

MONITORING MAKROEKONOMICZNY



NR 8

WARSZAWA, 10 STYCZNIA 2011

WPROWADZENIE



Minister Finansów, Jacek Rostowski, jest „prawie pewien w 100 procentach”, że wzrost PKB wyniesie w 2011 r. ponad 3,7 proc., o ile za granicą nie wystąpi „wielki kryzys” (TVP Info). Tymczasem zagraniczne media delikatnie zwracają uwagę, że zielona wyspa wymaga sprawnie przeprowadzonych i rzetelnie przemyślanych reform (artykuł „Polish politics” w The Economist z 06. stycznia 2011 r.), a nie rozpraszania uwagi społeczeństwa na kosmetykę. Początek Nowego Roku stwarza okazję na przemyślenia dotyczące przyszłości i sformułowanie nowych postanowień, aby być lepiej przygotowanym na kolejne wyzwania, także dla polskiej gospodarki. Jednym z nich będzie w tym roku polska prezydencja w Unii Europejskiej.

W numerze polecam artykuł, dotyczący ostatnich przemyśleń rządu w sprawie reformy systemu emerytalnego („Reforma w stanie wyższej konieczności”, s. 8). Spróbujemy również odgadnąć oczekiwania rynku co do wysokości tegorocznych stóp procentowych za pomocą terminowej struktury stóp procentowych (s. 6), oraz – kontynuując tematykę wejścia do strefy euro – rozpatrzemy jak sobie poradziła w tym zakresie Estonia („Estonia 17. państwem strefy euro”).

Zapraszam do lektury i w imieniu redakcji życzę samych sukcesów w Nowym Roku!

Martyna Izdebska – Redaktor Naczelny

Warszawa, 10 stycznia 2010

Numer: 8, 01/2011

MONITORING MAKROEKONOMICZNY

Opiekun Naukowy SKN FM: Prof. dr hab. Cezary Wójcik

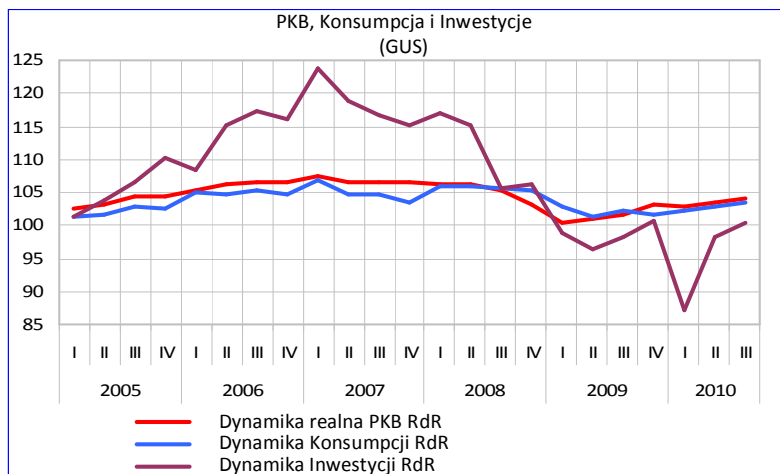
Redakcja:

Konsultant Naukowy: Dr Jarosław Janecki

Martyna Izdebska, Robert Kardaś, Grzegorz Powalski



→ PRODUKT KRAJOWY BRUTTO

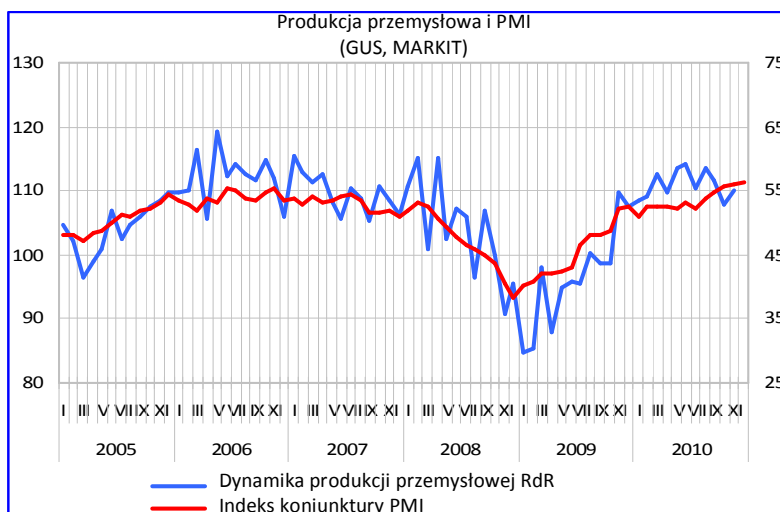


• PKB w III kw. wzrósł realnie o 4,2 proc. wobec 3,5 proc. w II kw., pozytywnie zaskakując większość analityków.

• Konsumpcja wzrosła o 3,5 proc. wobec 3,0 proc. w II kw. i jest najwyższa od I kw. 2009 r. Inwestycje wzrosły o 0,4 proc. wobec spadku 1,7 proc. kwartał wcześniej. Wpływ konsumpcji na wzrost PKB wyniósł 2,1 p.p. (wobec 1,8 p.p.), natomiast inwestycji wzrósł do 0,1 proc. (wobec -0,3 p.p.). Wpływ popytu krajowego wyniósł 4,2 p.p., a popytu zagranicznego 0 p.p. (wobec -0,4 p.p.). Dane uwzględniają październikową rewizję.

• Komisja Europejska oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozują 3,5-proc. wzrost PKB Polski w 2010 r. i 3,9-proc. w 2011 r. Minister Finansów liczy na co najmniej 3,7-proc. wzrost PKB, a *Raport o Inflacji* NBP prognozuje przyspieszenie do 4,3 proc. w 2011 r.

→ PRODUKCJA PRZEMYSŁOWA

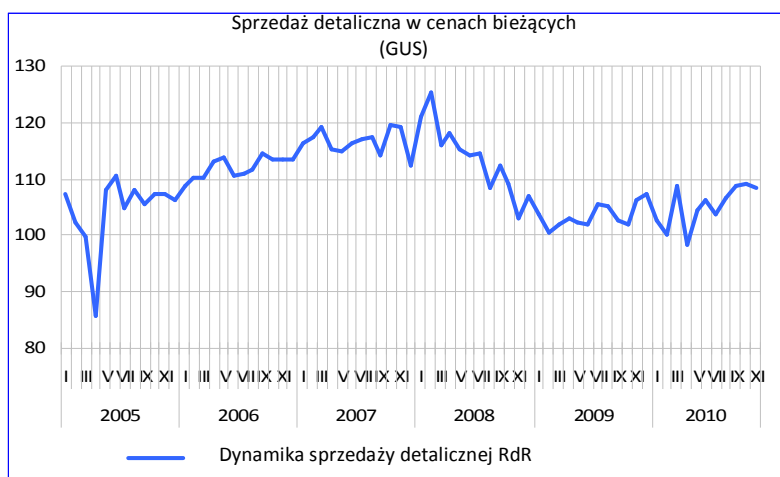


• Produkcja przemysłowa wzrosła w listopadzie o 10,1 proc. (8 proc. w październiku). Porównując odsezonowane dane m/m produkcja wzrosła o 0,6 proc., czyli wolniej niż w listopadzie 2009 r. (o 2,2 proc.).

