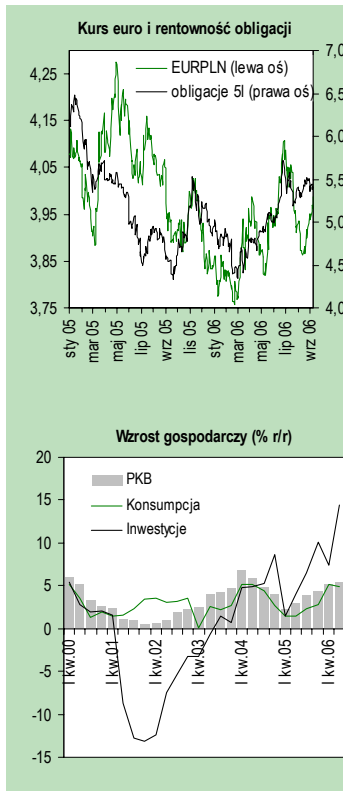


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Wrzesień 2006



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Kotwica na mieliznie?	2
Gospodarka Polski	8
Pod lupą: Bank centralny	11
Pod lupą: Rząd i polityka	13
Monitor rynku	15
Przegląd międzynarodowy	17
Kalendarz makroekonomiczny	18
Dane i prognozy ekonomiczne	19

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

Krucha równowaga

W sierpniowym raporcie pisaliśmy o możliwości korekty na rynku walutowym i rzeczywiście złoty osłabił się w ciągu miesiąca o ponad 3% wobec euro i ponad 4% do dolara. Psychologiczny poziom 4,0 dla kursu EURPLN nie został pod koniec wakacji przebity, ale wciąż jest na to szansa biorąc pod uwagę prace nad stojącym pod znakiem znaczącego wzrostu wydatków budżetem i ewentualne zawirowania w koalicji rządzącej. W *Temacie miesiąca* pokazujemy jak krucha jest równowaga polskich finansów publicznych, a stosowanie kotwicy budżetowej nie gwarantuje realizacji średnioterminowych celów polityki fiskalnej.

Dla rynku obligacji końcówka wakacji była dość spokojna, a chwilowe wyprzedzałe pojawiły się po publikacji lipcowej inflacji (1,1%) oraz publikacji prognozy Ministerstwa Finansów dotyczącej inflacji w sierpniu (1,5%). Jeśli prognoza Ministerstwa Finansów, która zakłada wzrost cen żywności (nietypowy nawet dla trudnych lat w rolnictwie) zmaterializuje się, to wzmocni to obawy rynku o nadchodzące podwyżki stóp procentowych. Choć trudno jest prognozować wpływ suszy na ceny żywności, to wydaje nam się, że ryzyko wobec prognozy ministerstwa jest raczej w dół, niż w górę, co dałoby rynkowi pewien pozytywny sygnał.

Jeśli chodzi o politykę banku centralnego, to w dalszym ciągu wydaje nam się, że za wcześnie jest mówić o podwyżkach stóp procentowych. Co prawda ścieżka inflacji na najbliższe miesiące zmieniła się pod wpływem wyższych cen żywności, ale w tym kontekście warto zwrócić uwagę na wypowiedzi przedstawicieli NBP wskazujące na możliwość braku reakcji w przypadku gdy wzrost inflacji będzie spowodowany tylko przejściowymi czynnikami natury podażowej. Nasze prognozy wskazują na wzrost inflacji powyżej celu w pierwszym kwartale 2007 (wzrost cen żywności, podwyżka akcyzy), ale już na koniec przyszłego roku powinniśmy zobaczyć ponowny jej spadek do poniżej 2,5%. Jednocześnie, inflacja netto nie powinna znacząco przekroczyć poziomu 2%, co oznacza, że podwyżka stóp nie będzie konieczna. No chyba, że sytuacja taka zostanie wykorzystana do zbudowania wiarygodności nowego prezesa NBP, poprzez delikatne dostosowanie stóp (powiedzmy dwie podwyżki po 25 pkt bazowych). Nie jest to jednak nasz scenariusz bazowy.

Tempo wzrostu gospodarczego w drugim kwartale (5,5%) było dokładnie zgodne z naszą prognozą, a przyjemną niespodzianką był wzrost nakładów inwestycyjnych (14,4%). Od jakiegoś już czasu twierdzimy, że możliwe jest osiągnięcie w tym roku tempa wzrostu PKB rzędu 5% i dane za II kwartał to potwierdzają. Choć w drugiej połowie roku wzrost PKB może być nieco wolniejszy z powodu efektu wyższej bazy statystycznej, to powinien utrzymać się w okolicy 5%. Warto również zwrócić uwagę, że presja ze strony jednostkowych kosztów pracy zmniejszyła się w drugim kwartale, a deflator PKB wyniósł zaledwie 0,2% r/r (w pierwszym kwartale był ujemny), co pokazuje umiarkowaną presję na wzrost cen w gospodarce.

Na rynku finansowym 31 sierpnia 2006 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,19	USDPLN	3,0651
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,41	EURPLN	3,9369
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,36	EURUSD	1,2844

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.09.2006 r.

Temat miesiąca

Kotwica na mieliznie?

W ostatnim okresie mieliśmy do czynienia z tarciami wewnątrz rządzącej koalicji, które dotyczą m.in. kształtu przyszłorocznego budżetu. O ile minister finansów i premier bronią kotwicy budżetowej, koalicyjna Samoobrona domaga się zwiększenia wydatków budżetowych, nawet kosztem przekroczenia przez deficyt budżetowy w przyszłym roku poziomu 30 mld zł. Przeprowadzona przez nas analiza, opisana poniżej, pokazuje, że konsekwentne stosowanie kotwicy nie gwarantuje realizacji średnioterminowych celów polityki fiskalnej, wynikających z członkostwa Polski w Unii Europejskiej. Co więcej, pod znakiem zapytania stoi długoterminowa stabilność finansów publicznych w Polsce, szczególnie gdyby w dalszym ciągu ograniczano zakres wprowadzonej w 1999 r. reformy systemu emerytalnego, tak jak zrobiono dając przywileje górnikom i finansując je z budżetu państwa.

Nadchodzi sezon budżetowy

Wakacje minęły, sezon ogórkowy za nami. Mamy już wrzesień, a jest to miesiąc, który tradycyjnie stoi pod znakiem nasilenia napływu informacji na temat polityki fiskalnej. Rząd ma czas na przekazanie projektu budżetu parlamentowi do 30 września, więc czas na szczegółową analizę tego dokumentu w wersji rządowej przyjdzie w październikowej edycji MAKROskopu. W listopadzie poznamy natomiast kolejną aktualizację programu konwergencji, którą polskie władze są zobowiązane przedstawiać corocznie Komisji Europejskiej. Analizę tego dokumentu z pewnością również Państwu przedstawimy. Mając na uwadze świeże wspomnienie emocji z drugiej połowy sierpnia, jakie towarzyszyły publikacji aktualizacji raportu konwergencji przez Węgry (silne osłabienie forinta, powodujące osłabienie innych walut w regionie), warto mieć na uwadze, że prezentacja polskiego programu konwergencji również może mieć istotny wpływ na rynek (pozytywny lub negatywny, w zależności od treści raportu). Nie jest jednak wykluczone, że osłabienie na polskim rynku po publikacji węgierskiego raportu oznacza, że inwestorzy zdyskontowali już podobny scenariusz w naszym kraju.

Przed analizą najważniejszych, opracowywanych corocznie dokumentów dotyczących polityki fiskalnej, w tym wydaniu miesięcznego raportu chcielibyśmy spojrzeć na polskie finanse publiczne z szerszej perspektywy. Po pierwsze, chcielibyśmy zastanowić się, dokąd może zaprowadzić Polskę stosowanie tzw. kotwicy budżetowej, a dokładniej, czy zagwarantuje to odpowiednią,

wymaganą przez regulacje Unii Europejskiej, redukcję deficytu fiskalnego i utrzymanie pod kontrolą długu publicznego? Po drugie, chcielibyśmy zastanowić się, jak stan polskich finansów publicznych będzie się miał w dłuższej perspektywie czasu przy założeniu utrzymania bieżącego kształtu polityki fiskalnej. Przy pomocy metod ekonometrycznych spróbujemy zbadać, czy bez większych zmian w kształcie polityki fiskalnej, bez zasadniczych reform możemy uniknąć załamania finansów publicznych.

Kotwica zarzucona na mieliznie?

Najbardziej charakterystycznym i najistotniejszym elementem prowadzonej obecnie polityki fiskalnej w Polsce jest deklaracja rządu (zapisana m.in. w ostatniej aktualizacji Programu Konwergencji) o istnieniu tzw. kotwicy budżetowej, przez co należy rozumieć stabilizowanie nominalnego deficytu budżetowego na poziomie 30 mld zł w trakcie trwania bieżącej kadencji parlamentu. W zamierzeniach rządu stosowanie kotwicy budżetowej ma umożliwić w czasie kadencji obecnego parlamentu spełnienie kryteriów z Maastricht. Przypomnijmy, że w odniesieniu do parametrów fiskalnych oznacza to redukcję deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB poniżej 3% oraz utrzymanie długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB poniżej 60%.

Czy stosowanie kotwicy budżetowej rzeczywiście gwarantuje redukcję deficytu fiskalnego w Polsce poniżej 3% PKB w 2009 r.? Zakładając stosowanie biernej (niezmiennej bez względu na sytuację) reguły, polegającej na utrzymywaniu deficytu na poziomie 30 mld zł, szanse na obniżenie deficytu fiskalnego w relacji do PKB poniżej poziomu 3% zależą od tempa wzrostu gospodarczego. Strategia redukcji deficytu fiskalnego w relacji do PKB oparta o stabilizację, a nie redukcję nominalnego deficytu to strategia „wyrastania” z deficytu. Jej skuteczność zależy od korzystnego przebiegu procesów w zakresie aktywności gospodarczej. Przy takiej strategii nieoczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego może przekreślić szanse na osiągnięcie zakładanych celów polityki fiskalnej. W takim scenariuszu kotwica budżetowa, a więc brak zdecydowanej redukcji nierównowagi w finansach publicznych, spowodowałaby, że polska gospodarka ugrzęzłaby na mieliznie niskich dochodów i szybko rosnących wydatków publicznych. Szybki wzrost wydatków wynikałby m.in. z tego, że podobnie jak w przeszłości również obecnie niewiele robi się w kierunku obniżenia udziału sztywnych wydatków, a raczej wręcz przeciwnie. W takiej sytuacji utrudnione byłoby dostosowanie po stronie wydatkowej w momencie

pogorszenia koniunktury i spowolnienia wzrostu dochodów. Powiększanie deficytu, a co za tym idzie potrzeb pożyczkowych państwa przekładałoby się na szybki przyrost długu publicznego. Przy wolniejszym wzroście PKB, relacja długu publicznego do PKB uległaby znacznemu pogorszeniu i prawdopodobnie przekroczone zostałyby progi ostrożnościowe zapisane w ustawie o finansach publicznych. To zmusiłoby władze fiskalne do drastycznych cięć budżetowych, które mogłyby jeszcze bardziej pogorszyć koniunkturę gospodarczą.

Symulator fiskalny

Aby przeprowadzić analizę możliwych scenariuszy zmian deficytu fiskalnego w ciągu najbliższych kilku lat, przeprowadziliśmy prostą symulację dla różnych wariantów rozwoju sytuacji gospodarczej, przy założeniu konsekwentnego stosowania kotwicy budżetowej. Wyniki symulacji przedstawione są w poniższych tabelach.

W tabeli 1 przedstawiony jest wariant bazowy, oparty o nasze aktualne prognozy podstawowych zmiennych makroekonomicznych do roku 2009. Zakłada on, że przeciętne tempo wzrostu nominalnego PKB w latach 2006-2009 wyniesie 7,2%, czyli tyle samo co w latach 2004-2005, gdy rozpoczął się okres dynamicznej ekspansji polskiej gospodarki. Tabela przedstawia szczegółowo zakładane w wariantcie bazowym tempo realnego i nominalnego wzrostu PKB w każdym z analizowanych lat i wynikający z tego, przy zastosowaniu kotwicy budżetowej, wynik w postaci deficytu fiskalnego w relacji do PKB. W naszych symulacjach przyjmujemy uproszczenie, korzystne z punktu widzenia władz fiskalnych, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych składa się wyłącznie z deficytu budżetu centralnego, a salda pozostałych elementów sektora instytucji rządowych i samorządowych są równe zero. Przyjęcie takiego założenia wynika przede wszystkim z tego, żeby w naszej prostej symulacji bardziej czytelnym uczynić sam efekt stosowania kotwicy. Biorąc pod uwagę spodziewane saldo finansów publicznych w sektorach poza budżetem centralnym (np. możliwe zwiększenie deficytów w sektorze instytucji samorządowych ze względu na współfinansowanie projektów unijnych), przyjęte założenie jest korzystne z punktu widzenia władz fiskalnych. Jednocześnie bierzemy pod uwagę oficjalną decyzję instytucji unijnych w sprawie klasyfikacji otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Jest ona raczej niekorzystna dla Polski oraz innych krajów, które podjęły trud reformowania tradycyjnych systemów emerytalnych. Polsce i innym krajom, które reformowały systemy emerytalne, nie udało się doprowadzić do realizacji postulatu, by koszty reformy odpisywać od deficytu

budżetowego w całości i bezterminowo. Pozwolono im jedynie na to, by w ciągu pięciu lat, licząc od 2004 roku odpisywały od wydatków budżetowych część (w regresywny sposób) kosztów wynikających z reformy emerytalnej. W 2004 r. kraje te mogły w całości odpisać koszty reformy, w 2005 r. było to 80% kosztów, dla 2006 roku jest to 60%, w 2007 roku 40%, a w 2008 będzie już tylko 20%. Od 2009 r. koszty reformy emerytalnej nie mogą już być odliczane. W naszych obliczeniach przyjmujemy za aktualizacją Programu Konwergencji z 2005 r., że całość kosztów, których część może być odliczana od wydatków budżetowych, maleje stopniowo z 1,7% w 2006 r. do 1,5% w 2009 r.

Tabela 1. Wariant bazowy

		2006	2007	2008	2009
PKB realnie	%	5,2	5,0	4,5	4,5
PKB nominalnie	%	7,4	7,5	7,2	7,1
PKB nominalnie	mld zł	1039,5	1117,7	1197,7	1282,6
Deficyt budżetu centralnego	mld zł	30,0	30,0	30,0	30,0
Deficyt budżetu centralnego	%PKB	2,89	2,69	2,51	2,35
Koszty reformy emerytalnej	%PKB	1,7	1,6	1,5	1,5
Deficyt fiskalny po korekcie o koszty reformy emerytalnej	%PKB	3,57	3,65	3,71	3,85

Uwaga: dla lat 2006-2009 prognoza BZWBK

Źródło: opracowanie własne

Jak pokazuje tabela 1, pomimo stosunkowo szybkiego wzrostu gospodarczego nawet konsekwentna stabilizacja deficytu budżetu centralnego na poziomie 30 mld zł nie pozwoliłaby na redukcję deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB. Wręcz przeciwnie, przy regresywnym sposobie odliczania rosnących w analizowanym okresie kosztów reformy emerytalnej, deficyt stopniowo rośnie i cel stopniowo się oddala. Sytuacja przedstawiałaby się zupełnie inaczej, gdyby Polska mogła od deficytu w całości odliczać koszty reformy emerytalnej. Wówczas deficyt fiskalny kształtowałby się poniżej 3% w całym analizowanym okresie.

Nie pomoże nawet chińskie tempo wzrostu

Zakładając, że instytucje unijne nie zmieniają swojej decyzji co do klasyfikacji OFE, stosowanie kotwicy budżetowej umożliwiłoby spełnienie fiskalnego kryterium z Maastricht tylko przy znacznie wyższym tempie wzrostu gospodarczego. Taki optymistyczny scenariusz, zakładający redukcję deficytu fiskalnego do 3% PKB w 2009 dzięki znacznemu przyspieszeniu wzrostu gospodarczego szkicujemy w tabeli 2 na następnej stronie.

