



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Listopad 2007, Nr 76 (11)

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. 11
W drodze do euro	s. 12
Kalendarz	s. 14

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

MARCIN MAZUREK
analityk
tel. (22) 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

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

- Skala osłabienia tempa wzrostu produkcji przemysłowej we wrześniu została zawyżona przez efekty statystyczne w związku z czym przedwczesne może być twierdzenie, że doszło już do wyraźnego i trwałego osłabienia dynamiki wzrostu tego sektora. Nadal dość korzystnie kształtują się perspektywy popytu na rynku krajowym, a struktura wzrostu produkcji przemysłu przetwórczego sprzyja dalszemu rozwojowi eksportu. Wiele wskazuje jednak na to, że kończy się już najlepsza faza obecnego cyklu koniunkturalnego w Polsce. Słabnie również popyt zagraniczny, co oznacza, że dla podtrzymania dynamiki eksportu niezbędne będzie zintensyfikowanie działań służących wzmocnieniu konkurencyjności polskich towarów.
- Decyzję RPP o utrzymaniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie można uznać za dość zaskakującą w sytuacji, gdy nowa projekcja inflacji wskazuje na ryzyko przekroczenia górnej granicy odchyień od celu NBP, a dynamika wzrostu płac utrzymuje się na wysokim poziomie. Do czynników, jakie skłoniły RPP do przyjęcia postawy „wait and see” zaliczyć można zapewne umocnienie się złotego, obawy o osłabienie aktywności gospodarczej i trwającą nadal niepewność co do skutków zaburzeń na rynkach finansowych. Uważamy jednak, że niemal przesądzone jest spełnienie oczekiwań rynku dotyczących podwyżki stóp procentowych w listopadzie.
- Bardzo niski stopień realizacji planu wydatków budżetowych sprawia, że nawet przy słabnącej nieco dynamice dochodów deficyt fiskalny na koniec roku będzie dużo niższy od planowanego. Prawie na pewno nie uda się wykorzystać wszystkich środków na współfinansowanie projektów unijnych. Oszczędności mogą się też pojawić w wydatkach na inwestycje i na obsługę długu publicznego.
- Najnowsza aktualizacja Programu konwergencji nie daje gwarancji szybkiego zakończenia procedury nadmiernego deficytu, gdyż nie przewiduje dalszego ograniczenia nierównowagi fiskalnej w 2008 r. Dość zastanawiające jest przedłożenie aktualizacji tego programu przez ustępujący rząd w sytuacji, gdy to nie on będzie odpowiadał za jego realizację.
- Dążenie do dalszego uspokojenia sytuacji na rynkach finansowych było zapewne głównym uzasadnieniem dla dokonanej przez Fed kolejnej obniżki stóp procentowych. Ton komunikatu Fed i ocena perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego w USA sugerują, że Fed zajmie obecnie postawę wyczekującą i w najbliższych miesiącach nie zdecyduje się na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej. Brak podwyżek stóp procentowych w strefie euro w październiku i w listopadzie był w pełni zgodny z oczekiwaniami rynku i potwierdza, że postawę „wait and see” zajmuje też nadal Europejski Bank Centralny.
- Przykład Słowacji pokazuje, jak startując z pozycji outsidera można w dość krótkim czasie stać się liderem we wdrażaniu reform gospodarczych. Uważamy, że Słowacja ma duże szanse na zrealizowanie swego planu przystąpienia do strefy euro z początkiem 2009 r.

Listopad 2007

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Sty 07	Lut 07	Mar 07	Kwi 07	Maj 07	Cze 07	Lip 07	Sie 07	Wrz 07	Paz 07
PKB i produkcja										
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	15,6%	12,9%	11,3%	12,5%	8,1%	8,3%	10,4%	9,0%	5,2%	8,3%
Produkcja przemysłowa m/m	-0,7%	-1,9%	14,7%	-8,6%	3,0%	2,8%	-2,0%	1,1%	5,5%	7,3%
Sprzedaż detaliczna r/r	16,5%	17,5%	19,2%	15,1%	14,8%	15,2%	17,1%	17,5%	14,2%	15,5%
Sprzedaż detaliczna m/m	-24,3%	-2,1%	19,6%	1,4%	1,4%	0,6%	1,8%	2,1%	-1,8%	4,4%
Rynek pracy										
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2663,65	2687,48	2852,71	2786,29	2776,92	2871,34	2893,71	2885,97	2858,83	2913,16
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	7,8%	6,4%	9,1%	8,4%	8,9%	9,4%	9,3%	10,5%	9,5%	9,6%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-12,0%	0,9%	6,1%	-2,3%	-0,3%	3,4%	0,8%	-0,3%	-0,9%	1,9%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	3,8%	4,3%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,7%	4,8%	4,7%	4,6%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	1,1%	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,2%	0,2%
Stopa bezrobocia	15,1%	14,9%	14,4%	13,7%	13,0%	12,4%	12,2%	12,0%	11,6%	11,4%
Handel zagraniczny										
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-772	-566	-622	-700	-1 214	-1 182	-1300	-637	-1590	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-400	-143	-683	-723	-732	-557	-904	-289	-1100	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	13,8%	14,6%	16,5%	11,3%	12,8%	13,5%	15,8%	16,7%	11,1%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	12,1%	21,2%	24,9%	14,2%	18,3%	19,1%	24,3%	12,8%	18,5%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,5%	-2,4%	-2,5%	-2,5%	-2,8%	-3,0%	-3,3%	-3,8%	-4,3%	
Ceny										
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,4%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,1%	-0,3%	-0,4%	0,8%	0,4%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	1,6%	1,9%	2,5%	2,3%	2,3%	2,7%	2,3%	1,5%	2,3%	2,6%
Inflacja netto r/r	1,5%	1,6%	1,7%	1,5%	1,6%	1,7%	1,5%	1,2%	1,2%	1,3%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,6%	0,3%	0,5%	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%	0,0%	0,3%	0,1%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	3,1%	3,5%	3,3%	2,3%	2,2%	1,6%	1,5%	1,7%	1,8%	2,5%
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	485,5	490,5	492,7	498,7	502,9	507,9	525,3	538,0	536,4	545,2
Podaż pieniądza r/r	19,4%	17,9%	18,0%	17,8%	16,1%	16,0%	19,3%	16,1%	14,3%	14,4%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	36,0%	38,0%	37,7%	39,0%	38,4%	37,6%	40,1%	40,8%	39,6%	*
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	13,4%	15,1%	17,5%	19,2%	19,3%	22,2%	22,3%	22,8%	19,5%	*
Depozyty gospodarstw domowych r/r	11,6%	12,0%	9,5%	9,2%	7,9%	5,9%	13,2%	8,4%	8,2%	*
Depozyty przedsiębiorstw r/r	29,2%	30,5%	29,7%	30,2%	24,5%	23,1%	22,7%	23,3%	27,0%	*
Kursy walutowe										
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,93	3,92	3,87	3,79	3,81	3,82	3,74	3,82	3,77	3,63
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,04	2,97	2,91	2,79	2,84	2,84	2,73	2,80	2,64	2,52
Stopy procentowe										
Stopa interwencyjna NBP	4,00%	4,00%	4,00%	4,25%	4,25%	4,50%	4,50%	4,75%	4,75%	4,75%
Stopa lombardowa	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,75%	6,00%	6,00%	6,25%	6,25%	6,25%
Stopa depozytowa	2,50%	2,50%	2,50%	2,75%	2,75%	3,00%	3,00%	3,25%	3,25%	3,25%
WIBOR 3M	4,19%	4,22%	4,24%	4,40%	4,45%	4,71%	4,85%	5,03%	5,10%	5,19%
Rentowność obligacji 2Y	4,30%	4,56%	4,54%	4,61%	4,58%	4,96%	5,10%	5,42%	5,32%	5,60%
Rentowność obligacji 5Y	4,79%	5,03%	5,00%	5,10%	5,15%	5,52%	5,60%	5,70%	5,58%	5,60%
Rentowność obligacji 10Y	5,12%	5,22%	5,19%	5,31%	5,31%	5,62%	5,70%	5,78%	5,70%	5,47%
Gospodarka światowa										
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,8%	1,8%	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	2,6%	2,6%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			3,0%			2,5%				
Stopa podstawowa ECB	3,50%	3,50%	3,75%	3,75%	3,75%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Inflacja w USA (r/r)	2,1%	2,2%	2,8%	2,6%	2,7%	2,7%	2,4%	2,0%	2,8%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			0,6%			3,9%			3,9%	
Stopa docelowa Fed Funds	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	4,75%	4,50%

