

Więcej nie znaczy lepiej

▪ **Listopadowa decyzja Rady nie przyniosła zaskoczenia, choć na rynku istniały pewne obawy o podwyżkę o 50 pb.** Naszym zdaniem, Rada nie będzie zmieniała strategii i będzie kontynuowała politykę stopniowego zwiększania restrykcyjności. Kolejnych dwóch podwyżek o 25 pb spodziewamy się na początku roku. Fed z kolei obniżył stopy procentowe o 25 pb i choć skala obniżki była zgodna z oczekiwaniami większości analityków, to jednak rozczarowała rynek, co stało się powodem wzrostu awersji do ryzyka na rynkach w USA. Kolejne obniżki przez Fed już wkrótce.

▪ **Miesiąc temu przewidywaliśmy, że nastąpi korekta złotego oraz wzrost rentowności na polskiej krzywej rentowności, szczególnie na jej krótkim końcu. O ile drugi element prognozy się sprawdził, to osłabienie złotego było bardzo krótkotrwałe.** W związku ze zwiększonymi oczekiwaniami na podwyżki stóp procentowych, między innymi w reakcji na kolejną rewizję ścieżki inflacji w górę, oraz ze względu na problemy płynnościowe pod koniec roku, stawki rynku pieniężnego oraz krótkoterminowe obligacje zanotowały wzrost o niemal 40 pb w ciągu miesiąca. Obligacje pięcio- i dziesięcioletnie odnotowały wzrost w mniejszej skali (20 pb) i krzywa w tym segmencie rynku pozostaje odwrócona. Jeśli chodzi o złotego, to korekta trwała zaledwie 10 dni od publikacji naszego raportu, po czym po kilku próbach przebicia poziomu 3,70 przez kurs EURPLN, nastąpiło gwałtowne umocnienie złotego. Tym samym, wygląda na to, że nasza średniomiesięczna prognoza kursu złotego wobec euro na grudzień była za mało optymistyczna. Niemniej jednak, nie dokonujemy znaczących zmian w naszych prognozach kursowych na przyszły rok, choć prawdopodobne jest, że kurs EURUSD może w pierwszym kwartale przekroczyć poziom 1,50. Jeśli chodzi o prognozy rentowności, to wydaje nam się, że rynek wycenia zbyt dużą skalę zacieśnienia polityki pieniężnej i ustanie problemów z płynnością powinno doprowadzić do umocnienia.

▪ **Pomimo oczekiwań na spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w trzecim kwartale, dane zaskoczyły bardzo pozytywnie.** Dotyczy to nie tylko tempa wzrostu PKB ogółem, które okazało się wyraźnie wyższe od prognoz (6.4% vs. 5.8%), ale również struktury wzrostu gospodarczego. Mianowicie, nakłady brutto na środki trwałe wzrosły bardziej niż oczekiwano, a spożycie prywatne słabiej od prognoz. Część członków Rady stwierdziła, że może to skłaniać do bardziej optymistycznego myślenia o perspektywach inflacji, choć wciąż istotne jest jednak utrzymywanie się wzrostu popytu krajowego powyżej potencjalnego tempa wzrostu.

▪ **Narastające napięcia na rynku pracy są wyzwaniem zarówno dla banku centralnego jak i przedsiębiorstw.** W *Temacie miesiąca* analizujemy m.in. czy wysoki wzrost zatrudnienia da się pogodzić z mocnym wzrostem wydajności, co mogłoby złagodzić wzrost presji inflacyjnej. Wyniki sugerują, że w ostatnich latach wymiennosc między ilością a jakością pracy nieco zmalała. Z drugiej strony, trendy demograficzne sugerują, że w najbliższych latach firmy będą musiały położyć nacisk przede wszystkim na wzrost wydajności ze względu na malejącą liczbę rąk do pracy.

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Wydajność ponad wszystko	2
Gospodarka Polski	9
Pod lupą: Bank centralny	11
Pod lupą: Rząd i polityka	13
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

Na rynku finansowym 30 listopada 2007 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,50	WIBOR 3M	5,56	USDPLN	2,4589
Stopa referencyjna NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,96	EURPLN	3,6267
Stopa lombardowa NBP	6,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,02	EURUSD	1,4749

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.12.2007 r.

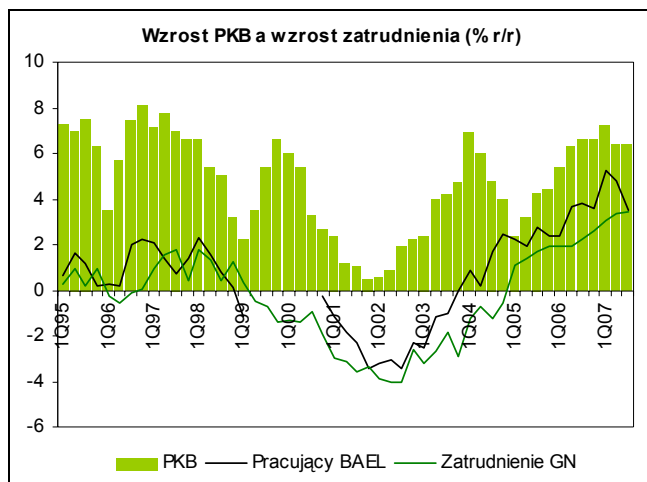
Temat miesiąca

Wydajność ponad wszystko

Gruntowne zmiany na rynku pracy

Sytuacja na polskim rynku pracy od wielu lat pozostaje w centrum zainteresowania ekonomistów oraz osób odpowiedzialnych za politykę gospodarczą. Jeszcze kilka lat temu głównym powodem tego zainteresowania była rekordowa, najwyższa w całej Europie stopa bezrobocia, przekraczająca według oficjalnych statystyk 20%. W ciągu ostatnich kilkunastu kwartałów sytuacja na rynku pracy zmieniła się jednak dramatycznie.

Po stosunkowo krótkim okresie ożywienia gospodarczego, któremu nie towarzyszył istotny wzrost popytu na pracę (tzw. *jobless recovery* w latach 2003-2004), ostatnie trzy lata przyniosły znaczące przyspieszenie wzrostu zatrudnienia, w skali nie obserwowanej od początku transformacji gospodarczej. Według danych pochodzących z Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności, od połowy 2004 roku liczba pracujących w gospodarce narodowej zwiększyła się o ok. 1,5 mln osób, a stopa bezrobocia obniżyła się w tym czasie o ponad połowę, osiągając w III kwartale br. poziom 9%, najniższy od rozpoczęcia badań w 1992 r.



Źródło: GUS, szacunki własne

Wzrost zatrudnienia = powód do zadowolenia?

Szybki i trwały wzrost zatrudnienia to zjawisko pozytywne i niezwykle pożądane z punktu widzenia konsumentów i gospodarstw domowych. To również cel polityki społeczno-ekonomicznej większości rządów. Jednak tendencje, które cieszą większość obywateli i konsumentów, stanowią coraz większe zmartwienie dla przedsiębiorców.

Krajowe firmy wraz z upływem czasu napotykają na rosnące problemy ze znalezieniem wykwalifikowanej, wolnej siły roboczej. Tym bardziej, że ożywienie na krajowym rynku pracy nałożyło się w czasie na falę emigracji zarobkowej po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej, w wyniku której nastąpił znaczący (przynajmniej w niektórych sektorach) odpływ

wykwalifikowanych pracowników za granicę.¹ Dodatkowym czynnikiem, o którym należy wspomnieć, jest utrzymująca się od wielu lat tendencja spadku aktywności zawodowej Polaków i wzrostu liczby osób odchodzących z rynku pracy przed osiągnięciem wieku emerytalnego (m.in. w wyniku przechodzenia na wcześniejsze emerytury i renty).

W warunkach ograniczonej podaży pracy, wraz ze wzrostem zatrudnienia stosunkowo szybko narastają napięcia na rynku pracy i żądania płacowe, co w ostatnich miesiącach znalazło odzwierciedlenie m.in. w znacznym przyspieszeniu wzrostu przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, do 11% r/r w październiku. To z kolei przekłada się na wzrost presji kosztowej w firmach. Przedsiębiorcy stają w tej sytuacji przed wyborem czy zgodzić się na znaczne zwiększenie nakładów na płace, czy zdecydować się na ograniczenie dalszej ekspansji. Ten pierwszy wybór może być źródłem presji inflacyjnej, jeśli firmy zdecydują się przełożyć rosnące koszty pracy na ceny produktów i usług. Z kolei jeżeli przeniesienie wzrostu kosztów na podwyżki cen jest trudne bądź niemożliwe, np. ze względu na ostrą konkurencję rynkową, następuje spadek rentowności, co również w konsekwencji może prowadzić do spowolnienia wzrostu gospodarczego. Innym możliwym rozwiązaniem jest zwiększenie produktywności pracy, np. poprzez substytucję pracy większymi nakładami kapitału (np. inwestycje w nowe technologie).

Nie bez powodu rosnące napięcia na rynku pracy są przedmiotem szczegółowych analiz banku centralnego. Rada Polityki Pieniężnej od dłuższego czasu podkreśla, że jednym z kluczowych czynników dla perspektyw inflacji w średnim terminie jest kształtowanie się relacji pomiędzy wzrostem wydajności pracy a dynamiką płac. W ostatnim okresie wspomniana wyżej relacja zmieniała się w sposób niekorzystny z punktu widzenia banku centralnego, prowadząc do wyraźnego wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy. W tej sytuacji istotna wydaje się odpowiedź na pytanie, czy jeśli szybki wzrost PKB (5-6% rocznie) oraz towarzyszący mu wzrost zatrudnienia będą kontynuowane, nieuniknione jest dalsze pogłębienie napięć na rynku pracy? Ze względu na sztywności po stronie podaży pracy i czynniki demograficzne (o których szerzej piszemy pod koniec opracowania) kontynuacja wzrostu zatrudnienia zapewne spowoduje utrzymanie, a być może dalszy wzrost, wysokiej dynamiki płac. Czynnikiem, który mógłby powstrzymać wzrost jednostkowych kosztów pracy jest w tej sytuacji szybki wzrost wydajności. W powszechnym mniemaniu wzrost zatrudnienia jest jednak ujemnie skorelowany ze wzrostem wydajności pracy. Czy zależność ta obowiązuje również w naszej gospodarce? Jakie konsekwencje może to mieć dla krajowej polityki pieniężnej, a jakie zalecenia wynikają z tego dla polityki makroekonomicznej rządu? W poszukiwaniu wyjaśnienia

¹ Według szacunków GUS, w latach 2002-2006 liczba Polaków przebywających na czasowej emigracji w Unii Europejskiej wzrosła z 0,45 do 1,6 mln, z czego większość stanowiła emigracja do tych krajów UE, które zdecydowały się na otwarcie rynków pracy dla naszych obywateli (przy czym dane dotyczą wszystkich wyjeżdżających, a nie tylko emigracji zarobkowej).

tych kwestii postanowiliśmy przyrzeć się bliżej sytuacji na krajowym rynku pracy i relacjom pomiędzy zmianami zatrudnienia a produktywności pracy w Polsce oraz innych krajach europejskich.

Czy istnieje wymiennosc pomiędzy wzrostem zatrudnienia a wzrostem wydajności?

Współczesne teoretyczne modele wzrostu gospodarczego (np. standardowy model neoklasyczny, czy modele oparte o teorię wzrostu endogenicznego) nie przewidują odwrotnej relacji pomiędzy zatrudnieniem a wydajnością pracy w długim okresie.² Jednak w krótkim, czy nawet w średnim okresie występuje zwykle wymiennosc pomiędzy wzrostem zatrudnienia, a wzrostem wydajności pracy. Składa się na to kilka czynników. Po pierwsze, nowych pracowników trzeba zazwyczaj przeszkolić, wyposażyć w sprzęt; zanim to nastąpi, krańcowa i średnia wydajność pracy się obniża. Po drugie, im dłużej trwa wzrost zatrudnienia, tym gorsi pod względem umiejętności, wykształcenia i doświadczenia pracownicy są dostępni na rynku (lepsi są zwykle zatrudniani w pierwszej kolejności). Po trzecie, wzrost zatrudnienia prowadzi również do wzrostu płac, co wpływa na relatywną cenę czynników produkcji, skłaniając firmy do substytucji pracy większymi nakładami kapitału.

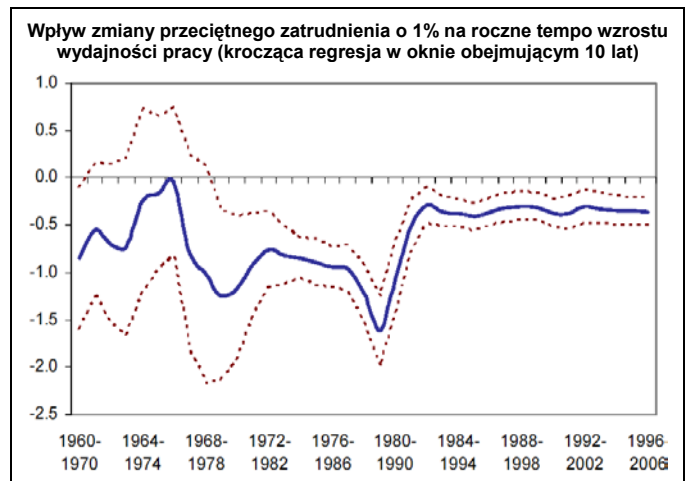
Dodatkowym czynnikiem pogłębiającym krótkoterminową wymiennosc między zatrudnieniem a wydajnością może być zachowanie firm w różnych fazach cyklu koniunkturalnego oraz problemy z pomiarem wydajności. Przykładowo, w okresie recesji firmy (o ile wierzą, że dekonunktura jest przejściowa) mogą redukować zatrudnienie w mniejszym stopniu niż wynika ze spadku produkcji, ponieważ nie chcą tracić dobrze wyszkolonych pracowników (zgrupowany kapitał ludzki). Mogą zachować część chwilowo zbędnych etatów, ale zmniejszyć ich obciążenie pracą, w efekcie czego wydajność mierzona jako produkcja na jednego pracownika spada znacznie mocniej niż zatrudnienie. Później firmy są w stanie znacznie zwiększyć produkcję poprzez intensywniejsze wykorzystanie posiadanych już pracowników (szczególnie w początkowym okresie ożywienia) i w efekcie przy stabilnym nominalnym zatrudnieniu następuje szybki wzrost jednostkowej wydajności.³

Jak pokazują doświadczenia międzynarodowe, relacja pomiędzy wzrostem wydajności i wzrostem zatrudnienia może być różna w różnych krajach, a także może podlegać zmianom w czasie. Wymiennosc ta może być m.in. osłabiana przez rozwój czy import nowoczesnych technologii i technik produkcji, zmiany w organizacji pracy. Wpływ na siłę relacji między pracą a wydajnością

mają też regulacje i instytucje funkcjonujące na rynku pracy. Jednym z celów polityki makroekonomicznej powinno być pogodzenie wzrostu wydajności i zatrudnienia w tym samym czasie, a przynajmniej zminimalizowanie wymiennosci pomiędzy obydwojema tendencjami w średnim okresie.

Co ciekawe, istnieją badania, które pokazują, że w ciągu ostatnich dwóch dekad taki cel udało się w praktyce zrealizować w najbardziej rozwiniętych gospodarkach światowych. Wyniki uzyskane na podstawie szacunków ekonometrycznych, wykorzystujących dane z krajów Unii Europejskiej oraz OECD, wskazują m.in., że mniej więcej od połowy lat 80. nastąpiło wyraźne osłabienie negatywnej zależności pomiędzy wzrostem zatrudnienia a wzrostem produktywności pracy⁴, co autorzy badań przypisują m.in. pozytywnemu wpływowi reform rynku pracy i zmianom instytucjonalnym.

