



**BRE BANK SA**

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



## MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

**Styczeń 2009, Nr 90 (1)**

### SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 5
Polityka fiskalna	s. 7
Otoczenie zewnętrzne	s. 9
Eurmonitor	s. 11
Na rynku	s. 12
Kalendarz	s. 13
Sekcja specjalna I	s. 14
Sekcja specjalna II	s. 19

*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

- Ocena perspektyw kształtowania się popytu krajowego i zagranicznego nie daje podstaw do optymizmu co do skali spadku aktywności gospodarczej w Polsce w 2009 r. Istnieje duże ryzyko, że dynamika inwestycji okaże się w tym roku ujemna, gdyż nawet zapowiadane zwiększenie nakładów ze środków publicznych nie będzie w stanie skompensować spadku aktywności inwestycyjnej w sektorze prywatnym. Szybko spadające tempo wzrostu eksportu stwarza zagrożenie, że nie spełnią się oficjalne prognozy przewidujące uzyskanie dodatniej kontrybucji tzw. eksportu netto. Z naszych analiz wynika, że znacznym rozczarowaniem może też okazać się dynamika konsumpcji prywatnej. W tych warunkach, i po uwzględnieniu stale pogarszających się prognoz dla otoczenia zewnętrznego, uważamy, że dużym sukcesem będzie osiągnięcie w tym roku tempa wzrostu PKB zbliżonego do 1%.
- Powrót wskaźnika CPI do przedziału dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego NBP, prognozy wskazujące na możliwość szybkiego osiągnięcia tego celu oraz rosnące zagrożenia dla wzrostu gospodarczego w pełni uzasadniają zarówno dokonane już przez RPP obniżki stóp procentowych, jak i oczekiwania na kontynuację tych obniżek. Za właściwe uznać należy również różnorakie działania (w tym przedterminowy wykup obligacji NBP) zmierzające do zwiększenia płynności sektora bankowego, gdyż zmniejsza to ryzyko pogłębienia spadku aktywności gospodarczej wskutek ograniczeń w dostępie do kredytu.
- Przedstawiając nową wersję Programu konwergencji rząd kierował się zapewne szczytną intencją utrzymania dyscypliny w finansach publicznych w celu stworzenia podstaw dla stabilnego długookresowego wzrostu gospodarczego i umożliwienia szybkiego przyjęcia euro. Program rządu oparty jest jednak na założeniach makroekonomicznych, które wydają się dalece zbyt optymistyczne. Z analizy wrażliwości zawartej w samym Programie konwergencji wynika, że przy niższym od założonego przez rząd tempie wzrostu PKB już w tym roku deficyt fiskalny może przekroczyć próg 3% PKB. Na takie ryzyko wskazują również najnowsze prognozy Komisji Europejskiej.

Styczeń 2009

## GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Kwi 08	Maj 08	Cze 08	Lip 08	Sie 08	Wrze 08	Paź 08	Lis 08	Gru 08
<b>PKB i produkcja</b>									
PKB			5,8%			4,8%			
Popyt krajowy			6,2%			4,3%			
Spożycie indywidualne			5,5%			5,1%			
Nakłady brutto na środki trwałe			15,2%			3,5%			
Wartość dodana			6,1%			4,7%			
w przemyśle			6,9%			3,1%			
w budownictwie			17,8%			11,0%			
w sektorze usług rynkowych			5,5%			5,4%			
Produkcja przemysłowa r/r	14,9%	2,3%	7,2%	5,6%	-3,7%	6,8%	0,2%	-8,9%	-4,4%
Produkcja przemysłowa m/m	4,0%	-8,5%	5,0%	-3,4%	-8,1%	17,2%	2,9%	-13,1%	-3,7%
Sprzedaż detaliczna r/r	17,6%	14,9%	14,2%	14,3%	7,7%	11,6%	7,9%	2,7%	2,5%
Sprzedaż detaliczna m/m	2,9%	-1,9%	2,4%	1,8%	-3,9%	1,8%	0,1%	-9,0%	11,2%
<b>Rynek pracy</b>									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3137,74	3,069,43	3,215,32	3228,98	3165,14	3171,65	3241,81	3320,94	3419,82
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	12,6%	10,5%	12,0%	11,6%	9,7%	10,9%	9,8%	7,4%	5,4%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,2%	-2,2%	4,8%	0,4%	-2,0%	0,2%	2,2%	2,4%	3,0%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	5,6%	5,4%	4,8%	4,7%	4,2%	4,1%	3,6%	3,1%	2,3%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,1%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	-0,2%	-0,6%
Stopa bezrobocia	10,5%	10,0%	9,6%	9,4%	9,3%	8,9%	8,8%	9,1%	9,5%
<b>Handel zagraniczny</b>									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-1 282	-1 495	-2 098	-1 057	-1 306	-1 967	-2 219	-1 748	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-1 032	-1 213	-1 639	-1 404	-1 503	-1 124	-1 664	-1 593	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	34,1%	12,5%	16,6%	23,7%	9,7%	22,5%	-1,2%	-11,9%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	31,8%	13,5%	19,7%	20,9%	17,3%	21,2%	4,5%	-8,1%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-4,8%	-4,8%	-5,1%	-5,3%	-5,5%	
<b>Ceny</b>									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,4%	0,8%	0,2%	0,0%	-0,4%	0,3%	0,4%	0,2%	-0,1%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	4,0%	4,4%	4,6%	4,8%	4,8%	4,5%	4,2%	3,7%	3,3%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,7%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,1%	0,7%	0,3%	0,0%	0,2%	0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,5%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,5%	2,7%	2,7%	2,3%	2,0%	2,1%	2,4%	2,2%	2,6%
<b>Agregaty monetarne</b>									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	593,9	599,6	605,7	616,1	628,6	630,5	637,4	648,3	656,6
Podaż pieniądza r/r	14,9%	15,0%	16,2%	16,8%	16,8%	17,3%	17,6%	18,1%	18,8%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	36,3%	34,0%	34,4%	30,5%	31,5%	33,5%	40,4%	37,9%	44,5%
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	24,9%	26,0%	24,6%	23,5%	25,2%	24,5%	26,9%	26,5%	29,2%
Depozyty gospodarstw domowych r/r	18,8%	21,0%	22,7%	24,7%	23,8%	24,1%	24,4%	24,9%	26,4%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	8,0%	6,1%	6,9%	7,0%	3,1%	7,1%	4,3%	2,2%	4,9%
<b>Kursy walutowe</b>									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,46	3,38	3,35	3,20	3,35	3,41	3,63	3,76	4,17
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,23	2,18	2,12	2,05	2,27	2,37	2,85	2,92	2,97
<b>Stopy procentowe</b>									
Stopa interwencyjna NBP	5,75%	5,75%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	5,75%	5,00%
Stopa lombardowa	7,25%	7,25%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,25%	6,50%
Stopa depozytowa	4,25%	4,25%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,25%	3,50%
WIBOR 3M	6,34%	6,48%	6,65%	6,56%	6,50%	6,63%	6,85%	6,56%	5,88%
Rentowność obligacji 2Y	6,21%	6,48%	6,89%	6,53%	6,35%	6,23%	6,86%	5,87%	5,23%
Rentowność obligacji 5Y	6,08%	6,38%	6,78%	6,31%	6,17%	5,99%	6,82%	5,75%	5,25%
Rentowność obligacji 10Y	5,97%	6,27%	6,61%	6,25%	6,05%	5,82%	6,60%	5,89%	5,37%
<b>Gospodarka światowa</b>									
Inflacja w strefie euro (r/r)	3,3%	3,6%	4,0%	4,1%	3,8%	3,6%	3,2%	2,1%	1,6%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			1,4%			0,7%			
Stopa podstawowa ECB	4,00%	4,00%	4,00%	4,25%	4,25%	4,25%	3,75%	3,25%	2,50%
Inflacja w USA (r/r)	3,9%	4,2%	5,0%	5,6%	5,4%	4,9%	3,7%	1,1%	
Wzrost PKB w USA (k/k, □nn.)			2,8%			-0,3%			
Stopa docelowa Fed Funds	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	1,00%	1,00%	0,00-0,25%

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

## GOSPODARKA POLSKA

### Co nas czeka w 2009 roku?

U progu każdego nowego roku rośnie zwykle popyt na dobre wieści i życzenia. Trudno jest jednak znaleźć podstawy do szczególnego optymizmu, kiedy się patrzy na krótkookresowe perspektywy polskiej gospodarki. W takiej sytuacji uczciwiej jest chyba powiedzieć, że czeka nas trudny rok i że trzeba się skupić na działaniach ograniczających skalę nieuniknionego spadku aktywności gospodarczej. Jeśli zaś ktoś nadal spragniony jest dobrych wieści, to może ich szukać głównie w wartościach relatywnych. Prognozy dla strefy euro sugerują, że PKB tego obszaru może się w tym roku skurczyć nawet o 2%. W takiej sytuacji nawet, jeśli tempo wzrostu PKB w Polsce obniży się do poziomu bliskiego zera, to nadal pozwoli nam to na kontynuację procesu realnej konwergencji, czyli na odrabianie dystansu do bardziej rozwiniętych krajów Unii Europejskiej.

Kiedy na początku 2008 roku przedstawialiśmy pogląd, że Polska nie jest wyspą i nie uniknie skutków zaburzeń na globalnych rynkach, to tezie tej trudno było zdobyć szeroką akceptację. Dziś jest to powszechnie powtarzany slogan, choć winą za ogarniające nas spowolnienie obarcza się niemal wyłącznie negatywne impulsy przenoszone do nas z innych krajów. Nadal dominuje pogląd, że polska gospodarka ma ogólnie zdrowe fundamenty, ale nie wystarczy to, by uchronić nas przed skutkami globalnego kryzysu. Teza taka znalazła się też w najnowszej aktualizacji programu konwergencji. W dokumencie tym rząd zakłada, że spadek tempa wzrostu PKB w 2009 r. będzie dość niewielki (do 3,7%), a w następnych latach polska gospodarka znów zacznie nabierać wigoru. Trudno dociec, czy jest to przejaw urzędowego optymizmu, czy też wyraz rzeczywistych przekonań rządowych analityków, ale bardzo niewiele czynników przemawia za tym, że taki optymistyczny scenariusz będzie mógł się zrealizować.

