



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Grudzień 2007, Nr 77 (12)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 6
Polityka fiskalna	s. 9
Otoczenie zewnętrzne	s. 11
Na rynku	s. 15
Kalendarz	s. 16

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

- Program gospodarczy nowego rządu, zarysowany w bardzo ogólny sposób w exposé premiera Tuska, zawiera wiele elementów sprzyjających rozwojowi przedsiębiorczości i utrzymaniu szybkiego i zrównoważonego wzrostu PKB. Cieszyć mogą zwłaszcza zapowiedzi dotyczące stopniowej redukcji deficytu fiskalnego i obniżenia relacji długu publicznego do PKB o 4-7 pkt. proc. Pewne obawy wzbudzać może jednak dość mały wciąż stopień szczegółowości programu rządu i to, czy koalicyjny charakter rządu i znaczna siła opozycji parlamentarnej pozwolą na dostatecznie szybkie i zdecydowane wdrożenie niezbędnych reform.
- Lepsze od oczekiwanych dane o PKB w III kwartale (wzrost o 6,4%) pokazują, że polska gospodarka nie straciła jeszcze rozpędu. Szybko rosnąca inflacja, narastająca nierównowaga w obrotach bieżących bilansu płatniczego i zwiększające się napięcia na rynku pracy sygnalizują jednak, że wzrost gospodarczy staje się coraz mniej zrównoważony.
- Szybki wzrost inflacji w ostatnich kilku miesiącach jest w głównej mierze wynikiem wzrostu cen żywności i surowców energetycznych, ale wiele wskazuje na to, że nie jest to tylko zjawisko przejściowe. W dalszym ciągu narasta też ryzyko przyspieszenia inflacji wskutek szybkiego wzrostu jednostkowych kosztów pracy, natomiast stopniowo wygasają pozytywne efekty cenowe związane z globalizacją. Uważamy, że w tej sytuacji RPP będzie musiała kontynuować zacieśnianie polityki pieniężnej i przewidujemy, że do końca I kwartału 2008 r. stopa referencyjna NBP może dojść do poziomu 5,75%.
- Relatywnie niski nadal stopień wykorzystania środków dostępnych w budżecie sprawia, że deficyt budżetu państwa na koniec roku będzie dużo niższy od zaplanowanego. Podobnie korzystna sytuacja występuje w budżetach samorządów lokalnych i w największych funduszach celowych. Oznacza to, że deficyt całego sektora finansów rządowych i samorządowych będzie w 2007 r. niższy niż 3% PKB, czyli spadnie poniżej progu uwzględnianego przy ocenie fiskalnego kryterium z Maastricht. W ocenie władz UE nie jest to jednak wystarczającą podstawą do wyłączenia Polski z procedury nadmiernego deficytu, gdyż plany (poprzedniego) rządu przedstawione w aktualizacji Programu konwergencji nie gwarantowały trwałej redukcji deficytu. Można się obawiać, że stosunkowo niewielkie korekty, jakie nowy Sejm zamierza wprowadzić do projektu ustawy budżetowej na 2008 r., również nie wystarczą do zmiany stanowiska władz UE.
- Kolejna obniżka stóp procentowych w USA (do poziomu 4,25%) potwierdza, że głównym przedmiotem troski Fed jest obecnie sytuacja na rynkach finansowych i jej wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego. Ryzyko znacznego spowolnienia wzrostu PKB wskutek osłabienia konsumpcji i inwestycji powoduje, że nadal prawdopodobna jest kontynuacja cyklu obniżek stóp. Nieco odmienne stanowiska zajmuje ECB, dla którego wciąż najważniejsze są obawy o wzrost inflacji, ale sytuacja na rynkach finansowych (i jej możliwe reperkusje dla wzrostu w strefie euro) powstrzymuje go przed dalszym zacieśnianiem polityki pieniężnej. Ryzyko wzrostu inflacji może stać się też uzasadnieniem dla kolejnej podwyżki stóp procentowych w Szwajcarii, ale decyzja w tej sprawie zależy będzie w dużym stopniu od kształtowania się kursu franka oraz od oceny skali oczekiwanego spadku aktywności gospodarczej w tym kraju.

Grudzień 2007

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Kwi 07	Maj 07	Cze 07	Lip 07	Sie 07	Wrz 07	Paz 07	Lis 07
PKB i produkcja								
PKB			6,4%			6,4%		
Popyt krajowy			8,2%			7,4%		
Spożycie indywidualne			5,1%			5,2%		
Nakłady brutto na środki trwałe			20,8%			19,8%		
Wartość dodana			6,4%			6,2%		
w przemyśle			6,7%			6,6%		
w budownictwie			17,6%			12,6%		
w sektorze usług rynkowych			6,3%			6,8%		
Produkcja przemysłowa r/r	12,5%	8,1%	8,3%	10,4%	9,0%	5,2%	10,6%	8,2%
Produkcja przemysłowa m/m	-8,6%	3,0%	2,8%	-2,0%	1,1%	5,5%	9,6%	-4,7%
Sprzedaż detaliczna r/r	15,1%	14,8%	15,2%	17,1%	17,5%	14,2%	19,4%	20,1%
Sprzedaż detaliczna m/m	1,4%	1,4%	0,6%	1,8%	2,1%	-1,8%	7,9%	-3,7%
Rynek pracy								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2786,29	2776,92	2871,34	2893,71	2885,97	2858,83	2951,67	3075,00
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	8,4%	8,9%	9,4%	9,3%	10,5%	9,5%	11,0%	11,5%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-2,3%	-0,3%	3,4%	0,8%	-0,3%	-0,9%	3,2%	4,5%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	4,4%	4,4%	4,3%	4,7%	4,8%	4,7%	5,0%	5,0%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,2%	0,5%	0,3%
Stopa bezrobocia	13,7%	13,0%	12,4%	12,2%	12,0%	11,6%	11,2%	11,2%
Handel zagraniczny								
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-740	-1 524	-1 343	-1 436	-618	-681	-1 302	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-781	-1 030	-786	-1 293	-310	-921	-587	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	16,8%	9,8%	10,7%	17,4%	16,5%	8,4%	15,7%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	23,8%	12,9%	16,6%	23,5%	12,9%	13,9%	17,0%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,5%	-2,8%	-3,0%	-3,3%	-3,8%	-4,0%	-4,1%	
Ceny								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,5%	0,5%	0,1%	-0,3%	-0,4%	0,8%	0,6%	0,2%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,3%	2,3%	2,7%	2,3%	1,5%	2,3%	3,0%	3,5%
Inflacja netto r/r	1,5%	1,6%	1,7%	1,5%	1,2%	1,2%	1,4%	1,6%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%	0,0%	0,3%	-0,3%	-0,2%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,3%	2,2%	1,6%	1,5%	1,7%	1,8%	2,2%	2,7%
Agregaty monetarne								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	498,7	502,9	507,9	525,3	538,0	536,4	541,0	543,7
Podaż pieniądza r/r	17,8%	16,1%	16,0%	19,3%	16,1%	14,3%	13,6%	12,5%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	39,0%	38,4%	37,6%	40,1%	40,8%	39,6%	39,6%	*
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	19,2%	19,3%	22,2%	22,3%	22,8%	24,6%	24,7%	*
Depozyty gospodarstw domowych r/r	9,2%	7,9%	5,9%	13,2%	8,4%	8,3%	8,3%	*
Depozyty przedsiębiorstw r/r	30,2%	24,5%	23,1%	22,7%	23,3%	27,0%	19,6%	*
Kursy walutowe								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,79	3,81	3,82	3,74	3,82	3,77	3,63	3,63
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,79	2,84	2,84	2,73	2,80	2,64	2,52	2,46
Stopy procentowe								
Stopa interwencyjna NBP	4,25%	4,25%	4,50%	4,50%	4,75%	4,75%	4,75%	5,00%
Stopa lombardowa	5,75%	5,75%	6,00%	6,00%	6,25%	6,25%	6,25%	6,50%
Stopa depozytowa	2,75%	2,75%	3,00%	3,00%	3,25%	3,25%	3,25%	3,50%
WIBOR 3M	4,40%	4,45%	4,71%	4,85%	5,03%	5,10%	5,19%	5,56%
Rentowność obligacji 2Y	4,61%	4,58%	4,96%	5,10%	5,42%	5,32%	5,60%	6,04%
Rentowność obligacji 5Y	5,10%	5,15%	5,52%	5,60%	5,70%	5,58%	5,60%	6,04%
Rentowność obligacji 10Y	5,31%	5,31%	5,62%	5,70%	5,78%	5,70%	5,47%	5,78%
Gospodarka światowa								
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	2,6%	2,6%	3,0%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			2,5%				2,7%	
Stopa podstawowa ECB	3,75%	3,75%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Inflacja w USA (r/r)	2,6%	2,7%	2,7%	2,4%	2,0%	2,8%	3,5%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			3,9%			3,9%	4,9%	
Stopa docelowa Fed Funds	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	4,75%	4,50%	4,25%

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy węż oznaczono prognozy.

