



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Luty/Marzec Nr 79/80 (2/3)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 6
Polityka fiskalna	s. 8
Otoczenie zewnętrzne	s. 10
Na rynku	s. 12
Kalendarz	s. 13

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

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

- Jak dotąd nie spełniają się na szczęście obawy, że szybki wzrost deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego może wkrótce stać się poważnym zagrożeniem dla perspektyw wzrostu gospodarczego i stabilności polskiej waluty, ale stopniowe narastanie nierównowagi zewnętrznej powinno być przedmiotem stałej uwagi. W przypadku wzrostu deficytu do poziomu przekraczającego 4,5-5% PKB dojdzie zapewne do pogorszenia struktury jego finansowania, gdyż nie będzie on już mógł być w pełni pokryty przez dopływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych.
- Dokonana w lutym podwyżka stóp procentowych NBP (do poziomu 5,5%) zaskoczyła wielu analityków przekonanych o preferencji dla gradualizmu w działaniach RPP i skłoniła ich do zrewidowania oczekiwań dotyczących tempa i skali dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Oprócz bardzo niepokojących zmian wskaźników inflacji i dość uspokajających danych ze sfery realnej, kluczowy wpływ na decyzję RPP miał zapewne pesymistyczny obraz perspektyw inflacji przedstawiony w nowej projekcji NBP (trwały powrót wskaźnika CPI do przedziału odchyień od celu NBP nie wcześniej niż w pierwszej połowie 2010 r.). Uważamy, że w tej sytuacji RPP zmuszona będzie do kontynuowania cyklu zacieśniania polityki pieniężnej podnosząc w tym roku stopę referencyjną NBP do poziomu nie niższego niż 6%. Ze względu na dużą skalę niepewności co do dalszych działań RPP oraz wobec trwających wciąż zaburzeń na światowych rynkach finansowych w najbliższych miesiącach należy się liczyć z dość częstymi zmianami kształtu i położenia krzywej rentowności.
- Bliski równowagi wynik budżetu państwa po dwóch miesiącach tego roku wskazuje na to, że realizacja ustawy budżetowej przebiega jak dotąd bez większych napięć i niespodzianek. Dobry wynik budżetu jest jednak w głównej mierze wynikiem oszczędności w wydatkach (w tym zwłaszcza znacznie zredukowanych dzięki „oszczędnościom” z ub. roku dotacji dla funduszy ubezpieczeń społecznych), natomiast poziom dochodów jest zbliżony do planu. Dotychczasowa realizacja budżetu nie pozwala jeszcze na formułowanie jednoznacznych wniosków co do poziomu deficytu w całym 2008 r., choć wyższy od zakładanego poziom inflacji i szybszy wzrost funduszu płac powinny sprzyjać zwiększeniu wpływów podatkowych.
- Sygnalizowany przez przedstawicieli rządu plan ograniczenia deficytu fiskalnego do 1% PKB w 2011 r. można uznać za ambitny i zasługujący na poparcie, ale kluczowe pozostaje przedstawienie konkretnych i wiarygodnych działań pozwalających na jego realizację. Jak dotąd w dyskusjach publicznych więcej uwagi poświęca się idącym w przeciwnym kierunku propozycjom zwiększania wydatków (w tym zwłaszcza na wynagrodzenia) oraz zmniejszania obciążeń podatkowych. Oczekiwany w tym roku wzrost deficytu fiskalnego (według naszych szacunków o co najmniej 0,5 pkt. proc. w relacji do wyniku 2007 r.) może stać się istotną przeszkodą na drodze do zakończenia przez UE procedury nadmiernego deficytu.

Luty/Marzec 2008

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Lip 07	Sie 07	Wrz 07	Paz 07	Lis 07	Gru 07	Sty 08	Lut 08
PKB i produkcja								
PKB			6,4%			6,1%		
Popyt krajowy			7,4%			6,2%		
Spożycie indywidualne			5,2%			3,8%		
Nakłady brutto na środki trwałe			19,8%			18,5%		
Wartość dodana			6,2%			6,2%		
w przemyśle			6,6%			7,9%		
w budownictwie			12,6%			8,8%		
w sektorze usług rynkowych			6,8%			6,9%		
Produkcja przemysłowa r/r	10,4%	9,0%	5,2%	10,6%	8,3%	6,2%	10,8%	8,6%
Produkcja przemysłowa m/m	-2,0%	1,1%	5,5%	9,6%	-4,7%	-8,7%	4,4%	-2,9%
Sprzedaż detaliczna r/r	17,1%	17,5%	14,2%	19,4%	19,2%	12,4%	18,5%	19,1%
Sprzedaż detaliczna m/m	1,8%	2,1%	-1,8%	7,9%	-4,5%	15,7%	-22,3%	-2,7%
Rynek pracy								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2893,71	2885,97	2858,83	2951,67	3092,01	3244,22	2969,65	3028,79
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	9,3%	10,5%	9,5%	11,0%	12,0%	7,2%	11,5%	12,7%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,8%	-0,3%	-0,9%	3,2%	4,8%	5,0%	-8,5%	2,0%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	4,7%	4,8%	4,7%	5,0%	5,0%	4,9%	5,9%	6,0%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,3%	0,4%	0,2%	0,5%	0,3%	0,2%	2,0%	0,5%
Stopa bezrobocia	12,2%	12,0%	11,6%	11,2%	11,2%	11,4%	11,7%	11,6%
Handel zagraniczny								
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-1 436	-618	-681	-1 289	-120	-1 944	-1 300	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-1 293	-310	-921	-604	-562	-1 294	-900	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	17,4%	16,5%	8,4%	15,8%	12,3%	20,0%	20,8%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	23,5%	12,9%	13,9%	17,2%	14,1%	21,2%	23,8%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-3,8%	-3,7%	-3,9%	-4,0%	-3,7%	-3,8%	-4,0%	
Ceny								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	-0,3%	-0,4%	0,8%	0,6%	0,7%	0,3%	0,8%	0,6%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,3%	1,5%	2,3%	3,0%	3,6%	4,0%	4,3%	4,5%
Inflacja netto r/r	1,5%	1,2%	1,2%	1,4%	1,5%	1,7%	2,2%	3,0%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,4%	0,0%	0,3%	-0,3%	0,0%	-0,5%	1,2%	1,0%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%	2,6%	2,5%	2,8%	3,6%
Agregaty monetarne								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	525,3	538,0	536,4	541,0	547,7	560,3	569,3	578,5
Podaż pieniądza r/r	19,3%	16,1%	14,4%	13,8%	13,6%	13,4%	13,1%	13,6%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	40,1%	40,8%	39,6%	39,6%	39,2%	37,9%	37,9%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	22,3%	22,8%	24,6%	24,7%	25,9%	24,4%	26,2%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	13,2%	8,4%	8,3%	8,3%	10,1%	10,6%	14,6%	16,1%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	22,7%	23,3%	27,0%	19,6%	19,7%	14,3%	11,7%	9,9%
Kursy walutowe								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,74	3,82	3,77	3,63	3,63	3,59	3,61	3,52
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,73	2,80	2,64	2,52	2,46	2,45	2,42	2,32
Stopy procentowe								
Stopa interwencyjna NBP	4,50%	4,75%	4,75%	4,75%	5,00%	5,00%	5,25%	5,50%
Stopa lombardowa	6,00%	6,25%	6,25%	6,25%	6,50%	6,50%	6,75%	7,00%
Stopa depozytowa	3,00%	3,25%	3,25%	3,25%	3,50%	3,50%	3,75%	4,00%
WIBOR 3M	4,85%	5,03%	5,10%	5,19%	5,56%	5,68%	5,68%	5,94%
Rentowność obligacji 2Y	5,10%	5,42%	5,32%	5,60%	6,04%	6,15%	5,71%	6,18%
Rentowność obligacji 5Y	5,60%	5,70%	5,58%	5,60%	6,04%	6,12%	5,75%	6,17%
Rentowność obligacji 10Y	5,70%	5,78%	5,70%	5,47%	5,78%	5,92%	5,66%	5,97%
Gospodarka światowa								
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,8%	1,7%	2,6%	2,6%	3,0%	3,1%	3,1%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			2,7%			2,3%		
Stopa podstawowa ECB	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	
Inflacja w USA (r/r)	2,4%	2,0%	2,8%	3,5%	4,3%	4,1%	4,3%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			4,9%			0,6%		
Stopa docelowa Fed Funds	5,25%	5,25%	4,75%	4,50%	4,25%	4,25%	3,00%	