Główną przyczyną silnego spadku dynamiki PKB w 2009 r. będzie załamanie się popytu inwestycyjnego. Jego symptomy pojawiły się już w III kwartale ubiegłego roku, kiedy to tempo wzrostu nakładów na środki trwałe spadło do zaledwie 3,5%. Trudno jest wskazać czynniki, które w obecnych warunkach mogłyby skłaniać przedsiębiorców do rozpoczynania inwestycji. Wszystkie wskaźniki koniunktury zapowiadają dalsze osłabienie się popytu na rynku krajowym i zagranicznym, kurczą się portfele zamówień, rośnie poziom zapasów i spada stopień wykorzystania mocy produkcyjnych. Już w pierwszych trzech kwartałach 2008 r. odnotowano pogorszenie się wyniku finansowego netto przedsiębiorstw niefinanso-

wych (szczególnie wyraźne w przemyśle przetwórczym) i wiele wskazuje na to, że tendencja ta będzie się umacniać w kolejnych kwartałach. Znacznie trudniejszy i droższy (pomimo obniżki bazowych stóp procentowych) stał się dostęp do kredytu bankowego i innych form finansowania zewnętrznego. Bardzo zmalał też dopływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich (o ponad 46% r/r w III kw. 2008 r.) i trudno będzie w tym roku liczyć na odwrócenie się tego trendu. Pewne nadzieje wiązać można ze zwiększeniem inwestycji finansowanych ze środków publicznych (w tym zwłaszcza przy użyciu funduszy unijnych), ale nie wystarczy to do skompensowania skutków osłabienia popytu inwestycyjnego w sektorze prywatnym. Warto przypomnieć, że w 2001 r. nakłady na środki trwałe obniżyły się o prawie 10%, choć sytuacja w otoczeniu zewnętrznym była znacznie lepsza niż w tym roku (tempo wzrostu PKB w strefie euro osiągnęło wówczas prawie 2%).

Drugą z najczęściej wskazywanych przyczyn oczekiwanego spowolnienia gospodarczego jest znaczne pogorszenie się perspektyw polskiego eksportu. Zapowiedzią trudności w tym obszarze był już bardzo silny spadek wartości eksportu odnotowany w listopadzie ub. roku. Osłabienie złotego (o prawie 30% w relacji do euro i ponad 50% wobec dolara od końca lipca 2008 r.) może wprawdzie pomóc w pewnym ożywieniu eksportu w drugiej połowie bieżącego roku, ale może to nie wystarczyć dla zapobieżenia spadkowi wartości eksportu wyrażonej euro. Nieco szerzej o perspektywach kształtowania się eksportu piszemy w analizie umieszczonej w Sekcji specjalnej. Dość trudno jest jednak ocenić, w jakim stopniu spowolnienie eksportu wpłynie wprost na spadek dynamiki PKB, gdyż zależec to będzie też od zmian w dynamice importu. W oficjalnych prognozach rządu zakłada się, że import zwolni jeszcze silniej niż eksport, co sprawi, że tzw. eksport netto będzie miał w najbliższych dwóch latach dodatni wpływ na dynamikę PKB. Nie można tego całkowicie wykluczyć, ale ze względu na ryzyko bardzo silnego spadku popytu zewnętrznego (przy relatywnie mniejszym osłabieniu popytu krajowego) prognoza ta obciążona jest dużą niepewnością. Spełnienie się prognoz rządu podważyłoby jednak nieco tezę, że to niekorzystne zmiany w otoczeniu zewnętrznym są najważniejszą przyczyną spowolnienia gospodarczego w Polsce. Nie zmienia to jednak faktu, że osłabienie naszego eksportu będzie przyczyniać się do spadku inwestycji, produkcji i zatrudnienia w sektorze eksportowym i tym samym co najmniej pośrednio wpływać na spadek dynamiki PKB.

Styczeń 2009

Wobec marnych perspektyw dla inwestycji i eksportu głównym czynnikiem ograniczającym skalę spadku dynamiki wzrostu gospodarczego ma być spożycie indywidualne. Wsparciem dla konsumpcji mają być, między innymi, obniżka stawek PIT i waloryzacja emerytur i rent. Pojawia się jednak coraz więcej wątpliwości, czy konsumpcja spełni przypisywaną jej rolę stabilizatora wzrostu. Korzystne efekty obniżki podatków i wzrostu transferów socjalnych nie będą w stanie skompensować negatywnych skutków spadku zatrudnienia i dynamiki płac oraz pogorszenia się warunków dostępu do kredytu bankowego. Rosnący niepokój o perspektywy gospodarki i stabilność dochodów gospodarstw domowych przełoży się też zapewne na wzrost skłonności do oszczędzania. Wypadkową tych wszystkich czynników może być spadek realnej dynamiki spożycia indywidualnego do około 2-3%, czyli znacznie poniżej oczekiwań rządu (4,5%). Na pogarszanie się nastrojów konsumentów wskazują zarówno obniżające się od kwietnia ub. roku wskaźniki ufności konsumenckiej, jak i szybko spadająca dynamika sprzedaży detalicznej. Nieco bardziej rozszerzoną analizę perspektyw kształtowania się konsumpcji przedstawiamy w załączonej Sekcji specjalnej. Gdyby sprawdziły się nasze przewidywania dotyczące silnego spadku dynamiki konsumpcji, to przy prawdopodobnym spadku inwestycji i ujemnej kontrybucji zapasów popyt krajowy mógłby utrzymać się w tym roku na poziomie zbliżonym do osiągniętego w 2008 r. (co i tak byłoby wynikiem istotnie lepszym niż w 2001 r., kiedy to obniżył się on o prawie 2%). W takiej sytuacji, to czy tempo wzrostu PKB będzie w tym roku lekko dodatnie, czy też lekko ujemne zależałoby od dość trudnego wciąż do przewidzenia wkładu tzw. eksportu netto.

Dalecy jesteśmy od czarnowidztwa, ale analiza perspektyw kształtowania się popytu dość wyraźnie sugeruje, że dużym sukcesem będzie, jeśli tempo wzrostu PKB utrzyma się w tym roku na dodatnim poziomie, a jeszcze większym, jeśli zmieści się ono w przedziale od jednego do dwóch procent. Od głębokiego spadku dynamiki wzrostu nie uchronią nas tzw. zdrowe fundamenty polskiej gospodarki, tym bardziej, że ich istnienie wcale nie jest sprawą oczywistą. Dość szybko narastanie deficytu w obrotach bieżących, dynamikę płac znacznie przekraczającą tempo wzrostu wydajności pracy, czy też rosnącą do niedawna inflację trudno uznać za przejawy głębokiego zrównoważenia gospodarki. W okresie relatywnie szybkiego tempa wzrostu PKB nie udało się też doprowadzić do równowagi w finansach publicznych. Trudno uznać to za całkowity przypadek, że w ubiegłym roku złoty okazał się najsłabszą walutą w krajach zaliczanych do tzw. Grupy Wyszehradzkiej, tracąc do euro ponad 15%, podczas gdy forint osłabił tylko o około 4%, a waluty Czech i Słowacji zyskały na wartości. Jedną z przyczyn tego zjawiska mógł być rosnący niepokój o możliwość bezpiecznego

sfinansowania deficytu w obrotach bieżących i zrefinansowania przypadających do spłaty w tym roku zobowiązań (na co łącznie potrzeba, według dostępnych szacunków, około 85 mld euro). Tego niepokój nie zmniejszył zapewne ani fakt, że relacja dopływu inwestycji bezpośrednich do salda obrotów bieżących zmniejszyła się ze 114% w 2007 r. do zaledwie 67% w pierwszych trzech kwartałach 2008 r., ani też to, że krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne przewyższa już poziom oficjalnych rezerw walutowych. Te niekorzystne tendencje powodują, że Polska stała się dużo bardziej wrażliwa na zmiany w dostępie do finansowania zewnętrznego. W ostatnich latach znacznie zwiększył się też stopień otwartości polskiej gospodarki, gdyż relacja obrotów handlu zagranicznego do PKB wzrosła z niecałych 50% w 2000 r. do około 72% w 2007 r. Sugeruje to, że załamanie się popytu zewnętrznego może mieć obecnie dużo większy negatywny wpływ na naszą gospodarkę niż było to w czasie poprzedniego spowolnienia wzrostu w latach 2001-2002.

Formułowanie propozycji działań, jakie powinny zostać podjęte w obliczu tak poważnych zagrożeń dla wzrostu naszej gospodarki, to temat na oddzielne opracowanie. Zasięg i intensywność tych działań powinny być dostosowane do skali istniejących wyzwań. Część pracy wykonują już siły rynkowe poprzez osłabienie złotego i zmiany na rynku pracy. We właściwym kierunku zaczęła też zmierzać RPP łącząc politykę monetarną i trzeba tylko mieć nadzieję, że proces ten będzie postępował we właściwym rytmie. Rząd znalazł się niestety w swego rodzaju klinczu, gdyż trzymanie się optymistycznych prognoz wzrostu PKB na poziomie 3,7 – 4,5% utrudnia uzasadnienie potrzeby podejmowania działań stymulujących gospodarkę, zaś urealnienie tych prognoz mogłoby zmusić rząd do przyznania, że niezbędna będzie korekta tegorocznego budżetu i że może to zagrozić planom szybkiego przyjęcia euro. Dobrze by było, gdyby rząd jak najszybciej odstąpił od swego urzędowego optymizmu i uznał potrzebę bardziej radykalnych działań, ale zanim to nastąpi, powinien przynajmniej skupić się na jak najbardziej skutecznym wdrażaniu ogłoszonego w końcu listopada „Planu stabilności i rozwoju”. Szczególny nacisk powinien zostać położony na działania zmierzające do zapewnienia stabilności systemu finansowego i dostępu do kredytu bankowego, ale fakt, że ustawa o udzielaniu wsparcia instytucjom finansowym od 12 listopada dopiero niedawno została przyjęta przez Sejm, a projekt ustawy o wsparciu kapitałowym jeszcze do Sejmu nie trafił nie najlepiej świadczy o intensywności działań w tym obszarze. Ponieważ największe szanse na realne zwiększenie nakładów finansowych wiążą się z przyspieszeniem wykorzystania funduszy unijnych, także temu celowi powinien zostać nadany najwyższy priorytet.

## POLITYKA MONETARNA

### Stopy NBP mocno w dół

Wynik grudniowego posiedzenia RPP okazał się znacznym zaskoczeniem dla znakomitej większości ekonomistów – Rada zdecydowała się na dość agresywny ruch obniżając stopy o 75pb. Niektórzy komentatorzy ekonomiczni wskazywali co prawda na konieczność obniżki w skali nawet 175 pb, ale domagać się obniżki to nie to samo, co ją przewidzieć. Potwierdziły się natomiast nasze oczekiwania, że znaczna obniżka stóp procentowych nie zostanie odebrana przez rynki finansowe jako wyraz braku wiarygodności prowadzonej przez RPP polityki monetarnej – złoty bezpośrednio po decyzji pozostał stabilny, a instrumenty rynku stopy procentowej wycentowały kolejne masywne obniżki stóp procentowych. Wygląda na to, że po fazie gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka w naszym regionie, uczestnicy rynków dostrzegli już potrzebę wsparcia polskiej gospodarki poprzez poluzowanie polityki monetarnej.

Komunikat po posiedzeniu RPP, zgodnie z oczekiwaniami, odzwierciedlił niemal diametralną zmianę retoryki Rady i bilansu ryzyka. Podkreślono ryzyko realizacji coraz niższego wzrostu gospodarczego. Wskazano na spowolnienie inwestycji odnotowane już w III kwartale (uważamy, że w IV kwartale istnieje możliwość ujemnego odczytu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe). W komunikacie Rada odniosła się do spowolnienia gospodarczego w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski, pogorszenia oczekiwań podmiotów gospodarczych oraz utrudnionego dostępu do kredytu dla polskich przedsiębiorstw.

