



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Czerwiec 2008, Nr 83 (6)

SPIS TREŚCI

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

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

ERNEST PYTLARCYK
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 dotyczące dynamiki PKB w I kwartale wyraźnie pokazują, że wzrost spożycia indywidualnego stał się kluczowym czynnikiem pozwalającym na utrzymanie relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego i na częściowe skompensowanie słabnącej dynamiki inwestycji oraz ujemnej kontrybucji eksportu netto. Silne przyśpieszenie dynamiki depozytów gospodarstw domowych, związane głównie z przesuwaniem do banków środków wycofywanych z TFI, stwarza dobre przesłanki dla kontynuacji wysokiego tempa wzrostu konsumpcji prywatnej. Po zakończeniu obecnej fazy dostosowań w strukturze portfeli gospodarstw domowych, i wobec słabnącej dynamiki depozytów przedsiębiorstw, banki mogą wyraźnie odczuć skutki utrudnionego dostępu do źródeł finansowania, co z kolei może doprowadzić do zwiększenia kosztu kredytów i ograniczenia ich dynamiki.
- Nowa projekcja inflacji NBP będzie miała istotny wpływ na dalsze decyzje dotyczące stóp procentowych. W projekcji tej uwzględnione zostaną zarówno pozytywne dla perspektyw kształtowania się inflacji efekty aprecjacji złotego i wyższych stóp procentowych, jak i negatywne konsekwencje podwyżek cen regulowanych oraz szybszego od oczekiwanego przez ekspertów NBP wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Nasza analiza skutków tych wszystkich zmian sugeruje, że ich łącznym efektem może być podniesienie ścieżki inflacji na początku analizowanego okresu i pewne jej obniżenie w końcu tego okresu. Jeśli wyniki naszych analiz zostaną potwierdzone przez nową projekcję inflacji, to może to skłonić wielu uczestników rynku do uznania, że przewidywana w czerwcu podwyżka stóp będzie ostatnią w obecnym cyklu. Ze względu choćby na skalę napięć inflacyjnych i prognozowany wzrost inflacji netto uważamy taki wniosek za przedwczesny.
- Wstępna wersja założeń do projektu budżetu na 2009 r. oparta jest na w miarę realistycznej prognozie makroekonomicznej, choć przyjęto w niej wyraźnie zbyt niski poziom inflacji i dość wysokie tempo wzrostu inwestycji i PKB. Proponowany deficyt budżetu państwa w wysokości 18,2 mld zł byłby istotnie niższy od planowanego na ten rok, ale nadal wyższy od osiągniętego w 2007 r. Taki poziom deficytu nie daje pełnej gwarancji realizacji ścieżki obniżki deficytu fiskalnego ustalonej w Programie konwergencji, gdyż wymagałoby to przyjęcia dość optymistycznych założeń co do rozmiarów nadwyżki w pozostałych częściach sektora instytucji rządowych i samorządowych. Dość istotne wątpliwości budzi przyjęta we wstępnej wersji założeń wysoka dynamika dochodów.
- Realizacja tegorocznego budżetu nadal przebiega pomyślnie, co jest w głównej mierze zasługą dużych opóźnień w realizacji planowanych wydatków. Dotyczy to zwłaszcza wydatków majątkowych, transferów do FUS i wydatków związanych z wykorzystaniem funduszy UE. Powodem do pewnego niepokoju może być istotnie niższa od prognozowanej przez MF dynamika wpływów z podatków pośrednich. Utrzymanie się dotychczasowej dynamiki dochodów z tego tytułu może spowodować, że nie zostanie osiągnięty przewidziany w tegorocznym budżecie łączny poziom dochodów.

Czerwiec 2008

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Paz 07	Lis 07	Gru 07	Sty 08	Lut 08	Mar 08	Kwi 08	Maj 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%	14,9%	4,7%
Produkcja przemysłowa m/m	9,6%	-4,7%	-8,7%	3,0%	1,6%	0,7%	4,0%	-6,1%
Sprzedaż detaliczna r/r	19,4%	19,2%	12,4%	20,9%	23,8%	15,7%	17,6%	13,7%
Sprzedaż detaliczna m/m	7,9%	-4,5%	15,7%	-18,7%	0,3%	11,8%	2,9%	-2,9%
Rynek pracy								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2951,67	3092,01	3244,22	2969,65	3032,70	3144,41	3137,74	3074,05
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	11,0%	12,0%	7,2%	11,5%	12,8%	10,2%	12,6%	10,7%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	3,2%	4,8%	5,0%	-8,5%	2,1%	3,7%	-0,2%	-2,0%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	5,0%	5,0%	4,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,6%	5,4%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,5%	0,3%	0,2%	2,0%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%
Stopa bezrobocia	11,2%	11,2%	11,4%	11,7%	11,5%	11,1%	10,5%	10,1%
Handel zagraniczny								
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-1 289	-120	-1 944	-1 105	-1 324	-1 605	-1525	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-604	-562	-1 294	-644	-933	-1 480	-1340	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	15,8%	12,3%	20,0%	21,9%	28,7%	19,1%	32,8%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	17,2%	14,1%	21,2%	18,8%	32,3%	21,1%	33,6%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0%	-3,7%	-3,8%	-3,7%	-3,8%	-4,0%	-4,2%	
Ceny								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,6%	0,7%	0,3%	0,7%	0,2%	0,4%	0,4%	0,9%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	3,0%	3,6%	4,0%	4,0%	4,2%	4,1%	4,0%	4,4%
Inflacja netto r/r	1,4%	1,5%	1,7%	1,9%	2,5%	2,7%	2,8%	3,3%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,3%	-0,1%	-0,7%	1,2%	0,9%	0,6%	0,1%	0,5%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,0%	2,5%	2,3%	2,9%	3,2%	2,9%	2,5%	2,4%
Agregaty monetarne								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	541,0	547,7	560,3	568,6	579,0	581,0	593,9	599,4
Podaż pieniądza r/r	13,8%	13,6%	13,4%	12,9%	13,5%	13,6%	14,9%	15,0%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	39,6%	39,2%	37,9%	37,9%	37,8%	37,3%	36,2%	33,9%
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	24,7%	25,9%	24,4%	26,2%	24,8%	25,2%	24,9%	24,8%
Depozyty gospodarstw domowych r/r	8,4%	10,2%	10,7%	14,2%	15,3%	17,5%	19,0%	21,2%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	19,6%	19,7%	14,3%	11,7%	8,2%	6,1%	7,8%	6,7%
Kursy walutowe								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,63	3,63	3,59	3,61	3,52	3,53	3,46	3,38
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,52	2,46	2,45	2,42	2,32	2,23	2,23	2,18
Stopy procentowe								
Stopa interwencyjna NBP	4,75%	5,00%	5,00%	5,25%	5,50%	5,75%	5,75%	5,75%
Stopa lombardowa	6,25%	6,50%	6,50%	6,75%	7,00%	7,25%	7,25%	7,25%
Stopa depozytowa	3,25%	3,50%	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	4,25%	4,25%
WIBOR 3M	5,19%	5,56%	5,68%	5,68%	5,94%	6,15%	6,34%	6,48%
Rentowność obligacji 2Y	5,60%	6,04%	6,15%	5,71%	6,18%	6,29%	6,21%	6,48%
Rentowność obligacji 5Y	5,60%	6,04%	6,12%	5,75%	6,17%	6,12%	6,08%	6,38%
Rentowność obligacji 10Y	5,47%	5,78%	5,92%	5,66%	5,97%	5,96%	5,97%	6,27%
Gospodarka światowa								
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,6%	3,0%	3,1%	3,1%	3,5%	3,6%	3,3%	3,6%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			2,4%			2,2%		
Stopa podstawowa ECB	4,00%	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%	3,9%	
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%	2,00%

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

GOSPODARKA POLSKA

Zmiany w strukturze wzrostu podaży pieniądza – wnioski dla sfery realnej gospodarki

Ostatnie dane o PKB (wzrost o 6,1% r/r w I kw. br.) sugerują, że polska gospodarka weszła już w bardzo dojrzałą fazę cyklu koniunkturalnego. Tempo wzrostu inwestycji w I kw. 2008 r. (15,7% r/r), choć wciąż wysokie, jest zdecydowanie niższe niż w rekordowym pod tym względem I kw. ubiegłego roku (23,8% r/r). Widoczny jest natomiast, zwłaszcza w porównaniu z poprzednim kwartałem, wzrost konsumpcji prywatnej (odpowiednio 3,6% r/r w IV kw. ub.r. i 5,6% r/r w I kw. br.). Jeśli uwzględnimy fakt, że ze względu na metodologię rachunków narodowych GUS dane o wzroście konsumpcji prywatnej mogą nie oddawać w pełni jego skali (m.in. w następstwie wliczania do tej kategorii usług nierynkowych, gdzie szacowanie wzrostu wartości dodanej jest kwestią umowną), możemy postawić tezę, że spożycie indywidualne staje się w tej chwili główną siłą napędową gospodarki. To sytuacja zdecydowanie odmienna od tej z ubiegłego roku, gdy rolę taką pełniły inwestycje.

