



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Lipiec 2008, Nr 84 (7)

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. 14
Kalendarz	s. 15

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

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

RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI
analityk
tel. (22) 829 12 07
radoslaw.cholewinski@brebank.pl

MARCIN MAZUREK
analityk
tel. (22) 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

KRZYSZTOF PYTKA
praktykant
krzysztof.pytka@brebank.pl

- Wysoka i rosnąca od początku tego roku dynamika polskiego eksportu jest dość trudna do uzasadnienia w warunkach silnej nominalnej aprecjacji złotego, szybko rosnących jednostkowych kosztów pracy i pogarszającej się koniunktury na rynkach zewnętrznych. Częściowym wyjaśnieniem tej zagadki mogą być zmiany w strukturze polskiego eksportu polegające na wzroście roli obrotów w ramach przedsiębiorstw transnarodowych oraz na rosnącym udziale produktów bardziej zaawansowanych technicznie i cechujących się coraz wyższą jakością.
- Czerwcowy podwyżka stóp procentowych NBP była w pełni zgodna z oczekiwaniami, natomiast nie w pełni spełniły się oczekiwania, że nowa projekcja inflacji ułatwi przewidywanie dalszych działań RPP. Projekcja ta wskazuje na ryzyko silnego wzrostu inflacji bazowej przy jednoczesnym osłabieniu dynamiki wzrostu PKB, co powoduje, że RPP ma coraz bardziej ograniczone pole wyboru przy podejmowaniu swych decyzji.
- Zmiany wprowadzone do stosowanego przez NBP modelu ECMOD w istotnym stopniu poprawiły jakość tego narzędzia, ale w pewnym stopniu mogły też przyczynić się do zwiększenia niepewności projekcji. Drastyczne zwiększenie szerokości przedziałów na wykresach wachlarzowych istotnie ogranicza użyteczność tego narzędzia. Wątpliwości może również wzbudzać znacznie zwiększona niestabilność dynamiki produktu potencjalnego.
- Decyzja Rady UE o zakończeniu procedury nadmiernego deficytu oznacza, że Polska spełnia już fiskalne kryterium z Maastricht. Podzielamy jednak niepokój ekspertów UE, że bez dodatkowych działań trwale i skutecznie ograniczających wzrost wydatków publicznych trudno będzie osiągnąć określony w Programie konwergencji ambitny cel zmniejszenia deficytu fiskalnego do 1% PKB w 2011 r.
- Bardzo niski poziom deficytu budżetu państwa w pierwszym półroczu nie gwarantuje jeszcze, że deficyt w końcu roku będzie dużo niższy od planowanego. Ze względu na duże ryzyko niepełnej realizacji prognozy dochodów (zwłaszcza w odniesieniu do wpływów z UE) oszczędności w wydatkach będą zapewne musiały być dużo wyższe niż w ostatnich kilku latach.
- Rozbieżne reakcje Fed i ECB na ponowny wzrost ryzyka dla stabilności cen można uzasadnić różną skalą zagrożeń dla wzrostu gospodarczego oraz różnicami w skuteczności oddziaływania instrumentów polityki monetarnej na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych w USA i w strefie euro. Zakładamy, że najbliższych miesiącach Fed i ECB powstrzymają się od podwyżek stóp procentowych i skupią się na uważnym obserwowaniu perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego.

Lipiec 2008

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

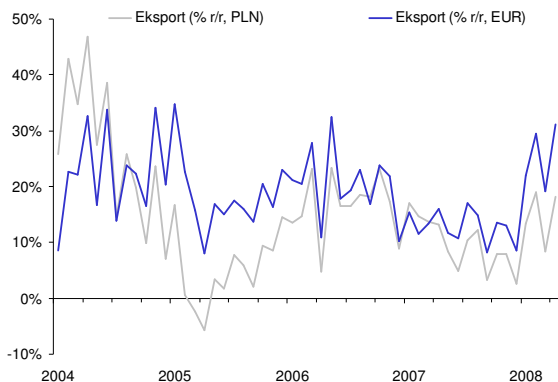
	Paz 07	Lis 07	Gru 07	Sty 08	Lut 08	Mar 08	Kwi 08	Maj 08	Cze 07
PKB i produkcja									
PKB			6,1%						
Popyt krajowy			6,2%						
Spożycie indywidualne			3,8%						
Nakłady brutto na środki trwałe			18,5%						
Wartość dodana			6,2%						
w przemyśle			7,9%						
w budownictwie			8,8%						
w sektorze usług rynkowych			6,9%						
Produkcja przemysłowa r/r	10,6%	8,3%	6,2%	10,6%	14,9%	0,9%	14,9%	2,3%	8,1%
Produkcja przemysłowa m/m	9,6%	-4,7%	-8,7%	3,0%	1,6%	0,7%	4,0%	-8,5%	6,5%
Sprzedaż detaliczna r/r	19,4%	19,2%	12,4%	20,9%	23,8%	15,7%	17,6%	14,9%	17,0%
Sprzedaż detaliczna m/m	7,9%	-4,5%	15,7%	-18,7%	0,3%	11,8%	2,9%	-1,9%	2,2%
Rynek pracy									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2951,67	3092,01	3244,22	2969,65	3032,70	3144,41	3137,74	3069,43	3205,44
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	11,0%	12,0%	7,2%	11,5%	12,8%	10,2%	12,6%	10,5%	11,7%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	3,2%	4,8%	5,0%	-8,5%	2,1%	3,7%	-0,2%	-2,2%	4,4%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	5,0%	5,0%	4,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,6%	5,4%	5,1%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,5%	0,3%	0,2%	2,0%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%	0,3%
Stopa bezrobocia	11,2%	11,2%	11,4%	11,7%	11,5%	11,1%	10,5%	10,0%	9,5%
Handel zagraniczny									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-1 289	-120	-1 944	-1 105	-1 324	-1 605	-1550	-1395	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-604	-562	-1 294	-644	-933	-1 480	-1260	-1000	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	15,8%	12,3%	20,0%	21,9%	28,7%	19,1%	31,1%	21,3%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	17,2%	14,1%	21,2%	18,8%	32,3%	21,1%	31,3%	19,6%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0%	-3,7%	-3,8%	-3,7%	-3,8%	-4,0%	-4,2%	-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%	0,8%	0,1%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	3,0%	3,6%	4,0%	4,0%	4,2%	4,1%	4,0%	4,4%	4,5%
Inflacja netto r/r	1,4%	1,5%	1,7%	1,9%	2,5%	2,7%	2,8%	3,2%	3,3%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,3%	-0,1%	-0,7%	1,2%	0,9%	0,6%	0,1%	0,8%	0,5%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,0%	2,5%	2,3%	2,9%	3,2%	2,9%	2,5%	2,8%	2,9%
Agregaty monetarne									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	541,0	547,7	560,3	568,6	579,0	581,0	593,9	599,6	602,6
Podaż pieniądza r/r	13,8%	13,6%	13,4%	12,9%	13,5%	13,6%	14,9%	15,0%	15,6%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	39,6%	39,2%	37,9%	37,9%	37,8%	37,3%	36,2%	33,8%	32,4%
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	24,7%	25,9%	24,4%	26,2%	24,8%	25,2%	24,9%	26,0%	24,5%
Depozyty gospodarstw domowych r/r	8,4%	10,2%	10,7%	14,2%	15,3%	17,5%	19,0%	21,2%	21,6%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	19,6%	19,7%	14,3%	11,7%	8,2%	6,1%	7,8%	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	3,38	3,35
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,52	2,46	2,45	2,42	2,32	2,23	2,23	2,18	2,12
Stopy procentowe									
Stopa interwencyjna NBP	4,75%	5,00%	5,00%	5,25%	5,50%	5,75%	5,75%	5,75%	6,00%
Stopa lombardowa	6,25%	6,50%	6,50%	6,75%	7,00%	7,25%	7,25%	7,25%	7,50%
Stopa depozytowa	3,25%	3,50%	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	4,25%	4,25%	4,50%
WIBOR 3M	5,19%	5,56%	5,68%	5,68%	5,94%	6,15%	6,34%	6,48%	6,65%
Rentowność obligacji 2Y	5,60%	6,04%	6,15%	5,71%	6,18%	6,29%	6,21%	6,48%	6,89%
Rentowność obligacji 5Y	5,60%	6,04%	6,12%	5,75%	6,17%	6,12%	6,08%	6,38%	6,78%
Rentowność obligacji 10Y	5,47%	5,78%	5,92%	5,66%	5,97%	5,96%	5,97%	6,27%	6,61%
Gospodarka światowa									
Inflacja w strefie euro (r/r)	2,6%	3,0%	3,1%	3,1%	3,5%	3,6%	3,3%	3,6%	4,0%
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%	4,00%
Inflacja w USA (r/r)	3,5%	4,3%	4,1%	4,3%	4,0%	4,0%	3,9%	4,2%	
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%	2,00%

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

GOSPODARKA POLSKA

Co dalej z eksportem?

