



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Maj 2008, Nr 82 (5)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 8
Polityka fiskalna	s. 10
Otoczenie zewnętrzne	s. 12
Na rynku	s. 13
Kalendarz	s. 14
Sekcja specjalna	s. 15

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

- Bardzo niska dynamika produkcji przemysłowej i duża niższy od prognozowanego wzrost sprzedaży detalicznej w marcu nie mogą jeszcze zostać uznane za oznaki znacznego spowolnienia aktywności gospodarczej. Szczegółowa analiza różnych wskaźników koniunktury prowadzi jednak do wniosku, że w najbliższych kwartałach może dojść do stopniowego wyhamowania dynamiki produkcji, co w pierwszym rządzie spowodowane zostanie przez pogarszające się perspektywy dla eksportu (spadek konkurencyjności i osłabienie popytu na rynkach zagranicznych).
- Słabnący popyt i obniżająca się dynamika zysków przedsiębiorstw doprowadzą do dość znacznego spadku dynamiki inwestycji i w konsekwencji do zmniejszenia się tempa wzrostu PKB, które w końcu roku może spaść do poziomu poniżej 5%. Czynnikiem łagodzącym osłabianie się dynamiki wzrostu będzie utrzymująca się wciąż na dość wysokim poziomie dynamika spożycia indywidualnego
- Ani zwiększona w wyniku publikacji danych dotyczących wyników marca niepewność co do stanu polskiej gospodarki, ani też obawy o negatywne skutki wzrostu dysparytetu stóp procentowych nie były, naszym zdaniem, dostatecznym uzasadnieniem dla rezygnacji z podwyżki stóp na kwietniowym posiedzeniu RPP. Wciąż wyższe od potencjalnego tempo wzrostu PKB, bardzo wysoka dynamika płac i jednostkowych kosztów pracy oraz wzrost inflacji bazowej do najwyższego od ponad pięciu lat poziomu w dalszym ciągu przemawiają na rzecz kontynuacji cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Inflacja stała się obecnie najważniejszym problemem polskiej gospodarki i walka z nią wymaga bardzo zdecydowanych i odważnych działań RPP oraz odpowiedniego wsparcia ze strony innych ośrodków kształtujących politykę gospodarczą.
- Zapowiedziane przez Komisję Europejską zakończenie procedury nadmiernego deficytu jest dobrą wiadomością, gdyż oznacza, że już wkrótce Polska spełniać będzie fiskalne kryterium z Maastricht. Mniej optymistyczne jest to, że już w tym roku dojdzie do ponownego wzrostu deficytu fiskalnego i że prognozy KE nie potwierdzają możliwości jego obniżenia w 2009 r. Oznacza to, że dla utrwalenia niedawnej poprawy sytuacji fiskalnej (uzyskanej głównie w wyniku szybkiego tempa wzrostu gospodarczego) niezbędne jest podjęcie działań prowadzących do zmiany struktury i poziomu wydatków publicznych.
- Dobrą wiadomością jest też nadwyżka w budżecie państwa uzyskana w pierwszych czterech miesiącach tego roku. Mniej cieszy jednak fakt, że dobre wyniki tegorocznego budżetu są niemal w całości wynikiem opóźnień w realizacji wydatków, gdyż istnieje ryzyko, że opóźnienia te zostaną w dużej części nadrobione w dalszej części tego roku.
- Dysparytet stóp procentowych i szybkie tempo wzrostu PKB nie są czynnikami wystarczającymi dla wyjaśnienia przyczyn silnej aprecjacji złotego, zwłaszcza jeśli uwzględni się fakt, że w ciągu ostatniego roku odnotowano odpływ kapitału portfelowego z Polski. Istotną rolę odegrał zapewne dopływ środków z tytułu inwestycji bezpośrednich, funduszy unijnych i transferów emigrantów zarobkowych, ale nie bez znaczenia były też elementy związane z techniką rynku walutowego (w tym wykorzystywanie tzw. opcji barierowych).

Maj 2008

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Paz 07	Lis 07	Gru 07	Sty 08	Lut 08	Mar 08	Kwi 08
PKB i produkcja							
PKB			6,1%				
Popyt krajowy			6,2%				
Spożycie indywidualne			3,8%				
Nakłady brutto na środki trwałe			18,5%				
Wartość dodana			6,2%				
w przemyśle			7,9%				
w budownictwie			8,8%				
w sektorze usług rynkowych			6,9%				
Produkcja przemysłowa r/r	10,6%	8,3%	6,2%	10,6%	14,9%	0,9%	11,0%
Produkcja przemysłowa m/m	9,6%	-4,7%	-8,7%	3,0%	1,6%	0,7%	0,5%
Sprzedaż detaliczna r/r	19,4%	19,2%	12,4%	20,9%	23,8%	15,7%	19,0%
Sprzedaż detaliczna m/m	7,9%	-4,5%	15,7%	-18,7%	0,3%	11,8%	4,1%
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2951,67	3092,01	3244,22	2969,65	3032,70	3144,41	3103,93
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	11,0%	12,0%	7,2%	11,5%	12,8%	10,2%	11,4%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	3,2%	4,8%	5,0%	-8,5%	2,1%	3,7%	-1,3%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	5,0%	5,0%	4,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,7%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,5%	0,3%	0,2%	2,0%	0,4%	0,2%	0,2%
Stopa bezrobocia	11,2%	11,2%	11,4%	11,7%	11,5%	11,1%	10,6%
Handel zagraniczny							
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-1 289	-120	-1 944	-1 105	-1 324	-1 500	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-604	-562	-1 294	-644	-933	-1 780	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	15,8%	12,3%	20,0%	21,9%	28,7%	12,6%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	17,2%	14,1%	21,2%	18,8%	32,3%	18,2%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0%	-3,7%	-3,8%	-3,7%	-3,9%	-4,1%	
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,6%	0,7%	0,3%	0,7%	0,2%	0,4%	0,4%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	3,0%	3,6%	4,0%	4,0%	4,2%	4,1%	4,0%
Inflacja netto r/r	1,4%	1,5%	1,7%	1,9%	2,5%	2,7%	2,9%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,3%	-0,1%	-0,7%	1,2%	0,9%	0,6%	-0,1%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,0%	2,5%	2,3%	2,9%	3,2%	2,9%	2,3%
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	541,0	547,7	560,3	568,6	579,0	581,0	586,8
Podaż pieniądza r/r	13,8%	13,6%	13,4%	12,9%	13,5%	13,5%	13,5%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	39,6%	39,2%	37,9%	37,9%	37,8%	37,3%	34,8%
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	24,7%	25,9%	24,4%	26,2%	24,8%	25,2%	25,0%
Depozyty gospodarstw domowych r/r	8,4%	10,2%	10,7%	14,2%	15,3%	17,5%	19,5%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	19,6%	19,7%	14,3%	11,7%	8,2%	6,1%	6,4%
Kursy walutowe							
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,63	3,63	3,59	3,61	3,52	3,53	3,46
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,52	2,46	2,45	2,42	2,32	2,23	2,23
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP	4,75%	5,00%	5,00%	5,25%	5,50%	5,75%	5,75%
Stopa lombardowa	6,25%	6,50%	6,50%	6,75%	7,00%	7,25%	7,25%
Stopa depozytowa	3,25%	3,50%	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	4,25%
WIBOR 3M	5,19%	5,56%	5,68%	5,68%	5,94%	6,15%	6,34%
Rentowność obligacji 2Y	5,60%	6,04%	6,15%	5,71%	6,18%	6,29%	6,21%
Rentowność obligacji 5Y	5,60%	6,04%	6,12%	5,75%	6,17%	6,12%	6,08%
Rentowność obligacji 10Y	5,47%	5,78%	5,92%	5,66%	5,97%	5,96%	5,97%
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,6%	3,0%	3,1%	3,1%	3,5%	3,6%	3,3%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			2,3%				
Stopa podstawowa ECB	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Inflacja w USA (r/r)	3,5%	4,3%	4,1%	4,3%	4,0%	4,0%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			0,6%				
Stopa docelowa Fed Funds	4,50%	4,25%	4,25%	3,00%	3,00%	2,25%	2,00%

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

GOSPODARKA POLSKA

Stan obecny i perspektywy na najbliższe kwartały

- Bazując na trzech źródłach wskaźników koniunktury oceniliśmy średniookresowy trend produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i PKB. Badania koniunktury sugerują, że w najbliższych kwartałach dojdzie do spowolnienia aktywności gospodarczej w Polsce. Osłabienie koniunktury będzie najwcześniej widoczne w sektorze przemysłowym, gdzie silny złoty oraz znaczny wzrost kosztów produkcji w coraz większym stopniu przyczyniają się do pogorszenia konkurencyjności.
- Wysoka inflacja oraz rosnące koszty obsługi zadłużenia będą z kolei przeszkodą dla dalszego, szybkiego rozszerzania konsumpcji. Kategoria ta odczuje jednak skutki spowolnienia stosunkowo późno, gdyż obecne czynniki fundamentalne – głównie wysoki wzrost płac – skutecznie podtrzymują siłę nabywczą.
- Perspektywy obniżenia popytu (najpierw zagranicznego, ale w dalszej kolejności również krajowego) oraz sygnalizowane już przez spółki giełdowe gorsze wyniki finansowe nie będą zachęcały do zwiększania/utrzymania aktywności inwestycyjnej – w najbliższych kwartałach dynamika nakładów brutto na środki trwałe może się okazać znacznie niższa zarówno od notowanych ostatnio wyników, jak i od konsensusu prognoz.

