniżkę stóp w USA. Niedawna decyzja RPP o podniesieniu stóp procentowych może sugerować, że w ocenie Rady obecny kryzys nie stwarza jeszcze większych zagrożeń dla sytuacji gospodarczej w Polsce i dla stabilności naszego systemu finansowego.

Wrzesień 2007

## GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Sie 06	Sty 07	Lut 07	Mar 07	Kwi 07	Maj 07	Cze 07	Lip 07	Sie 07
<b>PKB i produkcja</b>									
PKB				7,4%			6,1%		
Popyt krajowy				8,6%			7,5%		
Spożycie indywidualne				6,9%			6,6%		
Nakłady brutto na środki trwałe				29,6%			18,8%		
Wartość dodana				7,6%			6,2%		
w przemyśle				9,1%			7,4%		
w budownictwie				40,1%			20,1%		
w sektorze usług rynkowych				7,4%			7,2%		
Produkcja przemysłowa r/r	12,6%	15,6%	12,9%	11,3%	12,5%	8,1%	8,3%	10,4%	9,5%
Produkcja przemysłowa m/m	2,4%	-0,7%	-1,9%	14,7%	-8,6%	3,0%	2,8%	-2,0%	1,6%
Sprzedaż detaliczna r/r	11,5%	16,5%	17,5%	19,2%	15,1%	14,8%	15,2%	17,1%	16,6%
Sprzedaż detaliczna m/m	1,6%	-24,3%	-2,1%	19,6%	1,4%	1,4%	0,6%	1,8%	1,3%
<b>Rynek pracy</b>									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2611,16	2663,65	2687,48	2852,71	2786,29	2776,92	2871,34	2893,71	2860,06
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	5,1%	7,8%	6,4%	9,1%	8,4%	8,9%	9,4%	9,3%	9,5%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,0%	-12,0%	0,9%	6,1%	-2,3%	-0,3%	3,4%	0,8%	-1,2%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	3,5%	3,8%	4,3%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,7%	4,6%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,3%	1,1%	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Stopa bezrobocia	15,2%	15,1%	14,9%	14,4%	13,7%	13,0%	12,4%	12,2%	12,0%
<b>Handel zagraniczny</b>									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	195	-772	-566	-622	-700	-1 214	-1 182	-1253	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-299	-400	-143	-683	-723	-732	-557	-894	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	16,2%	13,8%	14,6%	16,5%	11,3%	12,8%	13,5%	8550	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	22,2%	12,1%	21,2%	24,9%	14,2%	18,3%	19,1%	9444	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,9%	-2,5%	-2,4%	-2,5%	-2,5%	-2,8%	-3,0%	-3,3%	
<b>Ceny</b>									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,2%	0,4%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,1%	-0,3%	-0,6%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	1,6%	1,6%	1,9%	2,5%	2,3%	2,3%	2,7%	2,3%	1,8%
Inflacja netto r/r	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,5%	1,6%	1,7%	1,5%	1,6%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,0%	0,6%	0,3%	0,5%	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%	0,0%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	3,6%	3,1%	3,5%	3,3%	2,3%	2,2%	1,6%	1,5%	1,7%
<b>Agregaty monetarne</b>									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	453,1	485,5	490,5	492,7	498,7	502,9	507,9	525,3	*
Podaż pieniądza r/r	13,0%	19,4%	17,9%	18,0%	17,8%	16,1%	16,0%	19,3%	*
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	31,1%	36,0%	38,0%	37,7%	39,0%	38,4%	37,6%	40,1%	*
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	9,8%	13,4%	15,1%	17,5%	19,2%	19,3%	22,2%	22,3%	*
Depozyty gospodarstw domowych r/r	7,3%	11,6%	12,0%	9,5%	9,2%	7,9%	5,9%	13,2%	*
Depozyty przedsiębiorstw r/r	19,3%	29,2%	30,5%	29,7%	30,2%	24,5%	23,1%	22,7%	*
<b>Kursy walutowe</b>									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,9835	3,9320	3,9175	3,8695	3,7879	3,8148	3,8190	3,7400	3,8185
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,1425	3,0400	2,9699	2,9058	2,7859	2,8360	2,8415	2,7300	2,8014
<b>Stopy procentowe</b>									
Stopa interwencyjna NBP	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,25%	4,25%	4,50%	4,50%	4,75%
Stopa lombardowa	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,75%	6,00%	6,00%	6,25%
Stopa depozytowa	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,75%	2,75%	3,00%	3,00%	3,25%
WIBOR 3M	4,22%	4,19%	4,22%	4,24%	4,40%	4,45%	4,71%	4,85%	5,03%
Rentowność obligacji 2Y	4,91%	4,30%	4,56%	4,54%	4,61%	4,58%	4,96%	5,10%	5,42%
Rentowność obligacji 5Y	5,42%	4,79%	5,03%	5,00%	5,10%	5,15%	5,52%	5,60%	5,70%
Rentowność obligacji 10Y	5,53%	5,12%	5,22%	5,19%	5,31%	5,31%	5,62%	5,70%	5,78%
<b>Gospodarka światowa</b>									
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)				3,0%			2,5%		
Stopa podstawowa ECB	3,00%	3,50%	3,50%	3,75%	3,75%	3,75%	4,00%	4,00%	4,00%
Inflacja w USA (r/r)	2,1%	2,1%	2,2%	2,8%	2,6%	2,7%	2,7%	2,4%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)				0,6%			3,9%		
Stopa docelowa Fed Funds	5,25%	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. \* Zmiana metodologii od lipca 2007.

Kursy wą oznaczono prognozy.

## GOSPODARKA POLSKA

## PKB powyżej oczekiwań

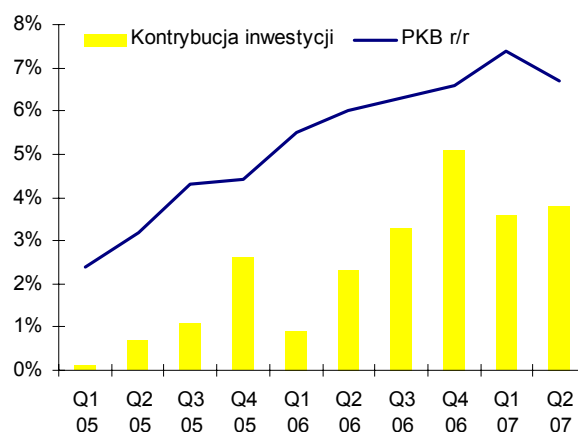
Opublikowane w końcu sierpnia dane na temat dynamiki PKB w drugim kwartale tego roku okazały się dość sporą niespodzianką. Produkt krajowy brutto wzrósł realnie o 6,7% r/r, a więc wyraźnie powyżej oczekiwań rynkowych, które kształtowały się na poziomie około 6%. Nie zmienia to jednak faktu, że po długim okresie rosnącej dynamiki wzrostu PKB w II kwartale doszło do zatrzymania tej tendencji a wynik osiągnięty w I kwartale będzie w najbliższym czasie trudny do powtórzenia. Ocenę rezultatów II kwartału utrudnia fakt, że wyższe od oczekiwanego tempo wzrostu było w głównej mierze efektem silnego wzrostu zapasów. Zmiany tej kategorii są zwykle najbardziej enigmatyczną częścią szacunków PKB, ale nie ma raczej podstaw do zakładania, że podobne tempo zwiększania zapasów utrzyma się też w następnych kwartałach. Jedną z przyczyn trudności przy prognozowaniu zmian zapasów jest to, że kategoria ta w rachunkach narodowych pełni w pewnym stopniu rolę pozycji korygującej i dość często ulega znacznym zmianom przy sporządzaniu ostatecznego szacunku PKB.