Tabela 2. Wariant optymistyczny

		2006	2007	2008	2009
PKB realnie	%	5,2	21,8	21,8	21,8
PKB nominalnie	%	6	24,2	24,4	24,4
PKB nominalnie	mld zł	1 039,5	1 291,1	1 606,1	1 998,0
Deficyt budżetu centralnego	mld zł	30,0	30,0	30,0	30,0
Deficyt budżetu centralnego	%PKB	2,9	2,3	1,9	1,5
Koszty reformy emerytalnej	%PKB	1,7	1,6	1,5	1,5
Deficyt fiskalny po korekcie o koszty reformy emerytalnej	%PKB	3,57	3,28	3,07	3,00

Źródło: opracowanie własne

Jak pokazuje tabela 2 redukcja deficytu fiskalnego w relacji do PKB do poziomu 3% przy stabilizacji nominalnego deficytu budżetu centralnego na poziomie 30 mld zł byłaby w praktyce niezmiernie trudne. Wymagałoby to bowiem gwałtownego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w latach 2007-2009, nominalnie do ponad 24%, a realnie do prawie 22%, zakładając, że deflator PKB będzie bliski celowi inflacyjnemu banku centralnego na poziomie 2,5%. Polska gospodarka musiałaby się więc rozwijać znacznie szybciej niż Chiny. Oczywiście można zakładać, że w przypadku przyspieszenia wzrostu gospodarczego, władze fiskalne wyznaczyłyby sobie bardziej ambitną zasadę niż kotwica, zakładająca utrzymanie nominalnego deficytu na poziomie 30 mld zł i wtedy redukcja deficytu fiskalnego w relacji do PKB poniżej 3% byłaby dużo łatwiejsza i szybsza. Niemniej, biorąc pod uwagę presję niektórych uczestników rządzącej koalicji na wzrost wydatków publicznych, ograniczenie nominalnego deficytu przy szybszym wzroście gospodarczym mogłoby się okazać niemożliwe.

Pobłażliwa Komisja, surowe rynki

Jakie mogą być skutki niepowodzenia w redukcji poziomu deficytu fiskalnego poniżej 3%? Teoretycznie grożą za to Polsce sankcje ze strony Unii Europejskiej. W praktyce jednak jest to mało prawdopodobne. Na podstawie analizy przypadków krajów, które łamały postanowienia Paktu (np. Niemcy, Francja, Węgry) można przypuszczać, że Komisja Europejska nie będzie nazbyt gorliwa w wymierzeniu sprawiedliwości kolejnym krajom przekraczającym dozwolony limit deficytu fiskalnego.

Bardziej prawdopodobna jest jakaś forma reakcji rynków finansowych. Co prawda uczestnicy rynków finansowych już dawno zweryfikowali swoje pierwotne oczekiwania dotyczące wejścia Polski do strefy euro przed końcem obecnej dekady, ale dalsze opóźnianie tego procesu mogłoby pogorszyć nastawienie do polskich aktywów.

Pokazały to niedawne wydarzenia na Węgrzech. Gdy w II połowie sierpnia okazało się, że nowy Program Konwergencji tego kraju nie daje szans na spełnienie kryteriów z Maastricht w 2009 r. i wejście do strefy euro w 2012 r., doszło do znacznego osłabienia na rynku finansowym, zresztą nie tylko na Węgrzech, ale w całym regionie, także w Polsce. Wydaje się, że poważne opóźnienie członkostwa Polski w strefie euro nie jest obecnie w pełni dyskutowane przez rynki finansowe, a mocno niedoceniane jest ryzyko pogorszenia sytuacji finansów publicznych w przypadku nieoczekiwanego spowolnienia gospodarczego. W takim scenariuszu mielibyśmy zapewne do czynienia z poważnymi zawirowaniami na krajowym rynku finansowym. Paradoksalnie, początkowo prawdopodobne byłoby umocnienie na rynku długu, szczególnie na krótkim końcu krzywej dochodowości, ponieważ obecne oczekiwania na podwyżki stóp wygasłyby, czy wręcz przerodziły się w oczekiwania na wznowienie obniżek stóp. Dopiero później zaczęłyby być widoczny negatywny wpływ spowolnienia na stan finansów publicznych, a w ślad za tym doszłoby do osłabienia rynku długu, szczególnie na długim końcu krzywej dochodowości.

Niemniej, biorąc za porównanie wspomniane Węgry można pokusić się o stwierdzenie, że sytuacja fiskalna naszego kraju jest względnie dobra. Nie dokucza nam tak wysoki deficyt budżetowy i nie cierpimy na tak szybki przyrost długu publicznego jak nasi bratankowie z południa. Czy w związku z tym, pomijając nasze unijne zobowiązania, możemy sobie pozwolić na nic nie robienie w finansach publicznych? Czy zachowując dotychczasową linię polityki fiskalnej można być spokojnym o polskie finanse publiczne w długim terminie? W tym miejscu zaczyna się część naszej analizy mająca na celu zbadanie, z zastosowaniem metod ekonometrycznych, długoterminowej stabilności finansów publicznych w Polsce.

Co z długoterminową stabilnością?

Nasze badanie długoterminowej stabilności polskich finansów publicznych opiera się o metodologię stosowaną w opracowaniu Hamiltona i Flavina oraz pracach Trehana i Walsh¹. Jest to metodologia mieszcząca się w nurcie analizy szeregów czasowych. Badanie dzieli się na dwa etapy. W pierwszej kolejności

¹ Hamilton, J., Flavin, M. *On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing*, *American Economic Review*, 76 (4), str. 808-816, 1986; Trehan, B., Walsh, C. *Common trends, the government's budget constraint, and revenue smoothing*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12 (2/3), str. 425-444, 1988; Trehan, B., Walsh, C. *Testing Intertemporal Budget Constraints: Theory and Applications to US Federal Budget and Current Account Deficits*, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 23 (2), str. 206-223, 1991.

badane są właściwości statystyczne szeregu czasowego długu publicznego, a dokładniej mówiąc badane jest, czy charakteryzuje się on stacjonarnością². Stacjonarność szeregu czasowego długu publicznego oznacza, że w długim okresie charakteryzuje się on stabilnością, co stanowi wystarczający, choć nie konieczny warunek do uznania finansów publicznych danego kraju za stabilne w długim terminie. W przypadku gdy szereg czasowy długu publicznego jest niestacjonarny istnieją podstawy do stwierdzenia, że dług publiczny charakteryzuje się długoterminową tendencją wzrostową, a co za tym idzie finanse publiczne danego kraju mogą zostać uznane za niestabilne w długim okresie. W drugim etapie dokonuje się analizy kointegracji szeregów czasowych dochodów i wydatków publicznych. Wyniki z obu etapów analizy łącznie stanowią podstawę dla dokonania oceny, czy dany kraj charakteryzuje się długoterminową stabilnością finansów publicznych.

Oprócz Polski, dla porównania opisaną procedurę badania długoterminowej stabilności finansów publicznych przeprowadziliśmy również dla negatywnego bohatera naszego regionu w zakresie polityki fiskalnej, czyli wspomnianych wcześniej Węgier. Wyniki naszego badania - szczegółowo przedstawione w aneksie technicznym na stronie 6. - pokazały, że patrząc z punktu widzenia długoterminowej stabilności finansów publicznych nasza sytuacja nie różni się zasadniczo od położenia Węgier. Zarówno w przypadku Węgier, jak i Polski nie udało się odrzucić hipotezy o braku stacjonarności szeregu czasowego długu publicznego. Co więcej, w przypadku obu krajów analiza kointegracji dla dochodów i wydatków budżetowych wykazała, że nie istnieje w ich przypadku żadna długoterminowa relacja. Nie ma zatem podstawy do uznania, że pomiędzy dochodami i wydatkami publicznymi istnieje związek pozwalający na redukcję deficytu fiskalnego strukturalnego (po korekcie o koszty obsługi długu) w długim okresie czasu. W rezultacie, przeprowadzona przez nas procedura przemawia za uznaniem zarówno Węgier, jak i Polski za kraje charakteryzujące się w długim terminie brakiem stabilności finansów publicznych.

Trzeba jednak pamiętać o pewnych ograniczeniach zastosowanej przez nas metodologii. Przede wszystkim, jak każda procedura z zakresu analizy szeregów czasowych, z natury rzeczy jest ona zorientowana na przeszłość, a nie uwzględnia możliwych zmian przebiegu analizowanych zjawisk w przyszłości, na przykład pod wpływem dokonanych zmian strukturalnych. W

przypadku polityki fiskalnej w Polsce³, bardzo ważnym czynnikiem o charakterze zmiany strukturalnej jest wprowadzenie nowego systemu emerytalnego w 1999 r. Fakt ten wywarł i nadal wywiera znaczący wpływ na poziom deficytu i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. Koszty wprowadzenia reformy, która miała na celu m.in. długoterminową stabilizację finansów publicznych obciążają w średnim okresie budżet państwa oraz FUS. Na koszt reformy emerytalnej składa się ubytek dochodów FUS równy wartości składek przekazywanych do OFE, wartości składek trafiających do Funduszu Rezerwy Demograficznej oraz ubytek spowodowany ograniczeniem podstawy naliczania składek⁴. Wszystkie wyżej wymienione koszty nie byłyby ponoszone, gdyby nie wprowadzono reformy emerytalnej, z myślą o długoterminowej stabilności finansów publicznych. Transfery z budżetu państwa do FUS powiększają potrzeby pożyczkowe (a według metodologii unijnej również deficyt budżetowy), a przez to wpływają na poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych. To znacznie pogarsza obraz bieżącej sytuacji finansów publicznych w Polsce i jak wynika z pierwszej części naszego opracowania niezmiernie utrudnia redukcję deficytu fiskalnego mierzonego według metodologii unijnej. Patrząc z punktu widzenia długoterminowej stabilności finansów publicznych trzeba jednak pamiętać, że reforma emerytalna spowodowała znaczną redukcję pozabilansowych zobowiązań sektora finansów publicznych wobec przyszłych emerytów. Żadna z metod analizy ekonometrycznej nie jest w stanie uwzględnić tego czynnika. Również zastosowana przez nas procedura nie pozwala na wzięcie tego pod uwagę. Tymczasem jej wyniki mogłyby być inne, gdyby w inny sposób potraktować koszty reformy emerytalnej. W przypadku niewprowadzenia reformy emerytalnej dług sektora finansów publicznych w ostatnich latach kształtowałby się bowiem na znacznie niższym poziomie niż aktualnie.

Sposobem na uwzględnienie tego czynnika mogłoby być włączenie do analizy prognozowanych ścieżek długu, dochodów oraz wydatków publicznych i na takiej podstawie zbadanie, czy w długim okresie czasu polskie finanse publiczne charakteryzują się stabilnością. Problem polega jednak na tym, że trudno o w pełni wiarygodną ścieżkę przyszłych dochodów i wydatków publicznych oraz długu publicznego. Wynika to przede

² Stacjonarność szeregu czasowego oznacza, że jego parametry, takie jak średnia i wariancja nie ulegają zmianie wraz z czasem.

³ Kwestia kosztów reformy emerytalnej ogrywa również istotną rolę w przypadku Węgier.

⁴ Reforma emerytalna ograniczyła podstawę naliczania składek na ubezpieczenie emerytalne i rentowe do 30-krotności przeciętnego prognozowanego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce narodowej.

wszystkim z niepewności związanej z dalszym funkcjonowaniem nowego systemu emerytalnego. Należy bowiem pamiętać, że jego kształt może ulegać, i niestety ulega, modyfikacjom w niekorzystnym kierunku. Przykładowo, przyznanie pod koniec poprzedniej kadencji parlamentu przywilejów emerytalnych górnikom oznacza, że obciążenie podatników kosztami wydatków emerytalnych nie spadnie tak bardzo jak zakładali twórcy reformy emerytalnej. Co gorsza, co jakiś czas pojawiają się głosy nawołujące do przyznania przywilejów emerytalnych (głównie w postaci wcześniejszych emerytur finansowanych z budżetu państwa) dla kolejnych grup zawodowych. Oznaczałoby to efektywnie częściowe wycofanie się z reformy (która miała gwarantować stabilizację wydatków emerytalnych w relacji do PKB), co negatywnie wpłynęłoby na długoterminową stabilność finansów publicznych. Można stwierdzić, że w im większym stopniu reforma emerytalna będzie ograniczana, tym lepiej wyniki naszego badania obrazują rzeczywiste położenie polskich finansów publicznych w długim terminie.

Koszty reformy emerytalnej to nie jedyny czynnik, który w przypadku Polski, a także innych krajów regionu, nakazuje ostrożnie podchodzić do używanych powszechnie metod oceny długoterminowej stabilności finansów publicznych. Kształtowanie się deficytu fiskalnego oraz długu publicznego w Polsce w ostatnich kilkunastu latach jest mocno związane z trwającą ciągle transformacją gospodarki. Trzeba mieć świadomość, że w stosunkowo krótkim okresie czasu polska gospodarka odczuła znaczne koszty różnych reform, których celem była stabilizacja finansów publicznych w długim okresie. Oprócz reformy systemu emerytalnego przeprowadzono mniej i bardziej udane próby kosztownych dla finansów publicznych reform w różnych sektorach⁵, a także ponoszono wysokie jak na możliwości słabo rozwiniętej gospodarki nakłady na infrastrukturę. Wszystko to powinno przynieść gospodarce i finansom publicznym poważne korzyści w długim okresie czasu, ale obecnie negatywnie wpływa na parametry polityki fiskalnej. Decydujący będzie jednak bilans kosztów i korzyści związanych z działaniem systemu emerytalnego. Dlatego bardzo wiele zależy od konsekwentnego utrzymania nowego systemu emerytalnego.

Ponadto, ostrożność w interpretacji wyników przeprowadzonej analizy zalecana jest ze względu na kwestie dotyczące danych statystycznych. Więcej na ten

temat napisaliśmy w aneksie technicznym na następnej stronie.

Mieszane uczucia

Podsumowując, analiza kształtowania się parametrów polityki fiskalnej w ostatnich latach wskazuje na długoterminową niestabilność finansów publicznych. Na wnioski z przeprowadzonego przez nas badania należy jednak patrzeć z nieco szerszej perspektywy niż ta, którą ukazuje analiza szeregów czasowych. W ciągu ostatnich kilkunastu lat podjęto w Polsce – w mniejszym lub większym zakresie – szereg trudnych reform, które spowodowały istotne koszty dla finansów publicznych w krótkim terminie, ale przyniosą poważne korzyści w długim terminie. Nie oznacza to jednak, że władze fiskalne mogą spać spokojnie. Oczekiwane korzyści z przeprowadzonych w przeszłości reform łatwo bowiem przejeść (do czego skłaniać może wysokie obecnie tempo wzrostu gospodarczego). Ponadto, martwić się należy nie tylko o długoterminową stabilność finansów publicznych, ale również o średnioterminowe cele fiskalne, szczególnie, że wiążą się one z odpowiedzialnością naszego kraju wobec Unii Europejskiej, a perspektywy ich osiągnięcia mają wpływ na zachowanie rynków finansowych. Z tego punktu widzenia, w świetle przeprowadzonych przez nas prostych symulacji, kotwica budżetowa to „minimum przyzwoitości”, do którego władze fiskalne muszą się czuć mocno przywiązane.

⁵ Niestety w wielu przypadkach, jak na przykład reformy górnictwa czy kolejnictwa, wydatki publiczne były tak ogromne i nieefektywne, że prawdopodobnie nie zostaną zrekompensowane przez spodziewane korzyści w długim okresie.