• Najwyższy wzrost RdR zanotowali producenci sprzętu komputerowego, wyrobów elektronicznych i optycznych (27 proc.), z metali (23,9 proc.), z gumy i tworzyw sztucznych (22 proc.). Dwucyfrowe spadki nastąpiły w dziale pozostałego sprzętu transportowego (-15,9 proc.) i wydobywczym węgla (-11,7 proc.).

• PMI wzrósł w grudniu do 56,3 pkt., (wartości powyżej 50 pkt. sugerują poprawę koniunktury). HSBC zwraca uwagę na wciąż powolny wzrost nowych zamówień w kraju (eksportowe wskazują na duży popyt z zagranicy). Od trzech miesięcy wzrastają zaległości produkcyjne. Koszty produkcji wzrosły powyżej trendu 2010 r. wywołując presję na wzrost cen producentów.

→ SPRZEDAŻ DETALICZNA

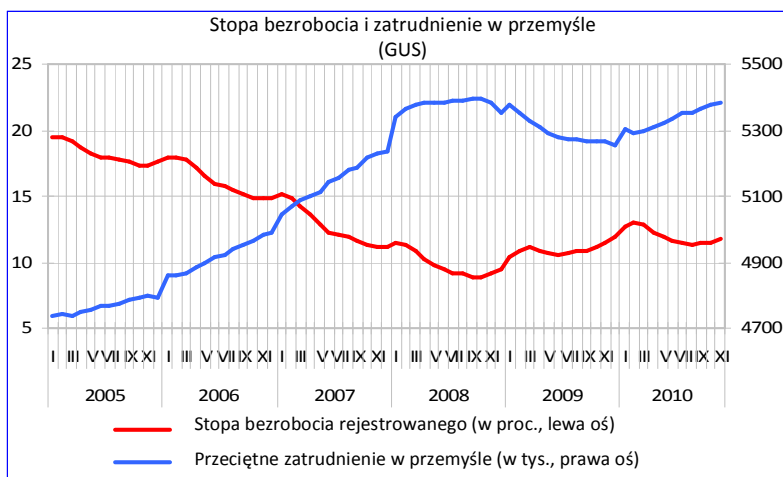


• Sprzedaż detaliczna w listopadzie wzrosła o 8,3 proc. wobec 9 proc. miesiąc wcześniej. m/m jednak spadek wyniósł 6,7 proc. wobec 6,1 proc. w 2009 r.

• Jedynie pojazdy samochodowe (11 proc. wobec 6,4 proc. rok wcześniej) i sprzęt RTV, AGD i meble (3,2 proc. wobec 3 proc.) zanotowały wzrost m/m. Sprzedaż w pozostałych kategoriach spadła w porównaniu do poprzedniego miesiąca, chociaż wobec miesięcznej dynamiki sprzedaży z 2009 r. była lepsza dla odzieży (o 4,5 p.p. do -22,8 proc.), prasy i książek (o 1,8 p.p. do -2,6 proc.) oraz farmaceutyków (o 0,7 p.p. do -1,5 proc.).

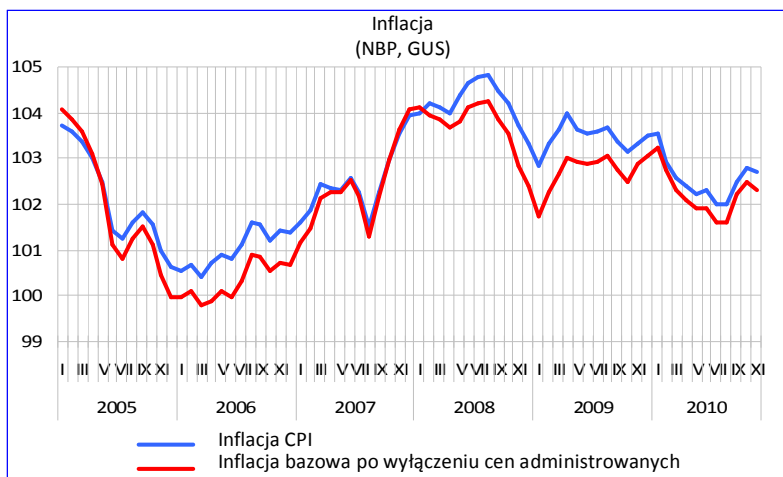
• Oczekujemy, że grudniowa sprzedaż będzie wyższa ze względu na święta.

→ STOPA BEZROBOCIA



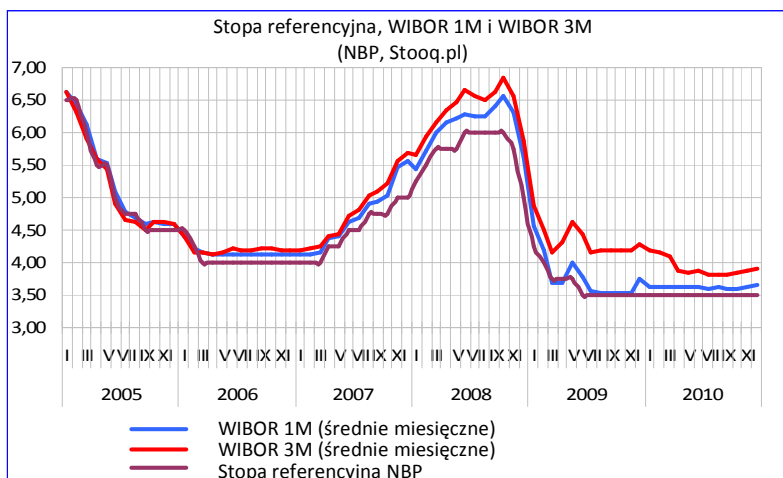
- W listopadzie stopa bezrobocia wzrosła do 11,7 proc. Zatrudnienie w przemyśle wzrosło do 5381,2 tys. osób.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w relacji do poprzedniego miesiąca jak i analogicznego z 2009 r. Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej wiąże wzrost bezrobocia z zakończeniem sezonu w budownictwie, leśnictwie i ogrodnictwie, a także z tytułu zwolnień grupowych. Najwyższy względny wzrost bezrobocia wystąpił w woj. zachodniopomorskim (o 4,1 proc.) i małopolskim (o 3,8 proc). Zatrudnienie wzrasta od pięciu miesięcy.
- Według wstępnych danych MPiPS stopa bezrobocia w grudniu wyniosła 12,3 proc.