W poprzednim numerze miesięcznika analizowaliśmy perspektywy wzrostu gospodarczego w kontekście wskaźników koniunktury. W tym miejscu chcielibyśmy natomiast podjąć próbę odpowiedzi na pytanie, jakie wnioski co do perspektyw naszej gospodarki można wysnuć na podstawie analizy agregatów monetarnych. Nie chcielibyśmy przy tym ograniczyć się tylko do implikacji dla sfery realnej, ale ukazać je w perspektywie funkcjonowania sektora bankowego, zwracając uwagę na występujące sprzężenia i ryzyka.

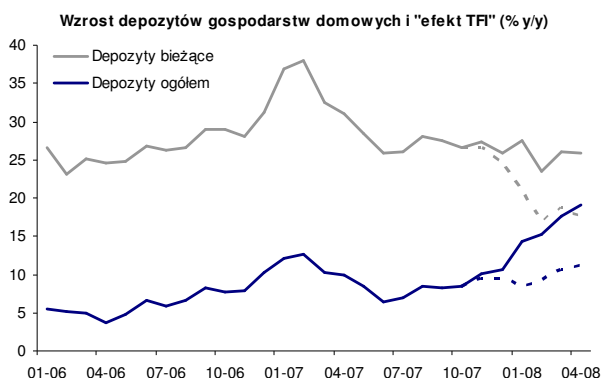
Choć od dłuższego czasu podaż pieniądza M3 rośnie w dość stabilnym tempie 13-16% rocznie, to w strukturze jej wzrostu nastąpiły dość istotne zmiany. Jeszcze w połowie 2007 r. mogliśmy obserwować przyrost depozytów przedsiębiorstw rzędu 23-24% rocznie przy jednoczesnym wzroście depozytów gospodarstw domowych o 7-8% (razem z gotówką te dwie kategorie stanowią ok. 85% łącznej podaży pieniądza M3). Sytuacja ta wynikała, z jednej strony, z bardzo wysokiej dynamiki przychodów przedsiębiorstw, co przy niższym tempie wzrostu kosztów przekładało się na doskonałe wyniki finansowe i pozwalało gromadzić znaczne nadwyżki czasowo wolnych środków. Dość niska dynamika depozytów gospodarstw domowych była z kolei związana ze szczytową fazą hossy na warszawskiej giełdzie, co sprawiało, że większość przyrostu oszczędności absorbowana była przez lokaty na rynku kapitałowym (często za pośrednictwem TFI). Tendencje te zaczęły się odwracać w sierpniu 2007 r. Pierwsza fala przeceny akcji będąca echem kryzysu *subprime* w USA ograniczyła

napływ środków na rynek kapitałowy, a bardziej zapobiegliwych inwestorów skłoniła do zmniejszenia dotychczasowego zaangażowania w akcje, skutkując szybszym tempem wzrostu depozytów gospodarstw domowych.

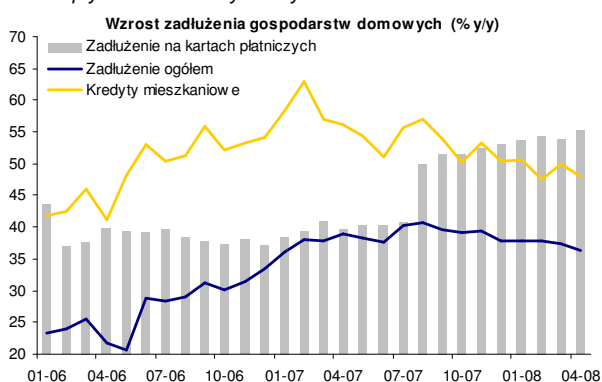
Tempo to zostało znacząco podbite na początku tego roku przez umorzenia środków z TFI w następstwie kulminacji złych nastrojów na warszawskiej giełdzie. Tylko w styczniu saldo wpłat i wypłat na rachunki funduszy inwestycyjnych wyniosło minus 11,3 mld zł (WIG spadł w tym czasie o ponad 14%). Od listopada ub. roku saldo to jest stale ujemne. Łącznie w ciągu ostatnich 6 miesięcy z TFI wycofano per saldo ok. 20 mld zł. Dane NBP sugerują, że środki te zasiliły depozyty bieżące i terminowe w zbliżonych proporcjach. W kwietniu br. tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych osiągnęło 19% r/r, choć w ujęciu miesięcznym wzrost wartości tych depozytów był bardzo niewielki i nie odpowiadał nawet wielkości środków wycofanych z TFI (co w części mogło być związane z przypadającym na koniec kwietnia terminem rozliczenia podatku PIT). Roczna dynamika lokat na rachunkach bieżących osiągnęła w kwietniu 26% r/r, a na rachunkach terminowych odpowiednio o 11% r/r. Jest to o tyle symptomatyczne, że jeszcze pod koniec 2007 r. dynamika depozytów terminowych była ujemna, i gdyby nie napływ pieniędzy wycofanych z funduszy oraz dodatkowe zachęty oferowane przez banki dla lokat na dłuższe terminy, byłoby tak zapewne nadal (patrz wykres na następnej stronie).

Można szacować, że bez napływu środków wycofanych z funduszy inwestycyjnych roczne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych ogółem osiągnęłoby w kwietniu br. tylko 10,3% r/r. Byłoby to wprawdzie nieco więcej od poziomu odnotowanego w listopadzie ub.r. (8,5% r/r), ale jednak zbyt mało dla sfinansowania utrzymującego się wciąż na wysokim poziomie tempa wzrostu akcji kredytowej banków. Pewne przyspieszenie tak szacowanej „bazowej” dynamiki depozytów gospodarstw domowych jest zapewne odzwierciedleniem widocznego w I kwartale tego roku dalszego wzrostu dynamiki funduszu płac. Warto podkreślić, że impuls związany z umorzeniami jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych nie będzie miał trwałego charakteru, co oznacza, że w miarę bilansowania się wpłat i wypłat do tych funduszy należy się liczyć ze stopniowym obniżaniem się dynamiki depozytów gospodarstw domowych.

Czerwiec 2008



Linia przerywaną oznaczono dynamikę depozytów oczyszczoną z efektu napływu środków wycofanych z TFI.



Szybki wzrost wartości środków gromadzonych na rachunkach gospodarstw domowych traktować można jako czynnik korzystnie wpływający na perspektywę kształtowania się spożycia indywidualnego. Wzrost depozytów oraz fakt, że znaczna część środków pozostaje na rachunkach bieżących, wskazują na możliwość finansowania przez nie zarówno bieżącej konsumpcji, jak i zakupów dóbr trwałego użytkowania. Potwierdzają to pośrednio dane o zadłużeniu gospodarstw domowych. Choć dynamika kredytu dla tej kategorii klientów banków stopniowo się obniża (z ponad 40% r/r w połowie 2007 r. do 36% r/r w kwietniu br.), to wynika to głównie ze związanego z sytuacją na rynku nieruchomości spowolnienia wzrostu kredytów mieszkaniowych (z 57% r/r we wrześniu 2007 r. do 48% r/r w kwietniu br.). Kredyty konsumpcyjne (ujmowane w statystykach NBP jako „pozostałe” i stanowiące blisko 1/3 wszystkich kredytów dla gospodarstw domowych), w porównaniu z poprzednim rokiem zdecydowanie przyspieszyły - z 30% r/r w kwietniu 2007 r. do 37% r/r rok później. Jeszcze silniejszy wzrost nastąpił w przypadku zadłużenia na kartach kredytowych (o 55% r/r w okresie ostatnich 12 miesięcy). Ze względu na wciąż bardzo mały udział tej pozycji w całości zobowiązań gospodarstw domowych (niespełna 4%), tak szybki wzrost zainteresowania korzystaniem z kart kredytowych nie musi jeszcze budzić szczególnego niepokoju, natomiast świadczy on wyraźnie o sile popytu konsumpcyjnego.

Widoczna jest tu również zmiana preferencji Polaków w finansowaniu swych krótkoterminowych zobowiązań – kredyt w rachunku bieżącym wzrósł w analogicznym okresie tylko o 17%, choć trzeba przyznać, że również dynamika tej kategorii była zdecydowanie wyższa niż przed rokiem (o 7 pkt. proc.).

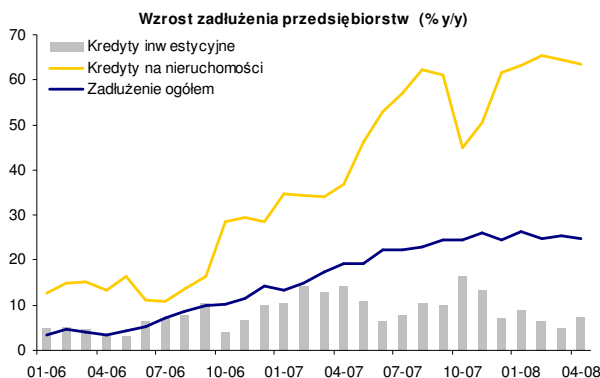
Możemy w tym miejscu postawić tezę, że wzrost konsumpcji, który ma silne podstawy w postaci bardzo szybkiego wzrostu płac i zatrudnienia, jest również powiązany z wysokim popytem na kredyt. Odzwierciedla to zapewne rosnące aspiracje konsumpcyjne gospodarstw domowych, których realizację tylko w niewielkim jak dotąd stopniu ograniczają dokonywane od ponad roku podwyżki stóp procentowych. Tym bardziej istotna staje się w tej sytuacji odpowiedź na pytanie o możliwość finansowania dalszego wzrostu kredytów bankowych, zwłaszcza jeśli weźmie się pod uwagę szybko spadająca już od roku dynamikę depozytów przedsiębiorstw.