W odniesieniu do perspektyw sfery nominalnej zaznaczono, że inflacja będzie ograniczana w średnim okresie poprzez obniżenie dynamiki PKB, popytu na pracę oraz dynamiki wynagrodzeń. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że zaobserwowana ostatnio niższa dynamika płac nie wynikała z braku sezonowych premii w górnictwie. Są też sygnały, że niektóre związki zawodowe byłyby gotowe zgodzić się na zamrożenie lub nawet obniżki płac (choć inne, bardziej niepokojące informacje, mówią o tym, że w niektórych branżach i przedsiębiorstwach nadal formułowane są żądania dwucyfrowych podwyżek wynagrodzeń). Głównymi czynnikami proinflacyjnymi pozostały w tej sytuacji ceny kontrolowane oraz obserwowana od kilku miesięcy deprecjacja złotego, przy czym skala negatywnego wpływu drugiego z tych czynników może być w warunkach spowolnienia gospodarczego mniejsza od oczekiwanej. Per saldo prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu Rada oceniła jako wyższe od prawdopodobieństwa, że będzie ona od celu

wyższa, co zaważyło na decyzji o znaczącej obniżce stóp procentowych.

### Oczekiwania na dalsze agresywne obniżki

Nie wydaje nam się, aby rynki finansowe mocno myliły się wyceniając szybkie obniżki stóp procentowych do poziomu 3%. Na taki scenariusz wskazuje, poza powrotem grudniowej inflacji do przedziału dopuszczalnych odchyleń od celu NBP i prawdopodobieństwem szybkiego osiągnięcia tego celu (oceniamy, że do połowy 2009 wskaźnik CPI spadnie poniżej 2%) oraz mocno ujemną drugą pochodną PKB, również dość wyraźne przesunięcie konsensusu w samej RPP. Wzorem innych wiodących banków centralnych NBP zaczyna najwyraźniej przywiązywać większą wagę do krótkookresowych zagrożeń dla wzrostu gospodarczego, niż do długookresowego ryzyka wzrostu presji cenowej i związanych z tym obaw o zejście ze ścieżki konwergencji nominalnej (co jest dla Polski kwestią szczególnie istotną w świetle planów szybkiego przyjęcia euro).

Odnosząc się do najbliższego, styczniowego posiedzenia RPP, wydaje się nam, że sekwencja danych makroekonomicznych (zwłaszcza, jeśli spełnią się nasze prognozy dla sfery realnej i nominalnej, które dość znacznie odbiegają w dół od konsensusu) może skłonić Radę do kolejnego agresywnego (w skali przekraczającej 50pb) ruchu. Sugeruje to, że dyskusja na najbliższym posiedzeniu RPP może się skupić wokół tego, czy obniżyć stopy o 50 pb. (czego oczekuje większość analityków), czy też ponownie o 75 pb, choć niedawne silne osłabienie złotego może znów skłonić Radę do nieco większej ostrożności.

### Polska wersja „quantitative easing”

Sekcję polityka monetarna kończymy w tym miesiącu kilkoma refleksjami na temat ilościowego poluzowania polityki monetarnej. W proces, który powszechnie opisuje się terminem „quantitative easing”, wpisuje się przedterminowy wykup obligacji NBP zapadających w 2012 roku. Obligacje te (oprocentowane według zmiennej stawki opartej na rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych) wyemitowane zostały w 2002 roku dla zamiany części papierów wyemitowanych przez NBP w 1999 r. w celu zaabsorbowania płynności uwolnionej w wyniku dokonanej wówczas obniżki stopy rezerw obowiązkowych. Wartość obligacji, które NBP ma wykupić 22 stycznia br., szacowana jest na 7,8 mld zł. Przedterminowy wykup obligacji był już od wielu tygodni postulowany przez środowisko bankowe, a na przełomie roku został silnie poparty w artykule prasowym prezesów dwóch największych polskich banków komercyjnych.

Styczeń 2009

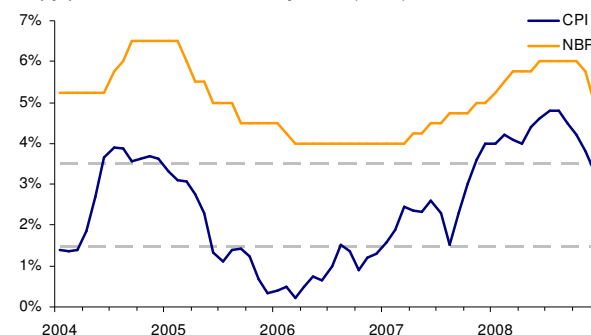
Wcześniejszy wykup obligacji NBP oznacza w praktyce zwiększenie płynności polskiego sektora bankowego. Zwolennicy tego rozwiązania twierdzą, że środki pozyskane z wykupu obligacji posłużą do kreacji dodatkowej akcji kredytowej. Nie jest to oczywiste, gdyż jak podkreślają niektórzy członkowie RPP (D. Filar i A. Wojtyna), o tempie wzrostu kredytu zdecydować także popyt na finansowanie bankowe i polityka kredytowa banków, która powinna uwzględniać obecną fazę cyklu koniunkturalnego oraz z tym związane ryzyko wzrostu wolumenu zagrożonych kredytów. Banki muszą też dbać o zachowanie odpowiedniej relacji między wartością swych kapitałów a wzrostem aktywów ważonych ryzykiem.

Jednym z efektów wcześniejszego wykupu obligacji NBP będzie zapewne poprawa sytuacji na rynku pieniężnym, co powinno skutkować spadkiem kosztów finansowania. Część uwolnionych środków zostanie prawdopodobnie przeznaczona przez banki na zakup papierów skarbowych, co punktu widzenia gospodarki będzie oczywiście rozwiązaniem gorszym od zwiększenia akcji kredytowej, ale wciąż znacznie lepszym od powrotu tych środków do NBP (poprzez zakup bonów pieniężnych i/lub wzrost depozytów w banku centralnym). Ze względu na utrzymujący się wciąż w sektorze bankowym podwyższony poziom awersji do ryzyka, a także wskutek bardzo zróżnicowanej sytuacji płynnościowej poszczególnych banków, część banków nadal lokuje swe wolne środki na rachunkach depozytowych w NBP uznając to rozwiązanie bezpieczniejsze od skierowania tych środków na rynek międzybankowy. Jest to niestety zjawisko dość powszechnie występujące na wielu innych rynkach i banki centralne mają ograniczone możliwości, aby temu przeciwdziałać. Rekordowo wysoki poziom depozytów złożonych przez banki w ECB skłonił ostatnio władze tego banku do podjęcia próby zniesienia banków do tej praktyki poprzez ponowne zwiększenie (z 50 pb do 100 pb) różnicy między stopą depozytową a stopą stosowaną w operacjach

repo.

Choć dodatkowe łagodzenie polityki pieniężnej instrumentami o charakterze ilościowym nie gwarantuje proporcjonalnego zwiększenia akcji kredytowej i może w pewnym stopniu utrudnić wypełnienie inflacyjnego kryterium z Maastricht, to uważamy, że w obecnych nadzwyczajnych warunkach skorzystanie z tych rozwiązań można uznać za uzasadnione. Wynika to z tego, że skala zagrożeń dla wzrostu gospodarczego zaczyna coraz szybciej przewyższać obawy o możliwość osiągnięcia celu inflacyjnego. W tej sytuacji warto podjąć starania, aby ograniczenia w dostępie do kredytu bankowego w jak najmniejszym stopniu stały się dodatkowym czynnikiem pogłębiającym spadek aktywności gospodarczej. Środki z wykupu obligacji i z postulowanego przez banki zmniejszenia stopy rezerwy obowiązkowej (łącznie około 18 mld zł) to równowartość niecałych 3% podaży pieniądza, więc nie ma szczególnych powodów do obaw, że uwolnienie tych „zamrożonych” do tej pory w bilansach banków kwot stanie się istotnym źródłem zagrożeń dla stabilności cen. Może to natomiast pomóc w przejściowym złagodzeniu problemu źródeł finansowania akcji kredytowej, choć nie można niestety oczekiwać, że tego typu jednorazowe działania przyniosą trwałe rozwiązanie tego najważniejszego dla sektora bankowego problemu.

Stopy procentowe NBP i inflacja CPI (% r/r)



## POLITYKA FISKALNA

### Optymistyczny program konwergencji

Przyjęta przez rząd w końcu grudnia b. roku aktualizacja programu konwergencji (APK) jest swego rodzaju manifestem wiary, że polska gospodarka będzie mogła rozwijać się bardzo dynamicznie w sytuacji, gdy niemal cały świat pogrąży się w recesji. W APK założono, że tym roku tempo w tym roku tempo wzrostu PKB osiągnie 3,7%, a w dwóch następnych latach przyspieszy do 4% i 4,5%. Ma to być możliwe głównie dzięki relatywnie wysokiej dynamice popytu krajowego (wzrost spożycia prywatnego o 4,5% i wzrost inwestycji o 4,4% w 2009 r.), której ma towarzyszyć silny spadek popytu na import pozwalający na uzyskanie dodatniej kontrybucji tzw. eksportu netto. Jest dalekie od oczywistości, że te dwa zjawiska mogą wystąpić jednocześnie. W okresie poprzedniego spowolnienia wzrostu odnotowano wprawdzie silnie dodatni wkład salda handlu zagranicznego, ale znacząco lepszej sytuacji w otoczeniu zewnętrznym i przy ujemnej dynamice popytu krajowego. Konsekwencja założenia dotyczącego kontynuacji szybkiego wzrostu PKB są też oczekiwania dotyczące utrzymania się relatywnie korzystnej sytuacji na rynku pracy: wzrost zatrudnienia o 0,1 mln osób do 2011 r. i tylko marginalny wzrost stopy bezrobocia (do 7,4%). W APK nie przewiduje się też trudności z finansowaniem deficytu w obrotach bieżących, który ma zmaleć do około 4% PKB i zostać w całości pokryty przez dopływ inwestycji bezpośrednich, funduszy unijnych i inne przepływy kapitałowe. Kurs złotego ma powrócić do średniookresowego trendu aprecjacyjnego, a inflacja szybko spaść do poziomu zbliżonego do celu NBP. Rząd dostrzega oczywiście pewne zagrożenia związane z możliwością pojawienia się bardziej negatywnych impulsów zewnętrznych, ale ogólny obraz wyłaniający się z przedstawionego w APK scenariusza makroekonomicznego jest, jak na obecne warunki, niezwykle optymistyczny.

