



## MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

**Październik 2007, Nr 75 (10)**

### **SPIS TREŚCI**

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 5
Polityka fiskalna	s. 7
Otoczenie zewnętrzne	s. 11
Na rynku	s. 13
Kalendarz	s. 14
Sekcja specjalna	s. 15

*WIESŁAW SZCZUKA*  
główny ekonomista  
tel. (22) 829 15 39  
[wieslaw.szczuka@brebank.pl](mailto:wieslaw.szczuka@brebank.pl)

*RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI*  
analityk  
tel. (22) 829 12 07  
[radoslaw.cholewinski@brebank.pl](mailto:radoslaw.cholewinski@brebank.pl)

*MARCIN MAZUREK*  
analityk  
tel. (22) 829 01 83  
[marcin.mazurek@brebank.pl](mailto:marcin.mazurek@brebank.pl)

*ERNEST PYTLARCZYK*  
analityk  
tel. (22) 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@brebank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@brebank.pl)

- Sytuacja na rynku pracy może już wkrótce stać się jednym z istotnych czynników ograniczających potencjał wzrostowy polskiej gospodarki. Pomimo wysokiego nadal bezrobocia coraz więcej przedsiębiorstw sygnalizuje trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników. Nawet, jeśli wolniejszy spadek bezrobocia w miesiącach letnich wynikał głównie z czynników sezonowych, to uważamy, że dalsze ograniczanie liczby osób pozostających bez pracy będzie coraz trudniejsze ze względu na umacnianie się strukturalnego charakteru bezrobocia.
- Sierpniowa niespodzianka inflacyjna spowodowała dużą zmianę oczekiwań dotyczących skali i terminów dalszych podwyżek stóp procentowych. Nie wykluczamy jednak, że dane dotyczące inflacji we wrześniu będą również pewnym zaskoczeniem dla rynku (i RPP). Naszym zdaniem, wyższy od oczekiwanego poziom wskaźnika CPI, w połączeniu z mniej optymistyczną projekcją inflacji, mogłyby skłonić RPP do podniesienia stóp procentowych już w październiku. Jak wykazujemy w naszej Sekcji specjalnej, w dalszym ciągu istnieją silne przesłanki do oczekiwania, że w niezbyt odległym czasie dojdzie do dość istotnego przyspieszenia procesów inflacyjnych.
- Uchwalenie budżetu na 2008 r. w kształcie zaproponowanym przez rząd oznaczałoby, że przyszły rok będzie stracony z punktu widzenia postępów w realizacji średniookresowego celu polityki fiskalnej. Znacząco wzrośnie deficyt budżetu państwa i należy się też liczyć z pogorszeniem się relacji całego deficytu fiskalnego do PKB. Największą wadą projektu budżetu jest nadmierne tempo wzrostu wydatków, w tym zwłaszcza tych kategorii, które nie mają charakteru prorozwojowego. Przedstawiona przez MF prognoza dochodów wydaje się możliwa do zrealizowania, choć widzimy też źródła różnych zagrożeń. W spełnieniu tej prognozy mogą pomóc „rezerwy” stworzone przez dość konserwatywny charakter niektórych założeń makroekonomicznych. Dotyczy to w szczególności prognozowanej na dość niskim poziomie dynamiki funduszu płac i wyraźnie zaniżonej prognozy inflacji.
- Wyższa od oczekiwanej obniżka stóp procentowych w USA, działania banków centralnych zmierzające do zapewnienia płynności oraz zdecydowana (choć kontrowersyjna) reakcja władz brytyjskich na zagrożenie dla stabilności systemu bankowego przyniosły pewne uspokojenie sytuacji na rynkach finansowych. Uważamy jednak za przedwczesne ogłaszanie końca trudności spowodowanych zaburzeniami na rynku kredytowym, gdyż coraz wyraźniej widać, że mogą one przyczynić się do osłabienia dynamiki wzrostu globalnego, a pełne przezwyciężenie skutków obecnego kryzysu możliwe będzie dopiero po wielu miesiącach, jeśli nie latach.

Wrzesień 2007

## GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Wrz 07	Sty 07	Lut 07	Mar 07	Kwi 07	Maj 07	Cze 07	Lip 07	Sie 07	Wrz 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%	9,0%	6,5%
Produkcja przemysłowa m/m	2,4%	-0,7%	-1,9%	14,7%	-8,6%	3,0%	2,8%	-2,0%	1,1%	6,4%
Sprzedaż detaliczna r/r	11,5%	16,5%	17,5%	19,2%	15,1%	14,8%	15,2%	17,1%	17,5%	16,5%
Sprzedaż detaliczna m/m	1,6%	-24,3%	-2,1%	19,6%	1,4%	1,4%	0,6%	1,8%	2,1%	-0,1%
<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	2885,97	2872,00
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	5,1%	7,8%	6,4%	9,1%	8,4%	8,9%	9,4%	9,3%	10,4%	10,0%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,0%	-12,0%	0,9%	6,1%	-2,3%	-0,3%	3,4%	0,8%	-1,2%	-0,5%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	3,5%	3,8%	4,3%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,7%	5,2%	4,8%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,3%	1,1%	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	4,8%	0,3%
Stopa bezrobocia	15,2%	15,1%	14,9%	14,4%	13,7%	13,0%	12,4%	12,2%	12,0%	11,7%
<b>Handel zagraniczny</b>										
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	195	-772	-566	-622	-700	-1 214	-1 182	-1300	-1213	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-299	-400	-143	-683	-723	-732	-557	-904	-1062	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	16,2%	13,8%	14,6%	16,5%	11,3%	12,8%	13,5%	15,8%	14,3%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	22,2%	12,1%	21,2%	24,9%	14,2%	18,3%	19,1%	24,3%	20,2%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,9%	-2,5%	-2,4%	-2,5%	-2,5%	-2,8%	-3,0%	-3,3%	-3,5%	
<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%	-0,4%	0,5%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	1,6%	1,6%	1,9%	2,5%	2,3%	2,3%	2,7%	2,3%	1,5%	2,1%
Inflacja netto r/r	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,5%	1,6%	1,7%	1,5%	1,2%	1,1%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,0%	0,6%	0,3%	0,5%	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%	0,0%	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%	2,2%
<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	538,0	542,4
Podaż pieniądza r/r	13,0%	19,4%	17,9%	18,0%	17,8%	16,1%	16,0%	19,3%	16,1%	15,3%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	31,1%	36,0%	38,0%	37,7%	39,0%	38,4%	37,6%	40,1%	40,8%	*
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	9,8%	13,4%	15,1%	17,5%	19,2%	19,3%	22,2%	22,3%	22,8%	*
Depozyty gospodarstw domowych r/r	7,3%	11,6%	12,0%	9,5%	9,2%	7,9%	5,9%	13,2%	8,4%	*
Depozyty przedsiębiorstw r/r	19,3%	29,2%	30,5%	29,7%	30,2%	24,5%	23,1%	22,7%	23,3%	*
<b>Kursy walutowe</b>										
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,98	3,93	3,92	3,87	3,79	3,81	3,82	3,74	3,82	3,77
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,14	3,04	2,97	2,91	2,79	2,84	2,84	2,73	2,80	2,64
<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%	4,75%
Stopa lombardowa	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,75%	6,00%	6,00%	6,25%	6,25%
Stopa depozytowa	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,75%	2,75%	3,00%	3,00%	3,25%	3,25%
WIBOR 3M	4,22%	4,19%	4,22%	4,24%	4,40%	4,45%	4,71%	4,85%	5,03%	5,10%
Rentowność obligacji 2Y	4,91%	4,30%	4,56%	4,54%	4,61%	4,58%	4,96%	5,10%	5,42%	5,32%
Rentowność obligacji 5Y	5,42%	4,79%	5,03%	5,00%	5,10%	5,15%	5,52%	5,60%	5,70%	5,58%
Rentowność obligacji 10Y	5,53%	5,12%	5,22%	5,19%	5,31%	5,31%	5,62%	5,70%	5,78%	5,70%
<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%	1,7%	
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%	4,00%
Inflacja w USA (r/r)	2,1%	2,1%	2,2%	2,8%	2,6%	2,7%	2,7%	2,4%	2,0%	
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%	4,75%	4,75%

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. \* Zmiana metodologii od lipca 2007.

Kursywną oznaczono prognozy.

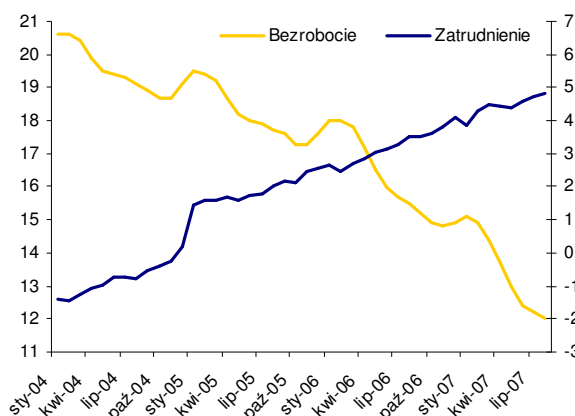
## GOSPODARKA POLSKA

## Wolniejszy spadek bezrobocia

W sierpniu liczba oficjalnie zarejestrowanych bezrobotnych zmniejszyła się o około 34 tys. osób, podczas gdy w poprzednich sześciu miesiącach malała ona przeciętnie o 85 tys. osób. Ta różnica wynika głównie z przyczyn sezonowych, ale może też sygnalizować nieco wolniejszą dynamikę spadku bezrobocia w sytuacji, gdy wyczerpują się rezerwy kadr o odpowiednich kwalifikacjach. W końcu sierpnia stopa bezrobocia rejestrowanego osiągnęła 12,0%, a we wrześniu obniżyła się (według wstępnych szacunków) do 11,7%. W porównaniu z sierpniem 2006 stopa bezrobocia obniżyła się o 3,5 pkt. proc.