Przez pierwsze miesiące nowego roku obserwowaliśmy spadek depozytów przedsiębiorstw w liczbach bezwzględnych. W rezultacie, dynamika depozytów przedsiębiorstw obniżyła się w marcu br. do 6,1% r/r. Przyczyn tego zjawiska upatrujemy we wzroście kosztów, w tym płacowych, które przekładają się na słabsze wyniki finansowe przedsiębiorstw. Dodatkowo, w I kw. zaznaczył się silniej niż zazwyczaj efekt rozliczenia podatku CIT, które po wyjątkowo udanym roku oznaczało często konieczność przelania znacznych kwot na rachunki urzędów skarbowych. W kwietniu widoczne było wprawdzie odbicie wzrostu depozytów firm (wzrost rocznej dynamiki do 8,0%), co łączymy z wyjątkowo dobrymi wynikami produkcji sprzedanej przemysłu (wzrost o 14,9% r/r), jednak przewidujemy, że w II połowie tego roku wzrost depozytów przedsiębiorstw może jeszcze bardziej spowolnić. Niezbyt dobre perspektywy dla sytuacji finansowej firm widoczne są zwłaszcza w przypadku depozytów bieżących, które w kwietniu br. spadły o blisko 10 mld zł m/m. Równoczesny wzrost (o blisko 13 mld zł m/m) depozytów terminowych, przede wszystkim tych o terminie zapadalności do 1 miesiąca, może wskazywać na tworzenie rezerw pod wypla-

Czerwiec 2008

tę dywidend w najbliższych miesiącach. Nie można też wykluczyć, że wzrost rynkowych stóp procentowych skłania firmy do bardziej efektywnego zarządzania aktywami i przesuwania środków z rachunków bieżących na terminowe.



Niezależnie od powodów niższego stanu środków na rachunkach bieżących przedsiębiorstw, niezbyt dobrze wróży on dynamice nakładów inwestycyjnych w najbliższych miesiącach ze względu na ograniczone możliwości ich finansowania. Znajduje to też potwierdzenie w danych o kredytach korporacyjnych. Choć tempo wzrostu łącznej masy kredytu dla przedsiębiorstw jest dość stabilne i od kilku miesięcy kształtuje się na poziomie ok. 25% r/r, to struktura wzrostu kredytu nie dostarcza pozytywnych informacji, jeśli chodzi o inwestycje. Kredyt na cele inwestycyjne wzrósł w kwietniu tylko o 7,5% r/r, podczas gdy jeszcze w październiku ub. roku było to o ponad 9 pkt. proc. więcej. Obserwacja ta jest spójna z wynikami ostatnich badań NBP koniunktury w sektorze przedsiębiorstw, z których wynika, że coraz mniejszy odsetek firm jest zainteresowany tą formą finansowania nakładów inwestycyjnych. Wprawdzie po stronie kredytów na nieruchomości (ujmowanych w statystykach NBP oddzielnie, choć można je również traktować jako formę finansowania nakładów inwestycyjnych), widzimy imponującą, ponad 60-proc. roczną dynamikę, to jednak w dużej mierze wynika ona z efektów bazowych (skokowy wzrost wolumenu kredytów między listopadem a grudniem ub.r.) i w związku z tym w najbliższych miesiącach będzie wygasać. Co więcej, dane te sugerują, że za istotną część obecnej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw odpowiadają deweloperzy, co przy wspomnianej coraz większej liczbie oznak stagnacji na krajowym rynku nieruchomości nie jest raczej najlepszą wiadomością.

Spodziewany spadek popytu przedsiębiorstw na kredyt będzie natomiast łagodził napięcia wynikające

ze zmian w kształtowaniu się relacji należności do zobowiązań sektora bankowego. Jeśli to nie nastąpi, banki będą musiały zwiększyć zakres finansowania zewnętrznego (do którego dostęp po ostatnich perturbacjach na rynkach finansowych jest znacznie trudniejszy i droższy) lub zdobywać środki na rynku długu emitując bankowe papiery wartościowe, co jest bardziej kosztowną formą finansowania niż krajowy rynek międzybankowy czy baza depozytowa. Efektem tego byłby wzrost kosztu kredytu i w następstwie ograniczenie konsumpcji gospodarstw domowych. Choć ze względu na silną konkurencję w sektorze bankowym nie oczekujemy w najbliższym czasie gwałtownego wzrostu marż kredytowych, to należy pamiętać o tym czynniku ryzyka dla wzrostu spożycia i całego PKB.

W świetle dotychczasowych rozważań coraz silniej rysuje się scenariusz wzrostu gospodarczego napędzonego przez konsumpcję, który nakreśliłiśmy we wstępie do naszej analizy (i to właśnie ze względu na wysokie prawdopodobieństwo takiego biegu wydarzeń wskazujemy na czynnik ryzyka w postaci ograniczenia możliwości finansowania akcji kredytowej). W danych o agregatach monetarnych znajdujemy potwierdzenie zarówno słabnącej aktywności inwestycyjnej (nie dostrzegamy również żadnych znaków, by sytuacja ta miała się w najbliższej przyszłości odwrócić), jak i silnych podstaw do dalszego wzrostu konsumpcji. Znaczne środki zgromadzone na rachunkach gospodarstw domowych mogą tu działać jak bufor w przypadku wzrostu rynkowych stóp procentowych i ograniczenia dostępu do kredytu. Wysokie tempo wzrostu konsumpcji będzie przeciwwagą dla spadku dynamiki inwestycji, w wyniku czego wzrost PKB będzie utrzymywał się dalej na relatywnie wysokim poziomie. Nie będzie to jednak czynnik wystarczający, aby zapobiec stopniowemu obniżaniu się dynamiki wzrostu gospodarczego.

Na zakończenie warto zauważyć, że w warunkach wzrostu stymulowanego przez konsumpcję wspieraną przez szybko rosnące dochody gospodarstw domowych, producentom będzie dość łatwo przenosić skutki wyższych kosztów energii oraz podwyżek płac na ceny. Równocześnie, ze względu na bufor w postaci znacznych środków zgromadzonych na rachunkach bankowych gospodarstw domowych, ograniczona może być skuteczność działań antyinflacyjnych RPP. To oznacza, że wysokiej dynamice wzrostu gospodarczego może towarzyszyć jeszcze przez czas dłuższy, niż obecnie zakłada to większość prognoz, wysoka dynamika cen.

POLITYKA MONETARNA

Brak podwyżki w maju, czyli decyzja spójna z wypowiedziami członków Rady

Majowe posiedzenie RPP zakończyło się utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Decyzja ta była wcześniej dyskutowana przez rynki finansowe (komentarze członków RPP dość jednoznacznie wskazywały na przesunięcie terminu kolejnej podwyżki na czerwiec) i tylko marginalnie wpłynęła na wycenę instrumentów finansowych. Sam komunikat Rady, bardzo zresztą podobny do komunikatu kwietniowego, zgodnie odebrany został jako zapowiedź dalszego zacieśnienia monetarnego. Rada wyraźnie podkreśliła mechanizm generowania wtórnych wzrostów cen przez wyższe ceny energii i żywności. Ostatnie akapity komunikatu, które zwykle służą jako instrument komunikacji z rynkiem i kształtowania oczekiwań co do dalszych decyzji RPP, pozostały w zasadzie takie same jak w poprzednim komunikacie (dodano tylko odniesienie do czerwcowej projekcji inflacji). RPP utrzymała więc swoją ocenę, że ryzyko wyższej inflacji nadal dominuje, zaś jego obniżenie może wymagać dalszego zacieśnienia monetarnego. Rada uznała również, że pełniejsza ocena perspektyw dla inflacji będzie możliwa po zapoznaniu się z nowymi danymi oraz z projekcją inflacji.

Kluczowa rola czerwcowej projekcji inflacji

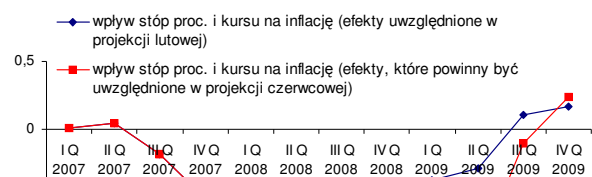
Rosnąca rola czerwcowej projekcji dla perspektyw polityki monetarnej, a co za tym idzie dla scenariuszy rynkowych, skłoniła nas do próby oszacowania wpływu, jaki na przebieg ścieżki cen mogą mieć czynniki nieuwzględnione w poprzedniej projekcji inflacji. Do czynników tych należą przede wszystkim dalsze umocnienie się złotego, podwyżki stóp procentowych, silniejszy wzrost jednostkowych kosztów pracy oraz podwyżki cen gazu i energii. Kwantyfikacja powyższych czynników opiera się na oszacowanych równaniach modelu ECMOD (oficjalny model prognozy NBP), jak i wynikach symulacji (*impulse response functions*) udokumentowanych w materiałach NBP.