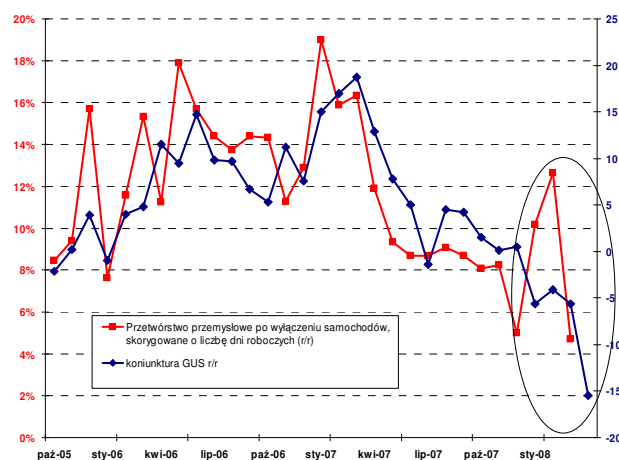
Nieoczekiwane wyhamowanie produkcji przemysłowej w marcu 2008 (zaledwie 0,9% r/r wobec oczekiwanych 8,3%) oraz gorsze wyniki sprzedaży detalicznej (15,7% r/r wobec oczekiwanych 21%) wywołały lawinę pytań dotyczących sfery realnej gospodarki. Ostatnie wypowiedzi członków RPP wskazują, że perspektywy wzrostu gospodarczego nabierają szczególnego znaczenia już nie tylko dla przewidywania daty kolejnej podwyżki (maj vs. czerwiec), lecz również dla określenia terminu zakończenia całego cyklu..

Opracowanie podzielone jest na dwie części. W pierwszej z nich staramy się odpowiedzieć na (trudne) pytanie: dlaczego marcowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej okazały się dużo niższe od prognoz. Drugą część badania poświęcamy analizie (wyprzedzających i równoległych) sygnałów z badań koniunktury. Analiza ta ma na celu ustalenie właściwego trendu dla wskaźników produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i PKB.

Dlaczego tak słabo w marcu?

Dynamika produkcji przemysłowej za marzec zaskoczyła nawet największych pesymistów. W ujęciu rocznym produkcja wzrosła o zaledwie 0,9% (oczekiwano 8,3% r/r) wobec 15% r/r zanotowanych w lutym. Lepiej prezentuje się natomiast dana skorygowana o tzw. efekt dni roboczych (wzrost o 6,1% r/r), jednak i tej daleko jest do poziomów odnotowanych w pierwszych dwóch miesiącach 2008 roku (luty: 11,4%, styczeń: 10,6%). Godny podkreślenia jest fakt, że obniżenie tempa wzrostu produkcji okazało się wyjątkowo równo „rozłożone” pomiędzy poszczególne sekcje: dodatnie dynamiki zaobserwowano jedynie w 11 spośród 29 z nich, co sugerować by mogło zadziałanie jakiegoś efektu statystycznego – mało prawdopodobne jest nagłe załamanie produkcji we wszystkich sekcjach w związku z czynnikami fundamentalnymi.

Marcowe „statystyczne” spowolnienie było więc prawdopodobnie w dużym stopniu związane z trudnym do oszacowania efektem Świąt Wielkanocnych (który w efekcie spowodował ubytek 2 dni roboczych w ujęciu rocznym) oraz z mniejszym wykorzystaniem mocy produkcyjnych w związku z koniecznością realizacji zaległych urlopów (ustawowy obowiązek był w tym roku prawdopodobnie bardziej gorliwie wypełniany). Już z dzisiejszej perspektywy dodać można, że wysokie dynamiki produkcji w styczniu i lutym nie były potwierdzone również dobrymi wskaźnikami koniunktury – obecny stan informacji pozwala zatem kwestionować (niestety *ex post*) trwałość tychże rekordowych dynamik.



Podobnie jak dane o produkcji, również dane o sprzedaży detalicznej (15,7% r/r) okazały się znacznie gorsze od konsensusu rynkowego (21,0% r/r) i

Maj 2008

wartości zanotowanych w pierwszych dwóch miesiącach 2008 roku (choć w wymiarze bezwzględny dynamika produkcji utrzymała się na dość wysokim poziomie). Odmienne niż w przypadku produkcji przemysłowej, symptomy spowolnienia nie były jednak widoczne we wskaźnikach koniunktury, które wskazywały raczej na powolne wytracanie prędkości, a nie gwałtowne hamowanie (wyraźna zmiana nastrojów na gorsze widoczna jest tylko w przypadku sprzętu AGD i RTV).

Brak sygnałów ze strony wskaźników koniunktury sugeruje, że znaczne obniżenie dynamiki sprzedaży w marcu (przypomnijmy, że spadek odnotowany w grudniu był spowodowany głównie przez niższą sprzedaż żywności) można w pewnym stopniu również tłumaczyć różnicą liczby dni roboczych (2 dni mniej) oraz faktem, że sklepy wielkopowierzchniowe były zamknięte w okresie świątecznym (czynne były wyłącznie stacje benzynowe oraz apteki, a także firmy jednoosobowe, które nie zatrudniają pracowników w dzień świąteczny w oparciu o umowę o pracę). Znalazło to odzwierciedlenie w rozbiciu wskaźnika: w górę wystrzeliła sprzedaż detaliczna w niewyspecjalizowanych sklepach (+38,1% r/r), natomiast spadki dynamiki odnotowano we wszystkich pozostałych kategoriach (w tym tylko nieznaczny w grupie „farmaceutyki i kosmetyki”, a tego typu sklepy mogły pozostać zgodnie z prawem otwarte). Podobnych efektów nie obserwowaliśmy w poprzednich latach; pozostaje jednak pytanie, dlaczego respondenci nie wskazali w swoich odpowiedziach istotnie negatywnego wpływu dni, w których obowiązuje zakaz sprzedaży? Teorię opartą na dniach wolnych od handlu będzie można z powodzeniem przetestować w maju, kiedy to nastąpi kumulacja dni wolnych, w których dodatkowo obowiązuje zakaz handlu; dni takich naliczyliśmy w tym miesiącu aż cztery.

Gospodarka wrzuca niższy bieg, czyli wnioski z badań koniunktury

Dane miesięczne, sprzedaż detaliczna, produkcja

Wyniki sprzedaży detalicznej to w znacznej mierze pochodna ścieżki przyszłego dochodu i sentymentu konsumentów. Co do pierwszej determinanty, najbliższe kwartały powinny wskazywać na podobną dynamikę dochodu jak poprzednie, co pozwoli konsumentom optymistycznie oszacować dochód permanentny. Najnowsze badania koniunktury GUS wskazują również, że sentyment konsumenta (odzwierciedlony w wyprzedzającym wskaźniku ufności konsumenckiej) ustabilizował się w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy na rekordowo wysokim poziomie. Nastawienie samych konsumentów nie potwierdza więc, jak na razie, tezy o czarnych chmurach zbierających się nad konsumpcją

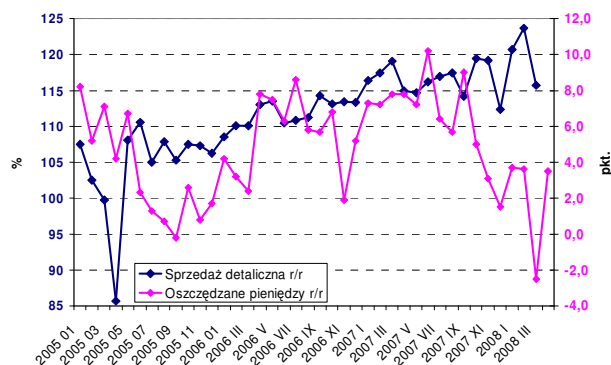
Jak patrzeć na wskaźniki koniunktury?

Wartości wskaźników koniunktury są zazwyczaj saldem odpowiedzi (wzrost/spadek); odsetek respondentów wskazujący na brak jakichkolwiek zmian nie jest brany pod uwagę. Teoretycznie więc wartość dodatnia wskaźnika powinna oznaczać oczekiwaną/ocenę pozytywną (w skali miesiąc do miesiąca) danego zagadnienia, choć w porównaniach międzynarodowych dość często zauważalne są różnice, co do poziomów progowych, które w poszczególnych krajach można faktycznie uznać za wskazujące na wzrost/spadek wielkości, która jest przedmiotem badania. Przyrost roczny wskaźników pozwala na usunięcie ich sezonowych wahań (wskaźniki koniunktury, podobnie jak "twarde" dane, charakteryzują się również znaczną sezonowością). Wartości dodatnie przyrostów rocznych przynajmniej teoretycznie wskazywać powinny na wzrost rocznej dynamiki badanej zmiennej (wartości poniżej zera na spadek rocznej dynamiki badanej zmiennej). Stąd w naszej analizie podkreślamy nie tylko trajektorię wskaźników, ale też wartość ich rocznych zmian.

