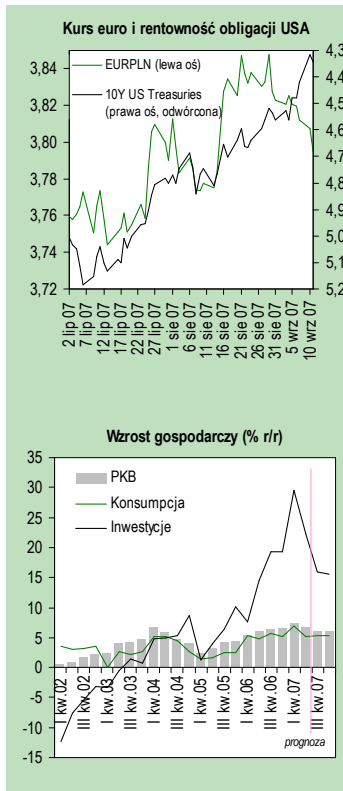


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Wrzesień 2007



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Jaka jest polityka RPP?	2
Gospodarka Polski	7
Pod lupą: Bank centralny	10
Pod lupą: Rząd i polityka	12
Monitor rynku	14
Przegląd międzynarodowy	16
Kalendarz makroekonomiczny	17
Dane i prognozy ekonomiczne	18

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Koniec korekty złotego?

- **Nowe informacje o problemach kolejnych instytucji finansowych inwestujących na rynkach kredytów hipotecznych o wysokim ryzyku doprowadziły do znaczącego wzrostu nerwowości na globalnych rynkach, wzrostu zmienności, wzrostu stawek na rynkach pieniężnych, co spowodowało, że Fed obniżył stopę dyskontową o 50 pb.** W opublikowanym z tej okazji komunikacie Fed zmienił ton wypowiedzi w porównaniu do sierpniowego komunikatu i podkreślił, że wzrosły ryzyka dla wzrostu gospodarczego, i że będzie działał, jeśli będzie to konieczne, aby zniwelować ewentualny negatywny wpływ napiętej sytuacji na rynkach kredytowych na gospodarkę. Taki ruch umocnił oczekiwania na obniżki stóp w USA i oprowadził do odsunięcia w czasie podwyżki stóp w strefie euro.
- **Wzrost awersji do ryzyka na świecie spowodował osłabienie złotego, jednak zgodnie z naszymi oczekiwaniami było ono dość krótkotrwałe i podtrzymujemy prognozę umocnienia złotego we wrześniu w porównaniu ze średnimi kursami odnotowanymi w sierpniu (i dalszego umocnienia w IV kwartale).** Wzrost rentowności związany był częściowo z tymi samymi czynnikami, które odpowiadały za ruchy na rynku walutowym, choć czynniki krajowe (ryzyko wzrostu inflacji i oczekiwania na kolejne podwyżki stóp) wciąż mogą osłabiać rynek obligacji w dłuższej perspektywie. W krótkim horyzoncie możliwe jest jednak lekkie umocnienie na rynku długu na skutek chwilowego spadku inflacji, obniżki stóp procentowych przez Fed i w rezultacie uspokojenia sytuacji na rynkach zagranicznych.

- **Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe o 25 pb na sierpniowym posiedzeniu, w związku z napiętą sytuacją na rynku pracy i rozluźnieniem polityki fiskalnej.** Komunikat nie sugerował jednoznacznie, kiedy może nastąpić kolejna podwyżka stóp. Wydaje nam się, że po raz kolejny nie będzie w Radzie większości aby dokonać podwyżki miesiąc po miesiącu, a dodatkowo kilka czynników może sprawić jej opóźnienie do listopada. Inflacja w sierpniu i wrześniu będzie na poziomie zbliżonym do 2%, co może utrudniać wyjaśnianie decyzji o (kolejnej) podwyżce szerszemu gronu odbiorców. Kolejne kwartalne dane z rynku pracy będą dostępne dopiero w listopadzie. Pewną rolę będzie odgrywało zachowanie rynków globalnych i innych banków centralnych. Nie bez znaczenia mogą być wcześniejsze wybory i wyczekiwanie na powstanie nowego rządu.

- **Dane o PKB zdecydowanie zaskoczyły analityków i rynek w górę wskazując na wzrost o 6,7% r/r wobec oczekiwań na poziomie ok. 6%.** Dane te nie były tak jastrzębie jak mogłoby się wydawać na pierwszy rzut oka ze względu na korzystną strukturę, tj. niższy od oczekiwań wzrost konsumpcji prywatnej oraz znaczący wzrost inwestycji. Komentarze bankierów centralnych sugerowały, że publikowane dane potwierdzają słuszność podjętych wcześniej decyzji.

Na rynku finansowym 31 sierpnia 2007 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,25	WIBOR 3M	5,03	USDPLN	2,7990
Stopa referencyjna NBP	4,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,24	EURPLN	3,8230
Stopa lombardowa NBP	6,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,69	EURUSD	1,3658

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.09.2007 r.

Temat miesiąca

Jaka jest polityka RPP?

Począwszy od tego miesiąca rozpoczynamy regularną publikację indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej (ang. monetary conditions index, MCI). Od następnego miesiąca będziemy prezentować go w sekcji *Pod lupą: Bank centralny* wraz ze skonstruowanym przez nas subiektywnym indeksem restrykcyjności poszczególnych członków Rady Polityki Pieniężnej.

Co to jest MCI?

MCI jest to syntetyczny wskaźnik wpływu stóp procentowych i kursu walutowego na aktywność gospodarczą i/lub inflację. Pozwala on zatem na ocenę stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej i tym samym może być pomocny w przewidywaniu przyszłych decyzji banków centralnych, a zatem również zmian cen aktywów finansowych. Oprócz oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej w danym kraju MCI służy również do oceny stopnia otwartości gospodarki (im mniejszy relatywny wpływ kursu walutowego, tym bardziej zamknięta gospodarka) oraz jako wskaźnik konwergencji poszczególnych gospodarek.

MCI pojawił się w literaturze dotyczącej sposobów kwantyfikacji restrykcyjności polityki pieniężnej w drugiej połowie lat 80. Popularność MCI w praktyce banków centralnych rosła wraz z upowszechnianiem się strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Banki centralne stosujące tę strategię nie posiadają celów pośrednich, dlatego wskaźnik MCI stanowił dla nich, wraz z celem inflacyjnym, ważny punkt odniesienia dla bieżącej polityki pieniężnej. Niektóre banki centralne, np. Bank Kanady, który był pionierem w wykorzystaniu MCI, wykorzystywały ten wskaźnik jako cel pośredni polityki pieniężnej. Obecnie, indeks ten nadal znajduje zastosowanie w wielu bankach centralnych, a także międzynarodowych instytucjach finansowych (np. w Międzynarodowym Funduszu Walutowym) i ośrodkach badawczych. Opracowuje się nowe techniki wyznaczania MCI oraz wykorzystuje przy jego konstrukcji najnowsze wyniki badań mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej. Prowadzi to często do rozszerzenia tradycyjnej formuły MCI o inne zmienne niż stopy procentowe i kurs walutowy, głównie ceny nieruchomości i ceny akcji, których rola w procesie transmisji polityki pieniężnej wiąże się z działaniem tzw. efektu majątkowego. Poszerzone w ten sposób indeksy restrykcyjności polityki pieniężnej określa się jako FCI (financial conditions index). Indeksy restrykcyjności polityki pieniężnej uwzględniają również czasami statystyki pieniężne oraz nachylenie krzywej

rentowności (im niższe nachylenie lub im bardziej odwrócona krzywa, tym większa restrykcyjność).

Gdzie jest formuła?

MCI przyjmuje tradycyjnie następującą ogólną postać:

$$MCI_t = \sum \omega_i (V_{it} - V_{i0})$$

gdzie:

V_{it} – wartości w okresie t zmiennych mających decydujący wpływ na restrykcyjność polityki pieniężnej,

V_{i0} – wartość w okresie bazowym zmiennych mających decydujący wpływ na restrykcyjność polityki pieniężnej,

ω_i – elastyczność inflacji i/lub zagregowanego popytu względem zmiennych V_i .

Podstawowym problemem empirycznym przy konstruowaniu MCI jest wyznaczenie ω , czyli ustalenie względnej siły wybranych zmiennych na agregowany popyt i procesy cenowe. Ze względu na różnice w strukturze gospodarek różnych krajów wartości wyznaczonych dla nich wag są odmienne. W zależności od tego, czy w danym przypadku przedmiotem zainteresowania jest wpływ polityki pieniężnej na procesy cenowe i/lub aktywność gospodarczą, wagi MCI powinny odzwierciedlać względną siłę wpływu wybranych zmiennych na inflację i/lub zagregowany popyt.

Od strony technicznej wymienia się trzy główne sposoby wyznaczania wag MCI, czyli współczynnika ω :

1. przy wykorzystaniu dużych modeli równowagi ogólnej,
2. przy zastosowaniu małych modeli równowagi cząstkowej lub analizy VAR-ów,
3. na bazie analizy luki popytowej i luki inflacyjnej (czyli krzywej IS i krzywej Philipsa).

Innym, bardzo uproszczonym sposobem wyznaczania wag MCI jest metoda zakładająca, że waga przy kursie walutowym powinna odpowiadać relacji wartości wymiany handlowej analizowanego kraju do wartości jego PKB.

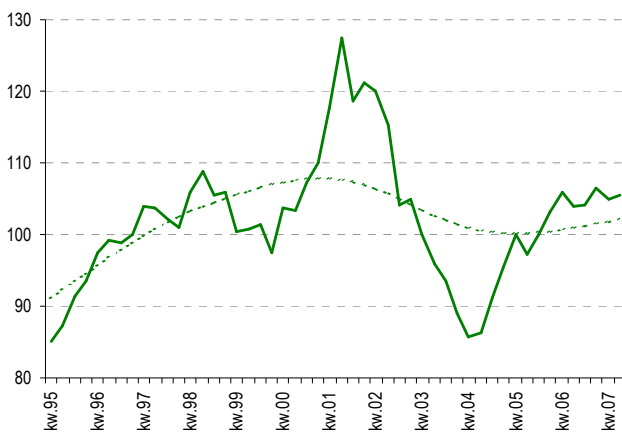
MCI na polskim gruncie

Badania nad MCI prowadzono również w Polsce. Kilka lat temu indeks ten w kilku odmianach był regularnie publikowany przez Narodowy Bank Polski w *Raportach o inflacji*. Wraz ze wzrostem stopnia otwartości polskiej gospodarki, prowadzenie polityki pieniężnej poprzez zmiany stopy procentowej jest komplikowane przez jednoczesny, relatywnie coraz silniejszy wpływ kursu walutowego na aktywność gospodarczą i inflację. Bardziej skomplikowana staje się więc ocena stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej jedynie na podstawie

zmian stóp procentowych lub oddzielnej analizy zmian stóp procentowych i kursu walutowego. Stąd, wydaje się nam, że taka syntetyczna miara restrykcyjności polityki pieniężnej jak MCI jest przydatna. Jednocześnie jednak uznajemy, że działanie tzw. efektu majątkowego w polskiej gospodarce jest na razie zbyt słabe, aby w konstrukcji zagregowanej miary restrykcyjności polityki pieniężnej dla Polski uwzględniać takie zmienne jak ceny aktywów finansowych lub nieruchomości. W definicji konstruowanego przez nas MCI dla Polski uwzględniamy jedynie stopę procentową oraz kurs walutowy, co odzwierciedla przekonanie, że w polskiej gospodarce najważniejszymi i najszybszymi kanałami oddziaływania polityki pieniężnej są kanał stopy procentowej oraz kanał kursu walutowego.

Ponadto, w przypadku polskiej gospodarki, podobnie jak innych szybko rozwijających się gospodarek, w których działa tzw. efekt Harroda-Balassa-Samuelsona, wyznaczenie indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej napotyka na problem w postaci długoterminowej tendencji aprecjacyjnej realnego efektywnego kursu walutowego.

Realny efektywny kurs walutowy

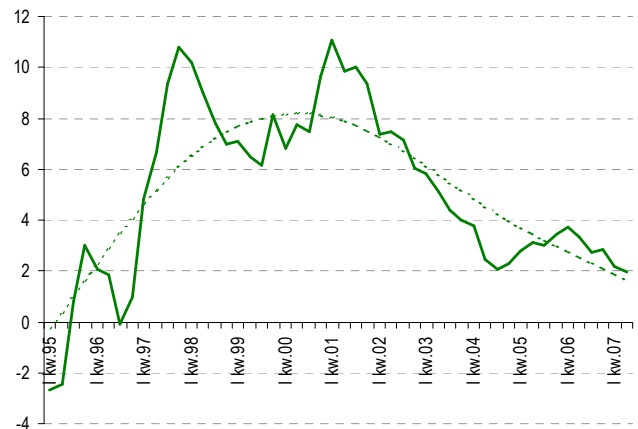


Źródło: Eurostat

Uwaga: Indeks 1999=100. Wzrost indeksu oznacza umocnienie realnego efektywnego kursu złotego. Linia przerywana oznacza trend wyznaczony filtrem Hodricka-Prescotta.

Biorąc pod uwagę szybki wzrost produktywności oraz duży napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych trend aprecjacyjny realnego efektywnego kursu krajowej waluty należy uznać za naturalny, gdyż odpowiada mu odpowiednie dostosowanie kursu równowagi. Stąd, przy wyznaczaniu wag MCI należy uwzględniać jedynie odchylenia bieżącego realnego efektywnego kursu walutowego od poziomu równowagi (przybliżanego przez długoterminowy trend obliczany przy użyciu filtra Hodricka-Prescotta). Podobne zastrzeżenie dotyczy realnej stopy procentowej. Wraz z przechodzeniem przez polską gospodarkę procesu dezinflacji mieliśmy do czynienia z tendencją spadkową nominalnej i realnej stopy procentowej (patrz wykres).

Realna stopa procentowa



Źródło: Eurostat, GUS, obliczenia własne

Uwaga: Jako realną stopę procentową przyjęto WIBOR3M deflowany bieżącym CPI. Linia przerywana oznacza trend wyznaczony filtrem Hodricka-Prescotta.

Z tego powodu przy wyznaczaniu wag MCI również w przypadku realnej stopy procentowej należy brać pod uwagę jej odchylenia od długoterminowego trendu. Uwzględniając powyższe zastrzeżenia, w naszych obliczeniach wykorzystujemy następującą formułę MCI:

$$MCI_t = \omega ((r_t - r_t^*) - (r_0 - r_0^*)) + (1 - \omega) ((e_t - e_t^*) - (e_0 - e_0^*))$$

$r_t - r_t^*$ – odchylenie realnej stopy procentowej od długoterminowego trendu w okresie t ,

$r_0 - r_0^*$ – odchylenie realnej stopy procentowej od długoterminowego trendu w okresie bazowym,

$e_t - e_t^*$ – odchylenie realnego efektywnego kursu walutowego od długoterminowego trendu w okresie t ,

$e_0 - e_0^*$ – odchylenie realnego efektywnego kursu walutowego od długoterminowego trendu w okresie bazowym,

ω – waga dla stopy procentowej,

$(1 - \omega)$ – waga dla kursu walutowego.

Iloraz parametrów ω i $(1 - \omega)$ to tzw. współczynnik MCI (ang. *MCI-ratio*). Jego wartość oznacza jaką zmianą procentową realnego kursu walutowego odpowiada zmianie realnej stopy procentowej o 100 punktów bazowych w odniesieniu do wpływu na aktywność gospodarczą i inflację.