→ INFLACJA



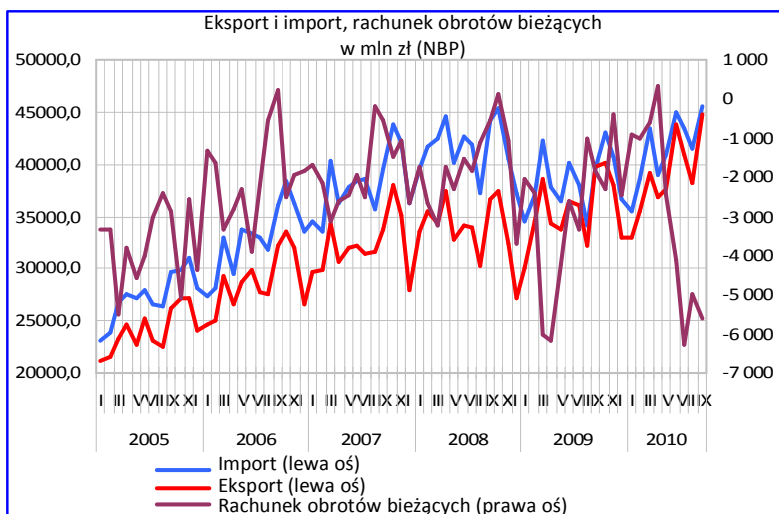
- Inflacja CPI wyniosła w listopadzie do 2,7 proc. i była wyższa od celu inflacyjnego NBP (2,5 proc., +/- 1 p.p.). Wzrost ten był zgodny z oczekiwaniami Ministerstwa Gospodarki (MG).
- Zgodnie z prognozami analityków MG główny wpływ na inflację w październiku miał wzrost cen żywności (o 0,2 proc. m/m). Obok cen żywności największy wpływ miały wyższe opłaty związane z mieszkaniem. Szybciej od ogólnego wskaźnika wzrastały ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych. Spadek zanotowały ceny w transporcie oraz rekreacji i kulturze.
- Analitycy MG szacują, że w grudniu 2010 r. wskaźnik wzrostu cen przekroczy nawet 3 proc.

→ STOPY PROCENTOWE



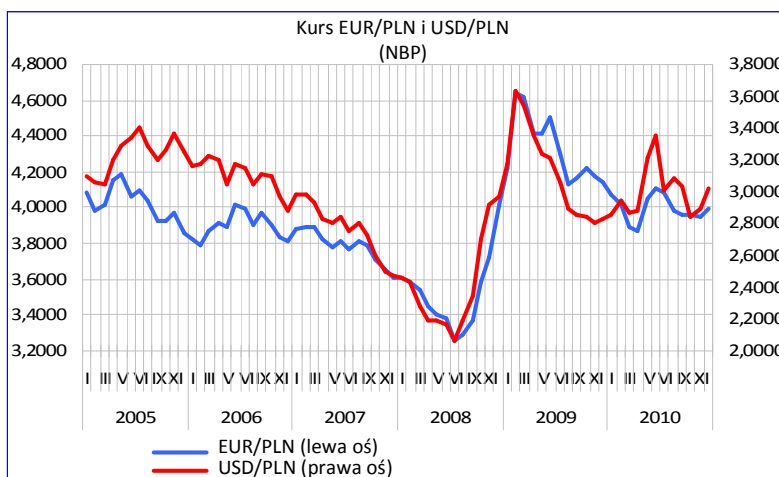
- Na grudniowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 3,5 procent. RPP uzasadniła swą decyzję wciąż niepewnym przyspieszeniem wzrostu PKB w kraju i ożywienia gospodarczego na świecie, przy jednoczesnej ograniczonej presji inflacyjnej i płacowej w Polsce.
- Krótkoterminowe stopy WIBOR zaczynają jednak rosnąć wskutek oczekiwań co do potrzeby podwyżki stóp w bliskiej perspektywie. Średnia dzienna stopa WIBOR 1M wzrosła o 0,05 pp. i wyniosła w grudniu 3,65 proc., a WIBOR 3M o 0,06 pp. do poziomu 3,92 proc.
- W ostatnim miesiącu MF nie przeprowadzało emisji 52-tyg. bonów skarbowych, rentowność na aukcji 25 października wyniosła 4,06 procent.

→ BILANS PŁATNICZY

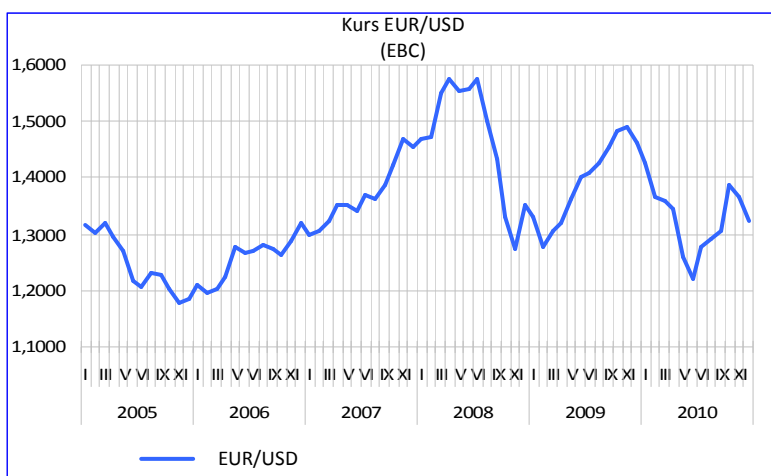


- Dane NBP za październik pokazują, że saldo obrotów bieżących, wyniosło -4,58 mld zł, i polepszyło się o 18 procent m/m, lecz było dwukrotnie gorsze niż rok wcześniej. Główną przyczyną był ponad dwukrotny i trzykrotny wzrost odpowiednio dodatniego salda usług i transferów bieżących.
- Eksport spadł o 0,6 procent m/m, a import wzrósł o blisko 3,5 procent. W ujęciu rocznym, wartość eksportu była wyższa o 9 procent, a importu o około 12,5 procent.
- Saldo obrotów towarowych, pogorszyło się trzykrotnie, w porównaniu do ubiegłego miesiąca. W odniesieniu do października rok wcześniej negatywne saldo było dwa razy większe.

→ KURSY WALUTOWE

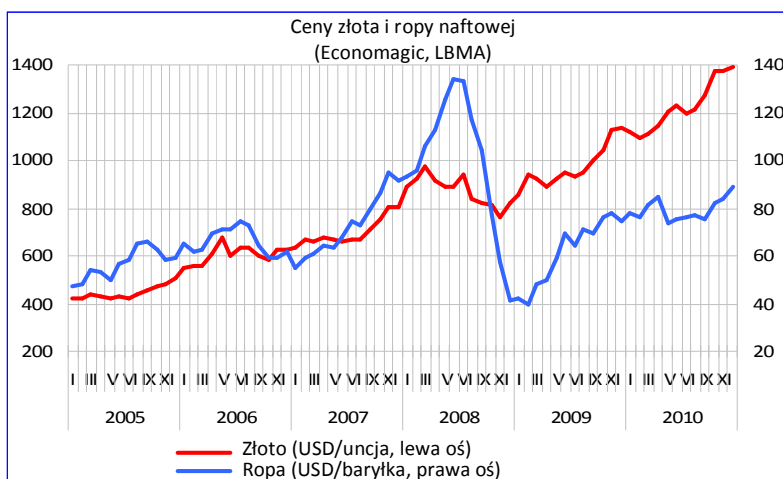


- Kurs EUR/PLN w grudniu fluktuował w granicach 3,96-4,04 zł. Już od 7 grudnia dało się jednak zauważyć stałą, choć powolną tendencję spadkową. Kurs USD/PLN w grudniu nie był zbyt stabilny i wahał się pomiędzy 2,96 zł do 3,08 zł (ostatecznie miesiąc zakończył na 2,96zł).
- W pierwszym tygodniu grudnia złoty tracił na wartości przede wszystkim przez sytuację w Eurolandzie. Jednak interwencje Banku Gospodarstwa Krajowego i wypowiedzi szefa NBP umocniły pozycję polskiej waluty.
- Polska waluta w pierwszych tygodniach stycznia będzie się dalej umacniać. Choć ze względu na dobre dane z USA złoty straci nieznacznie do dolara, to powinniśmy dalej obserwować aprecjację w relacji do euro.