Od początku 2008 r. widoczne jest wyraźne i dość trudne do wyjaśnienia przyspieszenie dynamiki eksportu. Mierzona w odniesieniu do wartości w euro w ubiegłym roku kształtowała się ona w granicach od 10 do 15% r/r (według danych NBP), natomiast w pierwszych miesiącach tego roku przesunęła się w okolice 20-30% r/r, a więc do poziomu zbliżonego do osiąganego w latach 2004-2005, czyli w okresie, gdy Polska wchodziła do Unii Europejskiej. Swego rodzaju zagadką jest to, jak to jest możliwe, że eksport przyspiesza pomimo umacniającego się złotego, rosnących jednostkowych kosztów pracy i pogarszającej się sytuacji gospodarczej większości naszych partnerów handlowych. Tylko w części można to tłumaczyć tym, że dynamika eksportu mierzonego w euro i w dolarach jest zniekształcona przez efekt aprecjacji złotego. Tempo wzrostu eksportu wyrażonego w złotych jest wprawdzie znacznie niższe, ale też uległo w ostatnim okresie wyraźnemu przyspieszeniu (patrz wykres). Takie wyniki eksportu zdają się przeczyć coraz głośniejszym wyrażanym obawom o negatywne skutki zbyt szybkiej aprecjacji złotego.



Trzeba jednak pamiętać, że polscy eksporterzy mają mocno ograniczone możliwości podnoszenia cen swoich produktów na globalnych rynkach (zwłaszcza w warunkach słabnącego), w związku z czym dalecy jesteśmy od lekceważenia obaw o pogorszenie konkurencyjności naszego eksportu. Przykłady takich firm, jak Krosno, czy Inter Groclin pokazują, że nie wszyscy eksporterzy potrafią skutecznie poradzić sobie ze skutkami umacniającego się złotego i rosnących kosztów produkcji. Można jednak wskazać co najmniej dwa czynniki sugerujące, że wzrost eksportu może utrzymywać się mimo aprecjacji złotego. Po pierwsze, nie cały wolumen eksportu podlega wymianie na warunkach czysto rynkowych. Coraz większą część handlu międzynarodowego stanowi handel wewnątrz korporacyjny, którego skala

(zwłaszcza w krótkim okresie) jest w dość niewielkim stopniu zależna od wahań kursu walutowego i zmian konkurencyjności cenowej. Efekt ten jest szczególnie widoczny w przypadku gospodarek z silną obecnością kapitału zagranicznego, do których zaliczyć można również Polskę. Jak wiadomo, już od pewnego czasu większość polskiego eksportu generowana jest przez przedsiębiorstwa z udziałem zagranicznych inwestorów. W tym kontekście dość symptomatyczne jest to, że skutki aprecjacji złotego najbardziej dotkliwie odczuwają małe i średnie firmy nie mające oparcie w silnych partnerach zagranicznych i nie umiejące skutecznie zabezpieczać się przed wahaniami kursu (lub też nie mające dostatecznych środków na ten cel).

Po drugie, wiele wskazuje na to, że polski eksport, zwłaszcza kierowany do krajów UE (ok. 80% całego wolumenu), przestaje konkurować z miejscowymi produktami tylko i wyłącznie ceną (co, jak podpowiada teoria ekonomii, w dłuższym okresie i tak nie byłoby to możliwe). Przedmiotem konkurencji w coraz większym stopniu staje się jakość oferowanych towarów. Pośrednio mogą świadczyć o tym zmiany, jakie zaszły w strukturze towarowej polskiego eksportu. Tej kwestii chcielibyśmy poświęcić nieco więcej miejsca w dalszej części naszych rozważań. Kwestia ta dość rzadko pojawia się w analizach bilansu handlowego i całości obrotów płatniczych. Tymczasem zmiany struktury eksportu, jak pokażemy poniżej, mogą dostarczyć istotnych wskazówek do prognozowania salda handlu zagranicznego, czy też całego salda obrotów bieżących.

Nasza analiza obejmuje lata 2000-2007. Przy wyborze początku tego okresu dość istotne znaczenie miał fakt, że tym czasie na kształtowanie się polskiego eksportu nie wpływała jeszcze zbyt wyraźnie perspektywa członkostwa Polski w Unii Europejskiej, zaś o dacie końcowej przesądziła dostępność danych.

Najbardziej widoczną zmianą, jaka dokonała się w tym okresie w strukturze towarowej polskiego eksportu, jest znaczny wzrost udziału wyrobów przemysłu elektromaszynowego i metalurgicznego. O ile w 2000 roku ich łączny udział wynosił 47,3%, o tyle w 2007 roku wzrósł on już do poziomu 54,8%. Ten kierunek zmian można uznać za pozytywny. Sugeruje to bowiem, że polska gospodarka zaczyna specjalizować się w eksporcie w ramach gałęzi bardziej zaawansowanych technologicznie, których konkurencyjność wynika nie tyle z niskich jednostkowych kosztów produkcji, lecz z innowacyjności. Zmniejszenie zależności polskiego eksportu od poziomu oferowanych cen jest szczególnie ważne w obliczu dynamicznego

Lipiec 2008

wzrostu płac. Potwierdzeniem korzystnych zmian zachodzących w strukturze eksportu jest odnotowany w statystykach GUS bardzo szybki wzrost eksportu towarów wysokiej techniki. W pierwszych czterech miesiącach tego roku dynamika tego eksportu zbliżyła się już do 50% r/r, ale mniej optymistyczny jest fakt, że jego udział wciąż szacowany jest na tylko 7,5%.

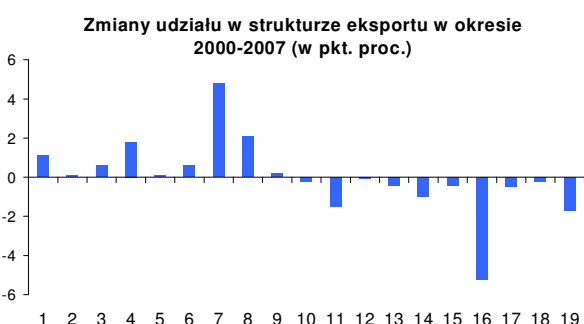
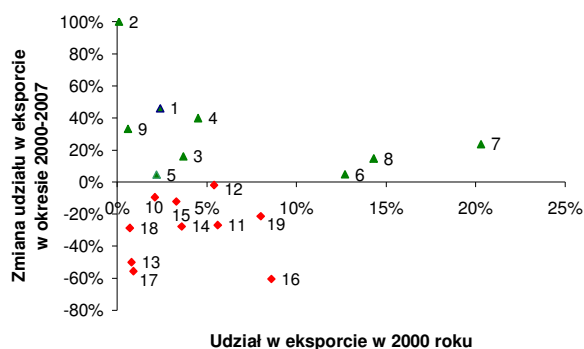
Wzrost znaczenia eksportu produktów zaawansowanych technologicznie znajduje również pośrednie potwierdzenie w malejącym udziale wyrobów tradycyjnych gałęzi przemysłu. Jednym z przykładów może być tutaj przemysł włókienniczy, który jeszcze w 2000 r. posiadał ponad 8% udział w polskim eksporcie, zaś w 2007 udział ten spadł do zaledwie 3,4%. Tak silny spadek jest w głównej mierze efektem konkurencji cenowej ze strony innych eksporterów, w tym zwłaszcza Chin, ale także niektórych krajów naszego regionu (jak choćby Rumunii, której znaczenie jako eksportera wyrobów włókienniczych w ostatnich latach wzrosło).

Podobnie jak w przypadku produktów tekstylnych, od 2000 r. stopniowo spada też znaczenie eksportu mebli. Pomimo to są one wciąż – po wyrobach przemysłu motoryzacyjnego – najczęściej eksportowanymi produktami polskiego przemysłu. Dość duży udział kapitału zagranicznego, stale poprawiająca się jakość i silna pozycja zdobyta na niektórych rynkach (w tym zwłaszcza w Niemczech) sprawiają, że tempo spadku konkurencyjności branży meblarskiej nie jest zbyt gwałtowne. Niemniej jednak dynamika eksportu przemysłu meblarskiego pozostaje niższa niż w przypadku przemysłu elektromaszynowego, co w dłuższej perspektywie czasowej będzie prowadzić to utrwalenia się zmian strukturalnych.

