



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Wrzesień 2008, Nr 86 (9)

SPIS TREŚCI

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

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

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

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

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

- Deklaracja premiera Tuska w sprawie terminu przyjęcia euro była sporym zaskoczeniem dla uczestników rynku i większości osób zainteresowanych tą sprawą. Witamy z zadowoleniem zamiar zintensyfikowania wysiłków zmierzających do przyjęcia euro, ale widzimy też potrzebę sprecyzowania planów rządu w tym obszarze. Jednym z kluczowych warunków powodzenia tych planów będzie wdrożenie skutecznych działań prowadzących do trwałego obniżenia inflacji do poziomu zapewniającego spełnienie kryterium z Maastricht.
- Tempo wzrostu PKB w II kwartale (5,8% r/r) było nieco wyższe od oczekiwanego, do czego w dużej mierze przyczyniła się wciąż relatywnie wysoka dynamika inwestycji. Mniej niekorzystny okazał się też wpływ ujemnego salda obrotów handlu zagranicznego. Do czynników, które pozwoliły na podtrzymanie tempa wzrostu inwestycji zaliczyć można, między innymi, dość dużą aktywność sektora budowlanego i zwiększenie skali inwestycji infrastrukturalnych. Nadal uważamy jednak, że ze względu na pogarszające się wyniki finansowe przedsiębiorstw, rosnące koszty płac i kredytu oraz słabnący popyt (w tym zwłaszcza zagraniczny) istnieje ryzyko wyraźnego spadku dynamiki inwestycji, co z kolei może przyczynić się do obniżenia tempa wzrostu PKB.
- Wysoki poziom wskaźnika CPI i perspektywa dalszego wzrostu inflacji bazowej, a także szybkie tempo wzrostu płac i obawy o wystąpienie tzw. efektów drugiej rundy skłaniają wciąż większość analityków do oczekiwania, że wkrótce dojdzie do dalszego zacieśnienia polityki monetarnej. Do podjęcia decyzji o podwyżce stóp konieczne jest jednak zgromadzenie głosów większości członków RPP. Można mieć istotne wątpliwości, czy ze względu na rosnące ryzyko osłabienia tempa wzrostu gospodarczego i oczekiwany stopniowy spadek wskaźnika CPI możliwe będzie uformowanie takiej większości. Sugeruje to, że obecny cykl podwyżek stóp procentowych zbliża się do końca, a nie można też wykluczyć, że już się zakończył.
- Nowy projekt ustawy o finansach publicznych zawiera wiele rozwiązań zaproponowanych już za czasów poprzedniego rządu (w tym zwłaszcza dość daleko idące zmiany w organizacji sektora finansów publicznych), ale przedstawia też szereg nowych istotnych propozycji. Najważniejsza z nich, naszym zdaniem, to zamiar instytucjonalizacji wieloletniego planowania budżetowego na szczeblu centralnym i samorządowym. W projekcie postuluje się też dalsze zaostrzenie norm ostrożnościowych odnoszących się do poziomu długu publicznego. Za największy mankament projektu nowej ustawy uważamy to, że jego autorzy nie zdecydowali się na wprowadzenie klarownej reguły ograniczającej tempo wzrostu wydatków publicznych.

Wrzesień 2008

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Sty 08	Lut 08	Mar 08	Kwi 08	Maj 08	Cze 08	Lip 08	Sie 08
PKB i produkcja								
PKB			6,1%			5,8%		
Popyt krajowy			6,3%			6,2%		
Spożycie indywidualne			5,6%			5,6%		
Nakłady brutto na środki trwałe			15,7%			15,2%		
Wartość dodana			5,5%			6,1%		
w przemyśle			6,9%			6,9%		
w budownictwie			16,7%			17,8%		
w sektorze usług rynkowych			6,7%			5,5%		
Produkcja przemysłowa r/r	10,6%	14,9%	0,9%	14,9%	2,3%	7,2%	5,6%	-2,3%
Produkcja przemysłowa m/m	3,0%	1,6%	0,7%	4,0%	-8,5%	5,0%	-3,4%	-6,6%
Sprzedaż detaliczna r/r	20,9%	23,8%	15,7%	17,6%	14,9%	14,2%	14,3%	11,5%
Sprzedaż detaliczna m/m	-18,7%	0,3%	11,8%	2,9%	-1,9%	2,4%	1,8%	-0,8%
Rynek pracy								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2969,65	3032,70	3144,41	3137,74	3,069,43	3,215,32	3228,98	3194,77
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	11,5%	12,8%	10,2%	12,6%	10,5%	12,0%	11,6%	10,7%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-8,5%	2,1%	3,7%	-0,2%	-2,2%	4,8%	0,4%	-1,1%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	5,9%	5,9%	5,8%	5,6%	5,4%	4,8%	4,7%	4,5%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	2,0%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%
Stopa bezrobocia	11,7%	11,5%	11,1%	10,5%	10,0%	9,6%	9,4%	9,3%
Handel zagraniczny								
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-1 105	-1 324	-1 605	-1550	-1,602	-2292	-1900	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-644	-933	-1 480	-1260	-1,240	-1706	-1740	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	21,9%	28,7%	19,1%	31,1%	12,2%	16,1%	19,0%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	18,8%	32,3%	21,1%	31,3%	14,0%	20,2%	21,0%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-3,7%	-3,8%	-4,1%	-4,2%	-4,3%	-4,4%	-4,5%	
Ceny								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,7%	0,2%	0,4%	0,4%	0,8%	0,2%	0,0%	0,1%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	4,0%	4,2%	4,1%	4,0%	4,4%	4,6%	4,8%	4,9%
Inflacja netto r/r	1,9%	2,5%	2,7%	2,8%	3,2%	3,4%	3,5%	4,0%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	1,2%	0,9%	0,6%	-0,1%	0,7%	0,3%	0,0%	-0,3%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,9%	3,2%	2,9%	2,5%	2,7%	2,7%	2,3%	1,7%
Agregaty monetarne								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	568,6	579,0	581,0	593,9	599,6	605,7	615,0	623,0
Podaż pieniądza r/r	12,9%	13,5%	13,6%	14,9%	15,0%	16,2%	16,5%	15,8%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	37,9%	37,8%	37,3%	36,2%	33,8%	34,2%	30,3%	30,3%
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	26,2%	24,8%	25,2%	24,9%	26,0%	24,6%	23,5%	21,5%
Depozyty gospodarstw domowych r/r	14,2%	15,3%	17,5%	19,0%	21,2%	22,6%	24,6%	23,2%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	11,7%	8,2%	6,1%	7,8%	6,1%	6,8%	7,0%	5,5%
Kursy walutowe								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,61	3,52	3,53	3,46	3,38	3,35	3,20	3,35
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,42	2,32	2,23	2,23	2,18	2,12	2,05	2,27
Stopy procentowe								
Stopa interwencyjna NBP	5,25%	5,50%	5,75%	5,75%	5,75%	6,00%	6,00%	6,00%
Stopa lombardowa	6,75%	7,00%	7,25%	7,25%	7,25%	7,50%	7,50%	7,50%
Stopa depozytowa	3,75%	4,00%	4,25%	4,25%	4,25%	4,50%	4,50%	4,50%
WIBOR 3M	5,68%	5,94%	6,15%	6,34%	6,48%	6,65%	6,56%	6,50%
Rentowność obligacji 2Y	5,71%	6,18%	6,29%	6,21%	6,48%	6,89%	6,53%	6,35%
Rentowność obligacji 5Y	5,75%	6,17%	6,12%	6,08%	6,38%	6,78%	6,31%	6,17%
Rentowność obligacji 10Y	5,66%	5,97%	5,96%	5,97%	6,27%	6,61%	6,25%	6,05%
Gospodarka światowa								
Inflacja w strefie euro (r/r)	3,1%	3,5%	3,6%	3,3%	3,6%	4,0%	4,1%	3,8%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			2,2%			1,4%		
Stopa podstawowa ECB	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,25%	4,25%
Inflacja w USA (r/r)	4,3%	4,0%	4,0%	3,9%	4,2%	5,0%	5,6%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			0,9%			1,9%		
Stopa docelowa Fed Funds	3,00%	3,00%	2,25%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