Oprócz MCI wyrażonego w ujęciu realnym obliczamy również MCI nominalny. Jego formuła jest analogiczna do powyższej, jednak zamiast realnej stopy procentowej i realnego efektywnego kursu walutowego wykorzystujemy odpowiednio nominalną stopę procentową oraz nominalny kurs złotego wobec euro. Szczegółowy opis wykorzystanych przez nas zmiennych oraz sposobu

oszacowania wag MCI oraz obliczenia indeksów znajduje się w aneksie technicznym.

Blaski i cienie MCI

Nominalny MCI ma pewną przewagę nad realnym indeksem. Chodzi mianowicie o to, że ze względu na dostępność danych nominalny MCI jest wskaźnikiem restrykcyjności polityki pieniężnej, który można obliczać z najmniejszym opóźnieniem.

Porównanie nominalnego i realnego MCI

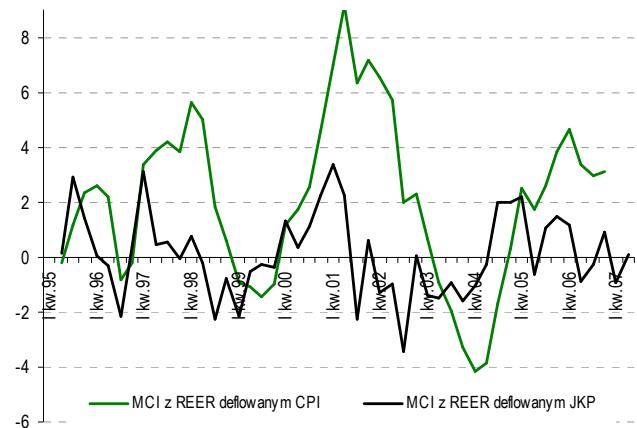
	Nominalny MCI	Realny MCI
Zalety	Może być obliczany nawet na bazie dziennej, a więc stanowi najszybciej dostępną syntetyczną miarę restrykcyjności polityki pieniężnej	Opiera się na zmiennych w ujęciu realnym, a więc stanowi najbardziej precyzyjną miarę restrykcyjności polityki pieniężnej
Ograniczenia	Opiera się na zmiennych w ujęciu nominalnym, co może być mylące, szczególnie w okresach wysokiej inflacji	Obliczany z pewnym opóźnieniem, które wiąże się z potrzebą obliczenia realnych (w przypadku kursu realnych efektywnych) wartości zmiennych
Zastosowanie	Bieżące monitorowanie polityki pieniężnej	Precyzyjna ocena stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej

Zarówno nominalny, jak i realny MCI mają poważne ograniczenia. Przede wszystkim, nie pozwalają one na rozróżnienie natury szoków kursowych. W przeszłości prowadziło to do poważnych błędów w polityce pieniężnej niektórych banków centralnych. Najbardziej spektakularnym przykładem błędu popełnionego przez bank centralny z powodu posługiwania się MCI jest reakcja władz monetarnych Nowej Zelandii na wybuch kryzysu azjatyckiego w 1997 roku. Mianowicie, silne osłabienie dolara nowozelandzkiego w efekcie spadku popytu na towary eksportowe z tego kraju przelożył się spadek MCI. Bank centralny zareagował na to podwyższeniem stóp procentowych, prowadząc do wystąpienia recesji oraz deflacji w kolejnych latach. Przypadek ten pokazuje, że indeksem MCI nie należy posługiwać się bez dokładnej analizy przyczyn zmian kursu walutowego. Dlatego obecnie żaden z banków centralnych nie stosuje MCI jako celu operacyjnego, a jedynie jako jeden z wielu wskaźników informacyjnych nt. sytuacji gospodarczej i przebiegu procesów inflacyjnych. Wykorzystując indeks MCI trzeba mieć na uwadze jego słabości.

Co MCI mówi o polityce RPP?

Skonstruowane przez nas realne indeksy MCI, w dwóch odmianach uwzględniających różne indeksy realnego efektywnego kursu walutowego, pokazane są na poniższym wykresie.

Realny MCI



Źródło: Eurostat, GUS, obliczenia własne

Uwaga: Wzrost indeksu oznacza zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej

Naszym zdaniem, z dwóch obliczonych przez nas realnych indeksów MCI, bardziej spójny z percepcją stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej w ostatnich latach jest indeks z wykorzystaniem realnego efektywnego kursu walutowego (REER) deflowanego jednostkowymi kosztami pracy. Wynika to z faktu, że użycie jako deflatora jednostkowych kosztów pracy zamiast inflacji pozwala na uzyskanie indeksu REER, który lepiej odzwierciedla zmiany konkurencyjności gospodarki. Ponadto, indeks REER z deflatorem z postaci jednostkowych kosztów pracy jest dostępny z mniejszym opóźnieniem. Dlatego w przyszłości będziemy wykorzystywać właśnie ten indeks. Z kolei dzięki zastosowaniu odchyłań REER i realnej stopy procentowej od trendów, a nie odchyłań tych zmiennych od poziomu w okresie bazowym, uzyskany indeks MCI lepiej informuje o stopniu restrykcyjności względem neutralnego poziomu, który w stosowanej przez nas metodzie jest przybliżony przez trend.

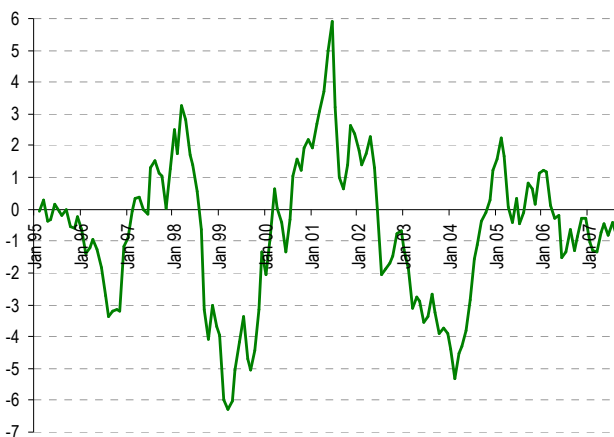
Jak widać na wykresie polityka pieniężna RPP, z uwzględnieniem zmian realnego efektywnego kursu walutowego, uległa II kwartale zaostreniu wobec I kwartału. Niemniej, od początku roku stopień restrykcyjności polityki pieniężnej w Polsce zmniejszył się, ponieważ dwie podwyżki stóp, w kwietniu i czerwcu, oraz aprecjacja REER w II kwartale nie zrekomensowały silnego osłabienia REER w pierwszych miesiącach roku.

Uwzględniając opóźnienia mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej (realnych stóp procentowych i kursu walutowego) wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej w II kwartale br. powinien zaowocować

pewnym ograniczeniem inflacji za 6-7 kwartałów. Wynika to z analizy funkcji reakcji inflacji na zmiany odchyłań realnych stóp procentowych i realnego efektywnego kursu walutowego od trendu (patrz aneks techniczny). Niemniej, z obliczonego przez nas indeksu MCI wynika, że skala zaostrzenia polityki pieniężnej w II kwartale nie zostanie uznana przez większość członków RPP za wystarczającą wobec zagrożeń dla inflacji, jakie wiążą się m.in. z sytuacją na rynku pracy, tym bardziej, że w I kwartale miał miejsce spadek MCI. Sugeruje to, że należy spodziewać się kontynuacji podwyżek stóp przez RPP, co jest zgodne z przewidywanym przez nas scenariuszem, zakładającym, że Rada podwyższy koszt pieniądza jeszcze raz w tym roku i dwukrotnie w przyszłym roku.

Obliczany przez nas realny MCI, bazujący na kwartalnych danych Eurostatu (ostatnia dostępna obserwacja dotyczy II kwartału br.) nie pozwala na ocenę zmian stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej w ostatnich dwóch miesiącach. W tym przypadku pomocny okazuje się nominalny MCI, pokazany na wykresie poniżej.

Nominalny MCI



Źródło: Eurostat, GUS, obliczenia własne

Uwaga: Wzrost indeksu oznacza zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej

Jak wynika z powyższego wykresu restrykcyjność polityki pieniężnej w Polsce w ostatnich dwóch miesiącach prawie się nie zmieniła, mimo podwyżki stóp procentowych w sierpniu. Wzrost krótkoterminowych stóp procentowych (zarówno bezwzględny, jak i względem trendu) został bowiem zniwelowany przez osłabienie złotego. W sumie, nominalny indeks MCI, obejmujący ostatnie zmiany w restrykcyjności polityki pieniężnej, sugeruje wyraźnie, podobnie jak realny indeks MCI za okres do końca I połowy br., że proces zaostrzenia polityki pieniężnej w Polsce nie uległ jeszcze zakończeniu i czekają nas kolejne podwyżki stóp procentowych, biorąc pod uwagę ryzyka dla inflacji, na które zwraca uwagę RPP.

Aneks techniczny

Najpopularniejszą metodą wyznaczania wag MCI jest podejście bazujące na krzywej IS oraz krzywej Philipsa, czyli równaniach luki popytowej i luki inflacyjnej. Metoda ta była wykorzystywana przez Narodowy Bank Polski.

Mniej popularne jest podejście wykorzystujące do wyznaczania wag MCI duże modele makroekonomiczne (modele równowagi ogólnej), stosowane przez duże ośrodki badawcze. Zaletą tych modeli jest to, że uwzględniają one wiele różnych zależności w gospodarce i poprzez to pozwalają lepiej poznać kanały transmisji impulsów polityki pieniężnej. Z wykorzystaniem tej metody wiąże się jednak problem związany z faktem, że modele równowagi ogólnej zawierają zazwyczaj regułę polityki pieniężnej, czyli funkcję reakcji władz monetarnych na przebieg procesów w gospodarce. Trudno jest zatem uzyskać przy ich wykorzystaniu rzeczywisty wpływ poszczególnych zmiennych na inflację i PKB, gdyż są one neutralizowane przez odpowiednią politykę pieniężną.

Zaletą kolejnego podejścia do wyznaczania wag MCI, czyli metody opartej o małe modele strukturalne jest niski stopień skomplikowania, a zatem łatwa do analizy sieć zależności między zmiennymi, co pozwala lepiej zrozumieć, jak wpływają one na procesy inflacyjne i aktywność gospodarczą. To samo odnosi się do VAR-ów, przy czym w ich przypadku unika się problemu zależności strukturalnych. W naszym badaniu wykorzystujemy, ze względu na efektywność obliczeń, właśnie metodę opartą o VAR, czyli wyznaczamy wagi MCI poprzez analizę funkcji odpowiedzi na impuls. Dobrym przykładem zastosowania tej metody jest artykuł Charlesa Goodharta i Borisa Hofmanna zatytułowany *Asset Prices, Financial Conditions and the Transmission of Monetary Policy*, przygotowany na konferencję *Asset Prices, Exchange Rates and Monetary Policy* na Uniwersytecie Stanforda w 2002 roku.

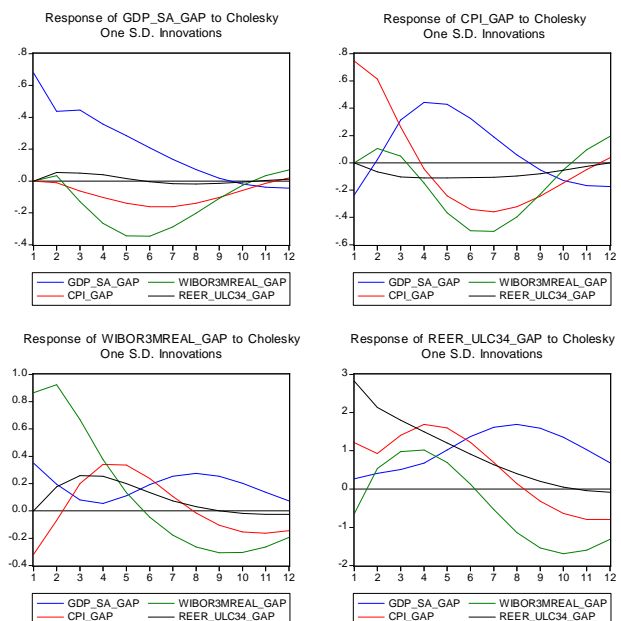
Wszystkie zmienne używane do wyznaczania wag MCI oraz obliczenia indeksu mają postać odchylenia logarytmu danej zmiennej od trendu logarytmu tej zmiennej. Taka postać zmiennych pozwala na uniknięcie problemu niestacjonarności szeregów czasowych. Zastosowanie odchylenia zmiennych od trendów zarówno przy wyznaczaniu wag MCI, jak i samym obliczaniu indeksu powoduje, że uzyskany obraz restrykcyjności polityki pieniężnej nie jest skażony trendem.

Długookresowy trend zmiennych wyznaczamy przy użyciu filtru Hodricka-Prescotta (HP). Metoda ta prowadzi do zmiany przeszłych wartości MCI przy przedłużaniu indeksu o nowe obserwacje zmiennych, ale zmiany te są na tyle niewielkie, że nie zaburzają obrazu restrykcyjności polityki pieniężnej. Mimo całej krytyki dotyczącej filtru HP, metoda ta ma dużą zaletę w postaci dużej szybkości i łatwości obliczeń.