W tym miejscu warto zwrócić uwagę na strukturę własnościową przedsiębiorstw przemysłu elektromaszynowego. Przemysł samochodowy, którego produkcja w ponad 90% przeznaczana jest na eksport, stanowi już około 15% całego polskiego eksportu, jest zdominowany przez kapitał zagraniczny. W związku z tym można zakładać, że eksport tej gałęzi w dużej części ma charakter wewnątrz korporacyjny i zaspokaja popyt generowany przez samych właścicieli. Może to w pewnym stopniu wyjaśniać, dlaczego aprecjacja złotego póki co nie przyczynia się do wyraźnego spadku dynamiki eksportu motoryzacyjnego.

W analizowanym okresie widoczna była również tendencja do umacniania się pozycji tych sektorów, które już w 2000 roku dominowały w strukturze eksportu i marginalizacji wielu gałęzi, których udział w 2000 roku był stosunkowo niewielki. Wydaje się to

spójne z tezą o specjalizacji polskiego eksportu w dziedzinach o największym potencjale wzrostu.



Legenda

- 1 Zwierzęta żywe; produkty pochodzenia zwierzęcego
- 2 Tłuszcze i oleje
- 3 Przetwory spożywcze
- 4 Tworzywa sztuczne i kauczuk oraz artykuły z nich
- 5 Artykuły z kamienia, wyroby ceramiczne, szkło
- 6 Metale nieszlachetne i artykuły z nich
- 7 Maszyny i urządzenia, sprzęt elektryczny i elektrotechniczny
- 8 Sprzęt transportowy
- 9 Przyrządy i aparatura, optyczne, fotograficzne, pomiarowe, kontrolne, itp.
- 10 Produkty pochodzenia roślinnego
- 11 Produkty mineralne
- 12 Produkty przemysłu chemicznego
- 13 Skóry i artykuły z nich
- 14 Drewno i artykuły z drewna
- 15 Ścier drzewny, papier, tektura i artykuły z nich
- 16 Materiały i artykuły włókiennicze
- 17 Obuwie, nakrycia głowy, itp.
- 18 Perły, kamienie szlachetne, metale szlachetne i artykuły z nich
- 19 Artykuły przemysłowe różne — meble, prefabrykaty budynków, zabawki, itp.

Na zakończenie warto kilka słów poświęcić przemysłowi spożywczemu. W 2004 roku zostało wprowadzone embargo na polski eksport produktów pochodzenia zwierzęcego na teren Federacji Rosyjskiej. Konsekwencją tego mógł być spadek całkowitego wolumenu eksportu mięsa i w rezultacie spadek jego udziału w eksporcie ogółem.

Lipiec 2008

udziału w eksporcie ogółem. Stało się tak jednak tylko w przypadku eksportu do krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W tym samym roku Polska stała się bowiem członkiem Unii Europejskiej, co pozwoliło na znaczne zwiększenie eksportu na rynki naszych partnerów z UE i z nawiązką skompensowało skutki rosyjskiej polityki handlowej. Dzięki temu w całym analizowanym okresie lat 2000-2007 dość niespodziewanie odnotowano zwiększenie udziału eksportu mięsa i jego przetworów.

Przesunięcia w strukturze eksportu z artykułów spożywczych ogółem i produktów włókienniczych w kierunku wyrobów wyżej przetworzonych są bardzo wyraźne (patrz wykresy). W przypadku tych ostatnich, jakością jest kategorią silnie różnicującą produkty, w związku z czym od samej ceny o wiele ważniejsza jest jej relacja do jakości. Niestety, nie dysponujemy twardymi danymi dotyczącym kształtowania się tej relacji, jednakże odnotowywane ostatnio dynamiki eksportu sugerują, że może ona ulegać stopniowej poprawie.

Nie da się jednak zaprzeczyć, że zmiany w strukturze eksportu i wzrost jakości oferowanych towarów, są procesami rozłożonym w czasie, w przeciwieństwie do znacznie szybciej postępującej w ostatnim okresie konwergencji nominalnej. W pewnym stopniu można to uznać za nadrabianie „opóźnień” z okresu akcesji do UE, gdyż do połowy 2004 r. obserwowano jeszcze

osłabianie się złotego. Znaczny wzrost konkurencyjności cenowej polskich produktów pozwolił wtedy na osiągnięcie nadwyżki w wymianie handlowej z krajami UE i poprawę salda obrotów bieżących z $-4,1\%$ PKB do $-1,2\%$ PKB oraz na uczynienie z eksportu głównego motoru wzrostu PKB. Od tego czasu konkurencyjność cenowa uległa istotnemu pogorszeniu, co przy wysokiej importochłonności polskiej gospodarki przełożyło się na ponowny wzrost deficytu na rachunku bieżącym (według naszych szacunków, po maju br. wynosił on $4,2\%$ PKB). Od kilku kwartałów ujemną jest też kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB (w I 2008 r. $-0,4\%$ PKB).

Przy wolniejszym niż tempo konwergencji nominalnej wzroście jakości polskiego eksportu nieunikniona jest presja na wzrost deficytu obrotów bieżących. Z drugiej strony, potencjał do konwergencji nominalnej (w tym poprzez umacnianie się waluty) może wyczerpać się znacznie szybciej niż trwać będą dostosowania w strukturze eksportu. W związku z tym jesteśmy umiarkowanie optymistyczni w ocenie ryzyka wzrostu nierównowagi zewnętrznej (nasz bazowy scenariusz zakłada, że relacja deficytu do PKB do końca tego roku nie powinna istotnie przekroczyć $4,5\%$). Ze względu na szereg czynników, które staraliśmy się wskazać w naszej analizie, byłibyśmy również dość ostrożni w podkreślaniu zagrożeń dla perspektyw polskiego eksportu wynikających z umacniania się złotego.

POLITYKA MONETARNA

Co zmieniła projekcja?

Jeszcze do niedawna w dyskusjach na temat polityki pieniężnej zdawał się dominować pogląd, że podwyżka stóp w czerwcu jest przesądzona, zaś dalsze kroki zależą od nowej projekcji inflacyjnej. Na taki scenariusz wskazywali również niektórzy członkowie RPP. O ile podwyżka stóp procentowych, zgodnie z oczekiwaniami, rzeczywiście została dokonana w końcu czerwca, o tyle mniej oczywiste jest, w jakim stopniu najnowsza projekcja dostarcza wskazówek co do dalszych posunięć RPP.

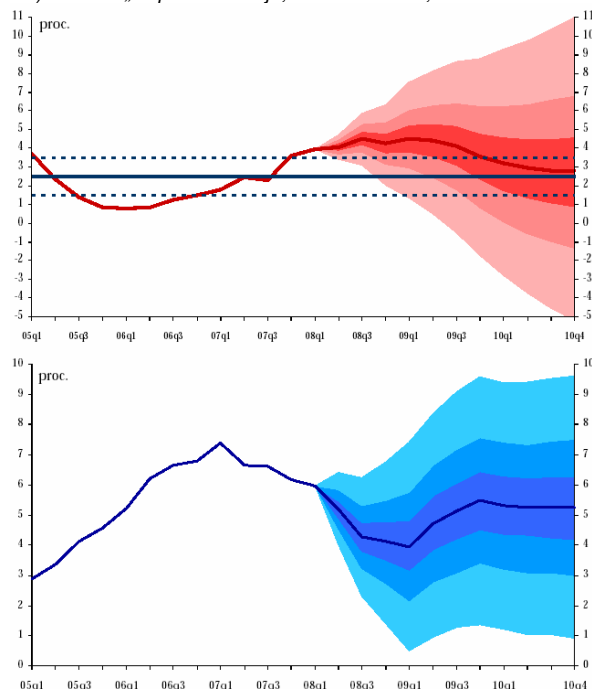
W poprzednim wydaniu tego miesięcznika przewidywaliśmy, że nowa, czerwcową ścieżka inflacji prognozowana przez analityków NBP nie będzie się zbyt różnić od tej z lutego. Tak też się stało. W porównaniu z poprzednią projekcją, stopa inflacji CPI kształtuje się nieznacznie wyżej w horyzoncie najbliższego roku (szczyt na poziomie około 4,5% r/r w III kw. 2008 r.), natomiast nieco niżej w końcowym odcinku projekcji. W IV kw. 2010 r. stopa inflacji zbliża się do celu RPP, pozostając jednak nadal powyżej 2,5% r/r. Niepokojące jest jednak, że nowa projekcja przewiduje znacznie wyższy od przewidywanego w lutym wzrost inflacji bazowej. Nowy wskaźnik tej inflacji (po wyłączeniu cen żywności i energii) ma w drugiej połowie 2009 r. przekroczyć poziom 4% i do końca okresu projekcji pozostać powyżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego. Oznacza to, że wynikający z projekcji spadek wskaźnika CPI w 2010 r. ma być w głównej mierze efektem obciążonych dość dużą niepewnością założeń dotyczących spadku dynamiki cen żywności i stabilizacji cen energii. W nowej projekcji zmieniły się też w znaczącym stopniu przewidywania dotyczące dynamiki wzrostu gospodarczego. Według projekcji, już pod koniec tego roku wejdziemy w okres znacznego spowolnienia gospodarczego, które będzie przejawiać się spadkiem rocznego tempa wzrostu PKB do około 4%.