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

Kursywą oznaczono prognozy.

Listopad 2007

GOSPODARKA POLSKA

Czy produkcja przemysłowa spowalnia?

We wrześniu roczna dynamika wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu osiągnęła zaledwie 5,2%. Była więc zdecydowanie słabsza zarówno od oczekiwań większości analityków (które kształtowały się na poziomie około 6,5%), jak i od wyników uzyskanych w dwóch poprzednich miesiącach (wzrost rzędu 9-10% r/r). Powstaje w związku z tym uzasadnione pytanie, czy dane dotyczące września można odczytywać, jako symptom bardziej trwałego osłabienia produkcji przemysłowej. Po skorygowaniu o różnicę w liczbie dni roboczych tempo wzrostu produkcji wzrasta wprawdzie do 7,5%, ale jest to nadal wyraźnie mniej niż w sierpniu (9,4%)

Analizując wyniki września warto jednak podkreślić, że w ujęciu miesięcznym produkcja przemysłowa wzrosła o 5,5%, a więc silniej, niż w ujęciu rocznym. Wskazuje to na efekt wysokiej bazy, która wystąpiła we wrześniu 2006. Jeśli spojrzymy na wzrost produkcji od początku tego roku i odniesiemy go do analogicznego okresu roku poprzedniego, uzyskamy dynamikę wzrostu na poziomie 9,8%, co w naszej opinii znacznie lepiej przedstawia tendencje w kształtowaniu się aktywności w sektorze przemysłu.

W tym kontekście warto też zwrócić uwagę na dane o sprzedaży detalicznej (wzrost o 14,2% r/r we wrześniu), które wskazują na możliwość utrzymania się dość wysokiej dynamiki wzrostu produkcji przemysłowej. Pomimo stopniowo rosnącego udziału dóbr importowanych, w strukturze sprzedaży nadal dominują towary wytworzone w kraju. Oznacza to, że przy przewidywanej kontynuacji dość wysokiego tempa wzrostu popytu wewnętrznego w dalszym ciągu występować będą dość silne bodźce do zwiększania rozmiarów produkcji kierowanej na rynek krajowy.

Warto też zauważyć, że już od wielu miesięcy dynamika wzrostu produkcji w całym przemyśle osłabiana jest przez wyniki osiągane w górnictwie oraz w przedsiębiorstwach zajmujących się wytwarzaniem i zaopatrzeniem w energię elektryczną, gaz i wodę. W pierwszym z tych działów odnotowano we wrześniu spadek produkcji o 6,3% r/r, a w drugim zwiększyła się ona zaledwie o 1,7% r/r. Dla porównania, w przetwórstwie przemysłowym dynamika wzrostu była wyraźnie wyższa, gdyż osiągnęła 5,9% r/r.

Interesująca jest też sama struktura wzrostu w przetwórstwie. Spadki produkcji odnotowywane są w tradycyjnych, mało innowacyjnych gałęziach, takich jak produkcją wyrobów tytoniowych (o 5,6% r/r) i

wytwarzanie odzieży i wyrobów futrzarskich (o 5% r/r), natomiast silny wzrost następuje w produkcji maszyn i urządzeń (24,9% r/r), czy też pozostałych urządzeń transportowych (14,4% r/r).



Dynamika wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu (% r/r) oraz przetwórstwa (% r/r). Źródło: GUS.

Produkty tych działów przemysłu są o wiele bardziej zaawansowane technicznie i w znacznej części przeznaczane są na eksport. W przypadku przemysłu motoryzacyjnego na rynki zagraniczne trafia około 95% całej jego produkcji. Struktura wzrostu w przemyśle sprzyja dalszemu rozwojowi eksportu, który jak dotąd dość dobrze daje sobie też radę ze skutkami aprecjacji złotego. Podtrzymaniu dynamiki eksportu sprzyja również fakt, że duża jego część przypada na obroty wewnątrz korporacji transnarodowych, które część swej produkcji ulokowały w Polsce.

Ważnym zagrożeniem dla perspektyw polskiego eksportu mogłoby stać się znaczne osłabienie aktywności gospodarczej u naszych głównych partnerów handlowych, w tym zwłaszcza w Niemczech i innych krajach strefy euro. Choć większość prognoz wskazuje na zbliżające się osłabienie dynamiki wzrostu PKB, to nic nie wskazuje jeszcze na ryzyko gwałtownego załamania się popytu na najważniejszych dla Polski rynkach eksportowych. W warunkach słabnącej koniunktury jeszcze większego znaczenia nabierają jednak wszelkie działania zmierzające do utrzymania konkurencyjności polskich producentów, w tym zwłaszcza dążenie do ograniczenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

Dość optymistyczny obraz perspektyw kształtowania się sytuacji w przetwórstwie przemysłowym przed-

Listopad 2007

stawiają nadal ostatnie, październikowe badania koniunktury przedstawione przez GUS. Choć przedsiębiorstwa są obecnie nieco bardziej ostrożne niż przed miesiącem w formułowaniu ocen koniunktury w sektorze, to jednak wciąż 31% firm sygnalizuje poprawę koniunktury, podczas gdy tylko 9% jej pogorszenie. Istotne jest też to, że wśród badanych przedsiębiorstw przeważają te, które spodziewają się wzrostu portfela zamówień. Najsilniejszego wzrostu oczekują firmy produkujące sprzęt RTV, meble, pojazdy i inny sprzęt transportowy, a więc artykuły, na które wciąż utrzymuje się duże zapotrzebowanie na rynku krajowym i które mają dobre perspektywy sprzedaży na rynkach zagranicznych.

W naszej opinii ogólny obraz sytuacji w przemyśle jest dość niejednoznaczny, ale zbyt wcześnie byłoby mówić o pojawieniu się sympomów wyraźnego i trwałego spadku aktywności w tym sektorze. Dane dotyczące września były prawdzie pewnym rozczarowaniem, ale niską dynamikę wzrostu można po części uzasadnić wystąpieniem czynników sezonowych i efektów bazowych. W dalszym ciągu do osłabienia dynamiki całej produkcji przemysłowej przyczyniają się też słabe wyniki górnictwa i branży energe-

tycznej. O ile wpływ tego ostatniego czynnika w najbliższych miesiącach prawdopodobnie nie ustanie (choć niższe temperatury odnotowane w październiku tego roku mogą nieco przyspieszyć wzrost w dziale „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę”), to liczba dni roboczych będzie w październiku będzie już sprzyjać poprawie statystycznego obrazu dynamiki produkcji przemysłowej. Mniej widoczny powinien również być negatywny wpływ efektów bazowych.