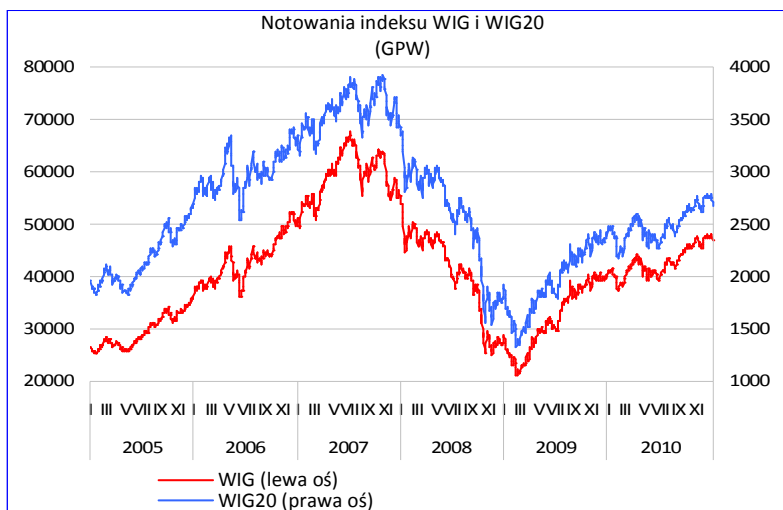
- Kurs EUR/USD był dość stabilny i zawierał się w przedziale 1,31-1,34 USD.
- Grudzień był w zasadzie miesiącem wyczekiwania na rozstrzygnięcie sytuacji w strefie euro. Dane z USA nie budziły jakichś skrajnych emocji, stąd małe wahania na kursie EUR/USD.
- Jeśli sytuacja w strefie euro ulegnie długotrwałej stabilizacji, można oczekiwać, że euro będzie zwyżkować wobec amerykańskiej waluty.

→ SUROWCE



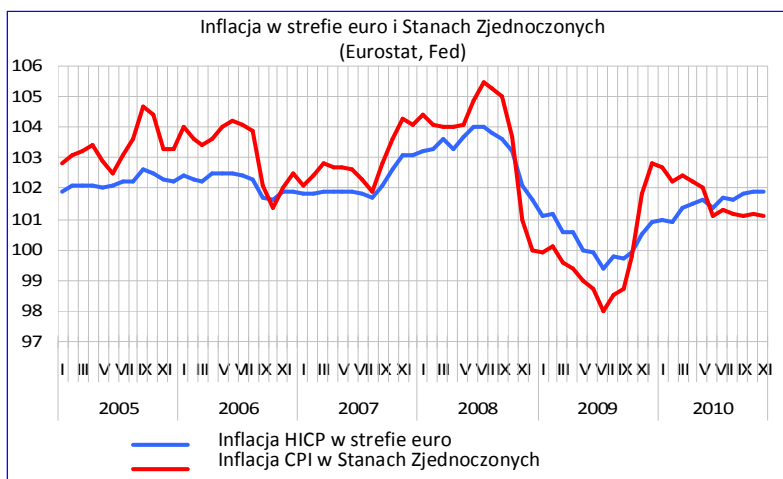
- Kurs złota był dość niestabilny w grudniu. W pierwszym tygodniu znacznie wzrastał, aby spaść aż do 24 grudnia, od którego to dnia znów zaczął się silnie umacniać. Najwyższa wartość wyniosła 1424 USD, najniższa zaś 1363 USD za uncję. Cena ropy natomiast wahała się pomiędzy 86 USD a 93 USD za baryłkę.
- Ceny ropy wykazywały w zasadzie w ciągu całego miesiąca tendencję wzrostową. Wiązało się to przede wszystkim z informacjami o obniżającym się stanie zapasów tego surowca na rynku.
- Sytuacja na rynku złota była stymulowana analogicznymi czynnikami jak na rynku walutowym. W długim okresie kurs złota będzie wzrastał. Ceny ropy powinny się ustabilizować niewiele powyżej 90 USD za baryłkę.

→ NOTOWANIA GIEŁDOWE



- Indeks WIG na koniec roku notowany był na poziomie 47 490 pkt., a WIG20 2 744 pkt. Pierwsza połowa miesiąca upłynęła pod znakiem tzw. rajdu świętego Mikołaja, jednak przy średnich obrotach o 30 proc. niższych od listopadowych. Druga połowa przyniosła korektę notowań niwelując poprzednie wzrosty.
- Notowania WIG20 do połowy grudnia podążały kanałem wzrostowym zyskując od początku miesiąca 4,5 proc. Drugą połowę miesiąca charakteryzowały spadki, główny indeks stracił 3,7 proc. od grudniowego szczytu, zatrzymując się 0,5% powyżej poziomu z początku grudnia.

→ INFLACJA W STREFIE EURO I USA



- Choć zdania są podzielone, większość analityków prognozuje trudny początek roku m.in. ze względu na inflację pieniądza w USA, jakość danych makro napływających z gospodarek światowych oraz wciąż nie zażegnane widmo krachu finansowego w Hiszpanii. Druga połowa roku powinna być lepsza dla inwestorów.
- Inflacja HICP w strefie euro wyniosła w listopadzie 1,9 proc., co było zgodne z prognozami analityków, zaś inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych 1,1 proc.
- Najniższy roczny wskaźnik inflacji odnotowano w Irlandii (-0,8 proc.), na Słowacji (1 proc.) i w Holandii (1,4 proc.), najwyższy zaś w Rumunii (7,7 proc.) i Estonii (5 proc.). W ujęciu rocznym najbardziej wzrosły ceny transportu (3,8 proc.) oraz alkoholu i wyrobów tytoniowych (3,4 proc.), najniższy poziom osiągnęły ceny łączności (-0,8 proc.) oraz rekreacji i kultury (0 proc.).
- Eurostat prognozuje, że w grudniu poziom inflacji HICP wyniesie 2,2 proc. Analitycy RPP twierdzą, że w najbliższych miesiącach poziom inflacji w USA może znacznie wzrosnąć.