Bez pracy pozostawało nadal około 1,8 mln osób. Prawie 87% zarejestrowanych bezrobotnych nie posiadało prawa do zasiłku, co wskazuje na wysoki udział osób długotrwale pozostających bez pracy. Szybki wzrost udziału osób powyżej 50 roku życia i wciąż wysoki odsetek osób bez kwalifikacji zawodowych może sugerować, że bezrobocie zaczyna przybierać coraz bardziej strukturalny charakter.

Równocześnie w sierpniu odnotowano najwyższą od początków transformacji dynamikę wzrostu zatrudnienia. W sektorze przedsiębiorstw osiągnęła poziom 4,8% r/r. Relatywnie szybszy wzrost zatrudnienia niż spadek stopy bezrobocia może wskazywać na to, że wśród nowo zatrudnianych znaczny udział mają osoby, które wcześniej nie były obecne na rynku pracy, w tym zwłaszcza absolwenci należący do ostatnich roczników wyżu demograficznego z początku lat osiemdziesiątych.



Stopa bezrobocia rejestrowanego (%) i dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (% r/r). Źródło: GUS.

Jeszcze do niedawna pojawienie się na rynku pracy licznych reprezentantów tego wyżu skutkowało wzro-

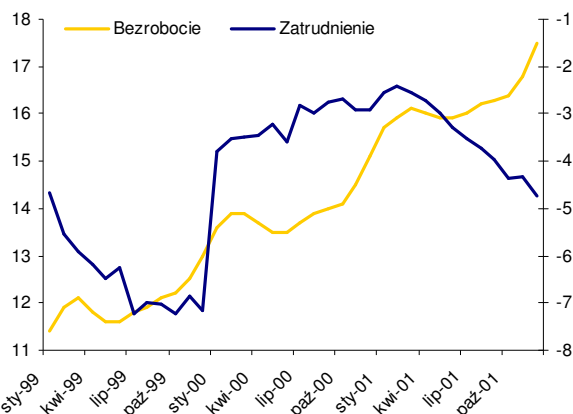
stem stopy bezrobocia. Dziś, ze względu na możliwość podejmowania legalnego zatrudnienia za granicą oraz związany z trwającym ożywieniem gospodarczym silny wzrost popytu na pracę w kraju, tendencje te zaczęły kształtować się całkiem odmiennie.

Mimo to spadek stopy bezrobocia w miesiącach letnich nie był już tak spektakularny, jak wiosną tego roku, kiedy stopa ta spadała po 0,6-0,7 pkt. proc. miesięcznie. Jedną z przyczyn tego stanu jest powolne wygasanie efektów sezonowych, związanych z możliwością pracy w rolnictwie i budownictwie, co w okresie jesienno-zimowym może nawet doprowadzić do pewnego wzrostu stopy bezrobocia. Drugą z przyczyn może być to, że coraz szybciej zbliżamy się do takiego poziomu stopy bezrobocia, którego dalsze obniżanie będzie trudne ze względów strukturalnych.

Z szacunków bezrobocia opartych na badaniach aktywności ekonomicznej ludności (BAEL) wynika, że stopa bezrobocia w II kwartale tego roku wyniosła tylko 9,6%. W porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego stopa ta obniżyła się o 4,5 pkt. proc., a więc silniej niż bezrobocie rejestrowane przez GUS. Może to sugerować, że zmniejszyła się nieco skala zatrudnienia w tzw. szarej strefie, ale trudno jest ocenić, w jakim stopniu nastąpiło to w wyniku podjęcia legalnej pracy, a na ile przyczyniła się do tego wzmożona emigracja zarobkowa.

Choć stopa bezrobocia w Polsce nadal należy do najwyższych wśród państw UE (wyższa jest tylko w Słowacji), coraz większa liczba przedsiębiorstw sygnalizuje problemy z pozyskiwaniem nowych pracowników. Jednym z przejawów i skutków zmian zachodzących na rynku pracy jest dynamiczny wzrost płac, który w sierpniu w sektorze przedsiębiorstw przekroczył już 10% r/r. Te zjawiska mogą sugerować, że wśród bezrobotnych przeważają obecnie osoby albo faktycznie niezdolne do podjęcia pracy ze względu na brak odpowiednich kwalifikacji, albo też nie wykazujące rzeczywistego zainteresowania podjęciem zatrudnienia. Naszym zdaniem taka sytuacja w istotnym stopniu ogranicza możliwości dalszego szybkiego spadku stopy bezrobocia rejestrowanego. Według naszych szacunków do końca tego roku obniży się ona do 11,3%. Za mało realistyczne uważamy szacunki Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej wskazujące na możliwość spadku stopy bezrobocia do około 7% na koniec 2008 roku. Dużo bardziej wiarygodna wydaje się nam prognoza Ministerstwa Finansów zakładająca, że stopa bezrobocia obniży się w tym czasie do poziomu 9,9%

Wrzesień 2007



Stopa bezrobocia rejestrowanego (%) i dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (% r/r). Źródło: GUS.

### Pogłębiający się deficyt CA

W lipcu deficyt na rachunku obrotów bieżących sięgnął 1300 mln EUR i w porównaniu z poprzednim miesiącem zwiększył się o 118 mln EUR. W relacji do PKB oznacza to ujemne saldo na poziomie 3,8%. Główną przyczyną wzrostu tego deficytu było silne pogorszenie się salda wymiany towarowej. Deficyt w obrotach handlowych wzrósł w lipcu o ponad 720 mln EUR i osiągnął poziom 1278 mln EUR.

Pogłębiający się deficyt handlowy wynikał z silnego przyspieszenia importu, którego dynamika wzrosła o 6 pkt. proc. do 24,3% r/r, przy relatywnie słabszym wzroście dynamiki eksportu (z 12,3% y/y w czerwcu do 15,3% y/y w lipcu). Wartość towarów wyeksportowanych w lipcu była nawet nieco niższa niż w poprzednim miesiącu.

Salda pozostałych elementów rachunku obrotów bieżących (usług, dochodów i transferów bieżących) w lipcu poprawiły się, co zapobiegło jeszcze większemu pogłębieniu się nierównowagi.

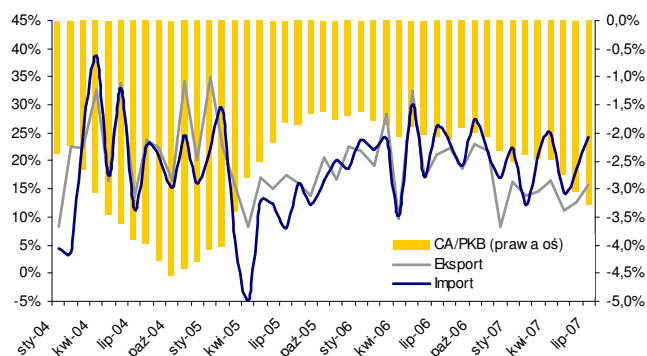
W porównaniu z innymi krajami regionu nasz deficyt na rachunku obrotów bieżących jest wciąż jeszcze relatywnie niski, a jego stopniowe narastanie znajduje uzasadnienie w procesach zachodzących w gospodarce. Wzrost dynamiki importu jest dość silnie skorelowany z wysoką dynamiką nakładów inwestycyjnych, która w I połowie 2007 przekroczyła 25% r/r. Czynniki przyczyniającymi się do wzrostu importu są też wysoka importochłonność produkcji przemysłowej oraz szybki wzrost sprzedaży detalicznej przy stopniowo rosnącym w całym koszyku konsumpcyjnym udziale dóbr pochodzących z importu.

Przy stabilnym w ostatnich miesiącach tempie wzrostu eksportu, którego dynamika jest ograniczana przez wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych naszej gospodarki oraz przez umacniający się kurs złotego, należy oczekiwać, że deficyt w obrotach

handlu zagranicznego będzie się pogłębiał. Nawet przy rosnącym dodatnim saldzie transferów bieżących, czemu sprzyja napływ środków z UE oraz wzrost transferów prywatnych, będzie to prowadzić do pogarszania się całego salda rachunku obrotów bieżących.

Szacujemy, że w końcu tego roku deficyt w obrotach bieżących może przekroczyć 4,5% PKB i widzimy duże ryzyko jego dalszego wzrostu w następnych latach. Pogłębiające się ujemne saldo rachunku obrotów bieżących jest potencjalnie negatywne dla złotego i może w ten sposób niekorzystnie wpłynąć na bilans ryzyk inflacyjnych. Naszym zdaniem jest jednak jeszcze za wcześnie, by mówić o odwróceniu się trendu aprecyjnego naszej waluty, na której kurs wpływ ma także wiele innych czynników. Komunikat opublikowany po wrześniowym posiedzeniu RPP sugeruje jednak, że stan rachunku obrotów bieżących może już wkrótce stać się jednym z najważniejszych czynników obserwowanych przez Radę.