Aneks techniczny

Podobnie jak w przypadku wielu innych analiz makroekonomicznych, badając długoterminową stabilność finansów publicznych najlepszym podejściem byłoby stosowanie modelu równowagi ogólnej, ponieważ w takim ujęciu jako endogeniczne traktowane byłyby nie tylko deficyt fiskalny i dług publiczny, ale również inne istotne zmienne makroekonomiczne, pomiędzy którymi a parametrami polityki fiskalnej zachodzą ważne relacje. Modele równowagi częściowej nie pozwalają np. uwzględnić zależności pomiędzy wielkością długu publicznego a wzrostem gospodarczym itp. Niemniej, w warunkach ograniczonej dostępności odpowiednich danych statystycznych stosowanie podejścia opartego o model równowagi ogólnej jest praktycznie niemożliwe w takim kraju jak Polska.

W rezultacie nasze badanie opieramy na metodologii opracowanej przez Hamiltona i Flavina, a następnie rozwiniętej przez Trehana i Walsha. Polega ona na przeprowadzeniu testu stacjonarności długu publicznego przy pomocy rozszerzonego testu Dickey-Fullera (ADF test) oraz analizy kointegracji szeregów czasowych dochodów i wydatków publicznych z wykorzystaniem procedury Johansena.

Wykorzystane do analizy dane mają częstotliwość miesięczną. Do analizy wykorzystane zostały odsezonowane dane o długu publicznym, dochodach i wydatkach publicznych o częstotliwości miesięcznej. Dane dotyczą budżetu centralnego i nie są skorygowane o koszty reformy emerytalnej.

Tabela 1 Test stacjonarności dla długu

Kraj	Okres	k	ADF (k)
Węgry	1997:01-2004:12	4	-1,6347
Polska	1997:01-2004:12	5	0,8791

Uwaga: Wybór rzędu opóźnienia (k) dokonany został w oparciu o tzw. kryterium Akaike (ang. *Akaike information criterion*).

Wyniki przedstawione w powyższej tabeli pokazują, że szereg czasowy długu publicznego na Węgrzech i w Polsce nie jest stacjonarny, co stanowi podstawę argumentu wystarczającego, choć nie konieczny do uznania finansów publicznych tych krajów za niestabilne w długim okresie. Do potwierdzenia tego wniosku konieczny jest przeprowadzenie analizy kointegracji dochodów i wydatków publicznych.

Tabela 2 Test stacjonarności dla dochodów i wydatków publicznych

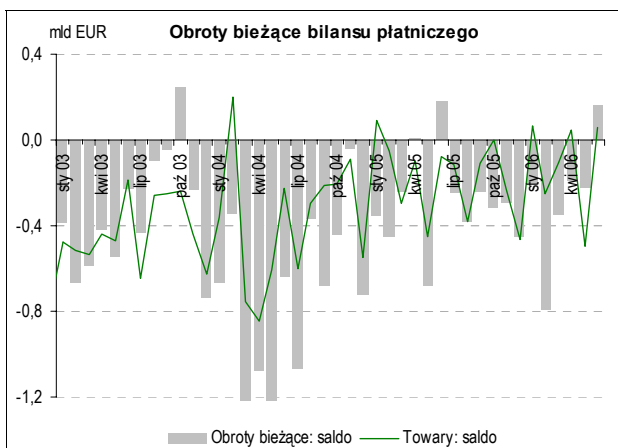
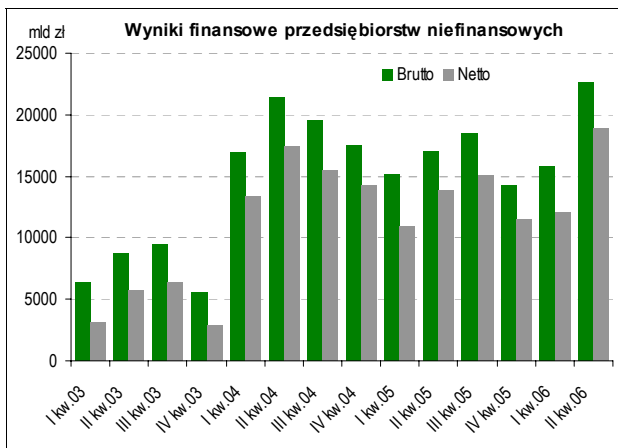
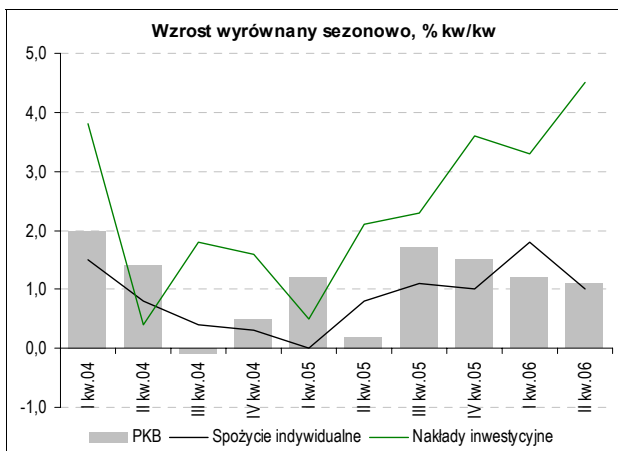
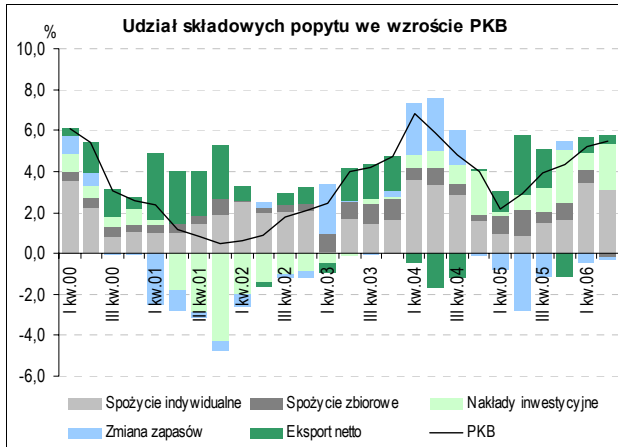
Kraj	Zmienna	Okres	Poziom		Pierwsza różnica	
			k	ADF (k)	k	ADF (k)
Węgry	Dochody	1997:01-2004:12	3	-2,678*	9	-4,4724***
	Wydatki		9	-2,5891	10	-4,5613***
Polska	Dochody	1997:01-2004:12	5	-2,9398**	4	-7,8946***
	Wydatki		6	-2,5723	7	-5,6719***

Uwaga: Oznaczenia *, **, *** wskazują, że szereg czasowy jest stacjonarny z 10%, 5% i 1% stopniem istotności.

Tabela 3 Analiza kointegracji dla dochodów i wydatków publicznych

Kraj	Hipoteza zerowa	Hipoteza alternatywna	Statystyka Trace	Wartość referencyjna (95% quantile)	Hipoteza zerowa	Hipoteza alternatywna	Statystyka Maximum-Eigenvalue	Wartość referencyjna (95% quantile)
	r≤1	r≥2	2,3248	3,8415	r≤1	r=2	2,3248	3,8415
Polska	r=0	r≥1	14,6208	15,4647	r=0	r=1	10,9567	14,2646
	r≤1	r≥2	4,7957	3,8415	r≤1	r=2	4,7957	3,8415

Gospodarka Polski

**Bardzo dobre wyniki PKB za drugi kwartał**

Wzrost PKB w II kwartale 2006 wyniósł 5,5%, zgodnie z naszą prognozą. Siłą napędową wzrostu był przede wszystkim popyt krajowy, który zwiększył się o 5,1%, a eksport netto miał również umiarkowanie pozytywny wpływ (0,4 pkt. proc.).

Wzrost konsumpcji prywatnej był bardzo bliski naszym oczekiwaniom i wyniósł 4,9% r/r (nieznaczne spowolnienie z 5,2% w I kwartale). Dużą pozytywną niespodzianką sprawiły nakłady inwestycyjne, które wzrosły o 14,4%, co było najszybszym tempem wzrostu od ośmiu lat i niemal dwukrotnie wyższym od 7,4% zanotowanego w I kwartale br. Skala poprawy sugeruje, że ożywienie aktywności inwestycyjnej jest dość szeroko zakrojone, co jest pozytywnym sygnałem dla dalszych perspektyw rozwoju gospodarczego. Nieco gorsze informacje o tempie wzrostu gospodarczego płyną z danych wyrównanych sezonowo – systematyczne spowolnienie od kilku kwartałów.

Szacunki dotyczące wydajności i jednostkowych kosztów pracy w II kw. na podstawie danych o wzroście zatrudnienia (1,7%) i płac (4,7%) w całej gospodarce wskazują na znaczną poprawę. Wzrost wydajności pracy przyspieszył do 5,3% r/r (z 2,9%), a JKP nieco spadły po czterech z rzędu kwartałach wzrostu. Co prawda, JKP na podstawie danych o zatrudnieniu w oparciu o BAEŁ pokażą zapewne pewien wzrost jednak z pewnością będzie on wolniejszy niż średnia z ostatnich czterech kwartałów (2,5%). Ogranicza to obawy o ryzyko dla celu inflacyjnego w średnim terminie, tym bardziej, że deflator PKB był w drugim kwartale tylko nieco powyżej zera na poziomie 0,2% r/r (w pierwszym kwartale był ujemny).

Od jakiegoś już czasu twierdzimy, że możliwe jest osiągnięcie w tym roku tempa wzrostu PKB rzędu 5% i dane za II kwartał to potwierdzają. Choć w drugiej połowie roku wzrost PKB będzie nieco wolniejszy z powodu efektu wyższej bazy statystycznej, to powinien utrzymać się w okolicy 5%.

Świetne wyniki firm w drugim kwartale

Dane o wynikach finansowych przedsiębiorstw niefinansowych w pierwszym półroczu pokazały, że zysk netto polskich firm w II kwartale wyniósł 18,9 mld zł wobec 12 mld zł w pierwszych trzech miesiącach roku.

O ile kwartalny wzrost jest typowym zjawiskiem sezonowym, to wynik był również wyraźnie lepszy niż w II kwartale 2005 roku - wzrost o 36,1% r/r.

Zarówno przychody jak i koszty wzrosły w tempie dwucyfrowym, ale co istotne po raz pierwszy od końca 2004 roku wzrost dochodów był szybszy niż kosztów – odpowiednio 13,1% r/r wobec 11,9% r/r.

W pierwszym półroczu 2006 rentowność obrotu netto podniosła się do 4,5% z 4,0% w analogicznym okresie 2005 r.

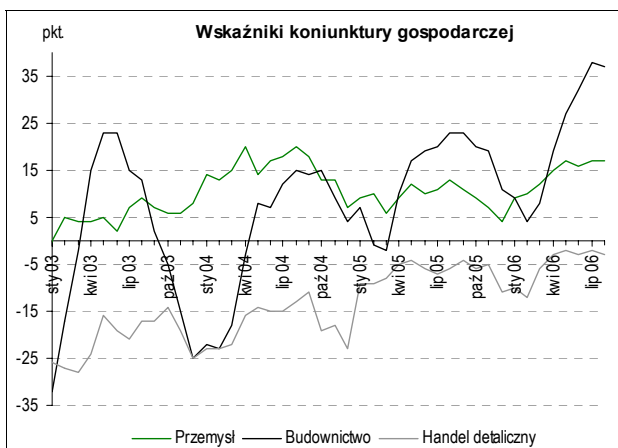
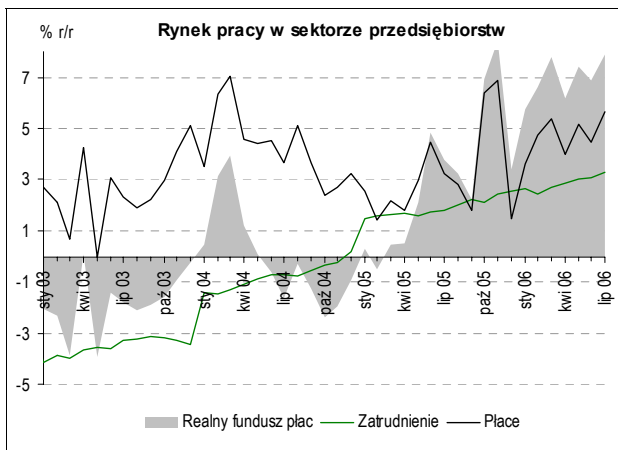
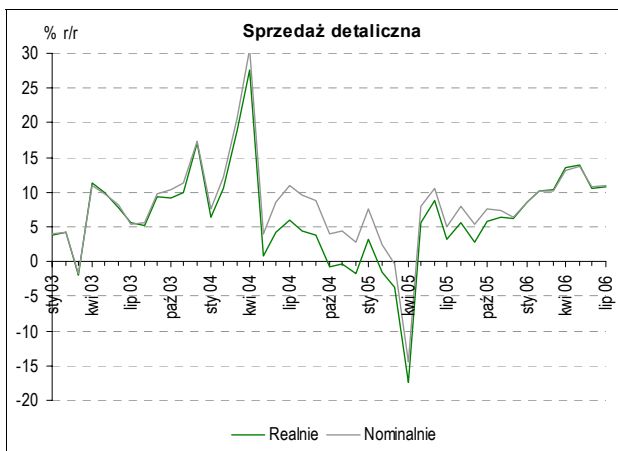
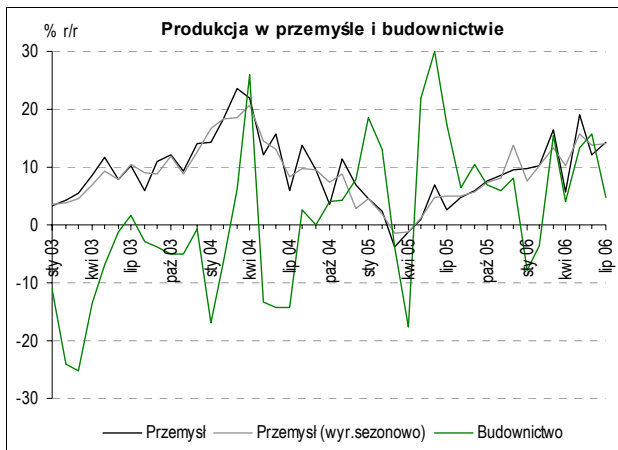
... a w obrotach z zagranicą nadwyżka

Miesięczne dane bilansu płatniczego również sugerowały pozytywny wpływ eksportu netto na PKB w II kwartale. Saldo wymiany towarów i usług miało w tym okresie nadwyżkę 814 mln zł (deficyt blisko 500 mln w II kw. 2005), co było najlepszym wynikiem od wielu lat.

Dane za czerwiec pokazały nadwyżkę 160 mln € na rachunku obrotów bieżących i nadwyżkę 60 mln € na rachunku obrotów towarowych. Niewielka nadwyżka na rachunku towarów została osiągnięta przy wzroście eksportu o 16% r/r i importu o 13,8% r/r (w euro). Chociaż było to pewne spowolnienie to wciąż odpowiada to dość szybkiemu wzrostowi aktywności handlowej, pokrywającemu się z przyspieszającym wzrostem PKB.

Co ważne, wzrost eksportu w złotych (15% r/r) był prawie równie szybki jak w euro, co oznacza wzrost zysków eksporterów.

Gospodarka Polski

**Początek trzeciego kwartału również bardzo dobry**

▪ Produkcja przemysłowa w lipcu zwiększyła się o 14,3% r/r, co wynikało w znacznej mierze ze wzrostu w przetwórstwie przemysłowym (15,6% r/r) podczas gdy wzrosty produkcji w górnictwie i kopalnictwie oraz w zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz i wodę były słabsze (wyniosły odpowiednio 8,1% r/r i 3,1% r/r).