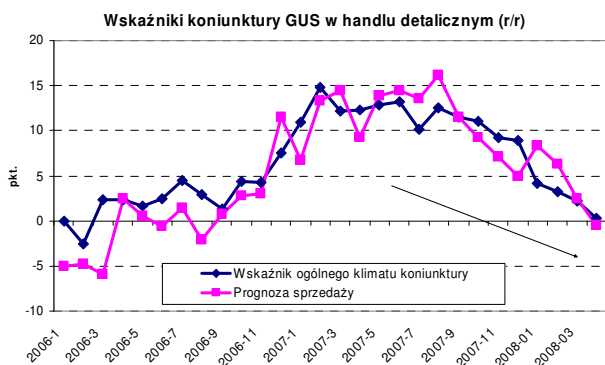


Co zaś tyczy się nieco bardziej subtelnych mechanizmów kształtujących przyszłą konsumpcję, to zauważyliśmy znaczne obniżenie perspektyw oszczędzania pieniędzy (patrz wykres poniżej), które widoczne jest od czasu rozpoczęcia sprzedażowego boomu w drugiej połowie 2007 roku. Długotrwałe obniżenie dynamiki tego wskaźnika (tak, jak np. na przełomie roku 2005 i 2006) powiązane było w przeszłości ze stabilizacją dynamiki sprzedaży detalicznej. Podobną sytuację możemy też obserwować obecnie: perspektywy oszczędzania znajdują się w wyraźnie spadkowym trendzie, co może wpływać na wysoką obecnie skłonność do dokonywania zakupów i przekładać się na wyższą sprzedaż detaliczną i konsumpcję. Niewykluczone jednak, że będzie to efekt krótkotrwały – wyższe stopy procentowe oraz konieczność spłaty zaciągniętych zobowiązań (przypomnijmy rekordowe dynamiki kredytów konsumpcyjnych) będą zachęcały do powolnej realokacji środków w kierunku wyższych oszczędności.

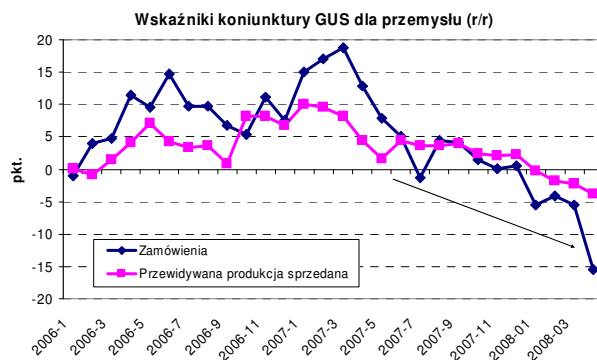
Maj 2008



Patrząc na sprzedaż z perspektywy przedsiębiorstw handlowych, od początku 2007 roku obserwujemy systematyczne obniżanie się przyrostów wskaźników koniunktury (ciągle jednak przyrosty są dodatnie). Fakt, że również poziom indeksów utrzymuje się ciągle na dodatnim terytorium (co oznacza przewagę optymistów nad pesymistami), w połączeniu z poprzednio wskazanymi przesłankami, sprzyja jednak tezie o jedynie bardzo powolnym wyhamowaniu rocznych dynamik sprzedaży detalicznej. Do końca roku oczekujemy, że wskaźnik ten będzie wahał się w granicach 13-18%/r/r. „Niespodzianki” w postaci wyższych i niższych miesięcznych odczytów będą zapewne wynikały głównie z efektu dni roboczych oraz z zakazu handlu w dni ustawowo wolne od pracy (4 w maju, 1 w sierpniu, 2 w listopadzie i 2 w grudniu).



Podobna analiza przeprowadzona dla wskaźników koniunktury dla przetwórstwa przemysłowego prowadzi już do mniej optymistycznych wniosków. W skali rocznej notujemy obecnie spadki wskaźnika zamówień i przyszłych zamówień, a więc prawdopodobne są wyraźne spadki dynamik wskaźnika produkcji w kolejnych miesiącach. Co ciekawe, badania GUS (w odróżnieniu od wyników przedstawionych przez NBP, o czym poniżej) nie sugerują jednak, że głębszy spadek dynamik obejmie również zamówienia i produkcję na eksport (a tym samym destrukcyjny wpływ mocnego złotego nie jest jeszcze w tych ankietach zauważalny).



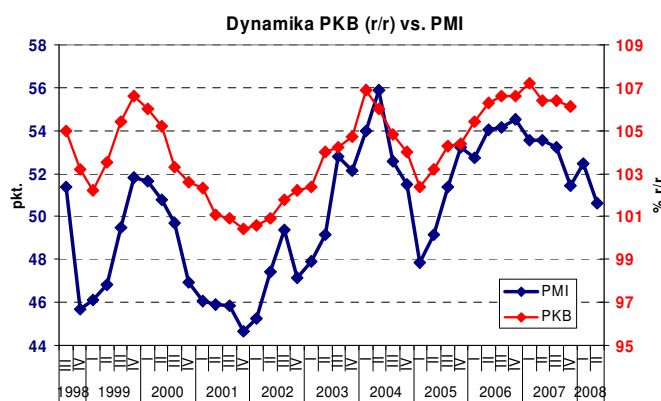
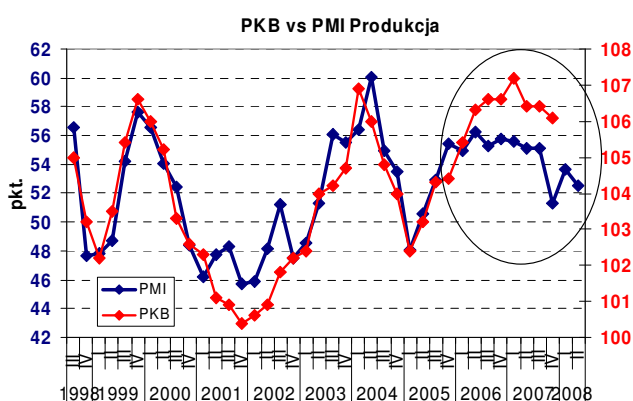
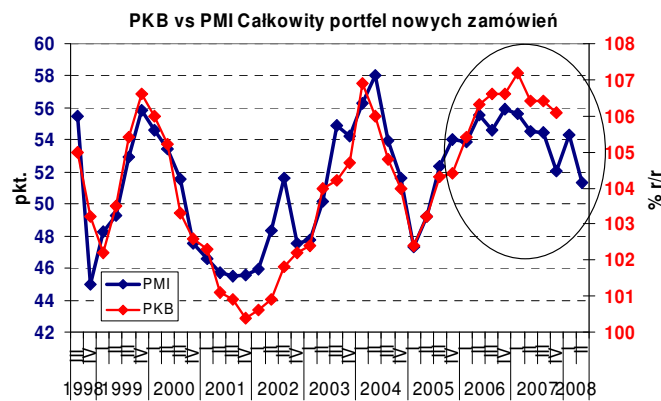
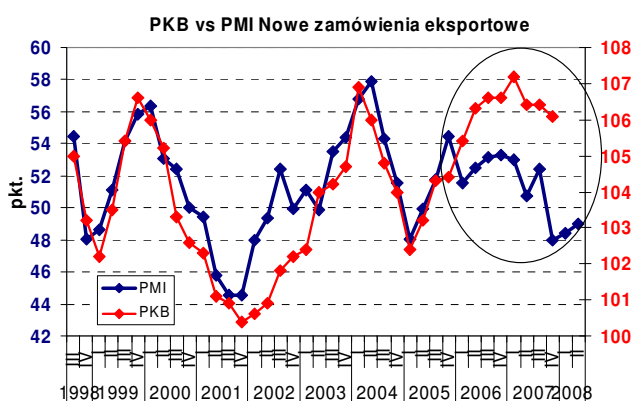
Wskaźniki PMI i prognozy PKB

Kolejnym źródłem informacji na temat stanu koniunktury są wskaźniki menedżerów logistycznych (PMI), które w odróżnieniu od badań koniunktury GUS w większym stopniu oparte są na przepływach księgowych niż na subiektywnych odczuciach respondentów. Najmniej korzystny obraz niosą za sobą składowe dotyczące nowych zamówień eksportowych – znaczne obniżenie wskaźnika poniżej 50 punktów wskazuje na postępującą kontrakcję tego typu zamówień. Spadek ten nie wynika wyłącznie z obecnego obniżenia globalnej aktywności gospodarczej (zauważmy, że obniżenie dynamiki występuje co najmniej od początku 2007 roku, przy czym ostatnie kwartały wskazują już na wyraźny spadek – wartości poniżej 50 punktów), lecz jest raczej wynikiem stopniowej utraty konkurencyjności polskich towarów, pogłębianej ostatnio przez silnego złotego i szybko rosnące koszty produkcji (rosnące koszty pracy i wysokie ceny surowców).