Niższa dynamika wzrostu w sektorze przemysłowym budzi też obawy o wzrost PKB w III kw., zwłaszcza że w połowie października GUS zrewidował w dół dane dotyczące pierwszej połowy tego roku. Szacunek wzrostu PKB w I kwartale obniżony został z 7,4% do 7,2%, w II kwartale ze wstępnie podawanych 6,7% do 6,4%. Choć naszym zdaniem nie ma powodów, by w najbliższych kwartałach obawiać się znacznego obniżenia dynamiki wzrostu PKB, to wiele wskazuje na to, że bardzo dobre wyniki uzyskane w pierwszym półroczu 2007 będą trudne do powtórzenia i że kończy się już najlepsza faza obecnego cyklu koniunkturalnego.

POLITYKA MONETARNA

Decyzja, którą niełatwo uzasadnić

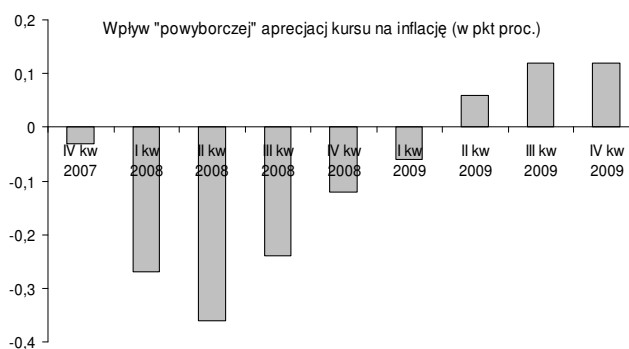
Zgodnie z oczekiwaniami zdecydowanej większości analityków, na październikowym posiedzeniu RPP zdecydowała o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie 4,75%. Musimy przyznać, że decyzja ta była dla nas dość dużym zaskoczeniem. Na samej decyzji nasze zaskoczenie się jednak kończy. Tak jak się spodziewaliśmy/szacowaliśmy nowa, uwzględniająca wyższe dynamiki jednostkowych kosztów pracy, projekcja inflacyjna przedstawiona wraz z decyzją RPP wskazała na wzrost inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu NBP. Prognozowana przez NBP inflacja jest wprawdzie niższa w pierwszej połowie 2008 niż w poprzedniej projekcji, jednak rozbieżność ta wynika przede wszystkim z sierpniowej niespodzianki inflacyjnej, a więc niższego punktu startowego dla prognozowanej inflacji. Do sporządzenia projekcji wykorzystane zostały dane sprzed 28 września, co oznacza, że nie uwzględniono ponownego wzrostu inflacji do 2,3% we wrześniu.

Wyniki projekcji nie pozostawiły, naszym zdaniem, zbyt wielkiego pola manewru dla Rady – duże prawdopodobieństwo przekroczenia górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego czyni sytuację RPP znacznie bardziej problematyczną niż choćby banku centralnego Czech, gdzie prognoza inflacji po wyłączeniu wpływu wyższych stawek podatkowych stabilizuje się na poziomie celu.

Co więc zadecydowało, że pomimo jednoznacznego wskazania kierunku procesów cenowych RPP nie zmieniła poziomu stóp? Jako główny powód typowalibyśmy niedawne umocnienie złotego (jeśli okazałoby się ono trwałe można by liczyć na obniżenie inflacji o około 0,4 pkt. proc. w perspektywie najbliższych kwartałów) i obawy części Rady przed reakcją rynku walutowego na podwyżkę. Równocześnie pojawiły się sygnały o niższym niż oczekiwano wzroście gospodarczym. Nie można wykluczyć, że kwestia ewentualnego osłabienia aktywności gospodarczej zaczyna być przynajmniej dla części RPP coraz bardziej istotna. Do takiego wniosku nie prowadzi jednak wprost oficjalny komunikat opublikowany po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Komunikat ten w zasadzie niewiele różni się od przedstawionego w poprzednim miesiącu. Podkreślono obawę o wpływ wyższych dynamik płac na inflację oraz ryzyko wyższych cen żywności i ekspansywnej polityki fiskalnej.

Identycznie jak przed miesiącem przedstawiają się zapisy stwierdzające, że presja inflacyjna jest ograni-

czana przez dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw i efekty globalizacji oraz że w tym samym kierunku może oddziaływać ewentualne zwolnienie tempa wzrostu gospodarki światowej. Informacja RPP kończy się stwierdzeniem o obniżeniu ryzyka inflacyjnego na skutek dokonanych podwyżek, choć nadal ryzyko wzrostu inflacji powyżej celu uznaje się za dominujące. Rada stwierdziła też ponownie, że ocena skali ryzyka wzrostu inflacji ponad cel będzie możliwa po analizie napływających danych. Tym samym nie potwierdziły się sygnały wysyłane przez niektórych członków RPP sugerujące, że Rada gotowa jest do zdecydowanego działania. Ostatnia decyzja wskazuje na to, że ciągle dominuje podejście „wait and see” i przekonanie, że ostatecznie może nie dojść do realizacji scenariusza zakładającego trwałe przekroczenie górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Gdyby nie ogłoszenie przez Ministerstwo Finansów prognozowanego poziomu inflacji w październiku naszą analizę nastawienia Rady można by właściwie zakończyć. Szacunek MF wskazujący na wzrost inflacji do 3% przyczynił się do znacznego zaostrzenia tonu wystąpień niektórych członków Rady. Profesorowie Owsiak i Noga stwierdzili, że nie wykluczają podwyżki w listopadzie. Prof. Noga widzi też możliwość dokonania trzech dalszych podwyżek w 2008 roku, czyli o jedną więcej niż wycenia obecnie rynek.



Co z podwyżką w listopadzie?

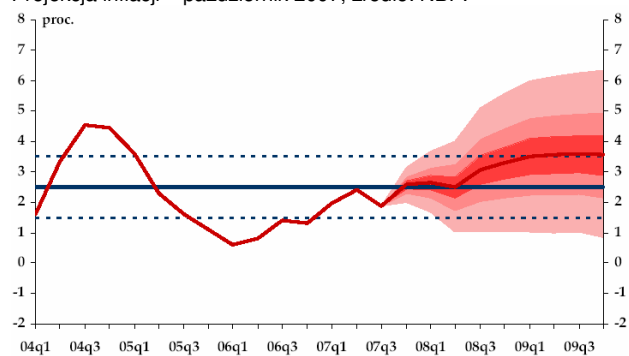
Tak duża zmienność nastrojów oznacza, że zarówno dla oczekiwań rynkowych jak i kolejnej decyzji RPP kluczowe powinny okazać się najbliższe publikacje danych. Według naszych szacunków w listopadzie zobaczymy wyższy poziom inflacji, dość niskie tempo wzrostu produkcji, solidny wzrost sprzedaży detalicznej (zmiana struktury wzrostu staje się coraz bardziej widoczna) oraz wysoki deficyt C/A. Łącząc to z rosnącą inflacją w Europie (niespodziewany wzrost inflacji w strefie euro do 2,6%) dochodzimy do wnio-