▪ Patrząc na dynamikę produkcji w poszczególnych branżach, można sądzić, że ważnym czynnikiem ekspansji gospodarki pozostaje eksport, obok coraz silniejszego popytu krajowego.

▪ Sezonowo dostosowany wzrost produkcji wyniósł w lipcu 14,1% r/r (13,8% r/r w czerwcu i 11,8% r/r w I połowie roku). Pewnym rozczarowaniem były słabsze od oczekiwań dane o produkcji budowlano-montażowej, ale trzeba pamiętać, że ta zmienna ulega z miesiąca na miesiąc bardzo dużym wahaniom. Patrząc na 3-miesięczną średnią ruchomą rocznej dynamiki widać, że trend wzrostowy został utrzymany.

▪ Co prawda wzrost sprzedaży detalicznej w lipcu był nieco poniżej oczekiwań, jednak trudno uważać wzrost o 11% r/r za rozczarowujący. Lipcowy wynik, wraz z mocnym wzrostem produkcji przemysłowej, sugeruje całkiem obiecujący początek trzeciego kwartału jeśli chodzi o aktywność ekonomiczną.

▪ Roczna stopa wzrostu sprzedaży była taka sama jak średnia w pierwszej połowie roku kiedy to tempo wzrostu PKB przekroczyło 5%. W lipcu wystąpił dwucyfrowy wzrost we wszystkich składnikach sprzedaży detalicznej (wyjątkiem był sektor pojazdów mechanicznych ze wzrostem wynoszącym 6,7% r/r), co oznacza szeroko zakrojony wzrost popytu konsumpcyjnego.

▪ Realny wzrost sprzedaży detalicznej był ponownie tylko trochę niższy niż nominalny i wyniósł 10,8% r/r, co potwierdziło słabą presję na wzrost cen.

Nieprzerwanie solidny wzrost płac i zatrudnienia

▪ Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w lipcu o 5,6% r/r. Takie tempo wzrostu płac potwierdza tendencję obserwowaną od kilku miesięcy, tj. stopniowe przyspieszanie wzrostu wynagrodzeń. Jednak równoczesne umocnienie aktywności gospodarczej oznacza, że wzrost płac nadal nie przekracza znacząco tempa wzrostu wydajności pracy.

▪ Średnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 3,3% r/r (kolejny rekord). W lipcu fundusz wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zwiększył się nominalnie aż o 9,1% r/r. (realnie o 7,9%), co sugeruje, że szybki wzrost konsumpcji prywatnej powinien się utrzymać.

▪ Szybki wzrost zatrudnienia jest głównym powodem spadku stopy bezrobocia – w lipcu do 15,7% z poziomu 16%, co oznacza najwyższy spadek w ujęciu rocznym od 1998 roku (2,2 pkt proc.).

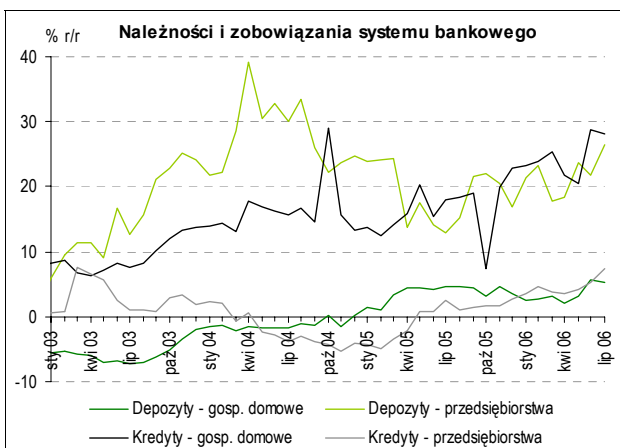
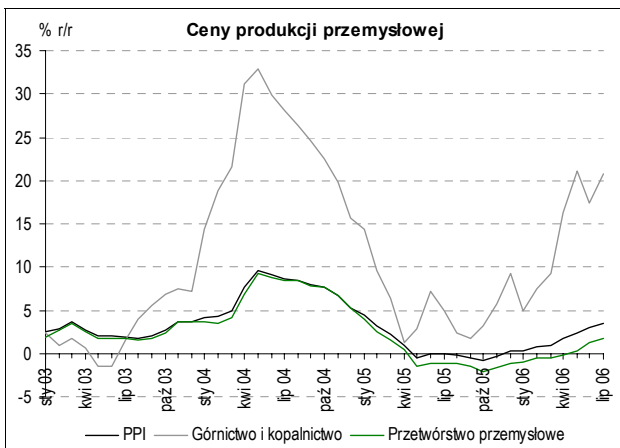
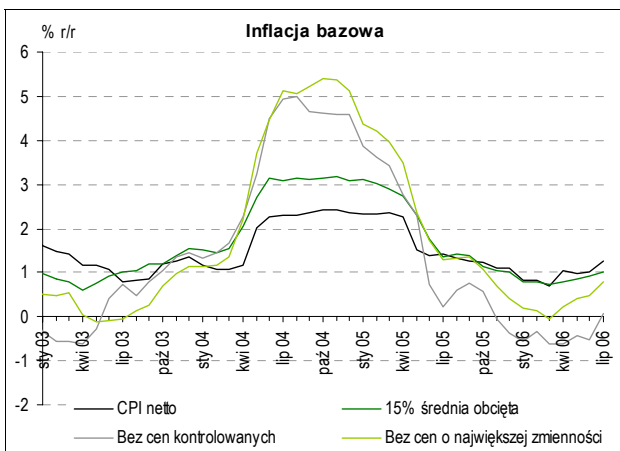
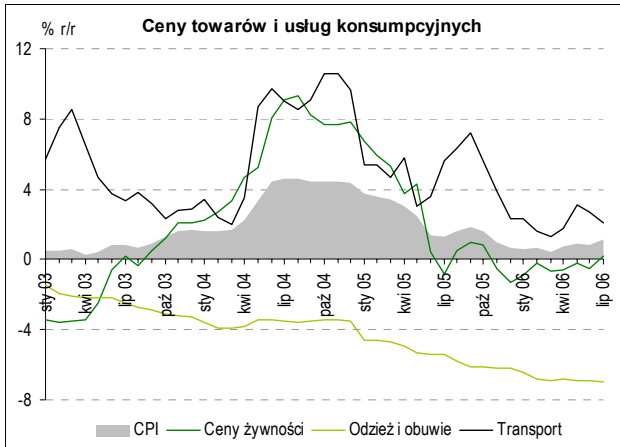
Korzystna koniunktura w sierpniu

▪ Wskaźniki koniunktury gospodarczej za sierpień pokazały dość podobne wyniki jak w kilku poprzednich miesiącach. Poziom wskaźników pozostał bez większych zmian w porównaniu z lipcem. Roczne tempo wzrostu było najwyższe w budownictwie (+14 pkt) i bardziej umiarkowane w handlu detalicznym i przetwórstwie przemysłowym (odpowiednio +4 i +3 pkt).

▪ Przedsiębiorcy z sektora budowlanego i przetwórstwa przemysłowego oczekiwali wzrostu zamówień, produkcji, zatrudnienia oraz poprawy sytuacji finansowej, natomiast firmy zajmujące się handlem detalicznym były bardziej sceptyczne, oczekując niższej sprzedaży i pogorszenia sytuacji finansowej.

▪ Niemniej jednak naszym zdaniem dwucyfrowy wzrost sprzedaży detalicznej (podobnie jak produkcji) ma szansę się utrzymać w kolejnych miesiącach.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Czynniki jednorazowe podwyższają różne miary inflacji

▪ Dane o lipcowej inflacji przyniosły dużą niespodziankę dla rynku. Ceny konsumpcyjne nie zmieniły się w porównaniu z czerwcem, co przelożyło się na przyspieszenie rocznej inflacji do 1,1% z 0,8%. Źródło negatywnej niespodzianki inflacyjnej leżało w kategorii rekreacja i kultura (wzrost o 3,4% m/m) oraz w kategorii łączność (1,9% m/m). Ceny żywności spadły o 1,5% m/m, natomiast ceny w transporcie zwiększyły się o 1% m/m.

▪ Te same czynniki były odpowiedzialne za wzrost większości miar inflacji bazowej. Średni wzrost czterech miar inflacji bazowej (inflacja netto, CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności, CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw oraz CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych) wyniósł 0,4 pkt proc. Najważniej obserwowana przez rynek inflacja netto zwiększyła się w lipcu do 1,3% r/r z 1% r/r miesiąc wcześniej.

▪ Warto jednak również zwrócić uwagę na piątą miarę inflacji bazowej, czyli 15% średnią obciążoną, która wyklucza znaczne, zazwyczaj jednorazowe wzrosty cen w niektórych kategoriach. Ta miara zwiększyła się tylko o 0,1 pkt proc. do 1% r/r z 0,9% r/r miesiąc wcześniej, co pokazuje, że fundamentalna presja na ceny pozostaje bardzo słaba. Poza tym, warto odnotować, że średni poziom wszystkich miar inflacji bazowej wynosi mniej niż 0,8% r/r, podczas gdy cen inflacyjny NBP wynosi 2,5% +/- 1 pkt proc.

▪ Kolejna niespodzianka była związana z publikacją prognozy inflacji Ministerstwa Finansów na sierpień (wzrost do 1,5%), co miało być spowodowane głównie wzrostem cen żywności. My spodziewamy się nieco niższej inflacji w sierpniu (1,3%), jednak wpływ suszy na inflację już w sierpniu oznacza, że zmieni się dalsza ścieżka inflacyjna – ok. 2% na koniec roku, powyżej 2,5% w I kw. 2007. Jednak po ustąpieniu tych efektów inflacja powinna spaść poniżej 2,5% na koniec 2007 roku, a inflacja netto nie powinna wzrosnąć w tym okresie znacząco powyżej 2%.

PPI powyżej oczekiwań, ale nie w sektorze przetwórczym

▪ Ceny producenta wzrosły w lipcu o 0,7% m/m podwyższając roczny wskaźnik cen do 3,5%, co było znacznie powyżej średniej oczekiwań rynkowych (3%). Wydaje nam się, że obserwowane ostatnio wzrosty wskaźników inflacji nie zmieniają znacząco oceny perspektyw inflacyjnych, gdyż wynikają głównie z czynników przejściowych i jednorazowych.

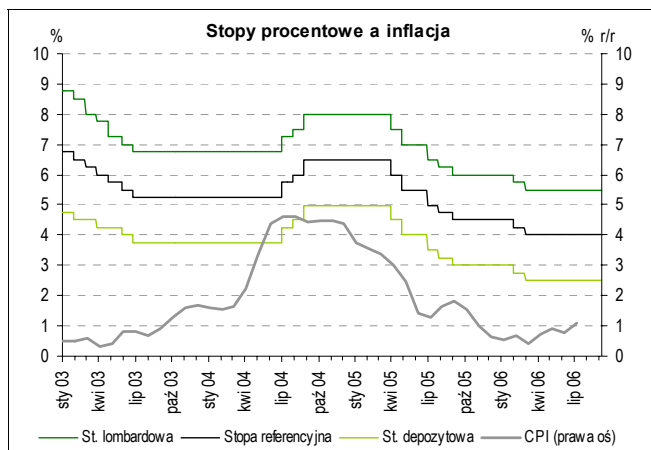
▪ Wzrost inflacji PPI nastąpił głównie w wyniku wzrostu cen w sektorze wydobywczym, podczas gdy ceny w sektorze przetwórczym, pomimo pewnego przyspieszenia w ostatnich miesiącach, pozostają umiarkowane. Ponadto, przyspieszenie rocznej inflacji PPI wynika w pewnym stopniu z efektu bazy statystycznej. Fundamentalna presja cenowa w polskiej gospodarce pozostaje dość słaba, choć zapewne ożywienie gospodarcze przyczyni się do wzrostu cen w najbliższym czasie.

Wzrost podaży pieniądza i kredytów nabiera tempa

▪ Podaż pieniądza wzrosła w lipcu o 13,1% r/r, co jest jedną z najwyższych stóp wzrostu w ciągu ostatnich pięciu lat. Wzrost depozytów ogółem przyspieszył do 12,4% r/r z 12,1% r/r w czerwcu, głównie za sprawą kontynuacji silnego przyrostu depozytów firm (o 26,3% r/r, czyli najsilniejszego od poł. 2004 r.).

▪ Co ważne, aktywność w segmencie firm zwiększyła się nie tylko po stronie depozytów, ale również w zakresie akcji kredytowej. Kredyty dla firm zwiększyły się bowiem w lipcu o 7,3% r/r (5,2% w czerwcu i 3% średnio w ciągu ostatnich 12 miesięcy). Jeśli ten trend się utrzyma w kolejnych miesiącach, to będzie to zapowiadać jeszcze silniejszą aktywność gospodarczą niż obserwujemy ostatnio. W przypadku kredytów dla gospodarstw domowych utrzymało się wysokie tempo wzrostu (ponad 28% r/r) widoczne w poprzednich miesiącach.

Pod lupą: Bank centralny



Fragmenty komunikatu Rady Polityki Pieniężnej z 30 sierpnia 2006

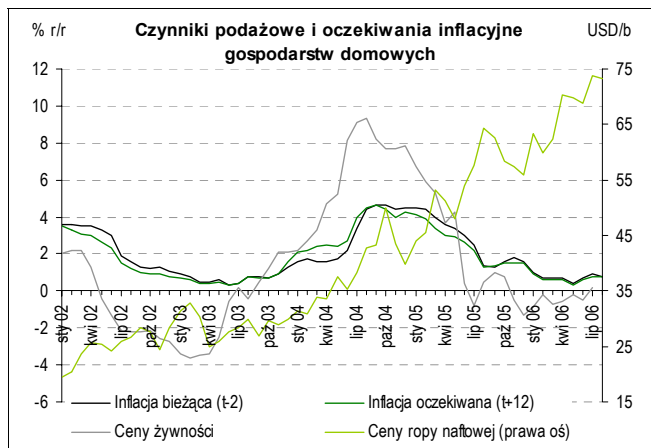
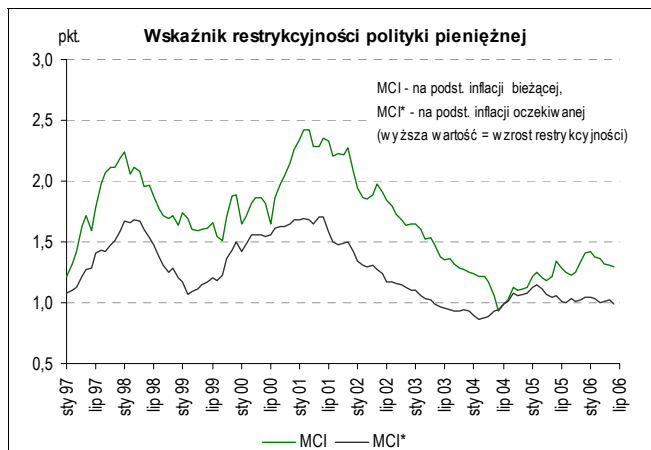
Dane GUS o PKB w II kw. 2006 r. potwierdzają przyspieszenie wzrostu gospodarczego, jakie ma miejsce od II kw. 2005 r. (...) Wkład eksportu netto do wzrostu PKB oraz dynamika nakładów brutto na środki trwałe były wyższe od prognozowanych w lipcowej projekcji.

Przyspieszenie wzrostu kredytu dla przedsiębiorstw, jakie nastąpiło mimo posiadania przez przedsiębiorstwa dużych środków własnych związanych z ich bardzo dobrymi wynikami finansowymi w I poł. 2006 r., może wskazywać na dalszy wzrost dynamiki inwestycji.

W przemyśle, w okresie styczeń-lipiec br., przy wzroście zatrudnienia o 1,9% r/r, tempo wzrostu wydajności pracy wyniosło 10,4% r/r i było wyższe od dynamiki wynagrodzeń w tym sektorze (5,1% r/r).