GOSPODARKA POLSKA

Reformy nie mogą czekać

Zgodnie ze znanym stwierdzeniem premiera Luksemburga J-C. Junckera, rządzący na ogół wiedzą, co należałoby zrobić, aby zreformować gospodarkę, ale nie wiedzą, jak po zrealizowaniu tych działań mogliby zapewnić sobie zwycięstwo w następnych wyborach. Choć rząd Donalda Tuska nie przedstawił jeszcze w szczegółach swej średniookresowej strategii gospodarczej, to wiele elementów zawartych w exposé premiera i w programie wyborczym Platformy Obywatelskiej wskazuje na to, że główny partner w rządzącej od niedawna koalicji wie, co należałoby zrobić, aby utrzymać dynamiczny i zrównoważony wzrost polskiej gospodarki. Tworzenie warunków dla nieskrępowanego rozwoju przedsiębiorczości, dążenie do możliwie szybkiego zrównoważenia finansów publicznych, przy jednoczesnym stopniowym łagodzeniu obciążeń fiskalnych i zwiększaniu nakładów na naukę, edukację i badania rozwojowe, promocja zatrudnienia i wzrostu aktywności zawodowej, rozbudowa infrastruktury, szersze wykorzystanie Internetu, przyspieszona prywatyzacja i liberalizacja gospodarki, to są wszystko plany zmierzające we właściwym kierunku. Zasadniczym pytaniem pozostaje więc to, czy nowy koalicyjny rząd będzie miał dość siły i determinacji dla wdrożenia tych planów i czy w swych działaniach nie będzie zanadto „spętany” troską o utrzymanie popularności pozwalającej spokojnie myśleć o utrzymaniu się przy władzy.

Wśród źródeł obaw o stopień determinacji w działaniach reformatorskich rządu wskazać można zarówno jego koalicyjny charakter, jak i siłę głównej partii opozycyjnej wspieranej dodatkowo przez ośrodek prezydencki. Pojawiają się również opinie, że w niektórych zamierzeniach rządu już widoczny jest wpływ odległych wciąż o trzy lata wyborów prezydenckich. Obecny układ polityczny powoduje, że dla przeforsowania swych bardziej radykalnych pomysłów premier Tusk musi nie tylko przekonać swego partnera koalicyjnego, ale również liczyć się z koniecznością pozyskania dodatkowych sojuszników dla odrzucenia ewentualnego weta ze strony prezydenta. Wprowadzenie głębszych, wymagających zmiany konstytucji, reform byłoby możliwe tylko za zgodą PiS.

Oprócz ograniczeń politycznych, przy planowaniu swych działań nowy rząd musi też uwzględnić obecny stan i perspektywy kształtowania się sytuacji gospodarczej. Przewidywane zwolnienie tempa wzrostu PKB, rosnąca inflacja i zwiększający się deficyt w obrotach bieżących oraz mniej korzystne warunki zewnętrzne dość wyraźnie wskazują, że rząd

Tuska rozpoczyna swą działalność w dużo trudniejszych warunkach od tych, jakie panowały w ostatnich dwóch latach. Szczególnie dotkliwe mogą okazać się skutki zaniedbań i zaniechań w sferze finansów publicznych, gdyż istnieje ryzyko, że niezbędne reformy trzeba będzie teraz realizować w warunkach słabnącej aktywności gospodarczej. Dodatkową przeszkodą dla szybkiego rozpoczęcia procesu przekształceń w obszarze finansów państwa jest fakt, że ze względu na kalendarz polityczny nie ma już możliwości wprowadzenia zasadniczych zmian w strukturze projektu budżetu na 2008 r. przygotowanego przez poprzedni rząd.

Mamy jednak nadzieję, że występowanie różnego rodzaju utrudnień i ograniczeń nie posłuży za uzasadnienie dla odkładania lub „rozwadniania” reform, a co najwyżej do nieco innego określenia priorytetów i kolejności realizowania poszczególnych działań. Istnieją bowiem dość liczne dowody na to, że wdrożenie nawet radykalnych reform wcale nie musi zmniejszać szans na reelekcję. Niezbędnym warunkiem jest jednak skuteczność tych reform, a tej można dowieść tylko, jeśli przystąpi się do wdrażania gruntownych zmian jak najwcześniej po objęciu władzy.

Przy ogólnie pozytywnej ocenie większości zamierzeń w sferze gospodarki przedstawionych w exposé premiera Tuska, pewien niepokój może budzić fakt, że z planów prezentowanych przez poszczególnych ministrów nie wyłania się jak do tej pory spójny pakiet działań, jakie rząd chciałby wdrożyć w najbliższym czasie w celu zdynamizowania gospodarki i stopniowego eliminowania przyczyn narastającej nierównowagi. Po części może to wynikać z braku czasu i z konieczności skupienia się na sfinalizowaniu prac nad budżetem, ale można też odnieść wrażenie, że nowy rząd z dość dużą ostrożnością przystępuje do realizacji swego programu. Widać już też, że w niektórych obszarach należy się liczyć bądź to ze złagodzeniem reform zapowiedzianych w programie PO, bądź też z częściowym tylko spełnieniem oczekiwań związanych z objęciem rządów przez tę formację. Przykładem mogą być zapowiedziane działania w obszarze podatków i innych danin publicznych. Na razie wiadomo tylko, że zrealizowane zostaną plany poprzedniego rządu (dalsza obniżka składki rentowej w 2008 r. i wprowadzenie dwóch stawek PIT w 2009 r.) i że na późniejszy okres odłożona została likwidacja tzw. podatku Belki i rezygnacja z tzw. podatku Religi. Niejasny pozostaje natomiast los podatku liniowego i wciąż nieznanym jest szczegółowy zakres zmian w podatku VAT. Innym przykładem jest kwe-

Grudzień 2007

stia wejścia Polski do strefy euro. Część zwolenników szybkiego przyjęcia wspólnej waluty mogła się zapewne poczuć rozczarowana jednoznacznym stwierdzeniem nowego ministra finansów, że sprawa ta „przekracza horyzont jednej kadencji parlamentu”. Sugeruje to, że pomimo wyraźnej zmiany retoryki na bardziej przychylną akcesji do strefy euro, nadal najwcześniejszym terminem rozstania ze złotym pozostaje rok 2012. O ile brak konkretnych zapowiedzi dotyczących podatku liniowego może być wynikiem oporu ze strony partnera koalicyjnego (w jednym z dokumentów programowych PSL opowiedziano się przeciw „pomysłom liberalnych polityków” dążących do wprowadzenia jednej stawki podatkowej), to bardziej ostrożne od oczekiwanego podejście do kwestii euro może być wynikiem oceny obecnych realiów gospodarczych i politycznych, w tym zwłaszcza niewielkich zapewne szans na uzyskanie w tej kadencji zgody Sejmu na niezbędną dla przyjęcia euro zmianę konstytucji.

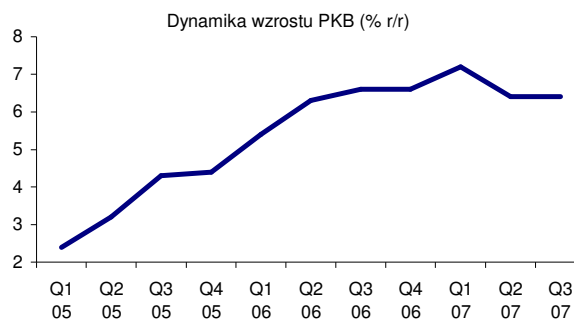
Ze względu na „odziedziczony” po poprzednikach kształt budżetu i zakres zmian w przepisach podatkowych nowy rząd będzie miał w 2008 r. bardzo ograniczone możliwości oddziaływania na gospodarkę instrumentami z zakresu polityki fiskalnej. Jednocześnie nieuniknione ze względu na rosnącą dynamikę cen dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej wpływać będzie na osłabienie popytu wewnętrznego i może przyczynić się do dalszej aprecjacji złotego. W tej sytuacji głównym narzędziem, jakie rząd może wykorzystać dla podtrzymania optymizmu konsumentów i inwestorów, jest znaczące przyspieszenie reform strukturalnych. Obawiamy się, że tego efektu nie da się osiągnąć prezentując bardzo ostrożne i łagodne podejście do wdrażania reform. Jednym z obszarów, gdzie rząd powinien wykazać się dużym zdecydowaniem jest uporządkowanie i dokończenie spraw związanych z reformą emerytalną. Wymaga to nie tylko stworzenia sprawnego systemu wypłat emerytur z OFE, ale też odważnych decyzji co do przedłużenia wieku emerytalnego dla kobiet, ograniczenia dostępu do emerytur pomostowych i określenia nowych zasad dla inwestowania środków zgromadzonych w OFE. Wśród priorytetów dla rządu widzielibyśmy też realizację zawartej w programie PO propozycji wprowadzenia skutecznego mechanizmu ograniczenia wydatków budżetowych, sprecyzowanie planów reform podatkowych, szybkie przystąpienie do reformy KRUS (według zapowiedzi ministra rolnictwa miałyby ona zostać wdrożona dopiero w 2010 r.!) i podjęcia działań dla lepszego adresowania pomocy socjalnej (np. uzależnienie wypłat „becikowego” od poziomu dochodu). Dobrze, że rząd zamierza zdecydowanie przyspieszyć prywatyzację i radykalnie zliberalizować przepisy krępujące działalność przedsiębiorców, ale zamiary te wymagają szybkiej konkretyzacji, gdyż o uproszczeniu przepisów i stworzeniu

jednego okienka mówi się już od wielu lat. Innym kluczowym obszarem, w którym rząd powinien wykazać swe zdecydowanie, jest pilne opracowanie programu potwierdzającego, że radykalny wzrost nakładów finansowych i innych form wsparcia dla sfery nauki i badań rozwojowych należy do najważniejszych priorytetów rządu. Póki co rząd wykazał się dużą determinacją w zapewnieniu środków na podwyżki płac dla nauczycieli, ale dobrze byłoby, aby z podobną energią w niedalekiej przyszłości podejmowane były działania w sposób bardziej bezpośredni służące umacnianiu naszego potencjału technologicznego i intelektualnego. Mamy świadomość, że nowy rząd dopiero niedawno przystąpił do pracy i że czeka wiele trudnych rozstrzygnięć, ale ewentualne odkładanie decyzji w trudnych sprawach nie byłoby receptą na osiągnięcie sukcesu.