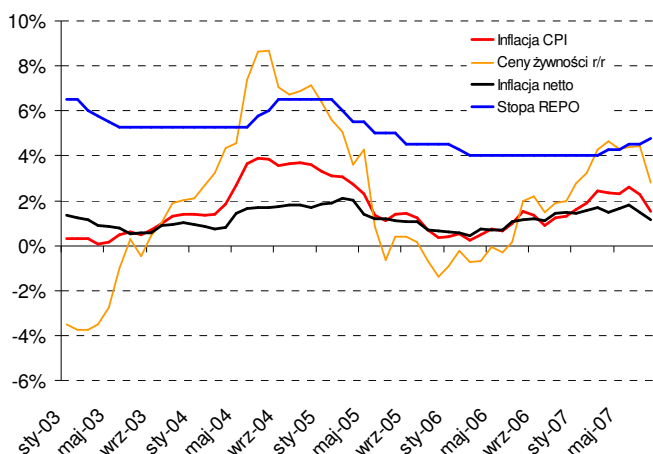
Deficyt na rachunku obrotów bieżących (CA) w relacji do PKB (%) oraz dynamiki eksportu i importu (% r/r).



## POLITYKA MONETARNA

## Sierpniowa niespodzianka inflacyjna

Sierpniowa niespodzianka inflacyjna (jej przyczyny i konsekwencje staramy się nakreślić w sekcji specjalnej), w połączeniu z dość gołębimi wypowiedziami członków RPP, wpłynęła na gwałtowne ograniczenie oczekiwań rynku na zacieśnienie monetarne. Przez kolejne dni września następowało co prawda systematyczne odbudowywanie oczekiwań, jednak na rynku nadal przeważa sentyment, który można określić jako „bullish”. Instrumenty rynku pieniężnego wyceniają obecnie zaledwie dwie podwyżki stóp procentowych (po 25 pkt. bazowych), z dużym prawdopodobieństwem datując je na listopad i luty 2008. W takim przeświadczeniu utrzymują uczestników rynku również analitycy – w październikowej ankiecie tylko jeden zespół spodziewa się podwyżki stóp już na najbliższym posiedzeniu Rady.



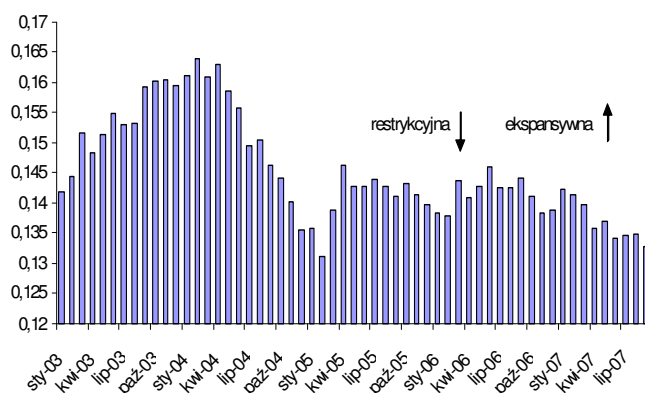
## Dane za wrzesień zmieniają oczekiwania rynku?

Ciekawostką października jest to, że dane o płacach, inflacji i bilansie płatniczym opublikowane zostaną tego samego dnia (15 października) o tej samej godzinie. Nietrudno więc sobie wyobrazić, że w dniu tym mogą pojawić się ważne dla RPP informacje, które mogą też spowodować dość gwałtowną zmianę oczekiwań uczestników rynku.

Tak się składa, że jesteśmy tym jedynym zespołem nie wykluczającym zacieśnienia polityki monetarnej w październiku. Warto więc poświęcić nieco więcej uwagi wyjaśnieniu tego, co doprowadziło nas do takiej konkluzji. Oceniamy, że najważniejszą daną 15 października okaże się inflacja, która według naszych prognoz wzrośnie do 2,1% r/r (konsensus 1,9%) i tym samym częściowo skoryguje zaburzenie wprowadzone przez sierpniowy spadek wskaźnika CPI. Chociaż

inflacja na poziomie 2,1% pozostawałaby nadal wyraźnie poniżej celu NBP, to opublikowanie takiej informacji przyczyniłoby się zapewne do ponownego zaostrzenia tonu wypowiedzi członków RPP. Pozostałe dane prezentowane 15 października, które według naszych przewidywań wskażą na rosnącą presję płacową oraz powiększającą się nierównowagę zewnętrzną, mogą tylko wzmocnić wydzwięk wyższej niż oczekiwano inflacji.

MCI - indeks restrykcyjności polityki monetarnej



## Nowa projekcja inflacji powinna wpłynąć na decyzję RPP

Prawdziwym punktem zwrotnym powinno okazać się samo posiedzenie RPP i zbiegająca się z nim publikacja projekcji inflacyjnej. Jeśli nasze szacunki wpływu wyższych ULC na projekcję NBP okażą się trafne i przyszła inflacja znajdzie się poza górnym przedziałem celu, RPP może nie mieć zbyt dużego pola manewru i albo zdystansuje się od projekcji zaprzeczając wcześniejszym zapewnieniom o jej rosnącej roli, albo podwyższy stopy już w październiku. To drugie rozwiązanie, naszym zdaniem, znacznie poprawiłoby komunikację Rady z rynkiem oraz ograniczyło skalę wzrostu nachylenia krzywej dochodowości. Poprzez wcześniejsze od oczekiwanego podniesienie stóp procentowych RPP dostarczyłaby bowiem rynkowi argumentów, że skumulowana skala podwyżek będzie mniejsza. Istotnym źródłem ryzyka dla naszej prognozy wskazującej na możliwość dokonania podwyżki stóp już w październiku jest trudna do przewidzenia reakcja Rady na kształtowanie się sytuacji na światowych rynkach finansowych i na działania podejmowane przez inne banki centralne. Dość trudno jest też ocenić, czy i w jakim stopniu na decyzję RPP wpłynąć może fakt, że podejmowana ona będzie w okresie tuż po wyborach parlamentarnych i przed sformowaniem nowego rządu.

---

Wrzesień 2007

Preferowany przez większość uczestników rynku scenariusz zakładający podwyżkę stóp w listopadzie wydaje się nam prawdopodobny tylko przy zbiegu szeregu okoliczności. Nowa projekcja NBP musiałaby wskazać, że inflacja utrzyma się poniżej górnej granicy odchyień od celu w całym horyzoncie prognozy, RPP krytycznie odniosłaby się do tej projekcji uznając ją za mało wiarygodną (co zdarzało się już w przeszłości), zaś bieżąca inflacja w październiku musiałaby przekroczyć 2,5%. Uważamy, że bez spełnienia tych warunków może nas czekać dość długi, kilkumiesięczny okres wygaszenia oczekiwań na podwyżki stóp – co najmniej do momentu pojawienia się silniejszego wzrostu wskaźników bieżącej inflacji.

## POLITYKA FISKALNA

### Uwagi na temat projektu budżetu na 2008 rok

#### Ambitna ale możliwa do zrealizowania prognoza dochodów

Łączne dochody budżetu państwa w 2008 r. mają osiągnąć 281,8 mld zł i być o 19,5% wyższe od oczekiwanych w tym roku. Tak wysoka dynamika wynika w dużej mierze z niemal czterokrotnego wzrostu (z 9,3 mld w 2007 r. do 35,3 mld zł) założonych wpłat z budżetu UE i z innych źródeł dwustronnych. Związane jest to głównie z rozpoczynającym się na szerszą skalę wykorzystaniem środków z nowej perspektywy finansowej 2007-2013 oraz z planowaną intensyfikacją wydatkowania środków przyznanych na lata 2004-2006. W szybkim tempie (blisko 12%) mają się jednak zwiększać też w przyszłym roku wpływy podatkowe, co spowoduje, że ich relacja do (18,2%) będzie o 0,4 pkt. proc. wyższa niż w 2007 r. i aż o 1,7 pkt. proc. wyższa niż w 2006 r. Wzrost tej relacji jest zwykle traktowany jako jeden z mierników wskazujących na wzrost skali rzeczywistych obciążeń fiskalnych i na rosnącą rolę państwa w redystrybucji dochodów.

Największa część wpływów podatkowych pochodzić ma z podatku od towarów i usług (VAT), które zaplanowano na blisko 112 mld zł (+13,9%). Jest to dość optymistyczna prognoza, jeśli się uwzględni, że w przyszłym roku trudno raczej oczekiwać wystąpienia w tej samej skali czynników, które przyczyniły się do znacznego przekroczenia planowanych na 2007 r. wpływów z VAT (w tym wyższe o 1,9 pkt. proc. od planowanego tempo wzrostu PKB, ponad dwukrotnie wyższa dynamika inwestycji i dużo szybszy wzrost spożycia). Możliwość spełnienia się prognozy MF zwiększa jednak fakt, że niektóre założenia makroekonomiczne przyjęte przy konstrukcji budżetu można uznać za dość konserwatywne. Dotyczy to zwłaszcza dynamiki wzrostu funduszu płac i w konsekwencji tempa wzrostu spożycia indywidualnego. Do uzyskania dodatkowych wpływów z VAT może też w przyszłym roku przyczynić się istotnie wyższa od założonego przez MF średnioroczne tempo wzrostu cen. Według naszych szacunków może ono być bliższe 3% niż przyjętemu przez MF poziomowi 2,3%. Ważnym źródłem ryzyka dla prognozy wpływów z VAT są jednak przyjęte niedawno przez Sejm bardzo liberalne regulacje dotyczące zwrotu części wydatków związanych z budownictwem mieszkaniowym.