Wyniki nowej projekcji inflacji sprawiają, że położenie RPP staje się coraz mniej komfortowe, a dylematy, przed którymi staje Rada, coraz bardziej przypominają te, z którymi od ponad roku zmagają się EBC. Z jednej strony mamy czytelne sygnały presji inflacyjnej ze strony popytowej, które znajdują odzwierciedlenie we wspomnianym powyżej silnym wzroście inflacji bazowej. Z drugiej zaś strony narasta ryzyko spowolnienia gospodarczego, również wskazane w projekcji, którego oznaki nie są jednak jeszcze tak wyraźne, jak ma to miejsce w przypadku inflacji. To oczywiście nie przesądza, że brak jest istotnych zagrożeń dla wzrostu. Nie jest wykluczone, że tak jeszcze niedawno konsensus prognoz nie doszacowywał ryzyka inflacji,

tak teraz wciąż zbyt optymistycznie ocenia się perspektywy wzrostu PKB.

W kontekście dychotomii: „ryzyko wzrostu inflacji – ryzyko spowolnienia PKB” najbardziej widoczny staje się wzrost niepewności. Paradoksalnie, to właśnie na ten czynnik czerwcową projekcją wskazano najsilniej, choć, jak napisaliśmy we wstępie, wcześniej oczekiwano czegoś dokładnie przeciwnego. Doskonałą ilustracją wzrostu niepewności są wykresy wachlarzowe (fan chart) inflacji i PKB – granice przedziałów, w którym kategorii te znajdują się z 95% prawdopodobieństwem, rozszerzają się w 2010 r. do [-5%; 11%] dla stopy inflacji oraz dla dynamiki PKB [1%; 9,5%]. O ile w przypadku inflacji można by to skwitować stwierdzeniem, że inflacja będzie „raczej wyższa niż niższa”, o tyle w przypadku wzrostu gospodarczego można tylko powiedzieć, że nic nie wiadomo. Sytuacja ta doprowadziła nawet do pojawienia się opinii, że autorzy projekcji chcą w ten sposób zmniejszyć swoją odpowiedzialność za jej wyniki. Według wyjaśnień ekspertów NBP, taka szerokość wachlarzy jest w dużej mierze wynikiem pewnych niedoskonałości technicznych, które mają być wyeliminowane przy sporządzaniu kolejnej projekcji.

Wykresy wachlarzowe inflacji (kolor czerwony) i PKB (kolor niebieski). Źródło: „Raport o inflacji”, czerwiec 2008, NBP.



Warto w związku z tym przyrzeć się nieco bliżej modelowi prognostycznemu wykorzystanemu przez NBP do sporządzenia najnowszej projekcji. Używany od 2005 r. model ECMOD został zastąpiony jego

Lipiec 2008

nową wersją nazwaną NECMOD, który nie jest jednak jakościowo nowym modelem, ale raczej próbą ulepszenia swego poprzednika (na co zresztą wskazuje nazwa).

Najważniejsze zmiany, jakie zaszły w porównaniu ze „starym” ECMOD-em, to endogenizacja cen żywności i paliw. Nie są one już nanoszone przez ekspertów na wynik projekcji (co nie oznacza, że wyeliminowano tzw. korekty eksperckie, o czym piszemy później), lecz są ustalane „w modelu”, na podstawie relacji wiążących je z innymi zmiennymi. Ważnym posunięciem jest też wprowadzenie do modelu inwestycji mieszkaniowych (wynikowe inwestycje są sumą inwestycji rządu, przedsiębiorstw i mieszkaniowych) oraz kompleksowe ujęcie rynku pracy. Zrezygnowano też z wyznaczania kursu walutowego na podstawie teorii niezabezpieczonego parytetu stóp procentowych, co wskazywało na permanentną deprecjację złotego, obciążając wyniki symulacji na podstawie modelu. Pozytywna jest też wyraźna tendencja ekonomistów NBP do wyprowadzania postaci długookresowych równowag modelowanych w NECMOD wprost z teorii makroekonomii.

W dalszym ciągu równania modelu szacowane są jednak niezależnie, w rezultacie czego wyniki projekcji mogą być niespójne. Mówiąc obrazowo (bardziej techniczny opis przedstawiamy w ramce), każde z równań przedstawia fragment większej układanki, nie ma jednak gwarancji, że poszczególne fragmenty będą do siebie pasować. To rodzi w naturalny sposób konieczność korygowania wyników (tzw. korekty eksperckie), tak by uzyskać spójny obraz. Co ciekawe, korekty te pojawiają się szczególnie często w przypadku zmiennych, które dopiero co zostały włączone do modelu (ceny żywności i energii, inwestycje mieszkaniowe), co stawia pod znakiem zapytania sens rozbudowywania modelu o równania tych zmiennych, jeśli ich ostatecznej prognozy i tak dokonuje ekspert.

Pod wpływem korekt eksperckich pozostają również inne, kluczowe z punktu widzenia projekcji, kategorie. W ostatniej projekcji analitycy NBP skorygowali w górę m.in. wzrost inwestycji (ich dynamikę przewidują na 12,6% w tym roku i 8,3% w roku przyszłym), który przekłada się wprost na wzrost PKB i pośrednio, przez wzrost kapitału, na wyższy potencjał gospodarki. Ten ostatni ma wzrosnąć w przyszłym roku aż o 7,0%, co budzi dość istotne wątpliwości i prowadzi to do powstania ujemnej luki popytowej (która powinna silnie ograniczyć presję inflacyjną, czego jednak w projekcji nie obserwujemy). Przy okazji warto zauważyć, że w równaniu nakładów inwestycyjnych w modelu NECMOD, żadna (sic!) ze zmiennych nie jest statystycznie istotna, co naturalnie wymusza późniejszą korektę prognozy opartej na „zależności”, która nie znajduje oparcia w „twardych” danych.

Najnowsza projekcja inflacyjna w dużej mierze opiera się więc wciąż na nie ujętej *explicite* w modelu wiedzy ekspertów. Niestety, nie znamy szacunków, w jakim stopniu niepewność samej projekcji wynika właśnie z niepewności ocen ekspertów. Z wypowiedzi przedstawicieli NBP możemy natomiast wnioskować, że znacznie wzrosła niepewność samego modelu (poprzez włączenie nowych równań) oraz niepewność zmiennych (poprzez uwzględnienie wysoce wahllych cen żywności i paliw). Analitycy NBP zapowiedzieli wprowadzenie zmian metodyki przygotowywania wykresu wachlarzowego, ale naszym zdaniem tylko w niewielkiej części może to złagodzić problem silnego wzrostu niepewności związanej z projekcją.

Obraz zwiększonej niepewności projekcji komplikuje się jeszcze bardziej, jeśli weźmiemy pod uwagę rozciągnięcie w czasie i osłabienie siły oddziaływania impulsu monetarnego, co sygnalizowali przedstawiciele NBP w czasie prezentacji projekcji. Opóźnienie, z jakim polityka monetarna oddziałuje na inflację szacują oni na 10 kwartałów przy mnożniku równym ok. 0,3 (oznacza to, że podwyższenie stóp procentowych o 100 pb. obniża stopę inflacji za 2,5 roku o 0,3 pkt. proc.).

Otwarta pozostaje też nadal kwestia, w jakim stopniu najnowsza projekcja inflacji wpływać będzie na dalsze poczynania RPP. Zważywszy na wspomniany już wzrost niepewności, jak również na pewne zastrzeżenia co do samego modelu (na którego niekorzyść może dodatkowo przemawiać fakt, że jest nowy i w związku z tym powinien przejść fazę „testowania”), nie wiązalibyśmy najbliższych decyzji RPP zbyt silnie

NECMOD (podobnie jak jego poprzednik ECMOD) jest wielorównaniowym, strukturalnym modelem ekonometrycznym składającym się z równań dwóch typów: długookresowych równowag oraz krótkookresowych dostosowań. Długookresowe równowagi wyznaczone są na podstawie analizy kointegracji. Parametry równań kointegrujących w znacznej mierze nie są estymowane, lecz wyprowadzane na podstawie teoretycznych związków zachodzących z innymi zmiennymi makroekonomicznymi. Część parametrów jest też kalibrowana, tzn. ich wartość ustala ekspert, arbitralnie lub odwołując się do innych zależności nieuwzględnionych w modelu (np. udziały kapitału i pracy w tworzeniu PKB, stopień otwartości gospodarki). Równania kwartalnej dynamiki poszczególnych zmiennych mają natomiast postać mechanizmu korekty błędem, a ich parametry są w zdecydowanej większości estymowane, choć NBP stosuje też kalibrację, „jeśli estymacja nie daje zadowalających rezultatów” (cyt. opis modelu ze strony internetowej NBP).