Jedną z przyczyn odnotowanego w II kwartale szybkiego wzrostu zapasów mogły być oczekiwania przedsiębiorstw na wzrost cen i związane z tym przetrzymywanie gotowych wyrobów. Najwięcej sygnałów wskazujących na tego rodzaju praktyki pochodziło z rynku materiałów budowlanych. W ostatnich miesiącach sytuacja w tym sektorze uległa jednak już wyraźnemu uspokojeniu. W II połowie roku możliwe jest osłabienie (lub nawet odwrócenie) tendencji w dynamice zapasów w skali całej gospodarki, co oczywiście przyczyniłoby się do obniżenia tempa wzrostu PKB. Gdyby nie silnie dodatnia kontrybucja zapasów, wzrost PKB w II kw. osiągnąłby jedynie około 5% (r/r), a więc byłby bliski tempu potencjalnemu, do którego tak znaczną wagę przykładają niektórzy członkowie RPP.

Wzrost inwestycji, który w I kwartale na skutek efektów statystycznych i wyjątkowo ciepłej zimy osiągnął rekordowo wysoki poziom 29,6% r/r, w II kw. nieznacznie spowolnił do 22,3% r/r. Było to zgodne z rynkowym konsensusem i pokazuje, że aktywność inwestycyjna wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie. W przedsiębiorstwach zatrudniających więcej niż 49 osób dynamika inwestycji przekroczyła nawet 30%. Na dość stabilnym poziomie utrzymuje się kontrybucja inwestycji do wzrostu PKB. W porównaniu z poprzednim okresem wzrosła ona o 0,2 pkt. proc. i

wyniosła 3,8 pkt. proc. Oznacza to, że utrwała się struktura wzrostu opartego na inwestycjach i spożyciu indywidualnym. Jednocześnie stopniowo maleje rola eksportu, który jeszcze dwa lata temu był głównym filarem dynamiki wzrostu PKB.

Niższy od oczekiwań okazał się wzrost konsumpcji, który osiągnął poziom 5,1% r/r. Dane te nie wydają się w pełni spójne z obserwowaną w ostatnich miesiącach wysoką dynamiką sprzedaży detalicznej, która może wskazywać na silniejsze tempo wzrostu konsumpcji w następnych kwartałach. Słabsza konsumpcja nie zaszkodziła jednak dynamice wzrostu popytu krajowego, która zwiększyła się w II kw. 2007 roku do 9,3% r/r z 8,5% r/r w poprzednim okresie. Istotny wpływ na wzrost tego wskaźnika miały jednak wspomniane wcześniej zmiany poziomu zapasów.



Dynamika wzrostu PKB (% r/r) i kontrybucja (skala wpływu) nakładów inwestycyjnych do wzrostu PKB (pkt. %).

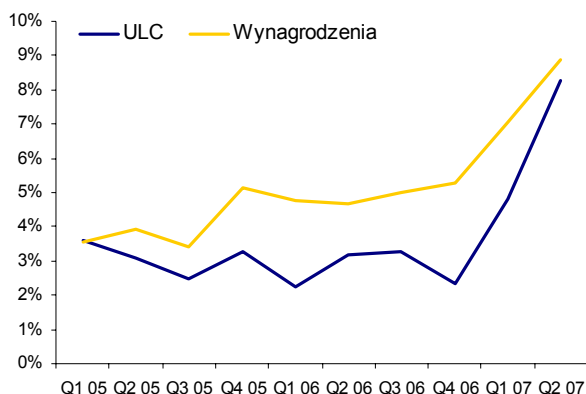
Oczekujemy, że w horyzoncie najbliższych kwartałów tempo wzrostu PKB utrzyma się w przedziale 5 – 6% r/r i nie będzie znacznie odbiegać od tempa odpowiadającego potencjałowi polskiej gospodarki. Ten czynnik, oraz nieco bardziej umiarkowana dynamika konsumpcji, mogą stać się ważnym argumentem dla bardziej gołębiego skrzydła RPP. Jednym z istotnych argumentów dla „jastrzębi” może być natomiast dużo szybsze od wzrostu PKB tempo wzrostu popytu krajowego i związane z tym dość szybkie narastanie nierównowagi w obrotach bieżących bilansu płatniczego.

Wrzesień 2007

### Rekordowo wysoki wzrost kosztów pracy

W II kw. 2007 jednostkowe koszty pracy (ULC) w całej gospodarce narodowej wzrosły o 8,3% r/r, a więc najsilniej od 2000 roku. W poprzednim kwartale wzrost ten osiągnął poziom 4,8% r/r. Na tak znaczne przyspieszenie dynamiki ULC złożył się wzrost wynagrodzeń o 8,9% r/r przy równoczesnym wzroście zatrudnienia o 5,5% r/r oraz wzroście wartości dodanej całej gospodarki o 6,1% r/r. Poza rolnictwem wzrost ULC był jeszcze silniejszy i osiągnął poziom 9,2% r/r.

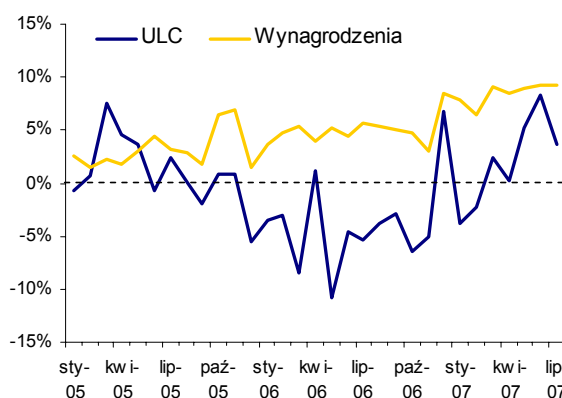
Wzrost jednostkowych kosztów pracy wynika z pogarszania się relacji płace – wydajność, do czego przyczynia się utrzymujące się wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń i nieco słabnąca dynamika produkcji. Sytuacja na rynku pracy, który coraz szybciej staje się „rynkiem pracowników”, nie przyczyni się do ograniczenia skali tego wzrostu. Możliwość podejmowania legalnego zatrudnienia w krajach UE, silne ożywienie gospodarcze tworzące popyt na pracę w kraju oraz zmieniające się uwarunkowania demograficzne będą podtrzymywać wzrost płac. Nawet przy obecnym, wysokim tempie wzrostu PKB i wartości dodanej, oznaczać będzie to wzrost ULC.



Dynamika wynagrodzeń (% r/r) i jednostkowego kosztu pracy (ULC, % r/r) w gospodarce narodowej.