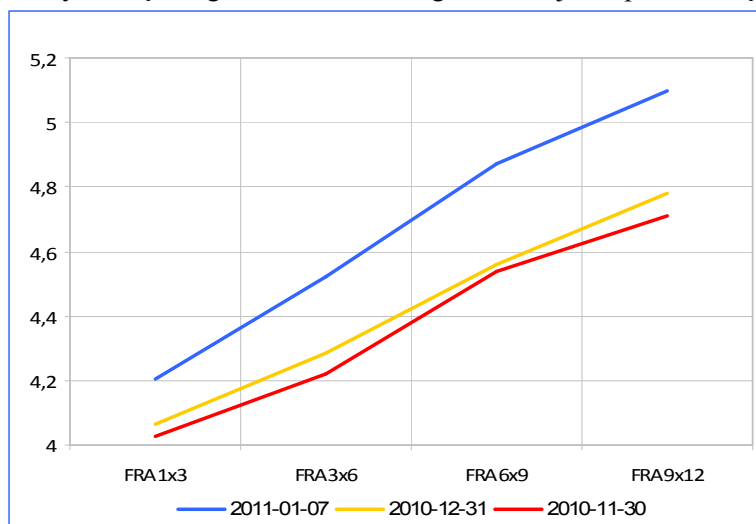
Terminowa struktura stóp procentowych na przykładzie FRA

Martyna Izdebska

Rentowność instrumentu finansowego różni się w zależności od jego horyzontu czasowego. Zazwyczaj rośnie wraz z wydłużaniem terminu zapadalności, ponieważ w długim okresie wzrasta ryzyko inwestycji, ponadto wyższe odsetki są wynagrodzeniem za odłożenie konsumpcji w czasie. Zależność pomiędzy wysokością stopy procentowej na rynku kasowym a terminem wykupu obrazuje tzw. krzywa dochodowości. Z kolei terminowa struktura stóp procentowych obrazuje stopy terminowe dla instrumentów o określonym czasie trwania (np. depozyt trzymiesięczny), rozpoczynającym się w okresach przyszłych, tak jakbyśmy chcieli stale rolować dług lub reinwestować kapitał. Stopy terminowe możemy zatem potraktować jak oczekiwane stopy kasowe dla konkretnych przedziałów czasowych w przyszłości.

Gdy krótkookresowe stopy procentowe są niższe niż rentowność na długim końcu krzywej, mamy do czynienia z normalną (rosnącą) krzywą dochodowości. W przeciwnym wypadku, gdy krzywa jest malejąca, a tzw. krótki koniec krzywej przesuwają się w górę, uzyskujemy odwróconą krzywą rentowności. Krótkoterminowe stopy mogą wzrastać, np. gdy bank centralny prowadzi restrykcyjną politykę monetarną ograniczając dostęp rezerw dla systemu bankowego. Związane z tym oczekiwania ograniczenia inflacji spowodują, że rynek zacznie oczekiwać także spadku krótkoterminowych stóp procentowych w przyszłości. Krzywa wraca do normalności gdy zwiększa się popyt na długoterminowe pożyczki i ich oprocentowanie wzrasta, a inwestorzy chętniej inwestują po wysokiej stopie procentowej w krótkim okresie¹.

Terminową strukturę stóp procentowych można wyznaczyć w sposób bezpośredni np. na podstawie kontraktów Forward Rate Agreement². FRA to instrument pochodny określający przyszłą stopę procentową, np. FRA_{3x6} ustala wysokość płatności odsetkowej z tytułu trzymiesięcznego kontraktu, którego realizacja rozpocznie się za trzy miesiące.



Terminowa struktura stóp procentowych na podstawie kontraktów FRA

Źródło: Opracowanie własne, dane Reuters.

Obecnie na rynku obserwuje się rosnącą krzywą dochodowości. W pierwszym tygodniu stycznia 2011 r. nastąpiło wyraźne przesunięcie krzywej w górę wskutek reakcji rynku na wypowiedź prezesa Narodowego Banku Polskiego. Prof. Marek Belka zapowiedział początek zacieśniania polityki pieniężnej.

Teoretycznie moglibyśmy otrzymać syntetyczne FRA poprzez złożenie odpowiedniego kredytu i depozytu, i wyliczyć wartość implikowaną na podstawie stóp rynku kasowego (WIBOR). Jednak, po pierwsze, takie transakcje „składane” nie występują – niosłyby ze sobą wyższe ryzyko niż sam instrument pochodny. FRA, jako rozliczane różnicowo, nie wymagają angażowania kwoty nominalnej, ponadto nie obciążają bilansu. Po drugie, stopa na rynku międzybankowym jest ustalana codziennie przez Polskie Stowarzyszenie Dealerów Bankowych na podstawie średniej z ofert banków, nawet gdy żadne transakcje nie są w rzeczywistości zawierane. Wartości teoretyczne oparte o wyliczenia na podstawie długoterminowej stopy WIBOR mają (po 2008 r.) niewielką wartość informacyjną z punktu widzenia określenia oczekiwań rynku.

Tabela 1. opisuje różnice pomiędzy rentownością FRA w kolejnych okresach na kontrakty trzymiesięczne, a trzymiesięczną stopą WIBOR z danego dnia. Na podstawie wzrostu spreadu w porównaniu do struktury rentowności z końca

¹ T. Lee, *Ekonomia dla inwestorów giełdowych*, WIG-Press 2000, s. 23.

² K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, PWN 1997, s. 120.

listopada, możemy zauważyć wzrost oczekiwań dotyczących podwyżek stopy referencyjnej. W ciągu 6 miesięcy (do początku lipca) rynek oczekuje dwóch podwyżek (2 x 25 punktów bazowych), następnie jednej podwyżki w trzecim kwartale i kolejnej do końca roku. W listopadzie 2010 r. oczekiwano jednej podwyżki do końca maja, kolejnej do końca sierpnia i następnej do końca listopada 2011 r.

Data	07. 01.2011 r.		30. 11.2010 r.	
Okres	%	FRA-WIBOR3M	%	FRA-WIBOR3M
FRA _{1x3}	4,21	nieporównywalne	4,02	nieporównywalne
FRA _{3x6}	4,52	0,57	4,22	0,34
FRA _{6x9}	4,87	0,92	4,54	0,66
FRA _{9x12}	5,00	1,05	4,71	0,83
WIBOR 3M:	3,95		3,88	

Tabela 1. Źródło: Reuters, kwotowania informacyjne banków.

Na podstawie Tabeli 1. nie możemy jednoznacznie określić oczekiwań dotyczących najbliższego kwartału, ponieważ FRA_{1x3} określa stopę dla kontraktu dwumiesięcznego. Dla pełnej porównywalności WIBOR 3M odnieśmy do kontraktu FRA_{1x4}. Jeszcze w listopadzie 2010 r. rynek nie oczekiwał wzrostu stóp procentowych w styczniu, natomiast przewidywał podwyżkę w okresie luty – kwiecień. Obecnie oczekiwania wskazują na dwie podwyżki stopy referencyjnej do końca sierpnia. Prognozowana stopa referencyjna wzrośnie do 3,75 proc. w I kw. 2011 r., 4,00 proc. w II kwartale br., 4,25 proc. w III kwartale i osiągnie 4,50 proc. do końca roku.