Na wzrost rocznej dynamiki cen w stosunku do czerwca br. złożyło się głównie przyspieszenie rocznej dynamiki cen żywności oraz cen usług internetowych.

W przekonaniu Rady analiza najnowszych danych wskazuje, że przebieg przyszłej inflacji będzie zbliżony do przedstawionego w lipcowej projekcji.



Źródło: NBP, GUS, Reuters

Stopy procentowe znowu bez zmian

- W sierpniu Rada Polityki Pieniężnej po raz szósty z rzędu pozostawiła stopy procentowe bez zmian na poziomie 4,0%.
- Tym razem w komunikacie Rada odniosła się do projekcji inflacji z lipca (a nie z kwietnia jak miesiąc wcześniej, mimo że dysponowała już lipcową), stwierdzając, że „analiza najnowszych danych wskazuje, że przebieg przyszłej inflacji będzie zbliżony do przedstawionego w lipcowej projekcji”.
- Przypomnijmy, że wg ostatniej projekcji inflacja ma wzrosnąć do ok. 2,5% w I kw. 2007, pozostać w pobliżu tego poziomu w całym 2007 r., a następnie wzrosnąć do ok. 3% w 2008 r.
- Warto jednak zwrócić uwagę, że stwierdzenie, że przebieg inflacji będzie „zbliżony” do przedstawionego w lipcowej projekcji nie jest zbyt precyzyjne, więc można z tego wnioskować, że postrzegana przez członków Rady przyszła ścieżka inflacji mieści się gdzieś pomiędzy tym co pokazywała kwietniowa i lipcowa projekcja.
- Wygląda na to, że RPP jest nadal dość niepewna co do przyszłej inflacji i dlatego chce poczekać na więcej informacji i danych o gospodarce zanim będzie rozważała podjęcie decyzji o zmianie poziomu stóp procentowych.
- Do końca tego roku stopy procentowe powinny pozostać bez zmian. Jeśli dostępne do tego czasu informacje potwierdzą scenariusz zarysowany przez lipcową projekcję (CPI powyżej celu w 2008), to prawdopodobieństwo podwyżek stóp wzrośnie. Jeśli jednak rozwój sytuacji będzie sugerował stabilizację inflacji w średnim terminie w pobliżu celu 2,5%, to nie będzie powodu do zmiany stóp. Ponieważ nasz bazowy scenariusz pokazuje, że nie ma istotnego zagrożenia dla celu inflacyjnego w średnim terminie, to nie zmieniamy poglądu, iż stopy procentowe pozostaną bez zmian w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Polityka pieniężna sprzyja wzrostowi

- Restrykcyjność polityki pieniężnej w Polsce, mierzona z uwzględnieniem poziomu realnych stóp procentowych oraz realnego efektywnego kursu walutowego, jest nadal wyższa niż przed rozpoczęciem ostatniego cyklu podwyżek na początku 2004 roku (choć realna stopa procentowa mierzona z pomocą oczekiwanej inflacji jest najniższa w historii, na poziomie 2%).
- Historycznie patrząc, restrykcyjność polityki RPP jest obecnie umiarkowanie niska, jednak taki jej poziom umożliwił zejście inflacji do bardzo niskich poziomów w ostatnim okresie.
- Sporym ryzykiem dla naszej prognozy stóp procentowych jest scenariusz mocnego, trwałego osłabienia kursu złotego, ponieważ wraz z przewidywanym wzrostem inflacji doprowadziłoby to do znacznego spadku restrykcyjności polityki pieniężnej przy stabilnych stopach NBP.

Niskie oczekiwania inflacyjne, droga ropa

- Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych niezmiennie utrzymują się na bardzo niskim poziomie, blisko obserwowanej aktualnie stopy inflacji – w sierpniu było to 0,8%.
- Dla RPP jednym z istotnych czynników przy podejmowaniu decyzji o stopach procentowych będzie to czy i w jakim stopniu wzrost CPI spowodowany zaburzeniami podaźowymi wywoła efekty wtórne w postaci wzrostu oczekiwań i ewentualnej presji na płace.
- Biorąc pod uwagę adaptacyjny charakter oczekiwań ludności oraz konstrukcję wskaźnika oczekiwań wykorzystywanego przez NBP, należy się liczyć z tym, że w ślad za wzrostem CPI w nadchodzących miesiącach, podniesie się również miara oczekiwań. Jednak jak na razie nic nie wskazuje aby miał to być wzrost gwałtowny.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

Reuters, 31 sierpnia

Z ostatniej projekcji NBP wynika, że w pierwszym kwartale 2007 roku inflacja będzie na poziomie 2,3 punktu procentowego, czyli blisko celu inflacyjnego. Praktycznie może to oznaczać, że już na początku roku 2007 inflacja dojdzie do celu inflacyjnego. Od pewnego czasu narasta ryzyko, że inflacja w 2007 roku może na dłuższy czas przekroczyć cel inflacyjny 2,5 punktu procentowego, jeżeli RPP nie podejmie na czas odpowiednich przeciwdziałań.

Marian Noga, członek RPP

Reuters, 5 września

Musimy być czujni. Kiedy inflacja będzie na poziomie około dwóch procent, to będzie ostatni dzwonek dla zmiany stop procentowych. Nie można czekać aż inflacja zbliży się do celu 2,5 procent, ponieważ wtedy moglibyśmy się spóźnić ze zbijaniem inflacji. Efekt naszych ruchów zajmuje czas - 5-7 kwartałów. Początek 2007 to będzie najwyższy czas na działanie. Rada, aby spełnić swoją funkcję, musi patrzeć do przodu. Im dłużej inflacja jest poniżej celu 2,5 procent, tym lepiej. Taki jest cel Rady. Boimy się odbicia inflacji. Nie zamykamy oczu. Rada będzie zdeterminowana, niezależnie od tego, kto będzie nowym prezesem, aby spełnić swoją misję.

Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

PAP, 6 września

NBP powinien reagować na szoki podażowe, jeśli one wpłyną na procesy inflacyjne i oczekiwania inflacyjne. Na razie nie możemy ocenić wpływu suszy na inflację, będzie to możliwe dopiero za kilka miesięcy.

Jan Czekaj, członek RPP

PAP, 1 września

To, że inflacja będzie trochę wyższa niż wcześniej przypuszczaliśmy, to w tej chwili chyba jest pewne, ale nie ma co rozdzierać szat, tylko trzeba spojrzeć na gospodarkę w sposób kompleksowy. Na koniec roku inflacja może być wyższa o około 0,2 pkt proc. od pokazanej w ścieżce inflacyjnej z projekcji. Ale sytuacja się wciąż zmienia, nie wiemy do końca jaki będzie wpływ cen żywności na wskaźnik CPI. Polityka pieniężna nadal może pozostać stabilna, bo wciąż brak symptomów trwałego wzrostu cen, który wymagałby zmian parametrów polityki monetarnej. Ale gdyby takie symptomy się pojawiły, będziemy reagować. Nie można wykluczyć, że inflacja przejściowo wzrośnie, ale istotniejszy jest charakter tego ewentualnego wzrostu. Polityka monetarna powinna reagować tylko na szoki, które nie mają charakteru przejściowego.

Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP

Radio PiN, 7 września

(Podwyżka stóp) zależy od tego, co będzie źródłem tego (...) wyższego tempa wzrostu cen. Jeśli źródłem będzie tylko to, o czym wszyscy już wiemy - susza i zbiory, to wiadomo, że to potrwa tylko do nowego roku rolnego, czyli do połowy przyszłego roku, wówczas niekonieczne jest podniesienie stóp. (...) Zwiększony deficyt to jest element, który się wmontowuje na dość długo w gospodarkę, wobec tego na dość długo działa jako dźwignia do możliwego podnoszenia cen, i wtedy trzeba już reagować poprzez ewentualne korekty stóp.

Reuters, 22 sierpnia

Trend podwyżek stóp procentowych, jaki obserwujemy w regionie, może przyspieszyć podwyżki stóp procentowych w Polsce. Do czasu, kiedy z projekcji nie wyniknie, że w jej horyzoncie inflacja w sposób gwałtowny nie przekroczy górnej granicy przedziału (3,5 proc.), to jeżeli takie prawdopodobieństwo okaże się duże, RPP będzie musiała podjąć stosowne decyzje, choć nie wykluczam działania Rady wcześniej. Bo to, że inflacja utrzymuje się w dolnej części przedziału, nie jest złe. Dopiero jej trwały wzrost powyżej 2,5 proc. jest dzwonkiem alarmowym.

Komentarz

Nie jest zaskoczeniem, że prezes NBP perspektywy inflacji widzi w dość ciemnych barwach, ponieważ powszechnie jest on uważany za jednego z bardziej jastrzębich członków RPP, a jego skłonność do zacieśniania polityki pieniężnej jest zapewne wyższa od średniej w całej Radzie. Wypowiedź Mariana Nogi wskazuje, że prezes nie jest w swoich poglądach odosobniony. Wydaje się prawdopodobne, że „jastrzębie” w RPP mogą próbować przeforsować wniosek o podwyżce stóp procentowych w kolejnych miesiącach w miarę wzrostu inflacji. Nie jesteśmy jednak przekonani, że pozostali członkowie Rady podzielają taki punkt widzenia. Szczególnie stwierdzenie Nogi dotyczące konieczności utrzymania inflacji jak najdłużej poniżej celu brzmi dosyć kontrowersyjnie. Zawsze myśleliśmy, że cel jest po to aby go osiągnąć. Jak już wielokrotnie pisaliśmy, nawet wzrost inflacji do poziomu 2,5% (lub powyżej 2,5% ze względu na szoki podażowe) nie musi być wystarczającym argumentem za podwyżką stóp, jeśli tylko średnioterminowe prognozy inflacji pozostaną korzystne. Póki co, dowody na znaczącą presję popytową na ceny w polskiej gospodarce pozostają w sferze wyobrażeń niektórych bankierów centralnych. Jak pokazują cytaty poniżej w banku centralnym obecne są również odmienne punkty widzenia niż prezentowane przez „jastrzębi”, i nawet wśród tych członków Rady, którzy zwykle wspierali prezesa NBP w głosowaniach, przekonanie o konieczności podwyżek nie jest bezwarunkowe.

Wypowiedzi wiceprezesa NBP oraz części przedstawicieli RPP mają pewien ważny punkt wspólny – ich zdaniem stopy procentowe wcale niekoniecznie muszą zostać podniesione jeśli inflacja pójdzie w górę wyłącznie za sprawą wzrostu cen żywności czy paliw (ogólnie mówiąc: przejściowych czynników o charakterze podażowym). Natura tych impulsów powoduje bowiem, że – o ile nie wywołają one tzw. efektów drugiej rundy – to po 12 miesiącach wyższej inflacji, jej poziom ponownie się obniży, a inflacja bazowa również nie powinna podlegać szczególnie silnej presji wzrostowej. Takie podejście nie powinno dziwić, ponieważ jest zgodne z *Założeniami polityki pieniężnej* na ten rok (i zgodne z logiką prowadzenia polityki pieniężnej). Tak więc, nawet biorąc pod uwagę kilka bardziej jastrzębich wypowiedzi ze strony banku centralnego o nieuchronności podwyżek stóp, nie zmieniamy naszego poglądu, że jeszcze nie czas myśleć na poważnie o zacieśnianiu polityki pieniężnej. Z pewnością, nawet jeśli sprawdzą się przewidywania wyższej inflacji w sierpniu i kolejnych miesiącach, RPP nie będzie działać w pośpiechu i zaczeka na więcej danych aby potwierdzić czy przyspieszenie wzrostu cen ma charakter tymczasowy czy jest początkiem dłuższego trendu. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian przez 12 kolejnych miesięcy, ponieważ wzrost CPI ustabilizuje się w okolicach celu lub nieco poniżej zamiast kontynuować wzrost, a inflacja bazowa będzie jeszcze niższa, sygnalizując brak silnej fundamentalnej presji na ceny.

Zdaniem Haliny Wasilewskiej-Trenkner wzrost stóp procentowych na świecie może przełożyć się na szybsze podwyżki stóp w Polsce. Warto jednak zauważyć, że po pierwsze, cykl podwyżek stóp na świecie stopniowo dobiega końca (w USA już się zakończył, w strefie euro zakończy się w przyszłym roku), więc ten argument niebawem straci na znaczeniu. Dodatkowo, członkini RPP przedstawiła kilka dość mocnych warunków, które muszą zostać spełnione aby do podwyżki stóp doszło. Przede wszystkim musi zaistnieć wysokie ryzyko przekroczenia przez inflację poziomu 3,5%. Tymczasem, nawet w ocenie Wasilewskiej-Trenkner presja inflacyjna wywoływana przez wzrost aktywności gospodarczej jest raczej ograniczona. Potwierdza to, że kwestia podwyżek stóp procentowych to wciąż sprawa dość odległa.

Pod lupą: Rząd i polityka

Podstawowe parametry budżetu (mln zł)

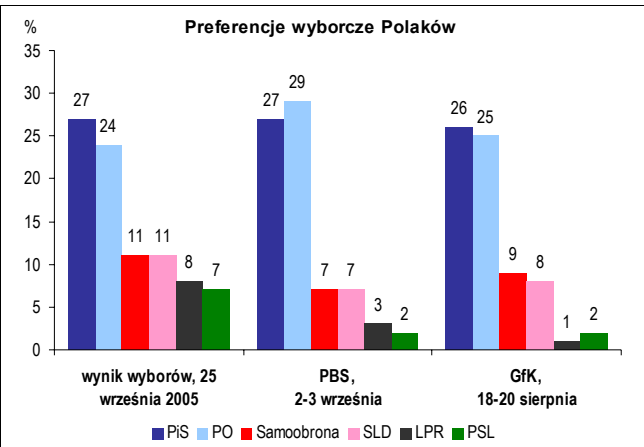
	2006 PW	2007	zmiana %
DOCHODY OGÓŁEM	196 511	212 234	8,0
Dochody podatkowe	173 932	191 799	10,3
- Podatki pośrednie	126 132	138 191	9,6
- CIT	19 100	22 013	15,3
- PIT	28 700	31 595	10,1
Dochody niepodatkowe	20 262	20 135	-0,6
- Dywidenda	3 502	4 000	14,2
- Wpłata z zysku NBP	1 158	1 974	70,5
- Dochody jednostek budżetowych	12 000	10 088	-15,9
Rekompensata budżetowa	2 001	-	-100,0
WYDATKI OGÓŁEM	225 829	242 234	7,3
WYNIK BUDŻETU	-29 318	-30 000	2,3
Potrzeby pożyczkowe netto	41 000	44 000	7,3

Założenia makroekonomiczne budżetu

	2006	2007
Wzrost PKB (%)	5,2	4,6
Eksport (%)	16,5	8,0
Import (%)	15,8	9,0
Popyt krajowy (%)	5,1	5,1
Akumulacja brutto (%)	9,4	10,4
CPI (średnia, %)	1,1	1,9
Przeciętna płaca brutto (PLN)	2 484	2 616
Przeciętne zatrudnienie (tys.)	8 985	9 107
Stopa bezrobocia (%)	15,3	14,1
USDPLN (średni)	3,11	3,04
EURPLN (średni)	3,91	3,90
Deficyt obr. bieżących (% PKB)	1,7	2,4
Stopa NBP (średnia, %)	4,1	4,3