Taki optymizm jest niezbędny dla uwiarygodnienia możliwości zrealizowania kluczowego priorytetu rządu, jakim jest spełnienie warunków pozwalających na przystąpienie do strefy euro z początkiem 2009 r. Dlatego też za główny cel w obszarze polityki fiskalnej APK uznaje ograniczenie deficytu w stopniu pozwalającym na bezpieczne i trwałe wypełnienie fiskalnego kryterium z Maastricht. Osiągnięcie tego celu byłoby bardzo trudne, gdyby założono, że niskie tempo wzrostu PKB spowoduje znaczący spadek wpływów budżetowych i/lub, że konieczne będzie zwiększenie nakładów na wsparcie inwestycji i konsumpcji, czy też stabilizację systemu finansowego. Pomimo przyjęcia optymistycznych założeń makroekonomicznych rząd musiał jednak w ostatniej APK

dość znacząco skorygować ścieżkę redukcji deficytu fiskalnego. W APK z marca 2008 r. zakładano, że do 2010 r. deficyt ten obniży się do 1,5% PKB, natomiast według obecnych przewidywań ma on być o 0,8 pkt. proc. wyższy. Na bliżej nieokreślony termin odsunięto też możliwość osiągnięcia średniookresowego celu fiskalnego (tzw. MTO – medium term objective) ustalonego na poziomie -1% PKB. Autorzy APK są chyba jednak nadmiernie samokrytyczni twierdząc, że nowa ścieżka fiskalna jest „mniej ambitna”, gdyż utrzymanie się na tej ścieżce w warunkach prognozowanego przez większość ośrodków analitycznych bardzo silnego spadku dynamiki wzrostu byłoby dużym osiągnięciem.

Ze względu na bardzo duże ryzyko, że rzeczywiste tempo wzrostu gospodarczego w najbliższych latach okaże się znacząco niższe od założonego przez rząd, trudno jest zgodzić się z zawartą w APK tezą, że oczekiwane obecnie gorsze wyniki fiskalne nadal pozostawiają „bezpieczny margines” w relacji do wartości referencyjnej związanej z kryterium z Maastricht. Z przedstawionej w APK analizy wrażliwości wynika, że efektem niższego o 1 pkt. proc. tempa wzrostu PKB byłby wzrost relacji deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB do 3,0% w 2009 r. i 3,1% w dwóch kolejnych latach. Spełnienie się prognoz wskazujących na możliwość spadku tegorocznego tempa wzrostu PKB do poziomu niższego od 2% oznaczałoby zatem, że już w tym roku może dojść do przekroczenia wartości referencyjnej określonej na poziomie 3% PKB. Doprowadziłoby to również do dalszego wzrostu długu publicznego, który mógłby już wkrótce przekroczyć proponowany w projekcie nowej ustawy o finansach publicznych pierwszy próg ostrożnościowy ustalony na poziomie 47% PKB. Rząd zapowiedział wprawdzie w APK, że w takiej sytuacji gotów byłby do wdrożenia dodatkowych działań dostosowawczych skupionych na stronie wydatkowej budżetu, ale trudno w tej chwili wyrokować, czy w budżecie znalazłoby się dość miejsca na tego rodzaju oszczędności i czy nadal możliwa byłaby wówczas realizacja deklarowanej przez rząd intencji wykorzystania polityki fiskalnej do łagodzenia skutków kryzysu finansowego. Warto przy tym zauważyć, że rząd nie przewidział jak dotąd potrzeby znaczącego zwiększenia wydatków na działania antykryzysowe, gdyż zakłada, że w tym celu wystarczy wdrożenie Planu Stabilizacji i Rozwoju opartego głównie na podniesieniu plafonu gwarancji rządowych, przyspieszonym wykorzystaniu funduszy unijnych i efektach uchwalonej już w końcu 2006 r. obniżki stawek PIT. Z zapisów AKP wynika, że rząd nie przewiduje pełnego wykorzystania zwiększonego dostępu do gwarancji i poręczeń (potencjalne zobowiązania z tego tytułu mają wzrosnąć tylko o 1 pkt.

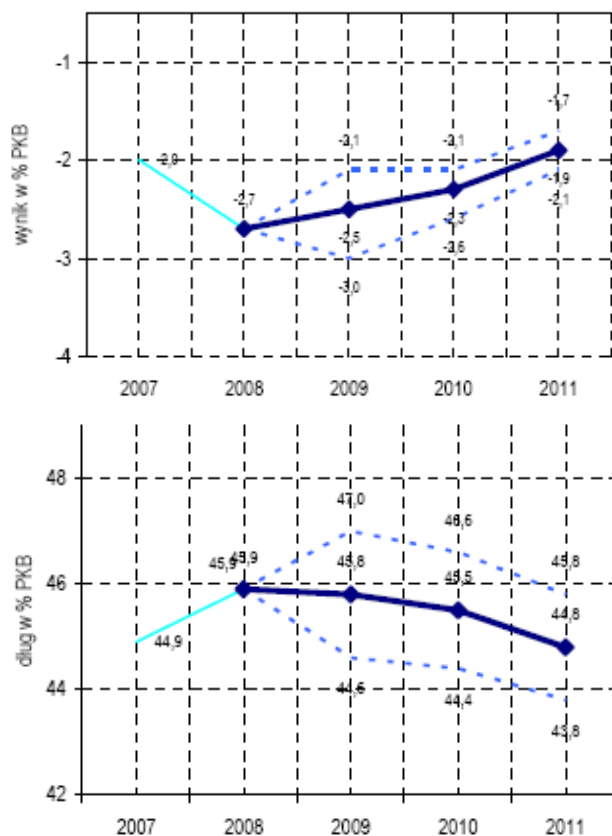
Styczeń 2009

proc PKB), zaś wsparcie przeznaczone dla sektora bankowego nie ma tworzyć dodatkowych obciążeń dla budżetu, gdyż jego koszty zostałyby pokryte przez pobierane prowizje. Założenie, że uda się prawie „bezkosztowo” udzielić niezbędnego wsparcia gospodarce wydaje się na tle doświadczeń innych krajów bardzo optymistyczne, co sugeruje, że można uznać to za dodatkowe istotne źródło ryzyka dla realizacji ścieżki redukcji deficytu fiskalnego określonej w APK.

Do zalet nowej APK zaliczyć można bardziej szczegółową niż w poprzedniej wersji tego dokumentu prezentację zamierzeń rządu w sferze reform strukturalnych i wpływu tych działań na stan finansów publicznych. Za godny poparcia uznać można m.in. zamiar ukierunkowania rosnących wydatków inwestycyjnych na projekty o charakterze prorozwojowym i innowacyjnym w obszarach nauki, edukacji, R&D i infrastruktury. Ciekawe są też plany rządu w zakresie aktywizacji zawodowej (w tym zwłaszcza Program 50+), ale czas pokaże, z jakim wigorem będą realizowane te dość kosztowne plany przy pogarszającej się sytuacji budżetu i zmieniających się warunkach na rynku pracy. Warto też zauważyć, że choć nadal dobrze przedstawia się (zwłaszcza na tle innych krajów UE) stabilność naszych finansów publicznych w bardzo długim okresie (do 2050 r.), to szereg wprowadzonych po 2004 r. zmian (w tym, między innymi, wyłączenie górników z nowego systemu emerytalnego, zmiana zasad waloryzacji świadczeń emerytalno-rentowych i obniżenie składki emerytalnej) przyczyniło się do pewnego osłabienia tej stabilności. Ten sam efekt mieć będą rozważane obecnie specjalne rozwiązania systemowe dla nauczycieli.

Przedstawiając nową wersję APK rząd kierował się szczytną intencją utrzymania dyscypliny w finansach publicznych w celu stworzenia podstaw dla stabilnego długookresowego wzrostu gospodarczego i umożliwienia szybkiego przyjęcia euro. Program rządu oparty jest jednak na założeniach makroekonomicz-

nych, które wydają się dalece zbyt optymistyczne. Można się w związku z tym obawiać, że znacznie większa od założonej w APK skala osłabienia aktywności gospodarczej stanie się bardzo trudnym testem determinacji rządu w realizacji jego ambitnych zamierzeń. Wpływ zmiany tempa wzrostu PKB o 1 pkt. proc. na wynik i poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych.



Źródło: Ministerstwo Finansów.



## OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

## USA

Grudniową decyzję Rezerwy Federalnej o obniżeniu stopy referencyjnej do poziomu od 0% do 0,25% można uznać za swego rodzaju przełom w dotychczasowej polityce pieniężnej USA. Po raz pierwszy w historii stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych spadły tak nisko, po raz pierwszy również docelowy ich poziom został zdefiniowany przedziałowo. W sytuacji, gdy możliwości dalszego łagodzenia polityki monetarnej klasycznymi instrumentami prawie całkowicie się wyczerpały, konieczne stało się podjęcie niestandardowych działań określanych mianem „quantitative leasing”. Pod tym pojęciem kryją się różne działania prowadzące do zwiększenia sumy bilansowej banku centralnego. Efekt ten można osiągnąć, między innymi, poprzez dokonywany przez Fed skup różnego rodzaju instrumentów dłużnych (w tym papierów skarbowych, a więc faktyczne finansowanie rosnącego deficytu budżetowego) prowadzący do spadku ich rentowności i wzrostu płynności na rynku długu. Ma to pozwolić na odblokowanie dostępu do środków pozwalających na sfinansowanie potrzeb pożyczkowych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Trudno w tej chwili przesądzić, czy działania podejmowane przez Fed zapobiegą pojawieniu się coraz wyraźniej zagrażającej gospodarce USA deflacji. W listopadzie 2008 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych spadły aż o 1,7% m/m, co doprowadziło – w ciągu jednego miesiąca – do spadku rocznej stopy inflacji z 3,7% do 1,1%. W grudniu wskaźnik CPI obniżył się o kolejne 0,7% m/m sprowadzając roczne tempo wzrostu cen do zaledwie 0,1%. Ostatni raz niższy poziom inflacji odnotowano w USA w 1954 r. Tendencjom deflacyjnym towarzyszy stałe pogarszanie się wyników sfery realnej (dalsze spadki produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i nowych zamówień) oraz nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, zwłaszcza przemysłowych, na co wskazują dalsze spadki wskaźnika ISM. W sektorze usług mieliśmy wprawdzie do czynienia z pewną poprawą nastrojów (niespodziewany wzrost wskaźnika ISM dla usług w grudniu 2008 r.), nie sądzimy jednak, by zmiana ta miała trwały charakter i wieszczyła przełom w obecnym stanie koniunktury gospodarki amerykańskiej (zwłaszcza, że mimo ostatniego wzrostu wskaźnik utrzymuje się wciąż poniżej progu 50 pkt. oddzielającego wzrost od kontrakcji).

W takiej sytuacji oczekujemy, że Rezerwa Federalna będzie w dalszym ciągu łagodzić politykę monetarną (zgodnie z jej zapowiedziami po grudniowym posiedzeniu), posługując się przy tym – z konieczności – niestandardowymi środkami prowadzącymi do „quan-

titative leasing”. Można przypuszczać, że katalog tych środków będzie poszerzany i krygowany w zależności od oceny bieżącej efektywności polityki Fed.