Data	07. 01.2011 r.		30. 11.2010 r.	
Okres	%	FRA-WIBOR3M	%	FRA-WIBOR3M
FRA _{1x4}	4,14	0,19	4,00	0,12
FRA _{4x7}	4,59	0,64	4,28	0,40
FRA _{7x10}	4,89	0,94	4,57	0,69
WIBOR 3M:	3,95		3,88	

Tabela 2. Źródło: Reuters, obliczenia własne.

Reforma w stanie wyższej konieczności

Kamil Klupa

Gdzie byliśmy? – charakterystyka starego i nowego systemu emerytalnego

System emerytalny funkcjonujący w Polsce do 1999 roku oparty był na zasadzie zdefiniowanego świadczenia. Fundamentem systemu była umowa międzypokoleniowa, która pozwoliła stosować metodę repartycyjną finansowania świadczeń. Metoda ta polegała na tym, że składki emerytalne obciążające pracujących i pobierane przez ZUS były wypłacane osobom, które nabyły już prawo do świadczenia emerytalnego.

Z czasem stało się jednak oczywiste, że taka konstrukcja posiada wiele niedoskonałości (brak powiązania między wysokością składki a pobieranym świadczeniem, liczne przywileje i wyłączenia z powszechnego systemu, negatywne

trendy demograficzne) i nie gwarantuje przez to wypłacalności systemu w długim okresie.

W rezultacie międzypartyjnego konsensusu przeprowadzono gruntowną reformę systemu i oparto go na trzech fundamentalnych zasadach: zasadzie zdefiniowanej składki, zasadzie dywersyfikacji ryzyka i zasadzie długookresowo zrównoważonych finansów publicznych. Z tych trzech elementów najbardziej doniosłym był fakt zastąpienia reguły zdefiniowanego świadczenia regułą zdefiniowanej składki, który pozwolił ograniczyć zobowiązania państwa wobec przyszłych emerytów. Reguła ta zakłada w skrócie, że każdy emeryt otrzyma z systemu świadczenie oparte na zgromadzonej przez siebie sumie składek, skorygowanej o zysk wynikający z waloryzacji (tzw. NDC - Non-Financial Defined Contribution) i inwestowania tych środków na rynkach finansowych (tzw. FDC - Financial Defined Contribution).

Obowiązujący od 1999 r. system emerytalny składa się w konsekwencji z dwóch tzw. filarów, filar repartycyjny finansowany przez FUS, do którego trafia składka w wysokości 12,2 proc. wynagrodzenia pracownika, oraz filar kapitałowy finansowany przez Otwarte Fundusze Emerytalne, do których przekazywane jest 7,3 proc. wynagrodzenia. Podział składki zastosowano w celu dywersyfikacji ryzyka, ponieważ trudno kategorycznie stwierdzić, który filar daje lepszą gwarancję wysokości przyszłego świadczenia. Założenie to potwierdzają dane z lat 1999 – 2010, które pokazują, że stopy zwrotu z rynku pracy (przedstawiane w formie waloryzacji) oraz z rynków finansowych nie są skorelowane.

Gdzie jesteśmy? – przyczyny podjęcia dyskusji o reformie systemu

Niestety założeń reformy nie zrealizowano do końca, a wprowadzone elementy nie dają gwarancji długookresowej wypłacalności i nie są neutralne dla finansów publicznych. Konsekwencją podziału składki było zmniejszenie zasobów ZUS na bieżące wypłaty, w rezultacie czego niezbędne stały się dotacje (z powodu negatywnych czynników demograficznych z upływem lat są one coraz wyższe) z budżetu państwa, które zwiększają deficyt sektora finansów publicznych.

Autorzy reformy zakładali, że źródłem sfinansowania tych kosztów będzie zmiana struktury wydatków budżetu państwa, podniesienie wieku emerytalnego, ograniczenie emerytur pomostowych oraz przychody z prywatyzacji. Z postulatów tych zrealizowano zaledwie ograniczenie emerytur pomostowych. Co więcej w 2003 r. wyłączono z powszechnego systemu emerytalnego służby mundurowe, a w 2005 r. górników. Decyzje te przyczyniły się do dalszego zmniejszania efektywności systemu.

Dzisiaj, w obliczu kryzysu na rynkach finansowych (spadek wartości aktywów OFE), oraz spowodowanego nim spowolnienia gospodarczego (wzrost bezrobocia skutkuje niższymi dochodami FUS ze składek pracujących) niedoskonałości systemu są jeszcze bardziej widoczne i bolesne, z punktu widzenia przede wszystkim finansów publicznych państwa. Niekorzystnie na architekturę systemu wpływa też intensyfikacja negatywnych trendów demograficznych, przede wszystkim spadek dzietności i wydłużenie średniej długości życia.

Te wszystkie okoliczności sprawiły, że rząd musi jeszcze przed jesiennymi wyborami podjąć nadzwyczajne działania mające na celu ochronę wiarygodności Polski na rynkach finansowych. Deficyt sektora finansów publicznych wyniósł w 2010 r. 7,9 proc. PKB (120 mld zł, czyli cztery razy więcej niż w 2007), a tempo przyrastania długu publicznego zwiększa się. W sytuacji gdy coraz więcej członków Unii Europejskiej wykazuje poważne problemy fiskalne, które skutkują wzrostem premii za ryzyko na międzynarodowych rynkach finansowych, ograniczenie potrzeb pożyczkowych Polski staje się priorytetem rządu w średnim okresie.

Rządowa propozycja zmian

Spośród wielu możliwości ograniczenia wydatków rząd zdecydował się na modyfikację obecnego systemu emerytalnego. Dotacja do FUS z tytułu transferów do OFE wyniosła w 2010 r. ok. 20 mld zł. Modyfikacja systemu według projektu rządowego umożliwi znaczące zmniejszenie tej wartości, co w skali deficytu w wysokości 120 mld zł daje duże oszczędności.

Rząd ogłosił propozycję zredukowania od drugiego kwartału 2011 r. składki do OFE do 2,3 proc. wynagrodzenia i skierowanie dodatkowych 5 proc. do ZUS. Przy tym zapewnia się, że 5 proc. pensji utrzymane zostanie w drugim filarze, ale „operatorem” tych środków będzie ZUS. Planom tym towarzyszy założenie zwiększenia od 2017 r. składki lokowanej w OFE do 3,5 proc. oraz wprowadzenie od 2012 r. możliwości odliczania od podstawy opodatkowania 2 proc. wynagrodzenia lokowanych w formie dobrowolnych oszczędności w trzecim filarze. W myśl tych założeń OFE powinny docelowo mieć do dyspozycji podobny zasób środków finansowych, jaki dziś zapewnia składka w wysokości 7,3 proc.

Podjmując ocenę tych planów należy mieć na uwadze fakt, że na tym etapie mamy do czynienia z deklaracją rządu co do podjęcia inicjatywy ustawodawczej w tym obszarze, a zatem szereg założeń reformy jest po prostu nieznanym. Nie wyjaśniono roli ZUS jako „operatora” drugiego filaru, a to może poważnie warunkować zasadę dywersyfikacji ryzyka, która przyświecała autorom reformy z 1999 r. Trudno też na tym etapie powiedzieć coś o formule w jakiej dokonywać miałyby się dziedziczenie zapisu środków na koncie w ZUS.