Sam wzrost jednostkowych kosztów pracy nie musi jeszcze stanowić dużego bezpośredniego zagrożenia dla inflacji z kilku powodów. Po pierwsze, koszty pracy to mniej niż 20% ogółu kosztów ponoszonych przez przedsiębiorstwa, choć oczywiście w samym sektorze usług udział ten jest dużo wyższy. Po drugie, jak często argumentują „gołębi” członkowie RPP, dzięki bardzo dobrym wynikom finansowym większość firm ma jeszcze możliwość podnoszenia płac bez zwiększania cen swoich produktów. Jednakże ten swoisty „bufor” nie będzie działał bez końca i w średnim okresie, jeśli dotychczasowe tendencje utrzymają się, nieuniknione będzie przełożenie się wzrostu kosztów płacowych na inflację.

Wzrost jednostkowych kosztów pracy widoczny jest również od kilku miesięcy w przemyśle, choć w lipcu tempo ich wzrostu nieco się zmniejszyło. Ostatnie dane wskazują na wzrost ULC w przemyśle o 3,6% r/r, podczas gdy w czerwcu odnotowano wzrost o 8,3% r/r. Obniżenie tempa wzrostu ULC w produkcji przemysłowej w lipcu było efektem nieco wyższej dynamiki sprzedaży produktów tego sektora (10,4% wobec 5,6% w czerwcu). W najbliższych miesiącach tempo wzrostu produkcji przemysłowej powinno utrzymać się na poziomie zbliżonym do lipcowego, co z kolei pozwalałoby na ograniczenie dynamiki wzrostu jednostkowych kosztów pracy w tym tak istotnym dla konkurencyjności zewnętrznej sektorze.



Dynamika wynagrodzeń (% r/r) i jednostkowego kosztu pracy (ULC, % r/r) w przemyśle.

## POLITYKA MONETARNA

### Rynek przewidział sierpniową podwyżkę

Analizując oczekiwania wliczone w ceny instrumentów rynku pieniężnego widzimy, że sierpniowa, 25 punktowa, podwyżka stopy bazowej została przewidziana i wyceniona przez rynek już na kilka tygodni przed posiedzeniem RPP. Wydaje się, że uczestnicy rynku zdążyli sobie też wyrobić już pogląd co do prawdopodobnego kształtowania się ścieżki stóp procentowych w najbliższym okresie. Dominuje oczekiwanie, że Rada będzie nadal podwyższać stopy w odstępach dwu-trzy miesięcznych, dość czytelnie formułując przy tym swe wskazówki co do kolejnego kroku. Pewien problem zaczyna się mniej więcej od drugiego kwartału 2008. Tu rynek wycenia koniec cyklu podwyżek i stopę bazową na poziomie około 5,25%. Naszym zdaniem ten poziom notowań mógł zostać ukształtowany pod wpływem dość niskiej wciąż płynności, a po części też w reakcji na zawrowania na rynkach globalnych, i dlatego może on nie w pełni odzwierciedlać przekonania inwestorów co do skali zacieśnienia monetarnego w Polsce.

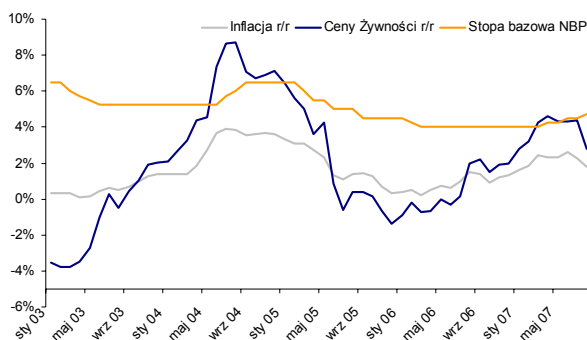
### Kolejny „pre-emptive strike”

Próbując dokonać przyczynowo-skutkowej analizy samego procesu decyzyjnego w RPP, sierpniową decyzję należałoby uznać za kolejny ruch o charakterze wyprzedzającym. RPP zdecydowała się na zacieśnienie monetarne w obawie przed wzrostem inflacji w przyszłości mając świadomość, że III kw. tego roku wskaźnik CPI może się przejściowo obniżyć nawet do poziomu poniżej 2,0%. Poszukując powodów, dla których do podwyżki doszło właśnie w sierpniu, warto przede wszystkim zwrócić uwagę na fakt, że Rada pomimo niepewnej sytuacji na rynkach globalnych, wygaszeniu oczekiwań na podwyżki w strefie euro, czy wręcz pojawieniu się oczekiwań na obniżki stóp w USA, ciągle koncentruje się głównie na czynnikach krajowych (na co wskazał, między innymi, prof. Sławiński w swej wypowiedzi na konferencji prasowej po posiedzeniu Rady). Z tych krajowych czynników na pierwsze miejsce wysuwa się pogorszenie relacji między wydajnością i płacami. W komunikacie po posiedzeniu Rada zauważyła wprost, że pogorszenie relacji płace/wydajność jest głębsze niż wcześniej szacowano. Na ten aspekt (wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy do ponad 9% r/r, wobec szacowanych przez ekspertów NBP 5,6% w całym 2007 roku) wskazujemy również w sekcji „Gospodarka Polska”. Implikacje tego zjawiska dla perspektyw inflacji mogą być znaczące. Przypomnijmy, że nie tylko prawidłowe oszacowanie przyszłych dynamik ULC ale również same szacunki siły zależ-

ności między ULC i cenami w oficjalnym modelu prognostycznym NPB (ECMOD), są poważnym źródłem ryzyka dla projekcji inflacyjnej NBP.

### Nadal widoczne ryzyko wzrostu inflacji

Choć komunikat Rady tradycyjnie już wymienia czynniki mogące ograniczać presję inflacyjną (globalizacja, wysoka dynamika inwestycji itd.), końcowa diagnoza RPP jest dość jednoznaczna: „Rada uznała oddziaływanie tych czynników za niewystarczające do utrzymania inflacji na poziomie celu”. W odróżnieniu od poprzedniego komunikatu, w komunikacie sierpniowym nie znalazły się stwierdzenia, wskazujące na to, że Rada czeka na potwierdzenie bieżących tendencji przez nadchodzące dane, czy też, że spodziewa się, iż dokonane już podwyżki zmniejszają ryzyko wzrostu inflacji. W ocenie Rady w najbliższych kwartałach wzrost gospodarczy będzie nadal szybszy niż wzrost potencjalnego PKB. Nie wydaje się, aby przekonanie to znacząco zmieniły, naszym zdaniem dość trudne do jednoznacznego zinterpretowania, dane o PKB za II kw. 2007.



Stopa inflacji konsumenta CPI (% r/r), dynamika cen żywności oraz stopa bazowa NBP.