VAR estymowano na danych kwartalnych za okres od I kwartału 1995 r. do II kwartału 2007 roku. Dla PKB wykorzystano odsezonowany szereg czasowy z bazy danych Eurostatu. Dla inflacji wykorzystano dane nt. 12-miesięcznej dynamiki CPI podawane przez GUS. Dla

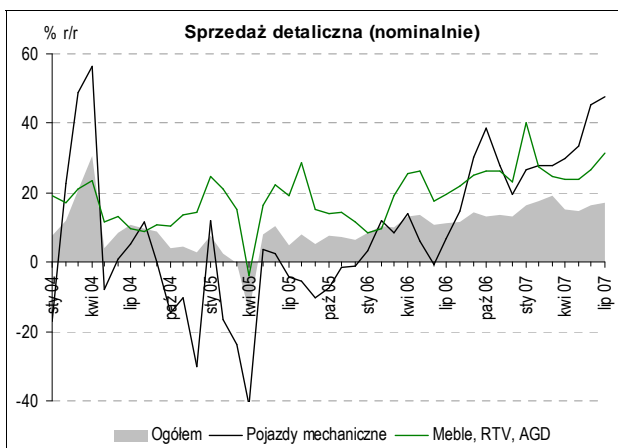
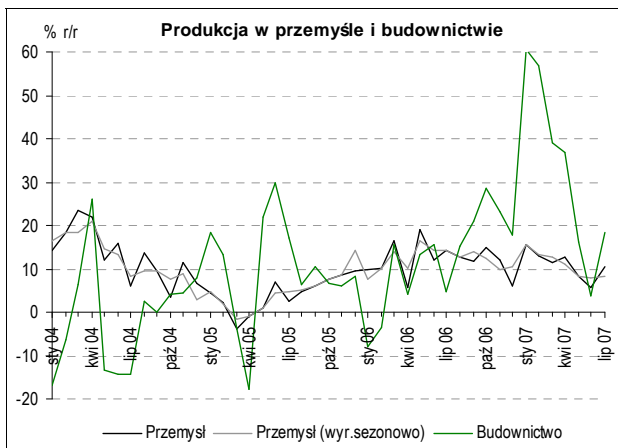
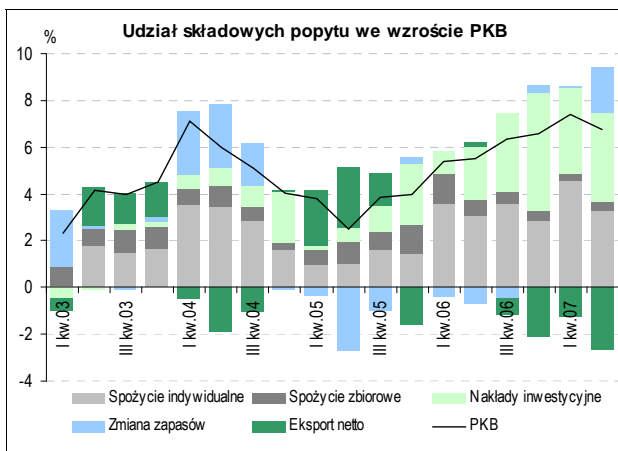
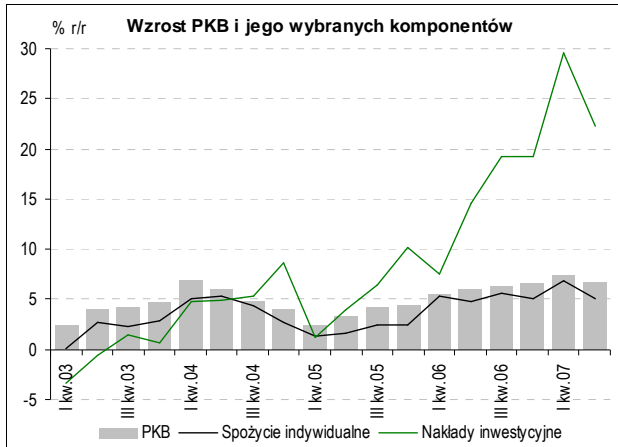
kursu walutowego wykorzystano indeks realnego efektywnego kursu walutowego (dla 34 partnerów handlowych deflowanego jednostkowymi kosztami pracy) z bazy danych Eurostatu. Dla stopy procentowej przyjęto 3-miesięczne stopy rynku międzybankowego WIBOR 3M. Wybór ten wynika zarówno z dostępności danych, jak i dużego znaczenia stopy WIBOR na rynku kredytowym. Stopy nominalne zdeflowane zostały bieżącym wskaźnikiem CPI, co jest uzasadnione dostępnością danych oraz adaptacyjnym charakterem oczekiwań inflacyjnych w Polsce.

W celu wyznaczenia wag MCI estymujemy VAR z czterema zmiennymi endogenicznymi, w następującym uszeregowaniu: PKB, inflacja, realna stopa procentowa oraz realny efektywny kurs walutowy. Uszeregowanie zmiennych endogenicznych jest standardowe w świetle literatury przedmiotu. Wykorzystujemy również kilka zmiennych egzogenicznych. Są zmienne zerojedynkowe, głównie dla kryzysu azjatyckiego i kryzysu rosyjskiego. Dobór opóźnień w VAR dokonujemy w oparciu o kryterium AIC. Wynik wskazuje na opóźnienia rzędu 2. Poniżej przedstawiamy wykresy funkcji odpowiedzi na impuls, uzyskane z estymowanego VAR.



Aby wyznaczyć wagi MCI obliczamy względną siłę wpływu realnej stopy procentowej i realnego efektywnego kursu walutowego na inflację w ciągu 12 kwartałów (podejście spójne ze wspomnianym wcześniej badaniem Goodharta i Hofmanna). Wynoszą one odpowiednio 0,64 dla realnej stopy procentowej i 0,36 dla realnego efektywnego kursu walutowego. Wyniki te są zbliżone do rezultatów innych szacunków wag dla MCI w Polsce, m.in. z obliczeniami NBP.

Gospodarka Polski



Zaskakujące dane o PKB w II kwartale

Wzrost PKB w II kw. spowolnił do 6,7% z 7,4% w I kw. wobec oczekiwań rynkowych na wzrost o 6%. Struktura wzrostu również dość znacznie różniła się od oczekiwań.

Akumulacja brutto zwiększyła się aż o 33,4% przy wzroście inwestycji w środki trwałe o 22,3% r/r, (silniej od prognoz). Tymczasem, drugi główny motor wzrostu gospodarczego, czyli popyt konsumpcyjny, pracował w II kwartale słabiej niż szacowano. Spożycie ogółem wzrosło o 4,4%, w tym spożycie indywidualne o 5,1%. Popyt krajowy ogółem zwiększył się w II kwartale aż o 9,3% r/r, podczas gdy szacunki wskazywały na ok. 8%. Wkład eksportu netto wyniósł -2,6 pkt proc. i był bardziej ujemny niż szacowano. Deflator PKB przekroczył 3% r/r.

O ile silniejszy od oczekiwań wzrost PKB i popytu krajowego został odebrany przez rynek jako „jastrzębi” argument, to z punktu widzenia oceny perspektyw inflacji struktura wzrostu w II kw. wydaje się bardziej korzystna niż oczekiwano. Silniej rosną inwestycje zwiększające potencjał gospodarki w długim okresie, a słabiej konsumpcja, której nadmierny wzrost mógłby stanowić istotne zagrożenie dla perspektyw inflacji). Ponadto, szybszy od prognoz wzrost PKB w II kw. oznacza, że podwyższeniu ulegają szacunki wzrostu wydajności pracy, a obniżeniu szacunki jednostkowych kosztów pracy w tym okresie.

Prognozujemy dalsze spowolnienie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, ale powinno ono mieć mniejszą skalę niż wcześniej szacowaliśmy. Miesięczne wskaźniki aktywności gospodarczej za lipiec nie były imponujące (patrz niżej), co sugeruje, że w III kw. osiągnięcie wzrostu wyraźnie przekraczającego 6% nie będzie łatwe. Po danych za II kwartał wydaje się natomiast niemal pewne, że nie będzie problemów z wyraźnym przekroczeniem poziomu 6% w odniesieniu do wzrostu PKB w całym 2007 roku.

Słabszy od prognoz wzrost produkcji

Produkcja sprzedana przemysłu spadła w lipcu o 2% m/m i zwiększyła się o 10,4% r/r. Wynik ten jest słabszy niż mediana prognoz rynkowych na poziomie 11,1% r/r i nasza prognoza na poziomie 12,1% r/r. Sezonowo dostosowany wzrost produkcji przemysłowej wyniósł 8,3% r/r, czyli podobnie jak w poprzednich dwóch miesiącach, ale słabiej niż średnio w dwóch pierwszych kwartałach roku.

W lepszej kondycji niż przemysł jest budownictwo. Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w lipcu o 18,4% r/r, co oznacza odbicie po niepokojącym spowolnieniu do 3,7% r/r w czerwcu. W sumie, dane o produkcji wskazują, że początek III kwartału w gospodarce nie był rewelacyjny, choć tempo ekspansji gospodarczej pozostaje solidne. Według naszych prognoz wzrost PKB w III kwartale wyniesie 6,1%

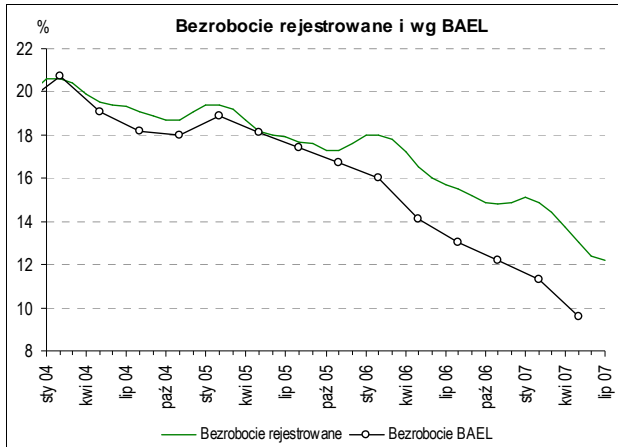
Przyspieszenie wzrostu sprzedaży

Wartość sprzedaży detalicznej wzrosła w lipcu o 17,1% r/r, szybciej niż w trzech poprzednich miesiącach. Realny wzrost sprzedaży wyniósł 15% r/r. Różnica pomiędzy nominalną a realną dynamiką stopniowo się powiększa, sugerując przyspieszenie dynamiki cen, ale nadal jest umiarkowanie niska.

Szybki wzrost sprzedaży utrzymał się we wszystkich kategoriach towarów, świadcząc o tym, że wzrost popytu konsumpcyjnego ma szerokie podstawy, przy czym najbardziej wyraźne przyspieszenie oraz najwyższy poziom dynamiki rocznej zanotowano w sprzedaży dóbr trwałego użytku.

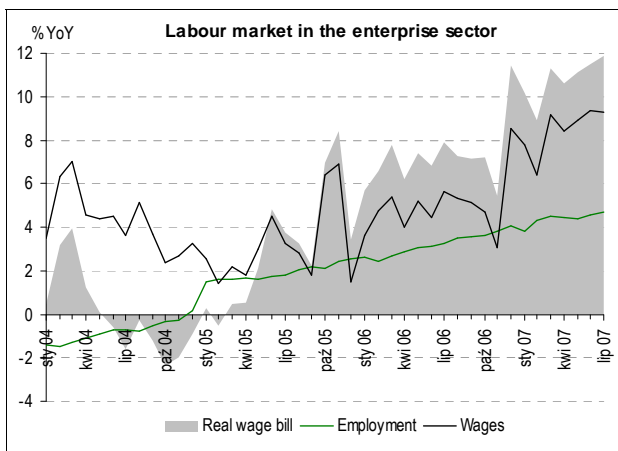
Dane potwierdziły, że poprawa sytuacji na rynku pracy przekłada się na stopniowy wzrost dynamiki zakupów, więc należy spodziewać się utrzymania solidnego tempa wzrostu konsumpcji prywatnej w II połowie br. (prognozujemy 5,4% r/r).

Gospodarka Polski

**Po raz pierwszy od 10 lat bezrobocie poniżej 10%**

▪ Dane nt. bezrobocia rejestrowanego nie przyniosły zaskoczenia – zgodnie z wcześniejszymi szacunkami ministerstwa pracy stopa bezrobocia obniżyła się w lipcu do 12,2%, najniższego poziomu od października 1999, a liczba osób bez pracy zmniejszyła się o niemal 590 tys., czyli o blisko jedną czwartą w ciągu roku.

▪ Równocześnie, GUS opublikował wyniki BAEL za II kwartał br. Stopa bezrobocia wg BAEL obniżyła się w II kwartale do 9,6%, osiągając po raz pierwszy od dziesięciu lat poziom jednocyfrowy. Liczba bezrobotnych wg tego badania spadła o prawie 33% r/r, a liczba pracujących powiększyła się w tym czasie o 4,8% r/r. Nieznacznie zwiększył się współczynnik aktywności zawodowej i wskaźnik zatrudnienia, wzrastając w II kwartale do 53,5% oraz 48,4% odpowiednio.

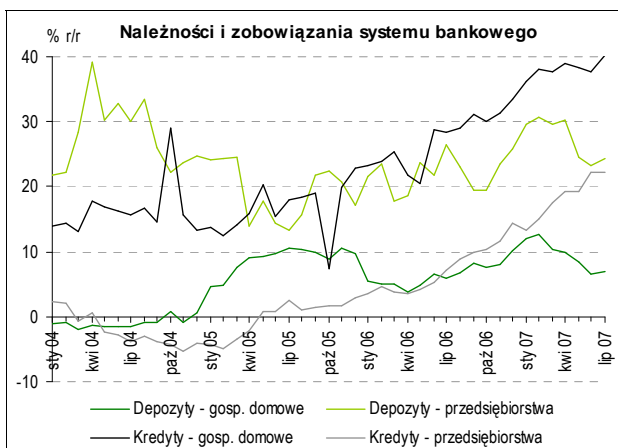
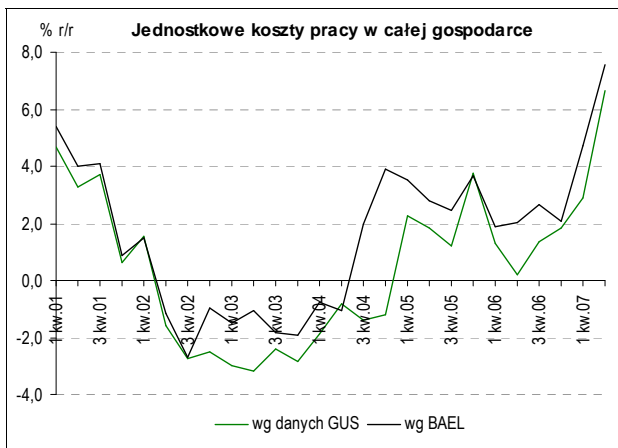
**Rośnie zatrudnienie, płace i jednostkowe koszty pracy**

▪ Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lipcu o 9,3% r/r. Równocześnie przeciętne zatrudnienie zwiększyło się o 4,7% r/r, ustanawiając kolejny rekord po 1989 r. Ogólnie, dane potwierdziły, że na początku III kw. utrzymuje się silny wzrost zapotrzebowania na pracowników, co – przy jednoczesnych ograniczeniach występujących po stronie popytowej (m.in. emigracja zarobkowa, niska aktywność zawodowa) – podtrzymuje dynamikę płac na wysokim poziomie.

▪ Lipiec był pierwszym miesiącem, w którym obowiązywała obniżona o 3 pkt. proc. składka rentowa. Na podstawie danych za jeden miesiąc trudno wywnioskować na razie, czy i w jakim stopniu obniżka ta miała wpływ na negocjacje płacowe w przedsiębiorstwach. Niewykluczone, że gdyby nie ten czynnik dynamika płac byłaby jeszcze wyższa, jednak pełniejsze wnioski można będzie wyciągnąć dopiero po kilku miesiącach.

▪ Póki co, napływ dochodów z pracy do portfeli gospodarstw domowych po raz kolejny przyspieszył. Ogólny fundusz wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zwiększył się w lipcu o 14,4% r/r nominalnie i 11,8% r/r realnie. Jest to z pewnością czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu wysokiej dynamiki popytu konsumpcyjnego.

▪ Dane BAEL za II kw. wskazały na wyraźne przyspieszenie jednostkowych kosztów pracy (JKP), w jeszcze większym stopniu niż wynikało z danych nt. zatrudnienia rejestrowanego. Wg naszych szacunków opartych o dane z rynku pracy i na temat wartości dodanej, wzrost wydajności pracy w II kwartale spowolnił do 1,3% r/r (2,2% w I kw.), a wzrost JKP przyspieszył do 7,6% r/r (4,7% r/r w I kw.). Chociaż bank centralny zwracał uwagę, że szacunki na podstawie BAEL mogą prowadzić do przeszacowania kosztów pracy, to jednak tendencja wzrostowa JKP jest wyraźna.