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

GOSPODARKA POLSKA

Zaskakująca deklaracja w sprawie terminu przyjęcia euro

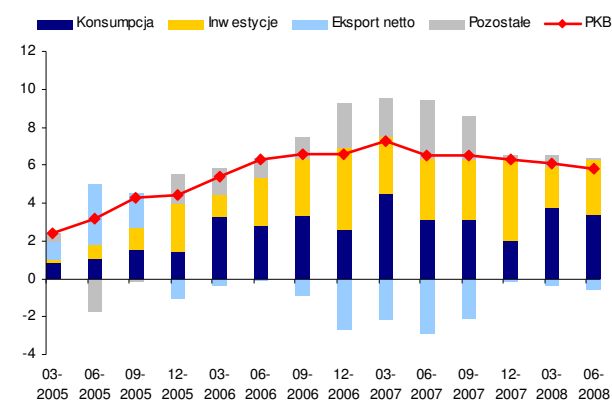
Podczas obrad Forum Ekonomicznego w Krynicy premier Donald Tusk niespodziewanie oświadczył, że Polska powinna przystąpić do strefy euro już w 2011 r. Deklaracja ta jest zaskakująca w świetle niedawnych wypowiedzi przedstawicieli resortu finansów wskazujących na to, że kwestię wejścia złotego do mechanizmu ERM2 można będzie rozważać po uspokojeniu się sytuacji na rynkach finansowych i po wyjaśnieniu potrzeby zmian postanowień Konstytucji. Gdyby interpretować zapowiedź premiera Tuska, jako zamiar przyjęcia euro już od początku 2011 r., to wymagałoby to przystąpienia do ERM2 już w ciągu najbliższych tygodni. W takim przypadku bardziej właściwe byłoby chyba wejście do tego mechanizmu przed publicznym ogłaszaniem terminu przyjęcia euro, gdyż silne umocnienie złotego w reakcji na oświadczenie premiera pokazuje ryzyko związane z odwrotną kolejnością ujawniania takich decyzji. Bardziej prawdopodobne jest jednak to, że intencją rządu jest przystąpienie do strefy euro z końcem 2011 r. Ten termin budzi jednak też spore wątpliwości, gdyż jeśli nie ulegnie zmianie kalendarz polityczny, to ostateczne decyzje w tej sprawie musiałyby zapadać w okresie kampanii wyborczej i zmiany rządu. Witamy oczywiście z zadowoleniem zamiar zintensyfikowania działań zmierzających do przyjęcia euro. Jednym z kluczowych warunków powodzenia tych działań jest realność określanych terminów i odpowiedni sposób komunikowania się z rynkami finansowymi i z całym społeczeństwem. Zapowiedź szybkiego wejścia do strefy euro oznacza też konieczność zintensyfikowania wysiłków na rzecz trwałego obniżenia inflacji do poziomu zapewniającego spełnienie kryterium z Maastricht.

Dobre dane o PKB w II kwartale, mniej korzystne perspektywy

Dane o wzroście PKB w II kwartale okazały się dość pozytywnym zaskoczeniem. Podczas gdy wraz z informacjami o słabnącym tempie wzrostu produkcji przemysłowej systematycznie obniżał się konsensus prognoz dla PKB (ostatecznie do 5,5% r/r), opublikowane przez GUS dane pokazały wzrost rzędu 5,8% r/r, czyli tylko nieco mniej od osiągniętego w I kwartale poziomu 6,1%. Na to wciąż relatywnie wysokie tempo wzrostu naszej gospodarki złożyły się zarówno zakładana w prognozach wysoka dynamika konsumpcji indywidualnej (5,6% r/r), jak i nieco wyższa od oczekiwanej dynamika inwestycji (15,2% r/r). Podobnie jak w I kwartale, ujemny wpływ na dynamikę wzrostu PKB miało spożycie publiczne (-1,2% r/r), co należy wiązać z relatywnie niskim

należy wiązać z relatywnie niskim poziomem wykonania wydatków budżetowych (do końca czerwca br. było to tylko 42,4% planu na ten rok). Największą niespodzianką okazała się skala ujemnej kontrybucji eksportu netto (-0,6 pkt. proc.), która była znacząco niższa niż można było wnioskować na podstawie wcześniej dostępnych danych o bilansie płatniczym. Jedną z tego przyczyn były różnice w ukształtowaniu się deflatorów eksportu i importu, co skutkowało poprawą salda wymiany z zagranicą wyrażonego w cenach stałych.

Dekompozycja wzrostu PKB na składowe (pkt. proc.)