Listopad 2007

sku, że pojawiają się przesłanki do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Część członków RPP może jednak jeszcze silniej podkreślać ryzyko spowolnienia gospodarczego, które sygnalizowane jest przez część wskaźników koniunktury. W takiej sytuacji wszelkie odchylenia oficjalnych danych dotyczących wyników września (dane realne i nominalne) od konsensusu będą zapewne generować dość gwałtowne, silniejsze niż zazwyczaj, reakcje rynku. Co do samej decyzji uważamy, że RPP przyzwyczaiła już siebie i uczestników rynku do myśli o jeszcze jednej podwyżce przed końcem tego roku. Dodatkowo, stwierdzenia członków Rady (prof. Czekaj, dr Wasilewska-Trenkner), że gremium to nie zwykło podwyższać stóp w grudniu mogą sugerować, że ewentualne wstrzymanie się z decyzją do stycznia byłoby manewrem zbyt ryzykownym nawet dla najbardziej ostrożnych członków RPP. W tej sytuacji, za najbardziej prawdopodobne rozwiązanie wciąż uznajemy

podniesienie stóp procentowych na listopadowym posiedzeniu RPP. Utrzymujemy też pogląd, że efekty bazowe - i w konsekwencji wzrost inflacji w okolice 3% na koniec roku - sprzyjać będą oczekiwaniom na bardziej zdecydowane ruchy w roku 2008.

Projekcja inflacji – październik 2007, źródło: NBP.



POLITYKA FISKALNA

Ile uda się wydać do końca roku?

Po trzech kwartałach tego roku zrealizowano zaledwie nieco ponad dwie trzecie zaplanowanych w budżecie państwa wydatków. W połączeniu z utrzymującą się nadwyżką dochodów pozwoliło to na osiągnięcie na koniec września skumulowanej nadwyżki w wysokości blisko 179 mln zł. Ten znakomity wynik pokazuje w jak komfortowej, ale zarazem nietypowej, sytuacji znalazło się Ministerstwo Finansów dzięki dużo lepszej od zakładanej sytuacji gospodarczej i dzięki dość szkodliwym zaplanowaniu wydatków. Zamiast martwić się o utrzymanie w ryzach deficytu budżetu państwa MF będzie musiało podejmować starania o uruchomienie jak największej części przewidzianych na ten rok wydatków. Najbardziej, bo zaledwie w 52%, zaawansowana była po upływie trzech kwartałów realizacja planu wydatków na współfinansowanie projektów z udziałem środków z UE. Tych zaległości z pewnością nie da się już do końca roku w pełni odrobić. Drugim ważnym obszarem, gdzie mogą wystąpić dość istotne oszczędności są koszty obsługi długu publicznego. Do końca września wydatkowano tylko 63,2% środków przewidzianych na ten cel. Plan wydatków na obsługę długu krajowego zrealizowano w nieco ponad 61%, a na obsługę zobowiązań zagranicznych w około 69%. Pomimo nieco wyższego zaawansowania wydatków związanych z długiem zagranicznym, to właśnie w tym obszarze są większe szanse na uzyskanie oszczędności. Wynika to nie tylko z korzystnego kształtowania się kursu złotego, ale też z faktu, że w przypadku kosztów obsługi długu krajowego, MF ma większe możliwości aktywnego wpływania na ich poziom poprzez sterowanie rozmiarami i strukturą podaży papierów skarbowych oferowanych w ramach aukcji wymiany, a w mniejszym stopniu również na regularnych przetargach. Bardzo niskie, choć nieco wyższe niż w tym samym okresie ubiegłego roku jest nadal zaawansowanie wydatków majątkowych. Przez trzy kwartały wykorzystano zaledwie 31% środków dostępnych na ten cel, co pozwala sądzić, że również w tym obszarze pojawią się pewne oszczędności. MF może (i zapewne będzie) próbować „ratować” realizację planu łącznych wydatków poprzez zwiększenie dotacji do FUS, ale trzeba pamiętać, że dzięki wysokim wpływom ze składek również ten Fundusz znajduje się w tym roku w bardzo dobrej sytuacji finansowej. Od końca 2006 r. depozyty funduszy ubezpieczeń społecznych ulokowane w bankach zwiększyły się o prawie 2 mld zł, podczas gdy ich zadłużenie spadło o ponad 1,6 mld zł. W

sumie można zakładać, że określony w ustawie budżetowej plan wydatków zrealizowany zostanie w nie więcej niż 98%, co pozwoliłoby na uzyskanie oszczędności na poziomie nie niższym niż 5 mld zł. Pomimo pojawiających się sygnałów o słabnącej dynamice dochodów jesteśmy przekonani, że nie ma żadnych zagrożeń dla uzyskania określonej w budżecie wielkości dochodów i sądzimy, że są duże szanse na utrzymanie ich nadwyżki na poziomie zbliżonym do odnotowanego w końcu września, czyli około 5 mld zł. Spełnienie naszych przewidywań dotyczących zarówno strony dochodowej, jak i wydatkowej oznaczałoby, że tegoroczny deficyt budżetu państwa wyniósłby nie więcej niż 20 mld zł.

Wstępne informacje na temat wyników października wskazują na to, że w ubiegłym miesiącu doszło do dość znacznego przyśpieszenia dynamiki wydatków budżetowych i do jednoczesnego osłabienia tempa wzrostu dochodów. Deficyt szacowany wstępnie na 5,4 - 5,7 mld zł byłby niemal trzykrotnie wyższy od osiągniętego w tym samym miesiącu ubiegłego roku. W ostatnich dwóch miesiącach 2006 r. deficyt budżetu państwa powiększył się o około 8,4 mld zł, co oznacza, że dla spełnienia prognozy MF dotyczącej tegorocznego deficytu (23 mld zł) przewaga wydatków nad dochodami w listopadzie i grudniu musiałaby być dwukrotnie większa niż w ubiegłym roku. Tak rozbieżnych trendów w dynamice dochodów i wydatków budżetu państwa nie można oczywiście wykluczyć, ale naszym zdaniem deficyt osiągnięty w całym 2007 r. będzie dość istotnie niższy od zakładanego przez MF. Nasz optymizm co do wyników fiskalnych 2007 roku najwyraźniej podzielają też eksperci Komisji Europejskiej, którzy uważają, że deficyt całego sektora finansów rządowych i samorządowych obniży się w tym w roku w Polsce do poziomu 2,7% PKB (w porównaniu z 3,8% w 2006 r.).

