



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Kwiecień Nr 81 (4)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 5
Polityka fiskalna	s. 6
Otoczenie zewnętrzne	s. 9
Na rynku	s. 12
Kalendarz	s. 13

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

ERNEST PYTLARZYK
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

- Dane statystyczne wskazujące na utrzymywanie się wysokiego poziomu aktywności gospodarczej pozwoliły RPP na podjęcie w marcu trzeciej już w tym roku decyzji o podniesieniu stóp procentowych. Jednym z głównych czynników uzasadniających dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej były obawy o negatywne dla realizacji celu inflacyjnego skutki bardzo wysokiej dynamiki płac. Obawy te najwyraźniej okazały się silniejsze od dostrzeganego przez niektórych członków RPP ryzyka, że wzrost dysparytetu stóp procentowych doprowadzi do nadmiernego umocnienia się złotego.
- Uznajemy za wielce prawdopodobne, że RPP już w kwietniu zdecyduje się na dokonanie kolejnej podwyżki stóp, po czym przez pewien okres wstrzyma się z podejmowaniem tego rodzaju decyzji. Jeśli nie pojawią się wyraźne sygnały wskazujące na osłabienie presji inflacyjnej i/lub znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego, to cykl zacieśniania polityki pieniężnej zostanie zapewne wznowiony w drugiej połowie tego roku.
- Wstępne informacje o dodatnim saldzie budżetu państwa po I kwartale świadczą o dobrej bieżącej kondycji finansów publicznych, ale nie pozwalają jeszcze wyrokować o możliwym poziomie deficytu na koniec 2008 r. Decydujący wpływ na dobry wynik budżetu w pierwszych dwóch miesiącach tego roku miały znaczne opóźnienia w realizacji planu wydatków, natomiast strona dochodowa nie prezentowała się szczególnie korzystnie (zwłaszcza jeśli uwzględni się wyższą od zakładanej inflację i dynamikę funduszu płac). Nadwyżka uzyskana w marcu jest zapewne w dużej mierze efektem rocznego rozliczenia podatku CIT i stąd trudno uznać ją za sygnał zmiany trendu w kształtowaniu się wpływów do budżetu.
- Przyjęta przez rząd aktualizacja programu konwergencji wyznacza ambitne cele fiskalne, ale jest bardzo „oszczędna” w prezentowaniu konkretnych sposobów ich realizacji. Brak szczegółowych informacji o działaniach mających doprowadzić do redukcji deficytu fiskalnego oraz duża zależność sukcesu programu rządowego od spełnienia dość optymistycznych założeń makroekonomicznych obniżają wiarygodność przedstawionych planów. Dla zwiększenia ich realności rząd powinien wprowadzić skuteczny mechanizm pozwalający na ograniczenie tempa wzrostu wydatków. Ze względu na planowany w tym roku znaczny wzrost deficytu fiskalnego i ryzyko ponownego przekroczenia progu 3% PKB w dalszym ciągu nie można mieć pewności, że władze UE zgodzą się na szybkie wyłączenie Polski spod rygorów procedury nadmiernego deficytu.
- Dość duże różnice między prognozowanymi a rzeczywistymi wynikami polskiej gospodarki na początku roku skłaniają do poszukiwania przyczyn tego zjawiska. W przypadku inflacji spowodowane to zostało zmianą struktury koszyka używanego do szacowania dynamiki cen. Zmiany próbki statystycznej mogły też wpłynąć na odnotowane na początku zwiększenie tempa wzrostu zatrudnienia, natomiast słabo tłumaczą one równoczesne przyspieszenie dynamiki płac i produkcji.

Kwiecień 2008

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Lip 07	Sie 07	Wrz 07	Paz 07	Lis 07	Gru 07	Sty 08	Lut 08	Mar 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%	10,6%	14,9%	8,3%
Produkcja przemysłowa m/m	-2,0%	1,1%	5,5%	9,6%	-4,7%	-8,7%	3,0%	1,6%	8,2%
Sprzedaż detaliczna r/r	17,1%	17,5%	14,2%	19,4%	19,2%	12,4%	20,9%	23,8%	22,6%
Sprzedaż detaliczna m/m	1,8%	2,1%	-1,8%	7,9%	-4,5%	15,7%	-18,7%	0,3%	18,4%
Rynek pracy									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2893,71	2885,97	2858,83	2951,67	3092,01	3244,22	2969,65	3032,70	3183,60
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	9,3%	10,5%	9,5%	11,0%	12,0%	7,2%	11,5%	12,8%	11,6%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,8%	-0,3%	-0,9%	3,2%	4,8%	5,0%	-8,5%	2,1%	5,0%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	4,7%	4,8%	4,7%	5,0%	5,0%	4,9%	5,9%	5,9%	5,8%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,3%	0,4%	0,2%	0,5%	0,3%	0,2%	2,0%	0,4%	0,2%
Stopa bezrobocia	12,2%	12,0%	11,6%	11,2%	11,2%	11,4%	11,7%	11,5%	11,1%
Handel zagraniczny									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-1 436	-618	-681	-1 289	-120	-1 944	-1 249	-720	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-1 293	-310	-921	-604	-562	-1 294	-544	-135	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	17,4%	16,5%	8,4%	15,8%	12,3%	20,0%	22,9%	23,0%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	23,5%	12,9%	13,9%	17,2%	14,1%	21,2%	21,5%	22,5%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-3,8%	-3,7%	-3,9%	-4,0%	-3,7%	-3,8%	-3,9%	-3,9%	
Ceny									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	-0,3%	-0,4%	0,8%	0,6%	0,7%	0,3%	0,7%	0,2%	0,4%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,3%	1,5%	2,3%	3,0%	3,6%	4,0%	4,0%	4,2%	4,1%
Inflacja netto r/r	1,5%	1,2%	1,2%	1,4%	1,5%	1,7%	1,9%	2,5%	2,6%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,4%	0,0%	0,3%	-0,3%	-0,1%	-0,7%	1,2%	0,9%	1,3%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%	2,5%	2,3%	2,9%	3,2%	3,6%
Agregaty monetarne									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	525,3	538,0	536,4	541,0	547,7	560,3	568,6	579,7	584,5
Podaż pieniądza r/r	19,3%	16,1%	14,4%	13,8%	13,6%	13,4%	12,9%	13,8%	14,2%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	40,1%	40,8%	39,6%	39,6%	39,2%	37,9%	37,9%	37,8%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	22,3%	22,8%	24,6%	24,7%	25,9%	24,4%	26,2%	24,8%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	6,9%	8,4%	8,3%	8,4%	10,2%	10,7%	14,2%	15,6%	17,2%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	22,7%	23,3%	27,0%	19,6%	19,7%	14,3%	11,7%	8,1%	7,8%
Kursy walutowe									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,74	3,82	3,77	3,63	3,63	3,59	3,61	3,52	3,53
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,73	2,80	2,64	2,52	2,46	2,45	2,42	2,32	2,23
Stopy procentowe									
Stopa interwencyjna NBP	4,50%	4,75%	4,75%	4,75%	5,00%	5,00%	5,25%	5,50%	5,75%
Stopa lombardowa	6,00%	6,25%	6,25%	6,25%	6,50%	6,50%	6,75%	7,00%	7,25%
Stopa depozytowa	3,00%	3,25%	3,25%	3,25%	3,50%	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%
WIBOR 3M	4,85%	5,03%	5,10%	5,19%	5,56%	5,68%	5,68%	5,94%	6,15%
Rentowność obligacji 2Y	5,10%	5,42%	5,32%	5,60%	6,04%	6,15%	5,71%	6,18%	6,29%
Rentowność obligacji 5Y	5,60%	5,70%	5,58%	5,60%	6,04%	6,12%	5,75%	6,17%	6,12%
Rentowność obligacji 10Y	5,70%	5,78%	5,70%	5,47%	5,78%	5,92%	5,66%	5,97%	5,96%
Gospodarka światowa									
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,8%	1,7%	2,6%	2,6%	3,0%	3,1%	3,1%	3,5%	
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%	4,00%	4,00%
Inflacja w USA (r/r)	2,4%	2,0%	2,8%	3,5%	4,3%	4,1%	4,3%	4,0%	
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%	3,00%	2,25%