Gdyby analogiczną prawidłowość dało się potwierdzić również w Polsce, można byłoby mieć nadzieję, że kontynuacji szybkiego wzrostu zatrudnienia nie będzie musiało towarzyszyć znaczne obniżenie dynamiki wydajności pracy, w związku z czym ryzyko znacznego przyspieszenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy i wzrostu inflacji nie będzie nadmierne.



Źródło: Komisja Europejska (2007), *The EU economy: 2007 review – Moving Europe's productivity frontier*

Wydajność a zatrudnienie w Polsce – co mówią dane

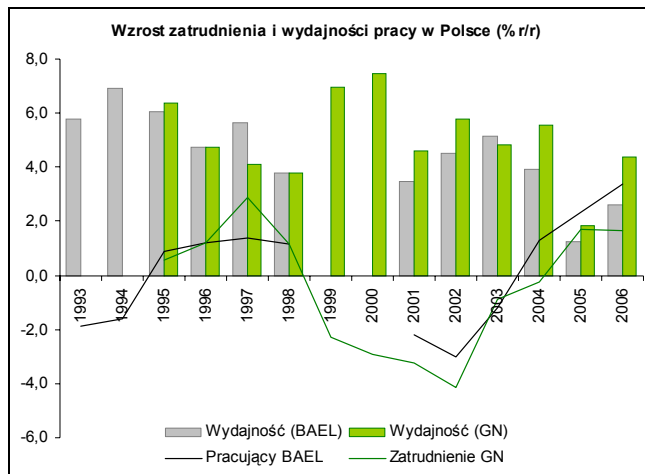
Analizę zależności pomiędzy zatrudnieniem a wydajnością pracy w Polsce warto zacząć od ogólnej oceny trendów, jakie były widoczne na przestrzeni ostatnich lat. Jednak na wstępie należy zdać sobie sprawę, że ocena ww. relacji będzie bez wątpienia narażona na błędy i niedokładności wynikające z szeregu czynników. Problemem o kluczowym znaczeniu wydaje się brak odpowiednio długich szeregów czasowych, a w gruncie rzeczy brak odpowiednio długiej historii funkcjonowania gospodarki wolnorynkowej w miarę stabilnych warunkach. W publikowanych wcześniej badaniach dotyczących zależności pomiędzy pracą a

² Postęp technologiczny, którego efektem jest zwiększenie produktywności pracy, jest w długim horyzoncie neutralny dla zatrudnienia. Z kolei pozytywny szok po stronie podaży pracy może być neutralny (przy założeniu stałych przychodów skali) lub pozytywny dla wydajności (przy założeniu rosnących efektów skali).

³ Tego efektu można częściowo uwzględnić, np. mierząc wydajność jako produkt przypadający na liczbę przepracowanych godzin, a nie liczbę etatów. Często jednak jest to ograniczone dostępnością odpowiednich danych, szczególnie w krajach rozwijających się.

⁴ Cavelaars, P. (2005), *Has the trade-off between productivity gains and job growth disappeared?*, *Kyklos*, 58 (1); European Commission (2007), *The EU economy: 2007 review – Moving Europe's productivity frontier*.

produktywnością w krajach rozwiniętych, ich autorzy posługiwali się obserwacjami dotyczącymi zmian zatrudnienia i wydajności pracy w okresach 10- i 20-letnich, m.in. po to, aby uniknąć zaburzenia wyników przez wzajemne oddziaływanie zmiennych w trakcie cyklu koniunkturalnego. Tymczasem, w przypadku Polski dostępne dane statystyczne (w szczególności kwartalne), nie obejmują w pełni nawet jednego cyklu koniunkturalnego. Dlatego obserwowane na ich podstawie tendencje mogą odzwierciedlać nie tyle średnioterminowe zmiany w relacjach pomiędzy zatrudnieniem i wydajnością pracy, co krótkoterminowe dostosowania i interakcje obu zmiennych w różnych fazach cyklu koniunkturalnego.⁵



Źródło: szacunki własne na podst. danych GUS

Jeśli spojrzymy na dane nt. zmian wydajności pracy oraz zatrudnienia / liczby pracujących⁶ w ostatnich kilkunastu latach, zwraca uwagę fakt, że podczas gdy wydajność znajdowała się nieprzerwanie w trendzie wzrostowym, nakłady pracy (niezależnie od metody pomiaru), podlegały w kolejnych latach znacznym fluktuacjom.

Przeciętny roczny wzrost PKB, zatrudnienia i wydajności pracy w różnych okresach cyklu (% r/r)

	PKB	Na podst. danych BAEL nt. liczby pracujących		Na podst. danych o przeciętnym zatrudnieniu w gospodarce narodowej	
		Pracujący	Wydajność	Zatrudnienie	Wydajność
1993-1994	4,5	-1,7	6,3	b/d	b/d
1995-1998	6,3	1,2	5,0	1,5	4,8
1999-2002	2,9	-2,6*	4,0*	-3,2	6,2
2003-2006	4,8	1,5	3,2	0,6	4,2

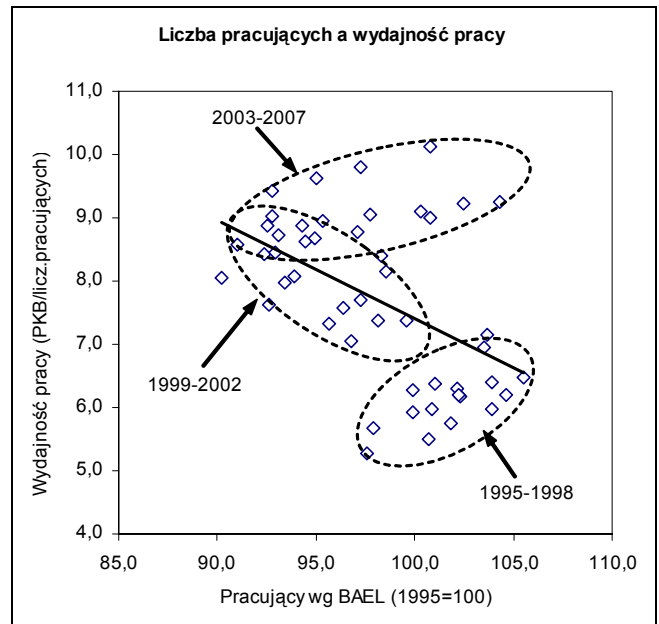
Źródło: szacunki własne na podst. danych GUS

* średni wzrost z okresu 2001-2002, ze względu na zmianę metodologiczną w 1999 r. powodującą nieciągłość danych BAEL

⁵ Dodatkowo, dostępne dane dotyczące krajowego rynku pracy charakteryzują się występowaniem dość częstych zmian metodologicznych, zaburzającym ich ciągłość, co negatywnie wpływa na wiarygodność prowadzonych przy ich pomocy szacunków.

⁶ W raporcie posługujemy się wymiennie danymi o liczbie pracujących wg BAEL oraz o przeciętnym zatrudnieniu w gospodarce narodowej (tam gdzie to możliwe, dane nt. pełnej zbiorowości). Obie zmienne mają pewne zalety: dane nt. pracujących uwzględniają osoby wykonujące pracę na innych zasadach niż zatrudnienie na podstawie stosunku pracy; dane o zatrudnieniu przedstawiają informacje w przeliczeniu na pełne etaty. Obie serie charakteryzują się jednak nieciągłościami z powodu zmian metodologii.

Wprowadzając w całej dostępnej próbie korelację pomiędzy wydajnością pracy a zatrudnieniem (liczbą pracujących) jest ujemna, jednak jak łatwo zauważyć, relacja ta nie jest stabilna w czasie i zmienia się w różnych okresach w sposób dość znaczący (nawet co do kierunku), co obrazuje m.in. poniższy wykres dot. danych kwartalnych.

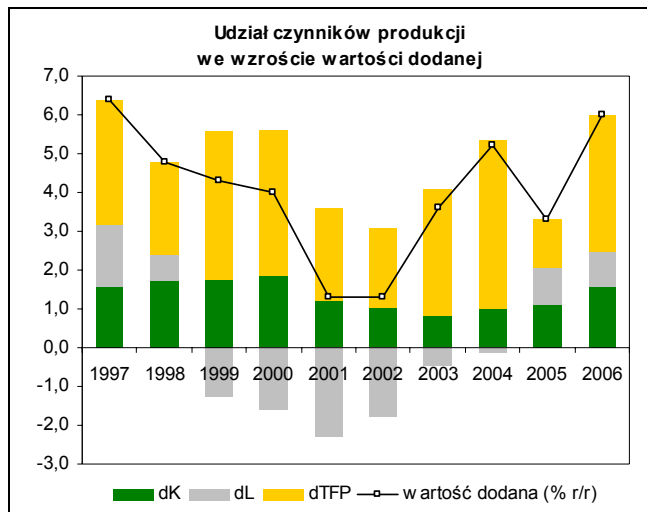


Źródło: szacunki własne na podst. danych kwartalnych GUS

Wydaje się, że takie zachowanie analizowanej relacji może wynikać właśnie m.in. z krótkookresowych dostosowań na rynku pracy w ramach cyklu koniunkturalnego. W szczególności, mocne wzrosty wartości PKB na jednego pracującego / zatrudnionego jakie nastąpiły w latach 1993-1994 oraz 1999-2002 zbiegły się w czasie z silnym spadkiem zatrudnienia, najpierw w efekcie dostosowań strukturalnych gospodarki w pierwszym okresie transformacji, potem w wyniku załamania wzrostu gospodarczego.

Przy tej okazji, warto podkreślić, że prosta i popularna miara produktywności pracy, zdefiniowana jako wartość produktu finalnego w cenach stałych (PKB, wartości dodanej) przypadająca na jednostkę pracy (np. na 1 zatrudnionego/pracującego, na 1 przepracowaną godzinę, w przeliczeniu na 1 pełny etat, itp.) może odzwierciedlać nie tylko wydajność pracowników, rozumianą jako ich techniczną sprawność i efektywność w wykonywaniu obowiązków, ale zmienia się też pod wpływem takich czynników, jak zmiana stopnia wykorzystania czynników produkcji (mocy wytwórczych), czy zmiana proporcji ponoszonych nakładów na poszczególne czynniki produkcji (np. substytucja pracy przez kapitał) w wyniku zmiany ich kosztów względnych. W takich wypadkach zmiany prostych miar wydajności nie odzwierciedlają zmian w produktywności rozumianej jako efekt postępu technologicznego. Dlatego do pomiaru produktywności w gospodarce często używa się wskaźnika łącznej produktywności czynników produkcji, tzw. TFP (ang. *total factor productivity*), który odzwierciedla to w jakim stopniu wzrost PKB / wartości dodanej wynikał z powodów innych niż łączne zmiany nakładów czynników produkcji.

Na podstawie dostępnych danych⁷, podjęliśmy próbę oszacowania TFP dla Polski, bazując na stosunkowo prostej metodzie dekompozycji wzrostu (ang. *growth accounting*). Uzyskane wyniki wydają się, przynajmniej częściowo, potwierdzać tezę o substytucji pracy przez kapitał. W latach 1999-2002 nastąpił znaczny spadek nakładu pracy we wzroście PKB, który był rekompensowany przez równoczesny wzrost nakładów kapitału. Najprawdopodobniej było to reakcją przedsiębiorców na mocny wzrost płac realnych w okresie 1997-1999. Z drugiej strony, w tym samym czasie nastąpił również znaczny wzrost TFP, szczególnie w latach 1999-2000, co może oznaczać, że równoległe ze zmianą względnych nakładów czynników produkcji następował ogólny wzrost efektywności ich wykorzystania i znaczne usprawnienie procesów produkcyjnych, powodujące mocny skok wydajności. Co więcej, jak widać z wykresu poniżej, wzrost TFP następował zarówno w okresach wzrostu, jak i spadku zatrudnienia.



Źródło: szacunki własne na podst. danych GUS

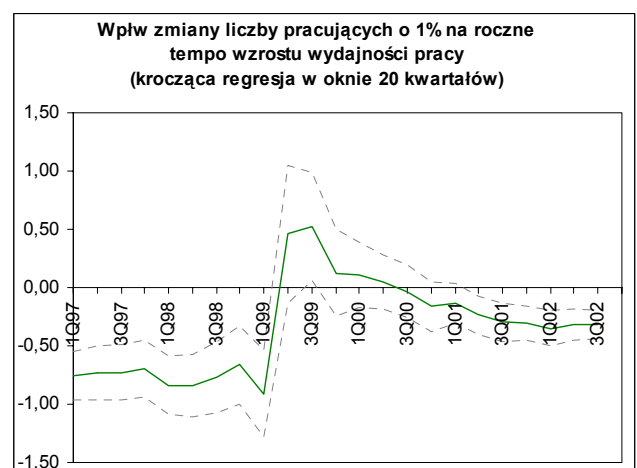
Prosty model ekonometryczny

Pomimo tego, że dostępne dane wyraźnie pozostają pod wpływem czynników o charakterze cyklicznym, co może zniekształcać szacunki dotyczące ich wzajemnych relacji średniokresowych, podjęliśmy próbę oceny jak zależność pomiędzy zatrudnieniem a wydajnością pracy zmieniała się w czasie na przestrzeni ostatnich lat. W tym celu posłużyliśmy się metodologią zapożyczoną z dostępnych publikacji zagranicznych na analogiczny temat, adaptując ją do celów analizy jednego kraju.⁸

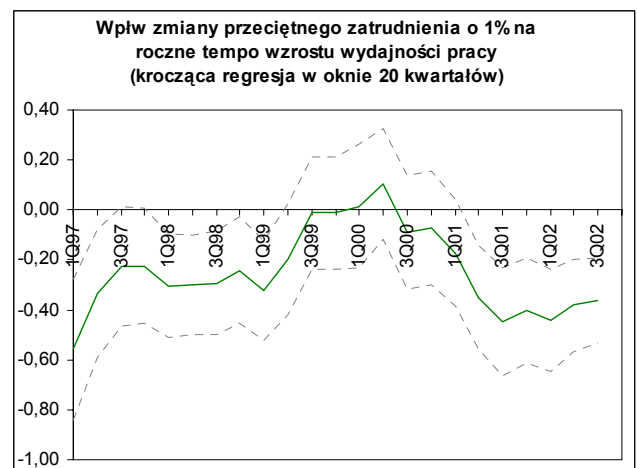
W skrócie, zastosowana metodologia opiera się na iteracyjnym, wielokrotnym oszacowaniu regresji liniowej na kroczącej próbie o ustalonej liczbie obserwacji (ang.

rolling regression), w której zmienną objaśnianą jest zmiana wydajności pracy w określonym horyzoncie czasowym (do obliczeń przyjęliśmy horyzont ośmiu kwartałów), a zmiennymi objaśniającymi są: zmiana nakładów pracy w analogicznym okresie oraz wyjściowy poziom wydajności (produkt na jednostkę pracy w pierwszym kwartale danego okresu). Więcej informacji nt. regresji oraz wyników estymacji znajduje się w *Aneksie technicznym*.