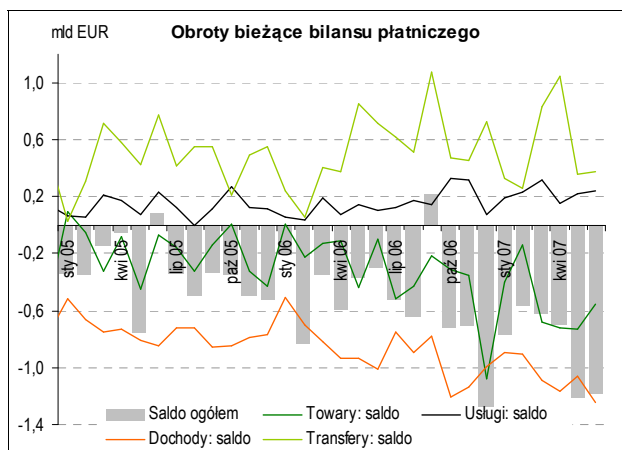
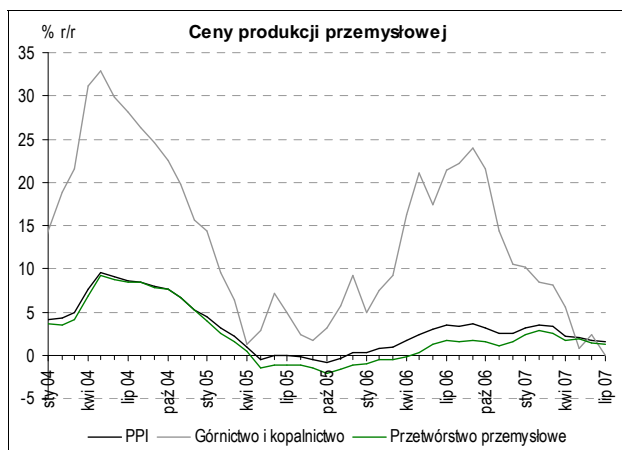
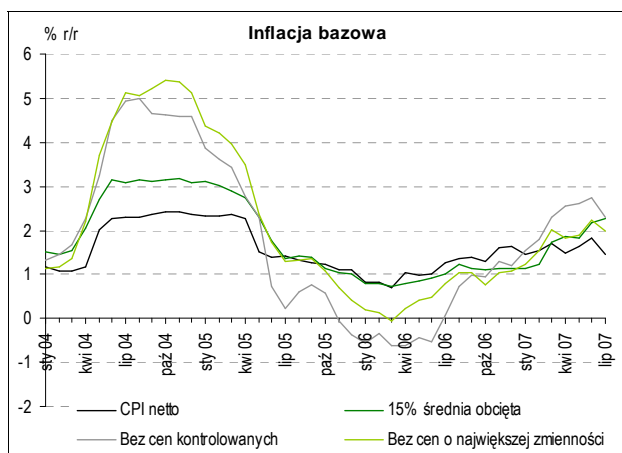
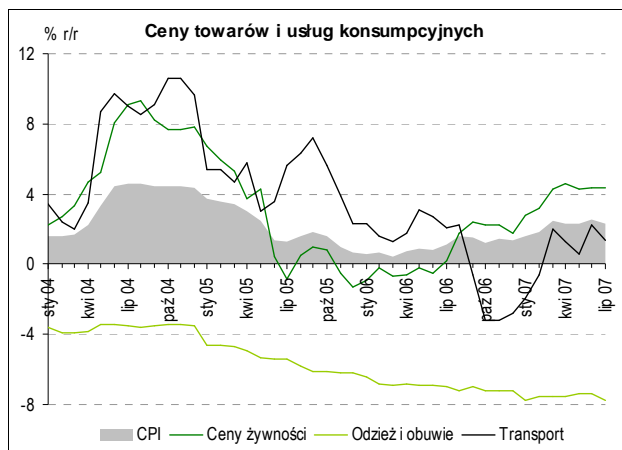
**Utrzymanie trendów w statystykach pieniężnych**

▪ Dokonane przez Narodowy Bank Polski zmiany metodologiczne w statystykach pieniężnych nie spowodowały istotnej zmiany widocznych wcześniej tendencji.

▪ Podaż pieniądza M3 zwiększyła się w tempie 15,6% r/r, z czego depozyty ogółem o 15,9% r/r. W obu przypadkach nastąpiło przyspieszenie w porównaniu z lipcem, ale spowolnienie wobec średniego tempa wzrostu w I i II kwartale roku. To samo odnosi się do dynamiki depozytów gospodarstw domowych (6,9% r/r) oraz depozytów firm (24,3% r/r).

▪ Kredyty ogółem zwiększyły się w czerwcu aż o 31,4% r/r, najszybciej od czerwca 2000 r., głównie za sprawą przyspieszenia dynamiki kredytów gospodarstw domowych do 40,2% r/r, największego poziomu od prawie 10 lat. Na solidnym poziomie 22,2% r/r utrzymał się wzrost kredytów dla firm.

Gospodarka Polski



Perspektywy inflacji bez zmian

▪ Zgodnie z naszą prognozą inflacja w lipcu spadła do 2,3% z 2,6% w czerwcu, poniżej oczekiwań rynkowych i szacunku Ministerstwa Finansów na poziomie 2,4%.

▪ Co ważne, spadek inflacji nie wynikał tylko z czynników podażowych, gdyż inflacja netto zanotowała w lipcu spadek do 1,5% r/r z 1,8% r/r w czerwcu. Chociaż trzeba pamiętać, że spadek ten jest związany w dużej mierze z efektem bazy statystycznej (znaczny wzrost cen dostępu do Internetu w lipcu 2006), to nawet uwzględniając ten fakt można stwierdzić, że inflacja netto pozostaje na niskim poziomie, oznaczając, że bieżąca fundamentalna presja inflacyjna jest słaba.

▪ Wskazuje na to również niski poziom większości pozostałych miar inflacji bazowej (CPI bez cen kontrolowanych spadł o 0,4 pkt proc. do 2,3% r/r, CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności o 0,3 pkt proc. do 2,0% i CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw o 0,2 pkt proc. do 1,9% r/r). Jedyne inflacja bazowa liczona metodą 15% średniej obciążonej zanotowała wzrost o 0,1 pkt proc. do 2,3% r/r.

▪ W sumie, bieżące wskaźniki inflacji nie stanowią argumentu za zaostrzeniem polityki pieniężnej. Szczególnie, że w okresie sierpień-wrzesień inflacja CPI spadnie jeszcze bardziej. Nasza prognoza zakłada, że w sierpniu inflacja wyniesie 1,8% r/r, a konsensus rynkowy i szacunek Ministerstwa Finansów wskazuje na 1,9% r/r. Wyraźny spadek inflacji poniżej celu, choć przejściowy, utrudniać będzie podjęcie decyzji o podwyżce stóp.

▪ Trzeba jednak pamiętać, że Rada skupia się bardziej na danych sygnalizujących przyszłe procesy cenowe, takich jak dane z rynku pracy, a nie na bieżących wskaźnikach inflacji. To, że miary inflacji CPI oraz miary inflacji bazowej są obecnie niskie, poniżej celu inflacyjnego potwierdza jedynie słuszność braku podwyżek stóp kilka kwartałów temu.

Przejściowy spadek inflacji PPI

▪ Ceny produkcji przemysłowej zwiększyły się w lipcu o 0,4% m/m i 1,5% r/r, słabiej niż oczekiwano. W samym przetwórstwie przemysłowym ceny produkcji wzrosły o 0,4% m/m i 1,2% r/r wobec 1,4% r/r w czerwcu.

▪ Chociaż kolejny wzrost cen produkcji w ujęciu miesięcznym może niepokoić, to wynikał on głównie z podwyżek cen w przypadku wyrobów tytoniowych (aż o 5% m/m, co jest efektem podwyżki akcyzy) oraz koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (o 2,8% m/m). Ceny innych dóbr rosną dużo wolniej lub spadają.

▪ Z drugiej strony, należy pamiętać, że spadek rocznej dynamiki PPI to w dużej mierze statystyczny efekt wysokiej bazy. Przewidujemy, że w kolejnych miesiącach, po wygaśnięciu efektu wysokiej bazy, dynamika PPI ponownie przyspieszy do powyżej 3% r/r w grudniu.

Umiarkowane narastanie nierównowagi zewnętrznej

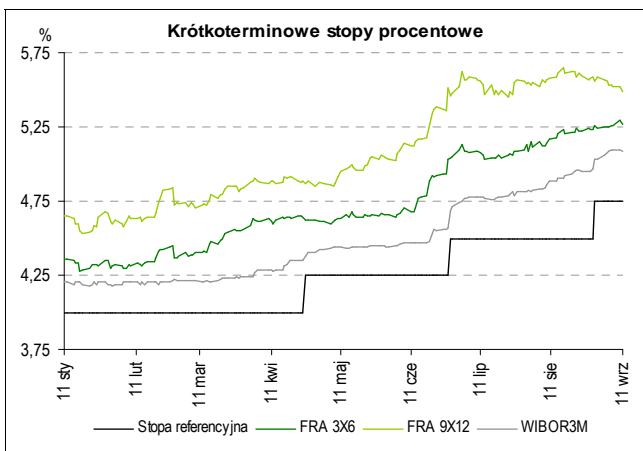
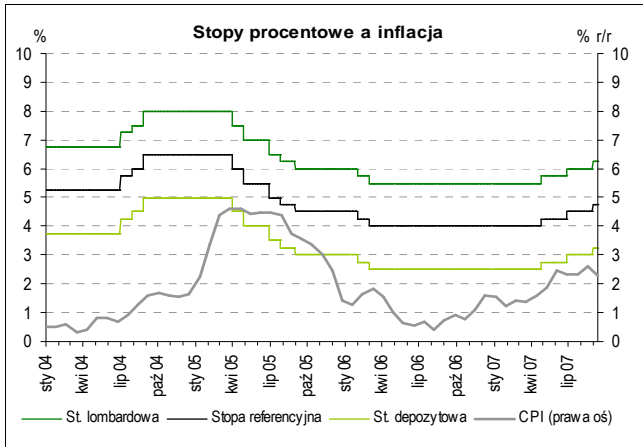
▪ Deficyt obrotów bieżących w czerwcu wyniósł 1,182 mld €. Deficyt obrotów towarowych wyniósł 557 mln €. Eksport kontynuował dwucyfrowy wzrost (prawie 13% r/r). Równocześnie, dynamika importu wzrosła do ponad 18% r/r.

▪ Czerwiec był drugim miesiącem z rzędu, w którym zanotowano wyraźne osłabienie napływu środków z UE. Dodatnie saldo transferów bieżących wyniosło zaledwie 373 mln €, znacznie mniej niż przed rokiem. Zjawisko to ma jednak charakter przejściowy.

▪ Skumulowany deficyt obrotów bieżących za 12 miesięcy zwiększył się na koniec czerwca do 3,1% PKB wobec 2,5% PKB na koniec I kwartału i 2% PKB przed rokiem. Tendencja wzrostowa jest jak na razie umiarkowana i nie stanowi poważnego zagrożenia dla stabilności makroekonomicznej.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Pod lupą: Bank centralny



Fragment sierpniowej informacji RPP

Najnowsze informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz głębsze niż wcześniej szacowano pogorszenie relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Możliwe jest dalsze narastanie presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Podjęte w ostatnim okresie decyzje zmniejszające dochody i zwiększające wydatki sektora finansów publicznych mogą prowadzić do pogorszenia równowagi finansów publicznych, co w średnim okresie może skutkować dodatkową presją inflacyjną. Wzrost inflacji w średnim okresie może być ograniczany przez bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wysoką dynamikę inwestycji, które oddziałują w kierunku wzrostu wydajności. Wzrost inflacji może być także ograniczony przez niską dynamikę cen zewnętrznych, związaną z polityką pieniężną prowadzoną przez najważniejsze banki centralne oraz z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej. Rada uznała jednak siłę oddziaływania tych czynników za niewystarczającą do utrzymania inflacji na poziomie celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Głosowania RPP w tym roku (wnioski o podwyżkę 25pb)

	lut	marzec	kwiecień	maj	czerwiec
Skrzypek	-	-	-	-	-
Czekaj	-	-	+	-	+
Filar	+	+	+	+	+
Nieckarz	-	-	-	-	-
Noga	+	+	+	+	+
Owsiak	-	-	-	-	-
Pietrewicz	-	-	-	-	-
Sławiński	-	+	+	-	+
Wasilewska-Trenkner	+	+	+	+	+
Wojtyna	-	+	+	+	+

Źródło: NBP, Reuters

Trzecia podwyżka. Kiedy kolejna?

- Rada Polityki Pieniężnej podniosła w sierpniu po raz trzeci w tym roku stopy procentowe o 25 pb, referencyjną do poziomu 4,75%. W obliczu wcześniej opublikowanych danych, szczególnie dotyczących rynku pracy, taka decyzja była powszechnie oczekiwana i nie wywołała znaczącej reakcji rynku finansowego.
- Pojawia się jednak pytanie o kolejne ruchy w polityce pieniężnej, zwłaszcza w obliczu oczekiwanego spadku inflacji w najbliższych dwóch miesiącach oraz wobec zawirowań na światowych rynkach finansowych, które spowodowały zmianę oczekiwań co do stopnia restrykcyjności polityki głównych banków centralnych na świecie w najbliższych miesiącach.
- Kolejne podwyżki stóp będą zależały od nadchodzących danych ekonomicznych. Do tej pory nie było w Radzie większości do podejmowania takich decyzji miesiąc po miesiącu, a we wrześniu będzie to tym trudniejsze, że jesteśmy już po trzech podwyżkach. Pozostaje więc wybór: październik czy listopad.
- Oczekujemy wciąż szybkiego tempa wzrostu płac, ale i pewnego spowolnienia w kreacji zatrudnienia przy wciąż szybkim tempie wzrostu gospodarczego. Z drugiej strony, inflacja w sierpniu i wrześniu będzie na poziomie zbliżonym do 2% (inflacja bazowa wciąż poniżej 2%), co może utrudniać wyjaśnianie decyzji o (kolejnej) podwyżce szerszemu gronu odbiorców. Kolejne kwartalne dane z rynku pracy będą dostępne dopiero w listopadzie.
- Pewną rolę będzie odgrywało zachowanie rynków globalnych i innych banków centralnych. Nie bez znaczenia mogą być wcześniejsze wybory i wyczekiwanie na powstanie nowego rządu. W sumie, nieco większe prawdopodobieństwo przyporządkowujemy podwyżce stóp w listopadzie. Podtrzymujemy prognozę dwóch kolejnych w I połowie 2008.

Kilka nowych elementów w komunikacie

- Jak można się było spodziewać, komunikat po posiedzeniu oraz konferencja prasowa nie dały odpowiedzi na pytanie dotyczące terminu kolejnych podwyżek.
- Rada podtrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, uzasadniając decyzję rosnącymi jednostkowymi kosztami pracy w skali większej od wcześniej spodziewanej.
- Nowym „jastrzębim” elementem było bardziej szczegółowe niż poprzednio uwzględnienie możliwego wpływu polityki fiskalnej na przyszłą inflację. Rada odniosła się również do sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych, stwierdzając, że dalszy rozwój sytuacji będzie jednym z czynników branych pod uwagę przy podejmowaniu kolejnych decyzji. Rada napisała w komunikacie, że wzrosło ryzyko silniejszego niż wcześniej oczekiwano osłabienia wzrostu w USA i w strefie euro.