Wzrost PKB znów powyżej oczekiwań

PKB wzrósł w III kw. 2007 o 6,4% r/r, czyli w tempie zbliżonym do zanotowanego w poprzednim kwartale. Podobnie jak w poprzednim kwartale, tempo wzrostu okazało się wyższe od oczekiwanego (konsensus kształtował się na poziomie 6,1% r/r).

Głównym motorem wzrostu, patrząc od strony popytowej, okazały się ponownie inwestycje, których dynamika osiągnęła 19,8% r/r. Konsumpcja indywidualna wzrosła o 5,2% r/r, czyli w tempie zbliżonym do poprzedniego kwartału, ale nieco wolniejszym od prognozowanego. Pewnym zaskoczeniem było zmniejszenie się ujemnej kontrybucji eksportu netto do wzrostu PKB. Mniejsza (ale wciąż lekko dodatnia) okazała się również kontrybucja zapasów (spadek z 1,3% w II kw. do 0,2% w III kw.) Porównanie przyrostów akumulacji brutto i inwestycji wskazuje jednak na to, że w III kw. doszło do zmniejszenia stanu zapasów, co może świadczyć o sile popytu w polskiej gospodarce.

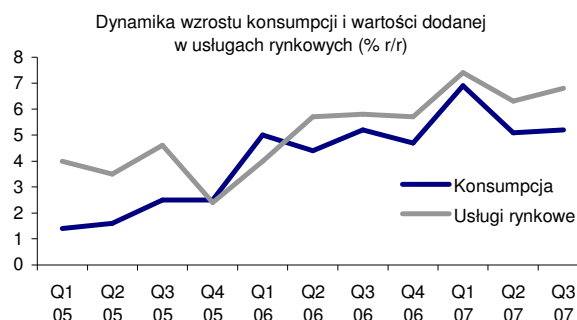


Dość umiarkowane wciąż tempo wzrostu spożycia indywidualnego może być pewną zagadką, gdyż nie w pełni odzwierciedla ono wysoką dynamikę wzrostu sprzedaży detalicznej i rekordowo szybki wzrost funduszu płac. Naszym zdaniem nie musi to jednak

Grudzień 2007

oznaczają, że popyt konsumpcyjny nie rośnie szybko. Widać to choćby w dynamice usług rynkowych (handel, naprawy, transport) – to właśnie ta kategoria, patrząc od strony podaży, była jednym z głównych motorów wzrostu PKB w III kw. Dynamika wzrostu wartości dodanej w przemyśle utrzymała się na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału (6,6% r/r), a dynamika w budownictwie spadła do 12,6%, czyli o 5 punktów procentowych w porównaniu z II kw. 2007.

Dane o PKB za III kw. pokazują, że polska gospodarka nadal znajduje się w fazie dość silnego wzrostu wspieranego wysokim popytem inwestycyjnym oraz rosnącym popytem konsumpcyjnym (zwracamy tu przede wszystkim uwagę na usługi rynkowe). Dostępne już dane miesięczne dotyczące sytuacji w październiku sugerują, że w IV kw. 2007 dynamika PKB utrzyma się na poziomie zbliżonym do 6% r/r, czemu sprzyjać powinien szybki wzrost spożycia indywidualnego osiągnięty dzięki rosnącym płacom i kształtującym się na rekordowo wysokim poziomie wskaźnikom optymizmu konsumentów.



Dobre dane o PKB zwiększają nieco pole manewru RPP, która w tej sytuacji mniej musi się martwić o stłumienie wzrostu gospodarczego i może bardziej zdecydowanie reagować na ryzyko dalszego wzrostu inflacji. Obawy o dynamikę wzrostu powrócą zapewne w II kwartale przyszłego roku i wtedy można oczekiwać przerwy w obecnym cyklu podwyżek stóp. Przewidujemy, że do końca I kw. 2008 r. stopa referencyjna NBP wzrośnie do poziomu 5,75% a w końcu przyszłego roku może przekroczyć 6%.

POLITYKA MONETARNA

Widoczny w ostatnich miesiącach silny i, jak się wydaje, trwały wzrost cen żywności (w tym żywności przetworzonej) znacznie podnosi ścieżkę inflacji na najbliższe kwartały. Niska baza oraz możliwe podwyżki cen energii i gazu sprawiają, że w styczniu 2008 możemy mieć do czynienia ze skokowym wzrostem inflacji znacznie powyżej górnej granicy celu. Uważamy, że w tej sytuacji należy się liczyć ze zdecydowaną reakcją RPP.

Wzrost cen wyraźnie przyspiesza

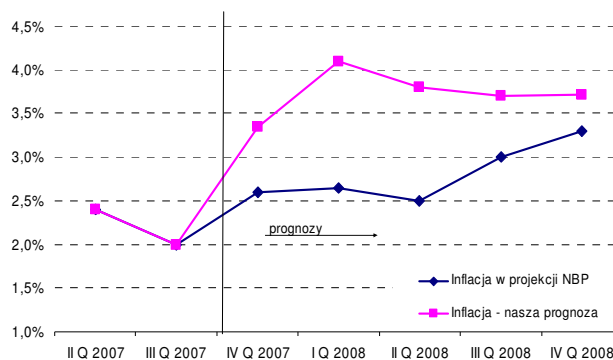
Według prognoz Ministerstwa Finansów roczny wskaźnik inflacji wzrósł w listopadzie do poziomu 3,5%, czyli górnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego. Porównanie listopadowej inflacji z wartościami chociażby z sierpnia (słynna niespodzianka inflacyjna i spadek inflacji do 1,5% r/r) pokazuje jak bardzo zwiększyło się nachylenie ścieżki wzrostu cen. Fakt ten nie jest bez znaczenia dla oczekiwań rynkowych, które często bazują na prostej ekstrapolacji historycznych dynamik. Bieżące przysty inflacji wynikające przede wszystkim ze wzrostu cen żywności potwierdzają lansowaną już od kilku miesięcy tezę o mającej globalne podłoże agflacji. Wzrost cen produktów mlecznych wiąże się więc ze zmianami przyzwyczajęń żywieniowych i z wyższym popytem w Chinach, a wzrost cen produktów zbożowych uznaje za efekt niższych zbiorów w Europie. Oddziaływanie tych czynników na ścieżkę przyszłej inflacji z dużym prawdopodobieństwem będzie miało trwały charakter. Co więcej, obserwujemy, że wyższe ceny mleka i zbóż bardzo szybko przekładają się na ceny żywności przetworzonej dodatkowo zwiększając „uporczywość” inflacji.

Wzrost rocznego wskaźnika inflacji będzie w kolejnych miesiącach, o czym konsekwentnie staramy się przypominać, determinowany również przez efekty statystyczne – niską bazę dla cen żywności i niemal 15% spadek cen paliw w ostatnim kwartale poprzedniego roku. Szacujemy, że w grudniu inflacja może w związku z tym wzrosnąć do poziomu 3,8-4,0% w skali rocznej. Oceniamy, że pomimo utrzymania do roku 2010 niższych stawek podatku VAT na książki, usługi remontowe, gastronomię i żywność nieprzetworzoną (wcześniej szacowaliśmy, że podwyższenie stawek VAT może dodatkowo podbić roczną inflację o około 0,3-0,5 pkt. proc.) inflacja w styczniu 2008 może przekroczyć 4% r/r. Styczniowy wzrost inflacji będzie wynikiem przewidywanego zakończenia promocji na usługi internetowe (główny sprawca słynnej sierpniowej niespodzianki inflacyjnej), podwyżki cen gazu (skala nie jest jeszcze znana) oraz podwyżek opłat

administracyjnych. Oceniamy, że za sprawą wysokiego popytu wewnętrznego, poprawiającej się sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz dodatkowo podsycanych przez media oczekiwań inflacyjnych istnieją obecnie dogodne warunki do podniesienia cen różnych usług oraz utrzymania cen w kategoriach, w których wcześniej notowano znaczne spadki cen (np. sprzęt elektroniczny, obuwie i odzież). O ile w bieżącej inflacji nadal trudno doszukać się oznak presji stricte popytowej – wzrost wskaźnika CPI związany jest głównie z wyższymi cenami żywności i podwyżkami cen kontrolowanych a inflacja bazowa netto nie przekracza 1,5-1,6%, w roku 2008 czynnik popytowy oraz kosztowy (rekordowa dynamika płac i silny wzrost jednostkowych kosztów pracy) mogą stać się o wiele bardziej istotne. Należy podkreślić, że nasze prognozy inflacji na przyszły rok (inflacja średnioroczna na poziomie około 3,9%) nadal obarczone są ryzykiem, że w niedostatecznym stopniu uwzględniona została w nich waga czynników popytowych i kosztowych.