Uzyskane wyniki, przedstawione na wykresach poniżej, nie są jednoznaczne. Zmiany parametrów równania oszacowane na podstawie danych o liczbie pracujących (BAEL) potwierdzają tezę, że w ciągu ostatnich dziesięciu lat nastąpiła zmiana relacji pomiędzy wzrostem wydajności pracy a liczbą pracujących w polskiej gospodarce, w związku z czym wymiennosc pomiędzy dwoma zmiennymi, która w II połowie poprzedniej dekady była dość silna, w ostatnim okresie złagodniała (choć nadal istnieje). Z drugiej strony, parametry regresji oszacowanej na podstawie danych o przeciętnym zatrudnieniu w gospodarce sugerują, że po dość krótkim okresie w którym relacja między zatrudnieniem a wydajnością uległa zmianie (2000-2003), w ostatnich latach ponownie jest ona ujemna, nawet w większym stopniu niż w latach 90.



Źródło: szacunki własne; daty na osi odciętych reprezentują początek okresów estymacji obejmujących kolejne 20 kwartałów



Źródło: szacunki własne; daty na osi odciętych reprezentują początek okresów estymacji obejmujących kolejne 20 kwartałów

⁷ Podstawowym ograniczeniem była dostępność danych nt. zasobów kapitału. Nasz szacunek opierał się na danych GUS nt. (dynamiki) wartości środków trwałych w gospodarce narodowej. Więcej nt. metodologii szacunków TFP w *Aneksie technicznym*.

⁸ Dotychczasowe badania opierały się na regresji na przekrojowej próbie danych dotyczącej wielu krajów (*cross-country pooled regression*). Patrz: Beaudry P., Collard M. (2002), *Why has the employment-productivity tradeoff among industrialized countries been so strong?*, NBER Working Paper 8754; Cavelaars, P. (2005), *Has the trade-off between productivity gains and job growth disappeared?*, *Kyklos*, 58 (1); European Commission (2007), *The EU economy: 2007 review – Moving Europe's productivity frontier*.

Rzut oka na dane sektorowe

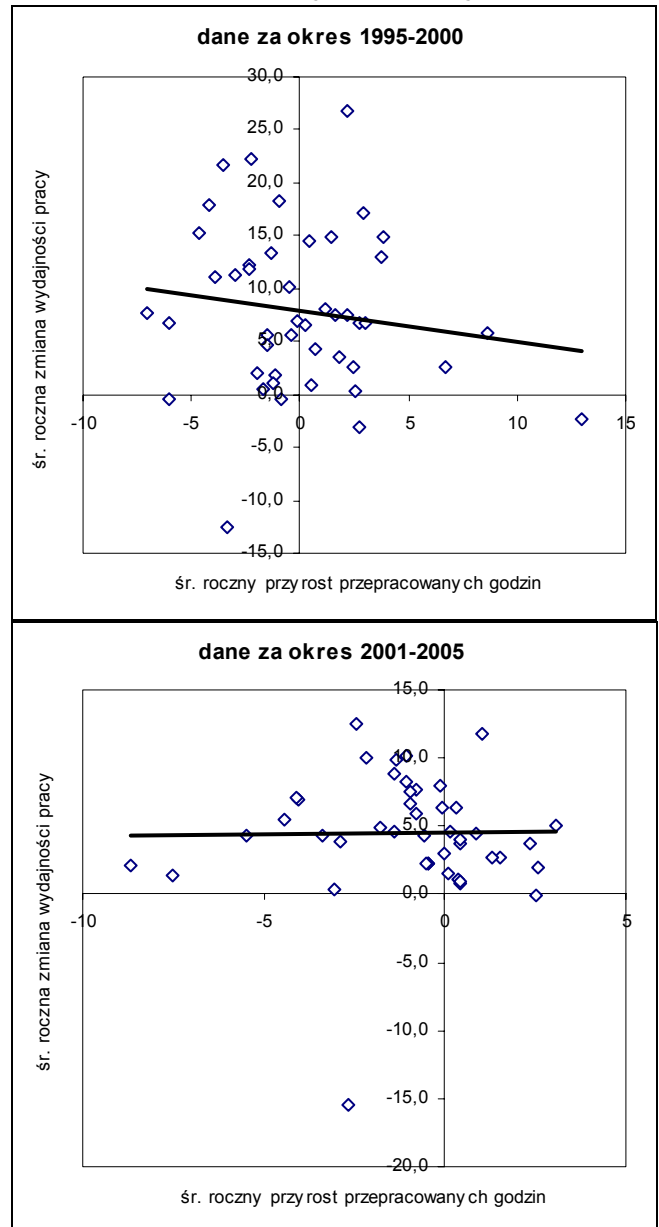
Dla uzupełnienia analizy dotyczącej zmian w relacji produktywność-praca, postanowiliśmy przyjrzeć się przekrojowym danym nt. wydajności pracy w poszczególnych sektorach gospodarki, wykorzystując do tego informacje zgromadzone w bazie EU KLEMS⁹.

Porównaliśmy przeciętne roczne tempo wzrostu nakładów pracy (mierzonych na dwa sposoby: jako liczbę zatrudnionych oraz liczbę przepracowanych godzin) oraz tempo wzrostu produktywności pracy (wartość dodana na przepracowaną godzinę) w różnych branżach i sektorach, dzieląc całą dostępną grupę obserwacji na dwa równe podokresy: 1995-2000 i 2001-2005.

Na pierwszy rzut oka dane wydają się potwierdzać hipotezę o spadku wymienności pomiędzy produktywnością a pracą na przełomie dekady. Oszacowany przekrojowy współczynnik korelacji pomiędzy przeciętnym rocznym wzrostem wydajności a wzrostem nakładów pracy zmienił się w „dobrym” kierunku: w przypadku obliczeń dot. liczby przepracowanych godzin z $-0,14$ w latach 1995-2000 na $+0,01$ w okresie 2001-2005; w przypadku liczby zatrudnionych odpowiednio z $-0,33$ na $-0,12$. Niemniej jednak, przy danej liczbie obserwacji współczynnik korelacji nie był istotny statystycznie, co sprawia, że nie można tego traktować jako wyraźne potwierdzenie stawianej tezy.

Warto zwrócić uwagę, że w obydwu analizowanych okresach występowało spore zróżnicowanie pomiędzy relacją zatrudnienia i pracy w poszczególnych branżach, a jednocześnie pewna część branż i sektorów wyróżniała się wyraźnie dodatnią zależnością pomiędzy zmianą zatrudnienia a zmianą wydajności pracy w obserwowanej próbie. Co ciekawe, tą cechą charakteryzowały się przede wszystkim gałęzie zaliczane do usług rynkowych, a także część przetwórstwa przemysłowego. Jest to o tyle interesujące, że w teorii usługi zaliczane są zwykle do kategorii *non-tradables*, gdzie wydajność pracy rośnie wolniej i jest niższa niż w sektorach będących przedmiotem konkurencji międzynarodowej. Wyjaśnieniem tego jest zapewne fakt, że wśród ww. branż z sektora usług dominowały te, do których trafiały duże strumienie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, szczególnie w II połowie lat 90. (a wraz z nimi z pewnością znaczny transfer wiedzy i technologii) – m.in. pośrednictwo finansowe, handel hurtowy i detaliczny, hotele i restauracje. W większości, były to też branże i sektory, w których wartość dodana przypadająca na jedną godzinę roboczą była wyraźnie powyżej średniej. Sugeruje to, że w ciągu ostatnich lat następował przepływ siły roboczej z gałęzi o mniejszej produktywności do tych bardziej efektywnych, co z pewnością sprzyjało podnoszeniu ogólnej wydajności pracy w gospodarce.

Średni wzrost liczby przepracowanych godzin a średni wzrost produktywności pracy w sektorach



Źródło: szacunki własne na podstawie danych EU KLEMS

Przesłanki do ostrożnego optymizmu dla RPP...

Przedstawione szacunki, jak wspomniano wcześniej, należy traktować z pewnym dystansem i ostrożnością ze względu na jakość danych źródłowych oraz problemy metodologiczne. Niemniej jednak, wyniki obliczeń dają pewne przesłanki by sądzić, że w Polsce, podobnie jak w krajach wyżej rozwiniętych, nastąpiła w ostatnich latach pozytywna zmiana, polegająca na nieznacznym zmniejszeniu wymienności pomiędzy wzrostem zatrudnienia, a wzrostem wydajności pracy.

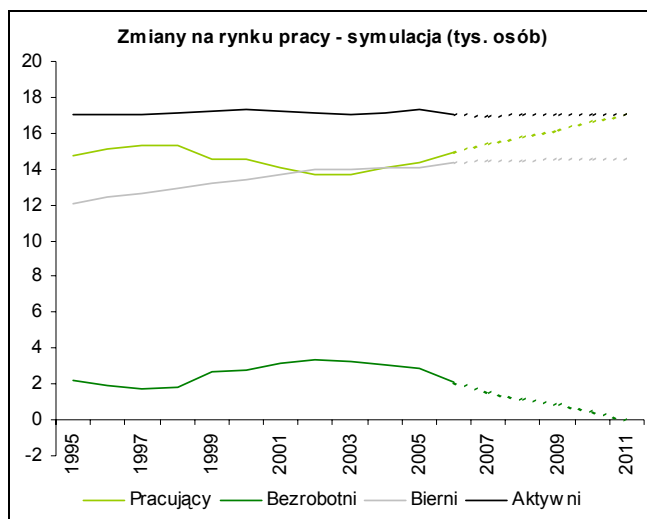
Stwierdzenie takie pozwala na odrobinę optymizmu odnośnie narastania presji inflacyjnej, wynikającej z sytuacji na rynku pracy. Oznacza to bowiem, że przy danym wzroście zatrudnienia, wzrost jednostkowych kosztów pracy może być obecnie łagodniejszy niż to miało miejsce np. w drugiej połowie lat 90., ponieważ nie będzie mu prawdopodobnie towarzyszył w średnim okresie równie silny jak kiedyś spadek wydajności pracy.

⁹ Projekt badawczy sponsorowany przez Komisję Europejską, mający na celu stworzenie bazy danych i wspieranie badań nad wzrostem zatrudnienia i produktywności w UE, <http://www.euklems.net/>

Niemniej jednak, z pewną wymiennością (szczególnie krótkookresową) pomiędzy wzrostem zatrudnienia a wzrostem wydajności, należy się jednak liczyć.

Paradoksalnie, być może lekko ujemną zależnością pomiędzy nakładem pracy a jej wydajnością nie powinniśmy się jednak nadmiernie martwić. Przyczyną tego mogą być zmiany zachodzące aktualnie po stronie podaży pracy. Na początku artykułu wspomnieliśmy, że jednym z niekorzystnych zjawisk przyczyniających się do wzrostu napięć na rynku pracy jest spadek współczynnika aktywności zawodowej, który i tak jest na najniższym poziomie w całej Unii Europejskiej. Dodatkowym negatywnym efektem, którego waga będzie wzrastała wraz z upływem czasu, są tendencje demograficzne. Przemija fala wyżu demograficznego, która w latach ubiegłych zasilala rynek pracy rocznie w ponad 200 tys. absolwentów. Liczba osób w wieku produkcyjnym w 2006 roku zwiększyła się wg danych BAEL zaledwie o 47 tys., a według prognoz demograficznych po roku 2010 zacznie się ona szybko obniżać.¹⁰

W efekcie, utrzymanie szybkiego, a nawet umiarkowanie szybkiego wzrostu zatrudnienia przez kilka najbliższych lat może po prostu okazać się niemożliwe. Zakładając – czysto teoretycznie – że roczne tempo wzrostu liczby pracujących w kolejnych latach ustabilizowałyby się na poziomie ok. 2,5%, a równocześnie nie nastąpiłyby znaczące zmiany w aktywności ekonomicznej ludności, wówczas już w roku 2010, stopa bezrobocia (liczona wg definicji BAEL) spadłaby poniżej 3%, a w kolejnym roku zmalałaby do zera.



Źródło: szacunki i obliczenia własne na podstawie danych GUS

... i mobilizacja dla rządu?

W tej sytuacji wydaje się, że szczególna rola w zapewnieniu trwałego wzrostu gospodarczego w kolejnych latach i zminimalizowaniu napięć na rynku pracy spoczywa na polityce społeczno-gospodarczej rządu. Jeśli chodzi o tendencje demograficzne i proces starzenia się społeczeństwa, działania rządu w praktyce

nie są w stanie przynieść efektów odczuwalnych na rynku pracy w ciągu kilku najbliższych kilkunastu lat. Dlatego jego działania powinny się skupić na rozwiązaniach, które będą mogły, przynajmniej w części, skompensować ubytek ludności w wieku produkcyjnym w kolejnych latach. Złagodzenie presji na rynku pracy może nastąpić, jeśli zrealizuje się któryś z warunków (albo ich kombinacja):

- Polacy zaczną masowo wracać z emigracji zarobkowej;
- w skali gospodarki nastąpi znaczne przyspieszenie wzrostu wydajności pracy; lub
- dojdzie do wyraźnego wzrostu aktywności zawodowej w społeczeństwie. W zasadzie rząd powinien podjąć starania we wszystkich tych kierunkach równocześnie. Do tego należałoby jeszcze dodać otwarcie rynku pracy na emigrację zarobkową z krajów o niższych dochodach.

Wydaje się, że szczególną uwagę należałoby poświęcić aktywizacji zawodowej Polaków. Wprowadzenie w krótkim okresie może to pogłębić negatywną zależność między wzrostem zatrudnienia a wydajności, ponieważ osoby trafiające na rynek pracy po dłuższej nieobecności nie będą radzić sobie równie sprawnie jak doświadczeni pracownicy. Jednak w długim okresie, w połączeniu z umiejętną polityką podnoszenia kapitału ludzkiego (nakłady na edukację, badania i rozwój), może to pozwolić na kontynuowanie szybkiego wzrostu poprzez uwolnienie dużych rezerw siły roboczej i równoczesny wzrost jej wydajności.

Nie ulega wątpliwości, że w obecnej sytuacji zupełnie nie ma miejsca na dalsze wydłużanie i rozszerzanie przywilejów emerytalnych dla grup zawodowych. Przeciwnie, należy stworzyć przepisy, które pozwolą zatrzymać na rynku pracy osoby, które w najbliższych latach będą zasilali grupę wiekową 55-64 lata. Konieczne wydaje się ograniczenie uprawnień do wcześniejszych emerytur, tak aby było to możliwe tylko w naprawdę wyjątkowych i uzasadnionych ze względów medycznych przypadkach. Ponownie wraca również kwestia wieku emerytalnego kobiet, który należałoby wydłużyć (wg danych Eurostatu przeciętny wiek odchodzenia kobiet z rynku pracy jest w Polsce najniższy w całej Europie, o prawie pięć lat poniżej średniej w UE-15). Warto również zadbać, by obowiązujące regulacje nie zniechęcały do podejmowania pracy tych, którzy już przeszli na emerytury, a także łagodzić, a nie zaostrzać jak w poprzednich latach, przepisy dotyczące samozatrudnienia, pracy czasowej i w niepełnym wymiarze.

Z pewnością lista pożądanych działań w zakresie regulacji rynku pracy jest obszerna i obejmuje rozwiązania budzące w społeczeństwie równie duże kontrowersje, co wprowadzenie podatku liniowego. Jednak podjęcie tych działań jest konieczne. Warto, przede wszystkim aby zgodnie z deklaracją programową nowej partii rządzącej, udało się „uwolnić energię Polaków”, ponieważ w przeciwnym przypadku zamiast obiecane cudu gospodarczego w najbliższych kilku latach może czekać nas spowolnienie gospodarcze wywołane m.in. gwałtownym wzrostem napięć na rynku pracy.