Nieco mniej pesymistyczne przesłanie niesie za sobą analiza całego portfela zamówień. Co prawda w ostatnich kwartałach doszło do osłabienia jego tempa wzrostu, jednak zamówienia na rynek krajowy rosną wystarczająco szybko, aby przeważać niekorzystne oddziaływanie sektora eksportowego. W obecnej chwili wszystko wskazuje na to, że to właśnie krajowa produkcja pozostanie motorem wzrostu w 2008 roku, choć można oczekiwać gorszych wyników niż te odnotowane w 2007 roku.

Badanie koniunktury odzwierciedlone we wskaźniku PMI obejmuje zarówno firmy z sektora przemysłowego, jak i usług (w tym handlu). Z tego powodu obserwujemy największą korelację tego wskaźnika (jak również pozostałych jego komponentów) właśnie z odczytami PKB. Powolny spadek dynamiki produktu krajowego wydaje się spójny ze wskazaniem komponentu PMI dotyczącego produkcji. Oczekujemy w związku z tym stopniowego obniżenia tempa wzrostu produktu do poziomu lekko poniżej 5% pod koniec tego roku.

Maj 2008



Przegląd wskaźników koniunktury kończymy przytaczając już tylko wnioski z kwartalnego badania NBP opublikowanego w końcu kwietnia 2008. Optymizm ankietowanych przedsiębiorców co do kształtowania się sytuacji w najbliższym kwartale uległ znacznemu obniżeniu. Po części jest to zapewne wynikiem aprecjacji złotego, która pogorszyła konkurencyjność cenową firm, a po części szybko rosnących cen materiałów i płacowych kosztów produkcji, które dodatkowo zmniejszają jej zyskowność przy bieżącym poziomie cen. Większości przedsiębiorstw wyraźnie obniżyła prognozy popytu na swe produkty i wzrost też (choć, jak dotąd, nieznacznie) odsetek respondentów wskazujących niski popyt jako ważną barierę rozwoju. Można więc twierdzić, że podobnie jak wyniki wcześniej przedstawionych ankiet, również badania koniunktury prowadzone NBP wskazują na powolne wyhamowanie tempa wzrostu polskiej gospodarki.

Wskaźniki finansowe, nowe inwestycje

Przeanalizowane powyżej trzy serie wskaźników dają dość podobny obraz koniunktury. Dynamika produkcji sektora przemysłowego ulegnie w najbliższym czasie wyhamowaniu, natomiast mniej prawdopodobne jest nagle i silne załamanie sprzedaży detalicznej (opóźnienie może sięgnąć nawet 2-3 kwartałów). Spadający popyt na dobra produkowane w kraju oraz różne

czynniki nominalne niekorzystnie wpływają na konkurencyjność towarów przy ich obecnych cenach. Choć możliwości przerzucania skutków wzrostu kosztów na konsumentów są wciąż jeszcze dość wysokie, to wraz z oczekiwanym osłabieniem popytu konsumpcyjnego „pole manewru” w zakresie manipulowania wielkościami nominalnymi będzie się stopniowo zawężało.

Coraz bardziej pesymistyczne oceny perspektyw kształtowania się popytu przyczyniają się do tego, że coraz ostrożniej formułują swe plany inwestycyjne. Taki wniosek wypływa zarówno z półrocznych badań koniunktury GUS, jak i z kwartalnych badań NBP. Niepokojącym jest znaczny wzrost odsetka przedsiębiorstw, które w bieżącym roku nie zamierzają podejmować żadnej działalności inwestycyjnej. Może to oznaczać, że przedsiębiorstwa te uznają swoje obecne moce wytwórcze za wystarczające w obliczu obniżonych perspektyw popytu.

Do negatywnych z punktu widzenia popytu inwestycyjnego wniosków prowadzą też publikowane obecnie rezultaty pierwszego kwartału i prognozy przyszłych wyników spółek giełdowych. Z opublikowanych dotąd kwartalnych sprawozdań finansowych 124 spółek giełdowych wynika, że 46% z nich zanotowało spadek zysku netto w porównaniu z I kw.

Maj 2008

2007, 48% spadek EBITu, a prawie 27% spadek przychodów (średnia ważona dynamika przychodów liczona dla tej próbki wyniosła 7,7%). Spadek dynamiki zysków - biorąc pod uwagę, że to środki własne są głównym źródłem finansowania inwestycji - wskazuje naszym zdaniem dość jednoznacznie na rosnące prawdopodobieństwo obniżenia się w najbliższych kwartałach dynamiki nakładów na środki trwałe.

Podsumowanie

Przeprowadzona analiza kształtowania się różnych wskaźników koniunktury pozwala nam oczekiwać, że

w I połowie tego roku tempo wzrostu PKB utrzyma się na poziomie powyżej 5%, natomiast w II połowie roku może spaść nieco poniżej tego poziomu. Wśród popytowych składników produktu krajowego możemy się liczyć z obniżeniem dynamiki nakładów brutto na środki trwałe (nawet do poniżej 10% pod koniec roku, choć inwestycje infrastrukturalne i kontynuacja inwestycji już rozpoczętych mogą wpływać na wygładzenie ścieżki tego wskaźnika) oraz z utrzymaniem stosunkowo wysokiej dynamiki konsumpcji, która prawdopodobnie ukształtuje się poziomie przekraczającym nieco tempo wzrostu samego PKB.

POLITYKA MONETARNA

Zbiorowa mądrość, czy brak odwagi?

Zaletą kolegiąlnego sposobu podejmowania decyzji jest możliwość wypośredkowania różnych, często bardzo rozbieżnych, poglądów i dojścia do wspólnego mianownika. Dotyczy to też Rady Polityki Pieniężnej (RPP), gdzie zbiorowa mądrość jej członków powinna pozwalać na dokonywanie optymalnych wyborów. Doświadczenie i historia uczą jednak, że większość nie zawsze ma rację. Wydaje się, że tak właśnie mogło być w przypadku kwietniowej decyzji, kiedy to RPP postanowiła powstrzymać się od kolejnej podwyżki stóp procentowych. Można przypuszczać, że o braku podwyżki zadecydowały obawy o kondycję polskiej gospodarki po słabszych od oczekiwanych wynikach marca oraz niepokój o wpływ rosnącego dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego. Najwyraźniej większość Rady nie posłuchała bardzo rozsądnego, jak zwykle, głosu prof. Wojtyny, aby nie odwlekać decyzji o wzroście stóp ze względu na dane dotyczące jednego tylko miesiąca. Gdyby o decyzji RPP rzeczywiście przesądziły dwa wskazane powyżej czynniki, to można by to uznać za podwójny błąd Rady. Po pierwsze byłoby to sprzeczne z kardynalną zasadą prowadzenia polityki pieniężnej w oparciu o bezpośredni cel inflacyjny, która mówi, że głównym czynnikiem uwzględnianym przy kształtowaniu ścieżki stóp procentowych nie powinny być dane z przeszłości, czy też poziom kursu walutowego, ale relacja między celem inflacyjnym a prognozowanym poziomem inflacji. Jak wiadomo relacja ta kształtuje się wciąż bardzo niekorzystnie, zaś dane opublikowane w marcu wcale nie pozwalają oczekiwać jej poprawy. Do 2,7% wzrósł bowiem wskaźnik inflacji bazowej „netto” (po raz pierwszy od września 2002 r. przekraczając poziom obecnego celu inflacyjnego), zaś niskie tempo produkcji w połączeniu z wciąż bardzo wysoką dynamiką funduszu płac oznacza, że bardzo silnie wzrosły jednostkowe koszty pracy (i związane z tym zagrożenia dla stabilności cen). Drugim rodzajem błędu wydaje się twierdzenie, że duży spadek dynamiki produkcji w marcu i niższa od zbyt optymistycznych prognoz (ale wciąż bardzo wysoka w absolutnym wymiarze) dynamika sprzedaży detalicznej mogą być oznaką znacznego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Wiele wskazuje bowiem na to, że marcowe dane zostały zniekształcone przez czynniki jednorazowe (w tym zwłaszcza efekt Świąt Wielkanocnych), zaś badania koniunktury prowadzone przez GUS i NBP sygnalizują, że jeśli dojdzie do osłabienia aktywności gospodarczej, to będzie ono raczej łagodne i stopniowe. Pewien spadek tempa wzrostu PKB został już zresztą uwzględniony w projekcji inflacji i jak na razie nie ma podstaw do oczekiwania, że będzie on znacznie głębszy od założonego

przez ekspertów NBP. Dość wątpliwe wydaje się też twierdzenie, że to podwyżki stóp przyczyniły się aprecjacji złotego (która zresztą w kwietniu wcale nie była tak znacząca: kurs złotego do dolara był końcu miesiąca niemal taki sam jak w końcu marca, a kurs złotego do euro umocnił się o niecałe 2%). Przeczy temu choćby fakt, że w okresie od rozpoczęcia cyklu podwyżek w kwietniu ub. roku do końca marca tego roku inwestorzy zagraniczni zmniejszyli swe zasoby polskich obligacji skarbowych o prawie 10 mld zł. Na odpływ kapitału portfelowego w ciągu ostatniego roku wskazują też statystyki bilansu płatniczego. Umocnienie złotego musi mieć więc inne przyczyny (leżące poza sferą oddziaływania RPP), w tym zwłaszcza napływ inwestycji bezpośrednich i funduszy unijnych oraz rosnące transfery emigrantów.