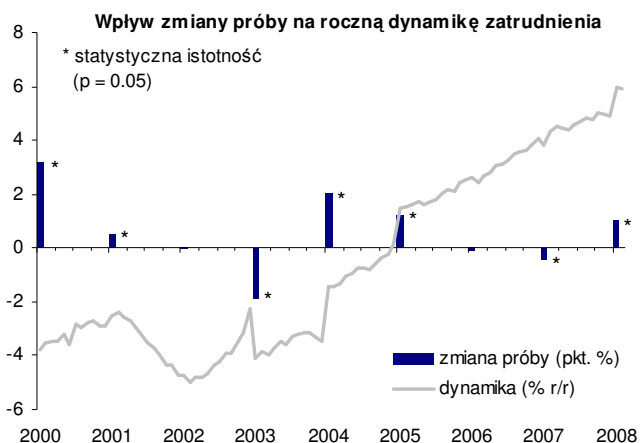
Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy wą oznaczono prognozy.

GOSPODARKA POLSKA

Zmiana trendu, czy zmiana próby?

Wyniki polskiej gospodarki w pierwszych dwóch miesiącach tego roku dość często rozmijały się z oczekiwaniami wyrażanymi przez konsensus prognoz. Niższy od przewidywanego okazał się wzrost rocznego wskaźnika CPI, natomiast na wyższych poziomach ukształtowały się dynamiki produkcji przemysłowej, płac i zatrudnienia. Co więcej, w niektórych przypadkach widać wręcz skokowe zmiany tych dynamik w relacji do poziomów odnotowanych w końcu ubiegłego roku. O ile w przypadku inflacji można to dość łatwo wytłumaczyć zmianą składu koszyka dóbr i usług używanego przez GUS w obliczeniach wskaźnika CPI, to wyjaśnienie zmian w dynamice pozostałych kategorii wymaga poszukiwania innych przyczyn.

W dalszej części analizy spróbujemy odpowiedzieć na pytania, czy przyczyny te leżą po stronie zmiany trendu i jaką rolę mogła odegrać w tym względzie zmiana próby przedsiębiorstw, od których GUS uzyskuje dane o wynagrodzeniach, zatrudnieniu i produkcji. Próba ta obejmuje przedsiębiorstwa zatrudniające więcej niż 9 pracowników. Co roku do próby „wchodzą” firmy, w których zatrudnienie przekroczy 9 osób, natomiast „wychodzą” z niej przedsiębiorstwa, w których liczba pracowników spadnie do 9 osób lub poniżej tego progu. Zwróćmy uwagę, że oparcie kryterium uczestnictwa w badaniu na wielkości zatrudnienia w oczywisty sposób rzutuje na rejestrowany wzrost tej kategorii.



W sytuacji, gdy w całej gospodarce zatrudnienie rośnie, można oczekiwać, że w większej liczbie firm zatrudnienie przekroczy próg 9 osób, niż spadnie poniżej tego progu. W rezultacie liczebność próby i łączna wielkość zatrudnienia zwiększają się, sztucznie podbijając jego dynamikę. Dane za poprzedni rok

nie są bowiem korygowane o zatrudnienie w przedsiębiorstwach, które w danym roku dołączyły do próby. Z przeciwnym efektem mamy do czynienia, gdy zatrudnienie w gospodarce spada. Obydwa te efekty są dobrze widoczne na przedstawionym wykresie – roczna dynamika zmienia się skokowo w styczniu prawie każdego roku. Zmiana ta okazuje się statystycznie istotna. Analizując przyrosty rocznych dynamik ustaliliśmy, że w 7 na 9 analizowanych lat zmiana próby istotnie wpływała na statystycznie ujmowany poziom rocznej dynamiki.

W bieżącym roku siłę „podbicia” tempa wzrostu zatrudnienia możemy oceniać na ok. 1 pkt. proc., co sugeruje, że tylko na skutek włączenia nowych przedsiębiorstw do badania zatrudnienie w analizowanej przez GUS próbie zwiększyło się o około 53 tys. osób. Gdybyśmy wielkość tę odjęli od łącznego poziomu zatrudnienia, to okazałoby się, że jego roczna dynamika w sektorze przedsiębiorstw w styczniu br. osiągnęła nie 5,9% r/r (jak oficjalnie podał GUS) ale 4,9% r/r (czyli tyle samo, co w grudniu ub.r.). Zakładając, że zatrudnienie w przedsiębiorstwach nowo włączonych do próby rośnie w tym samym tempie, co w „starych”, możemy szacować, że w lutym dynamika skorygowana o efekt zmiany próby wyniosła również 4,9% r/r (podczas, gdy GUS ponownie oszacował ją na 5,9% r/r). W przypadku zatrudnienia widać więc dość wyraźnie, że przyspieszenie jego dynamiki na początku tego roku nie wynikało ze zmiany trendu, lecz raczej ze zmiany próby.



Określenie wpływu zmiany próby na kształtowanie się dynamiki płac i produkcji nie jest już tak oczywiste. Wyniki różnych badań wskazują na to, że wynagrodzenia w większych firmach są na ogół wyższe niż w mniejszych przedsiębiorstwach. Wejście do próby mniejszych przedsiębiorstw powinno więc *ceteris paribus* obniżyć ogólny poziom płac i skutkować niższą dynamikę płac. Tymczasem dane statystyczne

Kwiecień 2008

nie potwierdzają takiej prawidłowości – w obecnej dekadzie roczne tempo wzrostu wynagrodzeń aż sześciokrotnie przyspieszyło w styczniu. Tłumaczyć może to fakt, że opisywana zależność dotyczy poziomów wynagrodzeń, a nie ich dynamik. Małe firmy mają znacznie większą elastyczność w kształtowaniu wysokości wynagrodzeń niż duże przedsiębiorstwa, w których płace często regulowane są przez zbiorowe układy zatrudnienia. Co więcej, nawet niewielka podwyżka w przedsiębiorstwie o niskim poziomie płac oznacza znaczny wzrost procentowy, podczas gdy w firmie o wysokim poziomie wynagrodzeń jej procentowa skala będzie znacznie mniejsza.

Wpływ efektu stycznia na roczną dynamikę wynagrodzeń, oprócz 2000 roku, okazuje się statystycznie nieistotny. Przyczyna bardzo wysokiego wzrostu wynagrodzeń odnotowanego w ostatnich dwóch miesiącach leży więc gdzie indziej. Jeśli w naszej analizie skupimy się na płacach w przetwórstwie przemysłowym, wyłączając przykładowo wpływ wypłat premii w górnictwie, okaże się, że od marca 2007 r. tempo wzrostu wynagrodzeń systematycznie podnosi się z ok. 9 do 12%. Choć prawdą jest, że ostatnie odczyty dynamiki wynagrodzeń zostały zaburzone wypłatami tzw. „trzynastek” (i czasem „czternastek”) w przemyśle wydobywczym, to wzrost płac podstawowych jest też coraz szybszy. Jest to uzasadnione sytuacją na rynku pracy: masową emigracją zarobkową przy jednoczesnym wysokim popycie na pracę w kraju, na co nakładają się długookresowe zmiany demograficzne.