¹⁰ *Przejście z pracy na emeryturę*, Informacje i Opracowania Statystyczne GUS (2007); *Prognoza demograficzna na lata 2003-2030*, Informacje i Opracowania Statystyczne GUS (2004)

Aneks techniczny

1. Total Factor Productivity

Łączna produktywność czynników produkcji, czyli TFP (*total factor productivity*), jest miarą wydajności rozumianej często jako efekt postępu technicznego. W rzeczywistości, zmiany TFP nie tylko odzwierciedlają postęp techniczny, ale łącznie: ogólnie ujęty rozwój (postęp) wiedzy, przejawiający się w zmianach technologicznych, zmianach organizacyjnych procesu produkcji, umiejętności zarządzania itp., jak również stopień wykorzystania czynników produkcji.

Wychodząc od neoklasycznego modelu wzrostu gospodarczego z funkcją produkcji o stałych przychodach skali, np. typu Cobba-Douglasa:

$$Y_t = A_t L_t^\alpha K_t^{1-\alpha}$$

gdzie Y reprezentuje produkt, L - nakłady pracy, K - nakłady kapitału, A - poziom wiedzy/technologii ($A = TFP$), α - elastyczność produkcji względem nakładów pracy,

można otrzymać tzw. dekompozycję Solowa, która wiąże dynamikę wzrostu gospodarczego z dynamiką akumulacji kapitału i nakładu pracy:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta TFP}{TFP} + \alpha \frac{\Delta L}{L} + (1-\alpha) \frac{\Delta K}{K}$$

gdzie symbol Δ oznacza przyrost danej zmiennej między okresem $t-1$ a okresem t ; w związku z tym przykładowo $\frac{\Delta Y}{Y}$ oznacza procentową zmianę danej zmiennej Y . Stąd:

$$\frac{\Delta TFP}{TFP} = \frac{\Delta Y}{Y} - \alpha \frac{\Delta L}{L} - (1-\alpha) \frac{\Delta K}{K}$$

Oszacowanie wzrostu TFP na podstawie powyższego wzoru i danych empirycznych nt. zmian produktu, pracy i kapitału wymaga przyjęcia założenia odnośnie (stałej w czasie) elastyczności produktu względem czynników produkcji. Szacunki elastyczności względem pracy dokonywane dla Polski w innych badaniach empirycznych wahają się z reguły w przedziale 0,55-0,66.¹¹ W niniejszym opracowaniu przyjęto wartość $\alpha = 0,55$.

Nasze szacunki wzrostu TFP dokonane zostały na podstawie następujących danych rocznych GUS za okres 1997-2006: Y – dynamika wartości dodanej brutto w cenach stałych; L – dynamika przeciętnego zatrudnienia w gospodarce narodowej (dane nt. całej zbiorowości); K – dynamika wartości brutto środków trwałych w gospodarce narodowej w cenach stałych.

Dla całej analizowanej próby 1997-2006 otrzymano następujące średnioroczne wartości:

ΔY	ΔL	ΔK	ΔTFP
4,0	-0,3	1,4	3,0

¹¹ Np. Żółkiewski Z., Kolasa M. (2003), *The Total Factor Productivity and the Potential Product in Poland 1992-2002*, Konferencja NBP w Zalesiu Górnym; Gradzewicz M., Kolasa M. (2003), *Szacowanie luki popytowej dla gospodarki polskiej przy użyciu metody VECM*, Bank i Kredyt

2. Szacunki ekonometryczne

Przeprowadzone ćwiczenie ekonometryczne bazowało dość luźno na metodologii przyjętej w kilku innych opracowaniach badających zależność pomiędzy wzrostem zatrudnienia a wzrostem wydajności pracy. Polegała ona oryginalnie na oszacowaniu regresji przekrojowej na danych obejmujących zbiór krajów (*cross-country pooled regression*), w której zmiany wydajności pracy w określonym, stosunkowo długim horyzoncie czasowym objaśniane były przy pomocy zmiany nakładu pracy w analogicznym okresie oraz przez wyjściowy poziom produktywności (początkowym w momencie danego okresu). U podstaw tej metodologii leży model Solowa-Swana, zakładający że tempo wzrostu produktywności pracy jest odwrotnie proporcjonalne do wyjściowego poziomu produktu na jednego zatrudnionego w danym kraju (tzn. im biedniejszy kraj, tym szybciej nadrabia dystans wobec bardziej rozwiniętych gospodarek, zwiększając produktywność).

Głównym problemem, jaki wyłonił się przy próbie aplikacji tej metodologii dla Polski, był fakt, że była ona przewidziana do wnioskowania nt. zmian relacji między wydajnością i zatrudnieniem w całej grupie krajów, natomiast nic nie mówiła nt. powyższych zależności w przypadku pojedynczych krajów. Dodatkowo, w prowadzonych do tej pory badaniach obserwowano zmiany wydajności i pracy w stosunkowo długich okresach (10-20 lat) w celu uniknięcia wpływu na wyniki regresji zaburzeń o charakterze cyklicznym. W celu zaadoptowania powyższej metody do celów niniejszego opracowania, zastosowano następujące rozwiązania:

Oszacowane równanie regresji ma postać:

$$\Delta_i \log\left(\frac{Y_t}{L_t}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 \log\left(\frac{Y_{t-i}}{L_{t-i}}\right) + \alpha_2 \Delta_i \log(L_t) + \varepsilon_t$$

gdzie:

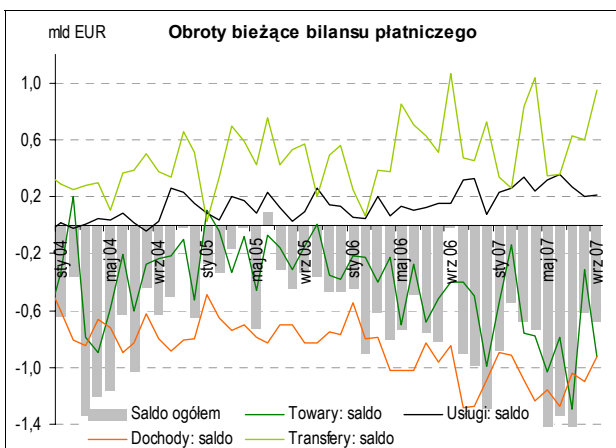
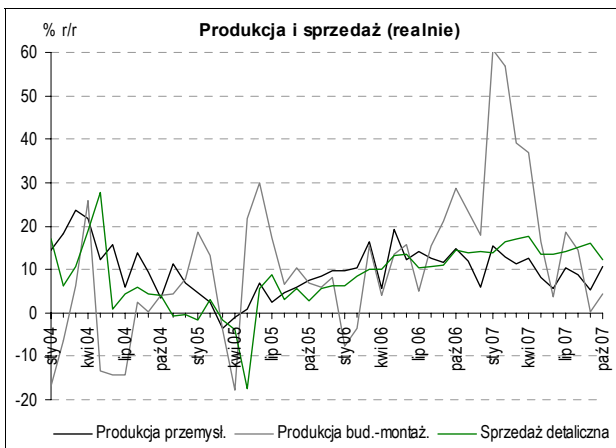
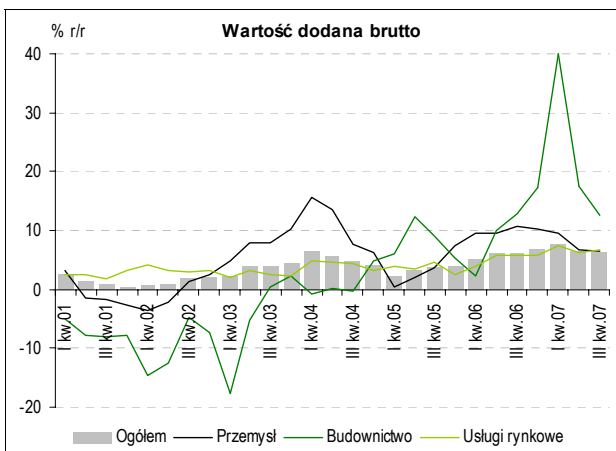
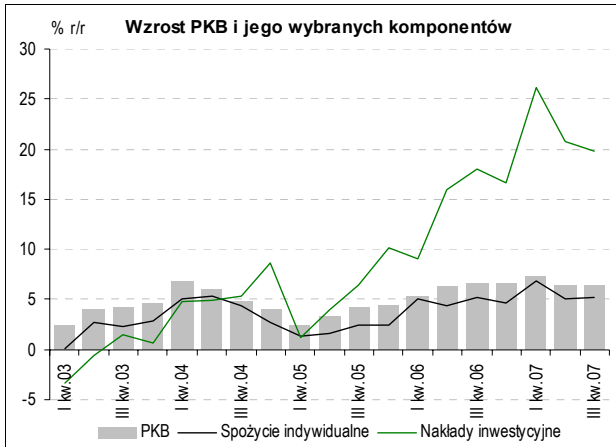
Y_t – wartość PKB w cenach stałych w momencie t ;

L_t – nakład czynnika pracy w momencie t ; równania oszacowano z wykorzystaniem zamiennie dwóch miar: liczby pracujących wg BAEL oraz przeciętnego zatrudnienia w gospodarce narodowej;

Δ_i – przyrost danej zmiennej w horyzoncie i kwartałów, tj. różnica pomiędzy wartością w momencie t oraz $(t-i)$; do obliczeń przyjęto stałą wartość i równą 8 kwartałów.

Do szacunków wykorzystano kwartalne dane GUS obejmujące okres I kw. 1995 – II kw. 2007. Jednak ze względu na opóźnienie zmiennych w równaniu o osiem kwartałów, okres estymacji obejmował dane od I kw. 1997. Równanie zostało oszacowane iteracyjnie metodą najmniejszych kwadratów na kroczącej próbie obejmującej za każdym razem „okno” o stałej szerokości 20 obserwacji (kwartałów). Przedstawione na wykresach na str. 5 linie reprezentują wartości parametru α_2 oraz odpowiadające im błędy standardowe oszacowane dla każdego z kolejnych „okien” o stałej szerokości, przesuwających się stopniowo o jedną obserwację.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Lepsze od oczekiwań dane o PKB w III kw.

Wzrost PKB w III kw. wyniósł 6,4% r/r, czyli tyle samo co w II kw. wobec konsensusu rynkowego na poziomie 5,8%. Po lepszym od prognoz III kw. rosną szanse na osiągnięcie tempa wzrostu PKB w całym 2007 roku na poziomie 6,5%.

Struktura wzrostu popytu krajowego, który wyniósł 7,4% r/r wobec 8,2% w II kw. i 7,7% w I kw., okazała się lepsza od oczekiwań z punktu widzenia perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego w długim okresie. Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 19,8% r/r (konsensus 18,2%), a spożycie indywidualne o 5,2% r/r (konsensus 5,5%). Silny wzrost inwestycji świadczy o zwiększaniu się potencjału gospodarki, co będzie sprzyjać utrzymaniu szybkiego wzrostu PKB, a jednocześnie będzie ograniczało presję inflacyjną w średnim terminie. Z kolei wzrost konsumpcji nie wydaje się nadmierny, mimo coraz większego tempa wzrostu dochodów gospodarstw domowych, co sugeruje, że obecne tendencje na rynku pracy nie muszą mieć silnego proinflacyjnego przełożenia, przynajmniej po stronie popytowej.

Ryzyko nadal wiąże się ze wzrostem dynamiki JKP. Mimo że wyższy od oczekiwań wzrost PKB i wartości dodanej w III kw. obniżył nieco szacowane tempo wzrostu JKP w tym okresie (do 6,8% r/r z szacowanych wcześniej 7,3% r/r), to nadal oznacza to przyspieszenie z 6,4% r/r w II kw.

Po stronie podażowej rachunków narodowych na uwagę zwraca silny wzrost wartości dodanej w budownictwie o 12,6% r/r. W przeciwieństwie do poprzednich kwartałów tym razem okazało się, że wzrost wartości dodanej w budownictwie w III kw. okazał się szybszy niż przeciętny wzrost produkcji budowlano-montażowej w tym okresie. Potwierdza to naszą ocenę, że spowolnienie dynamiki produkcji budowlano-montażowej widoczne w miesięcznych danych nie oznacza osłabienia aktywności inwestycyjnej i trwałej dekonstrukcji w budownictwie.

Dobre wskaźniki aktywności gospodarczej za październik

Produkcja przemysłowa wzrosła w październiku silniej niż oczekiwano. Solidny wzrost nastąpił również w branżach produkujących w znacznej mierze na rynki zagraniczne, co pokazuje, że na razie eksporterzy radzą sobie z mocnym złotym.

Po raz kolejny dość słaby wynik osiągnął sektor budowlany. Niemniej, podobnie jak dane o wartości dodanej brutto, podział produkcji budowlanej na podsektory nie potwierdza, aby oznaczało to osłabienie aktywności inwestycyjnej. W jednostkach zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę wystąpił wzrost produkcji aż o 45,2% r/r, a w wykonywaniu instalacji budowlanych o 13,1%.

Wzrost sprzedaży detalicznej był silniejszy od prognoz. Dwucyfrowa dynamika zanotowana została we wszystkich rodzajach sprzedaży. Dane sugerują, że spożycie indywidualne w IV kw. br. utrzyma się na poziomie przynajmniej 5%.

Stopniowe narastanie nierównowagi zewnętrznej

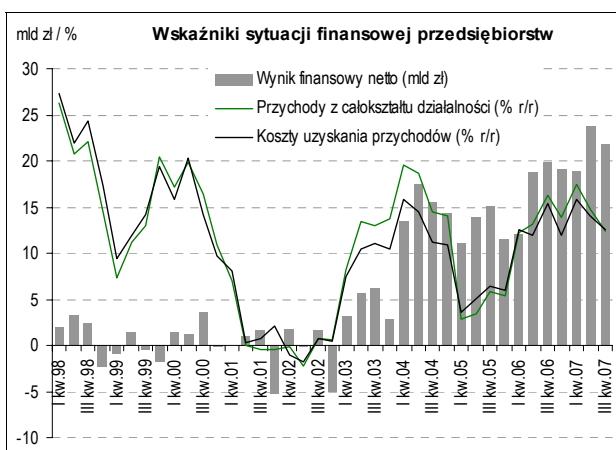
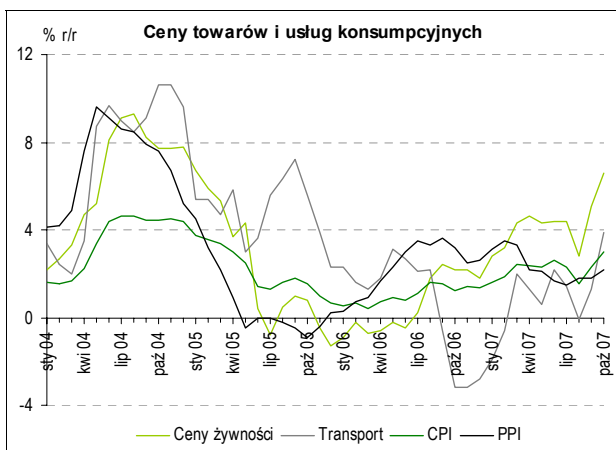
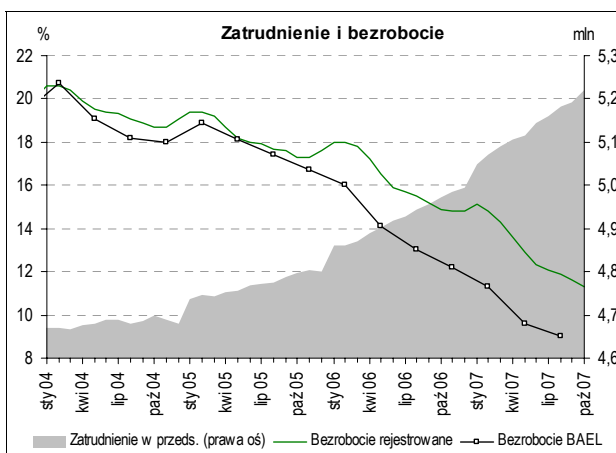
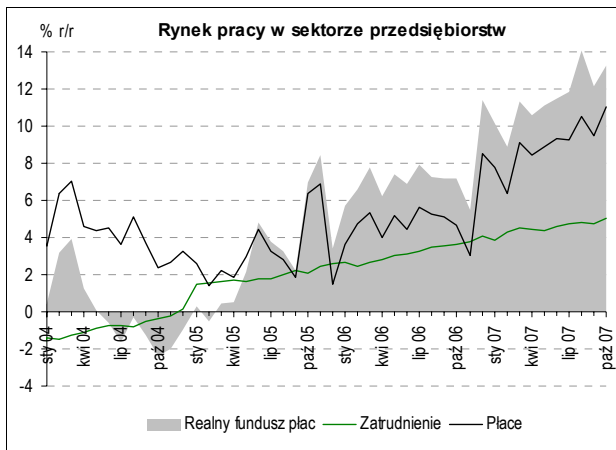
Bilans płatniczy za wrzesień nie zmienił znacząco obrazu sytuacji w relacjach zewnętrznych polskiej gospodarki.