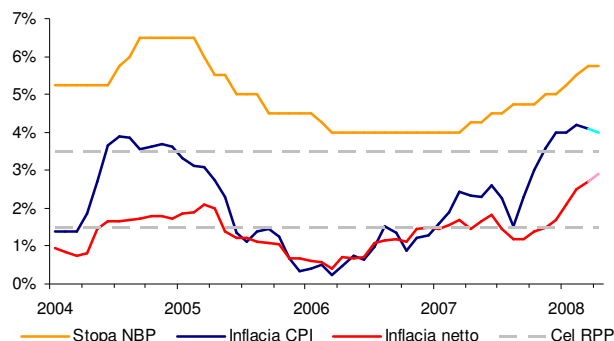
Trzeba zakładać, że RPP nie zdecydowała się na kolejną podwyżkę stóp, ponieważ w swej „zbiorowej mądrości” wie więcej od przeciętnego śmiertelnika o perspektywach kształtowania się inflacji i o zagrożeniach dla wzrostu gospodarczego. Decyzja ta może jednak zostać też odebrana przez część obserwatorów jako dość niepokojący sygnał, że większość członków Rady bardziej obawia się tego, że tempo wzrostu PKB spadnie poniżej 5%, niż tego, że inflacja zbliży się do tego poziomu (co nas zapewne czeka w drugiej połowie tego roku). W opinii nie tylko „jastrzębich” członków RPP, ale też większości analityków, dla powstrzymania inflacji konieczne będzie kontynuowanie cyklu podwyżek stóp procentowych. Nie decydując się na podwyżkę w kwietniu RPP sprawiła sobie, oraz obserwatorom swoich poczynań, dodatkowy kłopot, gdyż dość trudno będzie teraz wskazać dogodny moment na podjęcie takiej decyzji. Najprawdopodobniej dojdzie do tego dopiero w czerwcu, kiedy dostępna będzie już nowa projekcja inflacji opracowana przez ekspertów NBP i gdy znane będą dane o dynamice PKB w I kwartale tego roku. Publikacja tych danych (planowana na 30 maja, czyli dwa dni po majowym posiedzeniu RPP) powinna chociaż w części usunąć niepewność co do *obecnego* stanu gospodarki, jak pojawiła się po marcowej serii wyników sfery realnej. Sytuacja, w której RPP jest podzielona nie tylko co do perspektyw wzrostu gospodarczego w przyszłości, ale i w ocenie bieżącego stanu gospodarki, nie sprzyja zapewne podejmowaniu decyzji i przemawia za przyjęciem postawy *wait-and-see*.

Mimo dość niejasnych sygnałów ze sfery realnej, jesteśmy zdania, że w najbliższych miesiącach nadal występować będzie szereg czynników uzasadniających kontynuację cyklu podwyżek stóp procentowych. Kluczowa dla decyzji Rady może okazać się inflacja w miesiącach letnich, a w szczególności

Maj 2008

wzrost wskaźnika inflacji bazowej, który w przypadku zrealizowania się scenariusza przewidującego deflację cen żywności w ujęciu rocznym może nawet osiągnąć poziom przewyższający cały wskaźnik CPI. Choć wzrost ten w dużej mierze wynikać będzie z pozostających poza kontrolą RPP zmian cen regulowanych, to jednak przyczyni się to zapewne do utrwalenia wysokich oczekiwań inflacyjnych, co w powiązaniu z wciąż aktualnym zagrożeniem wystąpienia tzw. efektów wtórnych może okazać się wystarczającym argumentem dla uzasadnienia kolejnej podwyżki stóp procentowych. W takiej sytuacji wciąż zakładamy, że stopa referencyjna NBP wzrośnie wkrótce do 6% i nie wykluczamy, że do końca tego roku przekroczy ona ten poziom. Po spadku stopy bezrobocia do poziomu zaledwie 7,7% (według najnowszych danych Eurostatu) i po zapowiedzianym już potwierdzeniu wypełnienia przez Polskę fiskalnego kryterium z Maastricht, inflacja stała się problemem numer jeden naszej gospodarki. Walka z tą

„hydra” wymaga zdecydowania i odwagi ze strony RPP oraz odpowiedniego wsparcia ze strony całej polityki gospodarczej.



Źródło: NBP, prognoza BRE na kwiecień 2008 r.

POLITYKA FISKALNA

Bliski koniec procedury nadmiernego deficytu

Wiosenna prognoza ekonomiczna przedstawiona przez Komisję Europejską (KE) 28 kwietnia br. otworzyła drogę do zakończenia procedury nadmiernego deficytu (EDP), którą Polska objęta została 5 lipca 2004 r., czyli wkrótce po przystąpieniu do UE. Zgodnie z prognozą KE, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wzrośnie wprawdzie z 2% PKB w 2007 r. do 2,5% w tym roku i 2,6% w 2009 r., ale przez cały ten okres pozostanie poniżej granicy 3%. W tej sytuacji KE nie ma praktycznie wyboru i będzie musiała zarekomendować Radzie UE wyłączenie Polski spod rygorów EDP. Zgodnie z zapowiedzią komisarza Joaquina Almunii, odpowiedni wniosek sformułowany zostanie przez KE 11 czerwca, zaś formalna decyzja Rady ECOFIN oczekiwana jest na początku lipca. Zakończenie EDP oznaczać będzie, że od tej pory Polska spełniać będzie fiskalne kryterium z Maastricht.

Wbrew naszym obawom, eksperci KE nie zakwestionowali zawartych w ostatniej aktualizacji polskiego programu konwergencji szacunków dotyczących wyników fiskalnych 2008 r. Jest to dość zaskakujące, gdyż, jak informowaliśmy w poprzednim wydaniu naszego miesięcznika, szacunki te nie są wsparte szczegółowymi informacjami o planowanych działaniach mających doprowadzić do ograniczenia wydatków, zaś utrzymanie tegorocznego deficytu fiskalnego poniżej granicy 3% PKB ma być głównie możliwe dzięki założonemu wzrostowi nadwyżki w budżetach samorządów lokalnych z 0,2% do 0,6% PKB. Rząd nie podjął nawet próby wyjaśnienia, co miałyby się przyczynić do wzrostu tej nadwyżki w sytuacji, gdy samorządy planują zwiększenie swych inwestycji i gdy zmuszone będą do zaabsorbowania części skutków zwiększenia ulg podatkowych dla rodzin z dziećmi. Wśród czynników, które mają korzystnie wpłynąć na wynik fiskalny 2008 r. autorzy prognozy KE na pierwszym miejscu wymieniają dużo wyższą od planowanej inflację, co z pewnością nie jest dobrą podstawą do budowania średnioterminowych planów redukcji deficytu.

Bliskie zakończenie EDP to z pewnością dobra dla Polski wiadomość, ale autor tego sukcesu pozostaje raczej anonimowy. Relatywnie niski deficyt odnotowany w 2007 r. to w głównej mierze efekt dużo szybszego od planowanego wzrostu PKB i zbyt szczerze zaplanowanych wydatków, których nie udało się w pełni zrealizować (co w największym stopniu dotyczy wydatków związanych z wykorzystaniem funduszy UE). Obecny rząd czynił większe wysiłki, aby ubiegłoroczny deficyt zwiększyć (np. poprzez dodatkowe zasilenie FUS) niż zmniejszyć. Rządu nie można

jednak też obarczać winą za znaczny wzrost deficytu w 2008 r., gdyż jest to w głównej mierze skutek decyzji podjętych przez poprzednią ekipę (w tym zwłaszcza kosztujące ponad 1% PKB wdrożenie drugiego etapu obniżki składki rentowej). Wysiłek na rzecz skompensowania skutków tych decyzji był jednak dość umiarkowany, gdyż zmiany wprowadzone do projektu budżetu przygotowanego przez rząd PiS pozwoliły na ograniczenie deficytu o niewiele więcej niż 0,1% PKB.