Poszczególne równania modelu nie są jednak traktowane jak system (układ równań) i szacowane są oddzielnie, często na próbkach różnej długości w celu wyeliminowania wpływu obserwacji „nie pasujących” do modelu. Prowadzi to jednak do utraty informacji o związkach zachodzących między składnikami losowymi poszczególnych równań. Oddzielna estymacja poszczególnych równań nie zapewnia też, że rozwiązanie modelu (o ile w ogóle będzie istniało) będzie spójne (z punktu widzenia interpretacji ekonomicznej). W rezultacie, ścieżki poszczególnych zmiennych muszą być korygowane w celu przedstawienia w projekcji inflacji i PKB spójnego scenariusza.

Lipiec 2008

z wynikami projekcji. Sama projekcja NBP, po uwzględnieniu mnożnika impulsu monetarnego na inflację i czasu transmisji tego impulsu nie dostarcza zbyt silnych argumentów zwolennikom podwyżek, zważywszy na to że w 2,5-letnim horyzoncie prognozowana stopa inflacji odchyła się tylko minimalnie (0,1-0,2 pkt. proc.) od celu na poziomie 2,5%. Stąd nie spodziewamy się, by najnowszy Raport o inflacji był istotną motywacją dla działań RPP, co znajduje zresztą potwierdzenie w ostatnich wypowiedziach członków Rady.

Naszym zdaniem RPP zdecyduje się tym roku na jeszcze jedną podwyżkę stóp motywowaną dążeniem

do ustabilizowania oczekiwań inflacyjnych. Do podwyżki takiej dojść może dojść prawdopodobnie w okolicach września, wkrótce po osiągnięciu przez wskaźnik CPI najwyższego w tym roku poziomu szacowanego na około 5%. Później mogą już wziąć górę obawy o wzrost gospodarczy (na które wskazała również ostatnia projekcja NBP), co przy przewidywanym na ostatni kwartał tego roku niewielkim spadku bieżącej inflacji raczej powstrzyma Radę od dalszych podwyżek. Na razie nie ma też szczególnych podstaw do oczekiwaniami, że planowana na październik kolejna projekcja inflacji przyniesie informacje, które mogłyby w zasadniczym stopniu zmienić nastawienie członków RPP.

POLITYKA FISKALNA

Formalny koniec procedury nadmiernego deficytu.

8 lipca br. Rada Unii Europejskiej podjęła decyzję wyłączającą Polskę spod rygorów procedury nadmiernego deficytu. Decyzja ta jest w zasadzie jednoznaczna ze stwierdzeniem, że od pory Polska spełnia fiskalne kryterium z Maastricht. Jest to dobra wiadomość, gdyż zły stan finansów publicznych był do niedawna uznawany za główną przeszkodę na drodze do przyjęcia euro. Nadal jednak nie przesądza to o terminie wejścia Polski do strefy euro, gdyż zależy on będzie od woli rządu i możliwości spełnienia pozostałych kryteriów (w tym zwłaszcza inflacyjnego i kursowego). Ważne też będzie zapewnienie, że kryterium fiskalne spełnione będzie również w momencie podejmowania decyzji o przyjęciu euro, czyli po dwuletnim okresie funkcjonowania złotego w ramach systemu ERM 2. Wymagać to będzie prowadzenia rozważnej polityki fiskalnej i konsekwentnej realizacji zamierzeń przedstawionych w ostatniej aktualizacji Programu konwergencji (w tym obniżenie deficytu strukturalnego do około 1% PKB w 2011 r. Jak podkreślono w komentarzach Komisji Europejskiej, obniżenie deficytu fiskalnego poniżej progu 3% PKB w 2007 r. było w głównej mierze efektem znacznie szybszego od planowanego wzrostu gospodarczego. Pomogły też nieco niższe wydatki, ale były one głównie związane ze słabym wykorzystaniem funduszy unijnych (co to trudno uznać za pozytywne zjawisko) oraz z brakiem corocznej indeksacji emerytur i rent (co już uległo zmianie). Z szacunków Ministerstwa Finansów wynika, że obniżenie ścieżki planowanego wzrostu PKB o 1 pkt. proc. spowodowałoby, że deficyt fiskalny już w tym roku ponownie osiągnąłby 3% PKB i pozostał blisko tej granicy również w kolejnych latach. Założoną w Programie konwergencji dynamikę wzrostu PKB można uznać za optymistyczną (5,5% w 2008 r. i 5% w latach 2009-2010), co oznacza, że w najbliższych latach trudno będzie liczyć na jakieś pozytywne niespodzianki po stronie dochodów budżetu i że główny wysiłek będzie musiał być skierowany na działania prowadzące do trwałego ograniczenia wzrostu wydatków. Świadomość tego jest już po części widoczna w założeniach do budżetu na 2009 r., choć w dalszym ciągu cechuje je dość duży optymizm, jeśli chodzi o dynamikę wpływów podatkowych. O ile Komisja Europejska jest dość spokojna, jeśli chodzi o wynik fiskalny 2008 r., to najwyraźniej nie podziela ona optymizmu rządu, co do możliwości obniżenia deficytu w 2009 r. do 2% PKB. Główną przyczyną tego sceptycyzmu KE jest brak konkretnych działań prowadzących do ograniczenia wzrostu wydatków (eksperti KE dostrzegają niemal wyłącznie ogólne deklaracje polityczne bądź projekty znajdujące się we wstępnej fazie koncepcyjnej), co

dość mocno kontrastuje z wdrożonymi już lub przewidzianymi działaniami skutkującymi utratą dochodów (np. obniżka składki rentowej, ulgi na dzieci, planowana redukcja stawek PIT) lub wzrostem wydatków (np. zmiana zasad waloryzacji emerytur i rent). Rada UE już w maju tego roku zaleciła Polsce wprowadzenie dodatkowego mechanizmu wzmacniającego kontrolę nad wydatkami publicznymi. Eksperti KE zauważyli wprawdzie, że zaktualizowany Program konwergencji oparty jest na swego rodzaju regule ograniczającej tempo wzrostu wydatków, ale uznali taki nieformalny mechanizm (pozbawiony podstawy w postaci decyzji rządu lub parlamentu) za mało wiarygodny. Doświadczenia ostatnich lat pokazują wprawdzie, że osiągnięte wyniki fiskalne były istotnie lepsze od planowanych, ale nie ma gwarancji, że sytuacja taka utrzyma się również po oczekiwanym osłabieniu tempa wzrostu gospodarczego.

Dobry wynik budżetu w pierwszym półroczu, jaki deficyt w końcu roku?

Szacowany wstępnie na 1,5 mld zł deficyt budżetu państwa w I połowie tego roku sugeruje, że kondycja finansów publicznych pozostaje nadal bardzo dobra. Ten ogólny optymizm mać jednak nieco fakt, że wynik budżetu w II kwartale był już o prawie 5 mld zł gorszy od osiągniętego w tym samym okresie poprzedniego roku. Brak jest wprawdzie jeszcze danych o dynamice dochodów i wydatków w czerwcu, ale można przypuszczać, że lepszy od oczekiwanego wynik pierwszego półroczu jest w dalszym ciągu wyłączną (tak jak było to w pierwszych pięciu miesiącach tego roku), lub prawie wyłączną, zasługą opóźnień w realizacji planu wydatków. Utrzymanie się do końca roku dotychczasowej dynamiki wpływów podatkowych oznaczałoby, że wpływy te będą zbliżone do założonych w budżecie lub nawet nieco od nich niższe. Nie ma więc prawie żadnych szans na powtórzenie się sytuacji z 2007 r., kiedy to dochody podatkowe okazały się o ponad 14 mld zł wyższe od planowanych. Wówczas było to w głównej mierze efektem wyższych wpływów z podatków pośrednich, natomiast w tym roku dochody z VAT i akcyzy mogą okazać się istotnie niższe od oczekiwanych. Ubytek ten w znacznym stopniu powinien jednak zostać wypełniony przez wyższe wpływy z podatków dochodów. W sytuacji, gdy trudno jest liczyć na przekroczenie prognozowanych wpływów podatkowych, i przy założeniu, że dochody niepodatkowe będą zbliżone do przewidzianych w ustawie budżetowej, o stopniu wykonania całego planu dochodów budżetu zadecyduje poziom wykorzystania funduszy unijnych. W 2007 r. do budżetu państwa wpłynęło zaledwie około 50% planowanych środków z tego tytułu. Nawet przy bardzo optymistycznym założeniu, że