Deficyt obrotów bieżących był niższy od prognoz, co jednak nie wynikało z lepszych wyników w handlu, lecz z mniejszego od spodziewanego deficytu w saldzie dochodów.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, deficyt handlowy wzrósł znacząco w porównaniu z poprzednim miesiącem w efekcie spowolnienia wzrostu eksportu, choć warto zaznaczyć, że import był poniżej oczekiwań, pomimo zawarcia dużej, jednorazowej transakcji.

W najbliższych kwartałach spodziewamy się przyspieszenia tempa wzrostu zarówno eksportu, jak i importu, choć przy pogorszeniu deficytu obrotów bieżących do poziomu 5% PKB (wobec 4% po wrześniu).

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Trwa boom na rynku pracy

- Roczny wzrost przeciętnej płacy w sektorze przedsiębiorstw wyniósł w październiku o 11%, wyraźnie więcej niż oczekiwano.
- Wzrost zatrudnienia przyspieszył do 5,0% r/r, osiągając kolejny rekord wszechczasów (oczekiwano wzrostu o 4,7% r/r).
- Fundusz płac brutto w firmach zwiększył się w październiku o 16,6% r/r, podczas gdy w trzech pierwszych kwartałach br. jego wzrost wynosił średnio 13,7%. Realny wzrost funduszu płac w październiku wyniósł 13,2% r/r wobec 11,3% w okresie styczeń-wrzesień. Efektywnie fundusz wynagrodzeń netto zwiększył się w większej skali ze względu na obniżkę składki rentowej od lipca. Szybki wzrost dochodów gospodarstw domowych sprzyja utrzymaniu się solidnej dynamiki popytu konsumpcyjnego.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec października wyniosła 11,3%. Oznacza to utrzymanie silnego tempa redukcji stopy bezrobocia w ujęciu rocznym (o 3,6 pp). Liczba bezrobotnych zmniejszyła się o ponad 25% r/r i wyniosła 1,72 mln osób.
- Jednocześnie GUS opublikował wyniki BEAL za III kw., które pokazały, że stopa bezrobocia w tym okresie wyniosła 9% wobec 13% rok wcześniej. Oznacza to pewne spowolnienie tempa spadku bezrobocia. Wiąże się to z osłabieniem przyrostu popytu na pracę. Według BAEL liczba pracujących w III kw. zwiększyła się o 3,5% r/r, co oznacza wyraźne spowolnienie z 4,8% w II kw. i 5,3% w I kw.
- Podczas gdy w sektorze przedsiębiorstw zatrudnienie w III kw. osiągało rekordowe tempo wzrostu, w całej gospodarce mieliśmy do czynienia z osłabieniem przyrostu popytu na pracę, co może sugerować, że najmniej przedsiębiorstwa ograniczają skalę swojej ekspansji.
- Mimo słabszego przyrostu popytu na pracę, nadal widoczny w wynikach BAEL spadek współczynnika aktywności zawodowej w ujęciu rocznym sugeruje utrzymywanie się napięć na rynku pracy.

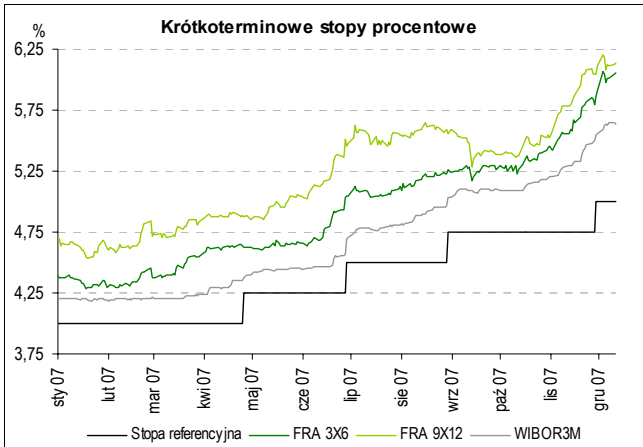
Ceny żywności napędzają inflację CPI

- Inflacja w październiku wzrosła do 3% r/r przy wzroście cen o 0,6% m/m. Wzrost cen żywności w październiku okazał się bardzo bliski naszym oczekiwaniom na poziomie 1,6% m/m i wyniósł 1,7% m/m oraz 6,6% r/r. Ceny w transporcie nie uległy zmianie w ciągu miesiąca i wzrosły o 3,9% r/r, słabiej niż oczekiwaliśmy. Zmiana pozostałych kategorii cen towarów i usług konsumpcyjnych była zgodna z naszymi prognozami. W efekcie, inflacja netto w październiku wyniosła 1,4% r/r.
- Skala dalszego wzrostu inflacji będzie zależała w dużej mierze od rozwoju sytuacji na rynku żywności. Według szacunków MinFin inflacja CPI w listopadzie wzrosła do 3,5% r/r.
- Dane o cenach produkcji w październiku okazały się niższe od prognoz. Podczas gdy konsensus rynkowy wskazywał, że inflacja PPI wyniesie 2,5% r/r, wskaźnik ten wyniósł zaledwie 2,2%.

Wyniki finansowe firm na razie pozostają bardzo dobre

- Co prawda dynamika wzrostu zysku firm zatrudniających powyżej 49 pracowników obniżyła się w porównaniu z analogicznym okresem 2006 roku, ale należy pamiętać, że w poprzednim roku wyniki te były nadzwyczaj dobre.
- Mimo znaczącego wzrostu funduszu płac obserwowanego w tym roku, w pierwszych trzech kwartałach wskaźnik poziomu kosztów był niższy niż przed rokiem (93,6% vs 94,2%), a w strukturze kosztowej udziału wynagrodzeń wzrósł zaledwie o 0,2 pkt proc.
- Co ważne, dane pokazały się, że po raz kolejny poprawiła się sytuacja finansowa eksporterów. Wydaje nam się jednak, że przy trwającej aprecjacji złotego trudno będzie eksporterom utrzymać tak korzystną sytuację. Może to dotyczyć głównie firm mniejszych, które w większym stopniu mogą być narażone na konsekwencje wzrostu kosztów (pracy, surowców) oraz umocnienie złotego.

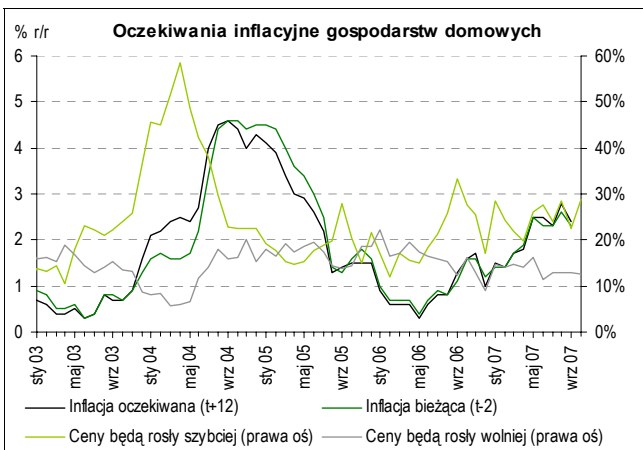
Pod lupą: Bank centralny



Fragmety komunikatu po listopadowym posiedzeniu RPP

Biorąc powyższe czynniki [przemawiające za wzrostem inflacji i jemu przeciwdziałające] pod uwagę oraz uwzględniając ryzyko wtórnych efektów wzrostu bieżącej inflacji Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego za wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu i podjęła decyzję o podwyżce stóp procentowych NBP. Rada będzie dążyć do tego, aby w średnim okresie inflacja obniżyła się do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym.

Rada będzie bacznie obserwować dynamikę i strukturę wzrostu popytu krajowego, w tym stopień ekspansywności polityki fiskalnej, kształtowanie się bilansu obrotów bieżących, relacje pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy, poziom kursu złotego oraz oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę, w tym na ceny żywności.



Fragmety opisu dyskusji na październikowym posiedzeniu

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, kształtowaniu się kursu walutowego i cen żywności oraz perspektywach wzrostu gospodarczego. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle październikowej projekcji inflacji.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu było kształtowanie się cen żywności. Wzrost tych cen może utrzymać się w dłuższej perspektywie, ponieważ wynika on w dużej mierze z czynników strukturalnych związanych ze wzrostem popytu na żywność w krajach rozwijających się. Jednocześnie wskazywano, że w Polsce żywność stanowi nadal dużą część koszyka konsumpcyjnego gospodarstw domowych. W efekcie znaczny wzrost cen tej grupy produktów może spowodować podwyższenie oczekiwań inflacyjnych i, co za tym idzie, dalszy wzrost presji płacowej.

Rada nie zmienia strategii

W listopadzie Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe o 25 pb. Była to czwarta podwyżka stóp w tym roku, w efekcie czego główna stopa referencyjna NBP wynosi 5,0%, czyli o 1 pkt. procentowy więcej niż na początku roku. Decyzja RPP była zgodna z oczekiwaniami analityków, chociaż rynek stopy procentowej obawiał się przed posiedzeniem, że Rada może tym razem podnieść stopy o 50 pb.

Wymieniona w komunikacie lista czynników, które mogą spowodować narastanie presji inflacyjnej, była niemal identyczna jak przed miesiącem (do zagrożeń dodano wyższe ceny ropy naftowej), podobnie jak lista czynników ograniczających inflację. Jednak w ocenie Rady siła argumentów oddziałujących w kierunku ograniczenia inflacji „może okazać się niewystarczająca do utrzymania inflacji na poziomie celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej”. Jak przed miesiącem, Rada uznała, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Tym razem było jednak na tyle wyższe, że skłoniło Radę do działania.

Perspektywy polityki pieniężnej nie uległy zmianie w stosunku do wcześniej prezentowanego przez nas scenariusza. Rada zdaje sobie sprawę, że CPI może dalej rosnać (powyżej 3,5%), ze względu na presję na rynku żywności oraz rosnącą presję płacową, dlatego kolejne podwyżki stóp procentowych jeszcze nastąpią. Utrzymujemy oczekiwania, że nastąpią jeszcze dwie w tej samej skali, w styczniu i w marcu 2008 r., i w sumie stopa referencyjna wzrośnie do poziomu 5,50%. Odchylenie od tego scenariusza może nastąpić gdyby publikowane w kolejnych miesiącach dane o inflacji, płacach i aktywności gospodarczej znacząco różniły się od oczekiwań.

Oczekiwania rosną wraz z inflacją

Według danych NBP, w listopadzie inflacja oczekiwana za 12 miesięcy wzrosła do poziomu 2,6% (o 1 pkt proc.), czyli nieco więcej niż wzrost inflacji CPI dwa miesiące wcześniej użyty do kwantyfikacji oczekiwań (do 2,3% we wrześniu z 1,5%).

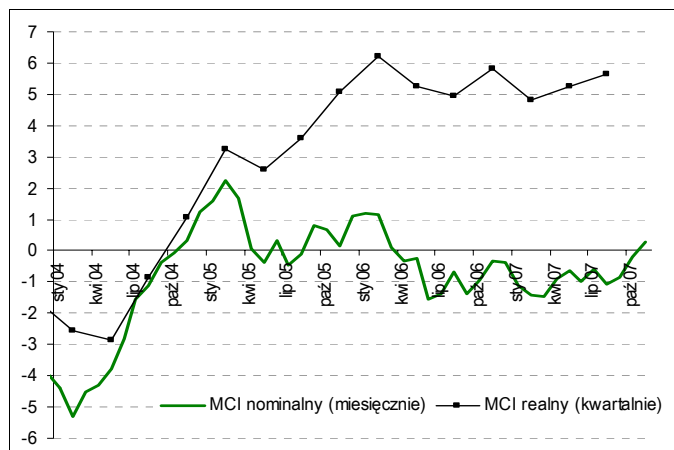
Wraz z odbiciem inflacji CPI w ostatnich miesiącach, należy spodziewać się dalszego wzrostu miary oczekiwań inflacyjnych. Ciekawa będzie również struktura odpowiedzi na pytania ankietowe. Już w danych za październik procent odpowiedzi, że ceny „będą rosły szybciej niż teraz” wzrósł do poziomu najwyższego o ponad 2004 roku (28,7%). Dla porównania jednak, w pierwszej połowie 2004 roku (kiedy RPP podnosiła stopy procentowe obawiając się efektów drugiej rundy, a inflacja rosła za sprawą wysokich cen żywności i paliw) odsetek ten wynosił średnio niemalże 50%.

Był wniosek o podwyżkę stóp już w październiku

Jak dowiedzieliśmy się z październikowych *minutes*, część członków uznała wówczas, że ocena perspektyw inflacji dokonana na podstawie październikowej projekcji inflacji NBP oraz czynników nieuwzględnionych w projekcji wskazywała, że prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji jest znaczące i uzasadniało podwyższenie stóp procentowych.

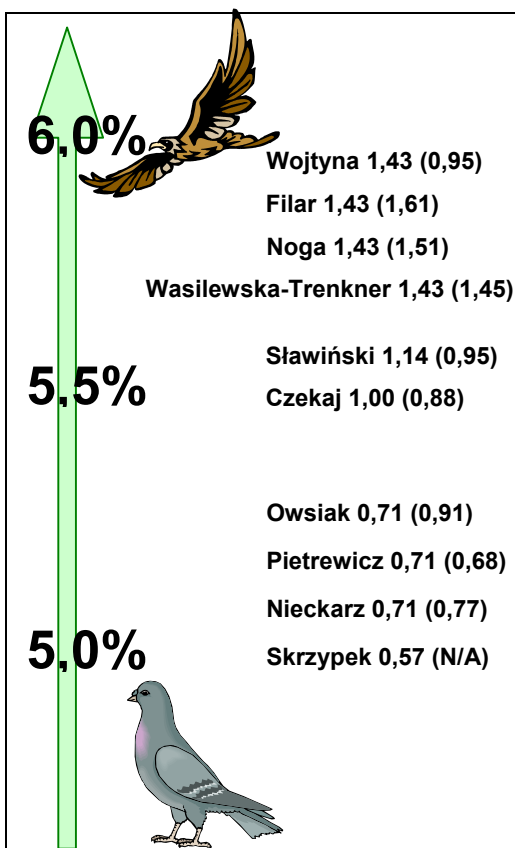
Inni członkowie uznali natomiast, że występująca w ostatnim okresie aprecjacja kursu złotego ogranicza ryzyko wzrostu inflacji i że dla perspektyw inflacji istotny będzie dalszy rozwój sytuacji na rynku walutowym. Zwracali oni również uwagę na symptomy osłabienia gospodarczego. Po danych o PKB za III kwartał obawy o skalę spowolnienia są już zapewne mniejsze, choć złoty kontynuował trend aprecjacyjny.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Dalszy wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej

- Po tym jak w październiku restrykcyjność polityki pieniężnej wzrosła pomimo braku podwyżki stóp, listopad przyniósł jeszcze większy ruch w górę. Było to spowodowane zarówno wzrostem stóp procentowych, jak i znacznym umocnieniem złotego, choć ten pierwszy czynnik zadziałał mocniej ze względu na większą wagę.
- W grudniu następuje dalszy wzrost restrykcyjności, co w pewnym stopniu może być związane z wycenianiem przez rynek kolejnych podwyżek przez RPP oraz z dalszą aprecjacją polskiej waluty. Naszym zdaniem jednak, trudno jest obecnie powiedzieć, jak rynek finansowy wycenia dalsze ruchy RPP, gdyż stawki rynku pieniężnego na krótkim końcu krzywej rentowności są od jakiegoś czasu pod znacznym wpływem obaw o płynność sektora pod koniec roku.