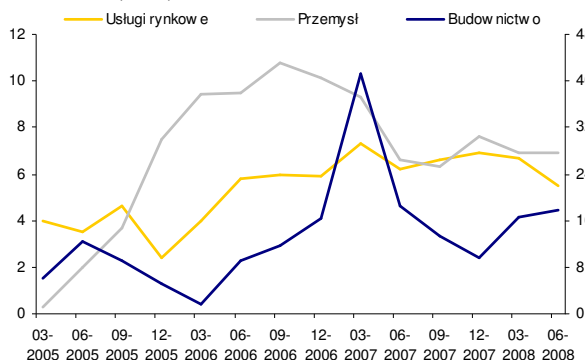


Na szczególną uwagę ze względu na perspektywę wzrostu gospodarczego zasługują tendencje w kształtowaniu się inwestycji. W porównaniu z poprzednim kwartałem, tempo wzrostu nakładów na środki trwałe obniżyło się tylko o 0,5 pkt. proc. Silniej spadła natomiast dynamika całej akumulacji (z 17,3% r/r w I kw. do 14,7% r/r), co wskazuje na zdecydowanie wolniejsze tempo przyrostu zapasów. W tej sytuacji nasuwa się pytanie, skąd bierze się wciąż wysoka jeszcze dynamika inwestycji i jak długo może ona się utrzymać. Można przypuszczać, że dość istotny na to wpływ miała znaczna aktywność branży budowlanej, która w II kw. odnotowała wzrost wartości dodanej o 17,8%, a więc o 1,1 pkt. proc. więcej niż w poprzednim okresie. Tymczasem dynamika wartości dodanej w pozostałych działach gospodarki albo pozostała bez zmiany (przemysł, wzrost o 6,9% r/r) albo wykazywała tendencje spadkowe (usługi rynkowe, wzrost o 5,5% r/r wobec 6,7% r/r w poprzednim kwartale). Oznacza to, że zarówno w przemyśle, jak i w usługach rynkowych, wartość dodana rosła w tempie wolniejszym niż fundusz wynagrodzeń. Wzrost zysków przedsiębiorstw z tych sektorów był więc odpowiednio wolniejszy, co powinno zmniejszać ich skłonność do inwestowania, a w dalszej perspektywie będzie je skłaniać do poszukiwania oszczędności. Z danych GUS wynika, że tempo wzrostu zysków

Wrzesień 2008

przedsiębiorstw niefinansowych zmniejszyło się z ponad 32% r/r w I półroczu 2007 r. do 3,6% w I połowie tego roku, przy czym w przetwórstwie przemysłowym odnotowano nawet spadek poziomu zysków. Jednocześnie o 0,5 pkt. proc. wzrósł przeciętny wskaźnik poziomu kosztów (głównie za sprawą szybkiego wzrostu kosztu wynagrodzeń i usług obcych) i w takiej samej skali pogorszyły się podstawowe wskaźniki rentowności.

Wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych, przemyśle i budownictwie (% r/r)



Częściowego potwierdzenia tezy o wysokiej aktywności, także inwestycyjnej, w budownictwie dostarczają dane GUS o nakładach ponoszonych przez przedsiębiorstwa w pierwszej połowie tego roku. Trzeba jednak podkreślić, że dane te nie obejmują pełnej zbiorowości przedsiębiorstw, lecz jedynie podmioty zatrudniające minimum 50 pracowników, stąd nie są one w pełni porównywalne z rachunkami narodowymi, ale mogą służyć do dokonywania pewnych porównań „międzygałęziowych”. Budownictwo odnotowało wzrost nakładów (w cenach bieżących) o 32,0% r/r, ustępując miejsca tylko działowi „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę”, w którym nakłady wzrosły o 37,4% r/r. Dla porównania, w przetwórstwie przemysłowym nakłady w pierwszym półroczu 2008 r. wzrosły tylko o 18,0% r/r. We wszystkich działach gospodarki (poza rolnictwem) łączne nakłady wzrosły w tym czasie o 18,6% r/r, przy czym szybciej rosły nakłady na budynki i budowlę (20,6% r/r) niż na tzw. zakupy (maszyny, urządzenia, narzędzia, pojazdy, inne ruchomości etc. – 17,6% r/r). To również zdaje się potwierdzać znaczenie budownictwa w podtrzymywaniu wzrostu inwestycji.

Dane GUS wskazują też na inne istotne zmiany zachodzące w strukturze inwestycji. Dość silnie spadł udział inwestycji realizowanych przez podmioty z kapitałem zagranicznym (z 44% przed rokiem do 38% w I połowie 2008 r.), co koresponduje z odnotowanym w statystykach bilansu płatniczego ponad 20% spadkiem dopływu inwestycji bezpośrednich. Wyrazem rosnącej roli inwestycji o charakterze infrastrukturalnych jest też znaczący wzrost udziału na-

kładów ponoszonych przez jednostki sektora publicznego. Prawie dwukrotnie szybciej wzrastały też nakłady ponoszone przez duże przedsiębiorstwa (powyżej 250 zatrudnionych) niż przez firmy o mniejszym poziomie zatrudnienia.

Poszukując wyjaśnień dla relatywnie wysokiej dynamiki inwestycji w II kwartale można również postawić tezę, że wynikało to w dużej mierze z finalizowania inwestycji rozpoczętych w poprzednich okresach. Ani sytuacja finansowa przedsiębiorstw, ani perspektywy polskiej gospodarki nie pogorszyły się w takim stopniu, aby rezygnować z dokończenia tych projektów. Potwierdzają to pośrednio wyniki ankiet NBP pokazujące, że na wysokim poziomie utrzymują się wskaźniki kontynuacji inwestycji, natomiast dużo rzadziej niż w przeszłości firmy zamierzają zwiększać skalę realizowanych projektów. Może to sugerować, że w kolejnych kwartałach należy się liczyć z istotnym spadkiem dynamiki inwestycji. Nie do końca potwierdzają to jednak dane GUS wskazujące na wzrost zarówno liczby (o ponad 43%), jak i wartości (o blisko 26%) nowo rozpoczętych inwestycji. Jest to jednak nieco mylące, gdyż prawie 2/3 nowych projektów to niewielkie przyłącza energetyczne i gazowe, co z jednej strony wiąże się z silnym wzrostem nakładów na wytwarzanie i zaopatrywanie w energię, a z drugiej może stanowić kolejne potwierdzenie, że inwestycje budowlane są obecnie na etapie finalizacji. Wzrost wartości kosztorysowej nowych projektów można natomiast wiązać ze wzrostem roli bardziej kapitałochłonnych projektów infrastrukturalnych.