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

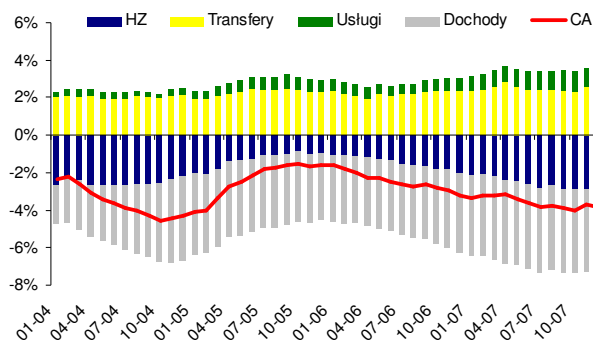
GOSPODARKA POLSKA

Umiarkowany wzrost deficytu

Opublikowane przez NBP wstępne dane o bilansie płatniczym w grudniu 2007 roku zaskoczyły silnym wzrostem deficytu na rachunku obrotów bieżących (do blisko 2 mld EUR), zwłaszcza, jeśli ten poziom porównamy z wielkością deficytu w poprzednim miesiącu (120 mln EUR). Główną przyczyną pogorszenia się salda obrotów bieżących był znaczny wzrost nierównowagi w obrotach towarowych i silny spadek nadwyżki na rachunku transferów. Pomimo gorszych od oczekiwanych wyników grudnia, wstępne dane dotyczące całego 2007 roku sugerują, że nie spełniły się pesymistyczne prognozy wskazujące na ryzyko dużego wzrostu nierównowagi zewnętrznej. Na podstawie danych NBP można szacować, że relacja deficytu w obrotach bieżących do PKB wzrosła z 3,2% w 2006 r. do około 3,6% w roku ubiegłym. Warto w związku z tym rozważyć, czy rzeczywiście osłabły powody do niepokoju o zagrożenia związane z szybkim wzrostem nierównowagi zewnętrznej. Aktualne pozostają też pytania o możliwą skalę dalszego wzrostu deficytu w obrotach bieżących i główne jego przyczyny.

Ze względu na brak ostatecznych danych dotyczących wyników bilansu płatniczego w 2007 rok w naszej analizie posługiwaliśmy się wstępnie szacunkami opublikowanymi przez NBP i porównywać je z przedstawionymi na tej samej bazie danymi dotyczącymi 2006 r. Pozwoli to wskazać główne tendencje, ale może też prowadzić do nieco innych wniosków, niż np. użycie kwartalnych statystyk bilansu płatniczego, według których deficyt obrotów bieżących stanowił w 2006 r. tylko 2,3% PKB. Porównanie tej ostatniej wielkości ze wstępnym szacunkiem deficytu w 2007 r. (3,6%) wskazywałoby bowiem na znacząco szybsze tempo wzrostu nierównowagi. Głównym źródłem sugerowanego przez bieżące dane NBP pogorszenia relacji deficytu obrotów bieżących do PKB w 2007 r. był znaczący wzrost ujemnego salda obrotów towarowych z 5,5 do 8,7 mld EUR (czyli z około 2% do 2,8% PKB). O blisko 800 mln EUR wzrosło też ujemne saldo dochodów, ale w relacji do PKB zwiększyło się ono tylko o 0,1 pkt. proc. Pewnym zaskoczeniem może być to, że głównym czynnikiem ograniczającym ubiegłoroczny wzrost nierównowagi zewnętrznej była znacząca poprawa salda usług (z 0,6% do 1,1% PKB). W kontekście dużych oczekiwań związanych z napływem funduszy unijnych i przekazów od emigrantów, za dość negatywną niespodziankę uznać można bardzo niewielki wzrost dodatniego salda transferów, który

nie pozwolił nawet na utrzymanie relacji tego salda do PKB.



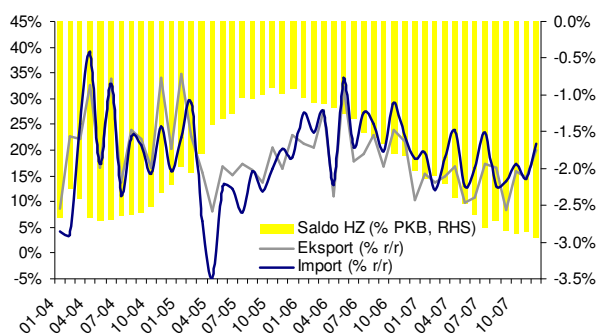
Skala wpływu poszczególnych komponentów rachunku obrotów bieżących (CA) na saldo (% PKB).

Ubiegłoroczny wzrost deficytu w obrotach towarowych handlu zagranicznego był efektem stopniowo rozwierających się „nożyc” między dynamikami eksportu i importu (patrz wykres). Choć tempo wzrostu obu tych kategorii wyraźnie spadło w porównaniu z latami 2005-2006, to bardziej znaczący był spadek dynamiki eksportu. W skali całego ubiegłego roku różnica w dynamikach importu i eksportu sięgała około 2,5 pkt. proc., ale w niektórych miesiącach była ona znacznie wyższa i w rekordowym pod tym względem kwietniu sięgnęła aż 7 pkt. proc. Rosnące ujemne saldo obrotów towarowych z zagranicą jest odzwierciedleniem zmian, jakie w ostatnich kilku latach dokonały się w strukturze wzrostu gospodarczego w Polsce. Rolę głównej siły napędowej tego wzrostu przejął popyt wewnętrzny, a kontrybucja tzw. eksportu netto stała się ujemna. Szybki wzrost importu jest w znacznej mierze pochodną ożywienia w inwestycjach, które stymuluje popyt na zagraniczne dobra inwestycyjne. Zakładamy, że tendencja ta utrzyma się również w tym roku, tym bardziej, że wzrostowi importu sprzyjać będzie niedawna aprecjacja złotego.

W znacznie gorszej sytuacji są polscy eksporterzy, którzy muszą zmagać się ze skutkami słabnącego popytu ze strony naszych głównych partnerów handlowych, umacniającego się złotego i rosnących kosztów produkcji (w tym kosztów płacowych). Choć należy się liczyć z dalszym spadkiem dynamiki eksportu, to są też pewne przesłanki pozwalające oczekiwać, że skala tego spowolnienia będzie ograniczona. Po pierwsze, pomimo postępującej aprecjacji złotego wiele polskich produktów utrzymuje nadal swą konkurencyjność cenową, choć od okresu okołoaksesyjnego uległa już ona zapewne dość znaczą-

Luty/Marzec 2008

cej erozji. Nie można też wykluczyć, że w dalszym ciągu częściowo prawdziwa jest teza, że pogarszająca się sytuacja gospodarcza głównych krajów UE skłoni działające tam przedsiębiorstwa do cięcia kosztów i poszukiwania tańszych źródeł dostaw, co mogłoby się okazać korzystne dla polskich eksporterów. Skalę potencjalnych korzyści z tego tytułu ograniczają jednak obserwowane w ostatnich latach zmiany struktury polskiego eksportu związane, między innymi, ze wzrostem znaczenia obrotów wewnątrzgałęziowych (czy też wewnątrz korporacyjnych).