Wyjaśnienia wymaga jeszcze zaskakująco wysoka dynamika produkcji przemysłowej. Choć teoria ekonomii podpowiada, że wydajność pracy spada wraz z liczbą pracowników (prawo malejącej produktywności krańcowej pracy), zatem w przedsiębiorstwach

wchodzących do próby produkcja powinna rosnąć relatywnie szybciej, to zaobserwowanie tej prawidłowości na danych miesięcznych (o bardzo dużej zmienności) nie wydaje się prawdopodobne. Nawet jeśli z analizy wyłączymy produkcję w działach „górnictwo” oraz „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę”, koncentrując się na przemyśle przetwórczym, i wzrost produkcji skorygujemy o liczbę dni roboczych, to efekt styczniowej zmiany próby okazuje się statystycznie istotny tylko dla trzech spośród dziewięciu analizowanych lat (odpowiednio w 2000, 2001 i 2007 roku). Patrząc natomiast na wykres 3-miesięcznej średniej ruchomej dynamiki produkcji w przetwórstwie przemysłowym skorygowanej o liczbę dni roboczych (poniżej), możemy stwierdzić, że po przejściowym spadku w grudniu tempo wzrostu powróciło do poziomów z połowy 2007 r. Czy to powrót do wzrostowego trendu?



Przeciwko tej hipotezie przemawiają wskaźniki koniunktury, które zdecydowanie wskazują na spadkowy trend dynamiki produkcji (por. wykres). Na podstawie dostępnych obecnie danych nie możemy więc jeszcze przesądzić, czy dynamika produkcji przemysłowa trwale powraca w okolice dwucyfrowego poziomu. Wyjaśnienia wymaga między innymi to, czy w procesie szacowania realnego tempa wzrostu produkcji w pełni uwzględnione zostało widoczne od stycznia tego roku dość silne przyspieszenie dynamiki cen producenta. Rozstrzygnięcie tej kwestii będzie możliwe dopiero po opublikowaniu przez GUS ostatecznych danych. Potwierdzenie tezy o powrocie dynamiki produkcji do jej średniookresowego trendu mogłoby oznaczać, że nieco przedczesne są obawy o czekające nas wkrótce spowolnienie wzrostu gospodarczego.

POLITYKA MONETARNA

Seria trzech podwyżek...

Marcowe posiedzenie RPP, zgodnie z oczekiwaniami, przypieczętowane zostało kolejną 25-punktową podwyżką stóp procentowych. Komunikat przedstawiony po spotkaniu Rady był podobny do poprzednich i wskazywał na ryzyko utrzymania się w najbliższym okresie podwyższonej inflacji, czego przyczynami miałyby być przede wszystkim szoki podażowe (paliwa, żywność) oraz wzrost cen kontrolowanych. Próbę oszacowania wpływu tego ostatniego czynnika przedstawiliśmy w jednym z wcześniejszych wydań naszego miesięcznika. Choć w swym komunikacie RPP zwróciła uwagę na pogorszające się perspektywy dla strefy euro i gospodarki USA, to jednocześnie wskazała na wciąż wysokie tempo wzrostu polskiego PKB, które w ocenie Rady może w pierwszej połowie tego roku pozostać na poziomie wyższym od potencjału. Na podstawie publicznych wypowiedzi członków RPP przedstawionych już po marcowej decyzji można wnioskować, że to właśnie dobre dane ze sfery realnej (produkcja, sprzedaż, zatrudnienie) częściowo potwierdzające tezę o tzw. *decoupling* pomogły Radzie uwolnić się od dylematów związanych z szybkim zacieśnieniem polityki monetarnej. Nie wykluczamy jednak, że takie podejście nie utrzyma się zbyt długo. Wskazuje na to choćby dość asekuracyjna w swym tonie wypowiedź dr Wasilewskiej-Trenkner, która wyraźnie umieściła limit podwyżek na poziomie 6% i wskazała na zagrożenia, jakie restrykcyjna polityka monetarna niesie dla wzrostu gospodarczego. Jest całkiem możliwe, że wkrótce pojawi się więcej tego rodzaju wypowiedzi. Do podobnych wniosków prowadzi również nowy element marcowego komunikatu, czyli powrót do stwierdzenia, że dokonane już podwyżki stóp będą oddziaływać w stronę obniżenia inflacji. Takie sformułowanie po raz ostatni zostało użyte przez RPP w październiku 2007.

Warto zauważyć, że pewien nowy element pojawił się również w ocenie czynników prowadzących do narastania presji inflacyjnej. Do zwyczajowo wymienianych negatywnych skutków rosnących żądań płacowych pracowników oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych jeden z członków RPP (prof. Wojtyła) dodał też niedawno wskazywaną już wcześniej w naszych raportach kwestię znacznego wzrostu tzw. inflacji odczuwalnej. Obecnie wskaźnik ten, na którego kształtowanie się największy wpływ mają ceny żywności, paliw oraz użytkownika mieszkania, szacujemy na około 5-6% r/r. Co ciekawe, czynniki którym wcześniej przydawano bardzo istotną rolę w ograniczaniu inflacji (takie, jak szeroko rozumiana globalizacja) wydają się obecnie tracić na znaczeniu. Można wręcz mówić o odwróceniu się kierunków ich oddziaływania, gdyż część odnotowanego w ostatnim okresie

wzrostu inflacji została wygenerowana właśnie przez czynniki o charakterze globalnym, zarówno podażowym, jak i popytowym.

Marcowe posiedzenie RPP pomogło również w rozstrzygnięciu nadmiernie chyba rozdmuchanego i, jak nam się wydaje, raczej wtórnego w swej istocie problemu rosnącego dysparytetu stóp procentowych i jego oddziaływania na wzmocnienie polskiej waluty. Wspomniany już prof. Wojtyła stwierdził, że zmiany kursu walutowego są jednym z najbardziej efektywnych kanałów oddziaływania polityki monetarnej i dlatego aprecjacje złotego można uznać za czynnik korzystny z punktu widzenia realizacji głównego celu RPP, jakim jest stabilizacja cen.

... i kolejna w kwietniu?

Naszym zdaniem jest całkiem prawdopodobne, że już w kwietniu RPP zdecyduje się na dokonanie kolejnej podwyżki stóp procentowych. Oficjalnym i najważniejszym uzasadnieniem dla takiej decyzji mogą być zjawiska występujące obecnie na rynku pracy i obawy o pojawienie się efektów drugiej rundy. Z punktu widzenia RPP taka strategia (czyli skoncentrowanie podwyżek w krótkim okresie) zmniejsza ryzyko, że konieczne okazałyby się dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej nawet w przypadku zrealizowania się scenariusza zakładającego dość istotne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce w drugiej połowie tego roku i/lub rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych w strefie euro. Uważamy, że jeśli RPP rzeczywiście dokona podwyżki stóp już w kwietniu, to następnie wstrzyma się na pewien okres z podejmowaniem kolejnych tego rodzaju decyzji. Tę przerwę Rada będzie chciała wykorzystać na obserwowanie tendencji w realnej sferze gospodarki oraz na ocenę efektów już dokonanych podwyżek stóp. Taka faza może potrwać co najmniej do czerwca (publikacja nowej projekcji inflacyjnej oraz ostatecznych danych o wzroście PKB w I kwartale 2008 r.). Uważamy, że istotny wpływ na kolejne decyzje RPP oraz na kształtowanie się oczekiwań rynku będą miały takie czynniki, jak dalszy wzrost dynamiki cen (szacujemy, że w II połowie tego roku wskaźnik inflacji przejściowo przekroczy poziom 5%) oraz duże prawdopodobieństwo utrzymania się dwucyfrowego tempa wzrostu płac. Oba te czynniki nie pozwolą na spełnienie się zawartych w aktualnych notowaniach rynkowych oczekiwań dotyczących zakończenia cyklu podwyżek i odwrócenia się kształtu krzywej dochodowości. Podtrzymujemy swoją ocenę, że jest wielce prawdopodobne, że w 2008 roku stopa referencyjna NBP wzrośnie powyżej poziomu 6%. Uważamy też, że bardzo zagrożona jest realizacja bazowego obecnie scenariusza runkowego zakładającego rozpoczęcie cyklu obniżek już na początku 2009 roku.