Pewnych informacji o całej aktywności inwestycyjnej i o sytuacji w budownictwie dostarczają również dane o agregatach monetarnych. W czerwcu i w lipcu odnotowano dość wysoką dynamikę kredytu na cele inwestycyjne (około 17% r/r wobec 7% w końcu 2007 r.), co sugeruje, że wobec wyczerpywania się zasobów własnych środków (spadek poziomu depozytów) i gorszych wyników bieżących przedsiębiorstw realizacja inwestycji staje się bardziej zależna od dostępu do finansowania bankowego. Z ponad 60% r/r w I kwartale do około 45% r/r w czerwcu i w lipcu spadła natomiast dynamika kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa na finansowanie nieruchomości, co może wskazywać na pogarszające się perspektywy dla sektora budowlanego. W tym samym czasie dość silnie spadła też dynamika kredytów na cele mieszkaniowe dla gospodarstw domowych (odpowiednio z około 50% rocznie do 34%). Choć nakłady gospodarstw domowych nie są wliczane do nakładów na środki trwałe (są natomiast ujmowane w akumulacji), to związane z nimi są niektóre inwestycje w infrastrukturę techniczną (jak choćby wspomniane wcześniej przyłącza), czy też budowa towarzyszących nieruchomości komercyjnych. Punkt zwrotny w budownictwie mieszkaniowym wyznaczy więc najpraw-

Wrzesień 2008

dopodobniej moment, od którego dział „budownictwo” przestanie być „lokomotywą” wzrostu inwestycji i PKB.

Otwartą kwestią pozostaje jednak, czy silny spadek dynamiki kredytów na nieruchomości można uznać za zapowiedź radykalnej zmiany sytuacji na tym rynku. W przypadku kredytów mieszkaniowych w lipcu, po raz pierwszy od lutego 2005 r., odnotowaliśmy ich spadek w liczbach bezwzględnych. Przy analizowaniu tego zjawiska nie można abstrahować od faktu, że prawie 57% całości zobowiązań z tego tytułu denominowanych jest w walucie obcej (w przeważającej mierze – we franku szwajcarskim), a na lipiec przypadał szczyt aprecjacji naszej waluty. Wylączając efekt aprecjacji złotego, wzrost kredytów walutowych można szacować na ponad 5% w ujęciu miesięcznym. Tworzyłyby to zupełnie przeciwstawny obraz sytuacji na rynku nieruchomości, gdyby nie rosnący udział w łącznym zadłużeniu kredytów refinansowych. Silny złoty w zestawieniu z istotnym spadkiem marż w ciągu ostatnich kilku lat sprzyjał decyzjom o refinansowaniu kredytów, co ze względu na spread między kursem kupna i sprzedaży walut zwiększało kwotę zadłużenia w walucie. Same kredyty refinansowe nie przyczyniają się jednak do zwiększenia popytu na nieruchomości.

Niezależnie od powyższych wątpliwości, warto podkreślić, że samo budownictwo nie będzie w stanie podtrzymać wzrostu gospodarczego ze względu na jego bardzo ograniczony udział w łącznych nakła-

dach ponoszonych przez przedsiębiorstwa. Z danych GUS wynika, że w przypadku firm zatrudniających powyżej 50 pracowników udział ten sięgał w I półroczu 2008 r. tylko 2,5%. Można wnioskować, że ze względu na specyfikę branży budowlanej istotną jej część stanowią mniejsze przedsiębiorstwa, wobec czego w całej gospodarce narodowej udział ten jest nieco większy, nie na tyle jednak, by opierać na nim tezę o utrzymaniu się wysokiej dynamiki PKB w następnych kwartałach.

Przeciwko tej ostatniej tezie silnie przemawiają bieżące dane o produkcji przemysłowej. Roczna dynamika produkcji w lipcu silnie poniżej oczekiwań (5,6% r/r) i bardzo prawdopodobne wystąpienie ujemnej dynamiki produkcji w sierpniu dostarczają silnych przesłanek, by w III kw. oczekiwać wyraźnego spadku tempa wzrostu PKB. W naszej opinii prawdopodobne jest, że właśnie w tym czasie pojawi się punkt zwrotny w obecnej fazie cyklu koniunkturalnego, co jest spójne w czasie z przesunięciem się na strefę euro „środka ciężkości” globalnego spowolnienia. Z tego względu przy ocenie perspektyw naszej gospodarki większe znaczenie przykładałibyśmy do coraz słabszych danych bieżących niż do wciąż dobrych danych przedstawiających sytuację w II kwartale (które dzisiaj mają już głównie tylko wartość historyczną). Przewidujemy, że w ostatnim kwartale tego roku tempo wzrostu PKB obniży się do około 4% r/r, co oznacza, że w całym 2008 r. tempo to będzie tylko nieco wyższe niż 5%.

POLITYKA MONETARNA

Czy stopy procentowe NBP jeszcze wzrosną?

Przewidywania dotyczące dalszych decyzji RPP uległy w ostatnim okresie wyraźnemu spolaryzowaniu. Większość analityków nadal uważa wprawdzie, że w tym roku dojdzie do jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych NBP (najprawdopodobniej w październiku), ale dość liczna jest też grupa osób twierdzących, że zapoczątkowany w kwietniu 2007 roku cykl zacieśniania polityki pieniężnej dobiegł już końca. Skłaniamy się bardziej ku temu drugiemu pogładowi, choć nasze przekonanie, że stopy procentowe już nie wzrosną, nieco osłabło po zapoznaniu się z komunikatem z sierpniowego posiedzenia RPP, z ostatnimi wypowiedziami członków Rady oraz z danymi wskazującymi na wyższe od oczekiwanego tempo wzrostu PKB w II kwartale. Próbując przewidywać decyzje RPP trzeba uwzględnić zarówno tzw. czynniki fundamentalne określające skalę zagrożeń dla stabilności cen, jak i sposób, w jaki na zmiany tych czynników reagować mogą poszczególni członkowie Rady. Na podstawie samych danych i prognoz makroekonomicznych można wciąż twierdzić (jak czynią to „jastrzębi” członkowie RPP), że kolejna podwyżka stóp pomogłaby w zwalczaniu inflacji i nie osłabiłaby w odczuwalny sposób perspektyw wzrostu gospodarczego. Na rzecz wzrostu stóp przemawiają przede wszystkim prognozy wskazujące na ryzyko znacznego wzrostu inflacji bazowej (z 2,2% obecnie do 4,0% w 2009 r.), odnotowany w lipcu silny wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz bardzo wysoka wciąż dynamika płac. Trzeba przy tym podkreślić, że choć nowy wskaźnik inflacji bazowej pozostawał jeszcze w lipcu na dość niskim poziomie, to od początku tego roku wzrósł on w stopniu większym od wskaźnika CPI, co oznacza, że „winą” za wzrost CPI nie można już obarczać szybko rosnących od niedawna cen żywności i energii. Szybkie jest też nadal tempo wzrostu podaży pieniądza i na wysokim (choć stopniowo malejącym) poziomie utrzymuje się dynamika kredytu. Jednocześnie dane o PKB opublikowane przez GUS pokazują, że podwyższone stopy procentowe nie przyniosły jak dotąd większego uszczerbku dynamice wzrostu gospodarczego. Wszystko to sugeruje, że jest jeszcze „przestrzeń” dla co najmniej jednej podwyżki stopy referencyjnej NBP.