Drugą co do wielkości pozycją w dochodach budżetu jest podatek akcyzowy, który w 2008 r. ma przynieść wpływy szacowane na 52,2 mld zł. Założona dynami-

ka tych wpływów nie budzi większych zastrzeżeń, choć źródłem pewnego ryzyka jest trudna do określenia skala zwrotów akcyzy za samochody zakupione za granicą.

Podatek od osób fizycznych (PIT) ma przynieść budżetowi w przyszłym roku wpływy w wysokości około 36,1 mld zł (wzrost o 3,3% r/r). Szacunek ten uwzględnia już skutki wprowadzenia przez Sejm dwukrotnie wyższej od proponowanej przez rząd ulgi na każde dziecko (1145 zł). Jednym z czynników pozwalających na wzrost wpływów z PIT ma być wzrost dochodów wynikający z obniżenia składki rentowej. Podobnie jak w przypadku VAT, na rzecz wzrostu dochodów z PIT może też wpłynąć wyższa od założonej przez MF dynamika funduszu płac. Przy obecnych trendach na rynku pracy można oczekiwać, że w 2008 r. tempo wzrostu zatrudnienia w gospodarce narodowej będzie tylko nieco niższe od oczekiwanego w tym roku, a dynamika wzrostu wynagrodzeń utrzyma się na bardzo zbliżonym poziomie (około 9-10% r/r). Oceniając realność prognozy dochodów z PIT trzeba jednak pamiętać, że utrzymaniu się w ostatnich latach dość wysokiej dynamiki wpływów z tego tytułu decydowały w dużej mierze stale rosnące wpłaty przedsiębiorców rozliczających się według jednolitej stawki 19% (w tym roku doszły do tego jeszcze wysokie wpływy z podatku od zysków kapitałowych). W przypadku dalszego istotnego pogorszenia się warunków funkcjonowania tej grupy podatników (np. wskutek wzrostu kosztów płacowych) dynamika łącznych wpływów z podatki PIT mogłaby ulec osłabieniu.

Wpływy z podatku od osób prawnych (CIT) prognozowane są w 2008 r. na 27,1 mld zł, czyli o 15,5% więcej niż w tym roku. Naszym zdaniem prognoza ta jest zbyt optymistyczna, jeśli uwzględni się prawdopodobne pogorszenie się wyników finansowych przedsiębiorstw w wyniku wzrostu kosztów oraz malejącej dynamiki i opłacalności eksportu.

W odniesieniu do dochodach niepodatkowych warto podkreślić, że mają one być w przyszłym niższe o około 5,5% od tegorocznych, co głównie z braku planowanej wpłaty z zysku z NBP (która w tym roku wyniosła blisko 2,5 mld zł). Wynika to z konieczności przeznaczenia zysku NBP na zwiększenie rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych.

Wrzesień 2007

Podsumowując uwagi dotyczące strony dochodowej budżetu na 2008 r. można uznać prognozę MF za obciążoną pewnym ryzykiem, ale możliwą do zrealizowania. Dynamiki większości kategorii dochodów określone zostały na dość wysokim poziomie, ale pewien margines swobody pozostawiają konserwatywne założenia dotyczące kształtowania się funduszu płac oraz wyraźnie zaniżona prognoza inflacji.

### **Zdecydowanie zbyt wysokie tempo wzrostu wydatków**

Projekt budżetu na 2008 r. przewiduje wzrost łącznych wydatków o blisko 20% do poziomu 310,4 mld zł. Zaplanowanie tak dużego wzrostu wydatków przez kraj zmagający się z problemami nadmiernego deficytu budżetowego i szybko rosnącego długu publicznego uznać można za jedną z najważniejszych wad przedstawionego projektu. Choć największy wpływ na wzrost wydatków miało zwiększenie do 35,3 mld zł (czyli o ponad 20 mld zł w porównaniu do budżetu 2007 r.) kwoty wydatków refundowanych przez UE, to zdecydowanie zbyt szybko mają też wzrosnąć wydatki finansowane ze źródeł krajowych. W relacji do tegorocznego budżetu mają one być większe 12,6%, natomiast w odniesieniu do rzeczywistego wykonania wydatków (które szacujemy na nie więcej niż 98% planu) wzrost ten sięga już 15% i jest prawie dwukrotnie wyższy od nominalnego wzrostu PKB przewidzianego na 2008 r. Bardzo szybkie tempo wzrostu wydatków budżetu państwa sprawia, że ich relacja do PKB ma się zwiększyć z 22,4% w tym roku do 24,8% w 2008 r. (w tym w części finansowanej ze źródeł krajowych z 21,1% do 22%). Planowany wzrost obciążeń podatkowych (wzrost z 17,8% do 18,2% PKB) nie pozwoli na pełne skompensowanie skutków szybkiego wzrostu wydatków, w związku z czym konieczne okazało się zwiększenie nominalnych rozmiarów deficytu (o co najmniej 5 mld zł w relacji do przewidywanego wykonania w tym roku). Taki kształt projektu budżetu oznacza, że polityka fiskalna będzie miała w przyszły roku zdecydowanie procykliczny charakter i nie przybliży Polski do realizacji zobowiązań wynikających z unijnego Paktu Stabilności i Wzrostu. Ta sytuacja dość jednoznacznie pokazuje też, że tzw. kotwica budżetowa dotycząca poziomu deficytu jest mało efektywnym narzędziem stabilizowania finansów publicznych i że do tego celu niezbędne jest wprowadzenie mechanizmu skutecznie ograniczającego tempo wzrostu wydatków.

Główną przyczyną szybkiego wzrostu wydatków finansowanych ze źródeł krajowych jest konieczność skompensowania skutków obniżki składki rentowej oraz wygosparowania środków na zwiększoną waloryzację emerytur (wzrost o 5,6%) i na przyspieszone zakończenie procesu wyrównywania bazy świadczeń dla tzw. starego portfela. Łączne wydatki

budżetu na ubezpieczenia społeczne mają być o blisko 32% wyższe od oczekiwanych w tym roku, w tym dotacja dla FUS ma zwiększyć się o blisko 70% (ponad 14 mld zł). Budżet, w którym tak szybko rosną wydatki na szeroko rozumiane świadczenia socjalne trudno jest określić mianem prorozwojowego. Wydatki w takich działach jak szkolnictwo wyższe, informatyka i nauka mają się zwiększyć tylko w granicach od 3,6% do 11% (czyli znacznie poniżej średniej dla ogółu wydatków) a nakłady na oświatę i wychowanie mają spaść o ponad 10%. W dość szybkim tempie wzrastają natomiast wydatki na bezpieczeństwo publiczne (o 16,4%) i wymiar sprawiedliwości (o 12,4%). Jeszcze szybciej (odpowiednio o 31,7%, 36,8% i 44%) zwiększyć się mają koszty funkcjonowania CBA, IPN i Agencji Wywiadu. Wciąż nie widać też zapowiadanych efektów realizacji programu „Tanie Państwo”, gdyż nakłady na administrację publiczną mają być w przyszłym roku aż o 17% wyższe niż w 2006 r., a wydatki na centralne organy władzy państwowej i sądowniczej aż o 22% wyższe. Szczególnie szybko wzrastają koszty działania Kancelarii Prezesa Rady Ministrów, które w 2008 r. będą o ponad 52% wyższe niż w 2005 r. Warto też zwrócić uwagę na przewidziany w projekcie budżetu bardzo duży wzrost wydatków na funkcjonowanie KNF (o 251%), choć z założenia konsolidacja nadzoru miała przynieść oszczędności a nie dodatkowe nakłady. Wydatki związane z przejściem GINB nie zostaną niestety skompensowane wyższą wpłatą z zysku NBP, gdyż taka wpłata nie jest planowana w 2008 r. Do bardziej pozytywnych zmian w strukturze budżetu zaliczyć można duże wzrosty nakładów w działach transport i ochrona środowiska, choć w znacznej mierze wynika to z rosnącego wykorzystania funduszy unijnych.