Rada głosowała nad podwyżką w lipcu

- Poznaliśmy wyniki głosowania nad podwyżką stóp procentowych w czerwcu, które były zgodne z naszymi przewidywaniami.
- Wydaje nam się, że podobnie było w sierpniu i ponownie głos Prezesa NBP był w mniejszości, choć wypowiedzi innych członków Rady (szczegóły na następnej stronie), którzy wcześniej głosowali przeciw podwyżkom, sugerowały, że chętnych do podwyżki tym razem mogło być nieco więcej.
- Z drugiej strony, ciekawe mogą być wyniki głosowania lipcowego, w trakcie którego naszym zdaniem było mniej zwolenników podwyżki stóp niż w marcu lub w maju, kiedy to takie wnioski nie przeszły. Wydaje nam się, że znacząca większość Rady uznała, że skoro podwyżka miała miejsce w czerwcu to w kolejnym miesiącu można nieco odpuścić.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Komentarz

Sławomir Skrzypek, prezes NBP, przewodniczący RPP TVN CNBC, 6 września

Mówimy o inflacji, która mieści się w celu, paśmie odchyłań od celu. Wszystkie modele w NBP w swoim horyzoncie wskazują, że ta inflacja będzie się mieściła w celu.

Mamy cały czas wysoką dynamikę produktywności, ale rzeczywistość - dynamika płac zaczyna wyprzedzać tę produktywność. Z tym się wiąże jeszcze jeden problem - według ostatnich analiz w NBP mamy wątpliwości, czy te miary są właściwe. Otóż, biorąc pod uwagę wzrost jednostkowych kosztów pracy bierze się pod uwagę dane BAEL, które nie uwzględniają wpływu emigracji - czyli mamy do czynienia z zawyżaniem jednostkowych kosztów pracy, jak i ma to wpływ na dynamikę produktywności. Co nie znaczy, że należy lekceważyć te zależności.

Należałem do tych członków, którzy nie poparli podwyżek, różniłem się opinią co do częstotliwości, terminu ich podjęcia. Zwłaszcza decyzja czerwca była dla rynków zupełnie niezrozumiała, wystarczy popatrzeć jak zareagowały kontrakty FRA i jak zareagowały rynki - było wtedy trochę zamieszania i to podniosło oczekiwania.

Ze swej strony mogę powiedzieć, że będę zabiegał aby odpowiednie zmiany prawne nastąpiły, tak by w dniu decyzji można było rynkowi zakomunikować pełną informację, zarówno o tle decyzji jak i w wszystkich aspektach, które były brane pod uwagę, jak również o wynikach głosowania.

Najwcześniejsza data przyjęcia w Polsce euro to 2012.

Na początku września prezes NBP udzielił pierwszych wywiadów telewizyjnych, które jednak nie wniosły zbyt wiele nowego w porównaniu z jego wcześniejszymi wypowiedziami. Mówiąc o inflacji utrzymującej się w celu, prezes miał zapewne na myśli, że zmieści się w dopuszczalnym paśmie odchyłań od celu, bo przecież cel jest punktowy i wynosi 2,5%. Modele progностyczne NBP wskazują na znaczące ryzyko, że ten poziom zostanie przekroczony, choć inflacja może, według nich, być poniżej 3,5%. Wypowiedź prezesa wskazuje tym samym, że wykazuje on symetryczne podejście do traktowania celu inflacyjnego, w przeciwieństwie do niektórych członków Rady.

Jeśli chodzi o dane BAEL dotyczące liczby pracujących mogą być one rzeczywistość nieco zawyżone i wskazywali już na to uwagę autorzy projekcji inflacji NBP. Nie zmienia to jednak faktu, że sytuacja na rynku pracy była w II kw. trudniejsza niż w I kw. i w porównaniu z oczekiwaniami. Biorąc bowiem pod uwagę dane GUS o wzroście zatrudnienia w całej gospodarce, to rosące jednostkowe koszty pracy rosą co prawda nieco wolniej niż wg BAEL, ale i tak dość szybko z punktu widzenia perspektyw inflacyjnych.

Co ciekawe, prezes NBP powiedział, że był przeciw podwyżce w czerwcu ze względu na moment jej podjęcia. Czy to znaczy, że głosowałby za podwyżką w lipcu? Jeśli rzeczywistość była szansa na uzyskanie szerokiego konsensusu w lipcu, to szkoda, że większość Rady wolała się pospieszyć. Z zadowoleniem przyjmujemy zapowiedzi prezesa odnośnie szybszej publikacji wyników głosowań. Co do terminu publikacji informacji z posiedzeń RPP, naszym zdaniem szybsza publikacja *minutes* w obecnej formie nie poprawi znacząco przejrzystości polityki pieniężnej.

Stanisław Owsiak, członek RPP Thomson Financial, 30 sierpnia

Dane za II kw. wskazują na możliwość nasilenia presji inflacyjnej i potwierdzają, że tegoroczne decyzje o podwyżkach stóp procentowych były słuszne. Rada powinna zwracać uwagę na dane dotyczące cen żywności i cen paliw, które mogą być źródłem presji inflacyjnej.

Mirosław Pietrewicz, członek RPP Reuters, 30 sierpnia

Ostatnie podwyżki stóp procentowych powinny być czynnikiem hamującym wzrost dynamiki inflacji w roku przyszłym. Spodziewam się, że inflacja na koniec roku bieżącego powinna być nieco wyższa niż cel, ale nie powinna przekroczyć 3%. Ostatnie decyzje RPP współgrają z ostatnimi danymi o wzroście gospodarczym w Polsce.

W komentarzach dotyczących danych o wzroście gospodarczym za drugi kwartał, członkowie Rady, którzy w poprzednich miesiącach byli przeciwni podwyżkom stóp procentowych, zwracali uwagę, że dane te potwierdziły słuszność podjętych decyzji. Tym samym bronią oni poprzednich większościowych decyzji Rady, przyznając się niejako do błędów podczas głosowań w kwietniu i czerwcu. Zdaniem „gołębich” członków dokonane ruchy w polityce pieniężnej powinny spowalniać wzrost inflacji w przyszłym roku. Ciekawe jest jednak, czy byli oni również przeciwko podwyżce stóp procentowych dokonanej na sierpniowym posiedzeniu, czy też może zmienili zdanie. Oprócz Owsiaka i Pietrewicza przeciwko dwóm pierwszym podwyżkom stóp procentowych w tym roku byli już tylko prezes Skrzypek i Stanisław Nieckarz.

Marian Noga, członek RPP Reuters, 30 sierpnia

Uważam, że stopa, która zapewni inflację wokół celu to jest poziom 5,5%. Oznacza to, że konieczne są trzy podwyżki do połowy 2008 r.

Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP PAP, 31 sierpnia

Jeśli obecnie obserwowane procesy powodujące narastanie presji inflacyjnej będą nadal przybierać na sile, to być mogą będą potrzebne 1-2 podwyżki stóp procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Równie dobrze obraz sytuacji może ulec radykalnej zmianie.

Z kolei „jastrzębi” członkowie Rady opowiadają się za dalszymi podwyżkami stóp, co nie powinno dziwić. Wypowiedzi Mariana Nogi są mniej więcej zgodne z tym co wyceniają obecnie kontrakty terminowe na stopę procentową. Co prawda z komentarzy Haliny Wasilewskiej-Trenkner można już wywnioskować, że rozważa ona mniejszą skalę zacieśnienia monetarnego, jednak warto zwrócić uwagę na jej zastrzeżenie, że obraz może ulec zmianie. Zresztą, w przeszłości obraz przyszłej inflacji już przecież ulegał zmianie, bo ci sami członkowie Rady przed rozpoczęciem cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej mieli nadzieję, że do ustabilizowania inflacji wokół celu wystarczy 1-2 podwyżki stóp procentowych.

Dariusz Filar, członek RPP PAP, 3 września

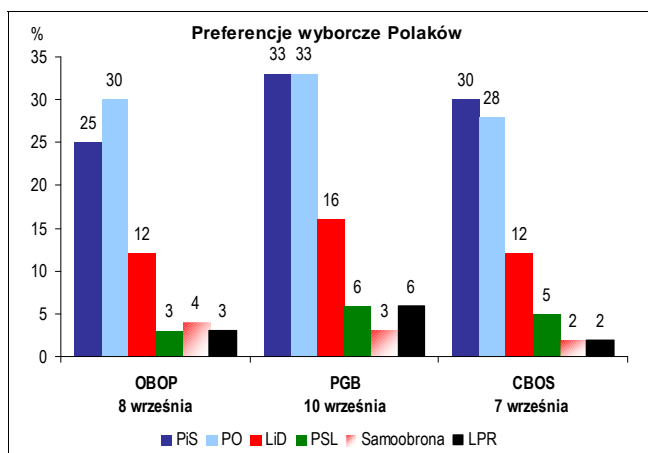
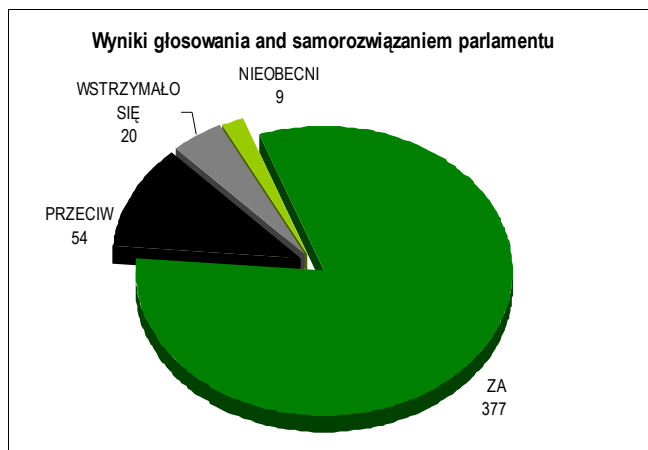
Gdybyśmy mieli przekonanie, że dokonane podwyżki wyeliminowały zagrożenie, to byśmy to zasignalizowali. Wyższy od oczekiwań wzrost PKB w II kwartale pozwala oceniać, że zrównanie rzeczywistego PKB z potencjałem gospodarki nastąpi pod koniec 2008, co sprawi, że polityka pieniężna będzie mogła mieć bardziej neutralny charakter.

Jesteśmy zależni od danych. Będzie niezwykle interesujące zobaczenie, co pokaże projekcja październikowa. (...) Projekcja lipcowa wskazywała na potrzebę podwyżki stóp procentowych, jednak zdaniem większości członków RPP potrzebna była weryfikacja w postaci oceny danych dostępnych w sierpniu. Nie wykluczam, że podobnie może być w październiku-listopadzie.

Profesor Filar, który zwykł się wypowiadać w tonie raczej „jastrzębim”, udzielił komentarza na temat danych PKB w sposób bardziej „gołębi” niż zacytowani powyżej inni członkowie Rady. Ciekawsze, naszym zdaniem, były jednak jego wypowiedzi o istotności nadchodzących danych ekonomicznych oraz nowej projekcji inflacji dla kolejnych decyzji Rady. Nie wykluczył on bowiem, że do podwyżki stóp procentowych może dojść dopiero w listopadzie. Taki scenariusz byłby zgodny z naszymi oczekiwaniami.

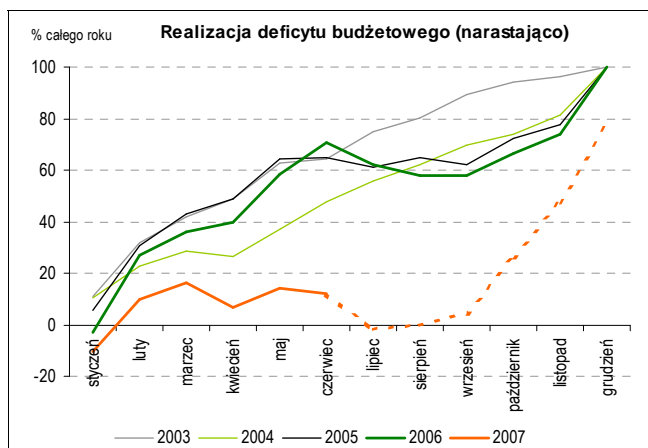
Ciekawe były również komentarze dotyczące wpływu kryzysu na globalnym rynku finansowym na polską gospodarkę. Filar wypowiedział się w podobnym tonie jak profesor Andrzej Sławiński na konferencji prasowej po sierpniowym spotkaniu Rady. Mianowicie, nie ma w tej chwili żadnych przesłanek, by ten kryzys bezpośrednio przełożył się na kondycję przedsiębiorstw, a wpływ na sytuację Polski jest bardzo pośredni, bardzo nieznaczny, jeżeli w ogóle jakiś jest.

Pod lupą: Rząd i polityka



Założenia makroekonomiczne budżetu na 2008 r.

	NOWE	STARE
Deficyt (mld zł)	28,1	30,0
Wydatki (mld zł)	275,1	271,6
Dochody (mld zł)	247,0	241,6
Wzrost PKB (%)	5,5	5,7
Popyt krajowy (%)	7,2	6,8
Akumulacja brutto (%)	13,9	13,4
CPI (średnia, %)	2,3	2,3
Przeciętna płaca brutto (%)	5,9	6,0
Przeciętne zatrudnienie (%)	2,0	2,3
USDPLN (średni)	2,77	2,77
EURPLN (średni)	3,74	3,74
Deficyt obr. bieżących (% PKB)	powyżej 5	4,7
Stopa NBP (średnia, %)	5,2	4,7



Źródło: Sejm, Ministerstwo Finansów, ośrodki badania opinii publicznej

Sejm rozwiązany. Nie wiadomo jaki będzie następny

▪ Co prawda na polskiej scenie politycznej nic nigdy nie jest pewne, jednak można powiedzieć, że zgodnie z oczekiwaniami Sejm się w końcu rozwiązał. Przeciwko takiemu wnioskowi głosowały tylko te partie, które nie mogą być pewne czy znajdą się po raz kolejny w parlamencie.

▪ Wcześniejsze wybory odbędą się 21 października, a sondaże wskazują na bardzo różne możliwe scenariusze kształtu sceny politycznej po wyborach.

▪ Na pierwszych dwóch miejscach znajdują się Platforma Obywatelska oraz Prawo i Sprawiedliwość i tak zapewne pozostanie, jednak nikt nie podjąłby się chyba dziś prognozowania, która partia wygra.

▪ Istnieje wiele powyborczych scenariuszy, poczynając od samodzielnego rządzenia dwóch wymienionych wyżej partii, stworzenia koalicji którejś z tych z PSL, podziału tych partii po wyborach i powstania rządu opartego na jednej bądź drugiej, czy też stworzenia koalicji PO z LiD. Jak pokazały wybory z 2005 roku, scenariusze wydające się oczywiste przed wyborami mogą stać się trudne do realizacji, stąd nie podejmujemy się prognozowania szans na różne scenariusze powyborcze i ich możliwego wpływu na rynek finansowy. Choć wydaje się, że wynik wyborów będzie dla rynku neutralny bądź pozytywny.

▪ Niemniej jednak, wygląda na to, że inwestorzy na rynku finansowym bardzo spokojnie podchodzą do rozstrzygnięć na scenie politycznej. Notowania na rynku walutowym, obligacji i akcji zdecydowanie bardziej reagują na wydarzenia na światowych rynkach, w szczególności w obliczu kryzysu na rynku pieniężnym i kredytowym, niż na wydarzenia polityczne w kraju. Według Fitch Ratings wybory nie zmieniają w żadnym razie perspektyw oceny perspektyw gospodarczych Polski.

Na ile rząd i posłowie zdążą popsuć budżet

▪ O ile wybory mogą przynieść jakieś pozytywne rozwiązania z punktu widzenia przyszłej polityki makroekonomicznej, ryzykiem jest zwiększenie wydatków przed wyborami.

▪ Oprócz kontrowersyjnych decyzji o znaczącym podwyższeniu płacy minimalnej i przedłużeniu możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury, mieliśmy na przykład do czynienia ze wzrostem wydatków na ulgi prorodzinne, za czym głosowała również opozycja.