O tym, czy do takiej podwyżki dojdzie zadecyduje jednak rozkład głosów w RPP. W sytuacji, gdy do grup mniej lub bardziej zdeklarowanych „jastrzębi” i „gołębi” zaliczyć można obecnie po czterech członków Rady, szczególnie znaczenie mieć będzie postawa profesorów Sławińskiego i Czekaja. Pierwszy z nich znany jest z przywiązywania dużej wagi do kształtowania się kursu walutowego i to zapewne obawy o zgubne skutki nadmiernej aprecjacji złotego

spowodowały, że w ostatnim okresie zbliżył się on bardziej do obozu „gołębi”. Silny spadek wartości złotego od początku sierpnia (o blisko 20% do dolara i ponad 7% do euro) powinien jednak mocno złagodzić te obawy i stąd nie można wykluczyć, że prof. Sławiński dałby się przekonać do zagłosowania za jeszcze jedną podwyżką stóp. Kurs złotego był do niedawna jednym z najważniejszych sojuszników RPP w walce z inflacją i dlatego można nawet pokusić się o spekulację, że chęć osłabienia tempa jego spadku była jednym z czynników, który wpłynął na utrzymanie dość jastrzębiego tonu ostatniego komunikatu RPP. Dość trudno jest przewidzieć, jakie stanowisko zajmie prof. Jan Czekaj, którego głos wielokrotnie już przesądzał o wynikach głosowań całej Rady, ale wiele wskazuje na to, że może on być przeciwny dalszemu zacieśnianiu polityki pieniężnej. Prof. Czekaj zdaje się niemal na równi stawiać ryzyko wzrostu cen i ryzyko osłabienia wzrostu gospodarczego, zaś sygnały płynące ostatnio z gospodarki mogą sugerować, że szybciej narasta drugie z tych zagrożeń. Dane dotyczące całkiem przyzwoitego tempa wzrostu PKB w II kwartale odnoszą się do przeszłości, natomiast nie mamy wątpliwości, że w następnych kwartałach tempo to znacznie się obniży. Wyraźnie spadła już dynamika produkcji przemysłowej (w sierpniu mogła być nawet lekko ujemna w ujęciu rok do roku), zwolniło tempo spadku bezrobocia i pojawiły pierwsze spadki zatrudnienia w niektórych branżach. Na pogarszanie się perspektyw polskiej gospodarki wskazuje też większość wskaźników koniunktury, w tym choćby najniższy od 2002 r. poziom indeksu PMI. Ze względu na negatywne skutki wcześniejszej aprecjacji złotego, rosnących jednostkowych kosztów pracy i dużo większego od oczekiwanego osłabienia aktywności gospodarczej w strefie euro niezbyt korzystnie kształtują się też perspektywy dla polskiego eksportu. Wszystko to są sygnały, których ani prof. Czekaj, ani pozostali członkowie RPP nie mogą ignorować, choć zapewne w różny sposób wpływać one będą na sposób głosowania każdego z nich. Sytuację dodatkowo komplikuje fakt, że dzięki spadkom cen ropy naftowej i wielu produktów rolnych, i pomimo oczekiwanego dość silnego wzrostu inflacji bazowej, już wkrótce zacznie się obniżać wskaźnik CPI. W swych wyborach RPP nie może też całkowicie abstrahować od decyzji podejmowanych przez inne banki centralne (takich jak choćby coraz bardziej widoczna zmiana nastawienia ECB, czy też niedawna obniżka stóp w Czechach).

Złożoność i niejednoznaczność sygnałów płynących z polskiej gospodarki i jej otoczenia oraz wyraźne ryzyko dalszego wzrostu inflacji bazowej sprawiają, że RPP ma przed sobą bardzo trudne zadanie znalezienia jakiegoś „złotego środka”. Równie trudne za-

Wrzesień 2008

danie mają jednak również analitycy próbujący przewidzieć decyzje RPP, gdyż oprócz interpretacji sygnałów z gospodarki muszą oni też określać możliwą funkcję reakcji Rady i poszczególnych jej członków. W sytuacji dużej niepewności dość częstą reakcją

jest czekanie na dodatkowe informacje i ten właśnie czynnik może spowodować, że w najbliższym okresie RPP nie zdecyduje się na podniesienie stóp procentowych, zaś później może już być na to za późno, gdyż nasila się oznaki spowolnienia gospodarczego.

POLITYKA FISKALNA

Nowo-stary projekt ustawy o finansach publicznych.

Nowy projekt ustawy o finansach publicznych przedstawiony przez Ministerstwo Finansów (MF) w dużej mierze bazuje na pomysłach forsowanych już przez prof. Zytę Gilowską, ale wprowadza też szereg nowych propozycji. Za najważniejszą z nich można uznać zamiar instytucjonalizacji wieloletniego planowania budżetowego. Instrumentem służącym temu celowi ma być czteroletni Wieloletni Plan Finansowy Państwa (WPF) przedkładany przez Radę Ministrów i aprobowany przez Sejm, ale tylko w postaci uchwały, a nie ustawy. Odpowiednikiem takiego planu na szczeblu samorządowym mają być wieloletnie prognozy finansowe (WPF) obejmujące również okres co najmniej czterech lat. Szczególnie ważne jest to, że poziom deficytu wynikający z WPF powinien być uwzględniany (w zasadzie bez korekt) przy tworzeniu projektów ustaw budżetowych. Dążenie do wydłużenia horyzontu polityki fiskalnej jest działaniem zasługującym na pełne poparcie, gdyż powinno to prowadzić do zwiększenia efektywności i przewidywalności tej polityki. Dwie główne wątpliwości, jakie można zgłosić pod adresem propozycji MF odnoszą się do rezygnacji z przyjęcia klarownej reguły ograniczającej wzrost wydatków publicznych oraz do niezbyt czytelnej hierarchii i rozbieżnych horyzontów czasowych dokumentów określających zamierzenia rządu w obszarze polityki fiskalnej. Doświadczenia wielu innych krajów oraz zalecenia MFW i innych organizacji międzynarodowych sugerują, że najsukcesywniejszą drogą do konsolidacji finansów publicznych może być wprowadzenie reguły limitującej wzrost wydatków. Proponowany WPF nie wprowadza wprost takiej reguły, gdyż najbardziej wiążący ma być poziom deficytu, a to z kolei pociąga za sobą ryzyko nadania polityce fiskalnej procyklicznego charakteru. Druga nasza wątpliwość odnosi się do tego, że przyjmowany w drodze uchwały Sejmu WPF nie miałby charakteru prawnie wiążącego i że nie w pełni czytelne wydają się jego powiązania z innymi dokumentami, w tym zwłaszcza z ustawą budżetową i z programem konwergencji. Ranga tego ostatniego została nieco wzmocniona poprzez zalecenie uwzględnienia (na równi z postanowieniami WPF?) przy tworzeniu projektu budżetu (art. 122 projektu MF), ale nadal byłby to dokument aprobowany tylko przez Radę Ministrów. Każdy z tych trzech dokumentów powstawać ma w innym terminie i obejmować mają one też nieco inne okresy (cztery lata w przypadku WPF, trzy lata w programie konwergencji i rok – dwa lata w uzasadnieniu do ustawy budżetowej). Ważne dla polityki finansowej postanowienia mają też nadal zawierać „średniookresowa strategia