Mocniejszy złoty, wyższe stopy procentowe

Od czasu ostatniej projekcji (luty 2008) zanotowano dalsze umocnienie kursu złotego (patrz tabela poniżej). Umocnienie to powinno oddziaływać w kierunku obniżenia przyszłej inflacji, jeśli przyjmemy, że ma ono trwały charakter (NBP w swych prognozach zwykł czynić właśnie takie założenie). W celu skwantyfikowania wpływu dalszego umocnienia złotego na czerwcową projekcję inflacyjną obliczyliśmy różnicę pomiędzy wpływem umocnienia złotego zanotowa-

nego do dnia dzisiejszego i wpływem umocnienia złotego już uwzględnionym w projekcji lutowej (patrz wykresy poniżej). Podobnie postąpiliśmy z wyizolowaniem wpływu dokonanych w okresie luty-maj 2008 podwyżek stóp procentowych (NBP przygotowuje projekcję przy założeniu niezmiennych stóp procentowych w przyszłości). Efektem umocnienia złotego oraz dokonanych w okresie luty-maj 2008 podwyżek stóp procentowych byłoby więc obniżenie ścieżki projekcji o prawie 1 pkt. proc w rocznym horyzoncie (patrz wykres poniżej).

Zmiany kursu złotego (koszyk) w danym kwartale (w %).		
	Projekcja lutowa	Projekcja czerwcową
I Q 2007	0,7	0,7
II Q 2007	-2,6	-2,6
III Q 2007	-0,7	-0,7
IV Q 2007	-4,3	-4,3
I Q 2008	-1,5	-2,6
II Q 2008	-	-5,3



Czerwiec 2008

Podwyżki cen gazu i energii

Lutowa projekcja inflacyjna NBP nie uwzględniała również wpływu dokonanych w kwietniu i maju podwyżek cen gazu i energii elektrycznej (do czasu publikacji poprzedniej projekcji nie zakończył się proces legislacyjny związany z wprowadzeniem tychże podwyżek). Przy konserwatywnych założeniach podwyżki te podniosą ścieżkę inflacji (jak również punkt startowy projekcji) o 0,2-0,4 pkt procentowe w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy.

Dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy

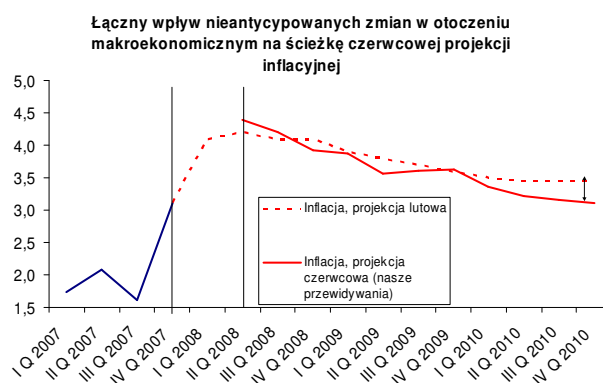
Podobnie jak miało to miejsce jesienią 2007 roku, oceniamy, że dynamika jednostkowych kosztów pracy (czyli jeden z najistotniejszych determinantów inflacji według modelu ECMOD) ukształtowała się znacznie powyżej wcześniejszych prognoz. Wyniki lutowej projekcji wskazywały na znaczny spadek tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy do poniżej 7% r/r w I kw. 2008 i do około 4% r/r w III kw. 2008., podczas gdy dane za pierwszy kwartał wskazują na dynamiki ULC przekraczające 8% r/r (czyli wielkości zbliżone do tych notowanych w ostatnim kwartale 2007 roku). Wpływ dalszego silnego (i nieuwzględnionego w poprzedniej projekcji) wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację wyliczyliśmy wykorzystując równanie inflacji netto z modelu ECMOD (postać rekursywną równania przedstawioną w naszym raporcie z października 2007).

Wpływ dalszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację netto ilustruje poniższy wykres. Zwracamy uwagę, że silny wzrost jednostkowych kosztów pracy skutkuje wzrostem inflacji w perspektywie najbliższych 4 kwartałów. Koszty pracy wpływają jednak negatywnie na konkurencyjność gospodarki i w dalszym horyzoncie projekcji prowadzą do obniżenia dynamiki PKB i mniejszej presji popytowej na wzrost cen (efekt ten oszacowaliśmy na podstawie przesunięć historycznych ścieżek projekcji, gdyż niemożliwe jest jego oszacowanie posługując się pojedynczym równaniem z modelu).



„Przewidywana” ścieżka nowej projekcji inflacyjnej

Szacujemy, że łącznym efektem omówionych powyżej zmian warunków makroekonomicznych może być wyższy punkt „zaczepienia” projekcji oraz wzrost prognozowanej inflacji względem poprzedniej projekcji w horyzoncie najbliższych kilku kwartałów. Prawdopodobne jest jednak, że ścieżka centralna projekcji obniży się względem prognoz z lutego w 2009 i 2010 roku. Szacujemy, że projekcja inflacji na 2010 rok będzie zbliżona do poziomu 3,0% r/r. Zwracamy uwagę, że nieregularny kształt uzyskanej przez nas ścieżki wynika z metod, jakich użyliśmy przy jej szacowaniu (składanie poszczególnych efektów). Oczekujemy, że finalna projekcja NBP będzie się charakteryzowała znacznie gładszym przebiegiem odpowiadającym symulacjom z modelu wielorównaniowego.



Scenariusz rynkowy

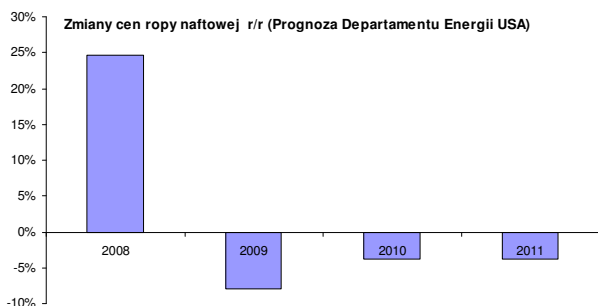
Publikacja projekcji, a właściwie kształt ścieżki przyszłej inflacji, może mieć istotne implikacje dla rynku stopy procentowej. Znaczny spadek prognozowanej inflacji może przejściowo wygenerować oczekiwania na szybsze i bardziej agresywne obniżki stóp (przypadające na początek 2009 roku). Prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza może zwiększyć powszechnie spodziewana podwyżka stóp na czerwcowym posiedzeniu Rady. Jeśli projekcja rzeczywiście wskaże na niższą inflację w latach 2009-2010, to czerwcową podwyżka stóp może zostać uznana przez większość uczestników rynku za ostatnią w tym cyklu.

Czynniki ryzyka

Zmiany w otoczeniu makroekonomicznym, jak również planowana reestymacja modelu ECMOD, mogą w sposób istotny wpłynąć na przebieg ścieżki inflacji, i w konsekwencji na realizację zakładanego przez nas scenariusza dla polityki monetarnej i rynku stopy procentowej. Dodatkowymi czynnikami ryzyka, nieuwzględnionymi przez nas w powyższej analizie,

Czerwiec 2008

okazać mogą się korekty eksperckie związane z cenami żywności i ropy naftowej. Korekty te mogą mieć istotny wpływ na przebieg projekcji w okresie najbliższych 4 kwartałów. Prawdopodobnym efektem wyższych wzrostów cen ropy naftowej odnotowanych w ostatnim okresie może być przesunięcie ścieżki projekcji w górę. Marcowe prognozy amerykańskiego Departamentu Energii (na tych właśnie prognozach eksperci NBP zwykli bazować swoje prognozy) wskazują jednak na spadek cen ropy w kolejnych latach (patrz wykres poniżej), co wskazywać może na obniżenie ścieżki cen w projekcji NBP w kolejnych latach.



W naszych wyliczeniach nie uwzględniliśmy również wpływu zmian w otoczeniu zewnętrznym. Wydaje się jednak, że zmiany te (prawdopodobnie niższe tempo wzrostu gospodarki światowej w 2009 roku) powinny oddziaływać w stronę obniżenia ścieżki prognozowanej inflacji.

Podkreślamy, że nasze szacunki ścieżki projekcji nie są tożsame z naszymi prognozami inflacji. Podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz średniokresowy, zgodnie z którym wzrost inflacji w Polsce okaże się „uporczywy” i będzie mieć miejsce również w 2009 roku (do czego przyczynić się może, między innymi, deregulacja rynku energii elektrycznej). Oznaczać to będzie wydłużenie okresu, w którym RPP będzie zmuszona utrzymywać stopy procentowe na wysokim poziomie. Stąd sugerowany powyżej rozwój wydarzeń, w którym uczestnicy rynku uznają, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej się zakończył i zaczną oczekiwać szybkich obniżek stóp, może mieć wpływ na sytuację na rynku tylko w ograniczonym horyzoncie czasowym. Nawet w przypadku pozytywnego sygnału związanego z nową projekcją inflacji, ważnym czynnikiem ograniczającym skłonność inwestorów do wyceniania szybkich obniżek stóp procentowych może się okazać prognozowany przez nas znaczny wzrost inflacji netto.