Rynek wycenia agresywne podwyżki, co robi RPP?

Jak już wspomnieliśmy, wzrost nachylenia ścieżki inflacji sprzyja umocnieniu oczekiwań na agresywne podwyżki stóp procentowych. Notowania instrumentów finansowych na rynku stopy procentowej wyceniają obecnie serię podwyżek w pierwszym kwartale 2008 roku - 25 punktowe podwyżki w styczniu, lutym i marcu. Analizując historię decyzji obecnej Rady Polityki Pieniężnej dochodzimy do wniosku, że oczekiwania te nie są bezzasadne. Odnajdujemy pewną analogię pomiędzy obecnym gwałtownym wystrojeniem ścieżki inflacji (zwracamy uwagę na już zrealizowaną rozbieżność bieżącej inflacji i ostatniej projekcji inflacyjnej NBP) i szokiem akcesyjnym z 2004 roku, kiedy to roczny wskaźnik inflacji znacznie przekroczył 4%.



Grudzień 2007

Szok cenowy związany z akcesją do UE wywołał zdecydowaną reakcję ze strony RPP. Postrzegana na ogół jako dość „gołębia” Rada podniosła stopy o 125 punktów w ciągu zaledwie dwóch miesięcy. W przypadku „szoku akcesyjnego” szybkie zacieśnienie monetarne było ukierunkowane na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. Nie można wykluczyć, że podobna motywacja może towarzyszyć RPP w najbliższych miesiącach. Fakt, że wzrostowi bieżącej inflacji towarzyszą już teraz wysokie żądania płacowe dodatkowo uzasadniałyby zdecydowaną reakcję ze strony RPP. Pamiętajmy, że w swym ostatnim komunikacie RPP zapewniła wprost, że „będzie dążyć do tego, aby w średnim okresie inflacja obniżyła się do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym”. O większej niż obecnie antycypowana przez rynki skali podwyżek koniecznych do ustabilizowania inflacji na poziomie celu mógłby świadczyć uwzględniony w modelu stosowanym przez NBP mechanizm transmisji monetarnej. Oszacowany przez nas na tej podstawie wpływ podwyżek już wycenionych przez rynek i aprecjacji złotego na przyszłą inflację przedstawiony jest na poniższym wykresie.

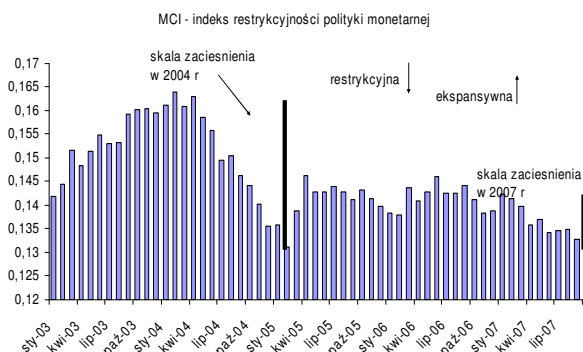


Zdiskontowane do tej pory podwyżki obniżyłyby więc przyszłą inflację o nie więcej niż 0,5 pkt proc, co wobec skali potencjalnego zagrożenia wzrostem inflacji (przekroczenie 4%), wydaje się niewystarczające. Do podobnego wniosku mogłoby prowadzić porównanie skali zacieśnienia monetarnego mierzonego zmianami MCI (patrz wykres poniżej) i obecnego stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej – wydaje się, że ciągle jest przestrzeń do podwyżek stóp w granicach od 100 do 150 punktów bazowych.

Wątpliwości pojawiają się jednak, kiedy w naszej analizie uwzględniamy również zmienne odnoszące się do sfery realnej. Prawdopodobne (choć zapewne dość łagodne) obniżenie wzrostu gospodarczego w Polsce w 2008 roku i rosnąca niepewność, co do perspektyw wzrostu w strefie euro i USA, to zgoła inne warunki od tych, jakie panowały w okresie okołakcesyjnym, kiedy to dominowały bardzo optymistyczne oczekiwania co do perspektyw wzrostu go-

spodarczego i przyspieszeniem procesów realnej konwergencji.

Naszym zdaniem po zakończeniu I kwartału 2008 RPP będzie chciała zapewne poczekać na efekty już dokonanych w bieżącym cyklu podwyżek (po lutym byłoby to co najmniej skumulowane 150 punktów bazowych), lub chociażby na ich kwantyfikację za pomocą modelu ECMOD, a także na potwierdzenie szacunków wzrostu gospodarczego w I kwartale 2008 roku. Do kolejnych podwyżek stóp mogłoby więc dojść po kilkumiesięcznej przerwie. Naszym zdaniem otoczenie zewnętrzne będzie nadal działać proinflacyjnie (odwrócenie trendów cenowych na *tradables*, wysokie ceny ropy i żywności) i zwiększy się również presja płacowa na wzrost cen producenta. Nie można jednak wykluczyć, że w przypadku, gdyby inflacja ustabilizowała się w pobliżu górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego (bez wyraźnych obaw o znaczące przekroczenie tej granicy), RPP będzie postępować dość ostrożnie i unikać będzie działań, które mogłyby przyczynić się do nadmiernego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego.



Grudniowa „zgaduj-zgadula”.

W przedstawionej powyżej analizie nie odnosiliśmy się wprost do możliwego wyniku grudniowego posiedzenia RPP. Wyższa od oczekiwanej inflacja w listopadzie, wysokie dynamiki płac oraz dobre dane dotyczące sfery realnej mogą zwiększyć prawdopodobieństwo podwyżki. Każde jednak odchylenie w dół od konsensusu będzie dla RPP dogodnym argumentem, aby poczekać z podwyżką do stycznia. Warto pamiętać, że odłożenie podwyżki stóp o jeden miesiąc nie jest dla RPP decyzją tak znaczącą, jak dla wielu uczestników rynku. Ciągłe istotnym czynnikiem jest też przypominana w wypowiedziach niektórych członków RPP tradycja unikania decyzji o zmianie poziomu stóp procentowych na grudniowym posiedzeniu Rady. W ostatnim okresie pojawiły się jednak również informacje, że nie wszyscy członkowie RPP czują się związani tą tradycją. Choć skłaniamy się raczej do poglądu, że do kolejnej podwyżki stóp doj-

Grudzień 2007

dzie dopiero w styczniu, to wynik grudniowego posiedzenia Rady pozostaje swego rodzaju loterią.

W sytuacji, gdy na podstawie dostępnych informacji wyniku tego nie da się w sposób jednoznaczny prze-

widzieć analitykom pozostaje chyba tylko oparcie się na własnej intuicji lub ewentualnie skorzystanie z rzutu monetą. Mamy jednak nadzieję, że członkowie RPP podejmą swą decyzję w oparciu o dużo bardziej racjonalne przesłanki.

POLITYKA FISKALNA

Trudna sztuka wydawania pieniędzy

Wstępne informacje o wyniku budżetu państwa w okresie od stycznia do listopada tego roku pokazują, że Ministerstwo Finansów i inni dysponenti środków budżetowych w dalszym ciągu mają poważne kłopoty z wydatkowaniem zaplanowanych kwot. Deficyt po 11 miesiącach tego roku oszacowany został na zaledwie 6 do 6,3 mld zł, czyli od 20 do 21% kwoty przewidzianej w budżecie. Wciąż bardzo trudno jest dokładnie określić, jaki będzie wynik budżetu na koniec roku, ale najprawdopodobniej znajdzie się on w przedziale od 15 do 19 mld zł. Zbliżenie się do górnej granicy tego przedziału wymagałoby podwojenia deficytu zrealizowanego w grudniu 2006 r. (około 6,5 mld zł), co wydaje się zadaniem bardzo trudnym. Przedstawiciele rządzącej koalicji nie ukrywają, że zależy im na odciążeniu przyszłorocznego budżetu poprzez przeniesienie jak największej kwoty wydatków na rok bieżący. Pole manewru jest jednak dość ograniczone, gdyż głównym sposobem pozostaje tylko dodatkowe zasilenie FUS. „Kłopot” polega jednak na tym, że również FUS znajduje się w tym roku w dobrej sytuacji, o czym świadczyć może fakt, że łączne zadłużenie funduszy ubezpieczeń społecznych wynosiło w końcu października tylko około 1,9 mld zł, zaś ich środki ulokowane w bankach miały w tym czasie wartość zbliżoną do 7,2 mld zł. W zwiększeniu tegorocznego deficytu nie pomogą też szczególnie tzw. wydatki niewygasające, gdyż ich suma (około 2,6 mld zł) ma być tylko o około 0,5 mld zł wyższa od ubiegłorocznej. Z wypowiedzi wiceminister Suchockiej-Roguskiej wynika, że do zwiększenia wydatków mogą przyczynić się uruchamianie w grudniu dopłaty bezpośrednie dla rolników. Tradycyjnie w końcu roku można też oczekiwać gwałtownego przyspieszenia wydatków majątkowych (w grudniu 2006 r. uruchomiono blisko 50% wszystkich środków na ten cel zaplanowanych w ubiegłorocznym budżecie).