Szacunkowe wykonanie budżetu państwa do września 2007 r.

	mln PLN	% planu
Dochody, w tym:	174924.3	76.4%
Podatki pośrednie	107793.9	77.8%
Akcyza	35252.6	78.0%
CIT	17254.4	78.2%
PIT	25498.3	80.7%
Wydatki	174745.4	67.5%
Obsługa długu krajowego	13349.3	61.3%
Obsługa długu zagranicznego	4328.9	69.1%
Dotacja dla FUS	14741.2	71.8%
Subwencja samorządowa	30199.4	82.1%
Deficyt/Nadwyżka	178.9	---

Źródło: Ministerstwo Finansów

Listopad 2007

Aktualizacja programu konwergencji trafiła do Brukseli

Wszystkie kraje członkowskie UE są zobowiązane do corocznego przedstawiania Radzie UE programów przedstawiających oczekiwany rozwój ich sytuacji gospodarczej i określających główne cele w obszarze polityki fiskalnej na okres najbliższych trzech lat. Dokument taki powinien trafić do Brukseli nie później niż 1 grudnia każdego roku. Kraje członkowskie zwykle starają się w pełni wykorzystać czas dostępny na sporządzenie zaktualizowanych programów konwergencji lub stabilności. Tak też było w przypadku Polski w latach 2004-2006. W tym roku polski rząd wykazał się jednak niezwykle pilnością w wypełnianiu zobowiązań wobec UE. Rada Ministrów zaakceptowała aktualizację Programu konwergencji już 16 października, po czym dokument ten został przekazany do Komisji Europejskiej. Dość trudno dociec, co się kryje za taką gorliwością ustępującego rządu. Pierwszą możliwą hipotezę, że przyjmując na kilka dni przed wyborami aktualizację Programu konwergencji rząd był przekonany o kontynuowaniu swej misji, podważa częściowo fakt, że dokument ten został wysłany do Brukseli dopiero w końcu października, kiedy wynik wyborów był już oczywisty. Odchodzący rząd może też próbować tłumaczyć swój pośpiech troską o dotrzymanie przez Polskę terminu wskazanego przez UE, gdyż nowy rząd mógłby mieć trudności z przedstawieniem swego programu przed 1 grudnia. Argument ten podważa jednak fakt, że opóźnienia w przedkładaniu aktualizacji programu konwergencji (lub stabilności) w przypadku zmiany rządu są niemal powszechną i tolerowaną przez UE praktyką. Z możliwości takiej skorzystał rząd premiera Marcinkiewicza przedkładając swój program dopiero 19 stycznia 2006 r., przy czym uzasadnieniem dla tego opóźnienia była nie tylko zmiana rządu, ale też dokonana na początku stycznia zmiana na stanowisku ministra finansów (objęcie tego urzędu przez Zytę Gilowską). Pozostaje więc do rozważenia jeszcze trzecia hipoteza, że przedstawiając Brukseli swój program ustępujący rząd chciał w pewnym stopniu związać ręce swoim następców. Gdyby tak było, to byłoby to jednak działanie mało skuteczne, gdyż wydaje się oczywistym, że nowy rząd będzie chciał wprowadzić korekty do planów nakreślonych przez swych poprzedników. Jest to zresztą zgodne z zaleceniami UE, które sugerują, aby pierwsza aktualizacja programu przedkładana przez nowy rząd przedstawiała jego zamierzenia na okres całej kadencji. Wydaje się zatem, że głównym efektem decyzji o przyspieszonym przekazaniu aktualizacji programu

konwergencji jest dość spore zamieszanie i postawienie nowych polskich władz (a w pewnym stopniu też organów UE) w dość kłopotliwej sytuacji.

Można na szczęście wskazać też jeden pozytywny aspekt całej tej sprawy. Plany redukcji deficytu fiskalnego przedstawione w dokumencie przesłanym do Brukseli dość trudno jest uznać za ambitne. Przez trzy lata i przy średnim tempie wzrostu gospodarczego przekraczającym 5% relacja deficytu do PKB miałyby się obniżyć tylko o 0,5 pkt. proc. (z 3% w 2007 r. do 2,5% w 2010 r.). Tymczasem UE oczekuje od krajów objętych procedurą nadmiernego deficytu takiej właśnie skali poprawy sytuacji fiskalnej, ale w ciągu jednego roku, a nie trzech lat. Wydaje się zatem wielce prawdopodobne, że na tle tych tak mało ambitnych zamierzeń ustępującego rządu wszelkie zmiany, jakie zaproponuje nowa ekipa, zostaną odebrane jako znacząca poprawa sytuacji i zwiększą prawdopodobieństwo wyłączenia Polski spod rygorów procedury nadmiernego deficytu. Czy tak się stanie zależeć będzie przede wszystkim od dokonanej przez odpowiednie organy UE oceny trwałości naszych postępów w ograniczaniu nierównowagi fiskalnej. Największe wątpliwości naszych partnerów z UE wzbudzić może sytuacja w 2008 r. Projekt budżetu na przyszły rok zakłada bowiem dość znaczący wzrost deficytu budżetu państwa, a utrzymanie relacji deficytu całego sektora do PKB na poziomie 3% ma być możliwe głównie dzięki trudnemu do uzasadnienia (i raczej bardzo mało prawdopodobnemu) wzrostowi nadwyżki, jaka mają osiągnąć samorządy lokalne. Ze względu na nacisk czasu i skutki dodatkowych obciążeń uchwalonych przez Sejm w okresie przedwyborczym nowemu rządowi bardzo trudno będzie wprowadzić zasadnicze zmiany do konstrukcji budżetu na 2008 r. Bez takich zmian w przyszłym roku może jednak dojść do wzrostu relacji deficytu fiskalnego do PKB, a to z kolei oznacza, że nawet przy dobrych wynikach 2007 r., zakończenia przez UE procedury nadmiernego deficytu wcale nie należy uważać za sprawę przesądzoną. Potwierdzać to może najnowsza prognoza Komisji Europejskiej, przewidująca, że po spadku w 2007 r. do poziomu niższego niż wcześniej zakładano poziomu 2,7% PKB, deficyt sektora finansów rządowych i samorządowych ponownie wzrośnie w 2008 r. do poziomu 3,2%. Zgodnie z opinią wyrażoną przez komisarza Joaquina Almunię, w takiej sytuacji bez podjęcia dodatkowych działań ograniczających poziom deficytu Polska nie będzie mogła w przyszłym roku liczyć na zakończenie procedury nadmiernego deficytu.

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

Mimo lepszych od oczekiwanych danych o PKB oraz bazowej inflacji PCE utrzymującej się blisko górnej granicy *comfort zone*, Fed zdecydował się w październiku na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej. Decyzja ukierunkowana była głównie na czynniki ryzyka a komunikat po posiedzeniu wskazuje, że obecnie nastąpi okres *wait-and-see* związany z weryfikacją oceny nadal istniejących zagrożeń.

Stopa *overnight* wynosi obecnie 4,50% i wydaje się, że do końca roku nie ulegnie już zmianie. Kolejne ruchy możliwe są dopiero w 2008 roku.

Komunikat po październikowym posiedzeniu stwierdza wyraźnie, że „ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji pozostają względnie zbilansowane”. Sformułowanie tego typu sugeruje, że przyszłe decyzje Fed uzależnione będą w istotnym stopniu od napływających danych statystycznych. Niemniej jednak, zmiana parametrów polityki pieniężnej wymagać będzie wyraźnego zaznaczenia, którego rodzaju ryzyka wysuwają się na pierwszy plan – związane ze stabilnością zatrudnienia, czy stabilnością cen.

Sytuacja w zakresie stabilności cen jest w kontekście bieżących poziomów inflacji (PCE w ujęciu bazowym) dość komfortowa dla Fed: 1,6% r/r we wrześniu plasuje się w obrębie strefy uznawanej za akceptowalną. Niemniej jednak rosnące ceny ropy naftowej i różnego rodzaju towarów są istotnym źródłem zagrożeń dla stabilności inflacji.