W prognozie KE dużo mniej optymistycznie niż w planach polskiego rządu ocenione zostały perspektywy kształtowania się sytuacji fiskalnej w 2009 r. Zamiast spadku deficytu do poziomu 2% PKB (jak założono to w najnowszej aktualizacji programu konwergencji) eksperci KE oczekują jego wzrostu do 2,6% PKB. W ich ocenie pozytywne dla budżetu efekty wzrostu aktywności zawodowej, lepszej ściągalności podatków i wzrostu stawek akcyzy nie będą w stanie w pełni skompensować ubytku dochodów związanego z planowanym wprowadzeniem dwóch stawek podatku od dochodów osobistych. Prognozowany na lata 2008-2009 wzrost deficytu fiskalnego w Polsce spotka się zapewne z krytyczną oceną ze strony Komisji i Rady UE. Można przypuszczać, że władze UE podkreślą w swej ocenie konieczność jak najszybszego osiągnięcia średniookresowego celu fiskalnego ustalonego przez Polskę na poziomie 1% PKB. W dość podobnej do Polski sytuacji znajduje się Portugalia, która dzięki obniżeniu deficytu do 2,6% w 2007 r. i prognozowanemu jego spadkowi do 2,2% w 2008 r. również uwolni się w tym roku od rygorów EDP. Komisarz Almunia zasygnalizował jednak już zamiar skrytykowania władz Portugalii za przewidywany na 2009 r. ponowny wzrost deficytu do poziomu 2,6%. Warto przy okazji podkreślić, że w skali całej UE odnotowano w ostatnim okresie całkiem spore postępy w ograniczaniu nierównowagi fiskalnej. Przeciętny deficyt w 27 krajach członkowskich UE obniżył się w 2007 r. do zaledwie 0,9% PKB, a w samej strefie euro do 0,6% PKB. Dzięki tym postępom z sześciu krajów objętych obecnie tą procedurą pozostaną tylko Węgry, do których, zgodnie z zapowiedziami KE, dołączyć może wkrótce Wielka Brytania (gdzie na ten rok prognozowany jest wzrost deficytu do 3,1% PKB).

Realizacja budżetu: ogólnie nieźle, ale wyniki kwietnia takie sobie

Pierwsza wstępna informacja Ministerstwa Finansów o wynikach budżetu po czterech miesiącach tego roku wskazuje na możliwość osiągnięcia w tym okresie nadwyżki rzędu 600 mln zł. Taki wynik budżetu (jeśli potwierdzą go oficjalne dane) można uznać za

Maj 2008

dobrą informacją, ale zawierającą też pewne niepokojące elementy. Zdecydowanie pozytywnym zjawiskiem jest to, że po czterech miesiącach tego roku dochody budżetu państwa nadal nieco przewyższały wydatki. Mniej cieszyć może jednak w tym kontekście wstępny szacunek wyniku uzyskanego w samym kwietniu, gdyż deficyt na poziomie około 2,5 mld zł byłby najgorszym rezultatem odnotowanym w tym miesiącu w ciągu ostatnich kilku lat. Szczególnie mocno kontrastowałoby to z sytuacją w kwietniu 2007 r., kiedy to w budżecie osiągnięto nadwyżkę przekraczającą 3 mld zł, czyli wynik o około 5,5 mld zł lepszy od wstępnie zapowiedzianego na kwiecień tego roku. Z dociekaniem przyczyn dość słabych wyników budżetu w kwietniu musimy się wstrzymać do czasu opublikowania przez Ministerstwo Finansów szczegółowych danych, ale można przypuszczać, że w istotnym stopniu przyczyniło się do tego przesunięcie na marzec znacznej części wpływów z rocznego rozliczenia podatku CIT za 2007 r. Ten sam fakt przyczynił się do uzyskania w marcu (i w całym I kwartale) nadwyżki przekraczającej 3 mld zł, która mogła sugerować nieco lepszą od rzeczywistej kondycję finansów publicznych. Na podstawie wstępnych informacji podanych przez MF można wnioskować, że dużo lepszy od oczekiwanego wynik budżetu po czterech miesiącach był niemal w całości wynikiem opóźnień w realizacji planu wydatków. Okazały się one o około 6,7 mld zł niższe od założonych w harmonogramie MF, podczas gdy nadwyżka dochodów wyniosła tylko około 800 mln zł. Jest to sytuacja niemal całkowicie odmienna niż w tym samym okresie 2007 r., gdy niższy o prawie 6 mld zł od założonego w harmonogramie MF deficyt był prawie w całości zaskądą dużo wyższych od planowanych dochodów. Wstępne szacunki MF sugerują, że po czterech miesiącach tego roku do budżetu wpłynęło około 32% środków planowanych na cały rok, podczas gdy w 2007 r. odpowiedni wskaźnik wyniósł aż 35,5%. Te same relacje dla wydatków osiągnęły odpowiednio około 29% w tym roku i 32,1% w roku ubiegłym.

Dostępne do tej pory szczegółowe dane dotyczące wyników budżetu w I kwartale pokazują, że największe opóźnienia wystąpiły w przekazywaniu dotacji do FUS, który w tym okresie otrzymał tylko 11,8% zaplanowanych na ten rok środków. Pomimo tak znacznie okrojonych dotacji, fundusze ubezpieczeń społecznych zwiększyły w lutym i marcu o około 2,7 mld zł łączną wartość swych depozytów bankowych,

co sugeruje, że szybkie tempo wzrostu funduszu płac pozwalało im na uzyskiwanie wysokich bieżących wpływów ze składek pracodawców i pracowników. Bardzo niewiele wydano też w I kwartale na obsługę długu krajowego (zaledwie 9,9% kwoty zaplanowanej na cały rok), ale w dużej części wynika zapewne z nierównomiernego rozłożenia tych kosztów w trakcie roku kalendarzowego.

Strona dochodowa budżetu prezentowała się w I kwartale tego roku przyzwoicie, ale poza wysokimi wpływami z CIT trudno w tym przypadku mówić o jakichś szczególnie pozytywnych niespodziankach. Roczny plan dochodów zrealizowany został do końca marca w 23,4%, co jest wynikiem istotnie gorszym od osiągniętego w tym samym okresie poprzedniego roku (24,3%). W odróżnieniu od sytuacji odnotowanej w I kw. 2007 r. bardzo niskie zaawansowanie planowanych wpływów środków z funduszy unijnych (9,1% ogółem i zaledwie 1,6% w przypadku funduszy strukturalnych) nie zostało tym razem skompensowane przez znaczne przekroczenie planowanych wpływów z podatków pośrednich. Wpływy z VAT i akcyzy uzyskane z w I kw. tego roku osiągnęły 24,9% kwoty zaplanowanej na cały 2008 r., co nie jest wynikiem rewelacyjnym, jeśli uwzględni się dużo wyższą od założonej w budżecie inflację, wysokie tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych i wciąż dość wysoką dynamikę produkcji i sprzedaży. Wpływy z PIT oraz dochody niepodatkowe kształtowały się w I kwartale na poziomie zbliżonym do oczekiwanego dla tego okresu roku.

	mln PLN	% planu
Dochody, w tym:	65887,5	23,4%
Podatki pośrednie	41121,4	24,9%
Akcyza	13277,1	25,4%
CIT	9663,3	35,6%
PIT	7331,1	20,3%
Wydatki	62782,2	20,3%
Obsługa długu krajowego	2165,9	9,9%
Obsługa długu zagranicznego	2405,9	40,6%
Dotacja dla FUS	3905,5	11,8%
Subwencja samorządowa	14174,4	34,8%
Deficyt/Nadwyżka	3105,3	

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

USA

Na posiedzeniu w ostatnim dniu kwietnia Fed zgodnie z oczekiwaniami obniżył stopę bazową o 25 pb do poziomu 2%. W komunikacie znalazły się bezpośrednie odniesienia do słabszych perspektyw dla wzrostu gospodarczego związanych ze skutkami kryzysu na rynku mieszkaniowym i gorszymi warunkami dostępu do kredytu. Zagrożenia te potwierdziły opublikowane kilka godzin przed decyzją Fed dane o PKB za I kw. 2008 r. Podobnie jak w IV kw. 2007, PKB wzrósł o 0,6%. Spadkowi dynamiki PKB poniżej zera zapobiegł wzrost eksportu i zapasów.

Mimo że Fed ponownie wskazał na ryzyko inflacyjne (wysokie ceny energii, wzrost oczekiwań inflacyjnych), wyraźniej niż w poprzednim komunikacie podkreślone zostały czynniki oddziałujące w kierunku obniżenia inflacji w średnim okresie (w tym oczekiwane wyhamowanie wzrostu cen energii i antyinflacyjny wpływ spowolnienia gospodarczego - *easing of pressures on resource utilization*). Równocześnie w komunikacie podkreślono, że dokonane już znaczne złagodzenie polityki pieniężnej w powiązaniu z działaniami na rzecz zwiększenia płynności powinny sprzyjać powrotowi umiarkowanego trendu wzrostowego w średnim okresie.

Warto podkreślić, że decyzja Fed o obniżce stóp i tym razem nie była jednogłośna. Gubernatorzy Fisher i Plosser opowiedzieli się za bardziej restrykcyjną polityką monetarną. Kwietniowa obniżka stóp może więc okazać się ostatnią w tym cyklu (dotychczas dokonano już siedmiu obniżek). Stopy pozostają wciąż 1 pkt. proc. powyżej minimum z poprzedniego cyklu, kiedy to stopy obniżono łącznie 11 razy. Tym razem jednak obawy przed inflacją (ewentualne odbicie wzrostu w 2009 roku może przypadać na okres, kiedy oczekiwania inflacyjne stymulowane wzrostem cen energii będą nadal wysokie) i odmienne źródła spowolnienia gospodarczego (zła wycena ryzyka, brak dostatecznej regulacji na rynku kredytów hipotecznych, czy wreszcie problemy płynnościowe na rynkach finansowych) prawdopodobnie skłonią Fed do dłuższego obserwowania efektów dotychczasowych decyzji.