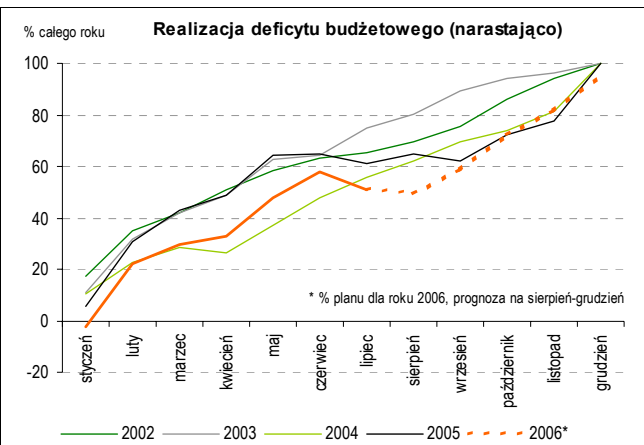
Wstępne zarysy budżetu 2007

- Projekt budżetu przygotowany przez Ministerstwo Finansów zakłada deficyt budżetu 30 mld zł w 2007 r. wobec 29,3 mld zł planowanego wykonania w tym roku (szczegóły w tabeli obok).
- Prognozy PKB i inflacji na 2007 r. utrzymano bez zmian, co jest konserwatywnym założeniem, jako że nasza obecna prognoza wskazuje na wyższe tempa wzrostu: PKB o 5%, inflacji o ok. 2,3%. Podwyższono za to prognozy na 2006 r.
- Dochody budżetu w roku 2007 mają wzrosnąć o ok. 8%. Tak wysokie tempo wzrostu wygląda dość ambitnie w świetle ostrożnych prognoz ekonomicznych rządu, chociaż biorąc pod uwagę możliwość wyższej inflacji i PKB, ma szansę zostać zrealizowane.
- W realizacji wyższych dochodów pomoże wzrost obciążeń podatkowych. Rząd zaplanował wzrost akcyzy na tytoń (13%), piwo (10%) i paliwa, co przy okazji może wywołać kolejny jednorazowy wzrost CPI w I kwartale 2007. Zrezygnowano z obniżki składki rentowej obiecanej przez poprzednią minister finansów Zytę Gilowską. Z drugiej strony, dokument zakłada odmrożenie progów podatkowych w PIT i sumy wolnej od opodatkowania, co nieco uszczupli dochody.
- Wydatki budżetu w 2007 r. wzrosną o 7,3%, czyli szybciej niż nominalny PKB. Wydatki prawnie zdeterminowane, stanowiące 69,6% całości wydatków, wzrosną realnie o ok. 2%. Tymczasem pozostałe 30,4% wszystkich wydatków, nad którymi rząd posiada kontrolę, wzrosnie realnie o 18,1%.
- Ogólnie, taki kształt budżetu jest neutralny dla rynku, chociaż trudno go nazwać jakimkolwiek krokiem w kierunku reformy finansów publicznych, a rząd nie podjął wysiłku aby ograniczyć nierównowagę fiskalną w okresie szybkiego wzrostu PKB, czego najlepszym dowodem jest wzrost potrzeb pożyczkowych.



Kotwica silniejsza od koalicji?

- Warto pamiętać, że przedstawiony kształt budżetu nie został jeszcze zatwierdzony przez rząd. Tymczasem koalicjanci PiS-u nasilają presję na wzrost wydatków na cele społeczne, pomoc dla rolników, podwyżki dla lekarzy i nauczycieli, itd., sugerując, że deficyt powinien być zwiększony, i że brak realizacji tych postulatów może zagrozić trwałości koalicji.
- Jednak premier Kaczyński nie pozostawił wątpliwości, że nie zamierza rezygnować z utrzymania kotwicy budżetowej na poziomie 30 mld zł. Pytanie, czy koalicjanci ograniczą swoje żądania, czy też będą skłonni zaryzykować trwałość koalicji. Niepewność dotycząca kształtu polityki fiskalnej w przyszłym roku oraz stabilności politycznej będzie wisiła nad rynkiem przynajmniej do 29 września, kiedy to rząd ma ostatecznie przyjąć budżet.



Wykonanie tegorocznego budżetu nadal idzie dobrze

- W lipcu deficyt budżetu wyniósł 51,1% rocznego planu i był dużo lepszy niż w analogicznym okresie poprzednich lat (w latach 2002-2005 po 7 miesiącach było średnio 64,3% planu).
- Po lipcu wzrost dochodów podatkowych jest bliski dynamice założonej na cały rok. Jednocześnie występują pewne opóźnienia w realizacji niektórych wydatków, np. dotacji dla FUS.
- Opóźnienie w wydatkach utrzymało się również w sierpniu. Wg szacunków MF po ośmiu miesiącach deficyt wyniósł ok. 50% planu, czyli w sierpniu również osiągnięto nadwyżkę. Kumulacja wydatków pod koniec roku pogorszy wyniki budżetu w kolejnych miesiącach. Dobra realizacja dochodów oznacza jednak, że nie powinno być problemów z tegorocznym budżetem. Wg resortu finansów w całym roku deficyt wyniesie 29,3 mld zł wobec planowanych 30,6 mld zł.

Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Jarosław Kaczyński, premier RP

Reuters, 6 września

Jeśli profesor Gilowska zechce, to w ciągu najbliższych kilku dni może ponownie zostać członkiem rządu i objąć stanowisko wicepremiera do spraw gospodarczych i ministra finansów.

Jarosław Kaczyński, premier RP

Reuters, 5 września

Decyzja o zachowaniu kotwicy budżetowej jest niepodważalna.

Polityka, 30 sierpnia

Nie ustąpię z 30-miliardowej kotwicy nawet za cenę zerwania koalicji i wcześniejszych wyborów.

Stanisław Kluza, minister finansów

Reuters, 7 września

W przedstawionym przez nas projekcie budżetu nie ma już jednak miejsca na dodatkowe wydatki socjalne. Należałoby się zastanowić nad optymalizacją nadmiernych transferów do rolnictwa, KRUS oraz innych agencji.

Andrzej Lepper, wicepremier i minister rolnictwa

Polskie Radio, 11 września

Sprawa programu, która jest najważniejsza, sprawa budżetu, która jest bardzo ważna. I to są dwie sprawy, które mogą doprowadzić do tego, że ta koalicja będzie trwać jeszcze może kilka miesięcy i skończy się, bo my jako Samoobrona (...) nie pozwolimy na to, żeby realizowany był w praktyce program tylko jednej partii, a nasz program żeby poszedł na półkę. (...) Budżet będzie tym kluczowym i budżet jest najważniejszy. I nie zgadzam się na budżet taki, jaki jest przedstawiony w tej chwili.

Stanisław Kluza, minister finansów

Reuters, 8 września

Według naszych analiz, 2009 rok byłby optymalny. Możemy być gotowi do obniżenia deficytu do około 3 procent Produktu Krajowego Brutto (PKB) w 2009 roku. Rolą Komisji zawsze jest zachęcanie krajów do podejmowania większych i szybszych kroków. Do osiągnięcia porozumienia potrzebne będą kolejne spotkania

Reuters, PAP, 7 września

Planujemy na początku grudnia przedstawić aktualizację programu konwergencji, bo chcemy by zakończyły się prace nad podatkami. Plan będzie zakładał, że w 2009 roku deficyt wyniesie od 3,0 do 3,5 procent PKB. W planie nie chcemy podawać daty przystąpienia do strefy euro. Polska powinna zaproponować datę, gdy spełni kryteria. Zakładamy, że utrzymanie sztywnej kotwicy na poziomie 30 mld zł pozwoli nam przy rosnącym PKB na obniżanie deficytu w relacji do PKB.

Piotr Soroczyński, wiceminister finansów

PAP, Reuters, 1 września

[Inflacja w sierpniu wzrosła do 1,5 proc. z 1,1 proc. w lipcu]. Dane do pewnego stopnia są zaskakujące. W sierpniu powinna być deflacja i zazwyczaj tak się dzieje. Tym razem w sierpniu tak nie było. (...) To może być spowodowane częściowo suszą i mniejszymi plonami. Inny ważny czynnik to taki, że jeszcze w sierpniu mieliśmy pokaźne wzrosty cen paliw.

W końcu roku raczej myślimy, że inflacja będzie na poziomie około 2,0 procent. Wzrosła do 2,2 -2,3 procent w pierwszych miesiącach następnego roku, a potem w drugim półroczu może nawet spaść. Nas niepokoi skok w sierpniu, ale to nie musi być trwały efekt, to może być tylko przesunięcie sezonowe. Po prostu ceny warzyw i owoców.

Komentarz

Sąd oczyścił byłą minister finansów Zytę Gilowską z zarzutu złożenia fałszywego oświadczenia lustracyjnego. Tuż po wyroku premier Kaczyński ponowił zaproszenie Gilowskiej do rządu. Naszym zdaniem nawet jeśli Gilowska zgodzi się na powrót, reakcja rynku będzie raczej niewielka, ponieważ najważniejsze decyzje w zakresie polityki fiskalnej nie będą zależały od tej nominacji.

Projekt budżetu na 2007 rok został wstępnie rozpatrzony przez rząd. Kolejne robocze spotkanie rządu nt. budżetu zaplanowano na 20 września, a jego ostateczne przyjęcie ma nastąpić 26 września. Następnie projekt zostanie przekazany do prac w parlamencie.

Kształt budżetu, w miarę neutralny dla rynku finansowego, budzi spore niezadowolenie mniejszych partii koalicyjnych, w szczególności Samoobrony, która domaga się zwiększenia wydatków na cele społeczne, pomoc dla rolników, podwyżki dla lekarzy i nauczycieli, itd., proponując również zwiększenie deficytu powyżej 30 mld zł i wspominając o możliwości rozpadu koalicji w przypadku nie spełnienia tych postulatów.

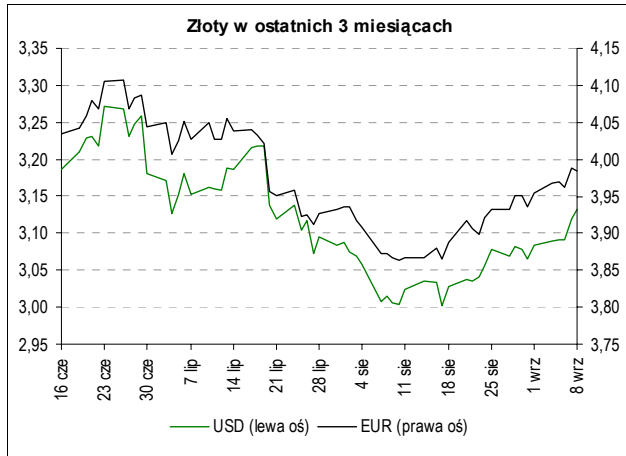
Pisaliśmy już wielokrotnie, że budżet na przyszły rok będzie sprawdzianem sprawności i trwałości tej koalicji i tak jest faktycznie. Ta sytuacja niekorzystnie odbija się na nastrojach uczestników rynku finansowego i zapewne pozostanie tak przynajmniej do końca września, kiedy to rząd ma przyjąć ostateczny kształt budżetu przed wysłaniem go do Sejmu. Premier Jarosław Kaczyński nie pozostawił wątpliwości, że nie zamierza zrezygnować z utrzymania kotwicy budżetowej na poziomie 30 mld zł, co pozwala z dużym prawdopodobieństwem oczekiwać, że większość populistycznych postulatów Samoobrony nie zostanie zrealizowana. Pozostaje wciąż aktualne pytanie czy w tej sytuacji mniejszościowi koalicjanci ustąpią ze swoich żądań, czy też groźba rozpadu koalicji faktycznie zacznie się materializować.

W nowej aktualizacji programu konwergencji, która zostanie przedstawiona w grudniu, Polska nie określiła daty przystąpienia do strefy euro. Zdaniem rządu data ta powinna być ustalona dopiero po spełnieniu wymaganych kryteriów. Tymczasem trudno na razie określić, kiedy tak naprawdę nadejdzie ten moment. Wprawdzie w rozmowach z komisarzem Unii Europejskiej minister finansów zapewniał, że rok 2009 byłby optymalny do wypełnienia kryteriów zbieżności, jednak dzień wcześniej w jednym z wywiadów przyznał (w przypływie szczerości?), że deficyt sektora finansów publicznych w 2009 roku wyniesie 3,0-3,5% PKB, czyli nawet w najbardziej optymistycznym wariantcie będziemy zaledwie na granicy spełnienia kryterium fiskalnego. Zbyt powolne obniżanie deficytu fiskalnego w relacji do PKB może spotkać się z nieprzechylną reakcją UE i rynku finansowego. Z drugiej strony, uczestnicy rynku przyzwyczaili się już do myśli, że Polska nie wejdzie do strefy euro przed 2012-13

Prognoza inflacji na sierpień przygotowana przez Ministerstwo Finansów jest znacznie mniej optymistyczna niż nasze dotychczasowe oczekiwania, zakładające stabilizację inflacji na poziomie 1,1% r/r z lipca. Jednak jak pokazały dane za lipiec, szacunek resortu finansów nie musi zawsze okazywać się tak trafny jak w pierwszych miesiącach roku. Oczywiście trudno jest prognozować wpływ suszy na ceny żywności, ale wydaje nam się, że ryzyko wobec prognozy ministerstwa jest raczej w dół, niż w górę. Przy założeniu delikatnego wzrostu cen żywności (co nie miało miejsca od wielu lat, nawet gdy była susza bądź powodź) spodziewamy się inflacji w sierpniu na poziomie 1,3% r/r.

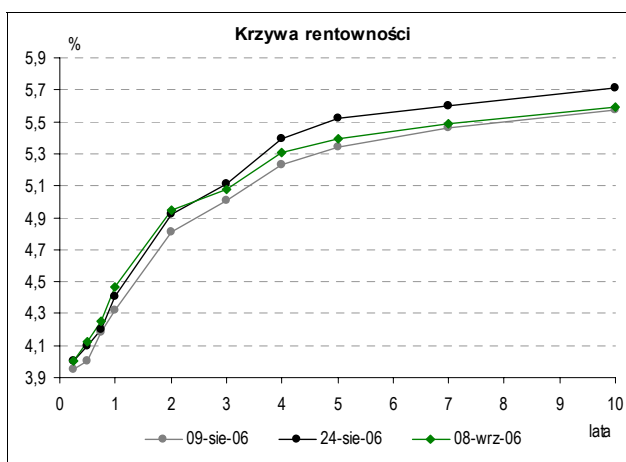
Poza tym, przyspieszenie inflacji wynika z zdaniem ministerstwa z podwyżek cen żywności, które mają charakter przejściowego szoku podaźowego, co nie musi wpłynąć na pogorszenie średnioterminowych perspektyw inflacji. Ostatnie wypowiedzi niektórych przedstawicieli banku centralnego pokazały, że taka sytuacja nie musi wcale prowadzić do konieczności podwyżki stóp procentowych.

Monitor rynku

**Złoty w trendzie spadkowym**

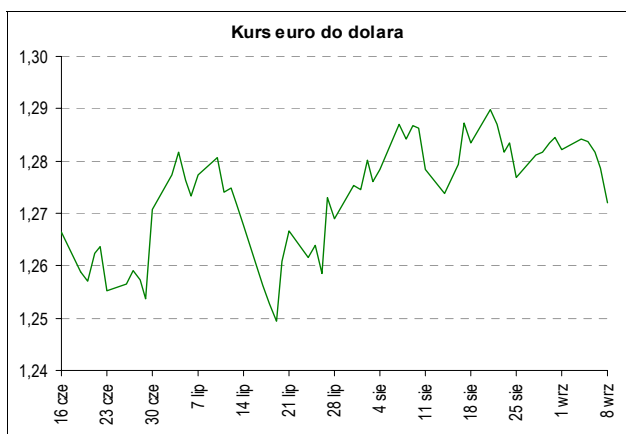
▪ Od momentu publikacji poprzedniego raportu złoty zgodnie z naszymi oczekiwaniami rozpoczął trend spadkowy, a kurs EURPLN zbliżył się do poziomu 4,0. Pod koniec sierpnia na osłabienie polskiej waluty miała wpływ informacja o nowym programie konwergencji Węgier. Kolejna fala osłabienia była związana z pogorszeniem nastawienia inwestorów do rynków wschodzących oraz negatywnym wydzźwiękiem prognoz inflacji Ministerstwa Finansów oraz wyprzedzają obligacji.