Dynamiki eksportu i importu (% r/r) oraz relacja salda handlu zagranicznego (HZ) do PKB (%).

Po drugie, jak pokazują badania NBP, stale przesuwana się poziom kursu uznawanego za granicę opłacalności eksportu, przy czym eksporterzy mają dość wyraźną tendencję do określania go na poziomie nieco poniżej aktualnego kursu rynkowego. Warto przy tym zauważyć, że choć kurs złotego do euro znacznie przekroczył poziom uznawany przed rokiem za granicę opłacalności, to trudno byłoby dowieść, że spowodowało to załamanie się naszego eksportu. Nie znaczy to oczywiście, że stale działał będzie bufor w postaci dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw, tym bardziej, że coraz szybciej rosną koszty produkcji. Można natomiast zakładać, że w tej sytuacji zwiększy się odsetek przedsiębiorstw zabezpieczających się przed ryzykiem kursowym, co samo w sobie nie rozwiąże problemu poziomu kursu, ale pozwoli uwzględnić koszty z tym związane w planach finansowych firm.

Przy założeniu, że dynamika eksportu obniżyć się będzie w umiarkowanym tempie, a dynamika importu utrzyma się na obecnym poziomie (lub tylko nieznacznie wzrośnie) można oczekiwać, że deficyt w w obrotach towarowych bilansu handlowego będzie rósł w tempie niewiele przekraczającym tempo wzrostu nominalnego PKB, skorygowane o efekt aprecjacji złotego. Oznacza to, że na koniec 2008 roku relacja deficytu w obrotach towarowych do PKB może ukształtować się na poziomie około 3,5%.

Kluczową składową bilansu obrotów bieżących, która od 2004 r. ma największy wpływ na łączną wielkość deficytu, jest ujemne saldo dochodów. W 2007 roku osiągnęło ono poziom blisko 13,4 mld EUR, czyli równowartość około 4,3% PKB. Relacja ta wzrosła jednak w ub. roku tylko o 0,1 pkt. proc., co oznacza, że gorszy wynik na rachunku dochodów tylko w niewielkim stopniu przyczynił się do pogłębienia deficytu obrotów bieżących. Podobnej sytuacji można oczekiwać również w tym roku, tym bardziej, że prawdopodobne pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw działających w Polsce przełoży się na zmniejszenie dynamiki zysków osiąganych przez ich zagranicznych właścicieli. Zasadnym wydaje się zatem przyjęcie założenia, że ujemne saldo dochodów nie powinno wzrosnąć w tym roku w tempie szybszym od PKB, co oznacza, że relacja tych dwóch wielkości może się utrzymać na poziomie zbliżonym do odnotowanego w 2007 r.

Pozostałe dwie składowe bilansu obrotów bieżących, tzn. rachunki transferów bieżących i usług tradycyjnie zamykają się dodatnim wynikiem. Choć nadwyżka w usługach jest wciąż relatywnie niewielka, to w ubiegłym roku jej wartość uległa podwojeniu (z 1,7 do 3,6 mld EUR), co w istotnym stopniu przyczyniło się do ograniczenia wzrostu relacji ujemnego salda obrotów bieżących do PKB. Do wzrostu nadwyżki w usługach przyczynia się zarówno zwiększony popyt na usługi transportowe, jak i rosnąca aktywność sektora usług turystycznych. Temu ostatniemu sprzyja m.in. rozwój tzw. tanich linii lotniczych, które przyczyniają się do zwiększenia liczby przyjazdów zagranicznych turystów. Przyjmując założenie, że eksport usług nadal będzie rósł szybciej niż cała gospodarka, można oczekiwać, że relacja dodatniego salda usług do PKB będzie dalej się powiększać i stopniowo zbliżać do poziomu około 1,5%.

Bardzo istotne z punktu widzenia dalszego kształtowania się salda obrotów bieżących pozostają transfery bieżące, a wśród nich – środki z Unii Europejskiej, których napływ w ubiegłym roku sięgnął około 3,7 mld EUR (a łącznie z transferami ujmowanymi w rachunku kapitałowym 7,4 mld EUR). W tym roku nasz kraj ma otrzymać środki o ok. 1/3 większe. Podobnej dynamiki wzrostu nie uda się zapewne osiągnąć w przypadku pozostałych kategorii transferów. Nadal można będzie wprowadzić liczyć na wzrost wartości środków przekazywanych przez emigrantów zarobkowych, ale dość wyraźnie malejące zainteresowanie podejmowaniem pracy zagranicą wpłynie najprawdopodobniej na ograniczenie dynamiki przekazów z tym związanych.

Łączne saldo transferów powinno jednak rosnąć w tym roku szybciej niż PKB i stąd uzasadnione wydaje się oczekiwanie, że jego relacja do PKB wzrośnie do

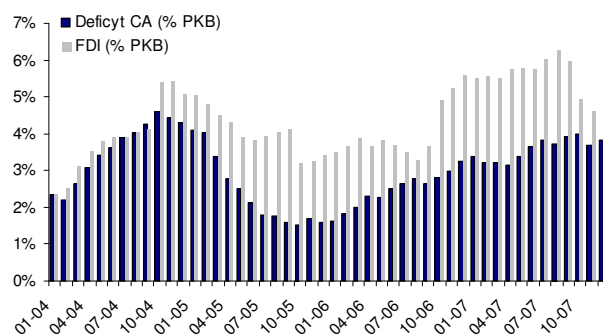
Luty/Marzec 2008

końca roku do około 2,6%. Wzrostowi relacji transferów do PKB sprzyjać powinny działania zmierzające do wdrożenia Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (SEPA - Single Euro Payments Area) umożliwiającego obniżenie opłat za bankowe przelewy zagraniczne. Efektem tego będzie prawdopodobnie wzrost rozmiarów płatności rejestrowanych przez system bankowy i odnotowanych w statystyce bilansu płatniczego. Wysoki poziom opłat pobieranych przez banki był do tej pory jednym z powodów, że duża część środków zaoszczędzonych przez emigrantów przekazywana była do kraju z pominięciem systemu bankowego.

W świetle powyższych rozważań można stwierdzić, że choć relacja deficytu w obrotach bieżących do PKB będzie nadal się powiększać, to tempo jej wzrostu będzie dość umiarkowane. Podsumowanie tendencji, jakie występują w poszczególnych komponentach bilansu obrotów bieżących prowadzi do wniosku, że jego deficyt może się zmieścić w tym roku w przedziale od 4 do 4,5% i że dość niewielkie jest ryzyko przekroczenia progu 5% PKB. Taki poziom deficytu wciąż można jeszcze uznać za bezpieczny, zwłaszcza jeśli porówna się go z wielkościami notowanymi w wielu innych krajach naszego regionu. Pewien niepokój wzbudzać może jednak stały i wyraźny wzrost ujemnego salda obrotów bieżących i dlatego jest to kategoria, którą należy uważnie monitorować. Nie można bowiem wykluczyć, że osłabienie aktywności gospodarczej w strefie euro okaże się dużo głębsze od obecnie zakładanego, co w powiązaniu z dalszą aprecjacją złotego mogłoby się przyczynić do znacznie większego od przewidzianego w naszym bazowym scenariuszu wzrostu deficytu w obrotach towarowych.