Jeśli chodzi o zmienne realne, zbliżający się sezon zimowy może znacznie uszczuplić portfele konsumentów, szczególnie tych, którzy do ogrzewania swych domów wykorzystują olej opałowy. Sprawy to, że środki dostępne na konsumpcję pozostałych towarów ulegną zmniejszeniu, obniżając cały agregat konsumpcji i tym samym tempo wzrostu PKB. W kierunku zahamowania konsumpcji działają także spadające ceny nieruchomości, które ograniczają możliwości uzyskania kredytów na cele konsumpcyjne zabezpieczonych nadwyżką rynkowej wyceny nieruchomości nad wartość kredytu hipotecznego. Jednocześnie dotychczasowe obniżki dokonane przez Fed nie pomogą w istotny sposób posiadaczom kart kredytowych – redukcja oprocentowania kredytu na karcie będzie niewspółmiernie niższa od redukcji stopy referencyjnej. Co więcej, problemy z szacowaniem ryzyka kredytowego posiadaczy kart mogą nawet przyczynić się do podniesienia przeciętnego oprocentowania zadłużenia z tego tytułu. Nie bez znaczenia pozostają również utrzymujące

się wciąż niedobory płynności na rynku kredytowym USA, co może mieć negatywne konsekwencje dla realizacji planów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Choć wskazane powyżej czynniki rozpatrywać należy w kontekście zagrożeń, a nie realnego scenariusza, to wydaje się jednak, że dane dotyczące PKB w IV kwartale 2007 oraz w I kwartale 2008 roku mogą przynieść dość duże rozczarowanie.

Wskaźniki koniunktury publikowane przez ISM wskazują na obniżenie aktywności sektora przemysłowego, jednak sytuacja w sektorze usług wciąż kształtuje się dość pomyślnie. Pozytywnym zaskoczeniem były też październikowe dane dotyczące zatrudnienia, ze wzrostami generowanymi głównie przez sekcje klasyfikowane poza przetwórstwem przemysłowym. Uwzględniając te dane i biorąc pod uwagę kluczową rolę sektora usług, który ma największy udział w tworzeniu wartości dodanej, wciąż nie widać jeszcze dostatecznych przesłanek, by mówić o zbliżającym się silnym osłabieniu tempa wzrostu gospodarczego w USA.

Wydaje się zatem, że w obecnej sytuacji Fed nie zdecyduje się w najbliższym czasie na dokonanie kolejnych obniżek oprocentowania. Przemawia za tym również fakt, że w ocenie Fed dokonane już złagodzenie polityki monetarnej pozwoliło na częściowe zneutralizowanie wpływu zawirowań na rynkach finansowych na sferę realną gospodarki. W tym kontekście ewentualne dalsze obniżki oprocentowania nie miałyby istotnego wpływu na źródło problemu, czyli sytuację na rynku nieruchomości. Wydaje się, że skutki nadpodaży domów muszą rozwiązać się samoistnie, gdyż dalsze zaangażowanie środków monetarnych (w obliczu niepewności i niedostatecznej szybkości ich oddziaływania) mogłoby nieopatrzenie doprowadzić do sytuacji zbliżonej do stagflacji, a takiego scenariusza Fed z pewnością za wszelką cenę będzie starał się unikać.

W październiku i w listopadzie Europejski Bank Centralny (EBC), zgodnie z oczekiwaniami większości analityków, pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Ostatnia podwyżka stopy kredytu refinansowego do 4,00% miała miejsce w czerwcu i wiele wskazywało na to, że kolejna podwyżka czeka nas we wrześniu. Ze względu na turbulencje na międzynarodowych rynkach finansowych oraz słabsze niż dotychczas oczekiwano perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro EBC nie podwyższył jednak wtedy stóp. Decyzja ta znacząco wpłynęła na oczekiwania rynkowe, przesuwając moment przewidywanej podwyżki

Listopad 2007

na późniejszy termin i/lub prowadząc do pojawienia się opinii o zakończeniu cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w strefie euro.

Prawdopodobieństwo dalszych podwyżek stóp procentowych w strefie euro zmniejszyło się po publikacji komunikatu z październikowego posiedzenia EBC. Język komunikatu był o wiele bardziej łagodny niż poprzednio, a w jego treści nie pojawiło się już określenie wskazujące na akomodacyjny charakter polityki pieniężnej. Brak tego sformułowania interpretujemy jako zapowiedź końca cyklu podwyżek. Choć EBC podkreśla gotowość zmierzenia się z ryzykami inflacyjnymi, to jednak w naszym odczuciu nie będzie musiał w tym celu podwyższać stopy referencyjnej. Za tym scenariuszem przemawiają dodatkowo ostatnie, niezbyt dobre dane o koniunkturze w strefie euro. Nie bez znaczenia są też wyniki ostatnich badań EBC, które wskazują na bardziej restrykcyjne warunki przyznawania kredytu dla przedsiębiorstw. Nie sądzimy też, aby ostatnie informacje o niespodziewanym wzroście inflacji w strefie euro do poziomu 2,6% w październiku w istotnym stopniu wpłynęły na postawę ECB, gdyż władze tego Banku tradycyjnie

przywiązują większą wagę do perspektyw kształtowania się sytuacji gospodarczej i oczekiwanej dynamiki cen, niż do wahań bieżących miar inflacji.

Listopadowy komunikat EBC, odebrany przez rynek jako bardziej jastrzębi, wskazał na ryzyko dalszego wzrostu inflacji w strefie euro i związane z tym zaniepokojenie Rady Gubernatorów EBC, jednak nie towarzyszyła mu podwyżka stóp. Skutki niedawnych perturbacji na globalnych rynkach finansowych skłania raczej EBC do trwania przy taktyce *wait and see* niż do podejmowania bardziej zdecydowanych ruchów.

W tej sytuacji oczekujemy, że stopa kredytu refinansowego w horyzoncie najbliższych miesięcy będzie pozostawać na niezmiennym poziomie 4,00%, choć spread między 1- i 2-miesięczną stawką EURIBOR rzędu 40 pb. wskazuje, że rynek liczy się możliwością podwyżki w grudniu 2007. Oczekujemy, że listopadowy komunikat po posiedzeniu EBC umocni oczekiwania co do braku podwyżek, w konsekwencji czego stawki EURIBOR dla dłuższych tenorów powinny spaść.