Projekt budżetu na 2008 r. zakłada, że nominalne koszty obsługi długu publicznego będą nieco niższe niż w tym roku i takie same, jak w 2006 r. Takie założenie może wydawać się nieco dziwne w sytuacji, gdy rosną krajowe stopy procentowe, a dług Skarbu Państwa na koniec tego roku ma być o ponad 75 mld zł wyższy niż na koniec 2005 r. Ze względu na dużą inercję w kształtowaniu się kosztów obsługi długu nie jest to jednak założenie nierealne, gdyż przez pewien czas Ministerstwo Finansów będzie jeszcze korzystać z efektów relatywnie niskich stóp procentowych, jakie występowały na rynku w okresie od ostatniego kwartału 2005 do połowy ubiegłego roku. W ustabilizowaniu łącznych wydatków na obsługę długu pomogło też drastyczne zmniejszenie (o 514 mln zł, czyli o blisko 58%) środków na ewentualne wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez Skarb Państwa. Choć prawdopodobieństwo uruchomienia takich wypłat maleje w okresach dobrej koniunktury, to jest to jednak działanie dość ryzykowne, dodatkowo pozbawiające też budżet pewnego buforu, który mógłby zostać wykorzystany w przypadku mniej ko-



Wrzesień 2007

rzystnego ukształtowania się kosztów obsługi długu. Brak rezerw w środkach zaplanowanych na obsługę długu sugeruje, że w tym obszarze trudno będzie liczyć w przyszłym roku na uzyskanie jakichkolwiek oszczędności. Warto też podkreślić, że przejściowe ustabilizowanie się nominalnego poziomu kosztów obsługi długu (na które przypada 9% ogółu wydatków) oznacza, że istotnie wyższa od przeciętnej będzie w 2008 r. dynamika wzrostu pozostałych wydatków. Oznacza to także, że w następnych latach, kiedy to koszty obsługi długu zaczną się już dość szybko powiększać (wg prognoz MF w 2009 r. mają one wzrosnąć o 16%) dużo trudniej będzie ograniczyć tempo wzrostu całości wydatków.

### Rosnący deficyt i potrzeby pożyczkowe netto

Projekt budżetu przewiduje, że deficyt budżetu państwa zwiększy się z około 23 mld zł w tym roku do 28,6 mld zł w roku przyszłym. Rzeczywisty wzrost deficytu może być jeszcze większy, jeśli Ministerstwu Finansów nie uda się nadrobić wszystkich zaległości w wydatkach zaplanowanych na ten rok. Taka sytuacja jest bardzo prawdopodobna i dlatego według naszych ocen deficyt na koniec tego roku raczej nie przekroczy poziomu 20 mld zł. Stawia to w jeszcze gorszym świetle plany rządu w obszarze polityki fiskalnej w 2008 r. Przyszły rok zapowiada się jako stracony z punktu widzenia postępów w konsolidacji finansów publicznych i realizacji średnioterminowego celu polityki fiskalnej określonego jako deficyt na poziomie 1% PKB. Pomimo przewidywanej kontynuacji szybkiego wzrostu gospodarczego deficyt budżetowy nie tylko nie zostanie ograniczony, ale jeszcze ma się znacząco powiększyć. Ta beztroska autorów projektu budżetu i posłów niemal jednomyślnie głoszących za znacznym zwiększeniem wydatków może mieć bardzo bolesne dla gospodarki skutki w sytuacji, gdy tempo wzrostu PKB nieco zwolni. Planowany wzrost deficytu w połączeniu z dużym wzrostem tzw. ujemnego salda dochodów z prywatyzacji i ich rozdy-

spowania prowadzi do dużego wzrostu potrzeb pożyczkowych netto. Mają one wzrosnąć z 39,2 mld zł w tym roku do 46,2 mld zł w roku przyszłym i to pomimo niemal całkowitego wyeliminowania zapotrzebowania na środki na prefinansowanie projektów realizowanych przy wsparciu funduszy UE (w 2007 r. na ten cel zaplanowano ponad 2,4 mld zł, w 2008 r. już tylko 106 mln zł). Zgodnie z definicją obowiązującą w UE potrzeby pożyczkowe netto należy uznać za właściwą miarę deficytu budżetu państwa i dlatego w pełni popieramy dość często formułowane stanowisko, że należałoby dążyć do jak najdalej idącego zbliżenia sposobu prezentowania sytuacji fiskalnej w Polsce do zasad określonych przez Eurostat. Wyeliminowanie tej podwójnej rachunkowości wymagałoby przede wszystkim skończenia z dziwną praktyką zaliczania do rozchodów budżetu (czyli umieszczania pod tzw. kreską) środków przekazywanych do OFE oraz zintensyfikowania prac zmierzających do zastąpienia kasowej prezentacji rachunków państwa przez tzw. ujęcie memoriałowe. Pomimo dość znacznego wzrostu potrzeb pożyczkowych netto w 2008 r. (o około 7 mld zł) nie przewidujemy, aby MF miało jakiegokolwiek istotnego trudności z ich zaspokojeniem. Zwiększyć się jednak może nieco koszt finansowania tych potrzeb, zwłaszcza jeśli nadal rosły będą krajowe stopy procentowe i gdy nie spełni się założenie MF, że prawie cały dodatkowy popyt zaspokoją zagraniczni nabywcy instrumentów emitowanych na rynku krajowym. W okresie od początku tego roku do końca sierpnia zmniejszyli oni swe zaangażowanie o ponad 3 mld zł, natomiast MF oczekuje, że w 2008 r. ich portfele powiększą się o 5 mld zł. W planowanej strukturze finansowania zwraca też uwagę, że w przyszłym roku MF nie zakłada już dalszej redukcji zadłużenia w bonach skarbowych (co oczywiście nieco zwolni proces wydłużania średniej zapadalności długu) i oczekuje ponownego wzrostu zainteresowania nabywaniem obligacji oszczędnościowych.

### Realizacja budżetu w 2007 r.

#### Opóźnienia wydatków pozwalają utrzymać nadwyżkę

W okresie pierwszych ośmiu miesięcy tego roku budżet państwa osiągnął nadwyżkę w wysokości 304 mln zł. Wstępne informacje przekazane przez Ministerstwo Finansów wskazują na to, że niewielka nadwyżka (około 160 mln zł) wystąpiła również po wrześniu. Nadal wprawdzie utrzymuje się dość wysoka nadwyżka dochodów (po ośmiu miesiącach były one o ponad 6 mld zł wyższe od planowanych na ten okres), ale ich dynamika dość wyraźnie słabnie. W samym sierpniu dochody były niższe od przewidzianych w harmonogramie MF i tylko o niecałe

### Szacunkowe wykonanie budżetu państwa do sierpnia 2007 r

	mIn PLN	% planu
<b>Dochody, w tym:</b>	<b>157377.4</b>	<b>68.7%</b>
Podatki pośrednie	96269.4	69.5%
Akcyza	31324.4	69.3%
CIT	15539.2	70.4%
PIT	22530.9	71.3%
<b>Wydatki</b>	<b>157073.3</b>	<b>60.7%</b>
Obsługa długu krajowego	11745.8	54.1%
Obsługa długu zagranicznego	4107.6	66.7%
Dotacja dla FUS	3066.7	63.7%
Subwencja samorządowa	<b>7335.4</b>	74.3%
<b>Deficyt/Nadwyżka</b>	304.1	---

Źródło: Ministerstwo Finansów

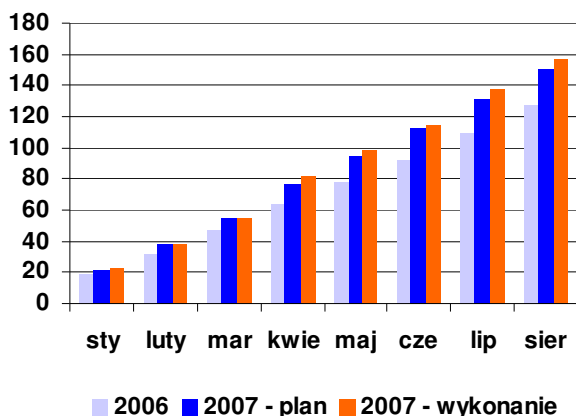
Wrzesień 2007

8% wyższe niż w sierpniu 2006 r. (podczas gdy w całym okresie styczeń-sierpień roczna dynamika wzrostu dochodów była bliska 23%). Trzeba jednak podkreślić, że głównym czynnikiem osłabiającym dynamikę dochodów jest bardzo niskie zaawansowanie wpływu środków z UE, które po sierpniu osiągnęło tylko 43% planu rocznego. W sytuacji słabnącej dynamiki łącznych dochodów utrzymywanie się nadwyżki budżetowej jest w coraz większym stopniu efektem opóźnień w realizacji planu wydatków. Po ośmiu miesiącach tego roku wydatki były już o prawie 12 mld zł niższe od przewidzianych w oficjalnym harmonogramie. Także w tym przypadku jednym z głównych „winowajców” jest wolniejsza od założonej realizacja projektów finansowanych przy pomocy środków UE (49% planu rocznego). Dość wolno uruchamiane są jednak też środki na wydatki bieżące jednostek budżetowych (w tym zwłaszcza na zakup materiałów i usług) i tradycyjnie już niskie w tym

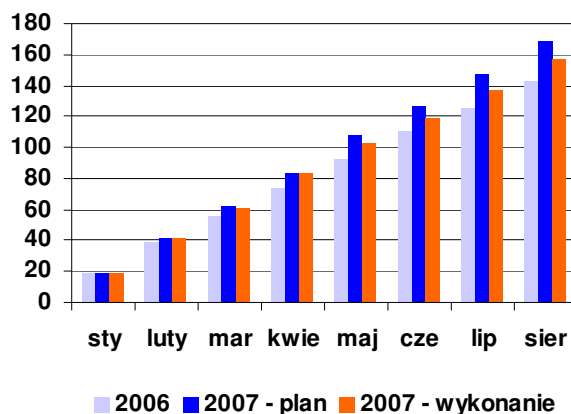
okresie roku jest zaawansowanie wydatków majątkowych (26,2% planu). Pewne opóźnienia (choć w tym przypadku mogą to również być realne oszczędności) widoczne są też

w realizacji planowanych wydatków na obsługę długu krajowego. Ze wstępnych sygnałów przekazanych przez przedstawicieli MF wynika, że we wrześniu sytuacja po stronie wydatków nie uległa istotnej zmianie. Oznacza to, że w ostatnim kwartale tego roku Ministerstwo Finansów będzie miała bardzo nietypowy ból głowy związany z koniecznością szybkiego wydania jak największej kwoty zaplanowanych środków. Zbyt duże ograniczenie wydatków (i deficytu) w tym roku nie byłoby raczej w interesie MF, gdyż utrudniłoby to realizację bardziej napiętego przyszłorocznego budżetu i naraziłoby MF na krytykę (głównie ze strony UE), że deficyt fiskalny w 2008 r. może okazać się istotnie wyższy niż w 2007 r.