### Podtrzymujemy dotychczasowy scenariusz

Zarówno ogłoszony w sierpniu oficjalny komunikat, jak i duża część ostatnich wypowiedzi członków RPP można wciąż uznać za dość jastrzębie i wskazujące na kontynuację zacieśnienia monetarnego w przyszłości. Niezależnie od tego, że Rada (w ostatnim zdaniu komunikatu) wskazała, że będzie monitorować sytuację na globalnych rynkach finansowych, kolejne decyzje będą zapewne nadal warunkowane przede wszystkim czynnikami krajowymi. Wydaje się, że po trzech dokonanych już podwyżkach RPP poczeka z kolejną do momentu publikacji nowej projekcji inflacyjnej. Choć Rada wyraźnie stara się ostatnio nie łączyć swych decyzji o podwyżkach stóp z harmonogramem publikacji projekcji inflacyjnych, to

nadal uważamy za bardzo prawdopodobne, że terminy kolejnych podwyżek będą zbliżone do dat pojawiania się nowych wersji projekcji NBP. Patrząc na doświadczenia z historii warto też przypomnieć, że obniżenie bieżącej inflacji (a do tego dojdzie również we wrześniu) zmniejsza zwykle dość istotnie prawdopodobieństwo podwyżki stóp. Wydaje się, że znacznie łatwiej będzie znaleźć ponownie większość pro-podwyżkową w sytuacji, gdy inflacja znowu znacznie rosnąć. Według naszych szacunków taki trend wzrostowy pojawi się już na jesieni. Oczekujemy więc, że do kolejnej podwyżki stóp nie dojdzie szybciej niż w październiku-listopadzie. Utrzymujemy

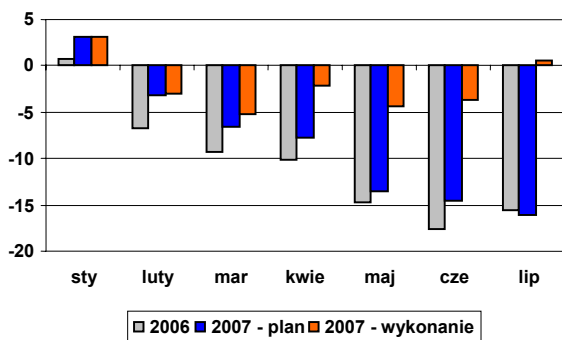
nasz dotychczasowy scenariusz, że do połowy 2008 stopy wzrosną do poziomu 5,5%. Oceniamy również, że ryzyko dla naszego scenariusza jest asymetryczne i przesunięte w stronę nieco większej skali zacieśnienia monetarnego. Przy zachowaniu obecnych trendów na rynku pracy oraz braku globalnego spowolnienia gospodarczego kolejne miesiące niższej inflacji nie będą wcale oznaczać, że ryzyko wzrostu cen zostało zażegnane. Naszym zdaniem potwierdzi to jedynie istotność opóźnień w transmisji impulsów inflacyjnych.

## POLITYKA FISKALNA

**Budżet na plusie, zadłużenie (przejściowo) spada**

Dane dotyczące lipca i wstępne sygnały na temat wyników sierpnia potwierdzają, że Ministerstwo Finansów nadal znajduje się w niezwykle komfortowej sytuacji, jeśli chodzi o realizację tegorocznego budżetu. Pomimo braku istotnych zmian regulacyjnych, które w sposób trwały ograniczałyby wzrost wydatków, po siedmiu miesiącach w budżecie państwa odnotowano nadwyżkę wynoszącą ponad 540 mln zł. Oficjalny harmonogram opracowany przez MF zakładał, że w tym okresie wystąpi deficyt przekraczający 16 mld zł. Różnica pomiędzy tymi kwotami sugeruje jak znacząco mniejsze od planowanych były w tym czasie potrzeby pożyczkowe budżetu. Pozwoliło to nie tylko na zmniejszenie podaży papierów skarbowych oferowanych na poszczególnych aukcjach, ale też na rezygnację z kilku przetargów. O ponad 7 mld zł spadło też od początku tego roku zadłużenie w bonach skarbowych. Warto też zwrócić uwagę na zmniejszające się od kilku miesięcy całkowite zadłużenie Skarbu Państwa. W końcu czerwca było ono o ponad 7 mld zł niższe niż w końcu lutego. Nadal jednak zadłużenie to było o około 53 mld zł wyższe niż w momencie przejmowania władzy przez obecny rząd.

Wynik budżetu państwa

**Dobre wyniki budżetu nie mają trwałych podstaw**

Dobre wyniki osiągnięte przez budżet cieszyłyby jeszcze bardziej, gdyby można było zakładać, że sygnalizują one trwałą poprawę sytuacji fiskalnej. Nie ma jednak dostatecznych podstaw, aby przyjąć takie założenie. Największy wpływ na dobry wynik budżetu miały opóźnienia w realizacji planu wydatków. W pierwszych siedmiu miesiącach były one o blisko 10 mld niższe od planowanych na ten okres (wydatkowano 52,9% środków przewidzianych w budżecie). Największe „oszczędności” uzyskano w wydatkach na finansowanie projektów z udziałem środków UE

(zrealizowano tylko 42,5% planu) oraz w dotacjach do FUS i w wydatkach na obsługę długu krajowego (w obu przypadkach poniżej 49% planu). Jak zwykle w pierwszej części roku bardzo niskie jest zaangażowanie wydatków majątkowych, choć uzyskany wskaźnik realizacji planu (19%) jest nieco wyższy od odnotowanego w tym samym okresie ub. roku (14,3%). Trudno jest na tym etapie dokładnie oszacować, jaka część odłożonych wydatków reprezentuje rzeczywiste oszczędności wynikające z lepszej koniunktury i/lub zbyt szczerego zaplanowania środków w budżecie. Można jednak założyć, że znaczna część tych „oszczędności” zostanie skonsumowana w pozostałych miesiącach tego roku, kiedy to, między innymi, pojawi się potrzeba skompensowania ubytku dochodów spowodowanego przez obniżkę składki rentowej. Do przyspieszenia wydatków prowadzić będą również różne działania podejmowane w związku z wyborami, jak też prawdopodobne dążenie MF do takiego ukształtowania tegorocznego wyniku budżetu państwa, aby nie kontrastował on zaniechaniem z wynikiem, jaki będzie mógł zostać uzyskany w przyszłym roku (gdy budżet będzie dużo bardziej napięty). W związku z tym zakładamy, że do końca roku plan wydatków zrealizowany zostanie w około 97-98%, choć wynik ten będzie mocno zależny od tempa uruchamiania środków na projekty współfinansowane przez UE.

Dużych podstaw do optymizmu co do trwałości obecnej poprawy sytuacji fiskalnej nie daje też kształtowanie się dynamiki dochodów. Istotnie wyższe od planowanych wpływy są niemal wyłącznie zasługą trwającego ożywienia gospodarczego i związanej z tym dużej dynamiki konsumpcji i dochodów przedsiębiorstw. Przekłada się to na solidne wpływy z VAT (60,7% planu po 7 miesiącach) i na dużo wyższe od oczekiwanych dochody z CIT i z PIT rozliczanego ryczałtowo według stawki 19%. Zastanawiać może natomiast, dlaczego pomimo szybkiego wzrostu zatrudnienia i wynagrodzeń nieco gorzej niż planowano przedstawiają się dochody z PIT płaconego według skali podatkowej. Do końca roku trudno będzie liczyć na jakieś większe niespodzianki po stronie wpływów podatkowych i dlatego w końcu roku skala przekroczenia planowanych dochodów z tego tytułu nie będzie już raczej większa niż obecnie. Podobnie jak po stronie wydatków stopień realizacji całego planu dochodów będzie w dużej mierze zależał od tempa realizacji (i refundowania) projektów współfinansowanych przez UE. Pewną niewiadomą jest też to, czy i kiedy budżet otrzyma planowane wpływy z dywidend.