Lipiec 2008

w 2008 r. wskaźnik ten wzrośnie do 70%, dochody z tego źródła, a tym samym też łączne dochody budżetu, okazałyby się o około 10 mld zł niższe od planowanych. W przypadku potwierdzenia się naszych szacunków co do poziomu dochodów, o wielkości deficytu w końcu tego roku zadecyduje skala oszczędności w wydatkach. Dla osiągnięcia deficytu określonego w ustawie (27,1 mld zł) oszczędności te musiałyby sięgnąć 3,5% planowanych wydatków, a dla obniżenia deficytu do poziomu poniżej 20 mld zł musiałyby się zbliżyć do 6%. Osiągnięcie takiej skali oszczędności w wydatkach nie jest wykluczone, ponieważ nawet jeśli brak wpływu środków z UE nie jest tożsamy z brakiem wydatków, jakie miały być tymi środkami finansowane, to te dwie wielkości są ze sobą blisko związane. Dzięki „zaliczkom” przekazanym w końcu 2007 r. i dobrym bieżącym wpływom ze składek można też liczyć na pewne oszczędności w dotacjach dla FUS. Warto jednak też przypomnieć, że w ciągu ostatnich sześciu lat plan wydatków realizowany był przeciętnie w 98,4% i że w tym okresie oszczędności w skali roku nigdy nie przekroczyły 3% planu. Wszystko to sugeruje, że niezależnie od dobrych wyników pierwszego półrocza, osiągnięcie zaplanowanego na ten rok deficytu budżetu państwa wymagać będzie dużej dyscypliny w wydatkach, a obniżenie tego deficytu do oczekiwanego przez nas poziomu około 20 mld zł będzie możliwe tylko wtedy, jeśli skala oszczędności wydatkowych znacznie przekroczy poziom osiągnięty w ciągu ostatnich kilku lat. Przedstawiony przez nas powyżej bardzo „zgrub-

ne” szacunki możliwego wyniku budżetu w 2008 r. sugerują również, że w końcu tego roku Ministerstwo Finansów może mieć dużo mniej elastyczności przy rozstrzygnięciu, jaką część zaoszczędzonych środków potraktować jako instrument ułatwiający realizację przyszłorocznego budżetu.

Wykonanie budżetu państwa w okresie styczeń-maj 2008 r.

	mln PLN	% planu	Dynamika r/r
Dochody, w tym:	108826,5	38,6%	11,0%
Podatki pośrednie	65518,8	39,7%	8,80%
VAT	45071,5	40,4%	11,1%
Akcyza	19902,3	38,1%	3,8%
CIT	13389,1	49,3%	25,1%
PIT	15649,1	43,3%	7,1%
Wydatki	110703,4	35,8%	8,2%
Obsługa długu krajowego	7427,8	33,9%	- 8,5%
Obsługa długu zagranicznego	3647,7	61,6%	1,8%
Dotacja dla FUS	8961,5	26,9%	35,5%
Subwencja samorządowa	20555,8	50,5%	11,2%
Deficyt/Nadwyżka	1877,0	6,9%	- - -

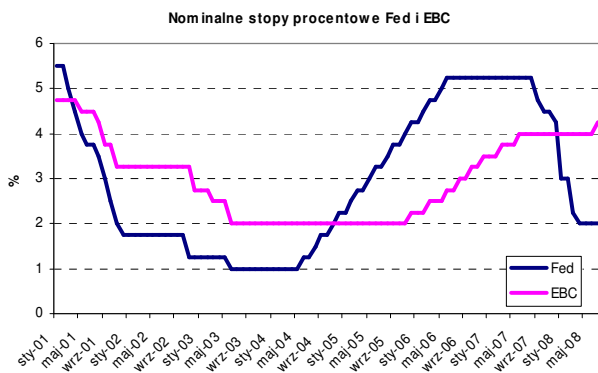
Źródło: Ministerstwo Finansów

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

Bieżące dylematy Fed i EBC

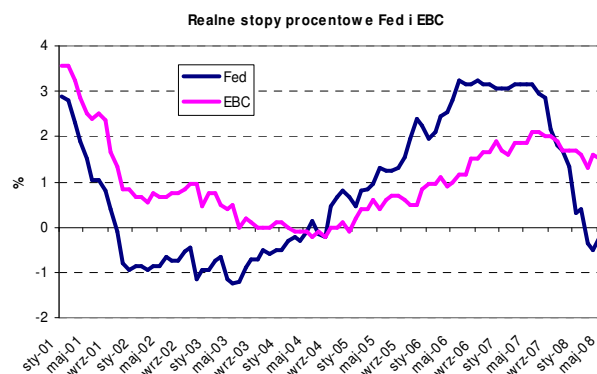
W poprzednim wydaniu naszego miesięcznika przedstawiliśmy analizę dotyczącą Fed natomiast obecnie chcielibyśmy spojrzeć na kwestie polityki pieniężnej w nieco szerszym kontekście porównując bieżące dylematy bankierów centralnych w USA i strefie euro. W tym celu pokrótce przedstawiamy zachowanie EBC i Fed od 2001 roku a następnie, wykorzystując między innymi różnice w przebiegu cyklu koniunkturalnego, przedstawiamy główne dylematy bieżącej polityki pieniężnej.

Według definicji przypisywanej ekspertom Międzynarodowego Funduszu Walutowego o światowej recesji można mówić, gdy tempo globalnego wzrostu spada poniżej 3% rocznie. Tak też się stało w latach 2000-2001. W odpowiedzi na zagrożenia recesyjne, EBC (jeszcze pod wodzą W. Duisenberga) i Fed (pod sterami A. Greenspana) rozpoczęły niemal równocześnie cykl rozluźniania polityki pieniężnej, który zakończył się mniej więcej w tym samym czasie – w połowie 2003 roku (patrz rysunek dotyczący nominalnych stóp procentowych). W tym okresie realna stopa procentowa w USA została sprowadzona do ujemnego poziomu (patrz wykres i uwagi odnośnie jej wyliczenia), a realne koszty kredytu w strefie euro obniżyły się do poziomu blisko zera.



Skutki ekspansywnej polityki pieniężnej w USA pojawiły się z tradycyjnym opóźnieniem rzędu kilku kwartałów. Dużą rolę odegrał w tym przypadku boom na rynku nieruchomości stymulowany nowymi formami sekurytyzacji oraz falą pogoni za rentą ze strony instytucji kredytujących. Stopa bezrobocia zaczęła się obniżać (pobudzając jednocześnie wzrost dochodów rozporządzalnych, stymulowanych dodatkowo przez rosnące wyceny aktywów) a inflacja CPI (po pewnym czasie również w ujęciu bazowym) powoli rosła. W konsekwencji w końcu czerwca 2004 roku Fed zdecydował się na rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych (od 1 lutego 2006 kontynuowany

już pod przewodnictwem B. Bernanke), które w połowie 2006 roku doprowadziły stopę *Fed funds* do poziomu 5,25%. Europejski Bank Centralny rozpoczął swój cykl podwyżek niemal półtora roku później (w grudniu 2005 r.), co związane było, między innymi, ze stabilną inflacją oraz relatywnie wysokim poziomem bezrobocia w strefie euro. Bezrobocie to zaczęło się obniżać dopiero pod koniec 2005 roku, czyli niemal równocześnie z rozpoczęciem cyklu podwyżek stóp procentowych.



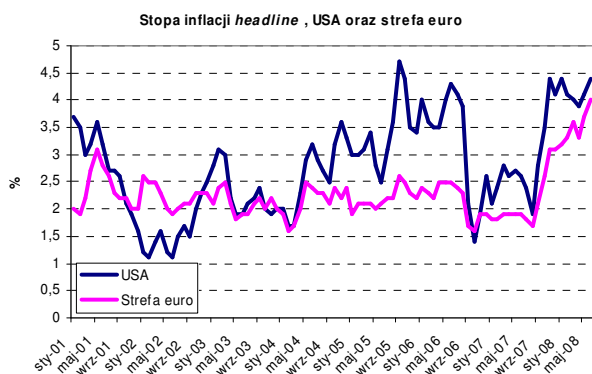
Realna stopa procentowa została wyliczona jako różnica między stopą referencyjną a inflacją bazową (w strefie euro rozumianą jako inflacja po wyłączeniu cen energii i nieprzetworzonej żywności, a w USA energii i żywności). Choć w definicji realnej stopy procentowej występuje oczekiwana stopa inflacji, zastosowane podejście można uznać za poprawne przy założeniu dużej adaptacyjności oczekiwań inflacyjnych.