Czy proponowane zmiany ograniczą zdolność operacyjną OFE na polskim rynku kapitałowym (w tym udział w planowanych prywatyzacjach majątku Skarbu Państwa) zależeć będzie od tego, czy uelastycznione zostaną dotychczasowe limity inwestycyjne (dotychczasowe limity ograniczały efektywność drugiego filaru) oraz na ile skuteczne okażą się

zachęty do dobrowolnego uczestnictwa w trzecim filarze, który dotychczas cieszył się niewielkim zainteresowaniem.

Z pewnością jednak wprowadzenie reformy w zarysowanym kształcie umożliwi zmniejszenie potrzeb pożyczkowych państwa w średnim terminie, co w okolicznościach niestabilnego odbudowywania zaufania na rynkach finansowych uznać należy za zjawisko korzystne. W długim okresie korzyści te mogą jednak zaniknąć, ponieważ spadnie wiarygodność systemu emerytalnego.

Fundamentalne problemy systemu

Proponowane zmiany nie dają gwarancji długookresowej stabilności systemu emerytalnego, ponieważ nie stanowią rozwiązań dla problemów, z którymi mamy w chwili obecnej do czynienia. Deficyt w systemie emerytalnym można w naszych realiach zmniejszyć zasadniczo tylko poprzez zwiększenie sumy składek (co uzyskać można przez podniesienie wysokości składki, wzrost aktywności zawodowej, likwidację przywilejów emerytalnych) lub też poprzez zmniejszenie wypłat (ten rezultat osiągnąć można poprzez zmniejszenie wysokości wypłacanych emerytur lub przez skrócenie okresu pobierania świadczenia w konsekwencji wydłużenia wieku emerytalnego).

Aktualne pozostaje poza tym pytanie na ile proponowane zmiany pozwolą trwale ograniczyć przyrost jawnej części długu publicznego w obliczu braku poważnej zmiany struktury wydatkowania.

Należy też zauważyć, że przedstawione propozycje modyfikacji w systemie emerytalnym nie wpłyną na poziom całkowitego długu publicznego, ponieważ zmniejszają one tempo przyrastania ujawnianego zadłużenia kosztem zwiększania tzw. ukrytego długu emerytalnego. Zdaje się to jednak dawać pewne korzyści w kontekście kasowej metodologii liczenia długu np. w ramach procedury przystępowania do strefy euro.

Przy zastosowaniu jednak wariantu tylko czasowego ograniczenia składki wydaje się, że można by ograniczyć potrzeby pożyczkowe na okres utrzymującej się międzynarodowej niestabilności fiskalnej bez naruszania podstaw systemu emerytalnego.

Reforma systemu emerytalnego to wieloletnie przedsięwzięcie

System emerytalny w obecnym kształcie bez wątpienia wymaga wielowątkowej modyfikacji, bez której nie uda się uzyskać jego zrównowżenia w długim terminie. Reformy rozpoczętej w 1999 r. nie można zatem uznać za skończoną. Pochopne działania w warunkach zawirowań na rynkach finansowych mogą przynosić tymczasową ulgę, ale równocześnie powodować nieprzewidywalne konsekwencje w przyszłości.

Przy rozpatrywaniu różnych propozycji należy jednak pamiętać, że rząd nie działa w próżni, ale w konkretnej rzeczywistości polityczno – gospodarczej i musi nieustannie balansować pomiędzy stabilnością finansów publicznych a koniecznością inwestycji w modernizację kraju.

Estonia 17. państwem strefy euro¹

Elżbieta Bednarek-Sekunda

1 stycznia 2011 r. Estonia, jako 17. państwo członkowskie UE, stała się członkiem strefy euro. Decyzję o przyjęciu Estonii do grona państw posługujących się wspólną walutą Rada Ecofin podjęła 13 czerwca 2010 r. na podstawie raportów o konwergencji przedłożonych niezależnie przez Komisję Europejską i Europejski Bank Centralny w maju 2010 r. Nieodwołalny kurs konwersji między koroną estońską a euro ustalono na poziomie 1 EUR = 15.6466 EEK.

W Raporcie KE oceniono, że Estonia spełnia kryteria przystąpienia do strefy euro. W szczególności Estonia nie jest objęta procedurą nadmiernego deficytu (EDP) i spełnia kryterium fiskalne. Kraj ten znajduje się w wyjątkowej sytuacji pod względem stanu finansów publicznych, bowiem jest jednym z zaledwie trzech państw UE nieobjętych aktualnie EDP. Poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (sektora g.g.) jest najniższy w UE. Co istotne, w latach 2002-2007 wynik sektora g.g. był dodatni, a skumulowane nadwyżki finansowe przeznaczono na stworzenie rezerwy fiskalnej (lokowanej w płynne aktywa finansowe w postaci zagranicznych obligacji rządowych). W 2008 r., głównie w na-

¹ Artykuł powstał na podstawie raportów o konwergencji Komisji Europejskiej oraz Europejskiego Banku Centralnego, a także materiałów Biura Pełnomocnika Rządu ds. Wprowadzenia Euro przez RP.

stępsztwie znacznego pogorszenia sytuacji gospodarczej, deficyt sektora g.g. wyniósł 2,7 proc. PKB, a rok później 1,7 proc. PKB. Rezerwa fiskalna, w połączeniu z działaniami rządu mającymi na celu ograniczenie deficytu, pozwoliła na ograniczenie wzrostu zadłużenia. Według jesiennych prognoz KE, w latach 2010 - 2011 deficyt sektora g.g. Estonii wyniesie odpowiednio 1 proc. i 1,9 proc. PKB. Równocześnie KE przewiduje wzrost zadłużenia z 7,2 proc. PKB w 2009 r. do 9,5 proc. PKB w 2011 r. Estonia jest jednak zaliczana do państw niskiego ryzyka, jeśli chodzi o stabilność finansów publicznych w długim okresie.

Od grudnia 2009 r. Estonia spełnia kryterium stabilności cen. W marcu średnia 12-miesięczna stopa inflacji wyniosła - 0,7%. W ocenie KE kryterium inflacyjne zostało wypełnione w sposób trwały. EBC w swojej ocenie trwałości wypełnienia kryterium stabilności cen przez Estonię był nieco bardziej sceptyczny wskazując, że niski poziom inflacji wynika głównie z czynników przejściowych związanych z głęboką recesją. Warto przy tym pamiętać, że w 2008 r., w konsekwencji przegrzania gospodarki, stopa inflacji HICP r/r w Estonii osiągała dwucyfrowe wartości od stycznia do października, a w całym 2008 r. wyniosła 10,6% r/r.

W momencie włączenia korony estońskiej do ERM II (w czerwcu 2004 r.) Estonia jednostronnie zadeklarowała dalsze stosowanie reżimu izby walutowej. KE podkreśla, że podczas dwuletniego okresu ocenionego w Raporcie, kurs korony nie uległ znaczącym odchyleniom od parytetu centralnego ani nie podlegał poważnym napięciom (w istocie, w tym czasie kurs korony estońskiej względem euro nie uległ zmianie). Zmiany krótkoterminowych stóp procentowych wskazywały wprawdzie na przejściowy wzrost postrzeganego ryzyka kraju w związku z kryzysem finansowym, jednak na przełomie 2009 r. i 2010 r. sytuacja powróciła do normy.