rozwoju kraju” i strategia zarządzania długiem publicznym.

Zamiast wprowadzenia reguły ograniczającej wzrost wydatków MF zdecydowało się na modyfikację procedur ostrożnościowych odnoszących się do poziomu długu publicznego. Już po przekroczeniu przez dług progu 47% PKB deficyt budżetu państwa nie mógłby być ustalony na poziomie wyższym niż w poprzednich roku, zaś przy długu w granicach 52-55% PKB poziom deficytu musiałby zapewnić spadek tej relacji. Przekroczenie progu 55% PKB uruchamiałoby szereg dodatkowych działań, takich jak zamrożenie płac w sferze budżetowej, ograniczenie waloryzacji rent i emerytur, rezygnacja z nowych inwestycji i zakaz udzielania nowych pożyczek ze środków budżetu państwa. Istotną zmianą w stosunku do obecnie obowiązujących regulacji jest to, że dopiero powyżej konstytucyjnie wyznaczonej granicy 60% PKB wysiłki rządu zmierzające do sanacji finansów publicznych uzyskałyby bezpośrednie wsparcie ze strony samorządów, których budżety nie mogłyby wówczas przewidywać deficytu. Według obowiązującej ustawy normy ostrożnościowe wiążą jednostki samorządu terytorialnego już po przekroczeniu przez dług publiczny progu 50% PKB. Uelastycznienie reguł dla zaciągania zobowiązań było już od dawna postulowane przez instytucje samorządowe, ale wprowadzenie proponowanych obecnie rozwiązań może oznaczać, że do granicy 60% PKB cały ciężar działań dostosowawczych spocząłby na budżecie państwa. Proponowana przez MF modyfikacja norm ostrożnościowych może oczywiście przyczynić się do zwiększenia dyscypliny fiskalnej, choć nie jesteśmy przekonani, czy konieczne było w tym celu mnożenie liczby dość arbitralnie ustalonych progów i czy nowo proponowane regulacje dla samorządów są rzeczywiście wzmocnieniem obecnie obowiązujących norm. Przedstawiając te propozycje MF nie uległo też pokusie wskazania na oszczędności, jakie przyniosłoby ich wdrożenie („od 500 mln zł rocznie wzwyż”), choć przy obecnej relacji długu do PKB oszczędności te mają czysto hipotetyczny charakter. Można natomiast pochwalić obecne kierownictwo MF za to, że w odróżnieniu od prof. Zyty Gilowskiej nie twierdzi już, że zaproponowane przez nią (i w dużej mierze utrzymane w obecnym projekcie ustawy) zmiany w organizacji sektora finansów publicznych przyniosą oszczędności szacowane na około 10 mld zł. Te daleko idące zmiany mają polegać, m.in., na likwidacji wszystkich gospodarstw pomocniczych, części zakładów budżetowych i funduszy celowych oraz na wprowadzeniu „agencji wykonawczych”. Zakres sektora finansów publicznych ma też zostać dostosowany do zasad określonych przez regulacje UE (ESA95). Z przepisów proponowanej ustawy nadal jednak nie wynika,

Wrzesień 2008

że zgodnie z zasadami UE transfery do OFE zaczną być traktowane jako wydatki budżetu państwa. Obecne rozwiązanie polegające na umieszczaniu ich „pod kreską” zniekształca rzeczywisty wymiar deficytu i wymaga wprowadzania korekt przy sporządzaniu notyfikacji fiskalnych przesyłanych do UE. Inne istotne zmiany to kolejna modyfikacja sposobu ujmowania rozliczeń z UE (w postaci oddzielnego „budżetu

środków europejskich”) oraz dalsze kroki w stronę wprowadzenia budżetu zadaniowego. W sumie można powiedzieć, że projekt nowej ustawy o finansach publicznych to krok we właściwym kierunku, choć nie wszystkie z proponowanych rozwiązań wydają się odpowiednio umotywowane i najpilniejsze, zaś niektórych potrzebnych, naszym zdaniem, rozwiązań w tym projekcie zabrakło.

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

USA

Ostatnie dane z USA (w tym zwłaszcza niespodziewany wzrost stopy bezrobocia do poziomu 6,1%) wskazują na utrzymywanie się niekorzystnych tendencji w gospodarce amerykańskiej, której wciąż grozi wejście w fazę recesji. Silna pozostaje nadal presja inflacyjna, choć po sierpniowym szczycie inflacji można oczekiwać pewnego spadku dynamiki cen. Czynniki te uzasadniają utrzymanie obecnego kursu w polityce monetarnej, co oznacza, że w najbliższych miesiącach nie należy raczej oczekiwać zmiany poziomu stóp procentowych ustalanych przez Fed.

To właśnie dane o inflacji za lipiec okazały się chyba największą niespodzianką dla rynku i analityków. Inflacja *headline* wzrosła do 5,6% r/r (przy konsensusie oczekiwań na poziomie 5,1% r/r i czerwcowym odczycie 5,0% r/r), głównie za sprawą wzrostu cen energii (1,9% m/m) i żywności (0,9% m/m). Nawet jednak po wyłączeniu wpływu tych czynników i oczyszczeniu z wahań sezonowych inflacja kształtowała się na poziomie 0,3% m/m, co w ujęciu rocznym oznacza ponad 3% wzrost cen. Niemniej, w świetle trwającej od połowy lipca korekty na rynku surowców (a w szczególności ropy naftowej) w następnych miesiącach oczekiwać można wyhamowania cen energii i spadku ogólnego wskaźnika inflacji, do czego dodatkowo przyczynić będzie się efekt wysokiej bazy z poprzedniego roku. To z kolei będzie korzystne z punktu widzenia oczekiwań inflacyjnych, które w ostatnim okresie systematycznie wzrastały.