POLITYKA FISKALNA

Rząd przyjął aktualizację programu konwergencji

Nowa aktualizacja programu konwergencji została zaakceptowana przez rząd 25 marca i przesłana do Komisji Europejskiej, która teraz zajmie się jej oceną. Nasze wrażenia z lektury tego dokumentu są dość mieszane. Zgodnie wcześniejszymi zapowiedziami, całkiem ambitnie określona została ścieżka redukcji deficytu fiskalnego, który do 2011 r. ma obniżyć się do około 1% PKB, czyli to poziomu, który Polska sama określiła jako swój średniookresowy cel swej polityki fiskalnej (tzw. MTO – medium-term objective). Cel jest szczytny, ale niestety dokument przyjęty przez rząd jest niezwykle oszczędny w prezentowaniu działań, które miałyby doprowadzić do jego realizacji. Jeśli do głównych celów swej polityki gospodarczej rząd zalicza obniżanie obciążeń fiskalnych oraz zwiększanie wydatków rozwojowych i „uzasadnionych” wydatków socjalnych, to nie jest oczywiste, że jest to najprostsza droga do zmniejszenia nierównowagi fiskalnej. Bardziej oczywiste mogą się okazać korzyści z przyśpieszenia prywatyzacji, choć w większej mierze wpłynęłoby to na poziom długu publicznego niż samego deficytu. Bardzo dużą wagę rząd przywiązuje do zwiększenia aktywności zawodowej (w tym poprzez realizację programu „Solidarność pokoleń 50+”), ale w aktualizacji programu konwergencji nie podaje się żadnych wyliczeń korzyści z tego tytułu, natomiast mówi wprost o tym, że „w horyzoncie średnioterminowym koszty wdrażanych zmian są poważnym obciążeniem dla finansów publicznych”. Jedyne konkrety w niewielkim fragmencie programu poświęconym wydatkom publicznym odnoszą się do zadecydowanego już wzrostu tych wydatków wskutek zmiany częstotliwości i formuły waloryzacji emerytur i rent oraz eliminacji tzw. starego portfela. O planach redukcji wydatków mówi się w sposób niezwykle ogólny poprzez wskazanie na zamierzone zmniejszenie relacji niektórych ich kategorii do PKB. Największe korzyści ma przynieść relatywne zmniejszenie wydatków na ochronę socjalną (z 16,9% PKB w 2006 r. do 15,1% w 2010 r.) i na działalność ogólnopaństwową (z 5,9% do 5,1%), natomiast najbardziej (aż o jedną trzecią) ma spaść względny ciężar nakładów na ochronę środowiska. To ostatnie założenie wydaje się mocno wątpliwe w świetle rosnących wyzwań w tym obszarze. Warto też zwrócić uwagę, że w uzasadnieniu planowanego spadku obciążeń wydatkami „ogólnopaństwowymi” wspomina się o spadku kosztów obsługi długu, choć od 2007 r. nie przewidują się już ich dalszego spadku, a raczej stabilizację na poziomie 2,3% PKB. Dość ciekawie wygląda porównanie zamierzeń obecnego rządu z planami poprzedniej ekipy określonymi w aktualizacji programu konwergencji przesłanej do Brukseli w październiku 2007 r. Na plus nowego rzą-

du zaliczyć można zamiar znacznie głębszego (o 0,8% PKB) ograniczenia wydatków „ogólnopaństwowych” (w tym głównie kosztów działania administracji i obsługi długu publicznego), choć póki co nie bardzo wiadomo, w jaki sposób ma zostać to osiągnięte. Niemal całe korzyści z tego tytułu mają jednak zostać skonsumowane przez wyższe od zakładanych przez poprzedni rząd wydatki na cele socjalne (odpowiednio 15,1% i 14,5% PKB w 2010 r.). Jest pewnym zaskoczeniem, że w świetle tych planów obecny rząd może być postrzegany jako bardziej „prosocjalny” od poprzedniego. Nowy rząd zamierza też nieco więcej od swych poprzedników wydać na edukację, natomiast relatywnemu obniżeniu ulegą wydatki na ochronę zdrowia, obronę narodową i bezpieczeństwo oraz gospodarkę mieszkaniową. Wszystkie te zmiany, które można odczytywać jako odzwierciedlenie przesunięć w priorytetach rządu, mają w sumie pozwolić na zmniejszenie do 2010 r. relacji wydatków do PKB o 0,7% PKB więcej niż zakładała to poprzednia ekipa.

Na podstawie informacji zawartych w programie konwergencji można wnioskować, że dla osiągnięcia założonego spadku relacji całości wydatków publicznych do PKB (do 40,1% w 2010 r.) ich realna dynamika w latach 2009-2010 musiałaby się obniżyć do około 2% rocznie. Nie jest to oczywiście wykluczone, ale wydaje się bardzo trudne do zrealizowania bez wprowadzenia skutecznego mechanizmu kontroli wzrostu wydatków. W samym programie nic nie wspomina się o takich planach, natomiast dyskusje na temat ewentualnego przyjęcia tzw. kotwicy wydatkowej wydają się wciąż jeszcze być w fazie wstępnej. Oprócz braku jasno określonych sposobów ograniczania wzrostu wydatków ważnym zagrożeniem dla realizacji ambitnych planów fiskalnych rządu jest ich duża zależność od przyjętych założeń makroekonomicznych, w tym zwłaszcza od określonego dość optymistycznie tempa wzrostu PKB. Jak pokazują szacunki samego Ministerstwa Finansów, zmniejszenie tempa wzrostu PKB o 1 pkt. proc. skutkowałoby zwiększeniem deficytu z 1,5% do 2,7% PKB w 2010 r. i prowadziłyby do stałego narastania długu publicznego. Warto przy okazji zauważyć, że nawet przy pierwotnie założonej dynamice wzrostu PKB trudno będzie osiągnąć jeden z najważniejszych celów ogłoszonych przez ministra Rostowskiego, tzn. obniżenie do 2011 r. relacji długu do PKB o od 4 do 7% PKB (według obecnych przewidywań do 2010 r. relacja ta spadnie tylko o 2,6 pkt. proc.). Za mało realne można już uznać niektóre założenia przyjęte przy konstrukcji programu konwergencji w odniesieniu do 2008 r., w tym choćby przeciętne poziomy stóp procentowych w Polsce (5,5%) i kursu złotego do euro (3,57) oraz dynamikę PKB w UE (2%). Urealnienie tych wartości mogłoby negatywnie

Kwiecień 2008

mogłyby negatywnie wpłynąć na prognozowane tempo wzrostu gospodarczego w Polsce.

Naszym zdaniem nowa aktualizacja programu konwergencji nie przesądza jeszcze tego, czy spełnią się oczekiwania polskiego rządu dotyczące zakończenia w tym roku procedury nadmiernego deficytu. Choć Polska z nawiązką wypełniła wszystkie zobowiązania dotyczące redukcji deficytu w 2007 r., to niepokój naszych partnerów z UE może wzbudzić fakt, że pomimo nadal wysokiego tempa wzrostu PKB w tym roku (po raz pierwszy od 2003 r.) ma dojść do znaczącego wzrostu nierównowagi fiskalnej. Według szacunków rządu, nominalny deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych ma się zwiększyć z 2% w 2007 r. do 2,5% PKB w roku bieżącym, natomiast deficyt strukturalny z 2,2% do 2,7%. Ta ostatnia wielkość jest już niepokojąco blisko kluczowej granicy 3% PKB, zwłaszcza, jeśli uwzględną się, że z siebie tylko

znanych przyczyn rząd założył, że samorządy lokalne zwiększą w tym roku swą nadwyżkę o 0,4% PKB (z 0,2% w 2007 r. do 0,6%). Bez tego optymistycznego założenia strukturalny deficyt całego sektora przekroczyłby ponownie poziom 3%, co raczej wykluczałoby możliwość uzyskania zgody Rady EU na szybkie wyłączenie Polski spod rygorów procedury nadmiernego deficytu. Dodatkowo wątpliwości partnerów z UE może też wzbudzić brak informacji o konkretnych działaniach, które mogłyby uwiarygodnić ambitne średniookresowe plany fiskalne rządu. Ostateczna decyzja Rady UE zależeć będzie w bardzo dużym stopniu od rekomendacji, jakie po zapoznaniu się z nową wersją polskiego programu konwergencji przedstawi Komisja Europejska. Kluczowe znaczenie w tym procesie będzie miało to, w jakim stopniu poziomy deficytu fiskalnego oszacowane przez ekspertów KE pokrywać się będą z wielkościami podanymi przez nasz rząd.

Wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych (w % PKB)

	2006	2010 (PK 10.2007)	2010 (PK 03.2008)
1. Działalność ogólnopaństwowa	5,9	5,9	5,1
2. Obrona narodowa	1,2	1,1	1,0
3. Bezpieczeństwo i porządek publiczny	1,8	1,8	1,7
4. Sprawy gospodarcze	4,4	4,0	4,1
5. Ochrona środowiska	0,6	0,6	0,4
6. Gospodarka mieszkaniowa i komunalna	1,2	1,3	1,0
7. Ochrona zdrowia	4,7	5,0	4,8
8. Organizacja wypoczynku, kultura i religia	1,1	0,8	0,8
9. Edukacja	6,0	5,9	6,1
10. Ochrona socjalna	16,9	14,5	15,1
Wydatki ogółem	43,8	40,8	40,1

Źródła: Program konwergencji. Aktualizacja 2007. Październik 2007 r. (PK 10.2007)
Program konwergencji. Aktualizacja 2007. Marzec 2008 r. (PK 03.2008)

Pierwszy kwartał na plusie

Wstępne szacunki Ministerstwa Finansów wskazują na to, że w pierwszym kwartale tego roku odnotowano nadwyżkę sięgającą od 2,5 do 3 mld zł. Oznacza to, że niewiele mniejsze było dodatnie saldo osiągnięte w samym marcu, gdyż deficyt po pierwszych dwóch miesiącach wynosił niecałe 140 mln zł. Są to niewątpliwie bardzo dobre wyniki, ale zbyt wcześnie byłoby twierdzić, że zapowiadają one możliwość uzyskania dużo niższego od planowanego deficytu w skali całego roku. Nie jest jeszcze znana szczegółowa struktura dochodów i wydatków budżetowych w marcu, ale z informacji przekazanych przez wiceminister Suchocką-Roguską wynika, że o dobrych wynikach ubiegłego miesiąca zadecydowały jednorazowe dochody związane z rocznym rozliczeniem podatku CIT oraz opóźnienia w realizacji planu wydatków.

Żaden z tych czynników nie jest niestety dobrą podstawą do budowania prognozy dalszego kształtowania się budżetu, gdyż nadzwyczajne wpływy z CIT już się nie powtórzą, a opóźnienia w wydatkach mogą w znacznej części zostać nadrobione w dalszej części roku.

Do ostrożności przy zapowiadaniu lepszych od planowanych wyników tegorocznego budżetu zachęcają też opublikowane już informacje o jego realizacji w styczniu i w lutym. Wynika z nich, że po dwóch miesiącach tego roku stopień realizacji planu wydatków (15,4%) nie tylko kształtował się poniżej wskaźnika upływu czasu, ale też był istotnie niższy od odpowiedniego wskaźnika (16,7%) odnotowanego w tym samym okresie 2007 r. Oznacza to, że niższy o ponad 2,8 mld zł deficyt nie był efektem lepszej od założonej dynamiki dochodów, lecz w zasadzie w cało-

Kwiecień 2008

ści wynikał z opóźnień w realizacji planu wydatków. O relatywnie niskim poziomie łącznych wpływów do budżetu zdecydowało już tradycyjnie bardzo słabe zaawansowanie planu dochodów z UE (6%). W pewnym stopniu zostało to skompensowane przez niezłą dynamikę wpływów z podatków pośrednich, choć w przypadku VAT była ona w lutym dość wyraźnie słabsza niż w styczniu. Wpływy z podatków dochodowych kształtowały się znacznie poniżej wskaźnika wpływu czasu, ale jest to typowe na początku każdego roku. Nieco niższe od założonych okazały się też dochody niepodatkowe. W sumie można stwierdzić, że strona dochodowa budżetu nie prezentowała się w dwóch pierwszych miesiącach tego roku jakoś szczególnie korzystnie, zwłaszcza jeśli uwzględni się, dużo wyższy od planowanego poziom inflacji, bardzo wysoką dynamikę funduszu płac i całkiem przyzwoity poziom aktywności gospodarczej.

Efekty opóźnień w wydatkach można dobrze zobrazować porównując realizację tegorocznego i ubiegłorocznego budżetu. Gdyby po dwóch miesiącach 2008 r. osiągnięto tak sam poziom zaawansowania planu wydatków jak w tym samym okresie 2007 r. (czyli 15,9% zamiast 14,1% w tym roku) to łączne wypłaty z budżetu byłyby o ok. 5,5 mld wyższe od faktycznie zrealizowanych i o taką samą kwotę zwiększyłby się także poziom deficytu. Największe opóźnienia w realizacji rocznego planu wydatków odnoszą się do dotacji dla FUS (8,9% planu), kosztów obsługi długu krajowego (4,9%) i finansowania projektów z udziałem środków UE. Bardzo powoli ruszają też wydatki na cele majątkowe (tylko 2,2% planu), ale jest to zjawisko, które powtarza się na początku każdego roku. O rzeczywistych oszczędnościach w wydatkach można na razie mówić tylko w przypadku dotacji dla FUS, gdyż niewielkie póki co zapotrzebowanie tego funduszu na środki budżetowe jest efektem zarówno nadzwyczajnych dotacji, jakie trafiły do FUS w końcu 2007 r., jak i wysokich bieżących wpływów ze składek odzwierciedlających bardzo szybko rosnący fundusz płac. Wygląda na to, że nawet nieco okrojona dotacja, jaką FUS otrzymał w lutym (około 2,5 mld zł), okazała się zbyt wysoka, gdyż w tym samym miesiącu o około 1,6 mld zł zwiększył się poziom jego depozytów bankowych. Bardzo niskie dotąd wydatki

na obsługę długu krajowego wynikają głównie z nierównomierności ich rozkładu w trakcie roku. Specyficzna była też struktura finansowania potrzeb pożyczkowych netto. Potrzeby te były w pierwszych dwóch miesiącach tego roku bardzo niewielkie, gdyż przy symbolicznych rozmiarach deficytu ograniczały się w zasadzie do konieczności sfinansowania wynoszącego 2,4 mld zł transferu środków do OFE (który z dość trudnych do wytłumaczenia przyczyn Ministerstwo Finansów wciąż umieszcza w budżecie „pod kreską”, zamiast zaliczać do wydatków). Do sfinansowania potrzeb pożyczkowych nie wykorzystano instrumentów dłużnych (przyrost zadłużenia z tytułu emisji obligacji był o ponad miliard zł niższy od spadku zadłużenia w bonach skarbowych) lecz środki pozostające do wykorzystania z 2007 r. oraz zasoby zgromadzone na lokatach bankowych. W efekcie w styczniu nieco obniżył się poziom zadłużenia Skarbu Państwa i można zakładać, że dług ten nie zwiększył się również w całym pierwszym kwartale (tym bardziej, że silny złoty zmniejszył wartość zobowiązań nominowanych w innych walutach).