NA RYNKU

F/X

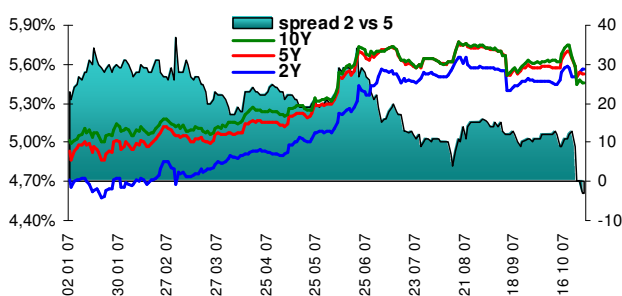
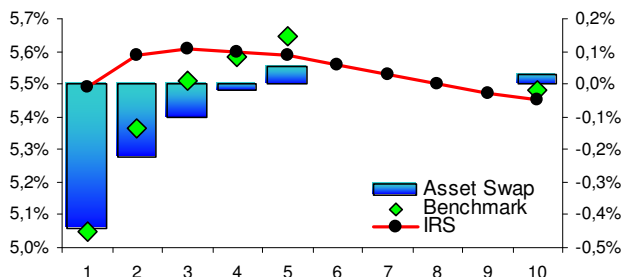
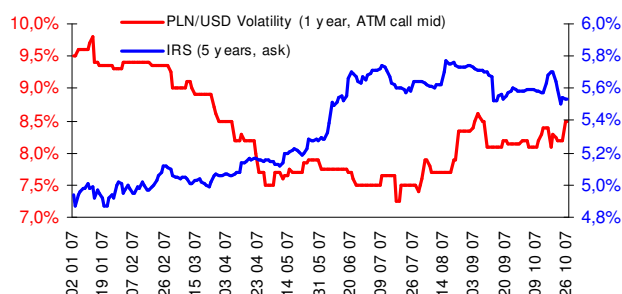
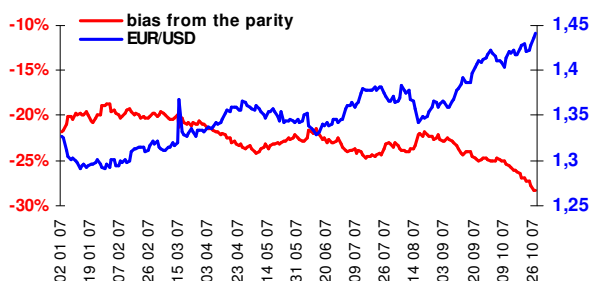
W październiku obserwowaliśmy dalsze osłabienie dolara względem euro. Kurs EUR/USD przebił poziom 1,40 i na koniec miesiąca osiągnął poziom 1,44, testując próg 1.45. Do deprecjacji amerykańskiego dolara przyczyniały się silne oczekiwania na obniżkę stóp procentowych FED przy niezmiennym poziomie stóp w strefie euro. W ślad za umocnieniem waluty europejskiej złoty aprecjonował do poziomu 2,51-2,52 złotego za dolara, podczas gdy na początku miesiąca za dolara płacono 2,66-2,68 zł.

Równocześnie złoty umocnił się względem euro, aprecjonując z poziomu 3,76-3,78 złotego za euro na początku października do poziomu 3,60-3,62. Aprecjacji kursu EUR/PLN sprzyjał wynik wyborów parlamentarnych, który w interpretacji rynku może przyspieszyć wejście Polski do strefy euro.

Fixed Income

Na rynku długu do połowy miesiąca obserwowaliśmy wzrost rentowności, któremu sprzyjała publikacja danych makroekonomicznych uzasadniającej dalsze zaostrzenie polityki monetarnej przez RPP. Wynik wyborów parlamentarnych, który rozpoczął spekulacje na temat możliwej daty wejścia Polski do strefy euro i w następstwie – szybszą konwergencję nominalnych stóp procentowych ze strefą euro, przełożył się na prawie natychmiastowy spadek rentowności na długim końcu krzywej.

W ostatnich dniach miesiąca nastąpiła też silna konsolidacja rentowności papierów 2- i 5-letnich wokół poziomu 5,60%. Wzrost rentowności na krótkim końcu odzwierciedlał natomiast silne oczekiwania na dalsze podwyżki stóp przez RPP. W efekcie, przy spadku rentowności papierów 10-letnich, krzywa dochodowości wypłaszczyła się i zaczęła opadać na długim końcu.



W DRODZE DO EURO: SŁOWACJA

Podstawowe wskaźniki (2006)	
PKB per capita (EUR)	14800
% średniej UE	60,0
Inflacja CPI (% r/r)	4,5
Stopa bezrobocia (%)	13,3
EUR/SKK stary parytet ERM-2	38,455
EUR/SKK nowy parytet ERM-2 (od III 2007)	35,4424

Źródło: Eurostat.

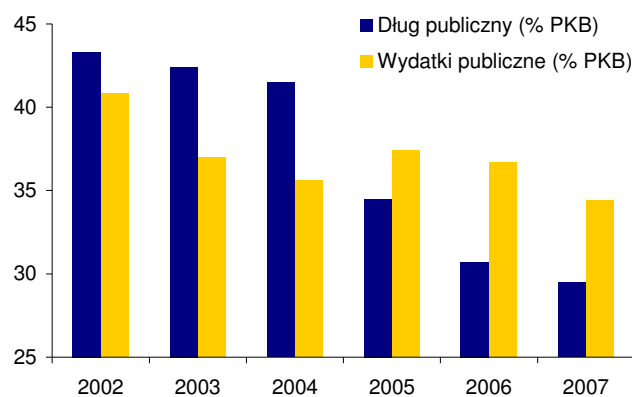
Słowacja, której gospodarka jeszcze kilka lat temu była jedną z najwolniej transformujących się w Europie Środkowo-Wschodniej, dzięki odważnym reformom fiskalnym i strukturalnym szybko weszła do grona liderów przemian w całym regionie. Dzięki wysokiemu tempu wzrostu gospodarczego dystans dzielący Słowację od „średniej unijnej” staje się coraz krótszy. Od wejścia do mechanizmu ERM-2 w listopadzie 2005 r. Słowacja konsekwentnie zmierza do spełnienia warunków pozwalających na przyjęcie euro z początkiem 2009 r. Uważamy, że w przypadku zachowaniu odpowiedniej dyscypliny budżetowej i przy braku szoków, które spowodowałyby nagły wzrost inflacji, istnieją duże szanse na realizację tego planu.

Słowacja weszła na drogę szybkich reform po wyborach 2002 roku, kiedy to nowy, pro-rynkowy rząd zdecydował się na kompleksową reformę finansów państwa. Pierwszym krokiem było radykalne zmniejszenie deficytu fiskalnego opierające się głównie na redukcji wydatków budżetu państwa. Warto podkreślić, że relacja wydatków publicznych do PKB obniżyła się w Słowacji z blisko 60% w 2000 r. do około 37% w roku ubiegłym, podczas gdy w Polsce pozostała ona w tym czasie na prawie tym samym poziomie (spadek z 45% do 43,8%). Od 2003 roku, w związku z dużą skalą wyłudzeń i nadużyć, znacznie zaostrzono warunki przyznawania zasiłków społecznych. W tym samym roku wprowadzono powszechną, częściową odpłatność za usługi medyczne. Równocześnie dokonano liberalizacji przepisów regulujących rynek pracy, co przyczyniło się do szybkiego wzrostu zatrudnienia. W efekcie, w ciągu roku poziom deficytu budżetowego spadł z 7.7% do 2.7% PKB. Pozwoliło to również na sukcesywną redukcję długu publicznego, który w 2002 roku sięgał jeszcze 43,3% PKB, a w końcu 2006 r. stanowił już tylko nieco ponad 30% PKB.

Następnym etapem reformy finansów publicznych było wprowadzenie jednolitej, 19-proc. stawki dla podatków VAT, PIT i CIT, przy równoczesnej eliminacji większości ulg i zwolnień. Dzięki temu słowacki system podat-

kowy zyskał na przejrzystości, a możliwości i korzyści z ucieczki w szarą strefę znacznie się zmniejszyły. Równocześnie, w przypadku podatku PIT wprowadzono dość wysoką kwotę wolną od podatku, dzięki czemu zachowano redystrybucyjny charakter tego podatku i nie dopuszczono do powstania istotnych negatywnych skutków reformy dla osób o najniższym poziomie dochodów.

Od 2004 Słowacy rozpoczęli również reformę systemu emerytalnego, podnosząc wiek emerytalny, a następnie – od 2005 roku – wprowadzając drugi filar (tzw. „kapitałowy”) oparty o prywatnie zarządzane otwarte towarzystwa emerytalne.