▪ Pomimo obniżenia prognozy wzrostu PKB zdecydowano się zwiększyć prognozę dochodów na przyszły rok, co wynika zapewne z wyższej bazy tegorocznej. Wzrosły również szacowane wydatki, choć nieco mniej, co dało deficyt o 2 mld poniżej poziomu wyznaczonego przez kotwicę budżetową. Jednak nie wszystkie propozycje Sejmu zostały uwzględnione.

W budżecie po sierpniu wciąż możliwa nadwyżka

▪ Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, w lipcu budżet państwa osiągnął po raz drugi z rządu nadwyżkę, tym razem w wysokości aż 4,3 mld złotych. Tym samym, po siedmiu miesiącach roku budżet centralny miał nadwyżkę 600 mln zł.

▪ Było to związane zarówno z szybszym wzrostem dochodów (28% w samym lipcu i ponad 25% r/r w okresie styczeń-lipiec kumulatywnie), podczas gdy wydatki wzrosły w pierwszych siedmiu miesiącach o niecałe 10%.

▪ W porównaniu z opublikowanym na początku roku harmonogramem ministerstwa, w okresie styczeń-lipiec dochody były wyższe o prawie 7 mld zł a wydatki mniejsze o 8,5 mld. Dzięki temu zamiast realizacji deficytu w ponad 50% planu, mieliśmy delikatną nadwyżkę. Należy jednak pamiętać, że realizacja wydatków powinna przyspieszyć pod koniec roku.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Jarosław Kaczyński, premier

PAP, 4 września

Wzrost wydatków w przyszłorocznym budżecie wynosi 27 mld zł, mimo to wymogi z programu konwergencji, czyli ograniczenie deficytu poniżej 3 proc. PKB w 2009 roku zostaną spełnione.

Zyta Gilowska, wicepremier i minister finansów

TVN CNBC, PAP, 5 września

Trochę studzące dla gospodarki jest to co robi RPP, trzykrotnie podwyższając stopy procentowe, w tym stopę referencyjną (...). Ja mam wrażenie, że jeśli ktoś kreuje oczekiwania inflacyjne w Polsce, to robi to także RPP (...). Przez dwa lata, od kiedy pełnię tę funkcję, nie krytykowałam RPP, ale teraz wydaje mi się, że panowie, i pani, przesadzają. Nie można ludziom odbierać zapału i straszyć. Obniżka składki rentowej miała charakter antyinflacyjny i gdyby nie ona presja placowa miałaby charakter bezgraniczny.

Moim osobistym zdaniem, nie ministra finansów, a ekonomisty, prawdopodobieństwo że tempo wzrostu PKB w 2009 roku sięgnie 6,0 proc. jest bardzo wysokie. Ale nie mogę takiego założenia przyjąć jako minister finansów.

PAP, 29 sierpnia

Z taką decyzją RPP faktycznie się nie liczyłam. Miałam nadzieję, że RPP będzie chciała jeszcze poczekać. Wszystkie miary inflacji bazowej za sierpień będą lepsze niż za lipiec, a za lipiec były lepsze niż za czerwiec. Mieliśmy w ostatnim czasie spadek inflacji bazowej i konsumenckiej. Wiemy, że w następnym miesiącu będą jeszcze korzystniejsze. To oznacza, że musimy przystąpić do weryfikacji części założeń makro ustawy budżetowej na rok 2008. (...) Z tych punktów obserwacyjnych, z których my oglądamy polską gospodarkę, żadnych nowych niebezpieczeństw nie widać. Nie nastąpiło jeszcze owo mityczne niebezpieczne przekroczenie tempa wzrostu wynagrodzeń ponad tempo wzrostu wydajności.

Zyta Gilowska, wicepremier i minister finansów

PAP, 22 sierpnia

W 2007 roku zadeklarowaliśmy parametr 3,4% PKB i zadeklarowaliśmy zejście do 3,1% w 2008 i ten pogląd podtrzymujemy. Nic nie wskazuje, abyśmy nie mogli dotrzymać danego słowa, że w 2009 roku deficyt wyniesie 2,9% PKB.

Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów

PAP, 27 sierpnia

Wynik prognozowany w programie konwergencji nie jest zagrożony, a wręcz przeciwnie istnieją przesłanki, by deficyt sektora w tym roku był niższy niż prognozowane 3,4% PKB. Dokładnie szacunki będą przedstawione w terminie późniejszym wraz ze złożeniem złożenia budżetowych i opracowaniem jesiennej notyfikacji.

Joanna Kluzik-Rostkowska, minister pracy i polityki społ.

Radio PiN, 7 września

To jest bardzo kosztowny pomysł, bo program polityki prorodzinnej był wyceniany do 2014 roku na 28 mld zł, sama ulga będzie kosztowała w tym samym czasie ponad 36 mld zł i załatwia tylko kawałek sprawy i jest skierowana tylko do części osób [...] to jest efekt szaleństwa kampanii wyborczej.

W sierpniu bezrobocie może być niższe, o 0,1-0,2 pkt proc. niższe. Jesienią może być troszeczkę gorzej, lato to jest taki okres kiedy pracuje więcej osób, bo jest więcej prac sezonowych, prace w budownictwie, także bardzo bym się cieszyła gdyby było 10 proc., ale jeżeli jak będzie 11,5 proc. to nie będzie źle.

Wojciech Jasiński, minister skarbu

PAP, 10 września

W przyszłym roku liczę na przychody prywatyzacyjne w wys. około 2,5 mld zł brutto. Gdyby się udało sprywatyzować PGE, to wpływy mogłyby wynieść nawet ok. 5 mld zł.

Komentarz

Wypowiedź premiera nie wydaje nam się do końca spójna z przedstawionymi przez Ministerstwo Finansów założeniami do przyszłorocznego budżetu. Jeśli dochody miałyby wzrosnąć o 27 mld, a jednocześnie poziom na przyszły rok wynosi niemalże 247 mld, to w tym roku dochody musiałyby wynosić 220 mld, czyli mniej niż założono w ustawie budżetowej, nie wspominając już o tym, że przecież realizacja ma być lepsza niż plan.

Od dłuższego czasu mieliśmy do czynienia ze względny spokojem na linii bank centralny-rząd. Wynikało to zapewne z tego, że stopy procentowe pozostawały przez jakiś czas bez zmian, jednak trzecia podwyżka to było najwyraźniej za dużo dla minister finansów. Stwierdzenie, że Rada Polityki Pieniężnej kreuje oczekiwania inflacyjne jest co najmniej przesadzone. Ciekawe też, że Zyta Gilowska nie widzi żadnych zagrożeń inflacyjnych, bo jedna z jej zastępczyń, Katarzyna Zajdel-Kurowska, stwierdziła niedawno, że „jest prawdopodobne, że w niedalekiej przyszłości presja inflacyjna może się istotnie zwiększyć”. Może dobrze byłoby, aby w ministerstwie powstał jakiś wspólny pogląd dotyczący zagrożeń inflacyjnych, bo to już nie pierwszy raz kiedy obydwie panie w tym zakresie wypowiadają różne opinie. Profesor Gilowska poszła jednak jeszcze dalej, stwierdzając, że nie nastąpiło jeszcze niebezpieczne przekroczenie tempa wzrostu płac ponad tempo wzrostu wydajności. Nie wiemy jaki poziom minister finansów uznałaby za niebezpieczny, jednak jak przedstawiliśmy w części tego raportu omawiającej obecną sytuacją gospodarczą, przyspieszenie jednostkowych kosztów pracy w drugim kwartale było bardzo wyraźne.

Minister finansów uznała, że podwyżka stóp procentowych w sierpniu była argumentem za przystąpieniem do rewizji założeń makroekonomicznych na przyszły rok. Rzeczywiście, oczekiwany przez Ministerstwo Finansów średni poziom stopy referencyjnej wzrósł o 50 pkt bazowych do poziomu 5,20%, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami i mniej więcej spójne z obecną wyceną rynku finansowego. Jednocześnie, z zadowoleniem przyjmujemy obniżenie prognozy tempa wzrostu PKB, choć tutaj głównym powodem była raczej sytuacja międzynarodowa, bo pomimo wyższych stóp, ministerstwo oczekuje szybszego niż poprzednio wzrostu popytu krajowego.

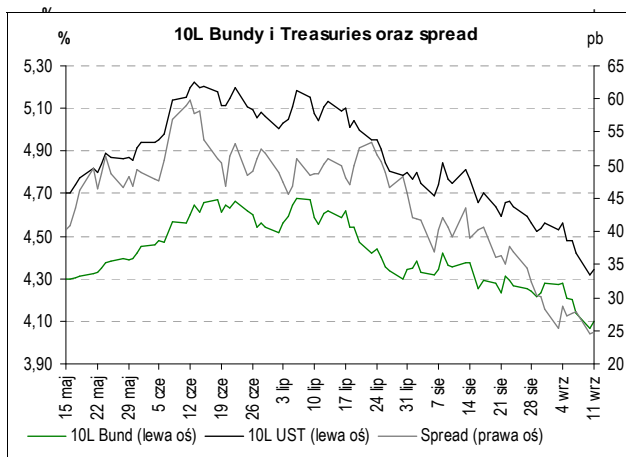
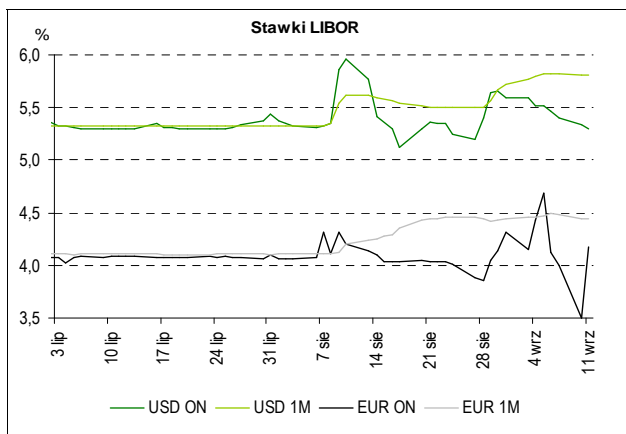
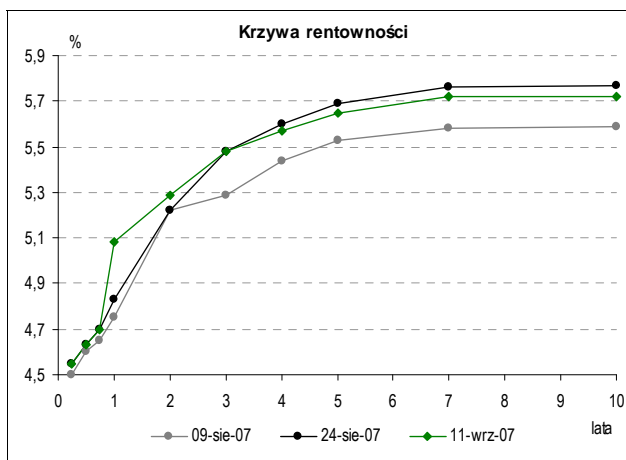
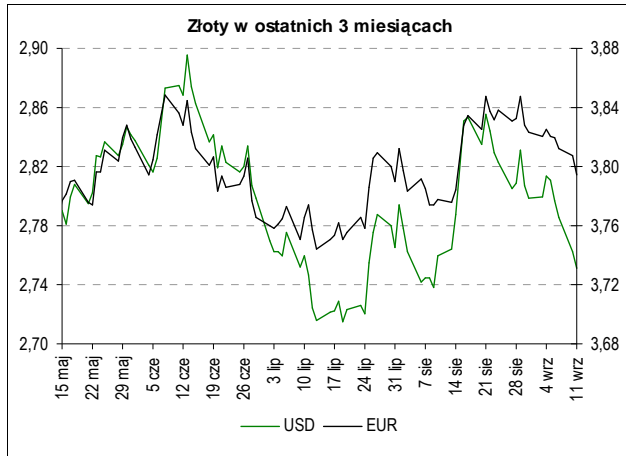
Rzeczywiście wygląda na to, że deklaracje Ministerstwa Finansów wobec Komisji Europejskiej zawarte w poprzednim programie konwergencji, które odnoszą się do roku bieżącego, zostaną spełnione. Będzie to głównie zasługą szybszego tempa wzrostu gospodarczego, który również według Komisji wyniesie w tym roku 6,5%. W rezultacie deficyt budżetowy będzie sporo mniejszy od planowanego, na poziomie około 23 mld złotych. Jednocześnie jednak, wciąż pod znakiem zapytania stoją prognozy deficytu na kolejne lata. Co prawda trudno cokolwiek powiedzieć o polityce fiskalnej, biorąc pod uwagę, że nie wiadomo kto ją będzie prowadził, jednak ostatnie decyzje parlamentu oddalają nas od wyznaczonych celów. Ponadto, Ministerstwo Finansów przyjmuje dość optymistyczne założenia wzrostu PKB w kolejnych latach (odpowiednio 5,2% i 5,0%), a w szacunkach deficytu na kolejne lata uwzględniano efekt oszczędności wynikający z reformy finansów publicznych, która nie weszła w życie.

Dodatkowym elementem, który stawia pod znakiem zapytania prognozy deficytu na kolejne lata jest przedwyborcze rozdawnictwo Sejmu. Co prawda, minister pracy ma nadzieję, że Senat zmieni ostatnie kosztowne propozycje, ale nie wiadomo nawet, czy Sejm spotka się przed wyborami, aby te poprawki przyjąć.

Według Ministerstwa Pracy, stopa bezrobocia w sierpniu spadła do 12,0% proc. z 12,2%, co oznacza obniżenie poprzedniego szacunku ministerstwa o 0,1 pkt proc. Taki wynik był zasługą w głównej mierze niższego niż w poprzednim miesiącu napływu bezrobotnych, co mogło być spowodowane mniejszą liczbą rejestrujących się osób kończących szkołę. Według tych szacunków, liczba bezrobotnych wyniosła 1,8 mln.

Ministerstwo Skarbu szacuje przychody z prywatyzacji w 2008 roku na poziomie 2,5 mld, z szansą na znaczne przekroczenie tej kwoty w przypadku prywatyzacji PGE. Zakładając, że nie cała ta kwota zostanie przeznaczona na finansowanie deficytu budżetowego, a potrzeby pożyczkowe osiągną poziom aż 45 mld, to oznacza, że podobnie jak w roku bieżącym przychody z prywatyzacji będą mało istotne z punktu widzenia prognozy podaży papierów skarbowych.

Monitor rynku

**Możliwy koniec korekty złotego**

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami średni kurs złotego był wyższy w sierpniu niż w lipcu. Kurs EURPLN utrzymywał się w przedziale 3,80-3,86. Taki przebieg wydarzeń na krajowym rynku walutowym był wynikiem wzrostu awersji do ryzyka i ucieczki od walut gospodarek wschodzących. Na tle innych walut osłabienie złotego było stosunkowo niewielkie. Sytuacja polityczna nie miała większego wpływu na krajowy rynek.

▪ Naszym zdaniem, złoty będzie mocniejszy wobec głównych walut we wrześniu względem sierpnia. Stanie się tak za sprawą uspokojenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, m.in. dzięki prawdopodobnej obniżce stóp procentowych przez Fed. Ponadto, wsparciem będą kolejne dobre dane z gospodarki polskiej i oczekiwania na dalsze podwyżki stóp w Polsce. Wybory parlamentarne powinny być raczej neutralne dla rynku, choć możliwy jest pozytywny wpływ na złotego.