Za takim scenariuszem przemawiają ostatnie dane z gospodarki amerykańskiej, które z jednej strony wskazują na wyraźne spowolnienie, a być może nawet recesję (w kwietniu ubyło 20 tys. miejsc pracy, przede wszystkim w handlu detalicznym), z drugiej zaś sugerują, że skala tego spowolnienia będzie mniejsza niż szacowano dotychczas (w kwietniu stopa bezrobocia spadła do 5% przy oczekiwanym wz-

wroście do 5,2%, spadek ten może jednak wynikać ze spadku liczby osób aktywnych zawodowo).

Strefa euro

Europejski Bank Centralny na posiedzeniu 8 maja zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Stopa repo od ostatniej podwyżki dokonanej w czerwcu ub.r. utrzymuje się na poziomie 4,00% i w najbliższym czasie nie należy oczekiwać jej zmian. Stabilizację obecnego *status quo* wymuszają na EBC niejednoznaczne sygnały napływające w ostatnim okresie z gospodarki strefy euro.

Choć perspektywy wzrostu gospodarczego w pierwszej połowie roku kształtują się w dalszym ciągu na przyzwoitym poziomie, to wskaźniki koniunktury i niska skłonność do konsumpcji wskazują na ryzyko większego obniżenia aktywności w drugiej połowie roku. W dalszym ciągu silne pozostają jednak napięcia inflacyjne (inflacja HICP w kwietniu wyniosła wg wstępnych szacunków 3,3% r/r, a jeszcze szybciej rosła cena producentów). Najnowsze prognozy Komisji Europejskiej wskazują, że w całym 2008 roku stopa inflacji osiągnie 3,2% r/r. Prawdopodobnie na analogicznym poziomie ukształtuje się tempo wzrostu cen w najnowszej projekcji EBC. Poziom ten ewidentnie przekracza cel ECB, wykluczając możliwość poluzowania polityki monetarnej. Jest to szczególnie niekorzystne dla krajów Europy Południowej (takich jak Hiszpania, czy Włochy), gdzie coraz bardziej widoczne stają się symptomy silnego spadku aktywności gospodarczej.

Dyskomfort działania ECB wydaje się jeszcze większy, jeśli weźmiemy pod uwagę rosnące oczekiwania inflacyjne i niebezpieczeństwo efektów drugiej rundy (negocjacje płacowe toczą się jeszcze w oparciu o wyniki spółek i poziom kosztów utrzymania z I połowy roku, a te utrzymują się na wysokim poziomie). Dlatego jesteśmy zdania, że do końca tego roku EBC raczej nie zdecyduje się na obniżkę stóp. Zmianę stanowiska EBC mogłoby ewentualnie spowodować znaczny spadek bieżącej inflacji (ale m.in. ze względu na ceny energii nie wydaje się to możliwe) lub dużo większe od oczekiwanego osłabienie aktywności gospodarczej.

Pesymizm rynku co do możliwości obniżek stóp jest jeszcze większy – spread między stawką 3-miesięczną EURIBOR a stopą repo EBC sięga ponad 85 pb. (na co wpływ mają także problemy z płynnością na rynku pieniężnym). Niższe stóp w strefie euro dyskontowane są dopiero w rentownościach 2-letnich obligacji.

Maj 2008

NA RYNKU

F/X

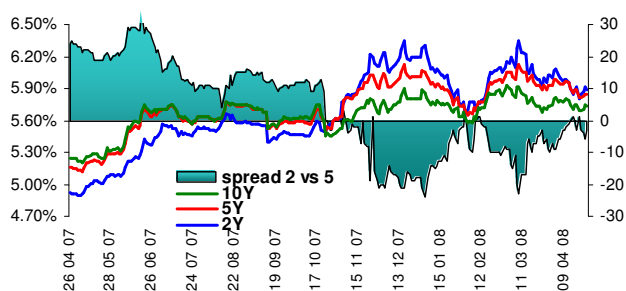
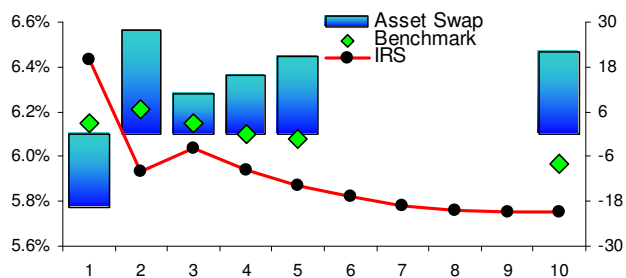
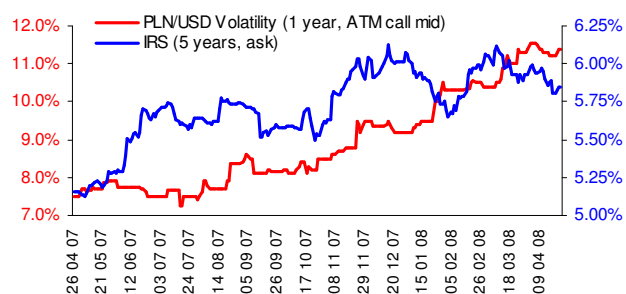
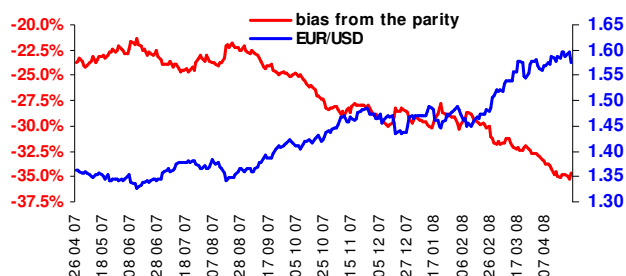
Pierwsza połowa kwietnia przyniosła silne umocnienie złotego względem głównych walut. Kurs złotego aprecjonował do poziomów 3,41 zł za euro euro, testując poziom 3,40, oraz do 2,13-2,15 zł za dolara. Po kilkudniowej stabilizacji wokół tych poziomów po odbiciu na rynku EUR/USD nasza waluta trzeciej dekadzie kwietnia zaczęła się osłabiać. Do końca kwietnia kurs złotego spadł do poziomów 2,23- 2,25 zł za dolara i 3,45-3,46 zł za euro. To osłabienie było z jednej strony pochodną sytuacji na rynkach bazowych (zgodna z oczekiwaniami decyzja Fed o umiarkowanej obniżce stóp i brak oczekiwań co do dalszych obniżek), z drugiej zaś wiązało się z osłabieniem oczekiwań na podwyżkę stóp w Polsce po serii słabych danych dotyczących wyników marca (co później znalazło potwierdzenie w kwietniowej decyzji RPP).

Korekta kursu PLN/EUR okazała się jednak krótkotrwała i już w pierwszej dekadzie maja złoty wrócił do poziomu zbliżonego do 3,41-3,42 za euro. Umocnienie złotego do dolara było mniej wyraźne (do około 2,21), co wynikało głównie z utrzymywania się relatywnie silnej relacji dolara do euro. Bardziej zdecydowane ruchy na rynku walutowym nastąpiłyby prawdopodobnie w przypadku publikacji danych makro, które wzmocniłyby oczekiwania na dalsze podwyżki stóp w Polsce.

Fixed Income

Na rynku stopy procentowej obserwowaliśmy do połowy kwietnia umiarkowany wzrost rentowności na krótkim końcu krzywej, który wyhamował po publikacji danych makroekonomicznych o wynikach marca. W szczególności dane o produkcji osłabiły oczekiwania na podwyżki stóp. 3-miesięczna stawka WIBOR wycenia jeszcze tylko jedną podwyżkę o 25 pb. Rentowność papierów 2-letnich spadła natomiast o blisko 20 pb. w okolice poziomów sprzed dwóch miesięcy, tj. 6,15-6,20 pb. Długi koniec krzywej pozostał bardziej stabilny - rentowność 10-letnich obligacji skarbowych spadła nieznacznie do kilku pb. poniżej 6%.

W rezultacie krzywa dochodowości zdecydowanie wypłaszczyła się, a różnice w rentownościach obligacji benchmarkowych sięgają maksymalnie 20 pb. Ze względu na bardziej stabilne zachowanie się stawek IRS odnotowaliśmy również spadek asset swapów poniżej 20 pb. dla większości tenorów.



KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Maj 2008	Czerwiec 2008	Lipiec 2008	Sierpień 2008	Wrzesień 2008	Póździernik 2008
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych	14	13	15	13	15	14
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	21	18	18	20	18	17
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	16	15	18	15	15
Szacunki PKB	30	-	-	29	-	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	23	23	23	22	23	23
Podaż pieniądza M3	14	13	14			
Bilans płatniczy RP	15	17	15			
Inflacja bazowa	21	20	22	21	22	21
Aktywa rezerwowe	7	6	7			
Posiedzenia RPP	27-28	24-25	29-30	26-27	23-24	28-29
Posiedzenia ECB	8	5	3	7	4	2
Posiedzenia FED	-	24-25	-	5	16	29

Źródło: GUS, NBP, ECB, Rezerwa Federalna

SEKCJA SPECJALNA

Czy złoty skazany jest na aprecjację?