Spowolnienie gospodarcze w USA nie przyczyniło się jak dotąd zbyt wyraźnie do złagodzenia presji inflacyjnej i oczekiwań inflacyjnych. W takiej sytuacji, w czasie sierpniowego posiedzenia FOMC już trzech członków tego gremium dostrzegło większe ryzyko po stronie wzrostu inflacji niż dalszego spowolnienia gospodarki, przychylając się do wniosku o podwyżkę stóp o 25 pb., uznając obecny poziom stóp (2,00%) za „niepokojąco niski”.

Dane ze sfery realnej amerykańskiej gospodarki wciąż nie dają jednak zbyt silnych podstaw do formułowania optymistycznych prognoz, przynajmniej jeśli chodzi o ocenę najbliższych kilku miesięcy. Indeks ISM odnotował w sierpniu symboliczny spadek z 50,0 do 49,9 pkt., w dużej mierze za sprawą słabej kondycji popytu wewnętrznego. Gdyby nie silny popyt zagraniczny, znajdujący odzwierciedlenie we wzroście subindeksów „nowe zamówienia” i „nowe zamówienia eksportowe”, spadek ten okazałby się jeszcze głębszy. Wzrost obrotów z zagranicą znalazł również potwierdzenie w zaskakująco dobrych danych o deficy-

cyte handlowym USA, który zanotował spadek z 59,2 do 56,8 mld dol. Ani rosnąca konkurencyjność amerykańskiej gospodarki, ani też rządowy pakiet fiskalny, nie okazały się jak dotąd wystarczającym impulsem do ożywienia popytu wewnętrznego, co znalazło odzwierciedlenie w bardzo słabych danych o sprzedaży detalicznej (w lipcu odnotowano jej spadek o 0,1%, a po wyłączeniu samochodów o 0,4%).

Z większym optymizmem można natomiast patrzeć na sytuację w USA w horyzoncie wykraczającym poza 2008 r., w szczególności, jeśli spadek cen surowców okaże się trwały, co historycznie sprzyjało ożywieniu amerykańskiej gospodarki. Rynek zaczął najwyraźniej dyskontować taki scenariusz, co znalazło odbicie w rosnącym kursie dolara wobec euro. W ciągu ostatnich dwóch miesięcy dolar umocnił się w relacji do waluty strefy euro o ponad 10%, powracając do poziomu sprzed roku. Przesuwanie się środka ciężkości spowolnienia z USA na strefę euro znalazło już nawet odbicie w ostatniej rewizji prognoz OECD.

Materializacja takiego scenariusza stwarzałaaby przeszkody do podwyżek stóp procentowych, ale wydaje się, że można o tym mówić dopiero w perspektywie pierwszej połowy przyszłego roku. Podwyżkom może dodatkowo sprzyjać dążenie Fed pod wodzą Bernanke do rozciągnięcia w czasie dotychczas zwykle dość skoncentrowanych ruchów stóp (co było typowe dla ery Greenspana). Przemawiałoby to za dokonaniem pierwszych podwyżek stóp przed wejściem gospodarki USA w okres właściwej ekspansji. Do tego potrzebne są jednak silniejsze oznaki końca recesji, a te nie są raczej kwestią najbliższych kilku miesięcy.

Strefa euro

Wrześniowa decyzja EBC była zgodna z oczekiwaniami rynku i analityków, a przemówienie J. Claude-Tricheta wskazuje na perspektywę utrzymania w najbliższych miesiącach obecnego *status quo*. Neutralny komunikat w zestawieniu z dość niespodziewanym spadkiem inflacji HICP i słabymi danymi ze sfery realnej przybliżył nas jednak do momentu zmiany kursu polityki pieniężnej.

W komunikacie po posiedzeniu Rady Gubernatorów EBC Jean-Claude Trichet wskazał na utrzymujące się ryzyko wzrostu inflacji i wystąpienia efektów drugiej rundy, czego wyrazem może być przesunięcie środka przedziału dla przewidywanej przez projekcję EBC przyszłorocznej inflacji z 2,4% do 2,6%. Z drugiej strony, prezes EBC wyraźnie stwierdził, że obecny kształt polityki pieniężnej jest odpowiedni dla osiągnięcia celu inflacyjnego (czego oczekuje w 2010 r.).

Wrzesień 2008

Obszerniej niż w swych poprzednich wystąpieniach J-C Trichet odniósł się też do kwestii rosnących ryzyk po stronie wzrostu gospodarczego, którego projekcję na 2009 r. analitycy EBC zrewidowali w dół z 1,5% do 1,2% (środkie przedziałów). Biorąc pod uwagę formalny mandat EBC, który ogranicza się do dbałości o stabilność cen, jest to warte odnotowania.

W istocie, ostatnie dane ze sfery realnej strefy euro uwiarygodniają scenariusz głębszego spowolnienia, w które gospodarka europejska wchodzi z prawie rocznym opóźnieniem w stosunku do gospodarki USA. W sierpniu wskaźnik PMI dla strefy euro ustabilizował się na poziomie 47,5 pkt., wyraźnie poniżej prognozy kontrakcji i ekspansji gospodarczej (50 pkt.), a także poniżej poziomu uznawanego za neutralny z punktu widzenia polityki pieniężnej (51,5 pkt.). W Niemczech, czyli w największej gospodarce strefy euro, w lipcu odnotowano realny spadek sprzedaży detalicznej (o 1,5% m/m). Dane opublikowane przez Eurostat potwierdziły też wcześniejsze szacunki wskazujące na spadek PKB strefy euro w II kw. (0,2% kw/kw), choć w ujęciu rocznym oznacza to wciąż wzrost o 1,4%.

Obraz narastających ryzyk po stronie wzrostu gospodarczego został dość nieoczekiwanie uzupełniony spadkiem inflacji HICP, która według wstępnych szacunków osiągnęła w sierpniu 3,8% po wzroście w lipcu do 4,1%. Zmianę trendu inflacji w strefie euro wiązać należy w szczególności ze spadkami cen surowców (przede wszystkim – ropy), co z nie zostało jeszcze w pełni uwzględnione w projekcji EBC.