POLITYKA FISKALNA

Wstępne założenia do projektu budżetu na 2009 r.: w miarę realistyczna prognoza makroekonomiczna, optymistyczna dynamika dochodów, zagrożenia dla realizacji planów obniżenia deficytu fiskalnego

Z informacji prasowych wynika, że wstępna wersja założeń do projektu budżetu na 2009 r. przewiduje łączne dochody w wysokości 310,5 mld zł, wydatki 328,7 mld zł i deficyt na poziomie 18,2 mld zł. Po wyłączeniu przepływów związanych z wykorzystaniem środków z UE, i przy uwzględnieniu średniorocznej inflacji szacowanej na 2,9%, oznacza to, że w relacji do kwot przewidzianych w tegorocznym budżecie dochody mają wzrosnąć realnie o około 6%, a wydatki o zaledwie 2%. Poza ustaloną (zapewne świadomie) na zbyt niskim poziomie inflacją pozostałe założenia makroekonomiczne są w miarę rozsądne, choć rozważniej byłoby chyba założyć nieco niższą dynamikę wzrostu inwestycji i całego PKB. Dość optymistyczne wydają się też założenia, że stopa referencyjna NBP nie przekroczy poziomu 6% i że dojdzie do dość znacznego umocnienia się złotego do euro. Wstępne informacje o zamiarze obniżenia deficytu do 18,2 mld zł zostały dobrze przyjęte przez rynek, który porównał tę wielkość do planowanego na ten rok deficytu na poziomie 27,1 mld zł. Trzeba jednak pamiętać, że jeśli w końcu tego roku nie dojdzie do nagłego przyspieszenia wydatków, to rzeczywisty deficyt może być dość istotnie niższy od planowanego. Gdyby ukształtował się on na poziomie około 20 mld zł (co uważamy za możliwe, jeśli nie dojdzie do dalszego pogorszenia dynamiki dochodów), to oznaczałoby to, że 2009 r. byłby już drugim z rzędu rokiem, w którym pomimo dość wysokiego tempa wzrostu PKB nie odnotowano istotnej poprawy w ograniczaniu deficytu budżetu państwa. Warto przypomnieć, że w 2007 r. deficyt ten wyniósł, po weryfikacji danych przez Ministerstwo Finansów (MF), niecałe 16 mld zł.

Kwestia poziomu deficytu dobrze ilustruje skalę trudności, na jakie napotyka MF przystępując do konstrukcji przyszłorocznego budżetu. Nawet bowiem ustalenie deficytu na poziomie około 18 mld zł (co przez część komentatorów uznane już zostało za bardzo ambitny cel) nie daje, naszym zdaniem, pełnej gwarancji osiągnięcia wytyczonego w Programie konwergencji celu obniżenia w 2009 r. deficytu całego sektora instytucji rządowych i samorządowych do 2% PKB. Po uwzględnieniu transferów do OFE rzeczywisty deficyt samego budżetu państwa przekroczy 2,5% PKB, co oznacza, że pozostałe części sektora finansów publicznych będą musiały wykazać dość duże nadwyżki. W 2007 r. sytuację ratowała szacowana na 1% PKB nadwyżka funduszy ubezpieczeń

społecznych, ale trudno zakładać, że taki poziom nadwyżki możliwy będzie do uzyskania również w 2009 r. Aby umożliwić osiągnięcie deficytu na poziomie 18 mld zł MF musiało zaplanować zarówno dość wysoką dynamikę dochodów, jak i dużo niższe niż w poprzednich latach tempo wzrostu wydatków. Trudno jest nam oceniać realność założonej dynamiki wydatków, gdyż w dużej mierze zależeć to będzie od determinacji rządu i jego zdolności do opierania się różnym naciskom na wzrost wydatków (w tym zwłaszcza żądaniom dużych podwyżek płac w sferze budżetowej). Dość optymistyczna wydaje się nam natomiast proponowana we wstępnej wersji założeń do budżetu dynamikę dochodów, zwłaszcza jeśli uwzględni się słabnące tempo wzrostu gospodarczego i skutki planowanego obniżenia stawek PIT i innych decyzji obniżających poziom dochodów. Trzeba też wziąć pod uwagę (o czym piszemy poniżej), że mogą pojawić się trudności z osiągnięciem wszystkich dochodów zaplanowanych na ten rok, co oznaczałoby, że założona na przyszły rok nominalna dynamika dochodów (10,2% dla całości i 9% po wyłączeniu dochodów z UE) musiałaby być jeszcze wyższa w relacji do rzeczywistych wpływów do tegorocznego budżetu.

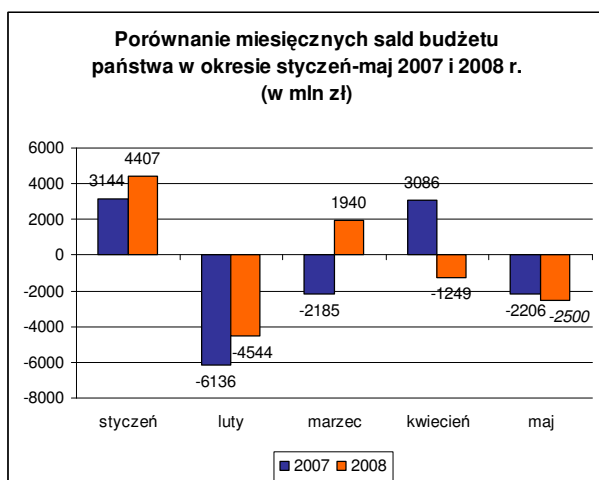
Realizacja budżetu na 2008 r.: opóźnienia wydatków obniżają deficyt, niższa od prognozowanej dynamika wpływów z podatków pośrednich

Deficyt budżetu państwa po pięciu miesiącach 2008 r. został wstępnie oszacowany przez Ministerstwo Finansów na około 2 mld zł, czyli o prawie 2,3 mld zł mniej niż w tym samym okresie ubiegłego roku. Taki wynik sugeruje jednak też, że w samym maju nadwyżka wydatków nad dochodami wyniosła ponad 2,5 mld zł i była nieco większa niż w maju 2007 r. Jeśli w czerwcu nie dojdzie do niespodziewanego wzrostu dynamiki dochodów, to wynik fiskalny całego drugiego kwartału może się okazać znacząco gorszy od ubiegłorocznego. Nie oznacza to oczywiście, że istnieją jakiegokolwiek istotne zagrożenia dla realizacji ustawy budżetowej, gdyż głównym pytaniem pozostaje nadal to, o ile deficyt na koniec roku może być niższy od zaplanowanego. Bardzo trudno jest wciąż przedstawić prognozę tego deficytu, gdyż jego poziom zależeć będzie w dużym stopniu od dość arbitralnych decyzji Ministerstwa Finansów i innych dysponentów środków budżetowych co do skali realizowanych wydatków, od skuteczności wykorzystania funduszy UE oraz od dynamiki podatków pośrednich.

Szczegółowe dane dotyczące wyników budżetu w okresie styczeń-kwiecień tego roku pokazują, że nadwyżka osiągnięta w tym okresie była niemal wyłącznie efektem znacznych opóźnień w realizacji

Czerwiec 2008

planu wydatków. W relacji do harmonogramu ogłoszonego przez MF wydano w tym czasie o około 6,6 mld zł mniej, zaś gdyby wskaźnik zaawansowania wydatków osiągnął ten sam poziom, co po czterech miesiącach 2007 r., to wydatki byłyby o blisko 10 mld zł wyższe. Wydatki przewidziane w ustawie budżetowej są o 22,5% wyższe od zrealizowanych w ubiegłym roku, zaś dotychczasowa ich dynamika wyniosła zaledwie nieco ponad 8%. Największe opóźnienia (w relacji do wskaźnika upływu czasu) występują w wydatkach majątkowych (zrealizowano tylko 7,8% planu), w dotacjach dla FUS oraz w wydatkach na finansowanie projektów z udziałem środków z UE. Największe szanse na to, że część tych opóźnień przekształci się w realne oszczędności dostrzegamy w odniesieniu do transferu środków do FUS, co będzie możliwe dzięki wysokiej dynamice gromadzonych składek i „zaliczkom” przekazanych w końcu ub. roku. Dzięki mocnemu złotemu i niskim stopom procentowym na rynkach bazowych pewne oszczędności wystąpią też zapewne w wydatkach na obsługę zadłużenia zagranicznego, ale mogą zostać one w części skonsumowane przez wyższe koszty długu krajowego (wzrost stóp procentowych i większe od planowanych emisje bonów krótkoterminowych). Znacznie mniejsze od planowanych mogą się też okazać wydatki związane z wykorzystywaniem funduszy unijnych, ale nie przełoży się to w takiej samej skali na poziom deficytu, gdyż należy zakładać, że istotnie niższa będzie wówczas również wartość środków z UE rejestrowanych po stronie dochodów.