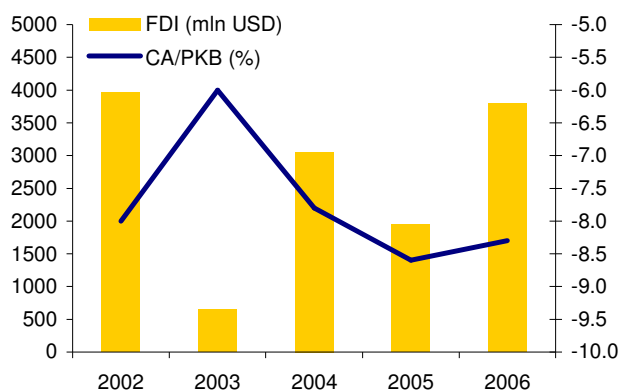


Źródło: Eurostat, IMF.

Wprowadzone reformy systemowe, zbiegające się w czasie z wejściem do Unii Europejskiej, skutkowały ożywionym wzrostem gospodarczym, który osiągnął 5,4% w 2004, 6,0% w 2005 i 8,3% w 2006 roku, a więc znacznie więcej niż w Polsce. Wysokie tempo wzrostu PKB w granicach 7-8% powinno utrzymać się również w najbliższych latach. Dość szybko obniża się stopa bezrobocia (z ponad 18% w 2002 roku poniżej 12% w bieżącym roku), ale Słowacja ma obecnie najwyższą stopę bezrobocia w całej UE. W następnych latach oczekiwana jest jednak dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy.

Znaczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego nie byłoby możliwe bez inwestycji zagranicznych, których napływ w 2006 roku przekroczył 4 mld USD niemal całkowicie równoważąc deficyt na rachunku obrotów bieżących (który kształtuje się na poziomie ponad 6% PKB ale z tendencją spadkową). Napływ kapitału zagranicznego dotyczy w szczególności sektora motoryzacyjnego, co pozytywnie wpływa na poziom i perspektywy wzrostu słowackiego eksportu.

Listopad 2007



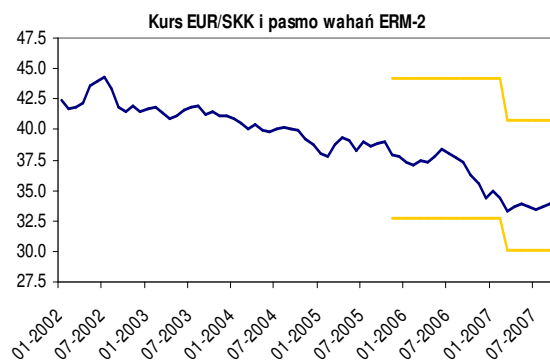
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (FDI, mln USD) oraz relacja deficytu obrotów bieżących (CA) do PKB (%).

Ubočnym skutkiem reform zainicjowanych w 2002 r. był wzrost stopy inflacji do 8,5% w 2003 r. Zaostrzenie polityki pieniężnej przez Narodowy Bank Słowacji i przejściowy charakter impulsów inflacyjnych towarzyszących reformom spowodowały jednak tempo wzrostu cen konsumpcyjnych do „bezpiecznego” poziomu 2,3% w bieżącym roku.

Wyrazem zdecydowanej woli politycznej wejścia do strefy euro jest przyjęty przez rząd słowacki w lipcu 2005 r. plan przyjęcia euro zakładający, że nastąpi to od 1 stycznia 2009 r. Jednym z kluczowych etapów realizacji tego planu była podjęta już w listopadzie 2005 r. decyzja o wprowadzeniu korony do mechanizmu ERM-2. Przyjęty wówczas paritet (38,455 korony za euro) wymagał jednak rewaluacji ze względu na silną presję aprecjacyjną, jakiej doznaje słowacka waluta. Pod koniec 2006 kurs korony wobec euro znalazł się w dolnym przedziale (+/- 15%) dozwolonego pasma wahań. Wobec tego w marcu 2007 Narodowy Bank Słowacji zdecydował się na obniżenie paritetu kursu EUR/SKK o 8% do poziomu 35,4424.

Jeszcze w tym roku Słowacja spełni najprawdopodobniej wszystkie kryteria konwergencji określone w Trak-

tacie z Maastricht. Oprócz kryterium deficytu fiskalnego, pozostałe kryteria spełniane są z dużym „zapasem”. Ryzykiem dla kryterium deficytu jest rosnąca presja na wzrost wydatków socjalnych z budżetu, które w coraz większym stopniu stają się wydatkami sztywnymi. Słowacki rząd będzie więc musiał wykazać się determinacją, by nie zaprzepaścić efektów niedawno przeprowadzonych reform. Jeśli dyscyplina budżetowa zostanie utrzymana, to przyjęcie euro przez Słowację w 2009 będzie bardzo realne. Pewną niewiadomą pozostaje jednak też sposób oceny przez ECB i KE wypełnienia przez Słowację kryterium stabilności kursu. Od czasu wstąpienia do ERM-2 kurs korony do euro umocnił się o około 14%. Należy jednak zakładać, że zgodnie z dotychczasową praktyką zmiany polegające na aprecjacji kursu będą tolerowane przy ocenie realizacji kryterium kursowego. Dość trudno jest ocenić, jak silny byłby wpływ wejścia Słowacji do strefy euro na ewentualne przyspieszenie planów pozostałych krajów regionu (choć z pewnością fakt ten nie zostałby zignorowany), natomiast nie ma najmniejszych wątpliwości, że ewentualna odmowa przyjęcia Słowacji do Eurolandu miałyby bardzo negatywny wpływ na stopień poparcia dla euro we wszystkich



nowych państwach członkowskich, które jeszcze nie przyjęły wspólnej waluty.

Wskaźniki makroekonomiczne	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Wzrost PKB (% r/r)	4,1	4,2	5,4	6	8,3	8,8	7,5	7,0
Inflacja CPI (% r/r)	3,3	8,5	7,5	2,7	4,5	2,3	2,0	2,0
Stopa bezrobocia (%)	18,6	17,5	18,1	16,2	13,3	11,8	11,0	10,5

Kryteria konwergencji	2005		2006		2007	
	Kryterium	Kryterium	Kryterium	Kryterium	Kryterium	Kryterium
Inflacja HICP średnioroczna (%)	2,5	2,8	2,9	4,3	3,1	1,6
Stopy procentowe długookresowe	5,4	3,5	6,2	4,4	6,4	4,2
Deficyt budżetowy (% PKB)	3,0	2,8	3,0	3,4	3,0	2,9
Dług publiczny (% PKB)	60,0	34,5	60,0	30,7	60,0	29,5

Źródło: Eurostat, IMF.

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

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

Źródło: GUS, NBP, ECB, Rezerwa Federalna

KONTAKT:
Departament Rynków Finansowych
ul. Senatorska 18
00-950 Warszawa
fax: (22) 829 02 05

Kierujący Wydziałem Współpracy z Klientami

Bogusław Goleń +48 22 829 02 11 bogdan.golen@brebank.com.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

Inga Gaszkowska-Gębska +48 22 829 12 05 inga.gaszkowska-gebska@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

Marcin Turkiewicz +48 22 829 01 84 marcin.turkiewicz@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

Łukasz Barwicki +48 22 829 01 93 lukasz.barwicki@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

Jarosław Stolarczyk +48 22 829 01 67 jaroslaw.stolarczyk@brebank.com.pl

Niniejsze opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych źródeł, jednakże nie możemy zagwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydawania raportu. Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim treści. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania jest możliwa jedynie za uprzednią zgodą autorów.