Wzrost spreadów wobec rynków bazowych

▪ W sierpniu na krajowym rynku obligacji doszło do sporego osłabienia, a główną przyczyną okazała się ucieczka inwestorów od ryzykownych aktywów, która wpłynęła na długi koniec krzywej rentowności. Później rosły rentowności na krótszym końcu z uwagi na rosnące oczekiwania podwyżek stóp, dokonany ruch przez RPP oraz słabe wyniki aukcji 2-latek. Wzrost rentowności nastąpił równoległe do spadku stawek na bazowych rynkach długu, a wyższe spready obrazowały wyższą awersję do ryzyka.

▪ Wypowiedzi niektórych bankierów centralnych wskazują, że do podwyżki stóp może dojść w listopadzie, choć rynek może wyceniać ruch już w październiku i w razie braku podwyżki przesunąć się na kolejny miesiąc. W przypadku zmniejszenia niepewności i nerwowości na zagranicznych rynkach, może dojść do lekkiego spadku stawek na polskim rynku, choć oczekiwania na podwyżki będą utrzymywać poziomy na krótszym końcu krzywej.

Chwilowe umocnienie dolara

▪ Od momentu publikacji ostatniego raportu obserwowaliśmy ucieczkę do bezpiecznych aktywów i zdecydowane umocnienie dolara, do 1,34 do euro. Później nastąpił powolny wzrost kursu EURUSD, a po bardzo słabych danych z rynku pracy w USA dolar osłabił się ponownie ponad 1,38. W związku z problemami instytucji inwestujących na rynku kredytów hipotecznych nastąpił znaczący wzrost stawek na rynku pieniężnym co doprowadziło do spadku płynności. To zaowocowało reakcjami wielu banków centralnych (w tym EBC i Fed), które wsparły rynek operacjami repo.

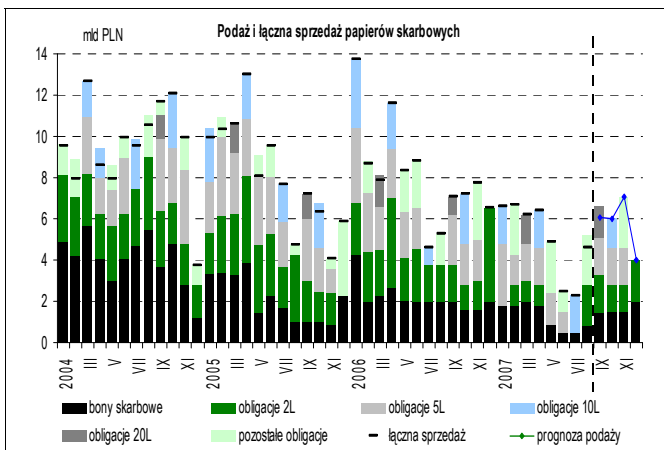
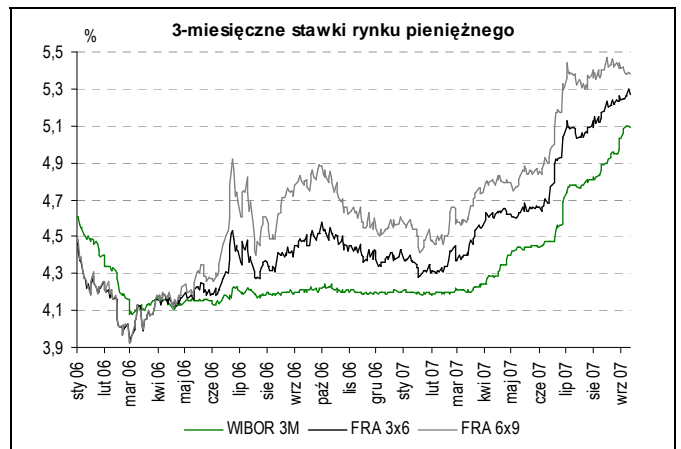
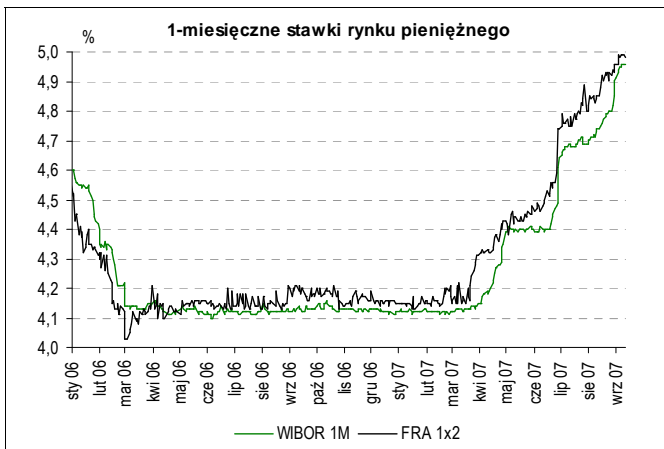
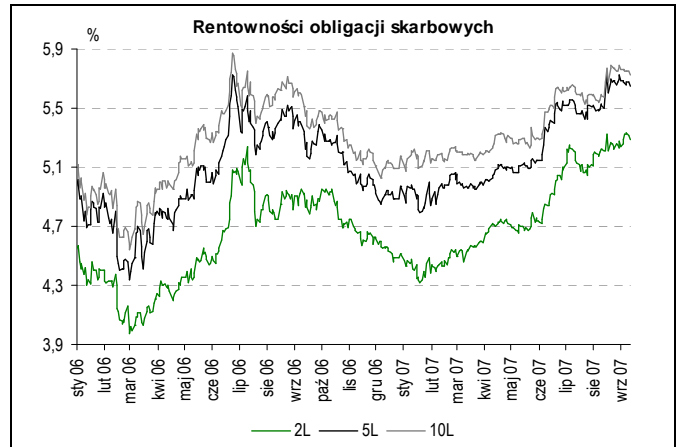
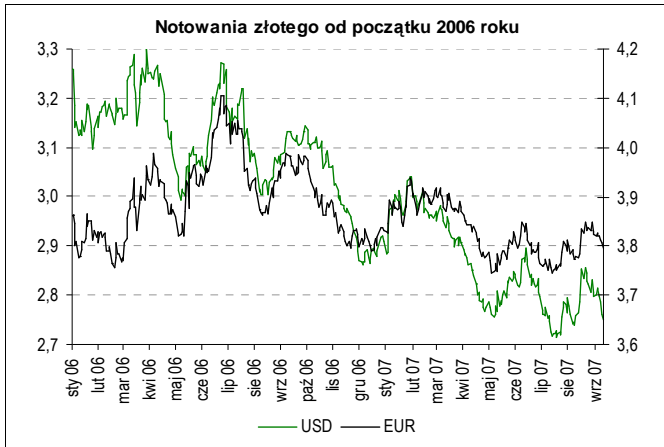
▪ Przy słabszych danych z rynku pracy w USA, utrzymująca się niepewnością na rynkach i możliwym spowolnieniem gospodarczym w USA, oczekuje się, że Fed obniży stopy, co przyczyni się do osłabienia dolara. Do końca roku kurs EURUSD może zanotować dalsze wzrosty.

Kontynuacja ucieczki w bezpieczne aktywa

▪ Nowe informacje o problemach kolejnych instytucji na rynku kredytów hipotecznych w USA o wysokim ryzyku doprowadziły do spadku apetytu na ryzyko, co zaowocowało znaczącymi zakupami bezpiecznych papierów skarbowych (także bonów skarbowych). Po chwilowym uspokojeniu sytuacji doszło do kolejnej fali umocnienia tym razem w reakcji na słabe dane z rynku pracy. Rentowności 10-letnich Treasuries spadły od połowy sierpnia z 4,76% do 4,31%. Rentowność 10-letnich Bundów spadła jedynie o 25 pb do 4,11% w związku z oczekiwaniami dalszych podwyżek stóp przez EBC.

▪ Spodziewamy się cięcia stóp przez Fed na wrześniowym posiedzeniu, kolejnego w IV kw. i I kw. 2008 r., co może utrzymać rentowności na niskich poziomach. Mocne fundamenty w strefie euro przyczynią się do jeszcze jednej podwyżki w tym roku. Wydaje się, że na rynkach długu może dojść do lekkiej korekty.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
09.07.2007	500 / 500	500 / 500
23.07.2007	-	-
razem lipiec	500 / 500	500 / 500
06.08.2007	800 / 800	800 / 800
20.08.2007	-	-
razem sierpień	800 / 800	800 / 800
03.09.2007	900 / 900	900 / 900
17.09.2007	500-1500	500-1500
razem wrzesień*	1 400 - 2400	1 400 - 2400

* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

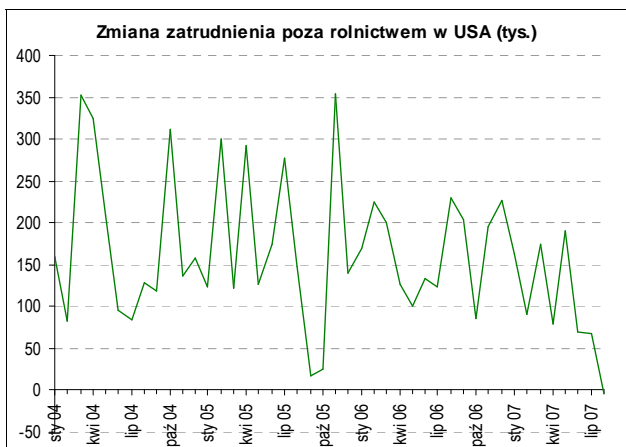
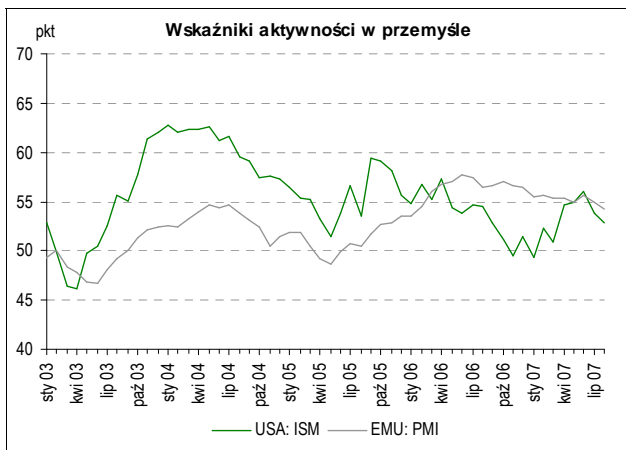
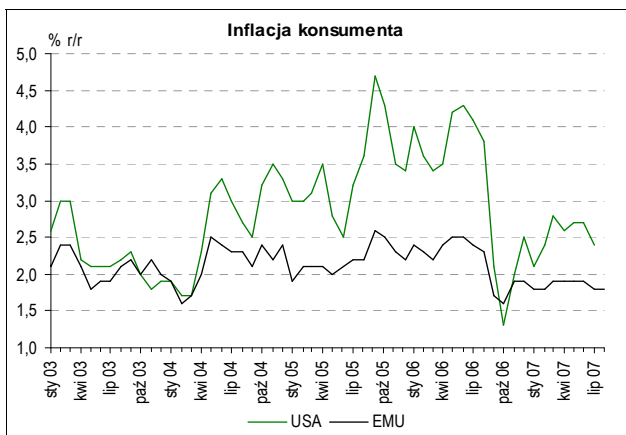
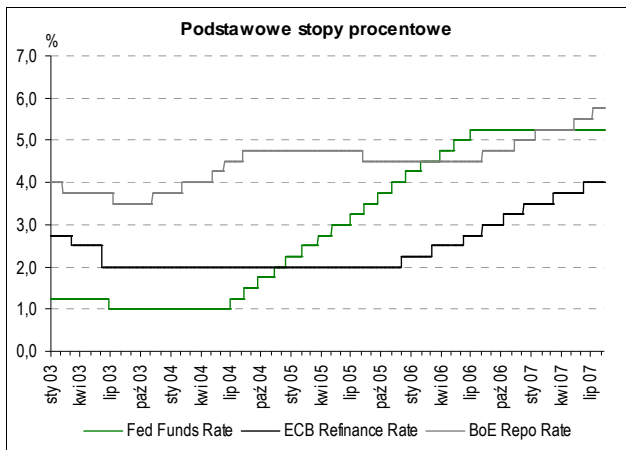
Przetargi obligacji skarbowych w 2007 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	Oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	Sprzedaż
styczeń	-	-	-	-	10.01	DS1017	1 800	1 800	17.01	PS0412	3 000	3 000
luty	07.02	OK0709	1 000	1 000	14.02	WZ0118 IZ0816	2400 0	2400 0	21.02	PS0412	1 500	1 500
marzec	07.03	OK0709	1 000	1 000	14.03	WS0922	1 400	1 400	21.03	PS0412	1 800	1 800
kwiecień	04.04	OK0709	1 000	1 000	11.04	DS1017	1 800	1 800	18.04	PS0412	1 800	1 800
maj	-	-	-	-	09.05	WZ0118 IZ0816	2000 500	2000 498	16.05	PS0412	1 500	1 500
czerwiec	06.06	-	-	-	13.06	WS0437	1 000	1 000	20.06	PS0412	1 000	1 002
lipiec	04.07	-	-	-	11.07	DS1017	1 800	1 800	-	-	-	-
sierpień	01.08	OK0709	2 000	1 400	08.08	WZ0118 IZ0816	2 400 0	2 400 0	-	-	-	-
wrzesień	05.09	OK0709	1 800	1 800	12.09	WS0922	1 500	-	19.09	5L	-	-
październik	03.10	2L	-	-	10.10	10L	-	-	17.10	5L	-	-
listopad	07.11	2L	-	-	14.11	10L WIBOR 12L CPI	-	-	21.11	5L	-	-
grudzień	05.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	5L	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

EBC wstrzymał się z podwyżką stóp, Fed może je obniżyć

- Mimo, że w sierpniowym komunikacie Fed w dalszym ciągu podkreślał istotność ryzyka dla inflacji i że wzrost gospodarczy będzie umiarkowany to przy zwiększonej nerwowości na rynkach finansowych i wzroście stawek rynku pieniężnego obniżył stopę dyskontową o 50 pb i wsparł płynność rynków. W komunikacie Fed stwierdził, że ryzyka dla wzrostu zwiększyły się i że będzie działał, jeśli będzie to konieczne by zniwelować negatywny wpływ napiętej sytuacji na rynkach kredytowych na gospodarkę.
- Mimo wcześniejszych oczekiwań na podwyżkę stóp procentowych w strefie euro zamieszanie na rynkach finansowych spowodowało odsunięcie takiej decyzji, co było poprzedzone komentarzami prezesa EBC. Na konferencji po wrześniowym posiedzeniu Jean Claude Trichet powiedział, że polityka pieniężna pozostaje akomodacyjna, a kolejne ruchy mogą być dokonane po uspokojeniu się sytuacji na rynkach globalnych.