Wrzesień 2007

Dwa główne wnioski, jakie można sformułować na podstawie przedstawionych powyżej uwag są następujące. Po pierwsze, bardzo dobre wyniki budżetu po siedmiu miesiącach tego roku nie są jeszcze zwiastunem trwałej poprawy sytuacji fiskalnej. Dla osiągnięcia takiej poprawy niezbędne będzie wprowadzenie zmian w strukturze wydatków publicznych i stworzenie mechanizmu pozwalającego na przeznaczanie całej (lub prawie całej) nadwyżki dochodów na zmniejszenie długu publicznego. Po drugie, w pozostałych miesiącach tego roku można oczekiwać bardzo dużego wzrostu wydatków publicznych i związanego z tym istotnego wzrostu potrzeb pożyczkowych budżetu (z odpowiednimi konsekwencjami dla sytuacji na rynku długu). Przy utrzymaniu się obecnych trendów po stronie dochodów deficyt w końcu roku mógłby być zbliżony do 20 mld zł, ale MF zapewne podejmie próbę faktycznego prefinansowania części wydatków 2008 r. (np. poprzez zwiększenie dotacji do FUS). Istotny wpływ na ostateczne ukształtowanie się wyniku tegorocznego budżetu mogą mieć zapowiedziane wybory parlamentarne. W okresie kampanii wyborczej może dojść do znacznego zwiększenia zarówno bieżących, jak i przyszłych wydatków (efekty takiej twórczej działalności rządu i posłów są już wyraźnie widoczne), natomiast ewentualne przedłużanie się okresu formowania się nowego rządu mogłoby pozwolić MF na zachowanie nieco większej kontroli nad poziomem wydatków.

#### Szacunkowe wykonanie budżetu państwa do lipca 2007r.

	mln PLN	% planu
<b>Dochody, w tym:</b>	<b>137652.3</b>	<b>60.1%</b>
Podatki pośrednie	83741.4	60.5%
Akcyza	27062.9	59.9%
CIT	13814.2	62.6%
PIT	19536.2	61.8%
<b>Wydatki</b>	<b>137111.0</b>	<b>52.9%</b>
Obsługa długu krajowego	10630.1	48.9%
Obsługa długu zagranicznego	4054.0	65.9%
Dotacja dla FUS	9969.4	48.6%
Subwencja samorządowa	<b>4455.8</b>	66.5%
<b>Deficyt/Nadwyżka</b>	541.3	---

Źródło: Ministerstwo Finansów.



## OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

**Kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych zmusza FED do działania. Po obniżce stopy kredytu refinansowego obniżka *target rate* wydaje się pewna.**

Sierpień przyniósł kulminację złych nastrojów na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych. Znaczne pogorszenie się sytuacji kredytobiorców w następstwie wzrostu poziomu stóp procentowych spowodowało trudności ze spłatą istotnej części kredytów. W następstwie tego w kłopoty z płynnością popadła znaczna część instytucji sektora finansowego. Niektóre fundusze inwestycyjne zaangażowane w finansowanie instytucji kredytujących rynek nieruchomości zawiesiły nawet umorzenia swoich jednostek. To spowodowało drastyczny spadek zaufania inwestorów do całego sektora finansowego, przyczyniając się do przeceny akcji na amerykańskich giełdach. Spadki na giełdach w USA szybko przeniosły się na inne giełdy światowe, ciągnąc w dół główne indeksy giełdowe. W następstwie tego pogorszyły się nastroje na rynkach wschodzących, co znalazło odbicie w spadkach kursów akcji, a także w przecenie walut tych krajów. Umocnił się natomiast dolar amerykański.

W tej sytuacji FED zdecydował się na obniżenie stopy kredytu refinansowego o 50 pb. Nie jest to pierwsza w historii reakcja FED na widmo kryzysu finansowego, podobne posunięcie miało miejsce m.in. w 1998 roku. Główna stopa procentowa (*target rate*) pozostaje nadal na poziomie 5,25 %, jednak w naszej opinii następne decyzyjne posiedzenie FED przyniesie jej obniżkę o 50 pb., tak że w horyzoncie najbliższych kwartałów główna stopa pozostawałaby na poziomie 4,75 %

Choć ostatnie posunięcie Rezerwy Federalnej poprawiło sytuację na rynkach finansowych, niewiadomą pozostaje ich wpływ na sferę realną, gdyż pierwsze dane makro dotyczące sytuacji po kryzysie są dopiero publikowane. W czwartek poznaliśmy dane o wskaźniku koniunktury ISM. Kluczową publikacją będzie stopa bezrobocia i liczba nowych bezrobotnych. Jeśli dane te potwierdzą obserwowalne ostatnio wygasanie trendu wzrostowego na amerykańskim rynku pracy, będzie to kolejnym czynnikiem przemawiającym za obniżką stóp procentowych przez FED.

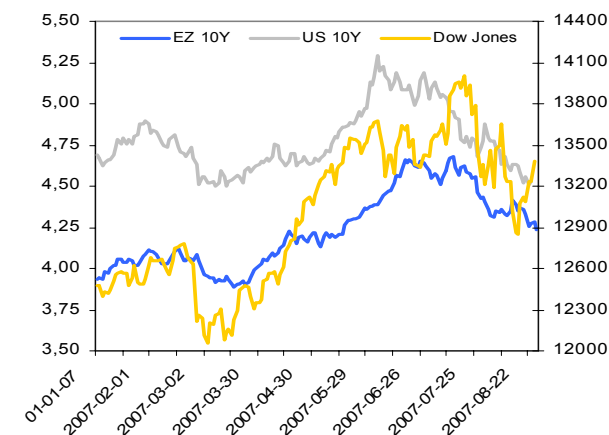
**Spadki na amerykańskiej giełdzie szybko przeniosły się do Europy. Na to nałożyły się słabsze od oczekiwań i wstępnych szacunków dane makro, które skłoniły ECB do wstrzymania w cyklu podwyżek stóp procentowych. Po wrześniowym**

**posiedzeniu Rady Gubernatorów ECB stopy pozostały bez zmian.**

Dane makroekonomiczne, które napłynęły ze strefy euro na początku poprzedniego miesiąca, wskazywały na utrzymujące się w strefie ożywienie gospodarcze. W szczególności wyższe od oczekiwań wstępne szacunki wzrostu PKB w 2 kw. zaostrzyły oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w strefie. Sierpniowy komunikat po posiedzeniu ECB wskazywał, że EBC będzie „czujnie” (*vigilant*) obserwował sytuację w gospodarce strefy. Sformułowanie to pojawiało się zawsze w miesiącu poprzedzającym podwyżkę stóp. Gdyby nie kryzys na amerykańskim rynku finansowym, podwyżka stóp przez ECB we wrześniu prawdopodobnie doszłaby do skutku.