Dochody budżetu państwa



Wydatki budżetu państwa



## OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

**Podjęta we wrześniu przez FED decyzja o obniżce głównej stopy funduszy federalnych o 50 pb. do poziomu 4,75% przyczyniła się do pewnego uspokojenia nastrojów rynkowych. W ostatnim okresie nasiliły się jednak obawy, że kryzys na rynkach finansowych będzie miał większy od wcześniej oczekiwanego negatywny wpływ na realną sferę procesów gospodarczych.**

Większa od oczekiwanej obniżka stóp procentowych w USA została spowodowana obawami o dużo poważniejsze od wcześniej zakładanych negatywne skutki kryzysu na rynku kredytów *subprime* i załamania w sektorze mieszkaniowym dla całej gospodarki amerykańskiej. Posunięcie to poprawiło rynkowe nastroje, choć nie wiemy jeszcze, czy okaże się wystarczające dla zneutralizowania wpływu turbulencji na rynkach finansowych na sferę realną.

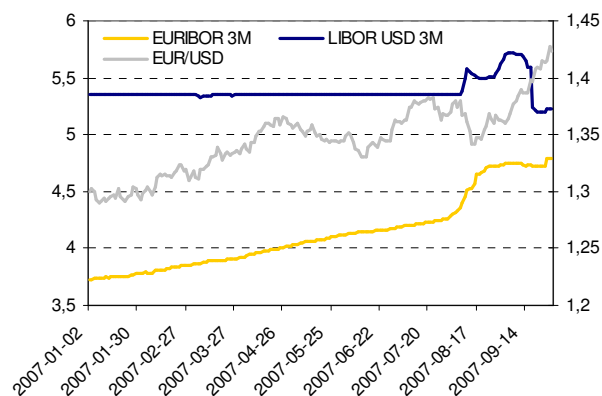
Ostatnie dane makroekonomiczne z USA, zwłaszcza słabe dane o inwestycjach w 2 kw. 2007, wskazują na pewne oznaki gospodarczego spowolnienia. Obawy o perspektywy wzrostu w Stanach są jednak tonowane przez nieco lepsze od oczekiwanych dane przedstawiające sytuację na rynku pracy. Co więcej, w najbliższych miesiącach najprawdopodobniej utrzyma się dynamika cen PCE na poziomie 2-2,5%, co będzie przemawiać przeciwko dalszemu rozluźnieniu polityki pieniężnej FED. Z drugiej jednak strony, gdyby oznaki kryzysu w większym stopniu przeniosły się na rynek pracy, cięcia stóp stałyby się bardziej prawdopodobne. Rynek oczekuje obniżki stopy referencyjnej do 4,25% w I kw. przyszłego roku. Naszym zdaniem do kolejnej obniżki stop w USA może dojść najwcześniej w grudniu br.

**W strefie euro stopy ECB pozostały we wrześniu i październiku bez zmian. Decyzje te nie zaskoczyły większości uczestników rynku, choć jeszcze w sierpniu ECB wyraźnie zasygnalizował zamiar podniesienia swych stóp procentowych. W swym komunikatach ECB przyznał, że kluczowy wpływ na te decyzje miały obawy o konsekwencje kryzysu na rynkach finansowych.**

W komunikacie po swym październikowym posiedzeniu Rada Gubernatorów ECB nadal podkreśla, że przeważa ryzyko dalszego wzrostu inflacji, ale jednocześnie przyznaje, że potrzebuje więcej informacji dla dokonania pełnej oceny wpływu ostatnich zaburzeń na rynkach finansowych na perspektywy kształtowania się sytuacji gospodarczej w strefie euro. Dane, które napłynęły pod koniec września, w tym PMI w usługach i przemyśle oraz wskaźniki koniunktury z Niemiec, wskazywały na ryzyko dość znacznego

spowolnienia tempo wzrostu. Nieco bardziej optymistyczne okazały się jednak ostatnie dane o produkcji przemysłowej w Niemczech (wzrost o 1,7% w sierpniu, czyli o 5,2% r/r).

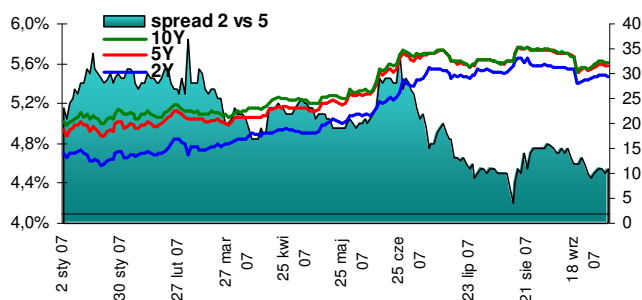
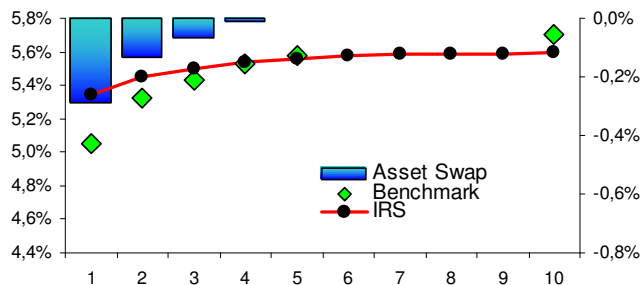
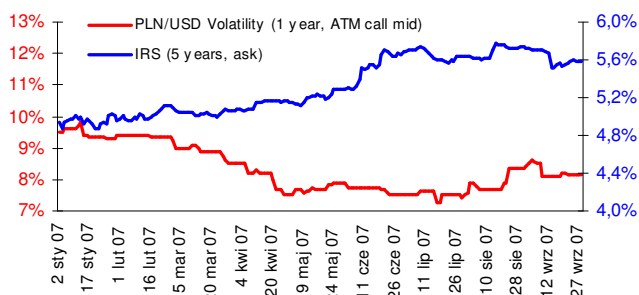
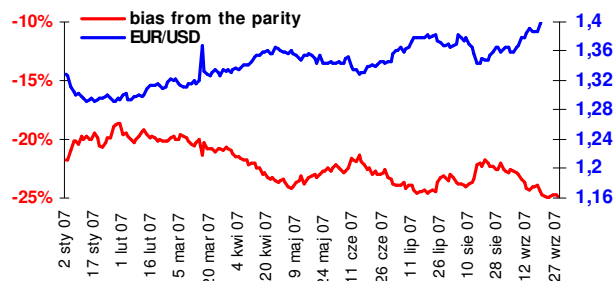
Choć przedstawiciele ECB nadal nie wykluczają możliwości podwyżki stóp, to uważamy, że do końca roku nie należy się z nimi liczyć. W komentarzach analityków coraz częściej pojawiają się już też rozważania, kiedy może dojść do pierwszej obniżki stóp w strefie euro, choć na ogół przyznaje się, że jest to jeszcze dość odległa perspektywa. Możliwość podwyżek stóp ECB wciąż znajduje odzwierciedlenie w notowaniach rynkowych dyskontujących jeszcze dwie podwyżki łącznie o 50 pb. Spread między 3-miesięczną stawką EURIBOR a EUREPO (odpowiadającą stawkom transakcji repo zawieranych w sektorze prywatnym) sięga 60 pb., podczas gdy zwykle nie przekracza on 10 pb. Ostatni komunikat ECB nadal pozostawiający otwartą furtkę do dalszych podwyżek raczej nie złądzi tych oczekiwań. W tym samym kierunku mogą wskazywać najnowsze dane wskazujące na to, że we wrześniu inflacja w strefie euro ponownie przekroczyła poziom celu określonego przez ECB i wyniosła, według wstępnych szacunków, 2,1%.



3-miesięczne stawki EURIBOR i LIBOR USD oraz kurs EUR/USD.

## NA RYNKU

## F/X



Na rynku walutowym we wrześniu obserwowaliśmy aprecjację polskiej waluty. W porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca kurs EUR/PLN spadł z poziomu 3,82 do 3,77, a USD/PLN z 2,80 do 2,64. Znacznie silniejsze umocnienie złotego względem dolara było pochodną osłabienia się amerykańskiej waluty względem euro. Kurs EUR/USD wzrósł z poziomu 1,365 pod koniec sierpnia do 1,415 na koniec września. Podobny poziom kursu euro do dolara utrzymał się także w pierwszej dekadzie października.