Inflacja wciąż poza strefą komfortu Fed

- Preferowany przez Fed bazowy wskaźnik PCE wzrósł w lipcu o 0,1% m/m, nieco poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 0,2%. CPI wzrósł o 0,1% m/m (2,4% r/r), wobec prognozy 0,2%. Inflacja bazowa wyniosła 0,2% m/m i 2,2% r/r. PPI wzrósł o 0,6% m/m, wobec prognozy 0,2%. Bazowy PPI wzrósł o 0,1% m/m, a oczekiwania wskazywały na wzrost o 0,2%. W EMU zgodnie z oczekiwaniami inflacja HICP wyniosła w lipcu 1,8%. Według wstępnych danych ten poziom utrzymał się w sierpniu.
- Inflacja bazowa w USA wciąż pozostaje poza pasmem komfortu Fed, tj. 1-2%, co dotychczas było argumentem za brakiem obniżek stóp procentowych. Ponadto wysoki wzrost cen żywności, paliw i kredytu odbija się na nastrojach Amerykanów (głównie biedniejszych), co obrazuje spadek indeksu Michigan. W EMU inflacja utrzymuje się w celu EBC, choć ten prognozuje jej wzrost.

Wzrost aktywności spowalnia w USA i strefie euro

- Indeks ISM dla sektora przemysłowego w USA spadł w sierpniu do 52,9 pkt. (przy wzroście subindeksu zatrudnienia), a dla sektora usług w USA pozostał bez zmian na poziomie 55,8 pkt. wobec oczekiwanego spadku do 54,8 pkt. (przy spadku indeksu zatrudnienia do najniższego poziomu od 5 lat). Indeksy aktywności wskazują na kontynuację ekspansji amerykańskiej gospodarki.
- Indeks PMI dla sektora przemysłowego w strefie euro obniżył się do 54,3 pkt. wobec 54,9 pkt. w lipcu. Z kolei indeks dla sektora usług strefy euro spadł w sierpniu do poziomu 58,0 pkt. z 58,3 pkt. w lipcu. Dane te wpisują się w trend delikatnego spowolnienia wzrostu aktywności w strefie euro, co jest związane, m.in. z wyższymi stopami procentowymi, mocnym euro oraz wysokimi cenami paliw.
- Dane o PKB za II kw. w USA zostały zrewidowane z 3,4% do 4,0%. Rewizja dotyczyła wzrostu inwestycji, zapasów i eksportu netto, które w znacznej mierze przyczyniły się do dobrych wyników w II kw. W górę zostało także nieznacznie zrewidowane spożycie indywidualne. Bazowy wskaźnik PCE został zrewidowany w dół z 1,4% do 1,3% r/r. Oczekiwania wskazują na obniżenie dynamiki PKB w USA w następnym kwartale.
- Dane o PKB w EMU za II kw., które pokazały wzrost o 2,5% r/r nie zostały zrewidowane w porównaniu do wstępnych szacunków.

Spadek zatrudnienia po raz pierwszy od 4 lat

- Zatrudnienie poza rolnictwem w USA spadło po raz pierwszy od 2003 r., o 4 tys. osób, podczas gdy analitycy rynkowi oczekiwali wzrostu zatrudnienia o 110 tys. Ponadto w dół zostały zrewidowane dane za lipiec (z 92 tys. do 68 tys.) oraz za czerwiec (z 126 tys. do 69 tys.). Co ciekawe, stopa bezrobocia pozostała jednak bez zmian na poziomie 4,6%. Zacieśniające się warunki na rynku pracy były jednym z powodów, dla którego Fed nie czułby się komfortowo obniżając stopy. Słabe dane pozwalają na taki ruch, zwłaszcza w obliczu problemów na rynkach kredytowych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10 września	11 USA: Bilans handlowy (VII)	12 POL: Aukcja obligacji 20-letnich POL: Bilans płatniczy (VII)	13 POL: CPI (VIII) CH: Spotkanie Banku Szwajcarii – spotkanie decyzyjne USA: Liczba nowych bezrobotnych USA: Budżet federalny (VIII)	14 POL: Podaż pieniądza (VIII) EMU: Finalny HICP (VIII) USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (VIII) USA: Sprzedaż detaliczna (VIII) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (VIII) USA: Produkcja przemysłu (VIII) USA: Wstępny Michigan (IX)
17 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Płace i zatrudnienie (VIII) USA: Indeks NY Fed (IX)	18 GER: Indeks ZEW (IX) USA: PPI (VIII) USA: Napływ kapitału netto (VII) USA: Spotkanie decyzyjne Fed	19 POL: Aukcja obligacji 5-letnich POL: Ceny produkcji (VIII) POL: Produkcja przemysłowa (VIII) JAP: Spotkanie Banku Japonii – raport po decyzji USA: CPI (VIII) USA: Liczba nowych budów (VIII)	20 POL: Minutes RPP (VIII) USA: Indeks Philadelphia Fed (IX)	21
24 POL: Wskaźniki koniunktury (IX) POL: Inflacja bazowa (VIII) JP: Dzień wolny	25 POL: Spotkanie RPP POL: Sprzedaż detaliczna (VIII) POL: Bezrobocie (VIII) GER: Indeks Ifo (IX) USA: Wskaźnik zaufania konsumentów (IX) USA: Sprzedaż domów (VIII)	26 POL: Spotkanie RPP – decyzja USA: Zamówienia na dobra trwałe (VIII)	27 POL: Aukcja zamiany EMU: Podaż pieniądza M3 (VIII) USA: Wstępny PKB (II kw.) USA: Bazowy PCE (II kw.) USA: Deflator PKB (II kw.) USA: Sprzedaż nowych domów (VIII)	28 POL: Bilans płatniczy (III kw.) EMU: Wskaźnik nastrojów (IX) EMU: Wstępny HICP (IX) USA: Bazowy PCE (VIII) USA: Chicago PMI (VIII) USA: Finalny Michigan (IX)
1 października EMU: PMI sektor przetwórczy (IX) USA: ISM sektor przetwórczy (IX)	2 EMU: PPI (VIII)	3 POL: Aukcja obligacji 2-letnich GER: Dzień wolny EMU: PMI sektor usług (IX) EMU: Sprzedaż detaliczna (VIII) USA: Raport ADP (IX) USA: ISM sektor usług (IX)	4 GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja EMU: Spotkanie EBC- decyzja USA* Zamówienia w przemyśle (VIII)	5 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) USA: Bezrobocie (IX)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2007 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	30-31	27-28	27-28	24-25	29-30	26-27	24-25	28-29	25-26	30-31	27-28	18-19
Minutes RPP	-	-	-	-	24	21	19	23	20	25	22	13
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja	15	15 ^a	14 ^b	13	15	13	13	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	22		23 ^b	23	23	22	23	23	24	22	23	21
Ceny producenta	19	19	19	20	21	20	19	20	19	18	20	19
Produkcja przemysłowa	19	19	19	20	21	20	19	20	19	18	20	19
Sprzedaż detaliczna	29	23	23	25	25	26	24	24	25	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	17	17	19	16	16	17	15	16	17
Bezrobocie	29	23	23	25	25	26	24	24	25	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	30	-	-	29	-	-	28	-	-	-
Bilans płatniczy	16 ^c	12	14	13	18	15	13	13	12	15	13	-
Podaż pieniądza	12	14	14	13	14	14	13	14	14	12	14	-
Bilans NBP	5	7	7	6	7	6	6	7	7	5	7	-
Wskaźniki koniunktury	23	22	22	23	23	22	23	23	24	23	23	21

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2006 itd., ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sie 06	wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06	sty 07	lut 07	mar 07	kwi 07	maj 07	cze 07	lip 07	sie 07	wrz 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,6	11,6	14,8	12,0	5,9	15,4	13,0	11,3	12,6	8,1	5,6	10,4	11,5	5,5
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	11,5	14,5	13,3	13,6	13,3	16,5	17,5	19,2	15,1	14,8	16,2	17,1	17,0	14,5
Stopa bezrobocia	%	15,5	15,2	14,9	14,8	14,9	15,1	14,9	14,4	13,7	13,0	12,4	12,2	12,0	11,8
Place brutto ^{b c}	% r/r	5,3	5,1	4,7	3,1	8,5	7,8	6,4	9,1	8,4	8,9	9,3	9,3	9,4	9,5
Zatrudnienie ^b	% r/r	3,5	3,5	3,6	3,8	4,1	3,8	4,3	4,5	4,4	4,4	4,6	4,7	4,7	4,6
Eksport (w euro) ^d	% r/r	22,3	18,6	23,0	21,8	8,3	16,2	13,8	14,6	16,5	11,3	12,8	15,7	17,3	9,6
Import (w euro) ^d	% r/r	22,9	19,2	27,3	21,3	16,9	22,2	12,1	21,2	24,9	14,2	18,3	16,6	19,7	14,1
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-434	-212	-311	-352	-1075	-400	-143	-683	-723	-732	-557	-668	-701	-630
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-646	222	-718	-716	-1271	-772	-566	-622	-700	-1214	-1182	-1038	-741	-400
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,1	-1,9	-2,0	-2,1	-2,3	-2,5	-2,4	-2,5	-2,5	-2,8	-3,0	-3,2	-3,2	-3,4
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-14,5	-14,5	-16,6	-18,5	-25,1	3,1	-3,0	-4,8	-2,1	-4,3	-3,7	0,6	0,1	-1,4
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	57,9	57,8	66,3	73,9	100,0	-10,3	10,1	16,1	6,9	14,2	12,3	-2,1	-0,4	4,6
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	1,6	1,2	1,4	1,4	1,6	1,9	2,5	2,3	2,3	2,6	2,3	1,8	2,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	3,6	3,2	2,5	2,6	3,1	3,5	3,3	2,2	2,1	1,7	1,5	1,9	2,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	13,0	13,4	12,8	14,6	16,0	19,3	18,0	18,0	17,8	16,0	14,7	15,6	15,1	14,6
Depozyty	% r/r	12,2	12,1	11,8	13,4	15,2	18,5	18,3	17,7	18,2	16,4	15,2	15,9	15,0	14,7
Kredyty	% r/r	18,0	19,2	19,5	20,7	23,4	25,0	26,5	26,8	28,4	28,6	29,2	31,4	30,8	30,3
USD/PLN	PLN	3,05	3,12	3,09	2,97	2,88	2,98	2,98	2,94	2,83	2,80	2,84	2,75	2,80	2,79
EUR/PLN	PLN	3,90	3,97	3,90	3,82	3,81	3,88	3,90	3,89	3,82	3,78	3,81	3,77	3,81	3,80
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	5,75	6,00	6,00	6,25	6,25
WIBOR 3M	%	4,19	4,21	4,22	4,20	4,20	4,20	4,20	4,22	4,32	4,44	4,52	4,78	4,80	4,95
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,35	4,44	4,35	4,29	4,20	4,14	4,07	4,23	4,36	4,43	4,42	4,70	4,80	4,90
Rentowność obligacji 2L	%	4,85	4,87	4,84	4,65	4,54	4,41	4,46	4,55	4,71	4,70	4,93	5,14	5,23	5,25
Rentowność obligacji 5L	%	5,41	5,31	5,24	5,01	4,91	4,90	4,97	4,98	5,07	5,11	5,40	5,50	5,61	5,65
Rentowność obligacji 10L	%	5,61	5,48	5,39	5,18	5,10	5,16	5,18	5,18	5,27	5,28	5,52	5,60	5,68	5,75

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2005	2006	2007	2008	I kw. 06	II kw. 06	III kw. 06	IV kw. 06	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07
PKB	mld PLN	983,3	1 057,9	1 155,8	1 253,2	242,4	253,9	261,4	300,1	267,1	279,6	282,9	326,3
PKB	% r/r	3,6	6,1	6,5	5,5	5,5	6,0	6,3	6,6	7,4	6,7	6,1	6,1
Popyt krajowy	% r/r	2,4	6,6	8,0	6,7	5,3	5,4	6,9	8,6	8,6	9,3	7,1	7,2
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	5,2	5,7	5,6	5,4	4,8	5,6	5,1	6,9	5,1	5,4	5,4
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	16,5	19,0	13,5	7,6	14,5	19,3	19,3	29,6	22,3	16,0	15,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	10,0	10,0	12,4	12,1	12,3	10,8	13,0	8,5	9,1	9,4
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	15,1	11,0	9,0	11,8	13,8	12,6	17,4	14,1	14,2	14,5
Stopa bezrobocia ^a	%	17,6	14,9	11,5	10,0	17,8	16,0	15,2	14,9	14,4	12,4	11,8	11,5
Place realne brutto ^c	% r/r	1,2	4,2	6,4	5,5	4,3	3,9	4,1	4,5	5,9	6,5	7,2	6,2
Zatrudnienie ^c	% r/r	1,9	3,2	4,4	4,3	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,5	4,7	4,4
Eksport (w euro) ^b	% r/r	17,8	20,2	13,9	15,0	23,3	19,5	20,7	18,0	14,8	13,4	14,0	13,6
Import (w euro) ^b	% r/r	13,4	21,8	17,4	17,0	23,3	19,0	22,8	21,9	18,5	18,9	16,7	15,9
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-2 242	-3 896	-7 808	-11 260	-352	-646	-1 165	-1 733	-1 226	-2 012	-1 999	-2 571
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-4 130	-6 312	-9 756	-9 960	-1 396	-1 266	-949	-2 701	-1 950	-3 096	-2 179	-2 531
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-1,7	-2,3	-3,2	-2,9	-1,9	-2,0	-1,9	-2,3	-2,5	-3,0	-3,4	-3,2
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-28,6	-25,1	-23,4	-30,0	-9,0	-17,7	-14,5	-25,1	-4,8	-3,7	-1,4	-23,4
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,9	-2,4	-2,0	-2,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	1,0	2,2	2,8	0,6	0,8	1,4	1,3	2,0	2,4	2,0	2,5
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	0,7	1,4	2,7	2,8	0,4	0,8	1,6	1,4	2,5	2,6	2,0	2,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	2,5	2,5	3,0	0,9	3,0	3,6	2,6	3,3	2,0	1,8	3,0
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	14,4	16,0	11,7	13,2	10,9	12,2	13,4	16,0	18,0	14,7	14,6	11,7
Zobowiązania ^a	% r/r	13,4	15,2	10,5	14,9	10,3	11,9	12,1	15,2	17,7	15,2	14,7	10,5
Należności ^a	% r/r	11,8	23,4	29,6	18,0	13,6	16,0	19,2	23,4	26,8	29,2	30,3	29,6
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,83	2,74	3,19	3,14	3,10	2,98	2,97	2,82	2,78	2,74
EUR/PLN	PLN	4,02	3,90	3,81	3,68	3,83	3,95	3,96	3,85	3,89	3,80	3,79	3,74
Stopa interwencyjna ^a	%	4,50	4,00	5,00	5,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,50	4,75	5,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,00	5,50	6,50	7,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	6,00	6,25	6,50
WIBOR 3M	%	5,29	4,21	4,65	5,50	4,29	4,15	4,20	4,20	4,20	4,42	4,84	5,12
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,60	5,40	4,02	4,06	4,37	4,28	4,14	4,40	4,80	5,03
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	4,98	5,40	4,23	4,49	4,89	4,67	4,47	4,78	5,21	5,45
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,37	5,70	4,67	5,04	5,36	5,05	4,95	5,19	5,58	5,75
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,50	5,90	4,83	5,27	5,55	5,22	5,17	5,36	5,68	5,80

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^c w sektorze przedsiębiorstw

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.09.2007 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 022 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski 022 586 83 33

Piotr Bujak 022 586 83 41

Cezary Chrapek 022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10
80-765 Gdańsk
tel. 058 326 26 40
fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8
31-010 Kraków
tel. 012 424 95 01
fax 012 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 061 856 58 14
fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 022 586 83 20
fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 071 370 25 87
fax 071 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