Dość duże oczekiwania na złagodzenie skali recesji w USA wiązane są z objęciem władzy przez ekipę prezydenta Baracka Obamy i z zapowiadaniem wdrożeniem nowego pakietu fiskalnego. Działania fiskalne, w powiązaniu z silnym wzrostem eksportu, okazały się pewnym wsparciem dla dynamiki PKB w II kwartale ub. roku, ale efekt ten okazał się dość krótkotrwały. Nawet jeśli plany nowej administracji zostaną dość szybko zaakceptowane przez Kongres, to upłynie nieco czasu zanim zaczną one oddziaływać na sytuację w realnej gospodarce. Trudno jednak oczekiwać, aby działania podejmowane przez rząd zapobiegły prognozowanemu na ten rok spadkowi konsumpcji prywatnej, która kształtować się będzie pod negatywnym wpływem przedłużającego się kryzysu na rynku mieszkaniowym i pogarszającej się sytuacji na rynku pracy. Dopóki nie nastąpi istotne zmiany w zachowaniu amerykańskich konsumentów, nie można mówić o jakimkolwiek punkcie zwrotnym w przebiegu obecnej recesji. Rosnące wydatki publiczne i spadająca dynamika wpływów podatkowych znajdują natomiast swe odzwierciedlenie w gwałtownym wzroście deficytu fiskalnego. Już w 2008 r. doszedł on do poziomu około 5% PKB, a w 2010 r. może, według najnowszych prognoz Komisji Europejskiej, zbliżyć się do 9% PKB.

## Strefa euro

Cykl łagodzenia polityki pieniężnej kontynuuje również Europejski Bank Centralny. Po dokonanej w styczniu kolejnej obniżce stóp procentowych stopa referencyjna EBC osiągnęła swe historyczne minimum na poziomie 2%. Nadal jest to jednak o co najmniej 175 pb więcej niż w USA. W świetle danych o pogarszającej się koniunkturze w gospodarce europejskiej (m.in. rekordowo niskie i wciąż pogłębiające się odczyty wskaźnika PMI dla przemysłu i usług) i nowych prognoz KE zapowiadających spadek PKB w krajach UE w 2009 r. o 1,8% oraz przy uwzględnieniu pewnego opóźnienia w fazie cyklu koniunkturalnego w stosunku do USA, dalsze obniżki stóp w strefie euro wydają się nieuniknione.

Niewątpliwym sprzymierzeńcem EBC w prowadzeniu polityki monetarnej stała się inflacja, która w grudniu 2008 r. spadła poniżej celu EBC, osiągając 1,6% r/r. Spadek ten przekroczył, kolejny miesiąc z rzędu, oczekiwania analityków, a jego dynamika (jeszcze w listopadzie roczna stopa inflacji HICP sięgała 2,1%) zwiększa prawdopodobieństwo deflacji. Analogie z rozwojem wydarzeń w gospodarce USA wydają się tu

---

Styczeń 2009

bardzo wyraźne. Biorąc pod uwagę heterogeniczność gospodarek tworzących strefę euro i bardziej konserwatywne politykę EBC, trudno jednak oczekiwać, by stopy procentowe w strefie euro spadły równie silnie, co w USA.

Po grudniowej obniżce o 75 pb., w styczniu Rada Gubernatorów powróciła do wcześniejszej praktyki obniżania stóp o 50 pb. Perspektywa głębokiej recesji w strefie euro zwiększa presję na EBC, by kontynuowała proces łagodzenia polityki pieniężnej. Nie wyklucza to jednak, że w lutym dojdzie do krótkiej prze-

rwymy w cyklu obniżek stóp, który wznowiony zostałby wówczas zapewne w marcu po przedstawieniu przez EBC nowej projekcji PKB i inflacji. Taki scenariusz zasugerował po styczniowym posiedzeniu Rady Gubernatorów prezes Trichet, który jednocześnie wykluczył możliwość redukcji stóp procentowych w strefie euro do zerowego poziomu. Trichet wskazał też na ryzyko odwrócenia się trendu w kształtowaniu się inflacji w II połowie tego roku, co pośrednio wskazuje prawdopodobny termin zakończenia cyklu obniżek stóp procentowych w strefie euro.

Styczeń 2009

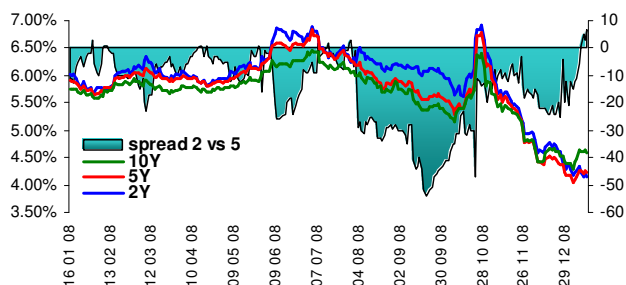
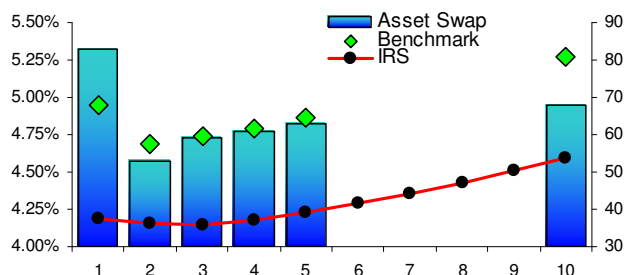
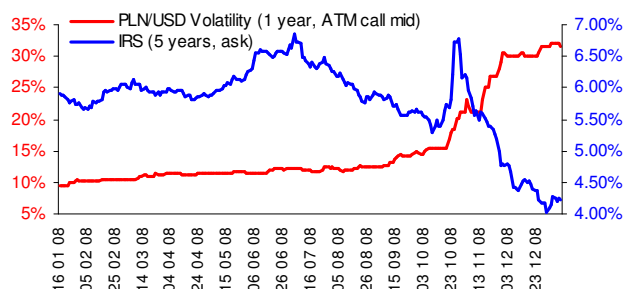
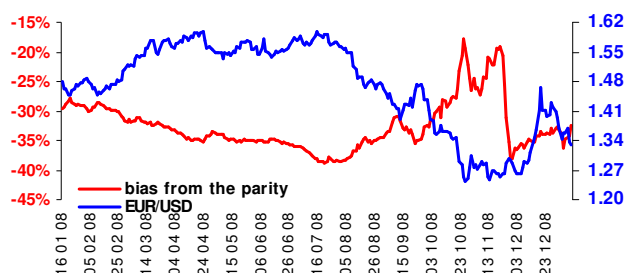
## EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>4,1</b> (grudzień 2008)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>6,24%</b> (grudzień 2008)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>&lt;3,0% PKB</b></li> <li>Dług publiczny: <b>&lt; 60,0% PKB</b></li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>2 lata</b></li> </ul>	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 – wokół kursu z początku okresu obserwacji)
Polska		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>4,2%</b> (grudzień 2008)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>6,07%</b> (grudzień 2008)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>2,0% PKB</b> (2007)</li> <li>Dług publiczny: <b>45,2% PKB</b> (2007)</li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>nie</b></li> </ul>	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>6,3%</b> (grudzień 2008)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>4,63%</b> (grudzień 2008)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>1,6% PKB</b> (2007)</li> <li>Dług publiczny: <b>28,7% PKB</b> (2007)</li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>nie</b></li> </ul>	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>6,0%</b> (grudzień 2008)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>8,24%</b> (grudzień 2008)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>5,5% PKB</b> (2007)</li> <li>Dług publiczny: <b>66,0% PKB</b> (2007)</li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>nie</b></li> </ul>	

\*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). **W naszym zestawieniu** na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

Styczeń 2009

## NA RYNKU



## F/X

Ostatnie tygodnie upłynęły pod znakiem osłabienia euro względem dolara. Z grudniowych szczytów na poziomie 1,47 kurs EUR/USD spadł do połowy stycznia w okolice 1,30. Złoty przez ten czas systematycznie tracił zarówno do euro, jak i dolara (powróciła korelacja między kursem EUR/USD a kursem złotego względem głównych walut). Deprecjacja złotego uległa przyspieszeniu w drugiej połowie stycznia, kiedy to kurs EUR/PLN przekroczył poziom 4,30, a USD/PLN poziom 3,25.

Ostatnie silne osłabienie złotego pokazuje, że wcześniejsze umocnienie polskiej waluty na przełomie roku miało przejściowy, korekcyjny charakter i kurs złotego względem euro pozostaje wciąż w średniokresowym trendzie deprecyjnym. Równocześnie utrzymuje się bardzo silna zmienność. Nieco mniej trwale może okazać się osłabienie złotego względem dolara, ale to, czy dojdzie do odwrócenia się tego trendu zależy będzie od dalszego kształtowania się kursu EUR/USD.

## Fixed Income

Grudniowa decyzja RPP o obniżce stóp procentowych o 75 pb. spowodowała znaczny spadek rentowności obligacji i, w nieco mniejszym stopniu, stawkę IRS dla wszystkich tenorów. Równocześnie, wyraźnie zmniejszyły się *asset swapy*, choć wciąż pozostają one na wysokich poziomach rzędu 60-80 pb. W dalszym ciągu obserwowaliśmy stromienie krzywej dochodowości, widoczne zwłaszcza w przypadku krzywej IRS, gdzie spread 10y/2y wzrósł powyżej 30 pb.

Obecne poziomy rentowności obligacji skarbowych (od 4,70% dla papierów z krótkiego końca do 5,30% dla długiego końca krzywej dochodowości) przedstawiają już mniejszy potencjał do spadku niż przed miesiącem, choć biorąc pod uwagę skalę możliwych obniżek stóp procentowych wydają się one – w porównaniu z odpowiednimi stawkami IRS, które zdyskontowały już spadek stopy referencyjnej poniżej 4,00% – wciąż wysokie.