Na zakończenie warto podkreślić, że podobnie jak w kilku poprzednich latach cały ubiegłoroczny deficyt w obrotach bieżących został z nadwyżką sfinansowany przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Ich łączna wartość została oszacowana na 13,7 mld EUR (około 4,4% PKB) i była tylko nieco

niższa od rekordowego poziomu osiągniętego w 2006 r. (15,2 mld EUR). Można się jednak obawiać, że w przypadku spełnienia się założeń dotyczących pewnego spadku dynamiki całego wolumenu inwestycji oraz zysków inwestorów zagranicznych (co wpłynęłoby na zmniejszenie skali ujmowanych w statystyce inwestycji bezpośrednich reinwestycji zysków) sytuacja w sferze finansowania deficytu w obrotach bieżących stanie się w tym roku nieco mniej komfortowa. Pełne sfinansowanie deficytu na poziomie około 4,5% PKB wymagałoby wzrostu dopływu inwestycji bezpośrednich o co najmniej 2 mld euro, co w warunkach pogarszającej się koniunktury w Polsce i na świecie oraz przy rosnącej globalnej awersji do ryzyka może być trudne do osiągnięcia. Obecne kłopoty ze zrealizowaniem nowej zagranicznej emisji polskich obligacji skarbowych sugerują, że dotarcie do zasobów inwestorów portfelowych też może nie być sprawą tak prostą. W tej sytuacji jeszcze większego znaczenia nabierają zarówno wysiłki zmierzające do ograniczenia tempa wzrostu nierównowagi zewnętrznej, jak i wszelkie działania służące umacnianiu wizerunku Polski i pozyskiwaniu zaufania zagranicznych inwestorów. Dla zwiększenia skali dopływu kapitału zagranicznego bardzo przydatne mogłoby się także okazać przyspieszenie procesów prywatyzacyjnych.



Deficyt na rachunku obrotów bieżących (CA) oraz bezpośrednie inwestycje zagraniczne (FDI) w relacji do PKB (%).

POLITYKA MONETARNA

Co z gradualizmem?

Zestawienia prognoz przygotowane przez agencje informacyjne wskazują, że analitycy mieli nie lada kłopot z przewidzeniem lutowej decyzji RPP. Choć bieżące dane makroekonomiczne dość wyraźnie wskazywały na dalszy wzrost presji inflacyjnej oraz wciąż przyzwoitą kondycję sfery realnej, to świadomość istnienia głębokich podziałów wewnątrz Rady i/lub przeświadczenie o gradualizmie jako naczelnej regule polityki monetarnej w Polsce spowodowały, że niemal połowa bankowych zespołów analitycznych spodziewała się przesunięcia kolejnej podwyżki stóp na marzec. Rada postąpiła jednak zgodnie z oczekiwaniami wyrażonymi w notowaniach na rynkach finansowych i podniosła stopy do poziomu 5,5%. Zwolennicy gradualizmu nie byli jednak w całkowitym błędzie, gdyż już na konferencji po posiedzeniu Rady, profesorowie Sławiński i Czekaj objaśnili, że dwie sąsiadujące ze sobą podwyżki w skali 25 pb powinny być postrzegane jako substytut jednego bardziej zdecydowanego ruchu. W Radzie wydaje się ciągle pokutować przekonanie, iż zdecydowane działanie może generować błędne oczekiwania co do przyszłych decyzji i tym samym zwiększać zmienność na rynkach finansowych.

Formalna motywacja zacieśnienia niezmiennie ta sama

Formalna motywacja lutowej podwyżki nie wydaje się odbiegać od tej zaprezentowanej w styczniowym komunikacie. Rada powołuje się na ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych oraz ryzyko związane z utrzymywaniem się silnej presji płacowej i możliwością wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Argumenty o zagrożeniach wynikających ze spowolnienia w gospodarce amerykańskiej i obawy o przedwczesne zakończenie polskiego „cudu gospodarczego” pojawiły się w bardzo okrojonej formie. Pewnym nowym elementem, jaki pojawił się w uzasadnieniu ostatniej decyzji RPP, jest wyraźne podkreślenie zagrożeń związanych z oczekiwanym w tym roku wzrostem deficytu budżetowego. Należy jednak podkreślić, że obawy o procykliczność polityki fiskalnej, choć inaczej sformułowane, pojawiały się już we wcześniejszych komunikatach i były raczej sposobem na spełnienie misji edukacyjnej Rady, niż rzeczywistym determinantem bieżącej polityki monetarnej.

Pesymistyczna projekcja inflacyjna

Jest wielce prawdopodobne, że istotny wpływ na decyzję o podwyżce stóp w lutym miała nowa projekcja inflacyjna NBP. Wydaje się, że Rada wyciągnęła

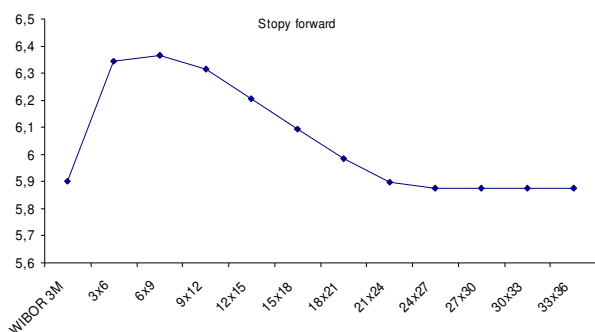
wnioski z dość niefortunnej decyzji w październiku, kiedy to brak podwyżki stóp i jednocześnie opublikowanie wysokiej prognozy przyszłej inflacji stały się sprawcą dużego dysonansu w polityce monetarnej i jej odbiorze przez rynek. Projekcja lutowa wydaje się być jeszcze bardziej pesymistyczna niż październikowa. Centralna ścieżka nowej projekcji, co zrozumiałe choćby ze względu na podwyżki cen kontrolowanych, przebiega znacznie powyżej ścieżki z października i przewiduje, że inflacja w roku 2008 osiągnie poziom około 4,15%. Mimo iż dla roku 2009 wartości obu projekcji są do siebie zbliżone (3,75% teraz i 3,55% w projekcji październikowej), a w roku 2010 następuje nieznaczny spadek prognozowanej inflacji do poziomu 3,45%, to jednak biorąc pod uwagę takie czynniki, jak istotne umocnienie złotego, już dokonane podwyżki stóp oraz brak reestymacji parametrów modelu prognostycznego NBP, wynik ten nie nastraja optymistycznie i jest mocną przesłanką dla aktywnej polityki monetarnej w nadchodzących miesiącach.

Duża zmienność na krzywej dochodowości

Lutowa decyzja o podwyżce stóp procentowych przyczyniła się do przewartościowania dotychczasowych poglądów na możliwy przebieg dalszego zacieśnienia monetarnego. Patrząc na dane makro, czy też na samą decyzję Rady, obecnie niemal pewne jest niezrealizowanie się bazowego scenariusza przyjmowanego dotąd przez większość analityków i zakładającego, że Rada zakończy bieżący cykl, po okresie dłuższego wyczekiwania i obserwowania stanu gospodarki, ze stopą bazową na poziomie 5,5%. Pierwszą dość impulsywną reakcją (rynku i analityków) było przesunięcie spodziewanej skali podwyżek do poziomu 5,75% (analitycy) i powyżej 6% (rynek) oraz przepowiedzenie szybkiego końca cyklu - część analityków zaczęła obstawiać marzec, zaś rynek usytuował punkt przebiegu krzywej forwardowej na drugą połowę roku. Trafne przewidzenie momentu zakończenia obecnego cyklu zacieśniania polityki pieniężnej może mieć duże znaczenie dla uczestników rynku (i dać im szansę na uzyskanie dodatkowych dochodów), gdyż od tego zależeć będzie w dużej mierze kształt krzywej dochodowości w segmencie, powiedzmy, od 9 do 18 miesięcy. Natomiast sam wzrost inflacji w najbliższych miesiącach wydaje się już być w dużej mierze zdyskontowany przez rynek. Również nasz, głoszony od kilku miesięcy, pogląd o docelowym poziomie stóp równym lub przekraczającym 6% nie wydaje się obecnie ani kontrowersyjny, ani zbyt odległy od realizacji. Wskazują na to ceny kontraktów FRA, z kontraktem 6x9, czyli rodzajem zakładu o poziom trzymiesięcznego WIBORU za 6 miesięcy,

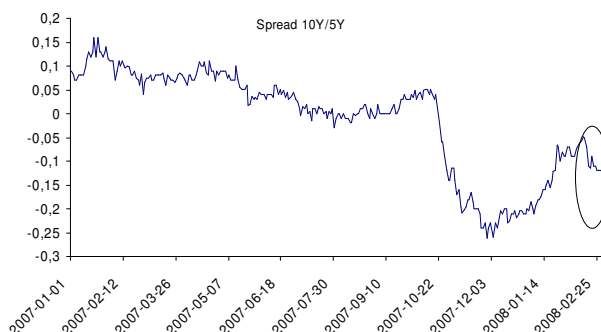
Luty/Marzec 2008

wycenianym obecnie na 6,40%, czyli niemal 50 punktów bazowych powyżej samego WIBORU.