W wyjątkowo dobrej sytuacji po trzech kwartałach tego roku znajdowały się również budżety samorządów lokalnych. Choć stopień realizacji planu ich wydatków był tylko nieco niższy niż w tym samym okresie ubiegłego roku (60,1% wobec 60,9%), zwiększone o ponad 16% dochody pozwoliły na uzyskanie nadwyżki przekraczającej 13,7 mld zł. Oznacza to, że również władze samorządowe będą się musiały w końcu roku ciężko napracować, aby doprowadzić do zmniejszenia tej nadwyżki, zaś pełne zrównoważenie ich budżetów wymagałoby osiągnięcia w IV kwartale tego roku deficytu o około 50% wyższego od odnotowanego w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Podobnie jak na szczeblu centralnym największe opóź-

nienia w realizacji planowanych wydatków dotyczą nakładów na inwestycje (około 36% planu) oraz dochodów i wydatków związanych z realizacją przedsięwzięć współfinansowanych przez środki z UE.

Szacunkowe wykonanie budżetu państwa do listopada 2007 r.

	mIn PLN	% planu
Dochody, w tym:	195131,4	85,2%
Podatki pośrednie	121440,7	87,9%
Akcyza	39843,8	88,2%
CIT	19121,4	86,7%
PIT	28507,9	90,2%
Wydatki	199535,3	77,1%
Obsługa długu krajowego	18290,3	80,3%
Obsługa długu zagranicznego	4527,1	86,0%
Dotacja dla FUS	17299,4	83,0%
Subwencja samorządowa	33182,5	90,2%
Deficyt/Nadwyżka	-4403,9	14,7%

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Oddalona perspektywa zakończenia procedury nadmiernego deficytu

Dobre wyniki budżetu państwa oraz korzystna sytuacja finansowa samorządów lokalnych i funduszy ubezpieczeń społecznych sprawiają, że bardzo realna staje się prognoza Komisji Europejskiej mówiąca o możliwości obniżenia tegorocznego deficytu sektora finansów rządowych i samorządowych do poziomu 2,7% PKB. Oznacza to, że Polska w zasadzie wywiązała się z nałożonego w 2004 r. przez UE, i wzmocnionego przez ponowną rekomendację Rady ECOFIN z lutego tego roku, zobowiązania do zredukowania do końca 2007 r. deficytu fiskalnego do poziomu poniżej 3% PKB. W ocenie władz UE nie jest to jednak wystarczające dla wyłączenia Polski z procedury nadmiernego deficytu, gdyż dotychczasowa poprawa sytuacji fiskalnej nie ma dostatecznie trwałego charakteru. Wskazują na to prognozy KE ostrzegające przed ponownym wzrostem nierównowagi fiskalnej w Polsce do poziomu 3,2% PKB w 2008 r. W związku z tym Rada UE wezwała Polskę do podjęcia dodatkowych działań, które zapewniły trwałą redukcję deficytu do poziomu poniżej 3% PKB i pozwoliły na jego dalsze obniżanie aż do osiągnięcia średniokresowego celu fiskalnego (tzw. MTO) określonego jako deficyt w wysokości -1% PKB.

Swoje szczegółowe plany dotyczące stopniowego eliminowania nierównowagi fiskalnej nowy rząd przedstawi zapewne w skorygowanej aktualizacji

Grudzień 2007

Programu konwergencji, która powinna zostać przesłana do Brukseli w pierwszych miesiącach przyszłego roku. Dobrze by było, gdyby w tym dokumencie wskazany został również planowany termin osiągnięcia MTO, gdyż byłoby to potwierdzeniem, że obecny rząd rzeczywiście zmierza do nadania naszej polityce fiskalnej tak mocno podkreślanej przez ministra Rostowskiego średniookresowej orientacji.

Stary projekt w nowym Sejmie

Przygotowaniem nowej wersji Programu konwergencji rząd zajmie się na dobre zapewne dopiero po zakończeniu sejmowych prac nad projektem ustawy budżetowej na 2008 r. Ten „odziedziczony” po poprzednikach projekt stawia nowy rząd w dość trudnej sytuacji, gdyż ze względu na strukturę tego projektu i narzucane przez konstytucję limity czasowe nie ma już możliwości znaczącego obniżenia deficytu i uwzględnienia nowych priorytetów po stronie wydatków. W związku z tym podczas sejmowej debaty nad projektem przyszłorocznego budżetu doszło do pewnego pomieszczenia ról, gdyż ten formalnie rządowy projekt był chwalony przez największą partię opozycyjną, a krytykowany przez przedstawicieli rządzącej koalicji. Oszczędności wydatków, jakie do tej pory z dość dużym trudem udało się wygospodarować w toku prac sejmowej Komisji Finansów Publicznych są w skali całego budżetu raczej symboliczne. Dzięki zmniejszeniu dotacji do FUS (o 1,5 mld zł) oraz ograniczeniu niektórych wydatków administracyjnych łączna kwota wydatków ma się obniżyć o około 0,5%, co pozwoli na zmniejszenie deficytu budżetu państwa o nieco ponad 1,5 mld zł (do około 27 mld zł). Poprzez przesunięcia w strukturze wydatków wygospodarowano też dodatkową kwotę 1,85 mld zł na sfinansowanie podwyżek płac dla nauczycieli. Nadal wysoka pozostaje dynamika wzrostu łącznych wydatków (bez uwzględnienia jeszcze szybciej rosnących nakładów związanych z wykorzystaniem środków UE), gdyż zaproponowane „cięcia”, pozwoliły ją zmniejszyć tylko z 12,6% do około 12%. Rzeczywiste tempo wzrostu wydatków będzie zapewne jeszcze wyższe, gdyż podane wskaźniki liczone są w relacji do kwot zaplanowanych w budżecie na 2007 r., a nie w stosunku do przewidywanego wykonania na koniec roku. O ile z zadowoleniem można przyjąć dążenie do ograniczania wydatków administracyjnych (w tym

na funkcjonowanie tzw. „świętych krów”), to mniej cieszy, że znaczna część tego wysiłku zostanie skonsumowana przez duży wzrost płac w szkolnictwie. Jak zwykle jedną z najłatwiejszych ofiar cięć stały się też planowane wydatki na pomoc rozwojową, co może nie pozwolić na wywiązanie się przez Polskę z podjętych w tym zakresie zobowiązań międzynarodowych. Rząd i posłowie nie zaproponowali natomiast żadnych istotnych zmian po stronie dochodów budżetu. Wbrew wcześniejszym zapowiedziom i spekulacjom, nowy rząd nie ma zamiaru odstąpić od zaproponowanych przez poprzedników redukcji składki rentowej w 2008 r. i stawek podatku PIT w 2009 r. Zgodnie z wcześniejszymi planami zwiększyć mają się stawki akcyzy na wyroby tytoniowe, kwota ulgi na dzieci i wysokość pierwszego progu dochodowego w podatku PIT.

Można się niestety obawiać, że podjęte dotychczas przez rząd i parlament działania zmierzające do obniżenia przyszłorocznego deficytu fiskalnego nie będą wystarczające do przekonania Komisji Europejskiej i innych naszych partnerów z UE, że Polska spełnia wszystkie warunki pozwalające na zakończenie w 2008 r. procedury nadmiernego deficytu. Nawet obniżony do 27 mld zł deficyt budżetu państwa będzie wciąż dużo wyższy od wstępnie szacowanego wyniku 2007 r. i nadal groził będzie ponownym przekroczeniem przez deficyt całego sektora progu 3% PKB. Komisji Europejskiej nie wystarczą też najprawdopodobniej zapewnienia, że realizacja przyszłorocznego budżetu może znów okazać się lepsza od planu. Niezbędnym warunkiem szybkiego wyłączenia Polski z procedury nadmiernego deficytu byłoby zapewne przedstawienie (najlepiej w skorygowanym Programie konwergencji) zestawu konkretnych i wiarygodnych działań, które pozwoliłyby na utrzymanie w 2008 r. deficytu fiskalnego poniżej progu 3% PKB i na jego dalszą redukcję w latach następnych. Sygnalizowany przez rząd zamiar dość szybkiego obniżenia deficytu strukturalnego do poziomu bliskiego równowagi może sugerować, że spełnienie powyższego warunku nie jest wykluczone, ale pewne wątpliwości wzbudza to, czy możliwe byłoby zapewnienie znaczącej redukcji przyszłorocznego deficytu bez dokonania w trakcie roku nowelizacji ustawy budżetowej (co z kolei nie mieści się zapewne w planach rządu).

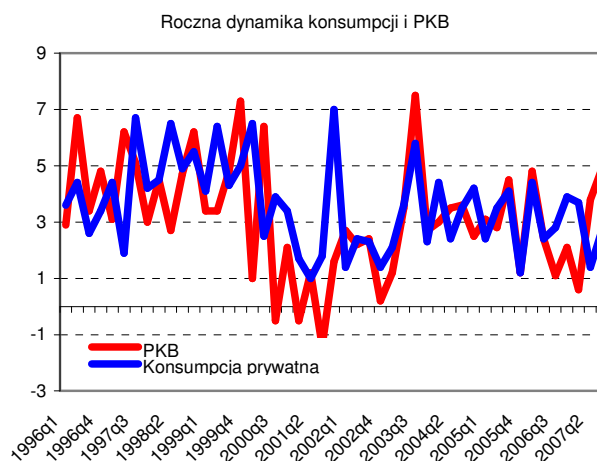
OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

Jak bardzo spowolni gospodarka USA?