▪ Sądzymy, że złoty może testować poziom 4,0 a potencjał do osłabienia polskiej waluty jeszcze się nie wyczerpał w kontekście prac nad budżetem, jak również możliwości dalszej sprzedaży obligacji w przypadku realizacji prognoz inflacji MF. Istotnym czynnikiem będzie również nastawienie do rynków wschodzących, który może zmieniać się pod wpływem danych z gospodarki amerykańskiej.

**Chwilowe osłabienie po prognozie inflacji**

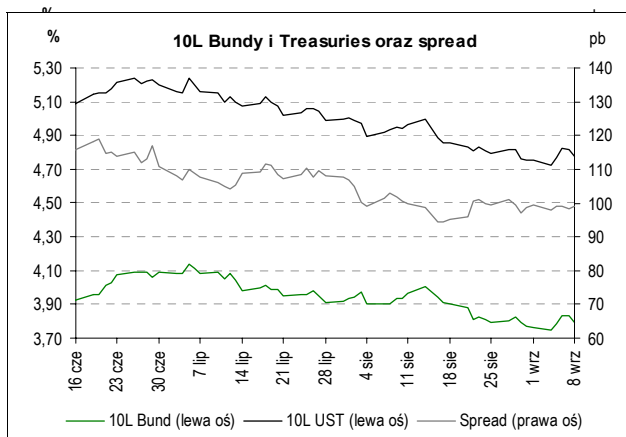
▪ W stosunku do początku sierpnia rentowności obligacji nie zmieniły się znacząco. W ciągu miesiąca widzieliśmy jednak dużą zmienność. Najpierw przyczyną osłabienia był wzrost inflacji. Następnie ceny obligacji wzrosły po publikacji komunikatu RPP, który był raczej neutralny dla perspektywy podwyżek stóp. Do kolejnego osłabienia rynku papierów doszło po publikacji wyższych od oczekiwań prognoz inflacji przez Ministerstwo Finansów.

▪ W przypadku realizacji prognozy inflacji ministerstwa dług może dalej się osłabiać, jednak nie sądzymy, żeby jednorazowy wpływ suszy na CPI miał wpływ na zdecydowane przekroczenie celu w średnim terminie. W związku z tym utrzymujemy pogląd, że stopy procentowe pozostaną bez zmian w najbliższym czasie. Negatywnie na ten scenariusz mogą wpłynąć dane z rynku pracy, jeśli ich dynamika będzie utrzymywała się na wysokim poziomie i będzie przewyższała oczekiwania.

**Spore wahania kursu EURUSD, dolar nieco mocniejszy**

▪ Niedługo po sierpniowej decyzji FOMC umocnienie euro nie było dość przekonujące, a dolar umocnił się do euro poniżej 1,28, co było wsparte przez ryzyko ataków terrorystycznych w Londynie. Później dolar pozostawał pod presją w związku z danymi pokazującymi mniejszą presję cenową oraz potwierdzającymi spowolnienie gospodarcze w USA, choć niedługo potem ponownie umocnił się poniżej 1,28. Po kolejny osłabieniu dolar zyskał nieco ponad 1,0%.

▪ Dane potwierdzające przyspieszenie wzrostu gospodarczego strefy euro mogą sprzyjać wspólnej walucie, choć indeks ZEW jak również komponent oczekiwań indeksu Ifo mogą napawać niepokojem. Spory wpływ na kurs EURUSD będą miały kolejne dane z USA, a jeśli potwierdzą spowolnienie gospodarki i inflacji może dojść do dalszego osłabiania dolara.

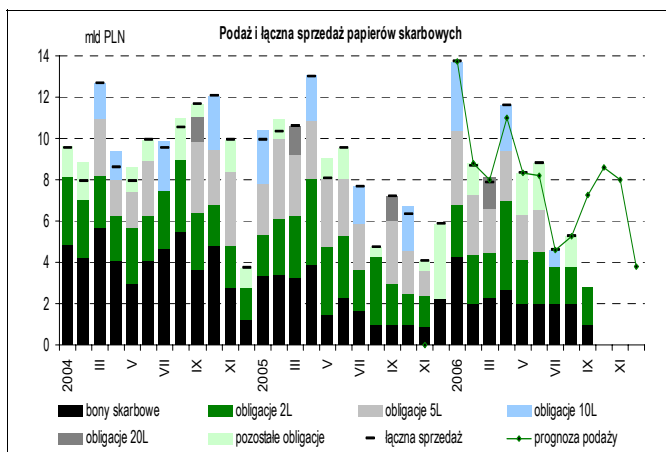
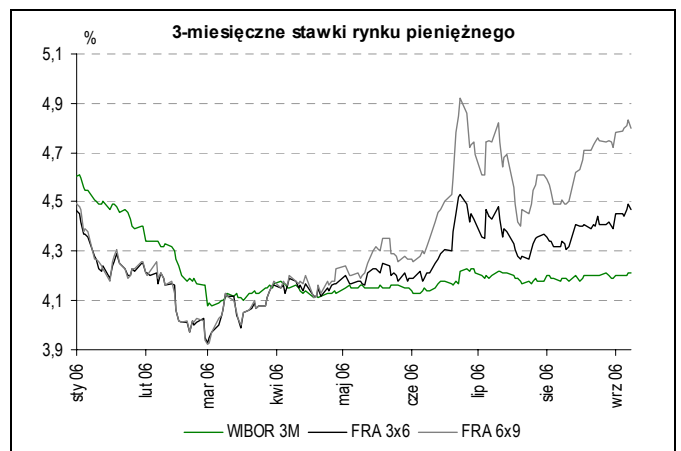
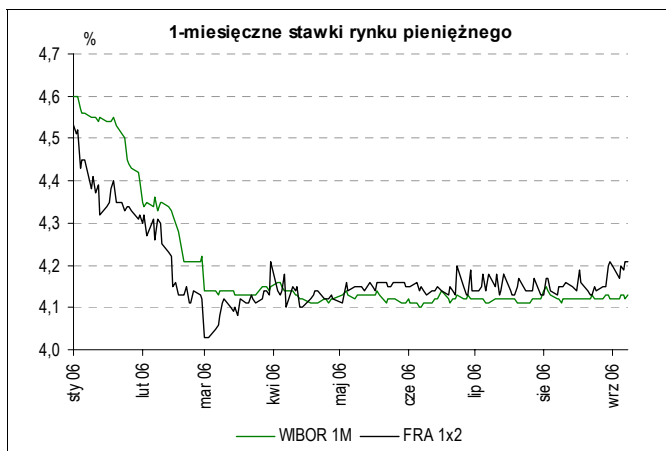
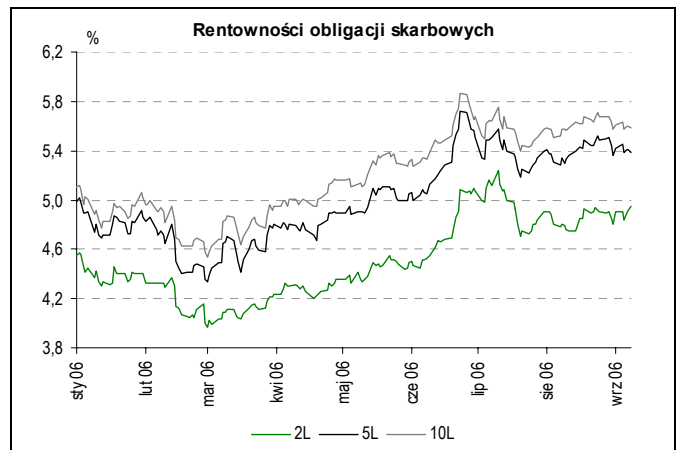
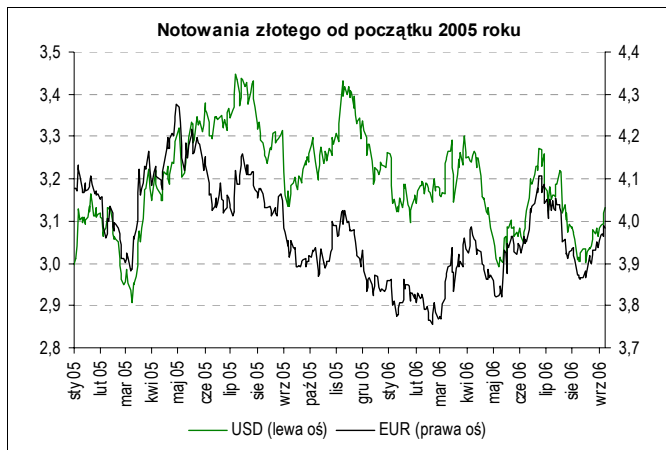
**Spadające rentowności na świecie**

▪ Od poprzedniej publikacji naszego raportu rynki bazowe obligacji znacząco się umocniły, co było spowodowane m.in. spadkiem oczekiwań na powrót podwyżek stóp w USA, po niższych od oczekiwań danych CPI i PPI oraz słabszych danych gospodarczych. Rynek umocnił się też w reakcji na protokół z posiedzenia Fed. W ciągu miesiąca rentowności 10-letnich Treasuries spadły z ponad 4,9% do poniżej 4,8%, a Bundów z 3,91% do 3,79%.

▪ Dane obrazujące wzrost gospodarczy będą decydujące dla perspektyw stóp procentowych w USA. Jeśli będą one dość dobre, a inflacja utrzyma się na wysokim poziomie mogą wrócić oczekiwania na kolejne podwyżki. W bazowym scenariuszu zakładamy, że stopy Fed pozostaną bez zmian do końca roku, a dla strefy euro utrzymujemy pogląd, że stopy wzrosną o 50 pb w IV kwartale. i kolejne 25 pb w I kwartale. 2007.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
10.07.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
24.07.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
razem lipiec	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000
07.08.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
21.08.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
razem sierpień	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000
04.09.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
18.09.2006	1 000 - 1 200	1 000 - 1 200
razem wrzesień*	2 000 - 2 200	2 000 - 2 200

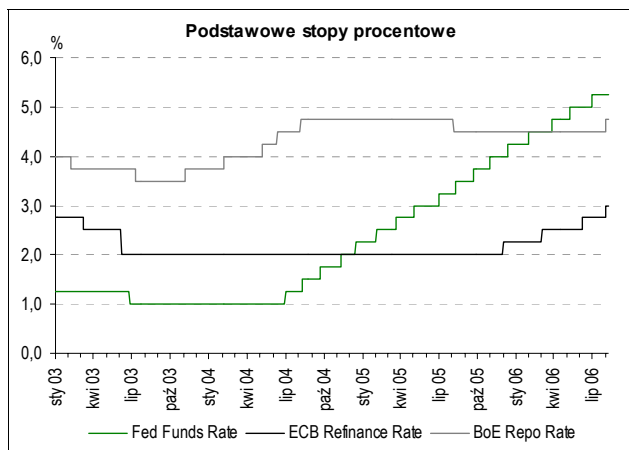
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2006 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	Oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	04.01	OK0408	2 500	2 500	11.01*	DS1015	3 360	3 360	18.01*	DS1110	3 600	3 600
luty	01.02*	OK0408	2 400	2 300	08.02	WZ0911 IZ0816	1 000 500	1 000 493	15.02*	DS1110	2 880	2 880
marzec	01.03*	OK0408	2 160	2 160	08.03	WS0922	1 500	1 500	15.03*	PS0511	2 160	1 880
kwiecień	05.04*	OK0408	4 320	4 320	12.04*	DS1015	2 160	2 160	19.04*	PS0511	2 400	2 400
maj	04.05*	OK0808	2 160	2 160	10.05	WZ0911 IZ0816	500 1 500	500 1 500	17.05	PS0511	2 000	2 000
czerwiec	07.06*	OK0808	2 520	2 520	14.06*	WZ0911 IZ0816	1 800 500	1 800 500	21.06	PS0511	2 000	2 000
lipiec	05.07	OK0808	1 800	1 800	12.07	DS1015	800	800	-	-	-	-
sierpień	02.08	OK0808	1 800	1 800	09.08	WZ0911	1 500	1 500	-	-	-	-
wrzesień	06.09	OK1208	1 800	1 800	13.09	WS0922	0 - 2 000	-	20.09	PS0511	500 - 2 500	-
październik	04.10	OK1208	-	-	11.10	10L	-	-	18.10	5L	-	-
listopad	02.11	OK1208	-	-	08.11	7L WIBOR 12L CPI	-	-	15.11	5L	-	-
grudzień	06.12	OK1208	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

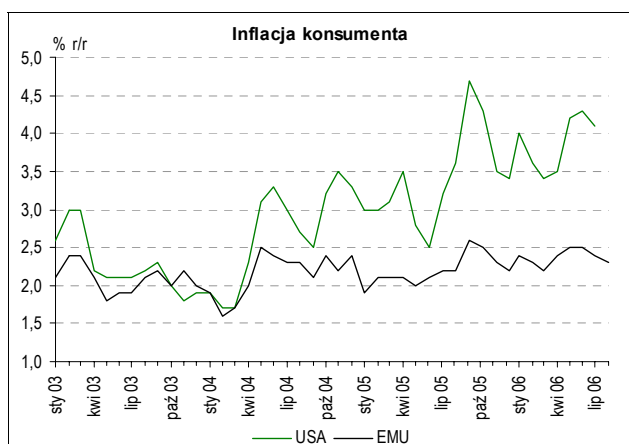
* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy

**Oczekiwania podwyżek stóp maleją w USA a rosną w EMU**

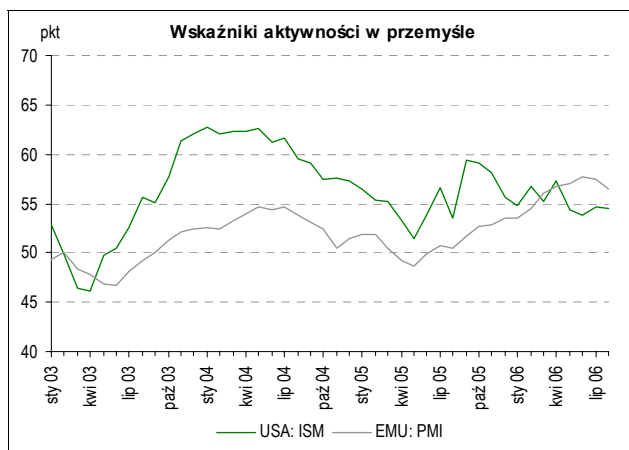
▪ Od poprzedniego miesięcznego raportu oczekiwania, co do powrotu do zacieśniania polityki pieniężnej w USA malały czemu sprzyjały m.in. niższe od oczekiwań dane inflacyjne. Protokół z ostatniego posiedzenia Fed nie zawierał sygnałów o potrzebie dalszych podwyżek stóp. Sprawozdanie potwierdziło również troskę o wzrost gospodarczy członków komitetu decyzyjnego ponad zwalczanie presji cenowych oraz istotność kolejnych danych.

▪ EBC podjął decyzję o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian (3,0%), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Jean Claude Trichet podkreślił, że bank musi pozostać bardzo czujny wobec zagrożenia inflacją i ogólny ton jego wypowiedzi był „jastrzębi”. Jednocześnie EBC podniosło prognozy inflacji na 2006 i 2007 r.

**Lepsze dane inflacyjne w Stanach Zjednoczonych**

▪ Ceny konsumpcyjne w USA wzrosły w lipcu o 0,4% m/m (4,1% r/r) po wzroście o 0,2% (4,3% r/r) w czerwcu. Bazowy wskaźnik CPI wzrósł poniżej oczekiwań o 0,2% m/m oraz 2,7% r/r, najwyższego poziomu od grudnia 2001. PPI w USA wzrósł w lipcu o zaledwie 0,1%, czyli znacznie słabiej niż o 0,4% oczekiwane przez rynek. Bazowy PPI spadł o 0,3% podczas gdy analitycy oczekiwali wzrostu o 0,2%.