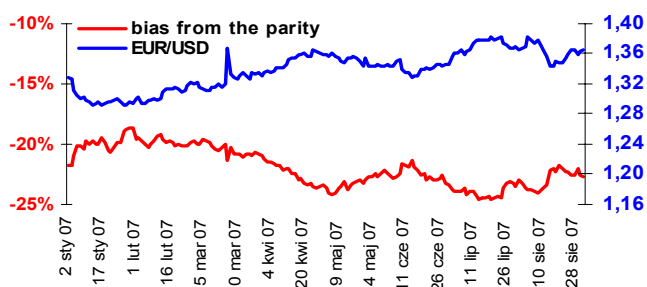
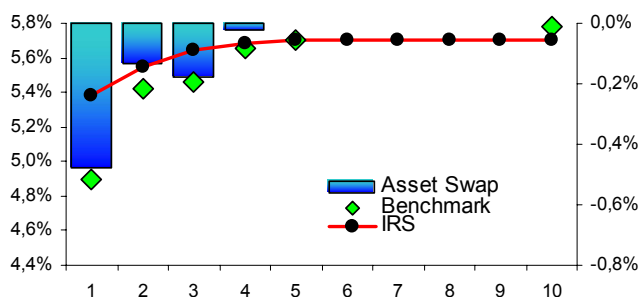
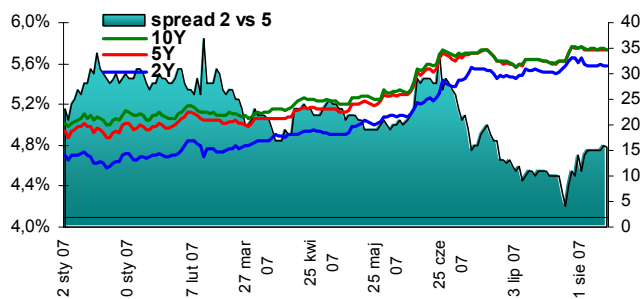
Sytuacja w USA, która szybko przeniosła się na giełdy w Europie, powstrzymała jednak Radę Gubernatorów EBC przed dalszymi podwyżkami, przynajmniej w tym miesiącu. Choć rynki dyskontowały dwie podwyżki stóp łącznie o 50 pb., to jednak obawa o kondycję rynków finansowych w następstwie fali złych nastrojów z USA wzięła górę nad dotychczasowym cyklem podwyżek. Dodatkowo, dość umiarkowane średniookresowe projekcje inflacji i wzrostu PKB w strefie zostały nieznacznie zrewidowane w dół, redukując niepewność związaną ze wzrostem inflacji w średnim okresie.

Nie jest wykluczone, że ECB będzie chciało odczekać, aż sytuacja na rynkach globalnych ustabilizuje się, równocześnie monitorując sytuację w strefie euro, i wówczas powróci do cyklu podwyżek. Naszym zdaniem do końca bieżącego roku, o ile nie zaistnieją nadzwyczajne okoliczności, nie należy jednak oczekiwać wzrostu stóp.



Rentowności amerykańskich i europejskich obligacji oraz indeks Dow Jones (prawa oś).

## NA RYNKU



## Fixed Income

Sierpniowa decyzja RPP o podwyżce stóp procentowych o 25 pb. była zgodna z oczekiwaniami i była wyceniana przez rynki na długo wcześniej. Sekwencja danych makro, które napłynęły w poprzednim miesiącu, przemawia za dalszymi podwyżkami, co przesunęło krzywą dochodowości w górę. Stawki kontraktów IRS wzrosły od 5 do 10 pb., najsilniej na końcach krzywej. Podobnie, wzrosły rentowności obligacji. Rentowność papierów 2-letnich wzrosła o 13 pb. osiągając poziom 5,35 proc. pod koniec miesiąca. Silnie spadły ceny papierów 5- i 10-letnich, których rentowności w porównaniu z początkiem sierpnia wzrosły o 21 pb. odpowiednio do poziomów 5,71 proc. i 5,79 proc.

Do wzrostu rentowności polskiego długu dodatkowo przyczyniły się złe nastroje na rynkach globalnych spowodowane kryzysem na rynku kredytów hipotecznych w USA, które przełożyły się na spadek zaufania do rynków wschodzących i wyprzedaj papierów w regionie.

## F/X

Kryzys na amerykańskim rynku niekorzystnie wpłynął na notowania złotego, ale skale przejściowego osłabienia PLN można uznać za dość umiarkowaną. Nasza waluta jeszcze na początku sierpnia aprecjonowała, osiągając poziom 2,72 zł za dolara i 3,76 zł za euro, jednak przecena akcji na amerykańskiej giełdzie spowodowała spadek zaufania do walut rynków wschodzących, w tym złotego. W ciągu kilku dni kurs naszej waluty osłabił się do poziomów 2,88 zł za dolara i 3,87 zł za euro. Jednakże interwencja FED w Stanach, a także silne oczekiwania na spadek głównej stopy procentowej Rezerwy Federalnej, poprawiły sytuację na rynku, umacniając waluty z naszego regionu. W rezultacie kurs EUR/PLN na koniec miesiąca ustabilizował się na poziomach 3,82-3,84, a USD/PLN odpowiednio na poziomach 2,83-2,85. Tendencja do ponownego umacniania się polskiej waluty widoczna była też w pierwszym tygodniu września.

Złotemu w najbliższym czasie sprzyjać będą oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych w Polsce, a także zawieszenie cyklu podwyżek stóp w strefie euro, co będzie przyczyniać się do powiększania się dysparytetu stóp dla złotego i euro.

## KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Wrzesień 2007	Paździej- nik 2007	Listopad 2007	Grudzień 2007
Wskaźnik cen tow. i usług kons.	13	15	14	13
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	19	18	20	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	17	15	16	17
Szacunki PKB	-	-	30	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	24	23	23	21
Podaż pieniądza M3	14	14	14	
Bilans płatniczy RP	12	12	13	
Inflacja bazowa	24	22	23	21
Aktywa rezerwowe	7	5	7	
Posiedzenia RPP	11 25-26	23 30-31	27-28	18-19
Posiedzenia ECB	6	4	8	6
Posiedzenia FED	18	30-31	-	11

Źródło: GUS, NBP, ECB, Rezerwa Federalna

## SEKCJA SPECJALNA: SZYBSZY WZROST ULC A PROJEKCJA INFLACYJNA NBP

Rozbieżności pomiędzy prognozowanymi dynamikami jednostkowych kosztów pracy (ULC) a ich rzeczywistą wielkością w drugim kwartale br., fakt wymieniony zresztą bezpośrednio w komunikacie po sierpniowym posiedzeniu RPP, skłoniły nas do oceny ewentualnego wpływu tych rozbieżności na centralną ścieżkę projekcji inflacyjnej NBP. W tym celu posłużyliśmy się już oszacowanym (runda kwietniowa) równaniem inflacji netto z modelu ECMOD, oficjalnego modelu NBP.