Kryzys na rynku kredytów *subprime* i głębokie zaburzenia na rynkach finansowych, które uderzyły w gospodarkę amerykańską w drugiej połowie ubiegłego roku zachęciły Fed do szybkich obniżek stóp procentowych na fali narastających (i w pełni uzasadnionych) obaw o sferę realną gospodarki oraz płynność sektora bankowego. Stopa *Fed funds* została obniżona do poziomu 2% w ciągu zaledwie kilku miesięcy. W tym samym czasie Europejski Bank Centralny trwał przy stopie procentowej na 4% poziomie (choć w tym okresie rynkowe oczekiwania dotyczące stóp procentowych zdążyły zmienić swój kierunek co najmniej raz). Stanowisko EBC zostało jednak dość nieoczekiwanie zaostrome w czerwcu tego roku, po czym w lipcu stopa referencyjna w strefie euro została podniesiona do 4,25%. Inaczej zachował się Fed, który kilka dni wcześniej swoją stopę referencyjną na poziomie 2,0%.

Zarówno Fed jak i EBC działają obecnie w warunkach szoków egzogenicznych, które podnoszą w istotny sposób dynamikę procesów cenowych, głównie w odniesieniu do energii (ropa naftowa) oraz żywności (patrz wykres dotyczący inflacji). Umiej-

Lipiec 2008

scowienie tych szoków sprawia, że oddziałują one głównie na tak zwaną inflację odczuwalną, która widoczna jest w najczęściej kupowanych elementach koszyka (do których należą między innymi paliwa i żywność, a więc dobra określane mianem „społecznie wrażliwych”), omijając jednocześnie inflację bazową (a więc teoretycznie część inflacji będąca pod kontrolą krajowej polityki pieniężnej), która pozostaje na umiarkowanym poziomie około 2% r/r.

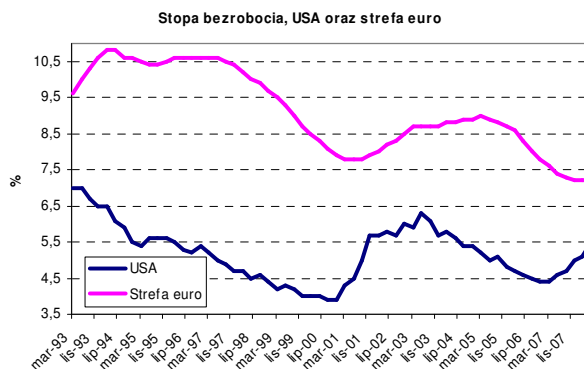


Kluczem do zrozumienia polityki pieniężnej Fed i EBC jest działanie mechanizmu, który sprawia, że skokowo rosnące ceny niektórych artykułów mogą powodować także zmiany cen innych towarów (wtórne efekty zmian cen). Podstawowe znaczenie mają tu oczekiwania inflacyjne, siła przetargowa pracowników (czynniki lokalne) oraz rozmiary popytu (rozpatrywane również w sferze globalnej).

Oczekiwania inflacyjne można mierzyć różnymi sposobami. Najbardziej powszechną metodą ujawniania przewidywań inflacyjnych są badania ankietowe przeprowadzane wśród konsumentów. Innym sposobem badania oczekiwanego tempa wzrostu cen są notowania obligacji indeksowanych inflacją (bądź też instrumentów pochodnych związanych z inflacją, takich jak *index-linked swaps*), które mierzą przewidywania rynków finansowych w tym zakresie. Warto zwrócić uwagę, że obie te miary oczekiwań inflacyjnych znajdują się obecnie na względnie wysokim poziomie i obie mogą też prowadzić do wyższej inflacji, choć odmiennymi drogami.

Intuicyjnie bardziej istotnym źródłem informacji wydają się oczekiwania gospodarstw domowych. To właśnie one mogą odgrywać decydującą rolę przy formułowaniu oczekiwań płacowych. Problem dotyczy jednak w znacznie większym stopniu strefy euro niż USA z uwagi na różnice w sile przetargowej pracowników. Stopa bezrobocia w strefie euro znajduje się obecnie na wyjątkowo niskim poziomie (patrz rysunek), znacznie poniżej cyklicznego minimum z połowy 2001 roku, natomiast odsetek bezrobotnych w Stanach Zjednoczonych już od wielu miesięcy stopniowo rośnie. Cykl koniunkturalny obydwu regionów wykazuje więc wyraźne cechy przesunięcia w fazie,

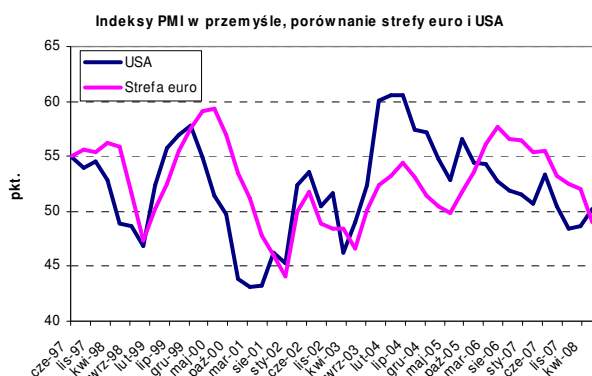
na co wskazuje też późniejsze rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC. Groźba zwolnienia z pracy trzyma w ryzach żądania płacowe amerykańskich pracowników, podczas gdy jej wpływ na kształtowanie się wynagrodzeń pracowników w strefie euro jest póki co mniej widoczny.



Oczekiwania inflacyjne wyprowadzane z instrumentów indeksowanych inflacją wydają się mieć większe znaczenie dla przedsiębiorstw, a więc drugiej strony rynku pracy. Ta miara oczekiwań może również obejmować szerszą gamę czynników – w tym prawdopodobnie również oczekiwania samych gospodarstw domowych. Firmy ustalają ceny w odniesieniu do innych przedsiębiorstw i innych towarów na rynku – operują tym samym głównie w kategoriach cen względnych. Gdy wszyscy spodziewają się wzrostu ogólnego poziomu cen, możliwy jest wzrost cen towarów produkowanych przez przedsiębiorstwo, lecz także podniesienie poziomu kosztów. Może zatem nie dość do zmian cen względnych i w tym kontekście podniesienie własnych cen przez przedsiębiorstwo nie jest konieczne. Wydaje się jednak, że obecne oczekiwania wymierzone są głównie w ceny żywności i energii, a więc czynniki *stricto* kosztowe. Z tego powodu pozostawienie cen wyrobów finalnych na niezmiennym poziomie może być kosztowne dla przedsiębiorstw. Nie zawsze jednak warunki popytowe gwarantują możliwość tego typu dostosowania nominalnego.

W przypadku utrzymywania się mocnego popytu podwyżki wynagrodzeń, wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz podniesienie kosztów materiałowych prowadziłyby naturalnie do zwiększenia cen dyktowanych przez producentów. Wiele jednak czynników wskazuje, że tym razem wizja spowolnienia gospodarczego staje się jak najbardziej realna – wystarczy przyrzeć się indeksom PMI sporządzanym dla przemysłu (patrz rysunek).

Lipiec 2008



Wskaźniki dla strefy euro i USA znajdują się w wyraźnie spadkowym trendzie (obserwowane ostatnio większe przesunięcie w fazie można tłumaczyć znów rozbieżnościami w polityce pieniężnej w 2004 i 2005 roku). Na utrzymanie się niekorzystnego trendu w przypadku strefy euro wskazują dane o napływie nowych zamówień. Podobny problem ujawnia się w przypadku USA – należy jednak zauważyć, że przetwórstwo przemysłowe wspierane jest tam przez wysoki napływ zamówień eksportowych, do których zachęca podwyższona konkurencyjność cenowa amerykańskich towarów (słaby dolar).

Ostatnie komunikaty Fed i EBC utrzymane były w podobnym tonie. Podkreślono zagrożenia dla wzrostu gospodarczego i stabilności cen, z widocznym przesunięciem akcentów na tę drugą część funkcji społecznej straty.