Styczeń 2009

## KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Styczeń 2009	Luty 2009	Marzec 2009	Kwiecień 2009
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych	14	13	13	15
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	20	19	18	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	19	17	17	17
Szacunki PKB	–	–	2	–
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	20	20	22
Podaż pieniądza M3	14	13	13	14
Bilans płatniczy	15	12	13	14
Inflacja bazowa	21	–	20	22
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	6	6	7
Posiedzenia RPP	27	24-25	24-25	28-29
Posiedzenia ECB	15	5	5, 19	2
Posiedzenia FED	27-28	–	17	28-29

Źródło: GUS, NBP, ECB, Rezerwa Federalna

Styczeń 2009

## SEKCJA SPECJALNA I

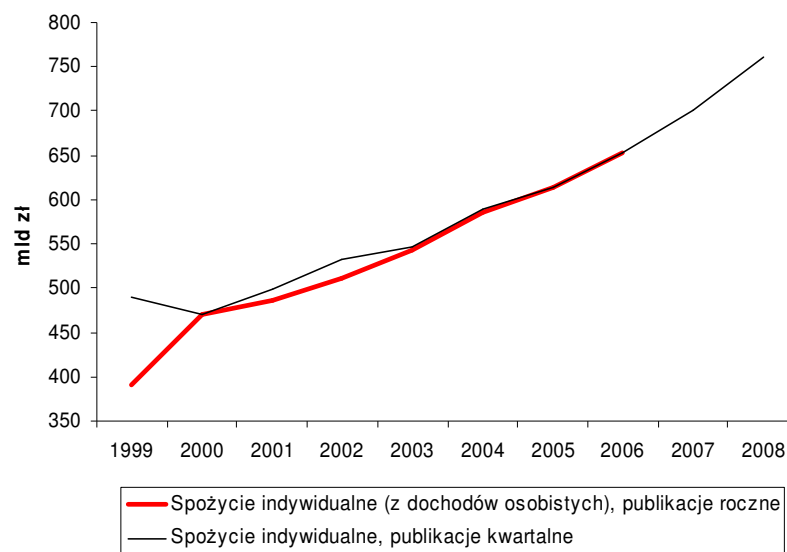
**Konsumpcja prywatna w 2009 – wątpliwe wsparcie dla koniunktury i dochodów budżetu**

Konsumpcja prywatna – to na niej, według przedstawicieli rządu i RPP ma spocząć ciężar utrzymania wyższej dynamiki PKB w 2009 (powyżej 3% r/r) i dostatecznych wpływów podatkowych do budżetu. Jak mają się jednak te tezy do ekonomicznych realiów?

W naszej analizie staramy się, korzystając z podstawowych zależności makroekonomicznych, oszacować dynamikę konsumpcji w roku 2009. Ponieważ w centrum tej analizy znajduje się średnioroczna dynamika spożycia indywidualnego, abstrahujemy w niej od krótkookresowych efektów (dynamik kwartalnych i efektów inercji) koncentrując się na fundamentalnych zależnościach między konsumpcją, dochodem permanentnym, dochodem do dyspozycji (czyli bieżącym w świetle koncepcji dochodu permanentnego) oraz stopą oszczędności. Nasze podejście oparte jest na analizie zmian po stronie popytowej gospodarki, przy przyjętych założeniach odnośnie strony podażowej, czy też rozdysonowania dochodu. Do zastosowania takiego podejścia skłoniła nas przede wszystkim znacznie bogatsza oferta wskaźników wyprzedzających pozwalających na bardziej precyzyjne i bezpośrednie określenie kierunków zmian po stronie podażowej gospodarki.

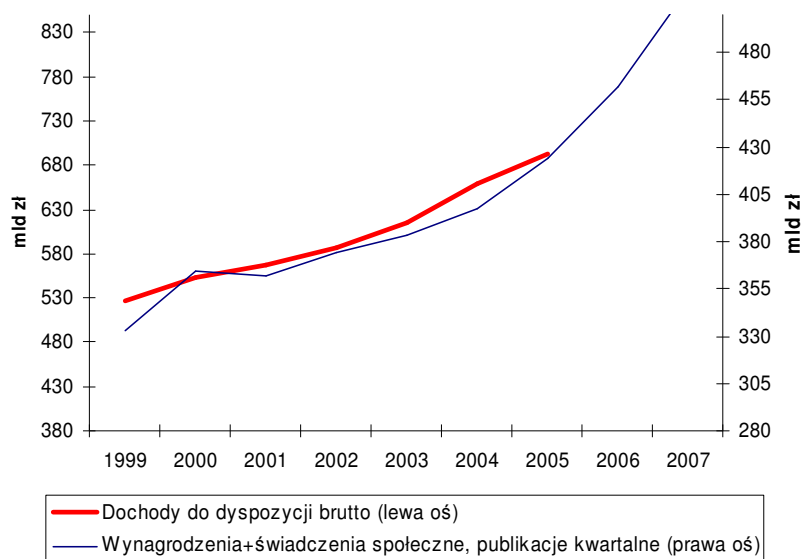
**Po pierwsze - oszacowanie danych historycznych**

Dane o spożyciu indywidualnym (z dochodów osobistych), dochodzie do dyspozycji i oszczędnościach publikowane są ze znacznym opóźnieniem. W tej chwili dostępne są tylko pełne oficjalne dane obejmujące okres do 2006 roku włącznie. Bazując jednak na dużej korelacji danych o spożyciu indywidualnym (z dochodów osobistych) i dochodzie do dyspozycji z publikowanymi z większą częstotliwością danymi odpowiednio o spożyciu indywidualnym z rachunków narodowych oraz funduszu płac i świadczeń socjalnych, możliwe było dość precyzyjne oszacowanie odpowiednich wartości wskaźników także za 2007 i 2008 rok (patrz wykresy poniżej).

**Po drugie - prognozy na rok 2009**

Jak już wspomnieliśmy nasza analiza ma w znacznym stopniu charakter stress-testu względem konsumpcji. Koncentrujemy się na kluczowej, naszym zdaniem, zależności między dochodem rozporządzalnym, stopą oszczędności i konsumpcją. W tle przewija się również kwestia dochodu permanentnego. Lata 2007-2008 charakteryzowały się silnym wzrostem spożycia indywidualnego. Fenomenowi temu towarzyszył silny wzrost dynamiki wynagrodzeń i dochodu rozporządzalnego (przybliżonego w naszej analizie dla tego okresu przez fundusz płac i świadczeń społecznych), przy jednoczesnym spadku stopy oszczędzania. Można również przypuszczać, że wzrost bieżącej konsumpcji wiązał się z faktem, że gospodarstwa domowe bardzo optymistycznie oceniały swoją przyszłą ścieżkę dochodu (hipoteza dochodu permanentnego), co umożliwiło przyspieszenie wydatków konsumpcyjnych (jest to spójne ze spadkiem stopy oszczędności).

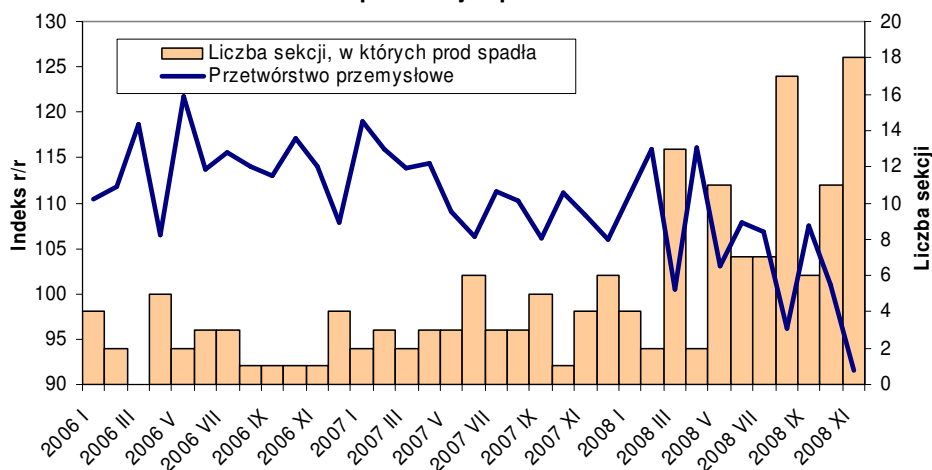
Styczeń 2009



Czy jednak realizacja ścieżki dochodu w 2009 roku nie rozminie się znacząco z oczekiwaniami gospodarstw domowych sformułowanymi w latach 2007-2008? Jest co najmniej kilka czynników/przesłanek wskazujących na możliwość pojawienia się takiej niemiłej niespodzianki.

Po pierwsze – ogólne pogorszenie koniunktury. Spowolnienie wzrostu zdaje się rozlewać na większość sektorów gospodarki, o pokazują, między innymi, miesięczne dane o produkcji przemysłowej i budowlanej. Ryzyko dalszego spowolnienia sygnalizują również wskaźniki koniunktury, w tym wskaźniki nowych zamówień oraz narastający poziom zapasów. Pogarszają się również wyniki finansowe przedsiębiorstw (patrz wykres poniżej).

#### Przetwórstwo przemysłowe i liczba jego sekcji w których produkcja spadła r/r

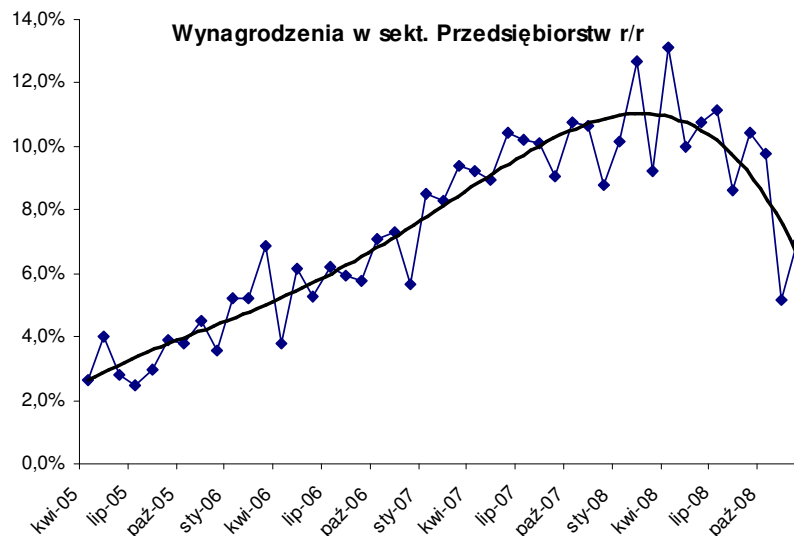


Po drugie – można przypuszczać, że w związku z pogarszającą się koniunkturą znacznego, systematycznemu uszczupleniu podlegać będzie komponent premii wynagrodzenia (tak istotny w 2008 roku). O spadkowej tendencji w dynamice wynagrodzeń świadczyć mogą sygnały z danych miesięcznych (w tym bardziej stabilne wynagrodzenia w przetwórstwie przemysłowym – patrz wykres poniżej).

W świetle ostatnich danych (spadek tempa wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw do 5,4% w grudniu ub. roku) założenie o 5% nominalnej dynamice wynagrodzeń w 2009 roku wydaje nam się aż nadto optymistyczne. Uwzględniając dodatkowo planowaną waloryzację rent i emerytur na poziomie 5,5% oraz konserwatywnie zakładając spadek zatrudnienia o 1% oszacowaliśmy tempo wzrostu funduszu płac i świadczeń społecznych w całym 2009 roku na nie więcej niż 4%. Na tej podstawie można byłoby oszacować dynamikę dochodu rozporządzalnego w 2009 roku. Można, gdyby

Styczeń 2009

nie konieczność uwzględnienia dwóch dodatkowych, jak nam się wydaje istotnych, elementów: i) przyrostu dochodu rozporządzalnego związanego z redukcją stawek PIT ocenianego na 8 mld zł ii) ubytku dochodu rozporządzalnego wynikającego ze wzrostu rat kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych – nawet 3 mld w porównaniu z 2008 rokiem w skali całej gospodarki.<sup>1</sup> Po uwzględnieniu tych efektów szacujemy, że tempo wzrostu dochodu rozporządzalnego osiągnie w 2009 roku 3,5-4,0%.