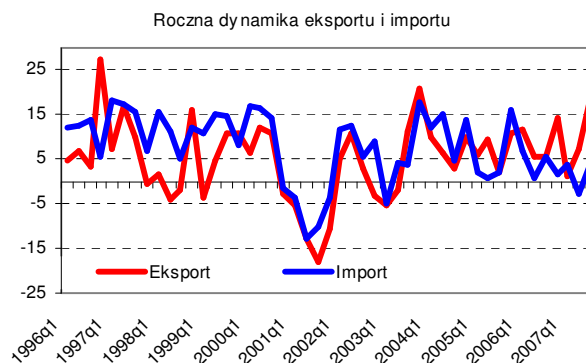
Tempo wzrostu PKB w USA osiągnęło w III kwartale rekordowe 4,9% w ujęciu rocznym. Jest to już jednak tylko wielkość historyczna, gdyż w nadchodzących kwartałach należy się liczyć z dość znacznym osłabieniem wzrostu gospodarki amerykańskiej. Będzie to efektem pogłębiającego się kryzysu na rynku mieszkaniowym i związanych z nim perturbacji na rynkach finansowych oraz oczekiwanego spadku dynamiki konsumpcji. Czynniki ryzyka dla wzrostu inflacji i obniżenia aktywności gospodarczej przestały się już bilansować, co sprawia, że dyskusje na najbliższych posiedzeniach Fed będą się zapewne skupiać na kwestiach dotyczących sfery realnej. Z tego też powodu postanowiliśmy się przejrzeć nieco bliżej perspektywom wzrostu PKB.

Wskaźniki zaufania konsumentów (np. indeksy Uniwersytetu Michigan i Conference Board) wskazują na nadchodzące obniżenie dynamiki wydatków konsumpcyjnych. Niemniej jednak w III kwartale roczne tempo ich wzrostu pozostawało wciąż na solidnym poziomie 2,7%. Ostatni przypadek spadku realnego poziomu wydatków konsumpcyjnych w USA miał miejsce na początku lat 90-tych, gdy sytuacja taka utrzymała się przez dwa kwartały. Doszło do tego jednak przy znacznie niższym poziomie zaufania konsumentów (przywoływane indeksy musiałyby spaść jeszcze o kilkanaście punktów). W najbliższym czasie trudno się spodziewać aż tak znacznego spadku indeksów zaufania. Gdyby jednak do tego doszło, to spadek taki byłby raczej krótkotrwały. Wyniki badań ankietowych pokazują, że konsumenci dość powoli ograniczają swe wydatki, ale jednocześnie zwiększają też oszczędności (są ku temu podstawy, gdyż dynamika wynagrodzeń realnych pozostaje na wysokim poziomie), które mogą sfinansować przyszłe zakupy. Poza efektem majątkowym (ograniczenie wydatków związane ze spadającymi cenami domów) mamy też silny efekt substytucyjny, który implikuje zwiększenie wydatków w przyszłości. W kierunku skrócenia czasu ograniczenia konsumpcji działać mogą obniżki stóp procentowych Fed, które zwiększą ceny względne konsumpcji przyszłej i przerwą proces przesuwania konsumpcji na przyszłość. Choć pewne ograniczenie tempa wzrostu wydatków konsumpcyjnych można już uznać za przesądzone, to niewiadoma pozostaje wciąż skala tego spowolnienia i nie jest jasne, czy dojdzie do absolutnego spadku konsumpcji. Wiele wskazuje jednak na to, że dynamika wydatków konsumpcyjnych pozostanie w

najbliższych kwartałach niższa niż tempa wzrostu PKB.

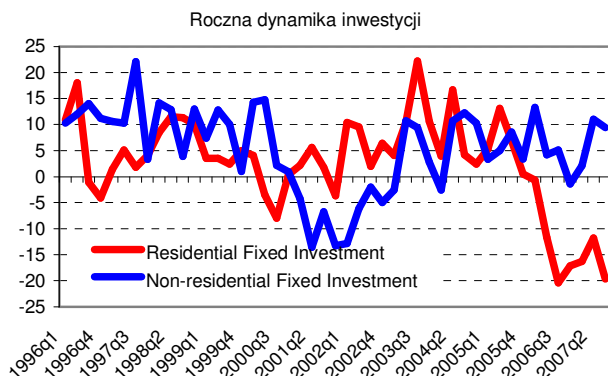


Do wysokiego tempa wzrostu PKB w III kwartale przyczyniła się duża dynamika eksportu i niska dynamika importu (odpowiednio 18,9% oraz 4,3%), których wypadkowa zwiększyła eksport netto. W najbliższym czasie należy oczekiwać utrzymania się tej tendencji. Jedną z przyczyn będzie deprecjacja dolara (w obliczu ugruntowanych już obecnie oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych nie należy się w najbliższym czasie spodziewać odwrócenia tendencji do osłabiania się waluty amerykańskiej), która zwiększa konkurencyjność cenową towarów amerykańskich i skłania do ograniczania importu. W kierunku zmniejszenia importu działa również ograniczenie wydatków konsumpcyjnych. Wszystkie te czynniki sugerują, że kontrybucja eksportu do wzrostu PKB może się w najbliższych kwartałach zwiększać. Z uwagi jednak na względnie małą otwartość amerykańskiej gospodarki (suma importu i eksportu nie przekracza 30% PKB) nawet dość duża nadwyżka w bilansie handlowym nie wystarczy do całkowitego skompensowania spadku dynamiki wydatków konsumpcyjnych.



Grudzień 2007

Dużą niewiadomą pozostaje popyt inwestycyjny. W III kwartale zanotowano jego nieznaczny spadek (-0,3%), jednak wynika on głównie z trwającego od początku 2006 roku spadku inwestycji w sektorze mieszkaniowym (*residential investment*). W najbliższym czasie nie należy się spodziewać poprawy tego komponentu popytu inwestycyjnego. Inwestycje nie związane z budynkami mieszkalnymi (*non-residential investment*) pozostały w III kwartale na względnie wysokim poziomie. Perspektywy tej kategorii są w dość dużej mierze zależne od tego, w jakim stopniu popyt zagraniczny będzie w stanie zastąpić zmniejszające się wydatki konsumpcyjne na rynku krajowym. Przyspieszenie produkcji eksportowej pozwoliłoby na pełniejsze wykorzystanie dostępnych mocy wytwórczych i przyczyniłoby się do utrzymania wysokiego poziomu zatrudnienia, a w dalszej konsekwencji zachęcałoby do inwestowania w rozbudowę potencjału produkcyjnego. Zachętą do zwiększenia wydatków inwestycyjnych mogą być także dalsze obniżki stóp Fed, które zmniejszyłyby ryzyko ograniczenia dostępu do kredytu (i wzrostu jego kosztu) wskutek trudności przeżywanych obecnie przez sektor bankowy.



Ocena sytuacji w sferze realnej gospodarki i utrzymujące się napięcia na rynkach finansowych spowodują zapewne, że Fed zdecyduje się na kontynuację rozluźniania polityki pieniężnej. Ostatnie wypowiedzi prezesów lokalnych banków Rezerwy Federalnej wskazują wyraźnie, że dotychczasowa skala obniżek może nie być wystarczająca do odizolowania sfery realnej od problemów sektora finansowego. Podjęta 11 grudnia decyzja o kolejnej obniżce stóp procentowych (do poziomu 4,25%) potwierdza, że głównym przedmiotem troski Fed jest obecnie sytuacja na rynkach finansowych i jej wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego.

Nasza teza o kontynuacji rozluźnienia polityki monetarnej bazuje jednak na scenariuszu spowolnienia gospodarczego, a nie recesji. Pogląd ten potwierdzają prognozy OECD opublikowane w najnowszym wydaniu *Economic Outlook*. Sugerują one, że tempo wzrostu gospodarczego obniży się w USA do 2,0% w 2008 roku a następnie powróci w 2009 roku do 2,2%.

Są to jednak wielkości uśrednione i należy się spodziewać znacznego osłabienia dynamiki PKB na początku przyszłego roku z uwagi na znaczne ograniczenie tempa wzrostu konsumpcji. Z biegiem czasu coraz większą część krajowego popytu konsumpcyjnego powinien zastępować eksport, zwłaszcza w przypadku dalszych spadków wartości dolara generowanych przez oczekiwania oraz (prawdopodobnie) dalsze działania Fed. Pod koniec 2008 roku można również oczekiwać zwiększenia popytu inwestycyjnego z uwagi na rodzące się oczekiwania (oraz widoczne pierwsze symptomy) zwiększenia tempa wzrostu konsumpcji krajowej.

Testem woli wytrwania w cyklu obniżek będzie z pewnością kształtowanie się inflacji bazowej PCE, która w wyniku obniżenia tempa wzrostu gospodarczego powinna się ustabilizować. Niemniej jednak najbliższe miesiące sezonu grzewczego oraz decyzje OPEC w sprawie wolumenu wydobycia ropy mogą być kluczowe zarówno dla kosztów związanych z mieszkaniem (które wchodzi do miar bazowych), jak i dla kształtowania się oczekiwań inflacyjnych.

W strefie euro stopy bez zmian

EBC zgodnie z oczekiwaniami rynku pozostawił na swoim grudniowym posiedzeniu stopy procentowe na niezmiennym poziomie (4,00%). Zgodnie z najnowszą projekcją EBC stopa inflacji w strefie euro będzie w przyszłym roku pozostawać w przedziale 2-3%, natomiast wzrost PKB utrzyma się na poziomie 1,5-2,5%. Perspektywy dla wzrostu gospodarczego w dalszym ciągu określane są jako solidne, jednak ścieżka inflacji ma kształtować się na wyższym poziomie niż oczekiwano dotychczas.