FOMC zaznaczył, że wysokie ceny energii, ostre warunki kredytowania oraz kontynuacja spowolnienia na rynku nieruchomości będą w kolejnych kwartałach negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy. Decydenci spodziewają się spadku inflacji, niemniej jednak już nie „w perspektywie najbliższych kwartałów”, lecz w „dalszej części roku lub w roku następnym”. Wyraźnie zaznaczono duże ryzyko związane z tą prognozą, płynące głównie z wysokich cen paliw i podwyższonych oczekiwań inflacyjnych. Treść komunikatu sugeruje lekkie przesunięcie bilansu ryzyk w kierunku inflacji, podobny wydzźwięk miała ostatnia wypowiedź J. Yellen z San Francisco Fed.

Z treści komunikatu po posiedzeniu EBC wynika, że podwyżka stóp procentowych wymierzona była głównie w oczekiwania inflacyjne, których umocnienie mogłoby prowadzić do dalszej intensyfikacji żądań płacowych. Tym samym EBC wywiązał się z wcześniejszych zapowiedzi i jastrzębia retoryka wsparta została konkretnymi działaniami. Komunikat po posiedzeniu podkreśla ryzyka dla inflacji (płynące z wysokich cen paliw i żywności a także utrzymującej się wysokiej dynamiki podaży pieniądza), biorąc pod uwagę także istotne zagrożenia dla oczekiwanej ścieżki „umiarkowanego” wzrostu gospodarczego (związane głównie wysokimi cenami surowców i ich potencjalnym wpływem na konsumpcję i inwestycje).

Biorąc pod uwagę dużą niepewność prognoz inflacji (ceny ropy naftowej) oraz tempa wzrostu PKB (zagrożenia dla rentowności produkcji z powodu wysokich cen energii, spowolnienie popytu światowego) w najbliższym czasie omawiane banki centralne będą prowadzić politykę *wait-and-see*, co z uwagi na zwiększoną niepewność wydaje się całkowicie uzasadnione.

Jak dotychczas tylko EBC przypieczętował bardziej jastrzębią retorykę podwyżką stóp procentowych – nie bez powodu, gdyż ryzyko przeniesienia wyższych oczekiwań inflacyjnych na ceny produktów finalnych jest w obecnym momencie wyższe w strefie euro niż w USA. Zagrożenia dla sfery realnej mogą jednak sprawiać, że (zgodnie z wcześniejszymi komentarzami członków EBC) ostatnia podwyżka będzie działaniem doraźnym.

Reakcji podobnego rodzaju możemy się spodziewać również ze strony Fed. Z uwagi jednak na wciąż niejasną sytuację sfery realnej tego typu „normalizacji” stopy procentowej możemy się spodziewać dopiero jesienią (lub najwcześniej w końcu lata), wraz z nowym zestawem prognoz FOMC. Nie oczekujemy przy tym, że Fed rozpocznie regularną serię podwyżek stóp przed uspokojeniem sytuacji na rynku pracy – innymi słowy, nie jest to możliwe przed 2009 rokiem.

Lipiec 2008

NA RYNKU

F/X

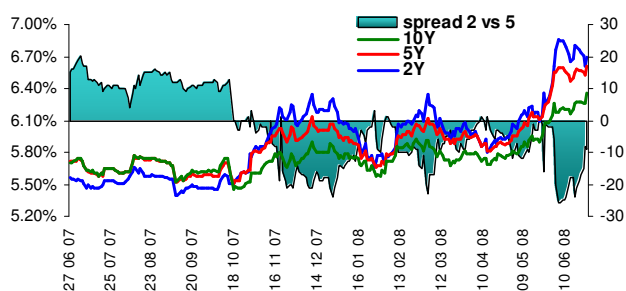
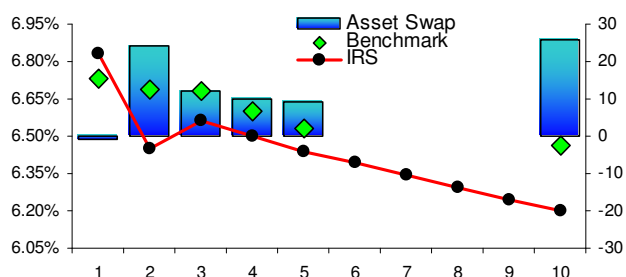
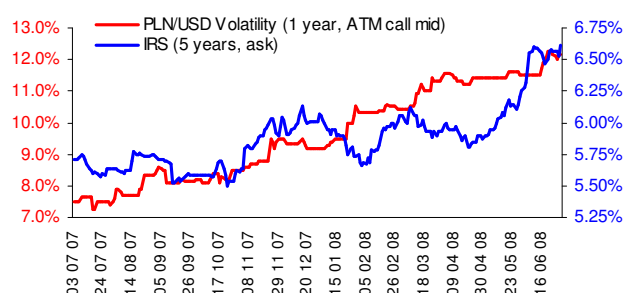
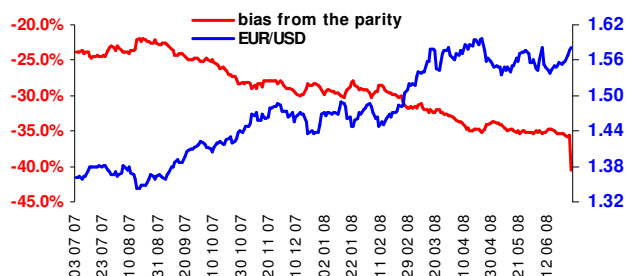
Czerwiec był kolejnym miesiącem aprecjacji złotego, mimo chwilowej korekty w połowie miesiąca, kiedy notowania polskiej waluty osłabiły się do poziomu 3,40 zł za euro i 2,20 zł za dolara. Przyczyną tego było przejściowe umocnienie się amerykańskiego dolara, którego kurs względem euro zbliżył się do poziomu 1,53, po czym w drugiej połowie czerwca zdecydowanie osłabił się. W początkach lipca za euro płacono 1,57-1,58 dolara.

Słabość amerykańskiej waluty „tradycyjnie” okazała się impulsem do aprecjacji złotego. Dla siły naszej waluty nie bez znaczenia były też decyzje RPP (zgodna z oczekiwaniami podwyżka stóp procentowych i przestrzeń do dalszego zacieśnienia) i EBC (podwyżki stóp w strefie euro w odczuciu uczestników rynku zwiększając szansę na dalsze podwyżki w Polsce). W rezultacie, w początku lipca kurs euro wobec złotego osiągnął historyczne minimum (3,31-3,32), a w następnych dniach zszedł poniżej poziomu 3,30. W tym samym czasie notowania kursu złotego do dolara spadły do poziomu poniżej 2,10.

Fixed Income

Ósma już w obecnym cyklu podwyżka stóp procentowych NBP była impulsem do dalszego przesunięcia się w górę krzywej dochodowości. Publikacja szacunków inflacji MinFin za czerwiec (4,5%) przyspieszyła wzrost stawek, wskutek czego rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości osiągnęły poziom 6,90% w początkach lipca. Brak publikacji istotnych danych w połączeniu z gołębimi wypowiedziami członków RPP sprzyjał wzrostowi popytu na polskie papiery skarbowe, prowadząc do silnej korekty tych poziomów, nawet o 30 pb. na krótkim końcu.

Niejasne perspektywy co do przyszłej inflacji (uwidocznione w najnowszej projekcji inflacyjnej) zwiększają prawdopodobieństwo scenariusza, w którym na obniżki stóp procentowych przyjdzie nam poczekać dłużej niż do początku przyszłego roku. Pierwsza od ponad roku podwyżka stóp przez EBC dodatkowo umacnia oczekiwania, że polityka RPP pozostanie restrykcyjna przez dłuższy okres. W rezultacie silnie zmniejszyły się (co do wartości bezwzględnej) spready 2y/5y oraz 5y/10y, prowadząc do wystromienia się krzywej dochodowości.



Lipiec 2008

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

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

Źródło: GUS, NBP, ECB, Rezerwa Federalna

KONTAKT:
Departament Rynków Finansowych
ul. Senatorska 18
00-950 Warszawa
fax: (22) 829 02 05

Kierujący Wydziałem Współpracy z Klientami

Bogusław Goleń +48 22 829 02 11 bogdan.golen@brebank.com.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

Inga Gaszkowska-Gębska +48 22 829 12 05 inga.gaszkowska-gebska@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

Marcin Turkiewicz +48 22 829 01 84 marcin.turkiewicz@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

Łukasz Barwicki +48 22 829 01 93 lukasz.barwicki@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

Jarosław Stolarczyk +48 22 829 01 67 jaroslaw.stolarczyk@brebank.com.pl

Niniejsze opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych źródeł, jednakże nie możemy zagwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydawania raportu. Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim treści. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania jest możliwa jedynie za uprzednią zgodą autorów.