Do aprecjacji euro przyczyniła się wrześniowa decyzja FED o obniżce głównej stopy funduszy federalnych o 50 pb. Choć ECB nie zdecydował się na zapowiadaną wcześniej podwyżkę stóp procentowych, oczekiwania na zmniejszenie dysparytetu stóp między strefą euro a USA są wciąż silnie, co sprzyja umacnianiu się notowań euro. Pozostawienie przez EBC we wrześniu (i w październiku) stóp na tym samym poziomie było korzystne dla złotego, choć czynnikiem ograniczającym skalę aprecjacji naszej waluty stał się niespodziewanie duży spadek inflacji w sierpniu.

## Fixed Income

Spadek stopy inflacji CPI do 1,5% r/r spotkał się również ze znaczną reakcją na rynku długu. Publikacja tych danych obniżyła rentowności wszystkich papierów o ok. 15 pb., choć opublikowane później dane o płacach ponownie osłabiły dług. Ostatecznie pod koniec września rentowności kształtowały się na poziomach o 10-15 pb. niższych od sierpniowych. Krzywa dochodowości obniżyła się na całej swej długości, przy czym relatywnie silniej spadły rentowności w segmencie do 1 roku, wskutek czego doszło do pewnego wypłaszczenia krótkiego końca tej krzywej.

Wrześniowa decyzja RPP przyjęta została przez rynki z dużym spokojem. Wyważony wydźwięk komunikatu po posiedzeniu Rady oraz bardziej gołębnie wypowiedzi członków RPP dotychczas prezentujących raczej jastrzębie stanowiska będą ograniczać oczekiwania co do skali przyszłych podwyżek stóp procentowych, umacniając tym samym dług przynajmniej do czasu publikacji nowych danych makro.

## KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

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

Źródło: GUS, NBP, ECB, Rezerwa Federalna

## SEKCJA SPECJALNA

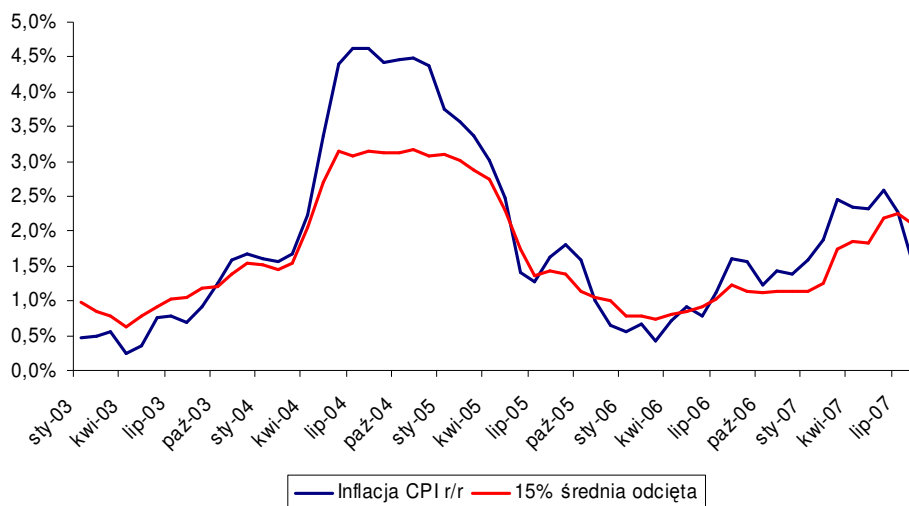
## Inflacja rośnie, czy spada?

Po sierpniowej niespodziance inflacyjnej (spadek inflacji CPI do 1,5% r/r) postanowiliśmy zmierzyć się z problemem określenia właściwego trendu cen konsumenta w polskiej gospodarce. Z naszej analizy wynika, że pomimo spadku *headline inflation*, zasadniczy trend pozostaje rosnący. Utrzymuje się jednak nadal dichotomia procesów inflacyjnych: szybko rosną ceny usług, nie ma zaś oznak szybkiego wzrostu cen towarów w części popytowej koszyka. Wskaźniki oczekiwań cenowych detalistów, jak również rosnące w dwucyfrowym tempie jednostkowe koszty w handlu detalicznym, wskazują, że ciągle uzasadnione jest oczekiwanie przyspieszenia procesów inflacyjnych zarówno w krótkim, jak i średnim okresie.

W sierpniu roczny wskaźnik inflacji CPI spadł do 1,5% z 2,3% zanotowanych w lipcu. Na spadek ten złożyły się zarówno obniżka cen usług internetowych (wpływ netto około -0,3 pkt proc.), jak i silny spadek cen żywności (przede wszystkim cen warzyw, wpływ netto około -0,2 pkt proc.). Z dostępnych informacji wynika, że GUS uwzględnił w swej statystyce (z wagą 50%) promocyjną obniżkę opłat za Neostradę (1,22 zł za miesiąc), która to obniżka obejmuje wyłącznie nowych abonentów. Można mieć w związku z tym wątpliwości, czy aby GUS nie popełnił w tym przypadku metodologicznego błędu.

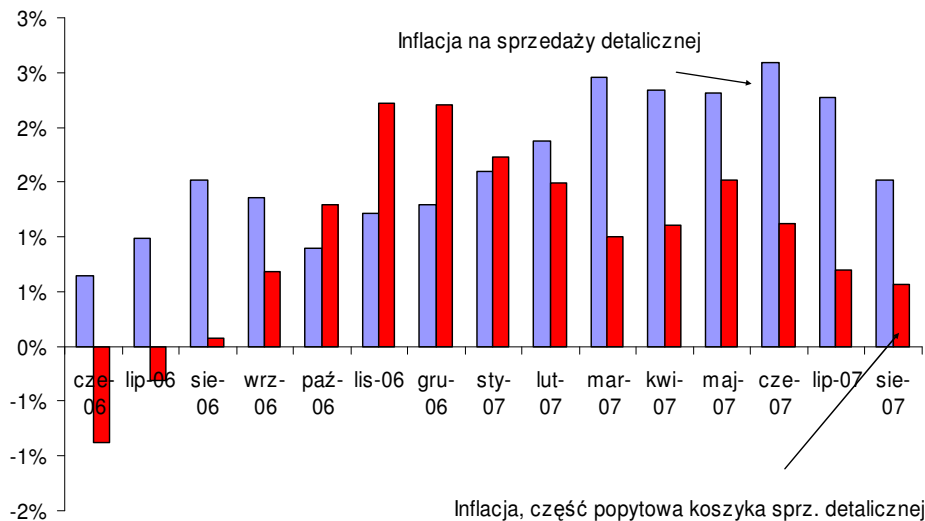
Niespodzianka inflacyjna, chociaż nie wynikała ona z czynników popytowych, stała się jednak pretekstem do rewizji oczekiwań na zacieśnienie monetarne. Czy jednak oczekiwania te są odzwierciedleniem obecnych procesów inflacyjnych? Aby odpowiedzieć na to pytanie przeanalizowaliśmy zasadnicze miary cen konsumpcyjnych w polskiej gospodarce: grupa wskaźników CPI, deflator sprzedaży detalicznej oraz wskaźnik HICP, jak również wskaźniki oczekiwań cenowych dotyczących handlu detalicznego. Porównanie tych miar powinno pozwolić na pełniejszą ocenę bieżącej presji cenowej.

**Wskaźnik CPI (publikowany przez GUS), wskaźniki inflacji bazowej (liczone przez NBP):** Wskaźnik CPI oparty jest na budżetach gospodarstw domowych (wagi z roku poprzedniego). W sierpniu zanotowano spadek rocznego wskaźnika CPI z 2,3 do 1,5% (patrz wykres poniżej). Głęboki spadek zanotowano również we wszystkich za wyjątkiem 15% średniej odciętej, miarach inflacji bazowej, w tym spadek inflacji netto z 1,5% do 1,2%. 15% średnia odcięta spadła zaś zaledwie o 0,2 pkt proc. do 2,1%. Miara ta konstruowana jest poprzez wyłączenie najbardziej zmiennych kategorii w danym miesiącu – w sierpniu wyłączono więc ceny usług internetowych.

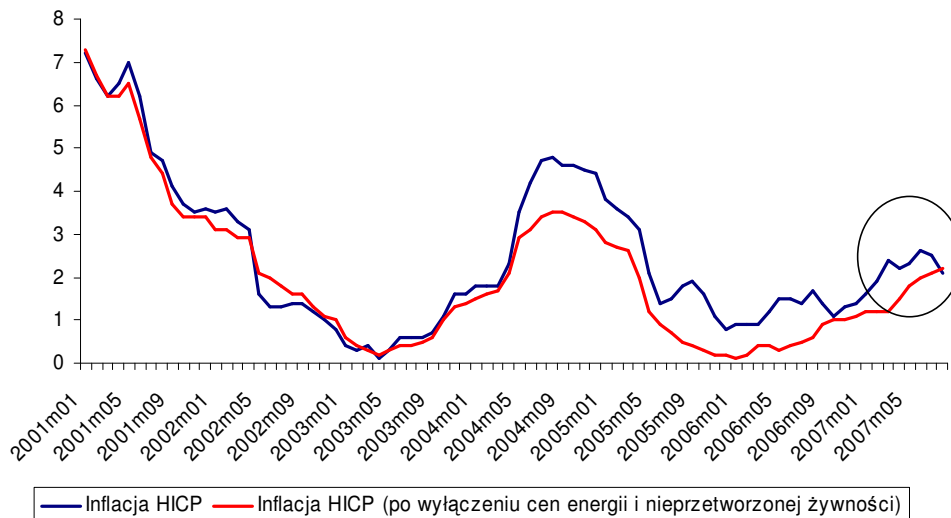


Do miar cen związanych z koszykiem CPI zaliczyć można również deflator cen sprzedaży (miara ta odzwierciedla popytową część koszyka CPI, jest jednak zakłócona przez sezonowe wahania cen żywności). Po wyłączeniu cen żywności zanotowano w sierpniu zaledwie 0,1 pkt proc. spadek rocznej dynamiki (patrz wykres poniżej). Należy podkreślić, że nadal nie obserwujemy szybkiego wzrostu cen w typowo popytowych kategoriach.