Podjęta w grudniu decyzja pokazuje, że EBC w dalszym ciągu nie widzi poważnych zagrożeń dla wzrostu gospodarczego, co pozwala mu utrzymywać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Na pierwszy plan wysuwa się zagrożenie stabilności cen związane z oczekiwaniami inflacyjnymi, które mogą być przyczyną efektów drugiej rundy. Prognoza inflacji plasuje ścieżkę wzrostu cen powyżej celu i wydaje się, że tylko obawy przed rozwojem sytuacji na rynkach finansowych skłoniły EBC do kontynuowania postawy *wait-and-see* i reagowania w tempie napływania danych i sygnałów o kondycji sfery realnej gospodarki.

Grudzień 2007

Czy cykl podwyżek stóp w Szwajcarii dobiegł już do końca?

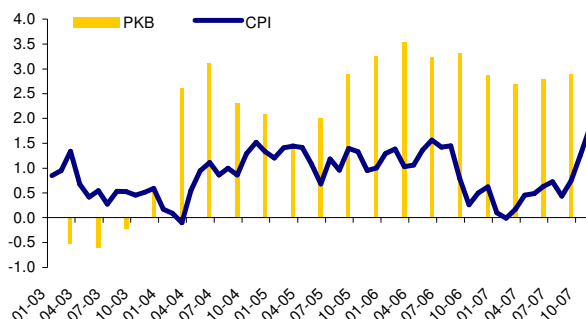
W ciągu ostatnich dwóch lat SNB podniósł stopy procentowe łącznie o 2 pkt. %. Perspektywa obniżenia tempa wzrostu PKB w 2008 r., prognozy wskazujące na brak zagrożeń dla realizacji celu inflacyjnego oraz ostatnie zaburzenia na rynkach finansowych stały się podstawą do formułowania opinii, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej w Szwajcarii albo dobiegł już końca, albo też zostanie zawieszony na okres wielu miesięcy. Nieoczekiwany skok inflacji do 1,3% w październiku i aż 1,8% w listopadzie oraz wyższa od prognozowanej dynamika wzrostu PKB w III kwartale (2,9% r/r) powodują jednak, że decyzja, jaką podejmą władze SNB na swym grudniowym posiedzeniu wcale nie jest oczywista.

Szwajcarska gospodarka przez całą pierwszą połowę lat dziewięćdziesiątych i ponownie na początku obecnej dekady znajdowała się w fazie przedłużonej recesji. Sytuacja ta skłoniła rząd Szwajcarii do opracowania tzw. „pakietu wzrostowego” (*Wachstumspaket*), polegającego m.in. na gruntownej reformie polityki fiskalnej, liberalizacji rynku i działaniach mających na celu zwiększenie konkurencyjności i utrzymanie wysokiego poziomu zatrudnienia. W pierwszym z tych obszarów rząd odniósł znaczne sukcesy, likwidując całkowicie deficyt i osiągając w 2006 roku nadwyżkę budżetową na poziomie 1,2% PKB. Dla osiągnięcia zdecydowanej poprawy sytuacji fiskalnej wykorzystany został mechanizm tzw. hamulca długu, który wprowadzony został do konstytucji Szwajcarii w wyniku referendum przeprowadzonego w 2001 roku. Mechanizm ten zapewnia stabilizację poziomu długu publicznego, gdyż przewiduje, że wydatki budżetu federalnego (skorygowane o współczynnik uwzględniający relację między planowanym a potencjalnym tempem wzrostu PKB) nie mogą przewyższać planowanych dochodów. Dzięki temu strukturalne saldo budżetu (po usunięciu wpływu wahań koniunkturalnych i czynników jednorazowych) powinno przez cały czas utrzymywać się na poziomie bliskim równowagi.

Nie jest tajemnicą, że szybka poprawa wyniku budżetu państwa była możliwa korzystnemu otoczeniu makroekonomicznemu. Od 2004 roku, dzięki globalnemu ożywieniu i dobrej koniunkturze na światowych rynkach, gwałtownie rosło zainteresowanie zagranicznych inwestorów usługami pośrednictwa finansowego, które stanowi istotną część szwajcarskiego PKB. To przełożyło się na zwiększone wpływy budżetowe, m.in. z obowiązującego w Szwajcarii podatku od emisji akcji oraz z podatku od dywidend. Nie dokonano natomiast znaczących cięć po stronie wydatków socjalnych, które pozostają na bardzo wysokim poziomie i w przyszłości mogą być dla budżetu jeszcze większym obciążeniem. Przyczyną tego może być roczny horyzont przyjmowany przy obliczaniu

strukturalnego salda budżetu, który skłania do redukcji wydatków bieżących, nie stwarzając bodźców do obniżania przyszłych zobowiązań budżetowych.

Nie zmienia to faktu, że wprowadzenie „pakietu wzrostowego” przy sprzyjającej sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych pomogło Szwajcarii w osiągnięciu tempa wzrostu gospodarczego (3,2% w 2006 roku) przewyższającego dynamikę PKB w strefie euro. Wzrostowi aktywności gospodarczej, oprócz popytu zagranicy na usługi szwajcarskich pośredników finansowych, sprzyja konkurencja podatkowa między kantonami, która na szczeblu lokalnym wymusza obniżkę tych stawek podatkowych, które nie są zależne od rządu federalnego.



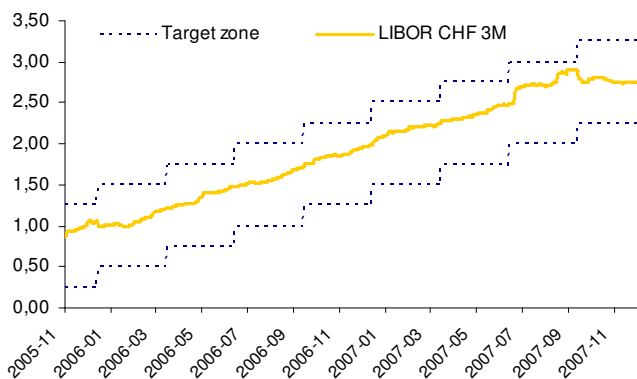
Dynamika wzrostu PKB (% r/r) i inflacja CPI (% r/r). Źródło: SNB.

Do końca zeszłego roku wzrost gospodarczy w Szwajcarii był właściwie bezinflacyjny, do czego przyczyniał się słaby popyt wewnętrzny i silnie dodatni eksport netto. Wysokiemu wzrostowi towarzyszyło narastanie nadwyżki w obrotach bieżących bilansu płatniczego, która w 2006 r. osiągnęła około 15% PKB. Nadwyżka ta jest również odzwierciedleniem wysokiej stopy oszczędności, która znacznie przewyższa stopę inwestycji i przyczynia się do odpływu kapitału z kraju w formie inwestycji bezpośrednich i portfelowych. Zachętą od eksportu kapitału i do rozwoju transakcji typu *carry trade* był też niski poziom stóp procentowych.

Dopiero w tym roku popyt wewnętrzny zaczął przyspieszać, głównie za sprawą konsumpcji. W efekcie wskaźnik inflacji konsumenta zaczął się podnosić z poziomu bliskiego zera do 1,8% r/r w listopadzie br. Największy wpływ na przyspieszenie inflacji miał wzrost cen ropy naftowej i innych towarów importowanych, którego dodatkowo powiększane były przez słabość franka szwajcarskiego. W październiku najbardziej zaskakujący był bardzo duży (blisko 20% m/m) wzrost cen odzieży i obuwi. Bank centralny (SNB) trafnie antycypował ryzyko wzrostu cen, podnosząc stopy procentowe już pod koniec 2005 roku. W tym miejscu warto przypomnieć, że realizacja polityki pieniężnej w Szwajcarii kraju różni się od tej pro-

Grudzień 2007

wadzonej przez większość banków centralnych. SNB nie ustala stopy procentowej *sensu stricto*, lecz opiera się na 3-miesięcznej stawce LIBOR dla franka szwajcarskiego, ustalając dopuszczalny przedział wahań dla tej stawki (*target zone*) o szerokości +/- 50 pb. Stopa podawana przez SNB to środek tego przedziału.



Stawka 3-miesięczna LIBOR dla CHF oraz dopuszczalne pasmo wahań (*target zone*). Źródło: Reuters.

Przez wiele lat stopy procentowe w Szwajcarii pozostawały na rekordowo niskim poziomie (0,25-1,25%), co czyniło franka szwajcarskiego drugą po jenie japońskim walutą o najniższym koszcie pieniądza. W rezultacie w wielu krajach, w tym Polsce, popularne stały się kredyty hipoteczne nominowane w CHF, a globalni inwestorzy znacznie rozszerzyli skalę wykorzystywania franka w transakcjach typu *carry trade*. Ze względu na wciąż duży spread między stopami procentowymi w Szwajcarii i w większości krajów naszego regionu należy oczekiwać, że kredyty we frankach nie stracą z dnia na dzień na atrakcyjności, jednak kontynuacja cyklu podwyżek stóp i dalszy wzrost globalnej awersji do ryzyka mogłyby przyczynić się do zmniejszenia zainteresowania transakcjami *carry trade* z udziałem CHF.