Oznaki zbliżenia na linii Rada Polityki Pieniężnej – Ministerstwo Finansów, uwidaczniające się choćby w dość dużej zbieżności poglądów w kwestii znaczenia walki z inflacją (przedstawiciele Ministerstwa nie sprzeciwiają się podwyżkom stóp!), czy też w wypowiedziach na temat wejścia do strefy euro, mogą sugerować, że w swych działaniach Rada zamierza kierować się dodatkowym celem w postaci dążenia do ciągłego wypełniania inflacyjnego kryterium konwergencji. Pojawienie się tego celu w sposób oczywisty przemawiałoby za szybszymi i bardziej skoncentrowanymi w czasie podwyżkami stóp. Realizacja takiego scenariusza znalazłaby zapewne swe odzwierciedlenie w zwiększeniu nachylenia samego początku krzywej dochodowości (kontrakty o długości poniżej 6-8 miesięcy). Naszym zdaniem stawka jest w tym przypadku znacznie wyższa niż samo przewidzenie kilku kolejnych ruchów Rady. Jeśli polityka RPP miałaby rzeczywiście być nakierowana na umożliwienie w miarę szybkiego wejście Polski do strefy euro, to oznaczałoby to potrzebą nie tylko dokonania szybkich podwyżek stóp, ale również uzyskania daleko idących gwarancji, że zagrożenie inflacyjne zostanie zażegnane na dobre. W tej sytuacji Rada mogłaby się raczej skłaniać ku nadmiernemu zacieśnieniu polityki monetarnej, niż ryzykować jej przedwczesne poluzowanie. Przypuszczenie, że RPP może w większym stopniu chcieć kierować się dążeniem spełnienia inflacyjnego kryterium z Maastricht najwyraźniej nie ma jeszcze swego odzwierciedlenia w obecnym kształcie krzywej forwardowej (patrz wykres poniżej). Realizacja scenariusza przewidującego szybkie, i uwieńczone sukcesem w postaci ograniczenia inflacji, podwyżki stóp mogłaby przynieść jeszcze jeden istotny z punktu widzenia rynku rezultat w postaci ponownego ożywienia pamiętanej choćby z okresu dezinflacji gry konwergencyjnej prowadzącej do zawężeniem różnicy między długoterminowymi stopami procentowymi w Polsce i w strefie euro i do wypłaszczenia krzywej dochodowości w sektorze powyżej dwóch lat. Ten ostatni proces, jednak w skali zdecydowanie mniejszej od odnotowanej w okresie bezpośrednio po wyborczym zwycięstwie PO, można

obserwować już od kilku dobrych tygodni (patrz wykres poniżej).



Powyższe scenariusze zakładają, że RPP będzie w najbliższym czasie wykazywać się dużą determinacją w zwalczaniu inflacji i że w swych działaniach może ona liczyć na dość dużą dozę szczęścia (co może być potrzebne ze względu na naturę obecnego wzrostu inflacji związanego z rosnącą presją kosztową, podwyżkami cen kontrolowanych i globalnym wzrostem cen żywności). Bardziej prawdopodobne wydaje się jednak, że w Radzie znów zaczną odzywać się głosy członków obawiających się zduszenia wzrostu gospodarczego, czy też negatywnych skutków zwiększenia dysparytetu stóp procentowych. Wszystko to skutkować może mniej zdecydowaną i rozłożoną w czasie reakcją Rady na wzrost inflacji. Niewykluczone jest również, że będąca pod wrażeniem wysokiego absolutnego poziomu nominalnych stóp procentowych (w połowie roku stopy mogą przekroczyć 6% stając się jednymi z najwyższych regionie) Rada nie odważy się kontynuować cyklu zacieśniania polityki pieniężnej i stabilizowania oczekiwań inflacyjnych dając przez to faktyczną akceptację dla utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie. Taka rezygnacja z aktywnej polityki monetarnej nie tylko doprowadziłaby do wyrównania wszystkich „dołków” na krótkim końcu krzywej dochodowości, ale stałaby się też przyczynkiem do gwałtownej gry dekonwergencyjnej i wzrostu nachylenia krzywej w tempie podobnym jak miało to miejsce wielokrotnie na rynku węgierskim. Krytycznym czynnikiem będzie tu polityka fiskalna i tempo wprowadzania zapowiadanych przez rząd reform propodażowych. Zakrojone wprawdzie na dużą skalę, ale bardzo rozłożone w czasie reformy strukturalne, w tym reforma rynku pracy, mogą okazać się niedostatecznym argumentem dla rynków finansowych by powstrzymać gwałtowną przecenę. Gotowe wzorce zachowań oferuje tu rynek węgierski, z brakiem wiary inwestorów w efektywną politykę dezinflacyjną i bardzo niestabilną premią za ryzyko. Ważnym argumentem przeciw szybkiej konwergencji i wypłaszczaniu się krzywej będą prawdopodobnie czynniki globalne prowadzące do zmian w nachyleniu krzywych dochodowości w strefie euro i USA. Bardziej stromy kształt tych krzy-

Luty/Marzec 2008

wych zdaje się odzwierciedlać obawy przed podwyższonymi poziomami przyszłej inflacji, czy wręcz swoistą „bańką” inflacyjną będącą analogią do wcześniejszych gwałtownych wzrostów cen aktywów.

Należy się liczyć z tym, że niepewność co do skali, tempa i skuteczności dalszych podwyżek stóp oraz ryzyko bądź to powrotu do gry na konwergencję, bądź też dość gwałtownej w swym charakterze de-

konwergencji będą towarzyszyły uczestnikom rynku przez najbliższe miesiące powodując dużą zmienność na krzywej dochodowości. Można też zakładać, że pomimo podwyższonej zmienności na globalnych rynkach finansowych, odzwierciedlającej niepewność co do przebiegu procesów gospodarczych w USA, jak i strefie euro, to czynniki krajowe będą miały największy wpływ na oczekiwane przez nas częste przesunięcia i zmiany kształtu krzywej dochodowości.