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z poglądem większości przyznawany jest 1 punkt. Za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane są 2 punkty. Natomiast za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane jest 0 punktów. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

Liczby bezpośrednio przy nazwisku danego członka to wartości indeksu dla 2007 roku (od początku kadencji prezesa Skrzypka), a liczby w nawiasach to wartości indeksu dla lat 2004-2006.

Kierunek strzałki wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stóp procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Wartości w procentach na osi odzwierciedlają **nasze subiektywne** przekonanie o tym, jaki jest preferowany poziom stopy referencyjnej za 12 miesięcy wg poszczególnych członków Rady.

Czy Prezes NBP zagłosował za podwyżką w listopadzie?

W wywiadzie dla *Gazety Wyborczej* Prezes NBP, Sławomir Skrzypek tłumaczył swoją sierpniową decyzję głosowania przeciw podwyżce stóp jako jedyny członek Rady. Jego zdaniem, argumentem były zawirowania na rynkach globalnych i początek kryzysu kredytowego w USA. W ostatnim czasie pojawiły się inne jego opinie odnośnie perspektyw inflacji, które sugerowały możliwość poparcia podwyżki stóp w listopadzie. Jeśli tak się rzeczywiście stało i listopadowa decyzja była jednomyślna, to nie nastąpiłby dalszy spadek pozycji Prezesa w naszym rankingu restrykcyjności członków RPP.

Andrzej Wojtyła nie taki jastrzębi

Z kolei członek Rady, który samodzielnie głosował za podwyżką stóp w lipcu, przesuwał się tym samym na najbardziej „jastrzębiego”, udzielił wywiadu dla agencji Reuters, w którym stwierdził: „nie podzielam opinii części analityków, że tempo zacieśniania polityki monetarnej powinno być głębsze. To by było wyrazem jakiejś nerwowości i sugerowałoby, że uwarunkowania uległy nagłej zmianie. (...) Nie ma powodów do nerwowości”. Świadczyć to może o tym, że na listopadowym posiedzeniu nie było nawet wniosku o podwyżkę o 50 pb, którego obawiała się część rynku. Z drugiej strony, wciąż nie wiemy kto zaproponował wniosek i kto głosował za podwyżką stóp w październiku. Odpowiedź na to pytanie, która może ponownie wprowadzić pewne zmiany w naszym indeksie restrykcyjności członków Rady, poznamy dopiero w lutym. Pamiętajmy jednak, że nawet jeśli członek Rady chce przyspieszyć decyzję o podwyżce stóp, to wcale nie musi oznaczać, że chce on osiągnąć wyższy docelowy poziom stóp, który przedstawiamy po lewej stronie.

Będzie poziom o podwyżkę stóp w grudniu

Halina Wasilewska-Trenkner zasugerowała w wywiadzie dla *Rzeczpospolitej*, że możliwa jest podwyżka stóp w grudniu („jeśli się pali, to nie znaczy, że straż może odpoczywać”). Jest to nieco w sprzeczności z powyższymi wypowiedziami profesora Wojtyły, który w żadnym razie nie mówi, że Rada może odpoczywać (mówi on o konieczności kolejnych podwyżek i wyższym ich prawdopodobieństwie), jednak też nie uważa, aby wybuchł jakiś pożar. Pozostaje jednak pytanie, czy skoro Rada nie jest spóźniona z decyzjami, to dopuszcza możliwość dwóch podwyżek miesiąc po miesiącu, tym bardziej, że w grudniu spotkanie jest dużo wcześniejsze niż zwykle. Wielu członków Rady nie wykluczyło takiego ruchu, jednak postrzegamy to pozostawienie otwartych drzwi do podwyżki w przypadku dużego zaskoczenia kolejnymi danymi.

Co mówią członkowie kluczowi dla stworzenia większości?

Wniosek o podwyżkę stóp w grudniu nie znajdzie, naszym zdaniem, większości wśród członków Rady. Ważne pod tym względem były wypowiedzi profesorów Jana Czekaja i Andrzeja Stawińskiego. Pierwszy w odpowiedzi na pytanie „co mogłoby przekonać pana do konieczności podwyżki w grudniu?” odpowiedział, że „musiałby się pojawić jakieś zaskakujące dane, ale chyba do tego nie dojdzie”. Drugi natomiast stwierdził, że „obecnie nic dramatycznego się nie dzieje, by wątpić w to, że skutecznie będziemy stabilizowali inflację w średnim okresie”, choć „jest prawdopodobne że potrzebne będzie dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej w przyszłym roku”. Naszym zdaniem, stwierdzenia te oznaczają, że Rada będzie kontynuować politykę małych kroków, raczej nie co miesiąc, wysyłając sygnały mające na celu stabilizowanie oczekiwań inflacyjnych.

Pod lupą: Rząd i polityka

Fragmenty exposé premiera Donalda Tuska

Pierwszym zadaniem naszego rządu będzie wyzwolenie pozytywnej energii z Polaków przy całej świadomości różnic między nami.

Wolni ludzie, nieskrępowani zbyt wysokim podatkiem, zbyt skomplikowanymi przepisami, (...) wytwarzają coraz więcej dóbr. To jest istota demokratycznego kapitalizmu, to jest istota polityki, którą chcemy zaproponować dzisiaj Polakom - liberalnej polityki gospodarczej i solidarnej polityki społecznej.

Chcę, aby to był marsz zawsze w jednym kierunku, w kierunku niższych podatków i w kierunku rezygnacji z nadmiernych, często zbędnych danin publicznych, jakie obywatel płaci na rzecz administracji. Wiem, że jednocześnie musimy zapewnić wzrost płac pracownikom sektora publicznego.

Potrzebne jest ograniczenie wzrostu długu publicznego. Dług publiczny nie może narastać w takim tempie jak do tej pory. W ciągu kilku lat budżet należy doprowadzić do stanu bliskiego równowagi.

Będziemy wspierać przedsiębiorczość, wreszcie zmienimy prawo - i to jest twarda zapowiedź - które przedsiębiorcom nie pomaga.

Sześć priorytetów wg ministra finansów

Ograniczenie długu publicznego o 4-7 punktów procentowych do 2011 roku

Uproszczenie systemu podatkowego

Przeznaczenie większych środków na edukację

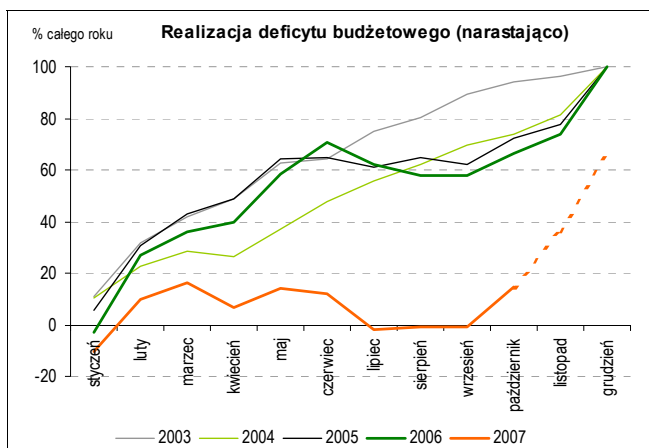
Szybsza budowa dróg z wykorzystaniem w większym stopniu środków unijnych

Przyspieszenie prywatyzacji

Przygotowanie Polski do wprowadzenia euro

Najważniejsze cięcia wydatków planowanych na 2008 r.

Kategoria wydatków	Kwota w mln zł
Dotacja do FUS	1500
Rezerwy celowe	590
Sprawiedliwość	245
Sprawy wewnętrzne	235
Gospodarka	150
Budownictwo, gospodarka przestrzenna i mieszkalnictwo	130
Najważniejsze urzędy w państwie (Kancelaria Prezesa RM, Prezydenta, Sejm, Senatu, CBA, IPN, NIK itp.)	156



Źródło: Ministerstwo Finansów, PAP, Reuters

Mało konkretów o gospodarce w exposé nowego premiera

Zamiast konkretów dotyczących zapowiadanego tempa redukcji deficytu budżetowego premier w exposé podkreślił konieczność „wyzwolenia pozytywnej energii” w gospodarce, poprzez uproszczenie podatków oraz prawa gospodarczego.

Premier zapowiedział radykalne przyspieszenie prywatyzacji. W ciągu pół roku ma zostać podany plan prywatyzacyjny na 4 lata (w 2008 r. wpływy mają sięgnąć min. 2,3 mld zł).

Ukoronowaniem polityki gospodarczej ma być wg premiera przyjęcie euro, ale musi to być jak najbardziej korzystne dla zwykłych ludzi, co sugeruje, że nowy rząd nie poświęci szybkiej konwergencji realnej dla szybszego spełnienia kryteriów nominalnej konwergencji i wejścia do strefy euro.

Premier podkreślił potrzebę aktywizacji zawodowej ludzi po 50. roku życia i niepełnosprawnych, ale nie podał konkretów.

Priorytety nowego ministra finansów

W pierwszym publicznym wystąpieniu minister finansów Jacek Rostowski przedstawił „sześć filarów” polityki finansowej rządu.

Szef resortu finansów unikał konkretów. Na przykład, minister nie podał terminu, kiedy Polska powinna przyjąć euro, lecz stwierdził jedynie, że „decyzja w tej sprawie przekracza horyzont jednej kadencji parlamentu, co chyba pozbawia złudzeń tych, którzy liczyli na przyspieszenie działań w tym kierunku. Być może za tej kadencji Polska nie wejdzie nawet do ERM2.

Wydaje się, że dla nowego ministra finansów naczelnym priorytetem będzie redukcja długu publicznego. Redukcja potrzeb pożyczkowych państwa ma nastąpić m.in. dzięki przyspieszeniu prywatyzacji. Sprzyjać temu ma również utrzymanie szybkiego wzrostu PKB dzięki deregulacji gospodarki oraz inwestycjom w infrastrukturę i edukację.

Rozczarowująca skala redukcji deficytu

Po przyjęciu przez Sejm projektu budżetu na 2008 rok, Komisja Finansów Publicznych przyjęła poprawki zgłoszone przez jej przewodniczącego i szefa klubu PO, Zbigniewa Chlebowskiego, przewidujące zmiany w strukturze budżetu na ok. 3,5 mld zł. W wyniku zmian zostało wygospodarowane 1,85 mld zł na podwyżki dla nauczycieli, a o 1,54 mld zł obniżono deficyt (do 27,1 mld zł). Przypomnijmy, że wcześniej zapowiadano redukcję do 25-26 mld zł, a nawet 20 mld zł.

Oszczędności mają zostać uzyskane w dużej części przez zmniejszenie dotacji do FUS (o 1,5 mld zł) w przyszłym roku. Ma to nastąpić dzięki zwiększeniu dotacji do FUS w tym roku i w ten sposób ograniczeniu potrzeb finansowych funduszu w 2008 r. Oznacza to, że rząd ma zamiar wykorzystać wolne środki w tegorocznym budżecie zamiast szukać realnych oszczędności.

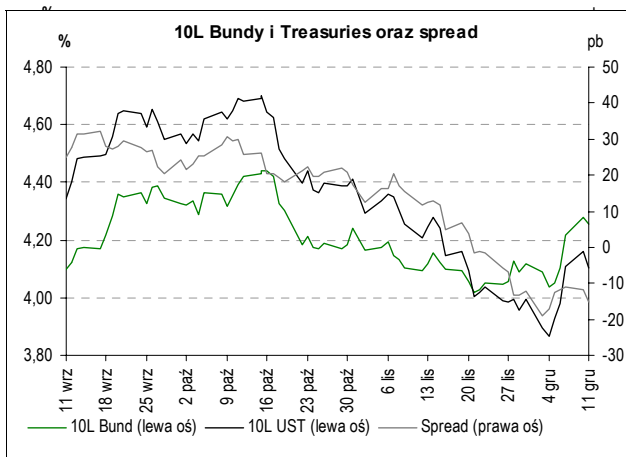
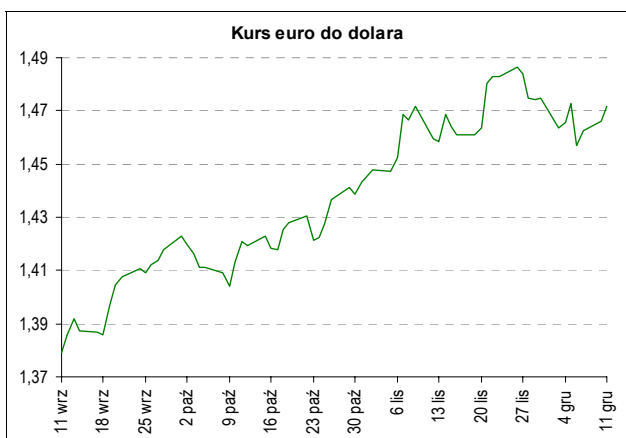
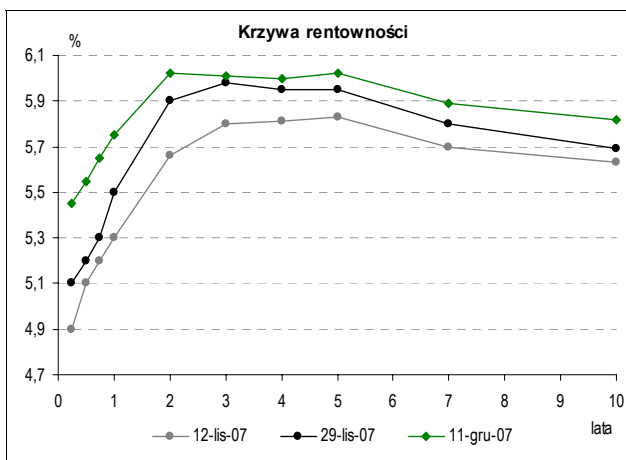
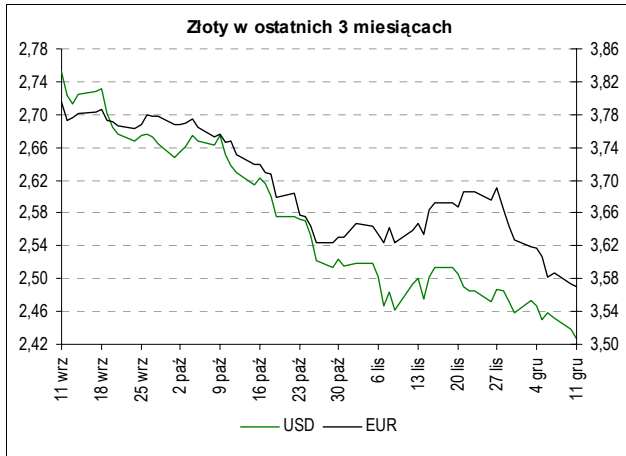
Przyspieszenie realizacji wydatków budżetowych

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami MinFin, IV kw. przyniósł przyspieszenie w realizacji wydatków budżetowych. Na koniec października budżet państwa zanotował deficyt 4,4 mld zł, czyli 14,8% rocznego planu i ostatnie dwa miesiące roku przyniosą kontynuację wzrostowej tendencji realizacji deficytu.