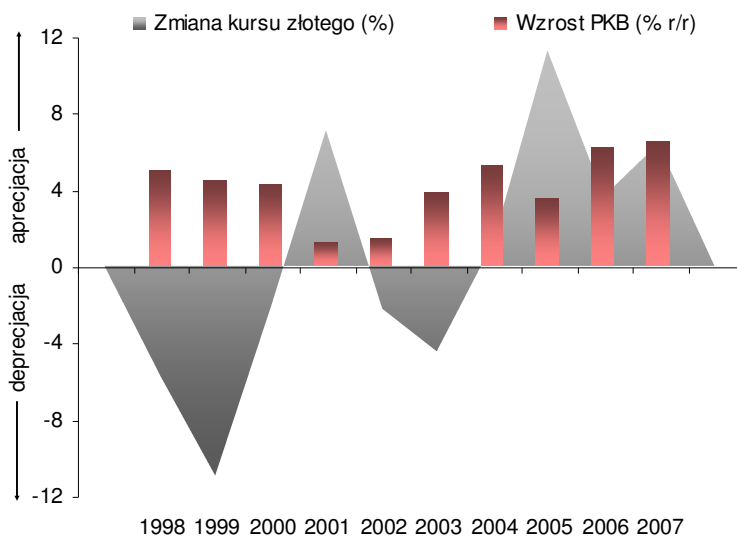
Obserwacja ostatnich wydarzeń na rynku walutowym doprowadziła do powstania niemal powszechnego przekonania o trwałości trendu aprecjacyjnego złotego. Warto więc zastanowić się, skąd bierze się obecna siła złotego i czy jego dalsze umocnienie jest rzeczywiście nieuchronne.

Kwiecień na rynku walutowym upłynął pod znakiem testowania poziomu 3,40 złotego za euro i przebicia poziomu 2,20 złotego za dolara. Choć w ostatnim tygodniu ubiegłego miesiąca złoty nieco się osłabił, większość analityków oczekuje jego aprecjacji do końca tego roku i kontynuacji tego trendu w średnim okresie. Do czynników mających prowadzić do umocnienia złotego zalicza się, między innymi, dysparytet stóp procentowych oraz wciąż szybki wzrost naszej gospodarki.

Znaczenie pierwszego z tych czynników ma potwierdzać dotychczasowa reakcja kursu złotego na podwyżki stóp procentowych. Różnica stóp nie musi mieć jednak trwałego i jednoznacznego wpływu na kurs (np. teoria niezabezpieczonego parytetu stóp procentowych wskazuje, że waluta wyżej oprocentowana powinna osłabiać się względem waluty niżej oprocentowanej). Przekonała się o tym na początku marca Islandia, gdzie mimo stopy referencyjnej banku centralnego na poziomie 15% wzrost premii za ryzyko z powodu problemów z płynnością miejscowych banków przełożył się na spadek kursu korony islandzkiej względem głównych walut nawet o 20%. Innym przykładem mogą być jen i frank szwajcarski, które w I kwartale tego roku należały do najszybciej umacniających się walut (o ponad 10% w relacji do USD), choć stopy procentowe w Japonii i Szwajcarii są relatywnie niskie i nie były w tym roku podnoszone.

Sama różnica w poziomach stóp procentowych również nie musi być trwała. Rynek oczekuje obecnie spadku 3-miesięcznej stawki WIBOR poniżej aktualnego poziomu już pod koniec tego roku. Zgodnie z tezą o kluczowym wpływie dysparytetu stóp na kurs złotego, w rocznej perspektywie należałoby więc oczekiwać deprecjacji naszej waluty.

Tę niespójność ratować ma drugi ze wspomnianych argumentów: złoty będzie się umacniał, ponieważ nasza gospodarka rozwija się szybkim tempie. Ale wystarczy spojrzeć na dane z ostatniej dekady (patrz wykres), by przekonać się, że nie ma prostego związku między tempem wzrostu PKB a aprecjacją złotego. Co więcej, okresy najsilniejszego umocnienia naszej waluty przypadają na momenty, gdy gospodarka ewidentnie spowalniała, czy nawet była blisko recesji. Argument o wzroście pojawiał się już zresztą w analizach sytuacji na giełdzie w początkach ubiegłego roku, podpierając „tezę”, jakoby kursy akcji miały już tylko rosnąć, ponieważ gospodarka polska ma świetne perspektywy. Problem w tym, że jeśli przekonanie o świetnych perspektywach podzielali wszyscy uczestnicy rynku, to poziomy cen już je odzwierciedlały i nie było powodu, by następował dalszy wzrost.



Zmiany kursu złotego względem koszyka 50% EUR, 50% USD i wzrost PKB. Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne.

Maj 2008

Argument o wpływie wzrostu gospodarczego na kurs jest wątpliwy również z innych powodów. Teoria podpowiada, że w długim okresie nie tempo wzrostu gospodarczego w *jednej* z gospodarek kształtuje kurs, ale relacja wzrostu wydajności pracy do wzrostu cen i płac w *obydwu* gospodarkach, których kurs walut analizujemy. W Polsce, w porównaniu ze strefą euro czy USA, relacja ta w wieloletniej perspektywie kształtuje się korzystnie, uzasadniając długookresową aprecjację złotego. Aktualnym pozostaje jednak pytanie, czy obecny poziom kursu nie „wyprzedził” tego trendu.

Uwładcznia się tu też inna słabość prognoz przesądających o dalszej aprecjacji złotego. W zbyt dużym stopniu abstrahują one od zmian w otoczeniu zewnętrznym, opierając cały ciężar argumentacji na czynnikach krajowych. Tymczasem kurs walutowy jest *relatywną* ceną *dwóch* walut. Nawet jeśli szybki wzrost gospodarczy utrzyma się przez następne lata (co zresztą wcale nie jest pewne, konsensus prognoz wskazuje przecież na stopniowe wygasanie wzrostu), to nie można wykluczyć wystąpienia zewnętrznych impulsów do poważniejszej korekty obecnych poziomów kursu. Takim impulsem może być przykładowo poprawa sytuacji w gospodarce amerykańskiej i umocnienie dolara, nie wspominając już o innych szokach zewnętrznym, które ze swej natury nie są przewidywalne.

To właśnie impulsy z zagranicy odpowiadają w dużej mierze za ostatnie umocnienie naszej waluty. Na nie nakładają się oczekiwania inwestorów co do szybkiej konwergencji Polski ze strefą euro, które po ostatnich wyborach parlamentarnych doprowadziły do spadku premii za ryzyko naszej waluty. Ewentualne rozminięcie się tych oczekiwań z rzeczywistością, co w świetle przyspieszającej inflacji nie wydaje się zupełnie wykluczone, mogłoby skutkować wyprzedzeniem złotego i spadkiem kursu. Na rynku walutowym, jak na każdym innym rynku, ostatecznym czynnikiem determinującym cenę (czyli kurs) jest przecież relacja popytu i podaży.

Przewidywanie relacji popytu i podaży jest jeszcze trudniejsze niż prognozowanie czynników fundamentalnych oddziałujących na kurs i wkracza w obszar psychologii rynków finansowych. Gdyby uczestnicy rynku potrafili przewidywać tę relację, znany mechanizm samospełniającej się przepowiedni natychmiast dostosowałby wielkości popytu i podaży do tej relacji. Obecny poziom kursu odpowiada więc optymalnej prognozie kształtowania się tej relacji w przyszłości.

Co powoduje, że na rynku walutowym przeważa obecnie popyt na złotego, windując kurs? Oprócz czynników fundamentalnych, takich jak wspomniane perspektywy wzrostu gospodarczego i dysparytet stóp procentowych, znaczenia mają też czynniki „techniczne”, jak np. opcje z barierą wejścia. Mówiąc w uproszczeniu, instrumenty te po osiągnięciu pewnego poziomu kursu (bariery) dają prawo ich nabywcy do kupna lub sprzedaży waluty po określonym wcześniej kursie, korzystniejszym niż poziom bariery. Bariery te usytuowane są często na poziomach o znaczeniu psychologicznym i ich przełamanie przez kurs, poprzez aktywowanie opcji, wywiera jeszcze większą presję na umocnienie złotego.

Kurs walutowy nie bez powodu opisuje się modelem błędzenia losowego, w którym poziom kursu dziś jest jego najlepszą prognozą na jutro. Przewidzenie wypadkowej wszystkich determinant kursu nie jest możliwe m.in. ze względu na ryzyko pojawienia się w przyszłości nowych czynników, które dziś mogą nie być istotne, w ogóle nie występować czy nawet nie być znane. Podstawy, na których oparty jest obecny poziom kursu złotego, mogą wcale nie być tak silne i trwałe, jak wydaje się to teraz, a prawdopodobieństwo wystąpienia impulsów do głębszej korekty – niedoszacowane.

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.