POLITYKA FISKALNA

Spokojny początek roku budżetowego

Osiągnięta w styczniu nadwyżka dochodów nad wydatkami w wysokości 4,4 mld zł może sugerować, że realizacja tegorocznego budżetu państwa rozpoczęła się bardzo pomyślnie. W rzeczywistości jest to jednak nieco mylne wrażenie, gdyż można twierdzić, że ten korzystny wynik jest w większej mierze efektem nadspodziewanie dobrej kondycji ubiegłorocznego budżetu, niż rezultatów osiągniętych w tym roku. Specjalne „manewry” wykonane przez Ministerstwo Finansów w końcu 2007 roku pozwoliły funduszom ubezpieczeń społecznych zgromadzić na rachunkach bankowych rezerwy środków w wysokości blisko 12 mld zł. Dzięki temu wielkość styczniowych dotacji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych i Funduszu Emerytalno-Rentowego mogła zostać drastycznie ograniczona do zaledwie 1 mld zł, podczas gdy w poprzednich kilku latach mieściła się ona w tym samym miesiącu w przedziale od 4 do 5,5 mld zł. Zamiast dotacji z budżetu państwa fundusze ubezpieczeń społecznych „skonsumowały” w styczniu blisko 3,5 mld zł ze swych środków ulokowanych w bankach. Oznacza to, że bez możliwości wykorzystania tych „zaskórniaków” (czyli przy tradycyjnym poziomie dotacji na ten cel) wynik budżetu po styczniu byłby bliski równowagi.

Realizacja budżetu po stronie dochodów nie przedstawiała się w styczniu zbyt imponująco. Uzyskano tylko około 8% przewidzianych na cały rok wpływów, podczas gdy w poprzednich trzech latach odpowiedni wskaźnik zbliżony był do 10%. Łączne wpływy z podatków pośrednich utrzymały się na prawie takim samym poziomie jak w styczniu 2007 r., głównie za sprawą niższych o ponad 1,3 mld zł dochodów z akcyzy. Niższe o prawie 45% niż w styczniu ubiegłego roku okazały się dochody państwowych jednostek budżetowych. Bardzo niewielkie był też w styczniu rozmiar wpływów do budżetu państwa związanych z wykorzystaniem funduszy unijnych (mniej niż 1% kwoty planowanej na cały rok).

Na podstawie wyników jednego miesiąca nie można oczywiście wyrokować o prawdopodobnym wykonaniu budżetu w całym roku, ale jak dotąd nie widać jakichś szczególnie pozytywnych niespodzianek. Potwierdzać to mogą też informacje wskazujące na to, że wynik budżetu państwa po dwóch miesiącach tego roku był zbliżony do równowagi, przy czym ponownie było to w części zasługą zmniejszonej dotacji dla FUS, zaś dochody nie odbiegały znacząco od planowanych. Deficyt odnotowany w samym lutym był wprawdzie nieco niższy niż przed rokiem (około 4,4 mld zł w porównaniu z 6,1 mld zł w lutym 2007 r.),

ale po skorygowaniu o różnice w poziomie dotacji dla funduszy ubezpieczeń społecznych byłyby to zapewne wielkości bardziej zbliżone. W tej sytuacji nieco przedwczesne wydają się przekazywane przez przedstawicieli Ministerstwa Finansów sygnały, że tegoroczne wydatki mogą być o około 3 mld zł niższe od planowanych, a dochody podatkowe o około 5 mld zł wyższe. Nie oznacza to oczywiście, że wykluczamy możliwość uzyskania wyższych wpływów do budżetu, gdyż od dawna podkreślaliśmy, że założone w budżecie dynamiki inflacji i funduszu płac są wyraźnie zaniżone. Nawet skorygowana przez Ministerstwo prognoza tegorocznej inflacji (z 2,3% do 3,6%) okaże się zapewne zbyt niska. Wyższa inflacja powinna sprzyjać zwiększeniu wpływów z podatków pośrednich, ale trzeba też uwzględnić jej wpływ na ewentualne ograniczenie dynamiki wydatków konsumpcyjnych. Powinno to sprzyjać do powinny sprzyjać uzyskiwaniu wysokich wpływów podatkowych). Ze względu na dość dużą niepewność co do skali oczekiwanego osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce oraz wobec niezłych, ale jednak nie rewelacyjnych wyników budżetu w styczniu i w lutym uważamy, że należy zachować dość dużą ostrożność przy prognozowaniu poziomu deficytu fiskalnego w skali całego roku.

	mln PLN	% planu
Dochody, w tym:	22 609,4	8,0%
Podatki pośrednie	17 719,4	10,7%
Akcyza	4 685,3	9,0%
CIT	565,2	2,1%
PIT	2 719,4	7,5%
Wydatki	18 170,6	5,9%
Obsługa długu krajowego	864,7	4,0%
Obsługa długu zagranicznego	1 059,0	17,9%
Dotacja dla FUS	360,0	1,1%
Subwencja samorządowa	5 229,1	12,9%
Deficyt/Nadwyżka	4 438,8	

Trwają prace nad aktualizacją programu konwergencji.

Z informacji przekazywanych przez przedstawicieli Ministerstwa Finansów wynika, że dobiegają końca prace nad kolejną aktualizacją programu konwergencji (czy też raczej nad głęboką korektą ostatniej aktualizacji, którą poprzedni rząd przedwcześnie i niepotrzebnie przesłał do Brukseli w końcu października ub. roku). Nowa wersja programu ma trafić do Komisji Europejskiej jeszcze w tym miesiącu. Od oceny przedstawionych w tym dokumencie planów rządu w

Luty/Marzec 2008

obszarze polityki fiskalnej zależęć będzie w dużej mierze decyzja władz UE w sprawie wyłączenia Polski spod rygorów zainicjowanej w 2004 r. procedury nadmiernego deficytu. Z wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów wynika, że rząd będzie chciał przedstawić ścieżkę deficytu fiskalnego prowadzącą do jego ograniczenia do poziomu 1% PKB w 2011 r. W 2008 r. deficyt całego sektora miałby wynieść około 2,5% PKB i w kolejnych trzech latach powinien się obniżać średnio o 0,5 pkt. proc. Są to z pewnością ambitne plany i zasługują na pełne poparcie, ale kluczową sprawą pozostaje ocena ich wiarygodności. Niemal cała debata publiczna w sprawach gospodarczych skupia się ostatnio na kwestiach znalezienia środków na podwyżki wynagrodzeń dla kolejnych grup zawodowych oraz na poszukiwaniu sposobów na obniżenie podatków (np. eliminacja tzw. podatku Belki i korzystne dla podatników zmiany w VAT), natomiast bardzo mało słychać o rozważanych działaniach prowadzących do ograniczenia wydatków. Cytowany w jednej z publikacji prasowej wiceminister finansów Stanisław Gomułka optymistycznie wypowiada się na temat możliwości zredukowania deficytu do poziomu 1%, ale jednocześnie wskazuje, że wymaga to spełnienia szeregu warunków, które w naszej ocenie mogą okazać się bardzo trudne do spełnienia. Warunki te obejmują ograniczenie tempa wzrostu wydatków budżetowych do 3% rocznie (z kilkunastu procent w tym roku), likwidację wcześniejszych emerytur i drastyczne ograniczenie liczby osób upoważnionych do emerytur pomostowych oraz szacowane na 20-30 mld zł korzyści dla budżetu z realizacji programu aktywizacji zawodowej (50+). Można się niestety obawiać, że ta ostatnia kwota okaże się (przynajmniej w najbliższych latach) równie wirtualna jak sławetne 10 mld zł, jakie miała przynieść „refor-

ma” prof. Zyty Gilowskiej. Wszystko to oznacza, że chcąc osiągnąć swe szczytne cele rząd będzie musiał się wykazać bardzo dużą determinacją i nie będzie mógł unikać bardzo trudnych i bolesnych dla części społeczeństwa decyzji.