Skumulowane tempo wzrostu wydatków od początku roku przyspieszyło do 11,3% r/r z 10% po wrześniu. Realizacja wydatków sięgnęła 77,1% całorocznego planu.

Jednocześnie, skumulowane tempo wzrostu dochodów spowolniło do 19,9% r/r z 21,2% po wrześniu, głównie za sprawą słabszego wzrostu wpływów z podatków pośrednich. Był to jednak w pewnej mierze efekt wysokiej bazy. Wpływy z podatków dochodowych rosły w podobnym tempie jak wcześniej, wskazując, że kondycja gospodarki jest nadal dobra.

Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

Znaczące umocnienie złotego

Pod koniec października kurs EURPLN nie zdołał pokonać poziomu 3,60 i doszło do korekty, m.in. w związku ze wzrostem awersji do ryzyka. Mimo prób złotemu nie udało się jednak pokonać poziomu 3,70 do euro i po serii pozytywnych wydarzeń, jak dobre dane o PKB, zapowiedź przez agencje ratingowe możliwego podwyższenia perspektyw ratingu Polski już w przyszłym roku oraz spadek awersji do ryzyka w oczekiwaniu na cięcia stóp w USA, doszło do zdecydowanej aprecjacji złotego.

Naszym zdaniem, złotego będą wspierały oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych w Polsce oraz możliwe cięcia stóp przez główne banki centralne. Pod koniec roku zwiększyć się może także napływ transferów z zagranicy, co również będzie wspierało złotego. Mimo to widać powoli techniczne sygnały, które wskazują, że niedługo (początek stycznia) może dojść do korekty, która może nastąpić przy pogorszeniu globalnych nastrojów.

Oslabienie obligacji po wysokim CPI

Od publikacji ostatniego raportu obligacje znacząco się osłabiły w związku ze wzrostem oczekiwań, co do silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej i możliwości kulminacji podwyżek stóp w najbliższym czasie. Negatywnymi czynnikami okazały się dane o CPI za październik (potwierdziły prognozę inflacji MinFin), dane o zatrudnieniu i płacach jak również komentarze RPP. Po publikacji decyzji i komunikatu Rady doszło do odreagowania, jednak prognoza inflacji MinFin za listopad doprowadziła do kolejnej przeceny. Stawki rynku pieniężnego są wysokie w związku z obawami o płynność przed końcem roku.

Sądzymy, że obawy o większą skalę zacieśnienia polityki pieniężnej lub szybsze podwyżki stóp mogą utrzymywać ceny na niskich poziomach. Do wzrostu stawek może dojść po danych z rynku pracy. Jednak po posiedzeniu RPP, na którym nie zostanie podjęta decyzja o zmianie stóp, spodziewamy się odreagowania.

Dolar pobił kolejne rekordy słabości

W drugiej połowie listopada osłabienie dolara względem wspólnej waluty było kontynuowane. Pod koniec poprzedniego miesiąca doszło do poprawy nastrojów na rynkach międzynarodowych a dolar zaczął odbierać straty. Inwestorzy oczekiwali, że obniżka stóp procentowych wesprze amerykańską gospodarkę, a ponadto zamykano część krótkich pozycji w dolarze przed końcem roku. Jednak po tym jak kurs EURUSD spadł poniżej 1,46 nastąpiło kolejne osłabienie dolara.

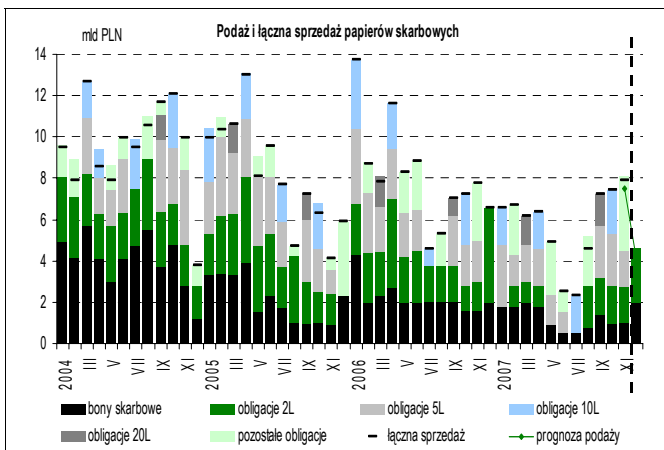
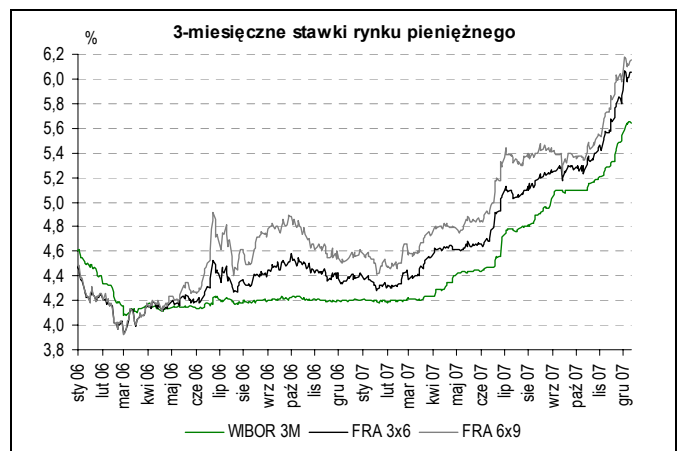
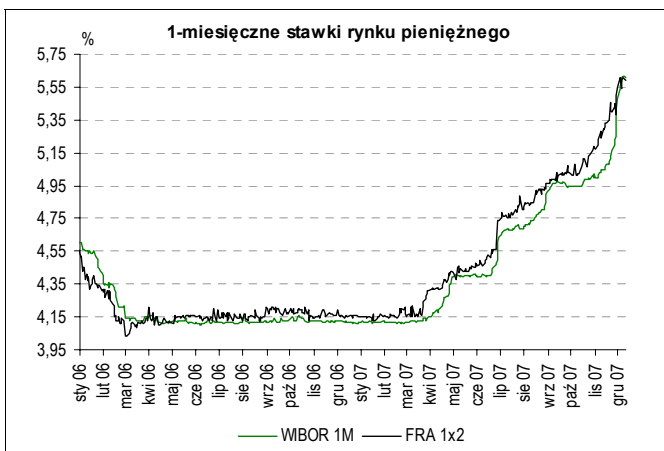
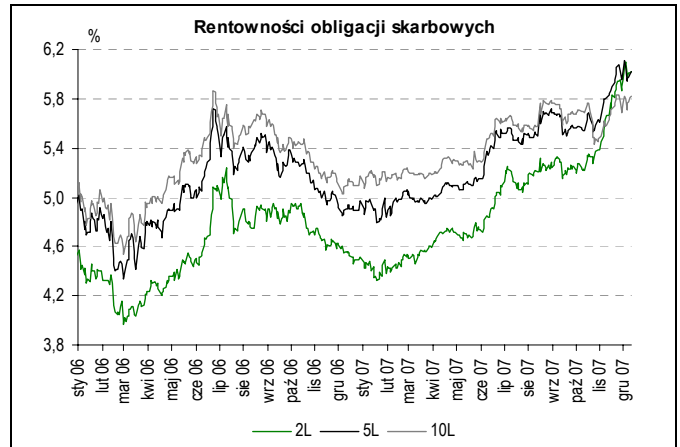
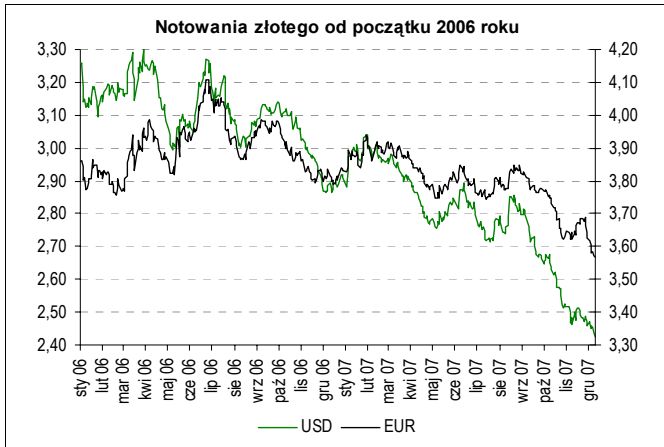
W najbliższych miesiącach oczekujemy dalszego osłabiania dolara względem euro, a kurs EURUSD może pokonać poziom 1,50. Głównym powodem mogą być dalsze cięcia stóp przez Fed i malejący dysparytet stóp procentowych wobec EMU. Istotnym czynnikiem będą ewentualne informacje o problemach instytucji finansowych i sygnały spowolnienia w USA.

10-latkі tańsze w EMU niż USA

Odwrót do bezpiecznych aktywów, i obawy o kondycję gospodarki USA wraz komentarzami Fed zwiększyły oczekiwania na większe cięcia stóp procentowych w USA. Gdy rentowności 10-letnich Treasuries osiągnęły poziom 3,80% inwestorzy uznali te poziomy za przeszacowane i zaczęli wyprzedawać obligacje, co było powstrzymane przez decyzję i komunikat Fed. Budy osłabiły się m.in. w związku z jastrzębimi komentarzami EBC. Rentowności 10-letnich Treasuries obniżyły się od poł. listopada z 4,20% do 4,0%, a Bundów wzrosły z 4,09% do 4,25%.

Oczekujemy, że problemy na amerykańskim rynku nieruchomości będą utrzymywały rynki finansowe w niepewności. Problemy amerykańskiej gospodarki przy zmniejszającej się presji inflacyjnej mogą doprowadzić do dalszych cięć stóp nawet do 3,75%. Sądzymy, że jeśli w przyszłym roku sytuacja na rynkach kredytowych się nie ustabilizuje EBC obniży stopy.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
08.10.2007	500 / 500	500 / 500
22.10.2007	500 / 500	500 / 500
razem październik	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
05.11.2007	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
19.11.2007	-	-
razem listopad	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
03.12.2007	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000
17.12.2007	-	-
razem grudzień*	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000

* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

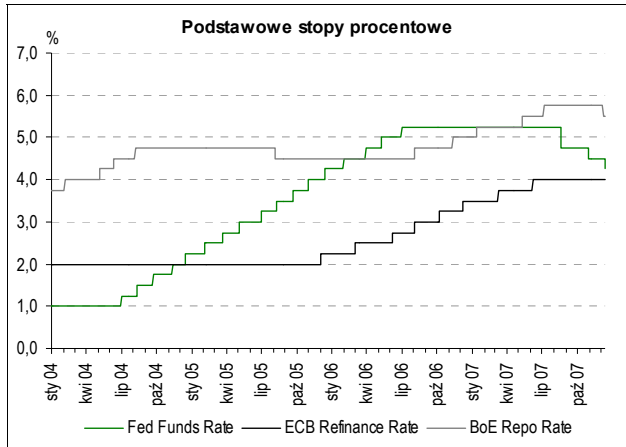
Przetargi obligacji skarbowych w 2007 r. (mln zł)

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
lut	07.02	OK0709	1 000	1 000	14.02	WZ0118 IZ0816	2 400 0	2 400 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	2 000 500	2 000 498	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	1 500	19.09	PS0412	2 500	2 500
październik	03.10	OK0709	1 800	1 800	10.10	DS1017	2 160	2 160	17.10	PS0412	2 300	2 300
listopad	07.11	OK0709	1 700	1 700	14.11	WZ0118 IZ0816	3 000 600	3 000 578	21.11	PS0412	2 200	2 200
grudzień	05.12	OK0709	2 660	2 660	-	-	-	-	-	-	-	-

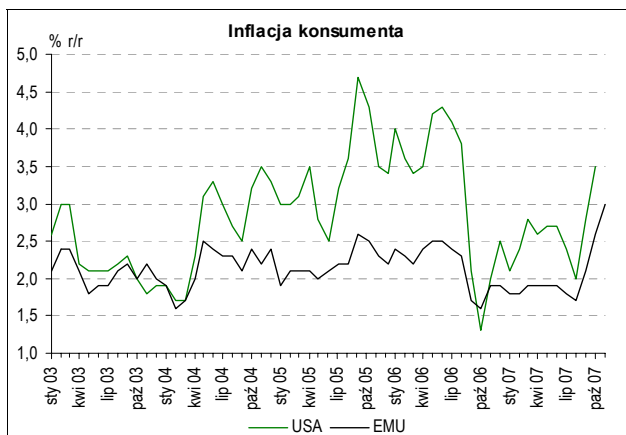
* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

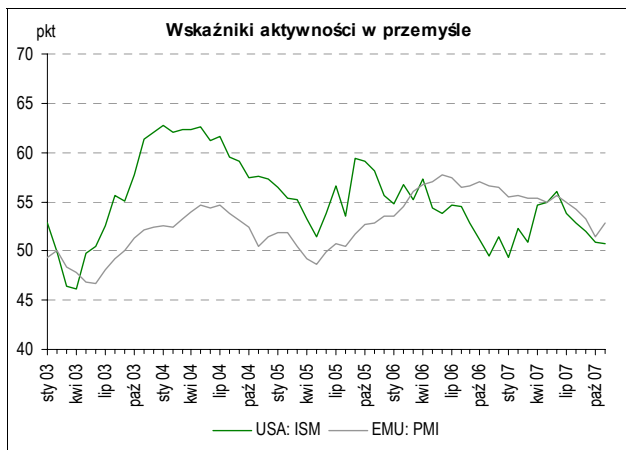
Przegląd międzynarodowy

**Fed poluzował politykę pieniężną**

- Od październikowej decyzji o obniżce stóp przez Fed narastały oczekiwania, że w grudniu może dojść do kolejnej o 50 pb w związku z napiętą sytuacją na rynkach kredytowych. Mimo pewnego spadku oczekiwań co do większej skali zacieśnienia przed posiedzeniem obniżka stóp o 25 rozczarowała inwestorów. W komunikacie FOMC napisali, że zwiększyła się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego oraz inflacji m.in. w reakcji na rozwój wydarzeń na rynkach finansowych.
- W grudniu EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian (główna stopa na poziomie 4,0%) a komunikat i wypowiedzi Jean Cluade Trichet'a były bardziej jastrzębie niż ожидало. Prezes EBC podkreślił ryzyka dla wzrostu inflacji oraz powiedział, że bank jest gotów im przeciwdziałać. EBC zrewidował prognozy wzrostu gospodarczego w dół, a inflacji w górę. Uważamy, że wypowiedzi EBC są bardziej jastrzębie niż możliwe przyszłe decyzje.