Realizacja budżetu państwa w okresie styczeń – luty 2008 r.

	mln PLN	% planu
Dochody, w tym:	43303,9	15,4%
Podatki pośrednie	31108,6	16,7%
Akcyza	10283,6	19,7%
CIT	2261,9	8,3%
PIT	5104,5	14,1%
Wydatki	43440,5	14,1%
Obsługa długu krajowego	1082,1	4,9%
Obsługa długu zagranicznego	1878,8	31,7%
Dotacja dla FUS	2955,4	8,9%
Subwencja samorządowa	11025,2	27,1%
Deficyt/Nadwyżka	-136,6	

Źródło: Ministerstwo Finansów

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

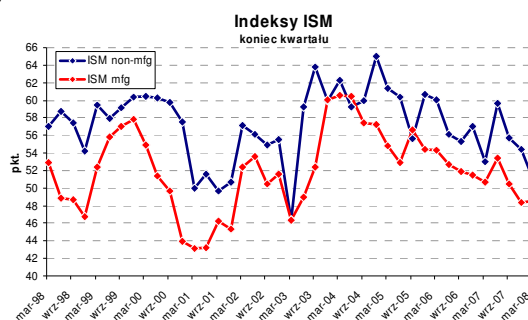
Gospodarka USA w świetle badań koniunktury

W bieżącym wydaniu raportu postanowiliśmy się przyjrzeć gospodarce amerykańskiej przez pryzmat wskaźników koniunktury. Skupiamy się wyłącznie na wskaźnikach opracowywanych dla całego kraju, pomijając liczne indeksy regionalne. W pierwszej kolejności omówione zostaną indeksy ISM dla przemysłu i dla sektora usług. W ten sposób odtworzymy obraz gospodarki widziany oczami menedżerów odpowiedzialnych za logistykę. W następnym kroku przejdziemy do obrazu gospodarki widzianej z perspektywy konsumentów, omawiając kolejno indeksy opracowywane przez Uniwersytet Michigan i Conference Board. Jako podsumowanie rozważań zaprezentujemy indeksy zbiorcze dla całej gospodarki przygotowywane przez Conference Board w ramach opracowania *Business Cycle Indicators*. W przeciwieństwie do naszych poprzednich raportów, tym razem uwagę koncentrujemy wyłącznie na sferze realnej.

Obydwa indeksy PMI (Purchasing Manager Index) dla gospodarki USA przygotowywane są przez ISM (Institute for Supply Management – Instytut Zarządzania Podażą) a metodologia ich liczenia nie odbiega od analogicznych wskaźników sporządzanych przez ABN Amro i NTC Research dla pozostałych krajów. Wskaźnik dla przemysłu (ISM *manufacturing*) obejmuje działy odpowiedzialne za tworzenie około 20% PKB, natomiast indeks dla usług¹ (ISM *non-manufacturing*) odpowiada aż za 80% aktywności gospodarczej. Z uwagi jednak na większą zmienność indeksu usług (powodowaną przez dużą zależność od bieżącego sentymentu rynkowego) i jego krótszą historię (zaczęto go opracowywać od 1998 r.) większą uwagę przykuwa zwykle indeks ISM dla przemysłu, który jest powszechnie używany do szacowania tempa wzrostu PKB.

Ostatnie odczyty ISM dla przemysłu plasują się na poziomie poniżej 50 punktów, który oddziela ekspansję sektora przetwórczego od kontrakcji. Jednakże poziom indeksu utrzymujący się powyżej 41,1 pkt. historycznie oznaczał, że cała gospodarka nadal pozostawała w fazie wzrostu (tzn. spadek produkcji przemysłowej kompensowany był przez lepsze wyniki innych sektorów). Według szacunków ekspertów ISM odnotowana w marcu wartość indeksu 48,6 pkt. odpowiada wciąż dynamice PKB na poziomie 2,4% w całym 2008 roku, czyli znacznie powyżej oczekiwań rynkowych i ścieżki PKB zaprezentowanej w ostatnich prognozach FOMC. Analiza składowych indeksu

sugeruje, że w krótkim okresie dość prawdopodobne są dalsze spadki indeksu PMI. Wskazuje na to obniżający się portfel zamówień (choć zamówienia eksportowe nadal rosną szybko, gdyż wspierane są przez słabego dolara) oraz wciąż zmniejszające się zatrudnienie. Zmniejszające się od prawie dwóch lat zapasy producentów mogłyby wskazywać na perspektywę przyspieszenia produkcji, jednak ze względu na słabość popytu konsumpcyjnego i wciąż nadmierne zapasy klientów nie nastąpi to raczej zbyt szybko.



Również indeks ISM w usługach opiera się na razie znacznym spadkom (z wyjątkiem dość gwałtownego, ale jak się okazało przejściowego, obniżenia się tego indeksu w styczniu tego roku). Obliczany od początku 2008 r. przez ISM nowy zagregowany indeks NMI (Non-Manufacturing Index) osiągnął w marcu wartość 49,6 pkt., a więc uplasował się tylko nieznacznie poniżej kluczowej bariery 50 punktów. Jednocześnie jednak uznawany do niedawna za najważniejszy wskaźnik aktywności w sektorze usług (business activity) wzrósł w marcu do poziomu 52,2, w związku z czym trudno jest jednoznacznie stwierdzić, że sektor ten znajduje się już w fazie recesji (można raczej mówić tylko o dość głębokim spowolnieniu). Jeśli chodzi o składowe indeksy, wyłania się z nich w gruncie rzeczy obraz podobny do bliźniaczego ISM w przemyśle: zmniejszające się zatrudnienie i szybko rosnący portfel zamówień eksportowych w połączeniu z wysokim poziomem zapasów. Odnotowany w sektorze usług ogólny wzrost zamówień może jednak sugerować, że w najbliższym czasie ISM dla tego sektora nie będzie się znacznie obniżał. Jak wskazywaliśmy już powyżej, sytuacja w przemyśle może pod tym względem kształtować się mniej pomyślnie.

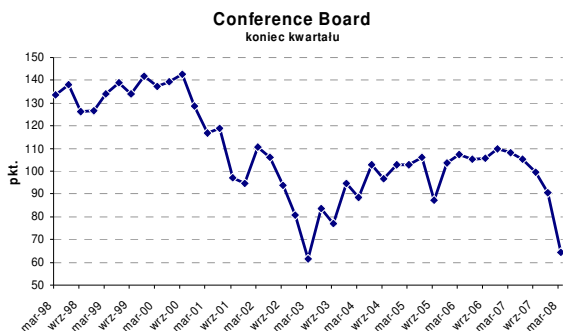
Koniunktura konsumencka opisywana jest przez dwa konkurencyjne indeksy: Uniwersytetu Michigan oraz Conference Board. Pierwszy z nich sporządzany jest na podstawie ankiet telefonicznych przeprowadzanych na próbie 500 konsumentów, natomiast drugi opiera się na pytaniach wysyłanych drogą pocztową do 5000 gospodarstw domowych.

¹ O ISM *non-mfg* mówi się, że odzwierciedla koniunkturę w sektorze usług, gdyż większość branż obejmowanych w tym indeksie pochodzi właśnie z tego sektora.

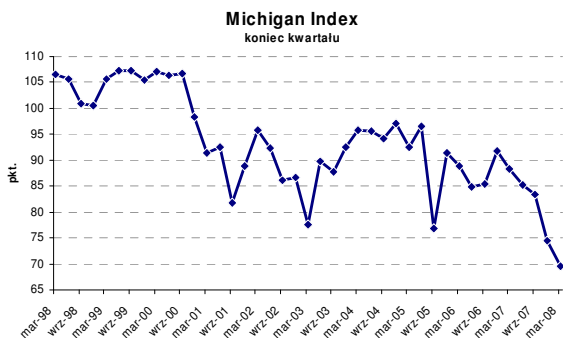
Kwiecień 2008

Pytania formułowane w przypadku obydwu badań są zbliżone, jednak Conference Board koncentruje się w większym stopniu na funkcjonowaniu rynku pracy, podczas gdy indeks Uniwersytetu Michigan większy nacisk kładzie na finanse osobiste. Obydwa indeksy są wykorzystywane do identyfikowania nagłych zwrotów w optymizmie konsumentów – miarodajne są odchylenia przekraczające 5 punktów.

Marcowy odczyt indeksu Conference Board uplasował się na poziomie 64,5 pkt. Począwszy od sierpnia 2007 roku indeks stracił ponad 50 punktów i obecnie utrzymuje się na poziomie 5-letnich minimów. Ciekawie przedstawia się poziom oczekiwań gospodarstw domowych – znajduje się on obecnie na najniższym poziomie od czasu kryzysów naftowych z lat 70-tych. Konsumenty bardzo pesymistycznie oceniają sytuację na rynku pracy i możliwości zarabiania pieniędzy.