Pod znakiem zapytania pozostaje też nadal kwestia szybkiego zakończenia przez UE procedury nadmiernego deficytu. Dużo w tej kwestii zależęć będzie od wiarygodności szacunków, jakie rząd przedstawi w aktualizacji programu konwergencji w celu przekonania naszych unijnych partnerów, że tegoroczny deficyt fiskalny utrzymany zostanie na poziomie poniżej 3% PKB i że będzie się obniżał w kolejnych latach. Najprawdopodobniej nie wystarczą w tym celu same szacunki i wskazanie na „korzyści” z wyższej od zakładanej inflacji i dynamiki płac, ale konieczne też będzie przedstawienie konkretnych działań ograniczających tempo wzrostu wydatków. Jak dotąd brak jest sygnałów, aby rząd zamierzał takie dodatkowe działania wdrożyć jeszcze w tym roku. Czynnikiem dodatkowo komplikującym pozycję negocjacyjną przedstawicieli naszego rządu będzie skorygowany szacunek poziomu deficytu sektora finansów rządowych i samorządowych w 2007 r. Do niedawna deficyt ten oceniany był przez Ministerstwo Finansów (i również przez nas) na około 2,5% PKB, ale wiele wskazuje na to, że szacunek ten zostanie obniżony do poziomu około 2% PKB. Oznacza to, że nawet w przypadku spełnienia się bardzo optymistycznej, naszym zdaniem, prognozy zakładającej osiągnięcie w 2008 r. deficytu na poziomie 2,5%, w tym roku dojdzie do istotnego wzrostu nierównowagi fiskalnej, co jest sprzeczne z wymogami UE dla krajów objętych procedurą nadmiernego deficytu i może stać się przeszkodą dla jej zniesienia.

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

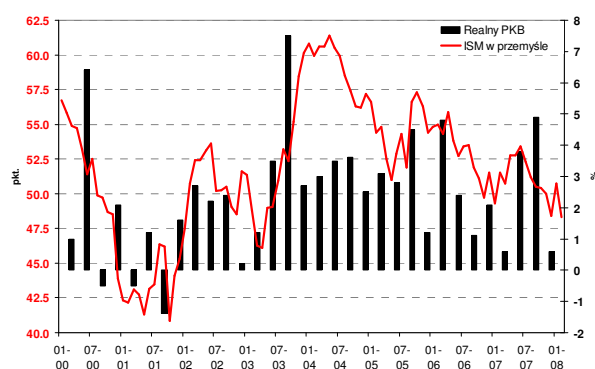
Gospodarka USA silnie hamuje, Fed będzie nadal obniżał stopy procentowe

Niedawne wystąpienie szefa Fed Bena Bernanke w Kongresie nie pozostawia żadnych wątpliwości, że choć bank centralny USA symetrycznie traktuje swe dwa główne cele (zapewnienie stabilności cen i maksymalizacja poziomu zatrudnienia), to w najbliższym czasie zamierza się skupić głównie na działaniach służących podtrzymaniu wzrostu gospodarczego. Oznacza to, że pomimo wciąż wysokiego poziomu bieżącej inflacji i zagrożeń ze strony ewentualnego dalszego wzrostu cen energii i surowców Fed będzie nadal obniżał swe stopy procentowe. Uważamy, że do końca pierwszej połowy tego roku stopa bazowa może spaść do poziomu 2%. Już teraz w notowaniach kontraktów terminowych w pełni wyceniona jest obniżka stopy *fed funds* o 50 pb w marcu.

Choć ostateczny werdykt w sprawie ryzyka wystąpienia recesji jeszcze nie zapadł, to o pogarszającej się sytuacji gospodarczej USA świadczyć mogą zarówno wstępne dane na temat wyników IV kwartału, jak i stale korygowane na dół prognozy wzrostu PKB w tym roku. Dynamika wzrostu PKB w ostatnim kwartale ub. roku oszacowana została na zaledwie 0,6% r/r, podczas gdy jeszcze w III kwartale tempo to wynosiło aż 4,9%. Głównym źródłem kłopotów gospodarki USA pozostaje głęboki kryzys w sektorze nieruchomości mieszkaniowych. Realna wartość inwestycji w tym sektorze była w IV kwartale o ¼ niższa niż przed rokiem. Liczba rozpoczynanych budów i liczba transakcji na rynku pierwotnym spadły o ponad połowę w relacji do szczytowych wartości tych wskaźników, a zapas domów na rynku doszedł do około 10-krotności przeciętnej miesięcznej sprzedaży. Dużo poważniejszym problemem wydają się jednak spadające ceny domów. Indeks obliczany przez Case/Shiller był w grudniu 2007 r. aż o 9,1% niższy niż przez rok. Spadek cen domów wpływa na ograniczenie wydatków konsumpcyjnych zarówno poprzez efekt majątkowy, jak i przez zacieśnienie warunków udzielania kredytów zarówno w segmencie kredytów hipotecznych, jak i innych kategorii kredytów dla gospodarstw domowych. Sytuację na rynku kredytowym komplikuje także zjawisko negatywnej selekcji, potęgowane przez rosnącą liczbę *foreclosures* (procedura przejęcia domu w sytuacji, gdy kredytobiorca nie wywiązuje się z umowy kredytowej).

Najnowsze dane mówiące o wzroście wskaźnika ISM w usługach (do 49,3 w lutym) przyniosły wprawdzie nieco optymizmu, ale większość analityków jest zgodnych, że tempo wzrostu gospodarczego w pierwszej połowie tego roku może się obniżyć do

poziomu zbliżonego do zera. Na pewną poprawę można będzie liczyć w dalszej części roku, zaś aktualne prognozy wzrostu PKB dla całego 2008 r. mieszczą się obecnie w przedziale od 0,8% do 1,5%. Pewne, choć raczej niewielkie, korzyści może przynieść zatwierdzony niedawno przez Kongres pakiet fiskalny, ale jego znaczenie będzie tylko doraźne, gdyż nie rozwiązuje on problemów tkwiących u źródła kryzysu. Choć tempo wzrostu prywatnych wydatków konsumpcyjnych utrzymywało się do niedawna na dość przyzwoitym poziomie (1,9% r/r w IV kwartale), to lutowy spadek indeksu Uniwersytetu Michigan (do poziomu najniższego od 15 lat), skutki sytuacji na rynku mieszkaniowym i kredytowym a także konsekwencje podwyższonych cen energii i żywności oraz pogarszającej się stopniowo sytuacji na rynku pracy sugerują, że w najbliższych kwartałach należy się liczyć z poważnym spadkiem dynamiki konsumpcji. Pogarszające się wskaźniki koniunktury oraz trudniejszy i droższy dostęp do kredytów bankowych (pomimo obniżenia w ciągu ostatnich kilku tygodni stóp Fed o 125 bps, przeciętny koszt kredytu dla firm i gospodarstw domowych wzrósł w tym czasie o około 50 bps) powodują, że osłabieniu może też ulec wkrótce dynamika inwestycji, przy czym najbardziej zagrożony jest sektor budownictwa niemieszkaniowego. Najnowsze prognozy Fed zakładają spadek dynamiki produktu do poziomu 1,3-2,0% w 2008 roku, a następnie lekkie odbicie do 2,1-2,7% w 2009 i 2,5-3,0% w 2010 roku (podane dynamiki dotyczą rocznej ekspansji produktu liczonej IV kwartał do IV kwartału a nie wielkości średniorocznych!).



Wyniki ostatnich głosowań FOMC sugerują, że członkowie tego gremium biorą obecnie pod uwagę głównie zagrożenia dla wzrostu gospodarczego i znacznie mniej przejmują się zagrożeniami dla stabilności cen. Jednym z argumentów na rzecz takiej postawy jest twierdzenie, że większość czynników prowadzących do wzrostu inflacji ma charakter zewnętrzny (globalny) i znajduje się poza kontrolą Fed.