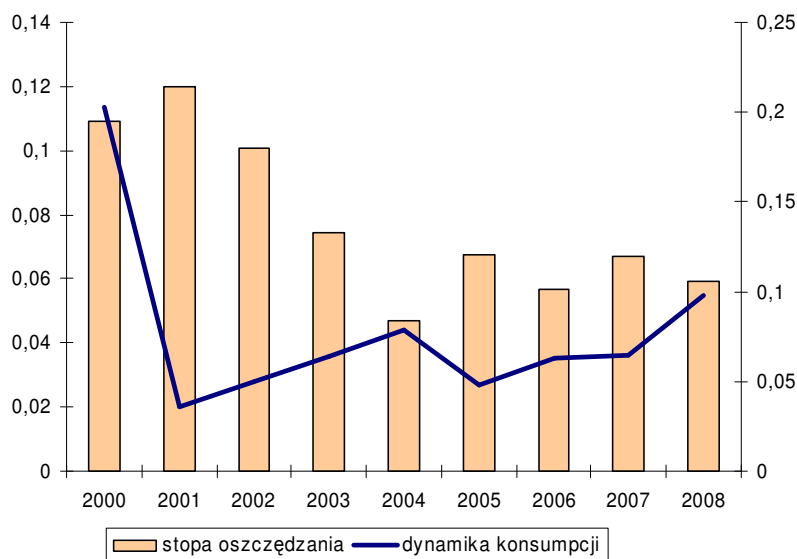


Bazując na historycznych zależnościach można oczekiwać, że niemiła niespodzianka w postaci rozminięcia się dochodu do dyspozycji z oczekiwaniami gospodarstw domowych prawdopodobnie skutkować będzie wzrostem stopy oszczędzania, lub przynajmniej jej powrotem do średnich poziomów z poprzednich lat (patrz wykres poniżej). Należy brać przy tym pod uwagę wzrost stopy oszczędności związany z przestrzeleniem poprzednio sformułowanych oczekiwań („zracjonalizowanie” nowych informacji), a także oczekiwania na spadek dynamiki dochodu rozporządzalnego (czy też, w niektórych przypadkach, nawet spadek samego dochodu wynikający z braku lub silnego ograniczenia dodatków premialnych). Jednocześnie należy wyjaśnić, że odbudowa stopy oszczędności będzie miała miejsce dopiero teraz, gdyż tak znaczne pogorszenie koniunktury nie było oczekiwane w poprzednich miesiącach.

<sup>1</sup> Szacunki te uwzględniają zarówno efekty związane z osłabieniem złotego, jak i obniżką oprocentowania kredytów walutowych, przy założeniu średniego okresu kredytowania na poziomie 20 lat.

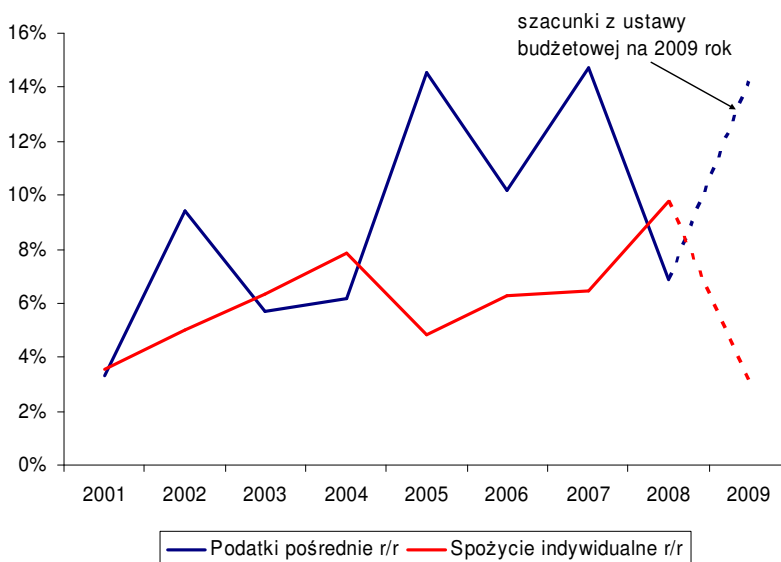


Styczeń 2009



Spadek dynamiki dochodów do dyspozycji oraz prawdopodobny wzrost stopy oszczędzania skutkować będą dodatkowym ograniczeniem dynamiki konsumpcji. **Przy bardzo ostrożnych założeniach można szacować, że konsumpcja w ujęciu nominalnym nie wzrośnie w tym roku o więcej niż 3-3,5% (co oznacza, że w ujęciu realnym może zwiększyć się nawet o mniej niż 2%).** Po uwzględnieniu coraz powszechniej formułowanych oczekiwań dotyczących możliwego spadku wydatków inwestycyjnych oraz słabej (lub wręcz ujemnej) kontrybucji eksportu netto, dynamika wydatków konsumpcyjnych na tym poziomie byłaby dość wątpliwym wsparciem dla koniunktury (sprawiając tym samym, że rządowa prognoza wzrostu PKB na poziomie 3,7% staje się niemal surrealistyczna).

Ostatnim zagadnieniem, które poruszamy w tej analizie jest związek dochodów podatkowych budżetu (przede wszystkim VAT) i dynamiki konsumpcji. Wykres poniżej przedstawia dynamiki spożycia indywidualnego i dochodów budżetu z tytułu podatków pośrednich.



Zjawiskiem zwracającym na siebie uwagę jest bardzo wysoka dynamika wpływów z podatków pośrednich osiągnięta w latach 2005-2007. Fenomen ten dość często przypisuje się, przynajmniej w części, efektom zmniejszania się zasięgu szarej strefy. Dane za 2008 rok sugerują, że proces ten uległ znacznemu osłabieniu. Doświadczenia innych krajów wskazują ponadto, że może mieć on charakter procykliczny. Oznaczałoby to więc dalsze ograniczenie dynamiki przychodów z podatków pośrednich w okresie spowolnienia gospodarczego. **Zachowanie relacji pomiędzy wzrostem konsumpcji i dochodów z podatków pośrednich na poziomie podobnym do tej z 2008 roku (w sensie różnicy**

Styczeń 2009

rocznego tempa wzrostu obydwu wielkości) skutkowałyby więc ponad 11 mld ubytkiem dochodów budżetu względem założeń budżetowych. W przypadku spełnienia się prognoz dotyczących znacznie niższego od założonego w budżecie wzrostu PKB w roku 2009 odpowiednio skorygowane musiałyby zostać również szacunki pozostałych pozycji dochodów oraz wydatków. Naszym zdaniem, jest bardzo prawdopodobne, że bez podjęcia dodatkowych działań ograniczających wydatki i/lub zwiększających dochody deficyt budżetu państwa mógłby okazać się o 14-18 mld wyższy od przewidzianego w obowiązującej już ustawie budżetowej na 2009 rok (18,2 mld zł). Nasze obawy o znaczne pogorszenie sytuacji fiskalnej w Polsce najwyraźniej podziela też Komisja Europejska twierdząc, że tegoroczny deficyt całego sektora instytucji rządowych i samorządowych może zwiększyć się do 3,6% PKB.

**Wnioski:**

- Bazując na prostych zależnościach makroekonomicznych oraz coraz bardziej niepokojących tendencjach obserwowanych po stronie podaży gospodarki oszacowaliśmy (przyjmując szereg dość konserwatywnych założeń) wzrost konsumpcji w 2009 roku na około 2% (wobec prognozy Ministerstwa Finansów na poziomie 4,5%).
- Spełnienie się naszej prognozy oznaczałoby, że konsumpcja nie spełni w tym roku przypisywanej jej roli czynnika chroniącego przed silnym spadkiem dynamiki PKB i że niezbędna może okazać się w tej sytuacji nowelizacja ustawy budżetowej.
- Prawdopodobieństwo znacznego spadku dynamiki konsumpcji stanowi (choćby ze względu na negatywne skutki dla dochodów budżetu) dodatkowe źródło ryzyka dla rynków finansowych. Nie należy jednak tego czynnika rozpatrywać w izolacji od sytuacji na rynkach globalnych; ewentualny spadek awersji do ryzyka i ponowny wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych nabywaniem papierów wartościowych emitowanych przez *emerging markets* mógłby znacznie ograniczyć negatywne skutki (przejściowa, lokalna przecena) wynikające ze zwiększenia podaży polskich papierów skarbowych.

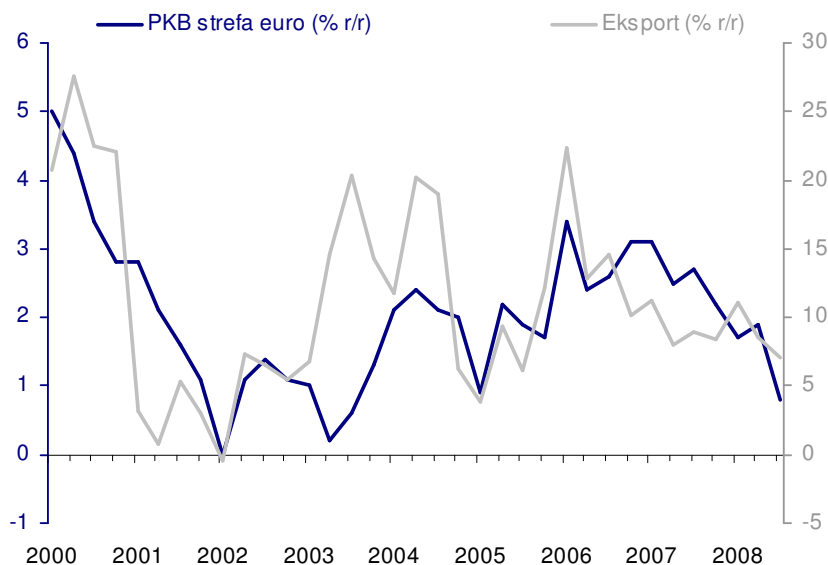
## SEKCJA SPECJALNA II

## Trudny czas dla eksportu

W październiku ub. roku, po raz pierwszy od 2002 r., doszło do spadku wartości eksportu wyrażonej w euro. Spadek ten gwałtownie pogłębił się w listopadzie, kiedy to wartość eksportu była o prawie 12% mniejsza niż przed rokiem. Naszym zdaniem, nie są to jednorazowe odchylenia, ale zapowiedź nowego trendu, który może potrwać przez kilka najbliższych kwartałów. W dalszej części tej analizy spróbujemy odpowiedzieć na pytanie, jaką skalę przybrać może spowolnienie eksportu, a także kiedy można oczekiwać ewentualnych punktów zwrotnych.