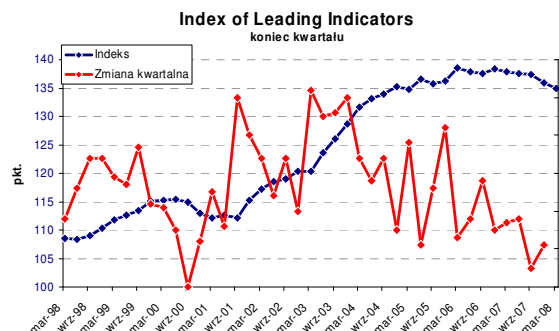
Indeks Michigan również w ostatnim okresie odnotował spore spadki, a ostatni jego odczyt (marzec) znalazł się na poziomie 69,5 pkt. osiągając tym samym kolejne, wieloletnie minimum. Po szybko wysłanych oznakach poprawy sentymentu, w grudniu indeks ten powrócił do trendu spadkowego. Trzeba jednak zauważyć, że w przeciwieństwie do sygnałów wysyłanych przez konsumentów ankietowanych przez Conference Board, widoczne stają się pierwsze oznaki stabilizacji sentymentu, choć na wyjątkowo niskim poziomie.



Obydwa mierniki zaufania konsumentów są przede wszystkim wykorzystywane do określania perspektywy

dla wzrostu wydatków konsumpcyjnych. Obecne poziomy indeksów sugerują, że tempo wzrostu tych wydatków będzie przez najbliższe miesiące zerowe w ujęciu realnym lub nawet lekko ujemne – wiele zależy w tym przypadku od tempa wzrostu cen mierzonego inflacją PCE. Sentyment konsumentów ulegnie prawdopodobnie pewnej poprawie wraz z pojawieniem się ulg podatkowych przewidzianych w przyjętym przez Kongres pakiecie fiskalnym. Większość ankiet pokazuje, że konsumenci planują wydanie około 1/3 otrzymanej kwoty, a resztę zamierzają przeznaczyć na odbudowę oszczędności i spłatę długów. Z punktu widzenia dużych obciążeń powodowanych przez konieczność obsługi długu oraz nikłych możliwości refinansowania, tego rodzaju podział korzyści z ulg podatkowych wydaje się rozsądnym rozwiązaniem. Otwartą sprawą pozostaje jednak nadal to, czy deklaracje zawarte w ankietach pokrywać się będą z rzeczywistym zachowaniem się beneficjentów ulg podatkowych.

Dobrym podsumowaniem i uzupełnieniem rozważań o aktualnym stanie gospodarki USA może być prezentacja indeksu wskaźników wyprzedzających (LEI – Leading Indicators Index) przygotowywanego przez Conference Board, który z odpowiednim wyprzedzeniem sygnalizuje punkty zwrotne cyklu koniunkturalnego. LEI sporządzany jest jako indeks dyfuzji złożony ze wskaźników dotyczących danych realnych² i nominalnych oraz wyników wybranych badań ankietowych.



Indeks LEI obniżył się w lutym już po raz piąty z rządu i osiągnął poziom 135 punktów. Ostatni raz podobną skalę spadku tego indeksu odnotowano podczas recesji z 2001 roku. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że spadki LEI zaczęły być widoczne już od

² Pełny zestaw wykorzystanych danych realnych to: przeciętny tydzień pracy w przetwórstwie przemysłowym, nowo zarejestrowani bezrobotni, nowe zamówienia w przetwórstwie przemysłowym (dobra konsumpcyjne oraz dobra kapitałowe nie związane z obroną narodową), pozwolenia budowlane. Uwzględnione dane nominalne to ceny akcji, podaż pieniądza M2, *spread* pomiędzy 10-letnią obligacją rządową a stopą Fed funds. Dane ankietowe składają się z indeksu opóźnień dostaw oraz sentymentu wśród konsumentów (za miarę służy w tym przypadku subindeks oczekiwań z Indeksu Michigan).

Kwiecień 2008

połowy 2007 roku. W ostatnich miesiącach zaczęły one jednak rozprzestrzeniać się na coraz to nowe komponenty indeksu, co sugeruje, że sygnalizowane w ten sposób obniżenie aktywności gospodarczej ma coraz bardziej kompleksowy charakter i może skumulować się w pierwszej połowie tego roku.

Równoległe z LEI publikowany jest również zestaw wskaźników bieżących (Coincident Indicators) oraz opóźnionych (Lagging Indicators). Pierwszy z tych indeksów od sześciu miesięcy utrzymuje się na niezmiennym, lecz niskim poziomie, co oznacza, że gospodarka amerykańska znajduje się obecnie w fazie słabego wzrostu gospodarczego. Niemal stały wzrost indeksu opóźnionego może sugerować jednak, że gospodarka nie osiągnęła jeszcze dolnego punktu zwrotnego cyklu. Wszystkie wskazania indeksów Conference Board wydają się tym samym spójne ze sobą.

Ostatnie wypowiedzi szefa Fed Bena Bernanke sugerują, że w pierwszej połowie tego roku gospodarka amerykańska może otrzeć się o recesję, jednak aktywność gospodarcza powinna się poprawić w III i IV kwartale dzięki efektom skoordynowanych działań w obszarach polityki monetarnej i fiskalnej. W 2009 roku tempo wzrostu PKB może zacząć powoli zbliżać się do potencjalnego. Przyczynić się powinny do tego stopniowe stabilizowanie się sytuacji na rynku mieszkaniowym oraz oczekiwana poprawa warunków na rynkach finansowych. Trwające nadal zaburzenia finansowe sprawiają jednak, że zaprezentowane prognozy obarczone mogą być dużym błędem a rozkład związanego z nimi ryzyka jest dość wyraźnie przesunięty w kierunku niższych poziomów aktywności.

Wskaźniki koniunktury potwierdzają możliwość zrealizowania się w pierwszej połowie tego roku scenariusza nakreślonego przez szefa Fed. Na razie nie ma jednak wyraźnych sygnałów pozwalających oczekiwać, że w dalszej części tego roku dojdzie do zapowiadanej zmiany kursu gospodarki USA. Istnieją natomiast dość solidne podstawy, aby za dość prawdopodobny uznać scenariusz dotyczący przyszłego roku. Interesująco przedstawia się możliwość recesji w świetle odczytów indeksu ISM. W chwili obecnej pozostają one na poziomach zdecydowanie wyższych, niż odnotowane podczas większości poprzednich recesji. Prawdopodobnie duża w tym zasługa słabego dolara, który nieustannie wspiera zamówienia eksportowe. Skala wsparcia ze strony popytu zagranicznego może okazać się jednak niewystarczająca w obliczu znacznego ograniczenia tempa wzrostu konsumpcji krajowej postulowanego przez odpowiednie wskaźniki koniunktury oraz najnowsze dane realne. W tym kontekście, bieżące odczyty indeksów ISM można uznać za zbyt

ISM można uznać za zbyt optymistyczne (odczyty *headline* nie mają *explicite* wymiaru wyprzedzającego) a scenariusz nakreślony przez B. Bernanke (możliwość ujemnego wzrostu PKB w strefie) przyjął przy obecnym stanie wiedzy za bazowy.

Strefa euro

Marzec przyniósł w strefie euro nasilenie procesów inflacyjnych. Wg wstępnych szacunków Eurostatu (*flash estimate*) inflacja HICP w marcu osiągnęła 3,5% r/r wobec oczekiwanych 3,3% r/r. Przypomnijmy, że w lutym stopa inflacji HICP wyniosła 3,3% r/r, czyli już była bardzo odległa od celu ECB (określonego na poziomie poniżej lecz blisko 2%). W takiej sytuacji wizja rychłego złagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro oddala się coraz bardziej. W istocie, obniżka stóp procentowych przy braku wyraźnych oznak spowolnienia gospodarki i wobec silnego wzrostu cen i przyspieszającego wzrostu płac, byłaby dla ECB dość trudna do uzasadnienia.