**Nasza analiza prowadzi do wniosku, że nieantycypowany przez ekspertów NBP wzrost dynamiki ULC w 2007 roku spowoduje dodatkowe zwiększenie prognozowanej na 2008 rok stopy inflacji o około 0,8 pkt proc. Prawdopodobnym jest więc, że uwzględnienie wyższych dynamik ULC w październikowej projekcji doprowadzi do wybięcia centralnej ścieżki prognozy inflacji poza górną granicę celu inflacyjnego. Oznacza to również, że pojawi się kolejna istotna przesłanka do dalszego zacieśniania polityki monetarnej.**

### Motywacja

Dyskusja na temat przyszłej inflacji, a co za tym idzie przyszłej polityki monetarnej, już od kilku miesięcy koncentruje się wokół wzrostu płac, czy też jednostkowych kosztów pracy. W lipcowym raporcie o inflacji eksperci NBP podkreślili, że „*Konsekwencją zarysowanych wcześniej tendencji na rynku pracy będzie silny wzrost jednostkowych kosztów pracy (ULC), będących najistotniejszym czynnikiem determinującym inflację netto w projekcji. Oczekuje się, że dynamika tej kategorii (poza rolnictwem indywidualnym) wyniesie 5,6% w 2007 r., 4,2% w 2008 r. i 3,7% w 2009 r. Osłabienie wzrostu ULC w dłuższym horyzoncie projekcji związane będzie z poprawą sytuacji podażowej na rynku pracy, wynikającą m.in. z redukcji klina płacowego*”.

Dostępne już dane za drugi kw. 2007 roku wskazują, że dynamika ULC (poza rolnictwem) w tymże kwartale wzrosła do powyżej 9% r/r. Oznacza to, że nawet przy bardzo ostrożnych założeniach odnośnie wzrostu płac, zatrudnienia i PKB w dalszych kwartałach, dynamika ULC w całym 2007 roku będzie o około 2 pkt proc. wyższa niż antycypowana w lipcowej projekcji inflacyjnej (5,6% r/r). Na fakt rozbieżności prognoz i realizowanych dynamik ULC zwróciła również bezpośrednio uwagę RPP w swoim sierpniowym komunikacie.

Poniżej, wykorzystując już oszacowane (kwietniowa reestymacja modelu) równanie inflacji netto z modelu ECMOD badamy implikacje wyższych dynamik ULC dla prognoz inflacji. Opis równania inflacji netto patrz ramka poniżej.

### W naszej analizie przyjmujemy szereg upraszczających założeń

- Wykorzystujemy jedynie pojedyncze, oszacowane już równanie z modelu ECMOD (nie rozwiązujemy systemu równań) i badamy jedynie indywidualny wpływ wyższych niż antycypowano dynamik ULC na prognozę inflacji (bardziej precyzyjnie inflacji netto)
- Zakładamy więc implícite, że pozostałe zmienne w równaniu kształtują się zgodnie z wcześniejszą projekcją NBP (nie uwzględniamy ewentualnego wpływu wyższych dynamik ULC na pozostałe zmienne makro). Założenie to nie dotyczy inflacji netto i inflacji konsumenta, które zgodnie z równaniem zależą wprost od ULC.
- Wynikiem symulacji jest przybliżone odchylenie inflacji netto od prognozy lipcowej
- Dodatkowo zakładamy, że ceny żywności, jak również paliw będą kształtować się zgodnie z wcześniejszymi przewidywaniami ekspertów NBP, co oznacza, że różnice w prognozie inflacji netto przenosimy automatycznie (z mnożnikiem 0,7) na inflację CPI.

### Wyniki i wnioski

Dość ostrożnie założyliśmy, że wyższe niż wyliczono w lipcowej projekcji dynamiki ULC utrzymają się tylko w 2007 roku (szok realizuje się w II, III i IV kw. 2007), przy czym największe rozbieżności miały miejsce właśnie w II kw. tego roku. Wyniki naszej symulacji (patrz wykres poniżej) wskazują, że ten nieantycypowany przez ekspertów NBP wzrost dynamik ULC może doprowadzić do wzrostu rocznego wskaźnika inflacji netto o ponad 1 pkt. proc. w połowie 2008 roku. Przy utrzymaniu założeń NBP co do kształtowania się cen żywności i paliw oznaczałoby to, że **roczny wskaźnik inflacji może być w połowie roku 2008 wyższy o ponad 0,8 pkt proc. niż założono w lipcowej projekcji.**

**Nałożenie uzyskanych dodatkowych wzrostów dynamik na lipcową projekcję (wykres poniżej) skutkuje wybiciem prognozowanej inflacji poza górną granicę celu inflacyjnego już w 2008 roku.** Zwracamy uwagę, że ponowny powrót

Wrzesień 2007

**RÓWNANIE INFLACJI NETTO W MODELU ECMOD:**

**Inflacja netto(t)** =  $0,74 \cdot \Delta$ zmienna sztuczna(t-4) -  $0,055 \cdot$  (ceny netto(t-1) - (1,89 +  $0,64 \cdot$ ULC(t-1) + (1-0,64) · (ceny importu(t-1) +  $\ln(1 +$  efektywna stawka celna(t-1))) +  $0,35 \cdot$ zmienna sztuczna + efektywna stawka podatku VAT(t-1) + efektywna stawka podatku od gier(t-1) +  $0,6 \cdot$ efektywna stawka podatku akcyzowego(t-1) - udział dotacji w bazie podatkowej(t-1))) +  $0,27 \cdot$ inflacja netto(t-1) +  $0,29 \cdot$ inflacja CPI(t-2) +  $0,087 \cdot 0,64 \cdot \Delta$ ULC(t) +  $0,087 \cdot (1-0,64) \cdot \Delta$ (ceny importu(t) +  $\ln(1 +$  efektywna stawka celna(t)) + zmienne zero-jedynkowe

Symbol  $\Delta$  oznacza przyrost, a  $\ln$  – logarytm naturalny. Inflacja to przyrost logarytmu poziomu cen. Pozostałe zmienne, oprócz stawek podatkowych i celnych oraz zmiennych zero-jedynkowych, oznaczają logarytmy naturalne wyjściowych zmiennych. Zmienna sztuczna ma stałą wartość.

- Równanie to implikuje, że długookresowa elastyczność poziomu cen względem ULC jest równa 0,64. Jest to wartość parametru przy zmiennej ULC(t-1), wynikająca z udziału dóbr wytworzonych w kraju w koszyku inflacyjnym. Nie podlega ona estymacji, lecz jest przyjmowana przez NBP a priori. Jak pokazaliśmy poniżej, wartość tego parametru jest kluczowa w określeniu wpływu ULC na przyszłą inflację.
- Przyjęcie tak wysokiej wartości elastyczności cen netto względem ULC można kwestionować, jeśli uwzględnić fakt, że koszty pracy stanowią jedynie ok. 20% ogółu kosztów przedsiębiorstw. Nie negujemy występowania mechanizmu transmisji, uzasadnionego klasyczną teorią ekonomii, jednak dostosowanie to ma charakter długookresowy i jego wystąpienie po dwóch kwartałach, na co wskazuje ECMOD, może być wątpliwe. Tym większe wątpliwości budzić mogą prognozy na jeden – dwa kwartały w przód uzyskiwane na podstawie takiego modelu.
- Pozostałe parametry modelu są estymowane, jednak ich oszacowania są na granicy statystycznej istotności (tzn. prawdopodobieństwo, że rzeczywiste wartości tych parametrów są równe zero, nie jest niskie).