Za najważniejsze źródło niepokoju związanego z realizacją tegorocznego budżetu uznać można dotychczasową dynamikę wpływów z podatków pośrednich. Szczególnie niskie jest dotąd tempo wzrostu dochodów z akcyzy (4,9%), ale nie odbiega ono drastycznie od założonego implícite w budżecie (6,5% w relacji do wyniku 2007 r.) i może w części wynikać z typowych opóźnień w ujawnianiu się skutków wzrostu stawek akcyzy na papierosy. Kształtowanie się dochodów z akcyzy w okresie do kwietnia

dość wyraźnie pokazuje jednak, że postulowane obecnie obniżenie stawek akcyzy na paliwa silnikowe najprawdopodobniej nie pozwoliłoby na osiągnięcie zaplanowanych na ten rok łącznych wpływów z tego podatku. Prawie połowa zaplanowanych na ten rok dochodów podatkowych przypada na podatek VAT. Wpływy z VAT miały być w tym roku o prawie 16% wyższe od uzyskanych w 2007 r., ale dotychczasowa ich dynamika wyniosła tylko 11,3%. Utrzymanie się tej dynamiki do końca roku oznaczałoby, że wpływy z VAT byłyby o około 4,5 mld zł niższe od założonych. Ten ubytek mógłby zostać w części skompensowany przez wyższe wpływy z CIT, ale tylko w części, gdyż ze względu na pogarszające się wyniki finansowe przedsiębiorstw w dalszej części roku należy się liczyć z osłabieniem dynamiki dochodów z CIT. Ponieważ niemal pewne jest, że do budżetu nie wpłyną wszystkie zaplanowane środki z UE, w sumie oznacza to, że dość poważnie zagrożone jest osiągnięcie przewidzianego w ustawie budżetowej poziomu wydatków. Przyczyny dość słabego kształtowania się wpływów z podatków pośrednich pomimo bardzo wysokiej dynamiki sprzedaży detalicznej (nominalny wzrost o 19,1% w okresie styczeń-kwiecień), szybkiego tempa wzrostu importu i dużo wyższej od założonej w budżecie dynamiki cen są dość zagadkowe i powinny zostać szczegółowo przeanalizowane przez podmioty odpowiedzialne za realizację budżetu. Jedną z przyczyn może być to, że wzrost inflacji wynikał w dużym stopniu ze wzrost cen produktów żywnościowych objętych niższą stawką VAT, ale z pewnością nie wyjaśnia to całego problemu relatywnie niskiej jak dotąd dynamiki dochodów z VAT. Warto przypomnieć, że w 2007 r. dynamika ta osiągnęła 14,1%, co pozwoliło na przekroczenie planowanych wpływów z VAT o ponad 4%.

	mln PLN	% planu	Dynamika (r/r)
Dochody, w tym:	90618,6	32,1%	11,6%
Podatki pośrednie	53431,8	32,4%	9,3%
VAT	36373,6	32,6%	11,3%
Akcyza	16624,1	31,8%	4,9%
CIT	11800,6	43,5%	26,4%
PIT	12589,4	34,5%	9,0%
Wydatki	90064,3	29,1%	8,1%
Obsługa długu krajowego	4919,4	22,5%	-0,9%
Obsługa długu zagranicznego	3305,1	55,8%	-0,7%
Dotacja dla FUS	4494,9	22,6%	-5,3%
Subwencja samorządowa	17328,7	42,6%	10,7%
Deficyt/Nadwyżka	554,3	- - -	- - -

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

Mit szybkich podwyżek stóp w USA

Jeszcze kilka miesięcy temu analitycy prześcigali się w prognozowaniu skali dalszego poluzowania monetarnego w USA. Coraz ostrożniejsze ruchy Fed oraz komunikaty świadczące o „zadowalającym poziomie stóp procentowych” (zarówno ze strony całego FOMC, jak również poszczególnych jego członków) skutecznie studzą jednak apetyty zwolenników dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Doszło nawet do pewnego zwrotu – obecnie coraz częściej słyhać opinie o rosnącym prawdopodobieństwie szybkich podwyżek stóp procentowych. W kontekście obecnej sytuacji gospodarczej w USA i perspektyw jej dalszego rozwoju scenariusz ten nie wydaje się szczególnie sensowny - uważamy, że stopy procentowe w USA pozostaną na obecnym poziomie jeszcze przez wiele miesięcy a zacieśnienie polityki pieniężnej możliwe jest dopiero w 2009 roku.

Coś dla jastrzębi...

Nie ulega wątpliwości, że obecne ceny ropy naftowej to spora niespodzianka i duże obciążenie zarówno dla firm, jak i chyba w jeszcze większym stopniu dla konsumentów. W najbliższym czasie nie zanoszą się jednak na istotną korektę na tym rynku: zbliża się sezon huraganów, niepokoje polityczne w Nigerii trwają w najlepsze a OPEC daleki jest od podwyższenia wydobycia. Do tego dochodzą fundamentalne czynniki po stronie popytowej, których działanie wydaje się skuteczne z perspektywy długookresowej: ciągle rosnący popyt ze strony *emerging markets* (głównie tych azjatyckich).

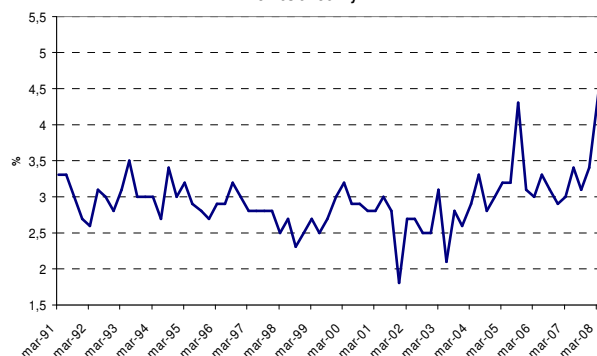
Bardzo mobilni i przyzwyczajeni przez lata do niskich cen benzyny konsumenci amerykańscy odczuwają wzrosty cen ropy szczególnie dotkliwie. To właśnie między innymi na tym polu należy upatrywać przyczyn ich gasnącego optymizmu (mierzonego zarówno przez Uniwersytet Michigan oraz Conference Board) oraz istotnego podwyższenia oczekiwań inflacyjnych (patrz wykresy).

Uwagę zwracają przede wszystkim oczekiwania w horyzoncie rocznym. W ostatnich miesiącach odnotowano znaczny ich wzrost, który w maju doprowadził do oczekiwanego za rok wskaźnika inflacji rekordowo wysokiego poziomu 5,2%. Choć oczekiwania w krótkim horyzoncie charakteryzują się dużą zmiennością, nie ulega wątpliwości, że bieżący ich poziom jest już bardzo niepokojący.

Oczekiwania 5-letnie powinny być ze swej natury znacznie bardziej stabilne. Taki też jest ich obraz w ostatnich latach. Duża w tym zasługa wysokiej wiary-

godności polityki pieniężnej prowadzonej przez Fed i skutecznej komunikacji ukierunkowanej nie tylko na uczestników rynków finansowych, ale też na konsumentów. Ostatnie miesiące to jednak wzrost także tej miary oczekiwań wynikający prawdopodobnie z zakwalifikowania ostatnich wzrostów cen do kategorii względnie trwałych. Pewien wpływ mogły też mieć błędy w ocenie sytuacji spowodowane nieszablonywym zachowaniem Fed na początku roku.

Uniwersytet Michigan: inflacja oczekiwana przez konsumentów w okresie rocznym



Uniwersytet Michigan: inflacja oczekiwana przez konsumentów w okresie 5-letnim



Destabilizacja dotychczasowo dość dobrze zakotwiczonych oczekiwań mogłaby być istotnym problemem dla prowadzenia polityki pieniężnej, ale w obecnym otoczeniu makroekonomicznym wcale nie musi przekładać się na wzrost inflacji. Wrócimy do tej kwestii w dalszej części tekstu.

Problem wzrostu cen dotyczy w równym stopniu również przedsiębiorstw (zauważmy, że inflacja cen producentów rośnie obecnie szybciej od tej rejestrowanej dla wydatków konsumpcyjnych), co potwierdzają także ostatnie poziomy indeksu ISM dla przemysłu. W początkowej fazie cyklu koniunkturalnego, gdy szacunki wielkości popytu są jeszcze optymistyczne, wyższe koszty produkcji można w dość łatwy sposób przerzucić na konsumentów.

Czerwiec 2008

...i coś dla gołębi

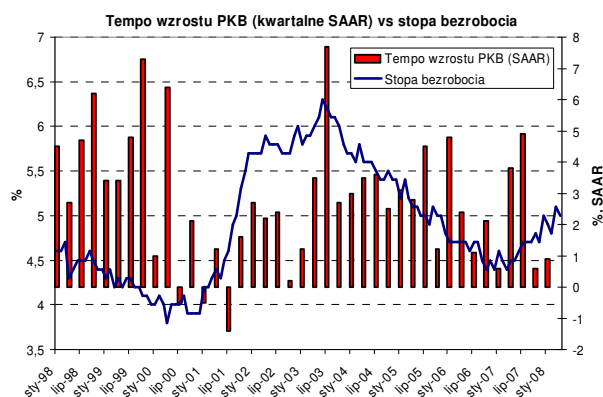
W chwili obecnej trudno się jednak nie zgodzić, że gospodarka amerykańska znajduje się w dolnej fazie cyklu (wciąż nie wiadomo, czy najgorsze już za nami – kolejne dane ze sfery realnej wciąż nie przynoszą jednoznacznej odpowiedzi). Przedsiębiorcy ankietowani przez ISM wyraźnie narzekają na niedostateczny popyt, co w perspektywie powinno prowadzić do zmniejszenia wykorzystania mocy produkcyjnych. Obniżenie popytu przebiega obecnie na wszystkich frontach.