Na początku kilka słów dotyczących danych o eksporcie: w analizach używa się najczęściej dwóch kategorii – dynamiki eksportu w cenach bieżących w euro (publikowanej przez NBP w cyklu miesięcznym) oraz dynamiki eksportu w cenach stałych w złotych (publikowanej przez GUS wraz z kwartalnymi rachunkami narodowymi)<sup>2</sup>. Rozróżnienie między tymi dwiema kategoriami danych jest istotne w okresach silnej zmienności kursów walutowych (z tym przypadkiem mamy do czynienia obecnie) lub cen eksportowych. Korekta o zmiany kursów walutowych i cen nominalnych oraz kwartalna agregacja pozwalają na odfiltrowanie znacznej części „szumu” zawartego w miesięcznych „surowych” danych publikowanych przez NBP.

Posługując się tak odfiltrowanymi danymi możemy dość wyraźnie uchwycić przyczynę spowolnienia eksportu, jaką jest załamanie wzrostu PKB u naszych głównych partnerów handlowych. Wahania wzrostu gospodarczego w strefie euro (do której trafia ponad 50% polskiego eksportu) silnie wpływają na dynamikę polskiego eksportu (patrz wykres). Na podstawie analizy wskaźników wyprzedzających, takich jak np. składowa indeksu PMI „nowe zamówienia w eksporcie” (patrz wykres), można twierdzić, że oznaki spowolnienia eksportu były widoczne już od dłuższego czasu. Sygnalizowały to widoczne w ujęciu rok do roku systematyczne spadki tego wskaźnika, który już w końcu 2007 r. obniżył się poniżej progu 50 pkt. oddzielającego wzrost od kontrakcji.

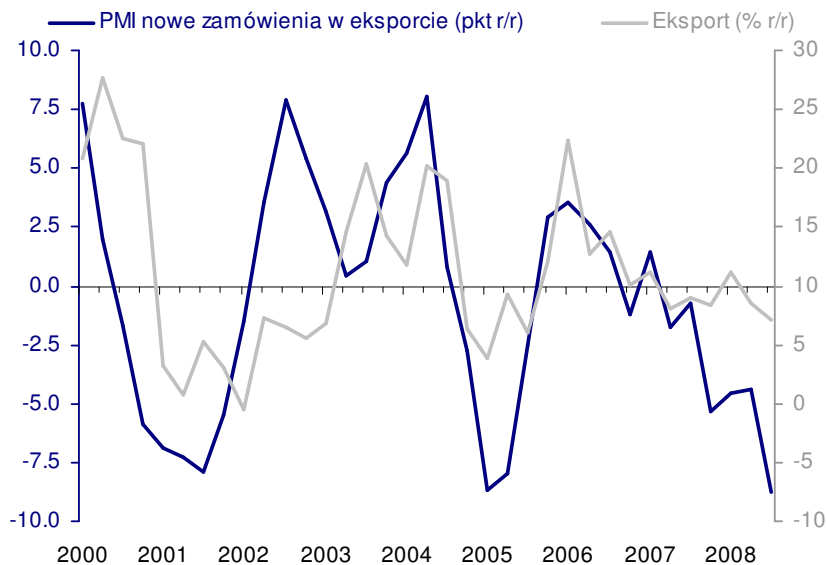


Pogłębianie się spadku składowej PMI „nowe zamówienia w eksporcie” poniżej progu 50 pkt. każe nam przypuszczać, że spowolnienie eksportu potrwa przez kilka najbliższych kwartałów, zaś prawdopodobieństwo wystąpienia głębokiej recesji w strefie euro (coraz więcej prognoz wskazuje na możliwość spadku PKB w 2009 r. o co najmniej 2%) skłania nas do zadania pytania o jego potencjalną skalę. Prosta analiza historycznych zależności może nie doszacowywać spowolnienia eksportu, choćby dlatego, że od początku istnienia strefy euro nie mieliśmy do czynienia z recesją w pełnym wymiarze (czyli ze spadkiem realnego PKB). Co więcej, w ciągu ostatniej dekady istotnie zmieniła się struktura polskiego eksportu (nastąpiło wyraźne przesunięcie w stronę produktów o wyższym stopniu przetworzenia), co zwiększyło jego podatność na wahania koniunktury w strefie euro. Przypomnijmy, że w momencie najsilniejszego spowolnienia wzrostu PKB strefy w I kw. 2002 r. (do 0,5% r/r) w Polsce wystąpił (jedyń raz w tej dekadzie) realny spadek eksportu o 0,5% r/r. Biorąc pod uwagę przewidywane pogłębienie się recesji w strefie euro w I połowie tego roku, wy-

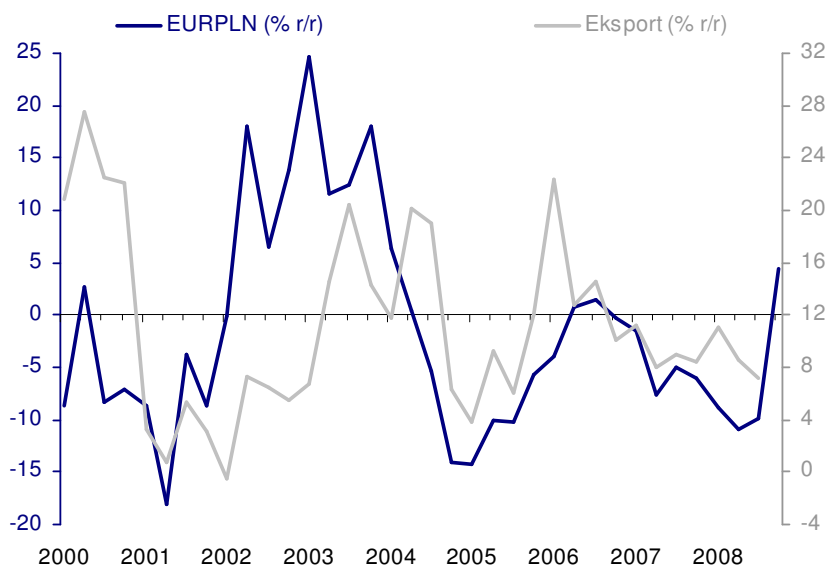
<sup>2</sup> Dane podawane w rachunkach narodowych uwzględniają również przychody z tytułu eksportu usług (ujmowane w statystyce NBP oddzielnie), co jednak – biorąc pod uwagę ich relatywnie niewielki udział w całym agregacie i jednakowy trend obydwu kategorii, nie zmienia istotnie ich interpretacji.

Styczeń 2009

daje się bardzo prawdopodobne, że w tym okresie będziemy mieli do czynienia ze spadkiem polskiego eksportu i to w skali większej od odnotowanej w na początku 2002 r.



Wsparciem dla polskiego eksportu mogą być natomiast ostatnie zmiany kursu walutowego. Silna przecena złotego w IV kw. 2008 r., kontynuowana w pierwszych tygodniach nowego roku, będzie zwiększać konkurencyjność cenową polskiego eksportu. Doświadczenia historyczne pokazują, że deprecjacji nominalnego kursu złotego (patrz wykres, obszar powyżej osi OX), towarzyszył zwykle, z opóźnieniem od 2 do 4 kwartałów, wzrost dynamiki eksportu. Z kolei rosnąca dynamika eksportu powodowała, że znacznie mniejszym opóźnieniem, umocnienie kursu (mamy tu więc do czynienia z dwukierunkową przyczynowością). Oznaczałoby to, że w III-IV kw. 2009 r. moglibyśmy liczyć na odbicie eksportu pod wpływem słabszego kursu. Scenariusz taki wymagałby jednak potwierdzenia w zmianach bieżących wskaźników PMI, a jego realizacji sprzyjałoby pojawienie się symptomów poprawy koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych.



W skali całego 2009 r. należy się liczyć z głębokim spadkiem dynamiki eksportu. W ostatniej aktualizacji programu konwergencji Ministerstwo Finansów założyło, że tempo wzrostu eksportu osiągnie w tym roku 3,2%. Biorąc pod uwagę przewidywania co do skali spowolnienia gospodarczego w Polsce oraz recesji w strefi euro, a także ryzyko przeszacowania dynamiki eksportu na podstawie historycznych zależności, scenariusz taki wydaje się i tak optymistyczny. Oczekujemy, że faktyczna dynamika eksportu może być jeszcze niższa, a nawet bliska zeru. Warto przypomnieć, że w ostatniej projekcji inflacyjnej NBP z października ub.r., a więc niecałe trzy miesiące temu, prognozowano jeszcze wzrost eksportu o 9,1%.

Styczeń 2009

Spowolnienie eksportu nie będzie następowało w oderwaniu od zachowania innych zmiennych makroekonomicznych. Po pierwsze, niski eksport będzie pogłębiał i tak nienajlepszą sytuację finansową przedsiębiorstw, skłaniając je do ograniczenia (czy nawet wstrzymania) wzrostu płac i redukcji zatrudnienia. Po drugie, biorąc pod uwagę nakreślony tu scenariusz, spadków można się spodziewać również po stronie importu, choć prawdopodobnie jego dynamika pozostanie początkowo wyższa niż dynamika eksportu (zwracamy uwagę na związek niższy eksport – niższe inwestycje – niższy import). Dlatego oczekujemy niewielkiej, ujemnej kontrybucji (rzędu -0,5 pkt. proc.) eksportu netto do wzrostu PKB w I poł. 2009 r. Dodatnia kontrybucja byłaby możliwa, gdyby pod wpływem słabnących inwestycji dynamika PKB spowolniła jeszcze silniej niż obecnie prognozujemy (1,0-1,5%), powodując relatywnie szybsze wyhamowanie dynamiki importu. Nie przewidujemy więc, by niższa dynamika eksportu spowodowała istotne pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących – według naszych wstępnych szacunków, relacja tego deficytu do PKB może wzrosnąć do ok. 6% w połowie 2009 r. wobec ok. 5,5% na koniec 2008 r. Przeciwno dalszemu pogłębianiu się deficytu przemawiają również widoczne już w tej chwili trudności z jego finansowaniem w sytuacji, gdy szybko maleje dopływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (w okresie 12 miesięcy do listopada ub. roku włącznie był on już o około 30% mniejszy niż w poprzednim okresie 12-miesięcznym).

Na zakończenie przypomnijmy, że rozważany powyżej spadek dynamiki dotyczy eksportu w cenach stałych, z zamrożonym kursem walutowym. Uwzględniając zależności zachodzące między cenami bieżącymi eksportu a kursem (udokumentowane m.in. w modelu prognostycznym używanym przez NBP) oraz skalę ostatniego osłabienia złotego, w krótkim okresie możemy spodziewać się ujemnych dynamik eksportu na bazie euro (czego potwierdzeniem *ex post* są październikowe i listopadowe dane NBP). Razem z pogarszającym się saldem obrotów bieżących wpisują się one z kolei w sekwencję bardzo słabych danych makroekonomicznych, których publikacja w I połowie 2009 r. może być impulsem do dalszego osłabienia złotego.

**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.