Wrzesień 2007



**Wskaźnik HICP (publikowany przez Eurostat):** System wag wykorzystany do kalkulacji tego wskaźnika bazuje na danych o spożyciu indywidualnym w polskiej gospodarce. Najistotniejszą różnicą pomiędzy CPI i HICP jest waga żywności (około 26% w CPI i 20% w HICP). W sierpniu inflacja HICP spadła o 0,4 pkt proc. do 2,1% r/r. Co ciekawe, po wyłączeniu cen energii i cen żywności nieprzetworzonej wskaźnik HICP zanotował w sierpniu wzrost z 2,1% do 2,2% (wskaźnik ten systematycznie rośnie od początku 2006 roku, czyli od momentu szybszego wzrostu popytu wewnętrznego i nasilenia się wzrostu wynagrodzeń).

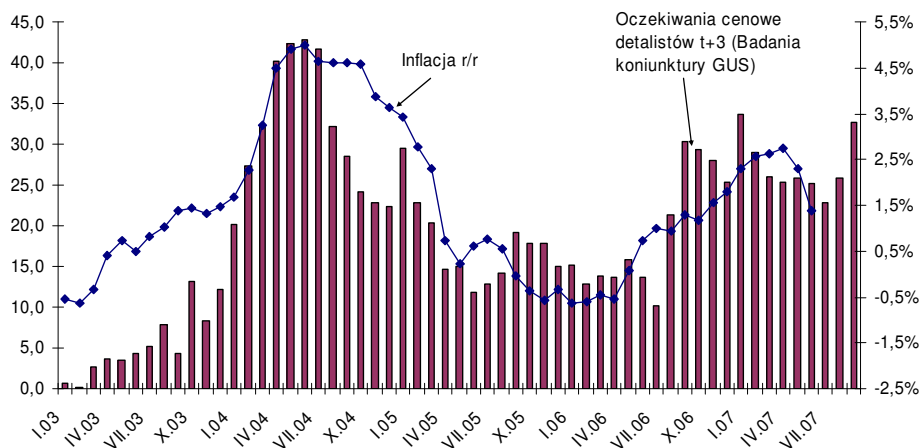
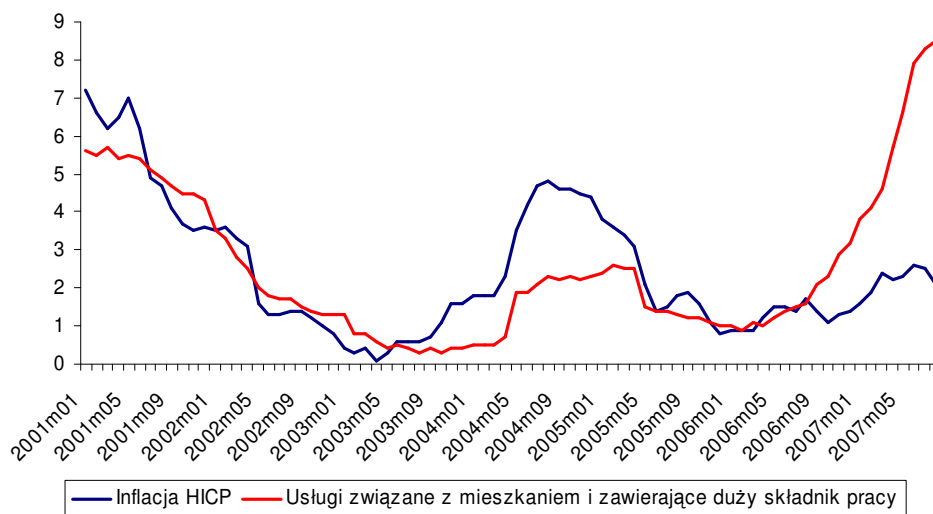
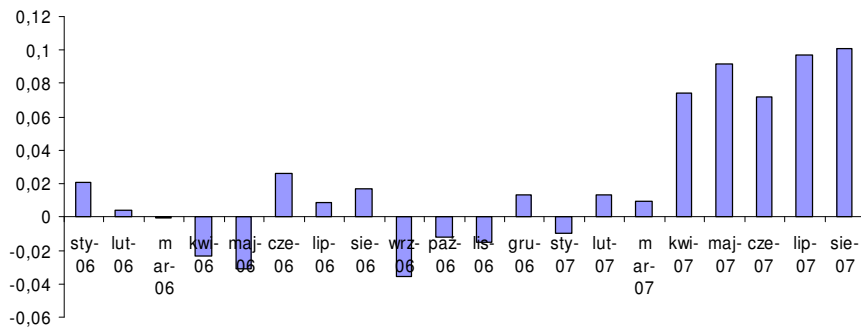


Składowe HICP uwzględniające usługi, w tym usługi związane z utrzymaniem i konserwacją mieszkania (usługi o dużym udziale czynnika praca) wskazują na systematyczny i bardzo szybki wzrost cen.

**Wskaźniki wyprzedzające:** W celu określenia krótkookresowego trendu inflacji zdecydowaliśmy się również na uwzględnienie wskaźników, które mają pewne własności predykcyjne. Wskaźnikami takimi są wskaźniki oczekiwanych cen w handlu detalicznym. Wskaźniki oczekiwanych cen w handlu detalicznym, w tym oczekiwania branży żywnościowej, wskazują na znaczny wzrost cen, w tym cen żywności, w przyszłych miesiącach.

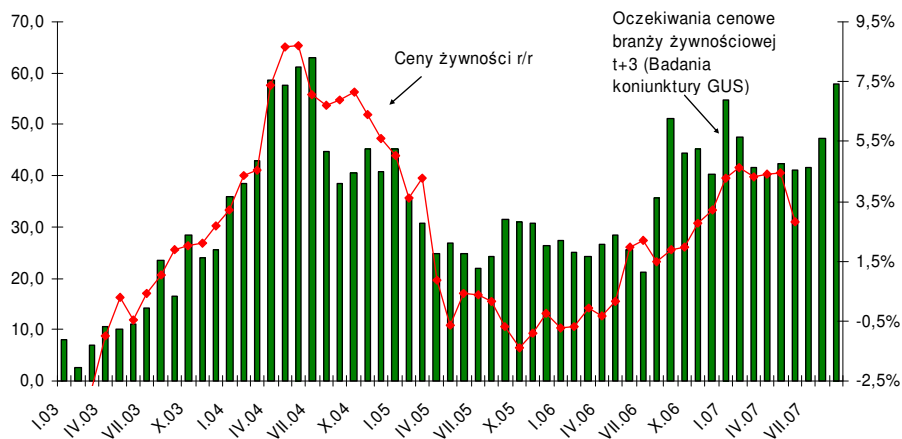
Ciągle za sensowną uważamy również naszą tezę, że biorąc pod uwagę stabilność w czasie marży w handlu detalicznym, wysokie wzrosty płać obserwowane w tej sekcji od kilku miesięcy (patrz wykres poniżej), przełożą się na dodatkowy wzrost cen całych grup sprzedawanych towarów.

Handel detaliczny. Koszt pracy na jednostkę sprzedanego towaru,  
dynamika roczna





Wrzesień 2007



**Prognozy krótkoterminowe:** Dostępne już szacunki inflacji za wrzesień (w tym prognoza MinFinu) wskazują na co najmniej 0,5 pkt. proc. wzrost miesiąc do miesiąca, co przełoży się na powrót rocznego wskaźnika inflacji do poziomu powyżej 2%. Zasadniczym powodem wzrostu będą jednak ceny żywności (w szczególności warzyw), które po sierpniowym dołku wracają do „normalnych” poziomów. Szacujemy również, że ze względu na niższą bazę wzrost rocznego wskaźnika inflacji jest zdeterminowany również w kolejnych miesiącach 2007 roku. W grudniu inflacja może zatem wzrosnąć w okolice 3%. Bardziej wyraźny wpływ czynników fundamentalnych (wzrost płac, skutki wyższego popytu itd.) na inflację powinien się uwidocznic dopiero w przyszłym roku.

#### Wnioski:

- Zasadniczy trend inflacji, naszym zdaniem najlepiej ujęty przez miarę cen po wyłączeniu cen energii i żywności nieprzetworzonej (miara oparta na HICP), jest ciągle rosnący.
- Cały czas mamy do czynienia z dychotomią procesów inflacyjnych: wzrost cen usług znacznie przyspieszył, ceny towarów nadal rosną wolno.
- Detaliści oczekują jednak dalszych wzrostów cen towarów w perspektywie najbliższych miesięcy, co może mieć również związek ze wzrostem ich kosztów płacowych.

**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.