▪ Wskaźnik HICP w strefie euro osiągnął w lipcu 2,4% r/r po spadku cen w ciągu miesiąca o 0,1%, podczas gdy rynek oczekiwał, że wskaźnik pozostanie bez zmian na poziomie 2,5% r/r. Według wstępnych danych za sierpień inflacja 2,3% r/r wobec 2,4% r/r w lipcu. Według Eurostatu, w strefie euro ceny producentów wzrosły o 0,6% m/m i 5,9% r/r przy oczekiwaniach i wartości z poprzedniego miesiąca na poziomie 5,8% r/r.

**Pozytywnie zaskakujący wzrost PKB w EU-12, słabiej w USA**

▪ Indeks ISM dla sektora przetwórczego w USA wyniósł w sierpniu 54,5, co było bliskie oczekiwań (55,0). Indeks dotyczący cen w tym sektorze spadł do 73,0 z 78,5, a komponent zatrudnienia wzrósł do 54 z 50,7. Wskaźnik ISM dla sektora usług wzrósł do 57,0 z 54,8 i był powyżej oczekiwań na poziomie 55,0. Indeks zatrudnienia spadł do 56,5 z 57,5 i był na najniższym poziomie od stycznia. Komponent cen pobieranych obniżył się z w lipcu do 53,6 z 53,7.

▪ W strefie euro wskaźnik PMI dla sektora wytwórczego spadł do 56,5 z 57,4 poniżej prognoz na poziomie 57,0. Komponent cen wsadowych spadł do 68,7 z 73,5, a cen wyjściowych do 55,2 z 57,3. Indeks PMI dla sektora usług wyniósł 57,1, poniżej 57,9 z poprzedniego miesiąca oraz poniżej oczekiwań na poziomie 57,6. Indeks zatrudnienia spadł do 53,0 z 54,0 (najniżej od stycznia).

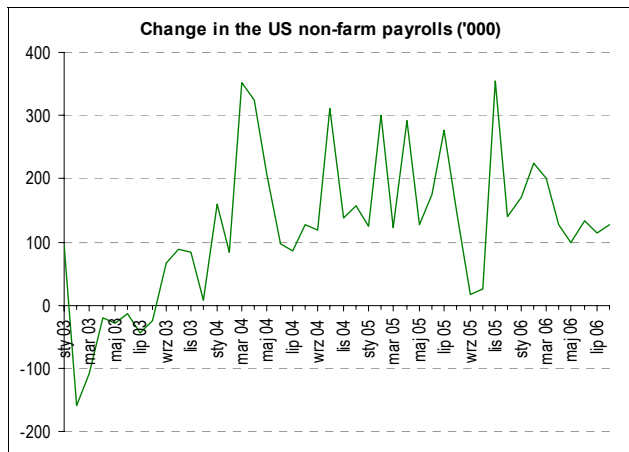
▪ Zrewidowany wzrost PKB za drugi kwartał dla strefy euro wyniósł 2,6% r/r oraz 0,9% kw/kw i był wyższy od prognoz na poziomie 2,4% r/r.

▪ Według wstępnych danych za II kw. PKB w USA wzrósł o 2,5% i był poniżej konsensusu (3,0%), przy 5,6% w I kw. Indeks cen PCE wzrósł o 4,2% (3,3% r/r), natomiast wskaźnik bazowy wyniósł 2,7% (2,3% r/r).

Wzrost jednostkowych kosztów pracy w II kw. w USA

▪ W USA wzrost zatrudnienia poza rolnictwem wyniósł 128 tysięcy, co było mniej więcej zgodne z oczekiwaniami rynku na poziomie 125 tys. Dane za poprzednie dwa miesiące zostały zrewidowane w górę, łącznie o 18 tysięcy.

▪ Wydajność pracy w USA w drugim kwartale została skorygowana w górę z 1,1% do 1,6% co było nieznacznie powyżej rynkowego konsensusu na poziomie 1,5%. Jednostkowe koszty pracy wzrosły o 4,9%, zdecydowanie powyżej prognoz na poziomie 3,8% po rewizji z 4,2%.



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
11 września	12 <i>POL: Bilans płatniczy (VII)</i> USA: Bilans handlowy (VII)	13 <i>POL: Aukcja obligacji 20-letnich</i> USA: Budżet Fed (VIII)	14 <i>POL: Ceny konsumenta (VII)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (VIII)</i> USA: Ceny w handlu zagranicznym (VIII) USA: Sprzedaż detaliczna (VIII)	15 <i>POL: Płace i zatrudnienie (VIII)</i> EMU: Finalny HICP (VIII) USA: CPI (VIII) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VIII) USA: Produkcja przemysłu (VIII) USA: Wstępny Michigan (IX)
18 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> EMU: Produkcja przemysłu (VII) USA: Napływ kapitału netto (VII)	19 <i>POL: Ceny produkcji (VIII)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (VIII)</i> GER: Indeks ZEW (IX) USA: Liczba wydanych pozwoleń na budowę (VIII) USA: Liczba rozpoczętych inwestycji budowlanych (VIII) USA: PPI (VIII)	20 <i>POL: Aukcja obligacji 7-letnich zmiennokuponowych i 12-letnich indeksowanych CPI</i> USA: Spotkanie Fed – decyzja (IX)	21 EMU: Saldo obrotów bieżących (VII) USA: Philadelphia Fed index (IX)	22 <i>POL: Inflacja bazowa (VIII)</i>
25 <i>POL: Bezrobocie; sprzedaż detaliczna (VII)</i> <i>POL: Wskaźniki koniunktury (IX)</i> USA: Sprzedaż domów (VIII)	26 <i>POL: Spotkanie RPP</i> GER: Indeks IFO (IX) USA: Zaufanie konsumentów (IX)	27 <i>POL: Spotkanie RPP – decyzja</i> EMU: Podaż pieniądza M3 (VIII) USA: Sprzedaż nowych domów; zamówienia na dobra trwałe (VIII)	28 USA: Finalny PKB (II kw.) USA: Deflator PKB (II kw.) USA: Bazowy PCE (II kw.)	29 EMU: Wskaźnik nastrojów (IX) EMU: Wstępny HICP (IX) USA: Bazowy PCE (VIII) USA: Finalny Michigan (IX) USA: Chicago PMI (IX)
2 października EMU: PMI sektor wytwórczy (IX) USA: ISM sektor wytwórczy (IX)	3 EMU: PPI (VIII) EMU: Bezrobocie (VIII)	4 <i>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</i> EMU: PMI sektor usług (IX) EMU: Sprzedaż detaliczna (VIII) USA: Zamówienia w przemyśle (VIII) USA: ISM sektor usług (IX)	5 UK: Spotkanie BoE – decyzja EMU: Spotkanie ECB – decyzja	6 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) USA: Bezrobocie (IX)
9 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	10 USA: Zapasy hurtowe (VIII)	11 <i>POL: Aukcja obligacji 10-letnich</i> EMU: Zrewidowany PKB (II kw.)	12 USA: Bilans handlowy (VIII)	13 <i>POL: Bilans płatniczy (VIII)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (IX)</i> JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja - raport USA: Ceny w handlu zagranicznym (IX) USA: Wstępny Michigan (X)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2006 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	30-31	27-28	28-29	25-26	30-31	27-28	25-26	29-30	26-27	24-25	28-29	19-20
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja	16	15 ^a	15 ^b	14	15	14	14	16	14	16	15	14
Inflacja bazowa	24		23 ^b	24	23	23	24	23	22	24	23	22
Ceny producenta	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Produkcja przemysłowa	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Sprzedaż detaliczna	24	23	23	26	24	23	25	24	25	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	19	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	24	23	23	26	24	23	25	24	25	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	2	-	-
Bilans płatniczy	13 ^c	13	14	12	17	14	13	11	12	13	14	-
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14	14	14	14	13	14	-
Bilans NBP	6	7	7	7	5	7	7	7	7	6	7	-
Wskaźniki koniunktury	23	23	23	24	23	23	24	23	25	23	23	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2005 itd., ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sie 05	wrz 05	paź 05	lis 05	gru 05	sty 06	lut 06	mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,8	5,9	7,6	8,5	9,6	9,8	10,2	16,4	5,7	19,1	12,2	14,3	17,8	11,2
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	7,9	5,4	7,5	7,3	6,3	8,6	10,2	10,1	13,2	13,7	10,7	11,0	10,2	12,1
Stopa bezrobocia	%	17,7	17,6	17,3	17,3	17,6	18,0	18,0	17,8	17,2	16,5	16,0	15,7	15,6	15,4
Place brutto ^{b c}	% r/r	2,8	1,8	6,4	6,9	1,5	3,6	4,8	5,4	4,0	5,2	4,5	5,6	6,0	7,0
Zatrudnienie ^b	% r/r	2,0	2,2	2,1	2,5	2,6	2,6	2,4	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4
Eksport (w euro) ^d	% r/r	14,9	12,9	18,4	16,1	20,0	22,1	18,8	26,4	12,0	31,4	16,0	17,8	25,2	18,1
Import (w euro) ^d	% r/r	15,5	11,0	14,6	18,1	16,8	23,0	22,1	22,2	9,6	30	14	22,0	22,5	18,4
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-378	-107	3	-232	-467	64	-253	-106	47	-497	61	-400	-300	-150
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-381	-237	-317	-291	-451	-197	-794	-351	-190	-220,0	160,0	-400	-50	-300
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,5	-1,5	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-18,5	-17,8	-20,6	-22,2	-28,6	0,7	-6,7	-9,0	-10,0	-14,6	-17,7	-15,6	-15,0	-18,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	64,7	62,3	72,1	77,7	100,0	-2,3	21,9	29,4	32,8	47,8	57,8	51,1	49,1	58,9
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	1,8	1,6	1,0	0,7	0,6	0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	1,1	1,3	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,2	-0,5	-0,9	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,9	1,7	2,3	3,0	3,5	3,8	4,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,1	12,7	8,7	12,6	10,4	10,4	11,7	9,8	9,6	10,1	11,9	13,1	12,5	11,9
Depozyty	% r/r	10,1	11,6	6,3	11,1	9,4	10,2	10,8	9,1	8,6	8,9	11,4	12,4	11,2	10,5
Kredyty	% r/r	9,0	9,6	4,4	10,2	11,8	12,3	13,5	13,6	12,2	12,4	16,0	16,7	17,1	18,4
USD/PLN	PLN	3,29	3,20	3,26	3,37	3,25	3,16	3,18	3,23	3,20	3,05	3,17	3,15	3,05	3,11
EUR/PLN	PLN	4,05	3,92	3,92	3,97	3,85	3,82	3,79	3,88	3,92	3,90	4,02	4,00	3,90	3,98
Stopa interwencyjna ^a	%	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	4,67	4,57	4,50	4,64	4,62	4,49	4,26	4,12	4,14	4,15	4,17	4,19	4,19	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,33	4,15	4,19	4,35	4,38	4,22	3,97	3,87	3,95	4,02	4,20	4,30	4,35	4,40
Rentowność obligacji 2L	%	4,60	4,22	4,42	4,75	4,64	4,40	4,20	4,10	4,28	4,44	4,75	4,95	4,85	4,85
Rentowność obligacji 5L	%	4,84	4,51	4,85	5,23	5,04	4,82	4,60	4,59	4,80	5,00	5,33	5,37	5,41	5,40
Rentowność obligacji 10L	%	4,87	4,57	4,90	5,36	5,14	4,94	4,78	4,78	5,02	5,26	5,54	5,55	5,61	5,60

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^e 2005 r. - % całego roku

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2004	2005	2006	2007	I kw. 05	II kw. 05	III kw. 05	IV kw. 05	I kw. 06	II kw. 06	III kw. 06	IV kw. 06
PKB	mld PLN	923,2	980,9	1 039,2	1 117,7	228,7	238,2	241,0	273,0	240,3	251,9	256,0	291,2
PKB	% r/r	5,3	3,4	5,2	5,0	2,2	2,9	3,9	4,3	5,2	5,5	4,9	5,0
Popyt krajowy	% r/r	5,9	2,2	5,1	5,0	1,1	0,0	1,9	5,4	4,5	5,1	5,3	5,4
Spożycie indywidualne	% r/r	4,0	2,0	4,9	4,2	1,4	1,4	2,3	2,8	5,2	4,9	5,0	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,3	6,6	10,5	10,0	1,4	4,0	6,5	10,1	7,4	14,4	10,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,3	4,0	13,2	8,0	0,7	2,3	4,5	8,4	12,4	12,1	14,4	14,1
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	7,1	1,5	10,0	9,0	-0,4	-3,2	4,1	5,4	9,0	11,8	10,2	8,8
Stopa bezrobocia ^a	%	19,1	17,6	15,4	14,2	19,2	18,0	17,6	17,6	17,8	16,0	15,4	15,4
Place realne brutto ^c	% r/r	0,8	1,2	4,0	2,5	-1,3	0,8	1,1	3,8	4,0	3,7	5,0	3,2
Zatrudnienie ^c	% r/r	-0,8	1,9	3,1	0,0	1,5	1,7	2,0	2,4	2,6	3,0	3,4	3,2
Eksport (w euro) ^b	% r/r	22,3	17,1	19,5	15,0	23,2	12,9	15,0	18,0	22,6	19,5	20,4	15,9
Import (w euro) ^b	% r/r	19,5	12,6	19,4	17,0	17,6	6,0	11,2	16,5	22,5	17,6	21,0	17,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-4 552	-2 182	-2 583	-4 864	-259	-633	-599	-691	-294	-389	-850	-1 050
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-8 542	-3 457	-3 638	-6 851	-1 043	-500	-861	-1 053	-1 338	-250	-750	-1 300
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-4,2	-1,4	-1,4	-2,4	-3,4	-2,1	-1,5	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-1,4
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-41,5	-28,6	-29,0	-30,0	-12,3	-18,5	-17,8	-28,6	-9,0	-17,7	-18,0	-29,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,5	-2,9	-2,8	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,1	1,0	2,4	3,6	2,3	1,6	1,1	0,6	0,8	1,2	1,5
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,4	0,7	2,0	2,4	3,4	1,4	1,8	0,7	0,4	0,8	1,2	2,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,0	0,7	3,4	2,0	3,3	0,1	-0,2	-0,4	0,9	3,0	4,2	5,4
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	8,7	10,4	11,3	10,8	11,0	10,8	12,7	10,4	9,8	11,9	11,9	11,3
Zobowiązania ^a	% r/r	8,1	9,4	9,6	10,4	10,4	9,2	11,6	9,4	9,1	11,4	10,5	9,6
Należności ^a	% r/r	2,9	11,8	15,0	13,0	4,6	7,4	9,6	11,8	13,6	16,0	18,4	15,0
USD/PLN	PLN	3,65	3,23	3,11	2,94	3,07	3,28	3,30	3,29	3,19	3,14	3,10	3,03
EUR/PLN	PLN	4,53	4,02	3,92	3,89	4,03	4,13	4,02	3,91	3,83	3,95	3,96	3,93
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	4,50	4,00	4,00	6,00	5,00	4,50	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	6,00	5,50	5,50	7,50	6,50	6,00	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	6,21	5,29	4,21	4,30	6,44	5,49	4,63	4,59	4,29	4,15	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,50	4,92	4,21	4,35	5,91	5,21	4,26	4,31	4,02	4,06	4,35	4,40
Rentowność obligacji 2L	%	6,89	5,04	4,61	4,90	5,83	5,27	4,44	4,60	4,23	4,49	4,88	4,82
Rentowność obligacji 5L	%	7,02	5,25	5,15	5,60	5,89	5,38	4,68	5,04	4,67	5,04	5,39	5,50
Rentowność obligacji 10L	%	6,84	5,24	5,35	5,80	5,76	5,37	4,72	5,13	4,83	5,27	5,59	5,70

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 09.08.2006 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.