Szerokie wykorzystywanie franka do finansowania inwestycji lokowanych na innych rynkach przyczynia się do słabości szwajcarskiej waluty. W efekcie, pomimo osiągania przez Szwajcarię bardzo wysokiej nadwyżki w obrotach bieżących bilansu płatniczego, kurs franka już od wielu miesięcy wykazuje tendencję do deprecjacji. Nie bez znaczenia były też ostatnie perturbacje na rynkach finansowych, które przełożyły się na spadek kursu EUR/CHF w następstwie spadku kursu EUR/USD.

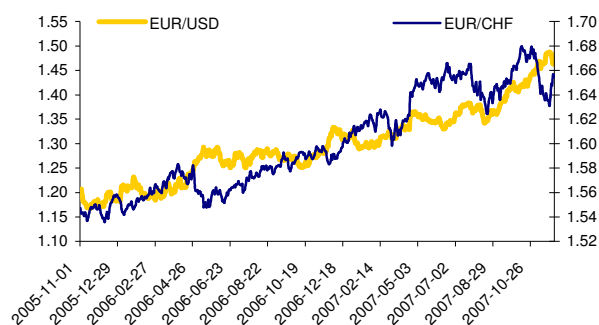
Skutki ostatniego kryzysu na rynkach finansowych mogą mieć dla Szwajcarii charakter bardziej długofalowy. Bessa na światowych giełdach i coraz częściej pojawiające się obawy o możliwość wystąpienia recesji w USA i znacznego spadku aktywności w strefie euro mogą w istotnym stopniu ograniczyć popyt na usługi szwajcarskich pośredników finansowych. Znaczne pogorszenie wyników banków i innych instytucji sektora finansowego miałyby istotny wpływ na

poziom aktywności gospodarczej w Szwajcarii ze względu na dużo większy niż w innych krajach (szacowany na około 13%) udział tego sektora w tworzeniu PKB.

W tym miejscu warto podkreślić zagrożenia dla stabilności cen wynikające ze słabości waluty w cechującej się bardzo dużym stopniem otwartości gospodarce Szwajcarii. Prezes SNB Jean-Pierre Roth przyznał niedawno, że dalsze kształtowanie się kursu franka może mieć kluczowy wpływ na decyzje w sprawie poziomu stóp procentowych. Ze względu na relatywnie niską konkurencję na szwajcarskim rynku wewnętrznym, zwłaszcza w takich sektorach, jak transport czy energetyka, wpływ wyższych cen importu na inflację może być silniejszy niż w innych krajach. Najbardziej newralgicznym kanałem transmisji mogą rosnące ceny paliw przyczyniające się do wzrostu cen wielu artykułów wytwarzanych w kraju.

Negatywne skutki rosnących cen importu mogłyby zostać ograniczone, gdyby wskutek malejącego dysparytetu stóp procentowych i związanego z tym spadku rozmiarów *carry trade* doszło do ponownego umocnienia się kursu CHF. Do osłabienia presji inflacyjnej może też przyczynić się realizacja zaplanowanych na przyszły rok w ramach „pakietu wzrostowego” reform zmierzających m.in. do liberalizacji sektora energetycznego. Podobny efekt mogą mieć dalsze ułatwienia w dostępie imigrantów do szwajcarskiego rynku pracy, które powinny przyczynić się do złagodzenia presji na wzrost wynagrodzeń.

Wiele wskazuje na to, że najbliższych miesiącach utrzymać się będzie niekorzystny bilans ryzyk dla inflacji, choć skala przyszłych napięć inflacyjnych w istotnym stopniu zależeć będzie od tego, czy rzeczywiście do sygnalizowanego w większości prognoz zwolnienia tempa wzrostu gospodarczego. W tej sytuacji nadal nie można wykluczyć, że SNB zdecyduje się na kontynuację cyklu zacieśnienia swej polityki monetarnej. Dzięki już dokonany podwyżkom stóp SNB znajduje się jednak w dość komfortowej sytuacji, gdyż do ustabilizowania inflacji na bezpiecznym poziomie powinna wystarczyć dość umiarkowana skala dalszych podwyżek.



Grudzień 2007

NA RYNKU

F/X

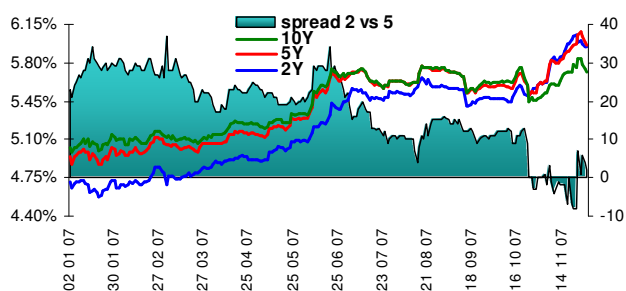
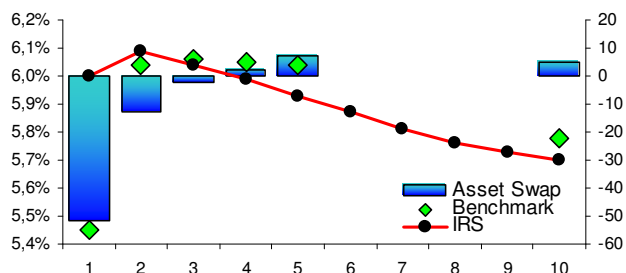
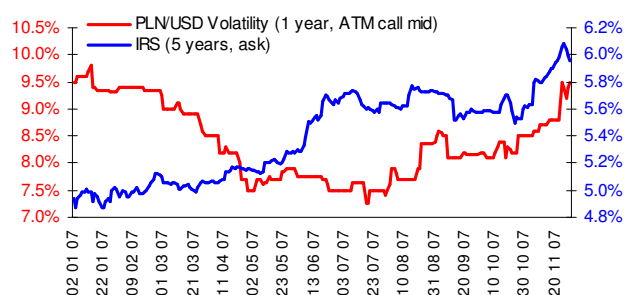
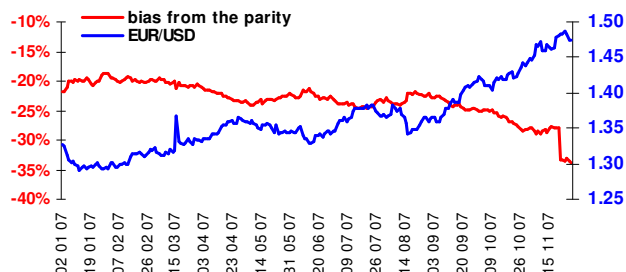
Do 26 listopada na rynku walutowym obserwowaliśmy korektę kursu EUR/PLN, który z poziomu 3,62 wzrósł do poziomu 3,69, testując bez powodzenia poziom 3,70. Jastrzębi komunikat po listopadowym posiedzeniu RPP, uwiarygodniony serią danych makroekonomicznych przemawiających za dalszymi podwyżkami stóp procentowych, wpłynął jednak na odwrócenie tej tendencji, tak że na koniec miesiąca kurs EUR/PLN zbliżył się do poziomu 3,60, a w pierwszych dniach grudnia spadł poniżej tej granicy.

Niedawną aprecjację złotego względem euro wspierało dodatkowo pewne umocnienie się dolara względem wspólnej waluty europejskiej (m.in. w następstwie dobrych danych o PKB w USA), jakie mogliśmy obserwować w ostatnich dniach listopada. Kurs USD/PLN w poprzednim miesiącu w dalszym ciągu się obniżał, przebijając poziom 2,50 i zatrzymując się w okolicach poziomu 2,45-2,46 na koniec listopada. W pierwszej dekadzie grudnia złoty nadal się umacniał zbliżając się przejściowo do poziomu około 2,42 złotych za dolara.

Fixed Income

Listopad przyniósł znaczny wzrost rentowności sięgający w segmencie do 5 lat ponad 40 pb. Podjęta w końcu miesiąca przez RPP decyzja o podwyżce stóp procentowych była w pełni antycypowana przez rynek i jej wpływ na bieżące notowania na rynku długu był bardzo niewielki. Do przeceny obligacji przyczyniła się publikacja wstępnych szacunków inflacji w październiku (3,0% r/r), które okazały się zgodne z późniejszymi danymi GUS. Pozostałe dane makroekonomiczne, w tym o zatrudnieniu i płacach, również były negatywne dla rynku długu, uprawniając do scenariusza dalszych podwyżek stóp procentowych.

W efekcie krzywa dochodowości przesunęła się w górę na całej swej długości. Krótki koniec krzywej w porównaniu z poprzednim miesiącem zdecydowanie wystrocił się, natomiast długi koniec dość łagodnie opadał. Papiery o dłuższych terminach zapadalności, choć ich rentowność od końca października również wzrosła, w dalszym ciągu wyceniają konwergencję stóp procentowych ze strefą euro, a krzywa zachowuje odwrócony kształt.



KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Grudzień 2007	Styczeń 2008	Luty 2008
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych	13		
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	19		
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	17		
Szacunki PKB	-		
Koniunktura gospodarcza (GUS)	21		
Podaż pieniądza M3	14	12	14
Bilans płatniczy RP	12	16	12
Inflacja bazowa	21		
Aktywa rezerwowe	7	5	7
Posiedzenia RPP	18-19	29-30	26-27
Posiedzenia ECB	6	10	7
Posiedzenia FED	11	30	-

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.