W tym kontekście istotne są dane o ostatnich negocjacjach płacowych w sektorze publicznym w Niemczech. Porozumienie zawarte 31 marca przewiduje wzrost płac o łącznie około 5,1%, co przy oczekiwanym wzroście wynagrodzeń w pozostałych sektorach o 3-4% może doprowadzić do podniesienia poziomu płac w całej gospodarce o co najmniej 3% (dla porównania w ubiegłym roku wzrost ten wyniósł tylko 1,3%). Nic dziwnego, że szef ECB J-C Trichet ostrzegał niedawno inne kraje strefy euro przed naśladowaniem uzgodnień dokonanych w Niemczech i wskazywał na szczególne okoliczności (brak podwyżek w poprzednich latach) częściowo uzasadniające te decyzje. Nasilenie się żądań płacowych w największej gospodarce strefy euro zmniejsza możliwość złagodzenia polityki pieniężnej i oznacza, że ECB zdecyduje się najprawdopodobniej na utrzymanie jastrzębiego wydzwiku komunikatu, jaki ogłoszony zostanie po zaplanowanym na 10 kwietnia posiedzeniu Rady Gubernatorów.

W związku z powyższym oczekujemy, że w najbliższych kilku miesiącach stopy procentowe w strefie euro pozostaną na obecnym poziomie (4,00%). Do złagodzenia polityki pieniężnej może ewentualnie dojść w drugiej połowie roku, jeśli pojawią się wyraźne symptomy spowolnienia wzrostu gospodarczego i/lub zmniejszenia presji cenowej. Jednym ze źródeł zagrożeń dla perspektyw wzrostu jest aprecjacja euro, ale trzeba pamiętać, że jej skala w relacji do koszyka odzwierciedlającego całą strukturę obrotów płatniczych strefy euro jest istotnie niższa niż w relacji do dolara, zaś gospodarka całej UE cechuje się relatywnie niskim stopniem otwartości.

Kwiecień 2008

NA RYNKU

F/X

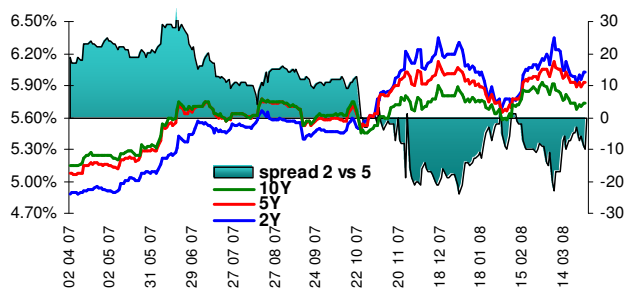
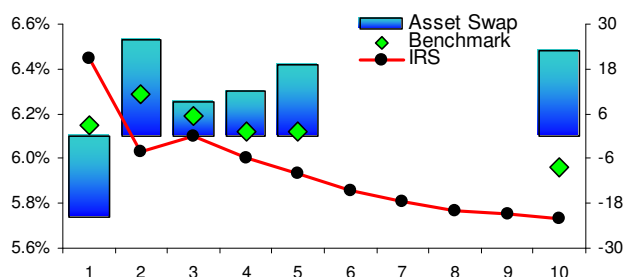
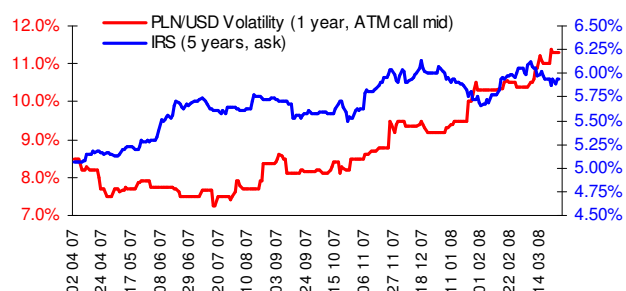
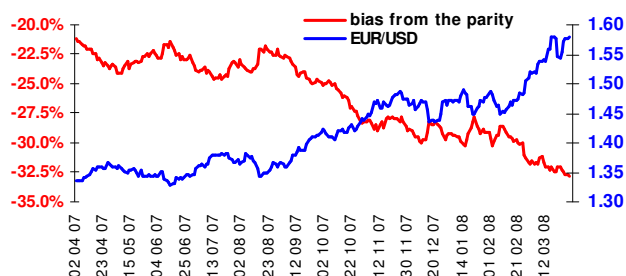
Na początku marca złoty, po nieudanej próbie pokonania poziomu 3,50 wobec euro, zaczął osłabiać się podążając za innymi walutami emerging markets, które traciły na skutek globalnego wzrostu awersji do ryzyka (przykładowo w tym czasie korona islandzka straciła ok. 15% względem euro). Interwencja Fed, który podjął kolejne działania dla ratowania płynności rynków finansowych, nie poprawiła tych nastrojów. Do połowy marca złoty osłabił się do poziomu 3,58-3,59 względem euro, nie przełamując jednak poziomu 3,60. Sekwencja danych makro z polskiej gospodarki, które zaczęły napływać od połowy miesiąca umacniając oczekiwania na podwyżki stóp procentowych, spowodowała odwrócenie tego trendu. Złoty szybko zbliżył się do poziomu 3,50, przełamując go na przełomie kwietnia i marca. Na koniec pierwszego tygodnia kwietnia za euro płacono już poniżej 3,46 zł, czyli najmniej od prawie siedmiu lat.

Mniej zawirowań wystąpiło na rynku USD/PLN. Złoty przez cały miesiąc umacniał się względem dolara, z poziomu 2,32 w końcu lutego do 2,21-2,22 na przełomie marca i kwietnia. W pierwszych dniach kwietnia kurs PLN/USD zbliżył się do poziomu 2,20 (przejdźcie nawet przełamując ten poziom). Z krótkotrwałym umocnieniem amerykańskiej waluty mieliśmy do czynienia po decyzji Fed o obniżce stóp procentowych, której skala (75 pb.) okazała się nieco mniejsza od oczekiwań rynku (100 pb.). Po kilku dniach dolar ponownie zaczął jednak tracić na wartości.

Fixed Income

Podwyżka stóp procentowych przez RPP w marcu i pojawienie się oczekiwań na kolejną podwyżkę w kwietniu wyraźnie przesunęło w górę krótki koniec krzywej dochodowości. Rentowność obligacji 2-letnich przekroczyła 6,30%. W segmencie od 2 do 5 lat nastąpiły minimalne spadki stawek, w granicach kilku pb. Na długim końcu rentowności nieznacznie przesunęły się w górę, w okolice 6%. W rezultacie kształt krzywej w porównaniu z początkiem marca zdecydowanie się wypłaszczył.

Wzrost rentowności w mniejszym stopniu dotyczył stawek IRS, które na początku kwietnia kształtowały się ok. 20-25 pb. poniżej rentowności papierów skarbowych. Do silnego wzrostu asset swapów, który nastąpił w pierwszej połowie marca, przyczynił się niekorzystny rozwój sytuacji na rynkach wschodzących i wzrost awersji do ryzyka.



KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Kwiecień 2008	Maj 2008	Czerwiec 2008	Lipiec 2008	Sierpień 2008	Wrzesień 2008
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych	15	14	13	15	13	15
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	18	21	18	18	20	18
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	15	16	16	15	18	15
Szacunki PKB	-	30	-	-	29	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	23	23	23	23	22	23
Podaż pieniądza M3	14	14	13			
Bilans płatniczy RP	15	15	17			
Inflacja bazowa	22	21	20	22	21	22
Aktywa rezerwowe	7	7	6			
Posiedzenia RPP	29-30	27-28	24-25	29-30	26-27	23-24
Posiedzenia ECB	10	8	5	3	7	4
Posiedzenia FED	29-30	-	24-25	-	5	16

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.