Przyjęto w niej, że ceny ropy pozostaną na stałym, choć niższym niż przed kilkoma miesiącami poziomie (115 dol./baryłkę). Już w chwili wrześniowego posiedzenia EBC ceny ropy były istotnie niższe i jeśli ten trend spadkowy okaże się trwały, może to się przyczynić do znacznie szybszego spadku inflacji niż zakłada to oficjalna projekcja.

Jednakże, w odróżnieniu od USA, spadek inflacji może być powstrzymany przez sytuację na rynku pracy (rekordowo niska stopa bezrobocia), która sprzyja wystąpieniu efektów drugiej rundy. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na dość łagodne potraktowanie tej kwestii przez Tricheta, który stwierdził, że efekty drugiej rundy, choć zostały częściowo zaobserwowane, nie występowały jak dotąd „na szeroką skalę”.

Biorąc pod uwagę wszystkie te czynniki ostatni komunikat po posiedzeniu EBC można odczytać jako neutralny, jeśli nawet nie dość łagodny. Nie zapowiada on jeszcze wprost zwrotu w dotychczasowej polityce banku, ale naszym zdaniem zbliża nieco do momentu, w którym ten nieuchronny zwrot będzie musiał nastąpić. Jesteśmy zdania, że wraz z kumulacją danych ze sfery realnej potwierdzających scenariusz głębokiego spowolnienia w europejskiej gospodarce, i przy utrzymaniu się spadkowych tendencji na rynkach surowcowych, EBC będzie stopniowo łagodzić retorykę (możliwe, że przez eksponowanie ryzyk po stronie wzrostu). W perspektywie kilku miesięcy (prawdopodobnie na przełomie roku) możliwa byłaby wówczas pierwsza obniżka stóp procentowych.

Wrzesień 2008

NA RYNKU

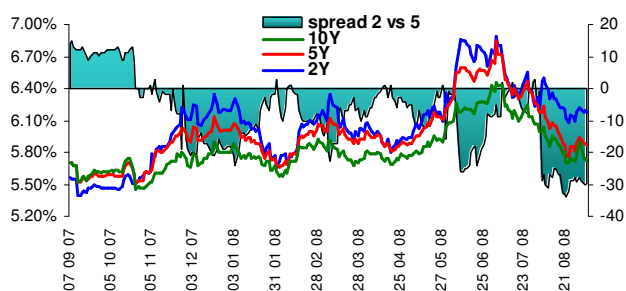
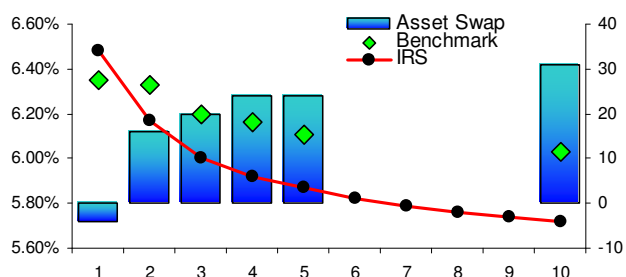
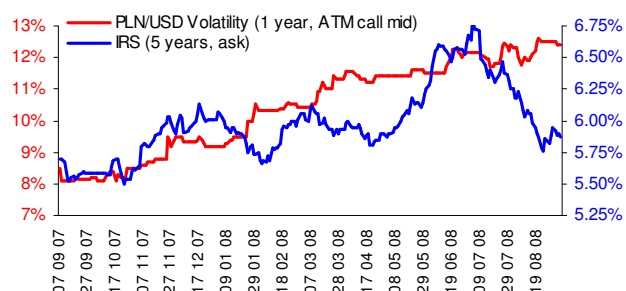
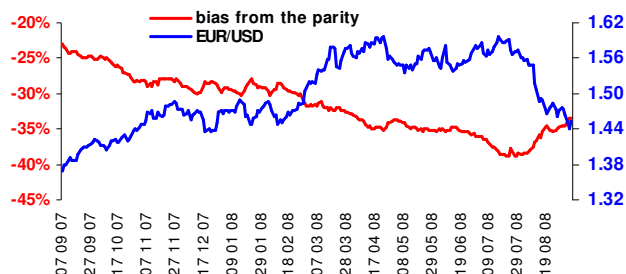
F/X

W sierpniu nastąpiło znaczne osłabienie złotego i innych walut naszego regionu względem głównych walut, będące w głównej mierze następstwem umocnienia się dolara względem euro. Kurs EUR/USD, który w początkach sierpnia oscylował wokół poziomu 1,55 w bardzo szybkim tempie spadł do 1,45 na koniec miesiąca, a w drugim tygodniu września zbliżył się do poziomu 1,41. Do aprecjacji amerykańskiej waluty przyczyniła się silna korekta na rynku surowców (zwłaszcza spadek cen ropy) i zauważalne przesunięcie się środka ciężkości globalnego spowolnienia z USA na strefę euro. Korzystnie na kurs dolara wpłynęło również ogłoszenie 7 września pakietu wsparcia dla Fannie Mae i Freddie Mac.

Osłabieniu złotego dodatkowo sprzyjało wygasanie oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych w Polsce, które przybrało na sile po publikacji słabych danych o produkcji przemysłowej i wstępnych szacunków MinFin inflacji za sierpień (nie przekraczających, wbrew wcześniejszym oczekiwaniom, poziomu 5,0%). Trend ten został powstrzymany zapowiedzią D. Tuska wejścia Polski do strefy euro w 2011 r. W rezultacie kurs złotego waluty względem euro przesunął się z poziomu 3,21-3,22 na początku sierpnia do 3,40-3,41 w połowie września. W stosunku do dolara osłabienie było bardziej widoczne, gdyż kurs USD/PLN, który w końcu lipca był zbliżony do 2,05, w drugim tygodniu września doszedł do notowanego ostatni raz w połowie lutego tego roku poziomu 2,45.

Fixed Income

Wygasanie oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych przełożyło się na spadek rentowności na całej długości krzywej dochodowości. Nieco silniej (zwłaszcza w środkowym i końcowym odcinku krzywej) spadały stawki IRS, prowadząc do dalszego wzrostu *asset-swapów* do poziomu ok. 30 pb. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych spadły po raz pierwszy od początku maja poniżej 6,00%. Podobnie rentowność papierów 2-letnich wróciła do poziomu sprzed czterech miesięcy, osiągając 6,20%. Pogorszenie sentymentu wobec naszego regionu spowodowało jednak, że na początku września rentowności polskich papierów skarbowych nieco wzrosły. Tendencje te zostały zrównoważone bliższą perspektywą wejścia do strefy euro, co spowodowało dalszy spadek stawek IRS o 10-15 pb. (poniżej poziomu 5,60% dla 10 lat) i rentowności obligacji o 15-20 pb.



KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

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