W dalszym ciągu nie widać wyraźnych oznak trwałej poprawy sytuacji na rynku nieruchomości, choć od czasu do czasu pojawiają się pewne przebłyski optymizmu (nie potwierdzone zwykle później przez tzw. twarde dane). Z kolei konsumenci niechętnie zwiększają wydatki, gdyż ograniczenia płynności, które dotyczą większości z nich, nie pozwalają na dostateczne wygładzenie konsumpcji w czasie. Co więcej, obniżający się majątek zachęca raczej do akumulacji aktywów na późniejszy okres tj. do zwiększenia stopy oszczędności. Obserwowane ostatnio *obniżenie* (w stosunku rocznym) wydatków na dobra trwałe tylko potwierdza tezę o niekorzystnym postrzeganiu przyszłej sytuacji gospodarczej. Podobnie zachowuje się popyt na dobra inwestycyjne. W tym kontekście możemy już mówić o znacznym spowolnieniu, a w najbliższym czasie niewykluczone są także spadki wydatków inwestycyjnych, gdyż przedsiębiorcy nie mają bodźców do rozbudowy aparatu produkcyjnego w obliczu powiększających się rezerw mocy produkcyjnych.

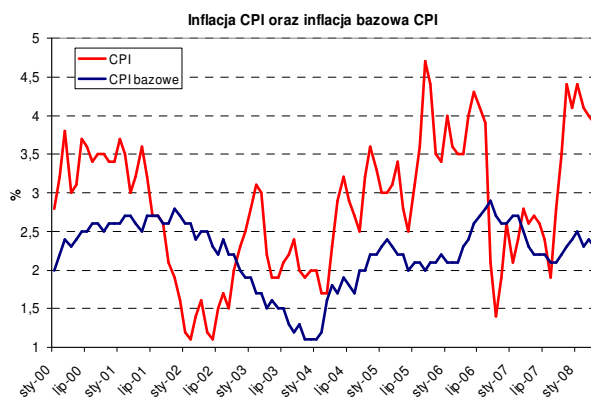
Do tej niekorzystnej porcji przewidywań dodać można także sytuację na rynku pracy (patrz rysunek). Wprawdzie stopie bezrobocia daleko jeszcze do poziomów recesyjnych, należy jednak pamiętać, że jej zmiany dokonują się zwykle z opóźnieniem w stosunku do cyklu koniunkturalnego. Tym samym należy się jeszcze liczyć z jej wzrostem, co zresztą znajduje też wyraz w prognozach FOMC. Jednak realizacja zamówień eksportowych (w dalszym ciągu to właśnie eksport jest jednym z niewielu dodatnich kontrybutorów do wzrostu PKB) powinna ograniczać spadek popytu na pracę. Dotyczy to zwłaszcza sektora przemysłowego, który – biorąc pod uwagę stosunkowo wysokie odczyty ISM oraz ostatnio obserwowany wzrost zamówień – może nadal radzić sobie na tle innych sektorów stosunkowo niezłe.

Ze względu na oczekiwany dalszy wzrost stopy bezrobocia (która już nagle podskoczyła w maju do poziomu 5,5%), należy także liczyć się z obniżeniem dochodu rozporządzalnego. Z pomocą przychodzą tu co prawda automatyczne stabilizatory oraz pakiet fiskalny (jako przejaw polityki dyskrecjonalnej), jednak wcześniejsze doświadczenia związane z tym

drugim sposobem pobudzania aktywności gospodarczej sugerują, że dodatkowe środki w rękach konsumentów nie będą mieć istotnego wpływu na konsumpcję. Zostaną one prawdopodobnie potraktowane przez gospodarstwa domowe jako zmiana przejściowa i tym samym znaczna ich część będzie przeznaczona na spłatę zadłużenia (taki scenariusz podpowiadają także badania ankietowe).

**Efekt netto?**

Przed zestawieniem gołębi i jastrzębi argumentów warto jeszcze przyjrzeć się obecnemu kształtowi rzeczywistych procesów inflacyjnych (patrz wykres).



Obydwie miary inflacji zanotowały w ostatnich miesiącach niewielkie spadki. Istnieje jednak poważne ryzyko dalszego ich wzrostu, głównie z uwagi na efekty powodowane przez zmiany cen ropy naftowej. Choć ceny paliw nie są brane pod uwagę przy obliczaniu inflacji bazowej, to wpływają na nią w sposób pośredni poprzez wyższe ceny pozostałych towarów (najprostszy kanał oddziaływania to ceny transportu). Przypomnijmy, że ostatni zestaw prognoz FOMC zakładał wzrost inflacji (w swoich projekcjach Fed skupia się na inflacji PCE). Obecne otoczenie zewnętrzne wydaje się jeszcze bardziej proinflacyjne, co mogłoby skłaniać ku bardziej jastrzębiej argumen-

Czerwiec 2008

tacji, gdyby nie pewna luka mieszcząca się w takim rozumowaniu.

Zgodnie z krzywą Philipsa, inflacja jest wynikiem sprzężenia oczekiwań inflacyjnych, luki popytowej oraz nieoczekiwanych szoków cenowych. Nie ulega wątpliwości, że bieżący poziom inflacji oraz rosnące ceny ropy naftowej nie sprzyjają stabilizacji cen. Z drugiej strony należy jednak pamiętać, że szoki cenowe (podażowe), których doświadczała amerykańska gospodarka w przeszłości, niemal zawsze kończyły się istotnym spowolnieniem PKB (czasem nawet wyraźnym spadkiem) – trudno przecież oczekiwać utrzymania tempa wzrostu wydatków przy gwałtownie spadającej sile nabywczej. We wstępnej i dojrzałej fazie cyklu koniunkturalnego konsumenci mogą rekompensować spadek siły nabywczej zwiększonymi żądaniami płacowymi, jednak obecne pogorszenie sytuacji na rynku pracy powinno działać dostatecznie dyscyplinująco, a o podwyżkach wynagrodzeń można raczej zapomnieć. Co więcej, obniżony popyt stanowi istotną barierę dla przenoszenia wyższych kosztów produkcji (surowce i materiały) na konsumentów. Można się spodziewać jedynie wzrostów cen towarów charakteryzujących się niską elastycznością cenową w krótkim okresie – do tej kategorii zaliczają się między innymi paliwa.

Można zatem oczekiwać, że oddziaływanie luki popytowej jest w obecnej perspektywie jeszcze bardziej dezinflacyjne niż na początku roku (kiedy wszyscy oczekiwali kolejnych obniżek oprocentowania). Oddziaływanie problemów płynnościowych częściowo neutralizuje także efekt niskiej stopy *Fed funds*. W tym kontekście, wysokie oczekiwania inflacyjne i podwyższony poziom cen ropy naftowej nie niweczą procesu dezinflacji, lecz tylko rozciągają go w czasie, niemal zgodnie z prognozami zaprezentowanymi

Stopy EBC bez zmian, ale czy na długo?

Na czerwcowym posiedzeniu Rady Gubernatorów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) podjęto decyzję o pozostawieniu stóp procentowych w strefie euro na niezmiennym poziomie. Niemniej, wydźwięk komunikatu po posiedzeniu Rady Gubernatorów był zdecydowanie bardziej jastrzębi niż się spodziewano, a użyte w nim sformułowania, ze względu na sposób komunikacji ECB z rynkiem, wskazują na możliwość podwyżki stóp procentowych w najbliższej przyszłości.

Jean-Claude Trichet przyznał, że choć Rada Gubernatorów podjęła decyzję o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (4,00%, ostatnia podwyżka miała miejsce w czerwcu ub.r.), to napięcia inflacyjne w ciągu ostatniego miesiąca przy-

przy okazji publikacji sprawozdania z ostatniego posiedzenia FOMC.

Co dalej?

Obecny poziom stóp procentowych wydaje się złotym środkiem pomiędzy potrzebą stymulacji sfery realnej gospodarki i utrzymaniem oczekiwań inflacyjnych w rozsądnych granicach. Zważywszy na fakt, że skala ryzyk przesunęła się niemal symetrycznie od czasu poprzedniego posiedzenia FOMC, nie oczekujemy zmiany parametrów polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Kontynuowane będą natomiast operacje płynnościowe, ponieważ przywrócenie normalnych warunków finansowania wydaje się niezwykle ważne z punktu widzenia inwestycji oraz zakupów dóbr trwałych.

Rozpędzanie gospodarki amerykańskiej będzie istotnie rozciągnięte w czasie. Prognozy FOMC sugerują, że dopiero w 2010 roku tempo wzrostu będzie zbliżone do potencjału. Podwyżek stóp procentowych spodziewamy się zatem nie wcześniej niż w 2009 roku. Siły hamujące wzrost PKB będą najprawdopodobniej wystarczające do złagodzenia obecnej presji inflacyjnej, nawet w obliczu wysokich oczekiwań inflacyjnych, które mimo wszystko wydają się i tak odpowiednio zakotwiczone w dłuższym okresie. Nie ulega wątpliwości, że Ben Bernanke oraz inni członkowie FOMC będą w najbliższym czasie wyjątkowo aktywni na polu komunikacji werbalnej, ukierunkowanej głównie na percepcję inflacji gospodarstw domowych.