Luty/Marzec 2008

Niemal powszechne jest też przekonanie, że spowolnienie gospodarcze w USA i lekkie wyhamowanie gospodarki globalnej będą ograniczać presję inflacyjną (oddziałując głównie poprzez obniżenie cen surowców i energii). Dość optymistyczny obraz perspektyw inflacji przedstawiają też projekcje Fed zakładające spadek rocznej dynamiki cen (mierzonej wskaźnikiem PCE) do około 2% w 2009 r. i 1,75% w 2010 r. Wydaje się jednak, że czynniki cenowe staną się znów ważniejsze pod koniec bieżącego roku, kiedy to polepszające się perspektywy dla wzrostu gospodarczego mogą stać się istotnym argumentem na rzecz wyprzedzającego działania skierowanego na kontrolę procesów inflacyjnych.

W strefie euro stopy bez zmian

Zgodnie z oczekiwaniami, stopa referencyjna ECB pozostała po lutowym posiedzeniu na poziomie 4%. Niemniej komentarz prezesa Rady Gubernatorów J. Tricheta po posiedzeniu ECB wywołał pewne zaskoczenie. Nie znalazło się w nim bowiem zwyczajowe sformułowanie o wyprzedzającym charakterze podwyżek stóp dokonanych dotychczas w strefie euro. Zamiast tego J. Trichet użył bardziej ogólnego stwierdzenia o zapobieganiu efektom drugiej rundy, co sugeruje rozluźnienie nastawienia w polityce pieniężnej. W czasie konferencji po posiedzeniu ECB

Trichet podkreślał również, że dane makroekonomiczne wskazują na znaczne ryzyka dla wzrostu gospodarczego, które mogą częściowo równoważyć ryzyko wzrostu inflacji. Mimo to prezes ECB zastrzegł, że skala oddziaływania spowolnienia w USA i sytuacji na giełdach na gospodarkę strefy euro jest dużą niewiadomą, a presja inflacyjna może pojawić się w związku z niepomyślnym dla pracodawców wynikiem negocjacji płacowych w głównych krajach strefy)

Z podobnym posunięciem ECB mieliśmy również do czynienia na marcowym posiedzeniu Rady Gubernatorów, na którym stopy procentowe pozostawiono bez zmian. To wskazuje, że sygnalizowana zmiana nastawienia w polityce ECB nie musi oznaczać szybkich obniżek stóp procentowych w strefie euro. Przeciwnie, J. Trichet niejednokrotnie wskazywał, że bank będzie dążył do tego, by polityka monetarna była przewidywalna (jak miało to miejsce do tej pory) i z odpowiednim wyprzedzeniem wskazywała na ruch stóp. Dlatego oczekujemy, że po najbliższym posiedzeniu Rady Gubernatorów (10 kwietnia) stopa bazowa ECB pozostanie na niezmiennym poziomie, a komunikat będzie powoli przygotowywał przestrzeń do obniżki stóp, która nastąpi jednak nie wcześniej niż w drugiej połowie roku.

NA RYNKU

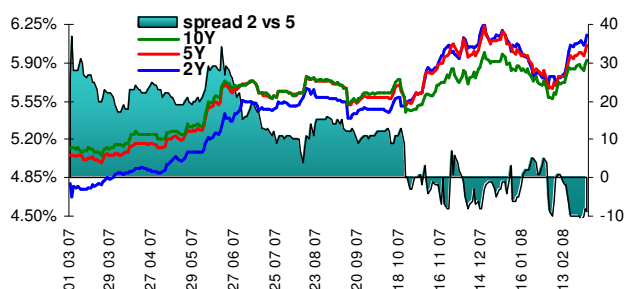
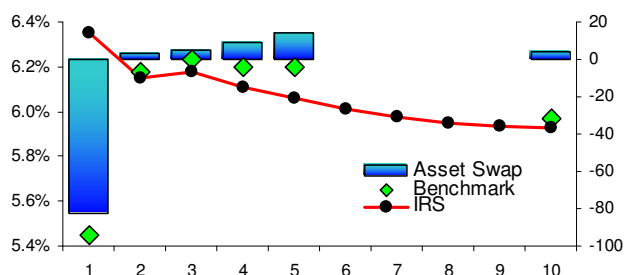
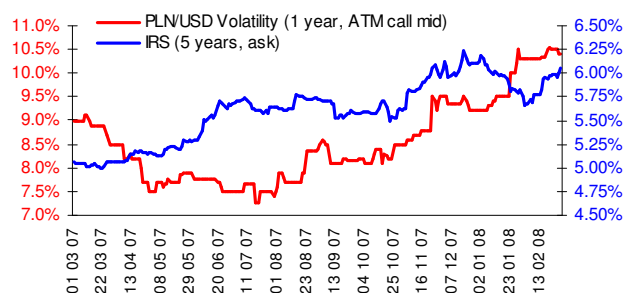
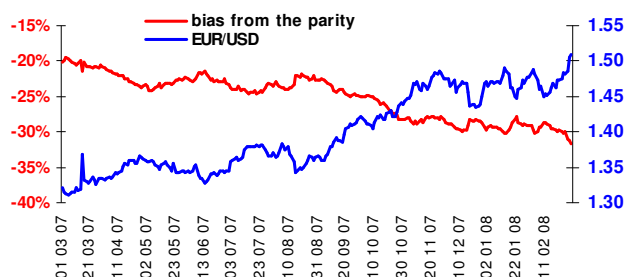
F/X

Na rynku walutowym obserwowaliśmy dalsze umocnienie złotego względem głównych walut. W stosunku do dolara złoty aprecjonował z poziomu 2,50 na początku lutego do 2,30 na koniec miesiąca. Umocnieniu złotego sprzyjała słabość amerykańskiej waluty (kurs EUR/USD przełamał psychologiczną barierę 1,50) spowodowana kolejnym cięciem stóp procentowych przez FED pod koniec stycznia oraz serią słabych danych makro z amerykańskiej gospodarki.

Kurs złotego względem euro obniżył się w ostatnim miesiącu z poziomu 3,62 do 3,52, testując poziom 3,50 pod koniec lutego. Sile złotego sprzyjała kolejna podwyżka stóp procentowych na lutowym posiedzeniu RPP, która jeszcze kilka tygodni temu nie była antycypowana przez rynek. Ostatnie dane makroekonomiczne istotnie zmieniły jednak obraz bilansu ryzyk dla inflacji, wzmacniając oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych, co skutkuje kontynuacją trendu aprecjacyjnego złotego.

Fixed Income

Perspektywa wzrostu inflacji znacznie powyżej konsensusu prognoz sprzed miesiąca zdecydowanie wzmocniła rynkowe oczekiwania dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. W ślad za publikacją danych makroekonomicznych za styczeń od połowy lutego nastąpił znaczny wzrost rentowności na całej długości krzywej. Na krótkim końcu stawki IRS wzrosły nawet o blisko 60 pb. Silna przecena obligacji 2- i 5-letnich skutkowałą wzrostem ich rentowności znacznie powyżej 6%. Wzrostowi rentowności opierał się silnie długi koniec krzywej dochodowości, w efekcie czego krzywa wystromiła się w porównaniu z końcem stycznia. Rentowność obligacji 10-letnich pozostaje ok. 5 pb. poniżej poziomu 6%, jednak i ona wzrosła w ciągu ostatniego miesiąca o ok. 30 pb.



KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Marzec 2008	Kwiecień 2008	Maj 2008	Czerwiec 2008	Lipiec 2008	Sierpień 2008
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych	13	15	14	13	15	13
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	19	18	21	18	18	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	17	15	16	16	15	18
Szacunki PKB	-	-	30	-	-	29
Koniunktura gospodarcza (GUS)	21	23	23	23	23	22
Podaż pieniądza M3	14	14	14			
Bilans płatniczy RP	13	15	15			
Inflacja bazowa	21	22	21	20	22	21
Aktywa rezerwowe	7	7	7			
Posiedzenia RPP	25-26	29-30	27-28	24-25	29-30	26-27
Posiedzenia ECB	6	10	8	5	3	7
Posiedzenia FED	18	29-30	-	24-25	-	5

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.