**Wysoka inflacja w EMU**

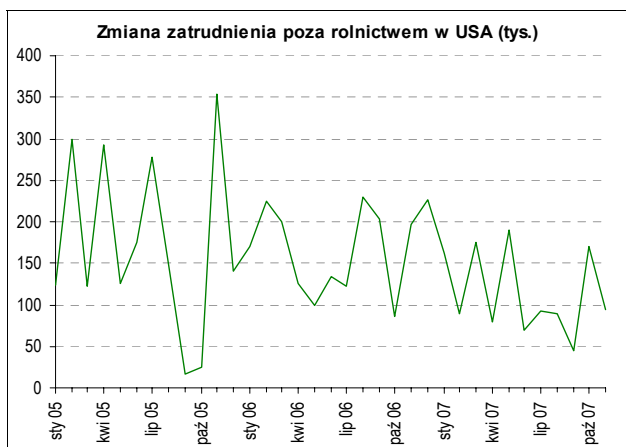
- Inflacji bazowa w USA w październiku wyniosła 0,2% m/m (2,2% r/r). Podstawowy wskaźnik inflacji CPI wzrósł zgodnie z oczekiwaniami o 0,3% m/m i 3,5% r/r. Inflacja bazowa wciąż utrzymuje się blisko przedziału komfortowego dla Fed, a za wzrostem CPI stały ceny energii i żywności. PPI wzrósł o 0,1% m/m, lekko poniżej oczekiwań. Bazowy PPI był również niższy niż wskazywał rynkowy konsensus i pozostał bez zmian w ujęciu miesięcznym, choć wzrósł o 2,5% r/r z 2% we wrześniu.
- Finalne dane o inflacji w strefie euro pokazały wzrost indeksu HICP o 2,6% r/r w październiku. Z kolei wg wstępnych szacunków za listopad inflacja przyspieszyła do 3% r/r. Przyspieszenie dynamiki inflacji w listopadzie zmniejszyło oczekiwania na cięcie stóp w EMU i jest szczególnie kłopotliwe w obliczu problemów na rynkach kredytowych.

**Niskie poziomy indeksów aktywności**

- Indeks ISM dla przemysłu w USA był nieco wyższy od oczekiwań i wyniósł 50,8 pkt, wobec 50,9 pkt w październiku. Z kolei indeks dla sektora usług obniżył się do 54,1 pkt, poniżej oczekiwań (55 pkt). Indeksy pokazują pewne pogorszenie aktywności w gospodarce USA w związku z sytuacją na rynkach kredytowych oraz rynku nieruchomości. Ich składowe wskazują też na rosnące indeksy cenowe.
- W listopadzie indeks PMI obrazujący aktywność w sektorze przemysłowym w EMU wzrósł do 52,8 pkt wobec najniższego poziomu od 26 miesięcy, tj. 51,5 pkt w październiku. Indeks PMI dla sektora usług spadł mniej niż ожидало do 54,1 pkt (najniższy od 27 miesięcy). Warto zwrócić uwagę na indeks cen wsadowych wzrósł do 63,4 pkt, najwyżej od października 2000. Niskie poziomy indeksów aktywności odzwierciedlają wpływ zawirowań na rynkach finansowych i mocnego euro.
- Po rewizji wzrost PKB w USA w III kw. wyniósł 4,9% wobec 3,9%, wg poprzednich szacunków i oczekiwań na poziomie 4,8%. Dane nie miały większego wpływu na rynek, gdyż ten skupiał się na nowszych problemach.

Rynek pracy w USA nie rozczarował

- Dane z rynku pracy w USA za listopad były nieco lepsze od oczekiwań i pokazały spadek zatrudnienia poza rolnictwem do 94 tys. wobec oczekiwań na poziomie 90 tys. Dane za październik zostały zrewidowane w górę do 170 tys. ze 166 tys. Z kolei stopa bezrobocia pozostała w listopadzie na poziomie 4,7% podczas gdy rynek spodziewał się jej wzrostu do 4,8%.
- Dynamika JKP za III kw. została zrewidowana do -2% z -0,2%, a dane o wydajności pracy zostały poddane rewizji do 6,3% z 4,9%.
- Dane z rynku pracy okazały się nieco lepsze od oczekiwań i w pewnym stopniu przyczyniły się do poprawy nastrojów oraz zmniejszenia obaw o cięcie o 50 pb w USA.



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10 grudnia USA: Sprzedaż domów w toku (X)	11 GER: Indeks ZEW (XII) USA: Zapasy hurtowe (X) USA: Spotkanie Fed- decyzja	12 POL: Aukcja zamiany POL: Bilans płatniczy (IX) USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (XI) USA: Bilans handlowy (X)	13 POL: Minutes RPP (XI) POL: CPI (XI) CH: Spotkanie Banku Szwajcarii - decyzja USA: PPI (XI) USA: Sprzedaż detaliczna (XI)	14 POL: Podaż pieniądza (XI) EMU: Finalny HICP (XI) USA: CPI (XI) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (XI) USA: Produkcja przemysłu (XI)
17 POL: Place i zatrudnienie (XI) USA: Indeks NY Fed (XII) USA: Przepływy kapitałowe netto (X) EMU: Wstępny PMI sektor przetwórczy (XII) EMU: PMI sektor usług (XII)	18 POL: Spotkanie RPP USA: Rozpoczęte budowy domów (XI)	19 POL: Spotkanie RPP – decyzja POL: Produkcja przemysłowa (XI) POL: Ceny produkcji (XI) GER: Indeks Ifo (XII)	20 USA: Finalny PKB (III kw.) USA: Bazowy PCE (III kw.) USA: Deflator PKB (III kw.) USA: Liczba nowych bezrobotnych USA: Indeks Philadelphia Fed (XII)	21 POL: Inflacja bazowa (XI) POL: Wskaźniki koniunktury (XII) POL: Sprzedaż detaliczna (XI) POL: Bezrobocie (XI) POL: Harmonogram publikacji danych GUS w styczniu USA: Bazowy PCE (XI) USA: Finalny Michigan (XII)
24 DE, JP: Dzień wolny	25 POL: Boże Narodzenie – dzień wolny US, DE, GB: Dzień wolny	26 POL: Drugi dzień Świąt Bożego Narodzenia – dzień wolny DE, GB: Dzień wolny	27 USA: Zamówienia na dobra trwałe (XI) USA: Liczba nowych bezrobotnych USA: Indeks zaufania konsumentów (XII)	28 USA: Sprzedaż nowych domów (XI)
31 DE, JP: Dzień wolny USA: Chicago PMI (XII) USA: Sprzedaż domów (XI)	1 stycznia POL: Nowy Rok – dzień wolny US, DE, GB, JP: Dzień wolny	2 POL: Aukcja obligacji 2-letnich JP: Dzień wolny EMU: PMI sektor przetwórczy (XII) USA: Raport ADP (XII) USA: ISM sektor przetwórczy (XII) USA: Protokół z posiedzenia FOMC	3 JP: Dzień wolny EMU: Podaż pieniądza M3 (XI) USA: Liczba nowych bezrobotnych USA: Zamówienia w przemyśle (XI)	4 EMU: PMI sektor usług (XII) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (XII) USA: Bezrobocie (XII) USA: ISM sektor usług (XII)
7 POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PPI (XI)	8 EMU: Sprzedaż detaliczna (XI) USA: Sprzedaż domów w toku (XI)	9 POL: Aukcja obligacji 20-letnich	10 GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja EMU: Spotkanie EBC- decyzja USA: Zapasy hurtowe (X)	11 USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (XII) USA: Bilans handlowy (XI)

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	23	26	21
Place brutto, zatrudnienie	16	15	15	17	17	19	16	16	17	15	16	17
Bezrobocie	29	23	23	25	25	26	24	24	25	23	26	21
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	12
Podaż pieniądza	12	14	14	13	14	14	13	14	14	12	14	14
Bilans NBP	5	7	7	6	7	6	6	7	7	5	7	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

		lis 06	gru 06	sty 07	lut 07	mar 07	kwi 07	maj 07	cze 07	lip 07	sie 07	wrz 07	paź 07	lis 07	gru 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,0	5,9	15,4	13,0	11,3	12,6	8,1	5,6	10,4	8,9	5,4	10,6	9,5	9,8
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	13,6	13,3	16,5	17,5	19,2	15,1	14,8	16,2	17,1	17,4	14,2	19,4	19,0	17,9
Stopa bezrobocia	%	14,8	14,8	15,1	14,8	14,3	13,6	12,9	12,3	12,1	11,9	11,6	11,3	11,3	11,4
Place brutto ^{b c}	% r/r	3,1	8,5	7,8	6,4	9,1	8,4	8,9	9,3	9,3	10,5	9,5	11,0	10,1	9,4
Zatrudnienie ^b	% r/r	3,8	4,1	3,8	4,3	4,5	4,4	4,4	4,6	4,7	4,8	4,7	5,0	5,1	4,9
Eksport (w euro) ^d	% r/r	21,7	10,2	15,4	13,8	15,0	16,8	9,8	10,7	17,4	16,5	8,4	14,3	10,8	16,3
Import (w euro) ^d	% r/r	22,6	18,2	19,6	12,2	18,5	23,8	12,9	16,6	23,5	12,9	13,9	15,5	14,1	18,0
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-499	-996	-542	-141	-757	-781	-1030	-786	-1293	-310	-921	-576	-859	-1304
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-993	-1290	-881	-545	-681	-740	-1524	-1343	-1436	-618	-681	-726	-919	-1334
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-3,0	-3,2	-3,4	-3,2	-3,2	-3,2	-3,4	-3,7	-3,9	-3,7	-3,9	-3,8	-3,7	-3,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-18,5	-25,1	3,1	-3,0	-4,8	-2,1	-4,3	-3,7	0,6	0,3	0,2	-4,4	-10,9	-19,9
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	73,9	100,0	-10,3	10,1	16,1	6,9	14,2	12,3	-2,1	-0,9	-0,7	14,8	36,4	66,4
Inflacja (CPI)	% r/r	1,4	1,4	1,6	1,9	2,5	2,3	2,3	2,6	2,3	1,5	2,3	3,0	3,3	3,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,6	3,1	3,5	3,3	2,2	2,1	1,7	1,5	1,8	1,8	2,2	2,9	3,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	14,6	16,0	19,3	18,0	18,0	17,8	16,0	14,7	15,6	16,1	14,4	13,6	13,6	12,8
Depozyty	% r/r	13,4	15,2	18,5	18,3	17,7	18,2	16,4	15,2	15,9	16,3	15,4	15,1	14,8	13,5
Kredyty	% r/r	20,7	23,4	25,0	26,5	26,8	28,4	28,6	29,2	31,4	31,1	31,0	30,4	29,2	29,6
USD/PLN	PLN	2,97	2,88	2,98	2,98	2,94	2,83	2,80	2,84	2,75	2,80	2,73	2,61	2,49	2,45
EUR/PLN	PLN	3,82	3,81	3,88	3,90	3,89	3,82	3,78	3,81	3,77	3,81	3,79	3,71	3,66	3,60
Stopa referencyjna ^a	%	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	5,75	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25	6,50	6,50
WIBOR 3M	%	4,20	4,20	4,20	4,20	4,22	4,32	4,44	4,52	4,78	4,80	5,09	5,13	5,36	5,60
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,29	4,20	4,14	4,07	4,23	4,36	4,43	4,42	4,70	4,80	5,01	5,04	5,30	5,75
Rentowność obligacji 2L	%	4,65	4,54	4,41	4,46	4,55	4,71	4,70	4,93	5,14	5,23	5,25	5,30	5,77	6,00
Rentowność obligacji 5L	%	5,01	4,91	4,90	4,97	4,98	5,07	5,11	5,40	5,50	5,61	5,60	5,59	5,90	6,00
Rentowność obligacji 10L	%	5,18	5,10	5,16	5,18	5,18	5,27	5,28	5,52	5,60	5,68	5,69	5,64	5,70	5,80

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. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07	I kw. 08	II kw. 08	III kw. 08	IV kw. 08
PKB	mld PLN	983,3	1 060,2	1 162,6	1 265,6	266,7	280,2	286,8	328,8	298,3	306,4	312,7	357,2
PKB	% r/r	3,6	6,2	6,4	5,5	7,2	6,4	6,4	5,9	4,6	5,9	5,7	5,9
Popyt krajowy	% r/r	2,4	7,3	7,6	7,1	7,7	8,2	7,4	7,1	5,8	7,5	7,2	7,5
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	4,8	5,6	5,7	6,9	5,1	5,2	5,2	5,0	6,5	6,0	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	15,6	19,2	14,0	26,2	20,8	19,8	15,5	12,0	15,0	14,5	14,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	9,9	8,8	13,0	8,5	8,1	9,9	7,1	8,7	10,6	8,7
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	14,9	15,4	17,4	14,1	12,8	15,3	14,5	18,4	15,2	13,6
Stopa bezrobocia ^a	%	17,6	14,8	11,4	8,5	14,3	12,3	11,6	11,4	11,1	9,3	8,7	8,5
Place realne brutto ^c	% r/r	1,2	4,2	6,6	6,3	5,9	6,5	8,1	6,7	6,1	6,4	6,5	6,2
Zatrudnienie ^c	% r/r	1,9	3,2	4,6	4,3	4,2	4,5	4,8	5,0	4,8	4,5	4,3	3,7
Eksport (w euro) ^b	% r/r	17,8	20,4	13,6	13,0	14,7	12,3	13,8	13,6	13,0	13,0	13,0	13,0
Import (w euro) ^b	% r/r	13,4	24,0	16,6	17,3	16,8	17,5	16,6	15,7	17,0	17,0	17,0	18,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-2 242	-5 536	-9 296	-15 438	-1 440	-2 594	-2 524	-2 738	-2 683	-4 058	-4 013	-4 685
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-3 866	-8 787	-11 427	-17 569	-2 104	-3 610	-2 735	-2 978	-3 347	-5 074	-4 224	-4 925
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-1,6	-3,2	-3,7	-5,0	-3,2	-3,7	-3,9	-3,7	-4,0	-4,3	-4,6	-5,0
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-28,6	-25,1	-19,9	-28,0	-4,8	-3,7	0,2	-19,9	-	-	-	-28,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,9	-2,4	-1,7	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	1,0	2,4	3,2	2,0	2,4	2,0	3,3	3,7	3,2	3,2	2,6
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	0,7	1,4	3,5	2,6	2,5	2,6	2,3	3,5	3,6	3,1	3,0	2,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	2,5	2,5	2,6	3,3	2,0	1,7	2,9	3,3	2,5	2,0	2,7
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,1	16,0	12,8	11,9	18,0	14,7	14,4	12,8	13,1	12,8	12,1	11,9
Zobowiązania ^a	% r/r	12,6	15,2	13,5	11,2	17,7	15,2	15,4	13,5	13,1	12,9	12,2	11,2
Należności ^a	% r/r	13,3	23,4	29,6	23,1	26,8	29,2	31,0	29,6	28,0	26,0	23,8	23,1
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,77	2,48	2,97	2,82	2,76	2,52	2,40	2,46	2,53	2,54
EUR/PLN	PLN	4,02	3,90	3,78	3,63	3,89	3,80	3,79	3,65	3,60	3,64	3,67	3,63
Stopa referencyjna ^a	%	4,50	4,00	5,00	5,50	4,00	4,50	4,75	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa lombardowa ^a	%	6,00	5,50	6,50	7,00	5,50	6,00	6,25	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00
WIBOR 3M	%	5,29	4,21	4,72	5,66	4,20	4,42	4,89	5,36	5,53	5,70	5,70	5,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,69	5,74	4,14	4,40	4,84	5,36	5,80	5,75	5,70	5,70
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	5,22	5,81	4,47	4,78	5,21	5,69	5,95	5,80	5,75	5,75
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,50	5,83	4,95	5,19	5,57	5,83	5,95	5,85	5,75	5,75
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,53	5,69	5,17	5,36	5,66	5,71	5,75	5,70	5,65	5,65

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 11.12.2007 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.