Na koniec przypomnijmy, że niniejszy tekst powstał z myślą o przewidywaniu przyszłych ruchów Fed, a nie odnoszących się do nich oczekiwań rynkowych – te ostatnie chadzają bowiem często własnymi drogami.

brały na sile, zwiększając ryzyko dla stabilności cen w średnim okresie. W istocie, najnowsza projekcja inflacyjna EBC wskazuje, że średnioroczna inflacja HICP w 2008 r. wyniesie 3,2-3,6%, natomiast w 2009 r. odpowiednio 1,8-3,0%. Trichet podkreślił, że w porównaniu z poprzednią projekcją przedziały projekcji zdecydowanie poszerzyły się, co ma źródło w większej niepewności dotyczącej cen żywności i paliw oraz w narastaniu presji płacowej w sektorze usług strefy euro.

W komunikacie po posiedzeniu EBC podkreślono, że źródłem obserwowanego od jesieni ub.r. przyspieszenia wzrostu cen są w dalszym ciągu przede wszystkim rosnące ceny żywności i paliw. Jednakże wzrost ten trwa dłużej niż oczekiwano wcześniej,

Czerwiec 2008

rzutując na wzrost wskaźnika HICP. Sytuację tę pogarsza silny wzrost agregatów monetarnych i kredytu przy braku istotnych ograniczeń akcji kredytowej banków strefy euro.

Jak powiedział prezes ECB, wobec tych uwarunkowań Rada Gubernatorów bardzo uważnie obserwuje rozwój sytuacji w strefie euro i pozostaje w stanie „**podwyższonej gotowości. Działając zdecydowanie i na czas, ECB zapobiegnie efektom drugiej rundy i zapewni, że ryzyka dla stabilności cen w średnim okresie nie urzeczywistnią się**”. Ten fragment komunikatu został odebrany przez rynek jako wyraźna zapowiedź podwyżki stóp procentowych na jednym z najbliższych posiedzeń. Potwierdził to podczas konferencji prasowej sam Trichet nie wykluczając, że do podwyżki może dojść już w lipcu. Natychmiast wzrosły stawki FRA kontraktów na EURIBOR (do 5,30% dla tenoru 6x9 odpowiadającego stawce 3M dla grudnia br.). Kurs EUR/USD wzrósł z poziomu 1,54 do 1,56 w ciągu niespełna godziny.

Takie postawienie sprawy przez EBC, wzięwszy pod uwagę dotychczasową historię komunikacji banku z rynkiem, diametralnie zmienia ocenę prawdopodobieństwa wzrostu stóp w strefie euro. Rada Gubernatorów ma pewien komfort podjęcia takiej decyzji ze względu na wciąż dobre dane o wzroście gospodarczym. Jednakże, jak powiedział prezes Trichet, dobre dane z I kw. mogą zostać zrównoważone niezbyt dobrymi wynikami z II kw. i dlatego dopiero na podstawie danych dla całego pierwszego półrocza możliwe będzie dokonanie pełniejszej oceny perspektyw gospodarki strefy euro. Dane o PKB w II kwartale będą znane dopiero na wrześniowym posiedzeniu Rady Gubernatorów EBC. Z tego względu nie można wykluczyć, że Rada będzie chciała odłożyć decyzję o podwyżce stóp do sierpnia lub września, ale oczekiwania rynku są zdecydowanie przesunięte w stronę podwyżki już w lipcu.

Czerwiec 2008

NA RYNKU

F/X

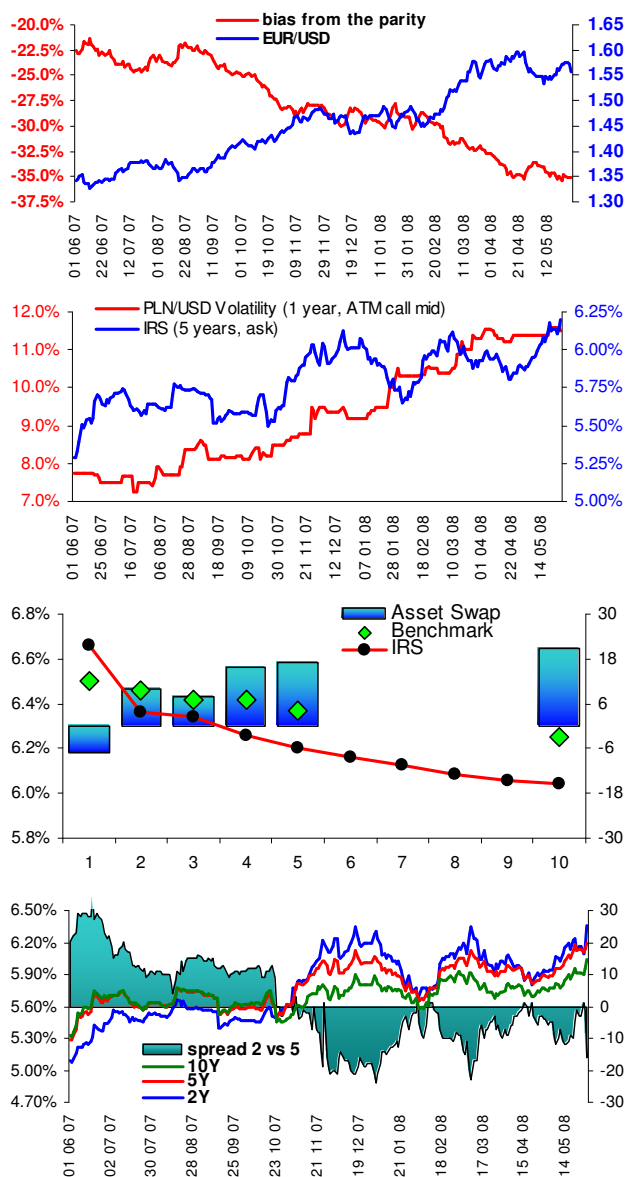
Maj był kolejnym miesiącem umacniania się złotego do głównych walut. W pierwszej połowie poprzedniego miesiąca kurs pokonał poziomy 3,40 zł za euro i 2,20 zł za dolara. Sile naszej waluty sprzyjała słabość amerykańskiego dolara, którego kurs po przejściowym umocnieniu względem euro deprecjonował, osiągając poziom 1,58 dolara za euro. Koniec miesiąca przyniósł jednak odwrócenie tych tendencji i powrót kursu EUR/USD w okolice 1,56, (pewnym impulsem mogła być tu publikacja szeregu nowych danych makro z USA, choć cały czas trudno jest o ich jednoznaczną interpretację). Dla złotego oznaczało to krótkotrwałe osłabienie, zwłaszcza, że czwartek 22 maja był dniem wolnym, co zwykle sprzyja spadkom kursu złotego.

Impulsem do nieznacznej korekty notowań naszej waluty była również publikacja danych o polskiej gospodarce. Były one albo zgodne z oczekiwaniami (produkcja przemysłowa) albo nieco gorsze od prognozowanych (sprzedaż detaliczna), co umocniło uczestników rynku w przeświadczeniu o kontynuacji „przerwy” w podwyżkach stóp procentowych. Majowa decyzja RPP potwierdziła ten scenariusz, ale komunikat po posiedzeniu Rady (dość jasno wskazujący na duże prawdopodobieństwo podwyżki stop w czerwcu) oraz publikacja szacunków inflacji MinFin wzmocniły oczekiwania na podwyżki, wspierając złotego. W początkach czerwca za euro płacono 3,36-3,37 zł, a za dolara odpowiednio 2,15-2,16 zł.

Fixed Income

Na rynku stopy procentowej obserwowaliśmy dalsze wyplaszczanie i równoczesne wznoszenie się krzywej dochodowości. Na krótkim końcu nastąpiła konsolidacja rentowności obligacji skarbowych wokół poziomów 6,65-6,75%. Słabiej wzrostowi stawek opierały się bony skarbowe, których rentowność wzrosła do 6,80%. Rentowność 10-letnich papierów po raz pierwszy od połowy 2006 r. przekroczyła 6% i kształtuje się obecnie 40-50 pb. powyżej tego poziomu. Próg 6% przekroczyły również 10-letnie stawki IRS. Ze względu na rozszerzające się z czasem asset swapy krzywa IRS jest jednak bardziej stroma od krzywej rentowności obligacji skarbowych.

Rynek pod wpływem ostatnich danych makro, jak również komunikatu po majowym posiedzeniu RPP, wyraźnie zrewidował w górę prawdopodobieństwo jeszcze jednej (w stosunku do czerwcowej) podwyżki stóp procentowych w tym roku. Przesunęły się też w czasie oczekiwania pierwszych obniżek stóp, na co wskazuje relatywnie silny wzrost rentowności w segmencie 3-5 lat.



KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Czerwiec 2008	Lipiec 2008	Sierpień 2008	Wrzesień 2008	Październik 2008	Listopad 2008
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych	13	15	13	15	14	13
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	18	18	20	18	17	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	15	18	15	15	18
Szacunki PKB	-	-	29	-	-	28
Koniunktura gospodarcza (GUS)	23	23	22	23	23	21
Podaż pieniądza M3	13	14	14			
Bilans płatniczy	17	15	12			
Inflacja bazowa	20	22	21	22	21	20
Aktywa rezerwowe	6	7	7			
Posiedzenia RPP	24-25	29-30	26-27	23-24	28-29	25-26
Posiedzenia ECB	5	3	7	4	2	2
Posiedzenia FED	24-25	-	5	16	29	29

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.