Poniżej analizujemy wpływ odchylenia ULC od wartości przyjętej w scenariuszu NBP. Gwiazdką oznaczymy wartości zmiennych po zmianie ULC. Zgodnie z założeniami, zmiana ta nie oddziałuje na wysokość stawek podatkowych i celnych, ceny importu, zmienną sztuczną oraz zmienne zero-jedynkowe. Przyjmując udział cen netto w koszyku CPI na poziomie 70%, po przekształceniach algebraicznych odchylenie inflacji netto od scenariusza bazowego można zapisać jako:

$$\text{Inflacja netto}^*(t) - \text{inflacja netto}(t) = -0,055 \cdot (\text{ceny netto}^*(t-1) - \text{ceny netto}(t-1) - 0,64 \cdot (\text{ULC}^*(t-1) - \text{ULC}(t-1))) + 0,27 \cdot (\text{inflacja netto}^*(t-1) - \text{inflacja netto}(t-1)) + 0,29 \cdot 0,7 \cdot (\text{inflacja netto}^*(t-2) - \text{inflacja netto}(t-2)) + 0,087 \cdot 0,64 (\Delta \text{ULC}^*(t) - \Delta \text{ULC}(t))$$

Wyższe ULC w danym kwartale  $t$  nie oddziałuje na poziom cen w poprzednich kwartałach, stąd człony z opóźnionymi cenami będą się znosić. Odchylenie nowego poziomu cen od scenariusza bazowego obliczamy w oparciu o odchylenie przyrostu, czyli inflacji.

w okolicę celu w 2009 związany jest z naszym (bardzo ostrożnym) założeniem o braku kolejnych nieantycypowanych wzrostów dynamik ULC po 2007 roku.

**Biorąc pod uwagę rosnącą w ocenach członków RPP wiarygodność prognoz z modelu ECMOD, wzrost prognozowanej przy pomocy tego modelu inflacji mógłby w znacznym stopniu wpłynąć na zaostrzenie polityki monetarnej.**

**Źródła ryzyka dla naszych obliczeń i wniosków**

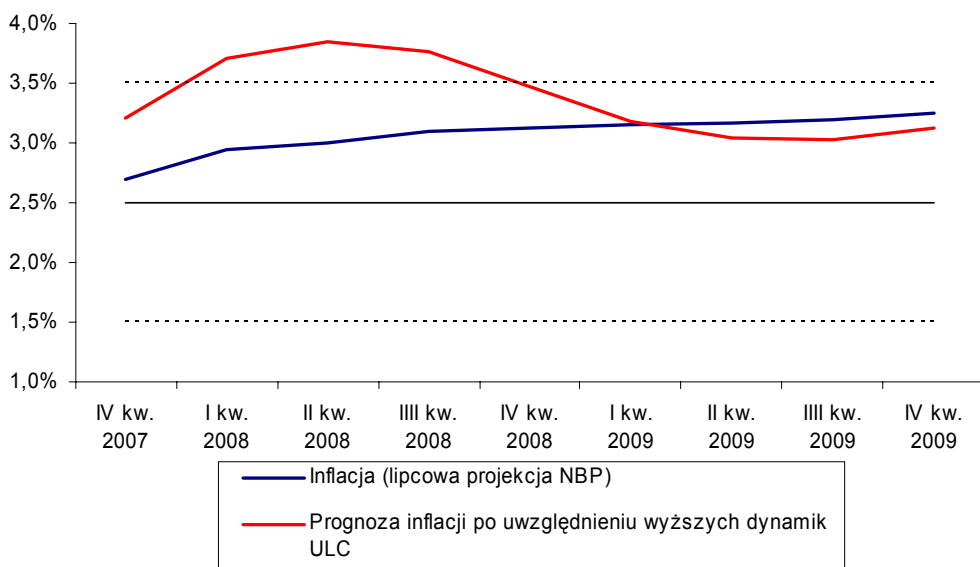
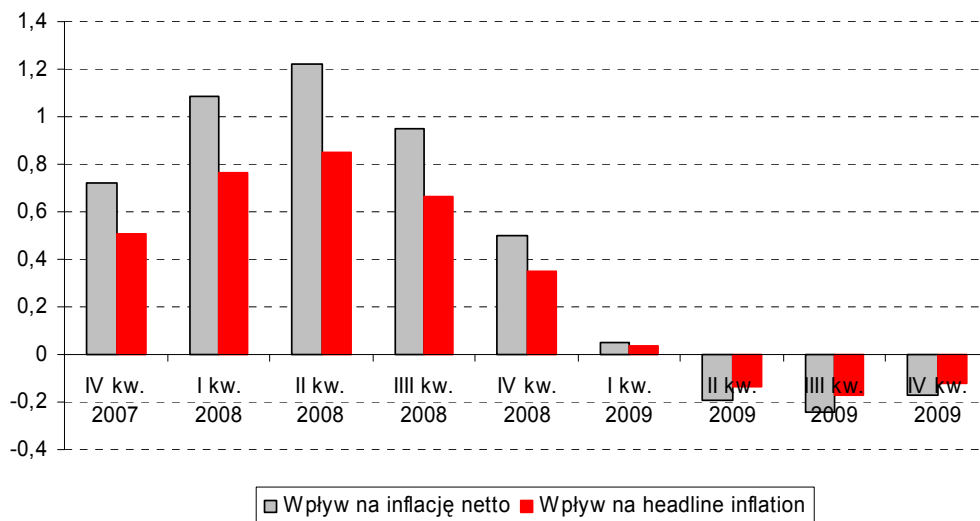
Uzyskane przez nas wyniki mogą być obarczone pewnym błędem wynikającym z następujących czynników:

- Analizowaliśmy pojedyncze równanie, przyjmując, że pozostałe zmienne (oprócz inflacji netto i CPI) w modelu ECMOD ukształtują się zgodnie z poprzednią projekcją.
- Nie podjęliśmy się reestymacji modelu ECMOD. Wydaje nam się jednak, że reestymacja modelu w rundzie jesiennej (uwzględnione zostaną zaledwie dwie dodatkowe obserwacje) może tylko marginalnie wpłynąć na oceny parametrów i tym samym na oszacowaną wcześniej siłę związku pomiędzy ULC i inflacją netto.
- Po raz kolejny zwracamy uwagę, że istnieje duża niepewność co do prawidłowości oszacowania zależności pomiędzy ULC i inflacją netto. W obecnej wersji modelu siła oddziaływania zmian w ULC na inflację wynika, nawet w krótkim okresie, z arbitralnie przyjętej na poziomie 0,64 długookresowej elastyczności poziomu cen względem jednostkowego kosztu pracy

Wrzesień 2007

- Nie można również wykluczyć, że w październikowej projekcji inflacyjnej w wyniku tzw. korekt eksperckich ścieżka prognozowanej inflacji zostanie obniżona

Prognozowane odchylenie rocznych wskaźników inflacji netto i headline inflation od poprzedniej projekcji (w pkt proc.)



**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.