Z powodu niskich potrzeb pożyczkowych, Estonia nie emituje długoterminowych obligacji ani innych papierów wartościowych, pozwalających ocenić stopień konwergencji w zakresie długoterminowych stóp procentowych. Według Raportu KE, analiza jakościowa na podstawie odpowiednich wskaźników rynkowych wskazywała, że pomimo przejściowego wzrostu postrzeganego ryzyka kraju w związku z kryzysem finansowym, dotychczasowa polityka fiskalna, niski poziom zadłużenia oraz relatywnie wysoka elastyczność gospodarki przyczyniają się do trwałości konwergencji. W Raporcie EBC podkreślono natomiast, iż kształtowanie się wielu wskaźników wskazuje, że uczestnicy rynku mieli znaczne obawy co do trwałości konwergencji w Estonii, co prowadzi do niejednoznacznych wniosków w zakresie wypełnienia kryterium stóp procentowych.

W celu dostosowania estońskiego prawa do wymogów Traktatu i Statutu ESBC i EBC, 22 kwietnia 2010 r. znowelizowano ustawę o Banku Estonii. Ponadto, z dniem 1 stycznia 2011 r., weszła w życie ustawa o wprowadzeniu euro, która uchyliła ustawę o walutowym i bezpieczeństwie korony estońskiej. W maju 2006 r. estoński Sąd Najwyższy wydał orzeczenie, w konsekwencji którego formalnie niezgodny z Traktatem i Statutem ESBC i EBC artykuł 111 estońskiej Konstytucji nie wymagała zmian.

Podobnie jak inne „nowe” państwa członkowskie Estonia przy wymianie waluty narodowej na euro zastosowała scenariusz big bang, polegający na jednoczesnym wprowadzeniu euro do obiegu gotówkowego i bezgotówkowego w miejsce korony estońskiej. W ciągu pierwszych dwóch tygodni stycznia 2011 r. będzie obowiązywał tzw. okres podwójnego obiegu, w trakcie którego będzie możliwe dokonywanie transakcji gotówkowych zarówno przy pomocy koron estońskich, jak i euro. Po zakończeniu tego okresu jedynym prawnym środkiem płatniczym będzie wspólna waluta. Banki komercyjne zapewniają możliwość wymiany koron estońskich na euro bez opłat i ograniczeń do końca czerwca 2011 r. Po tym okresie usługa ta będzie oferowana jedynie w niektórych placówkach banków do końca 2011 r. W celu ułatwienia konsumentom przywyknięcia do nowej skali nominalnej kwot pieniężnych, od 1 lipca 2010 r. do 30 czerwca 2011 r. obowiązuje w Estonii podwójna ekspozycja cen, tzn. ceny podawane są jednocześnie w koronach estońskich i w euro. Badania Eurobarometru² wskazują, że wymiana pieniądza gotówkowego przebiega płynnie. 5 stycznia br. ponad połowa transakcji gotówkowych w sklepach była dokonywana wyłącznie w euro.

² Flash Eurobarometer No. 308.

ZAŁĄCZNIK STATYSTYCZNY

DANE MIESIĘCZNE	2010						
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI
Produkcja przemysłowa ^a	13,5	14,5	10,5	13,5	11,8	8,0	10,1
Indeks PMI	52,2	53,3	52,1	53,8	54,7	55,6	55,9
Sprzedaż detaliczna ^a	4,3	6,4	3,9	6,6	8,6	9,0	8,3
Wskaźnik ufności kons. (bieżący)	-12,3	-19	-11,5	-16	-20,9	-19,2	-20,1
Inflacja CPI YoY ^b	2,2	2,3	2,0	2,0	2,5	2,8	2,7
Inflacja CPI MoM ^b	0,3	0,3	-0,2	-0,4	0,6	0,5	0,1
Inflacja PPI YoY ^b	1,9	2,1	3,8	4,1	4,3	4,0	4,6
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach ^a	4,8	3,5	2,1	4,3	3,7	3,9	3,6
Bezrobocie rejestrowane ^b	11,9	11,6	11,4	11,3	11,5	11,5	11,7
Eksport ^{a,c} , dane miesięczne NBP	24,3	28,6	16,0	25,0	18,0	16,3	-
Import ^{a,c} , dane miesięczne NBP	29,6	27,8	20,0	28,2	24,0	19,8	-
Eksport wg GUS ^{a,c} , dane kumulowane	21,6	22,1	21,7	20,6	20,4	20,3	-
- kraje rozwinięte	21,5	21,6	21	19,6	19,1	19	-
- kraje UE	20,8	21,3	20,7	18,1	18,7	18,6	-
- kraje rozwijające się	30,5	28	28,4	26,6	25,4	24,8	-
- kraje Europy Śr. - Wsch.	16,3	20,9	24	28,2	30,1	30,5	-
Rachunek obrotów bieżących w mln euro	-889	-1 004	-889	-1004	-1089	-1155	-
Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto, w mln euro	675	-535	140	910	369	1697	-
Kurs EUR ^d , w zł	4,08	4,14	4,00	4,00	3,99	3,99	4,07
Kurs USD ^d , w zł	3,31	3,39	3,07	3,15	2,93	2,88	3,13
WIBOR 3M ^a , średnia miesięczna	3,85	3,86	3,84	3,81	3,82	3,83	3,86
Główna stopa NBP ^b	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5

DANE KWARTALNE	2009				2010		
	I	II	III	IV	I	II	III
PKB ^a	0,5	1,0	1,7	3,3	3,0	3,5	4,2
Inwestycje ^a	-1,0	-3,6	-1,7	0,8	-12,8	-1,7	0,4
Konsumpcja ^a	3,0	1,3	2,3	1,7	2,2	3,0	3,5
Bezrobocie BAEL ^b	8,3	7,9	8,1	8,5	10,6	9,5	9,1

a) Wzrost w proc. rok do roku ; b) Poziom w proc ; c) Wzrost eksportu liczony jest na podstawie danych w euro ; d) Na koniec miesiąca

Źródło: GUS, NBP, Reuters

OPIEKUN NAUKOWY SKN FM**Prof. dr hab. Cezary Wójcik**

Profesor SGH i PAN, visiting professor w Harvard Kennedy School of Government i National Bureau of Economic Research. W przeszłości Dyrektor Biura ds. Integracji ze Strefą Euro w NBP (2007-2008), członek Rady Makroekonomicznej przy Ministrze Finansów i Radca Ministra (2004-2005), pracownik Europejskiego Banku Centralnego (2003–2004), Narodowego Banku Austrii i Wiedeńskiego Instytutu Międzynarodowych Studiów Porównawczych (2000–2002). Autor kilkudziesięciu publikacji naukowych z zakresu polityki pieniężnej i kursowej. Laureat nagrody City Bank Handlowy za szczególny wkład w rozwój nauki ekonomii i finansów oraz Nagrody Prezesa Rady Ministrów za rozprawę habilitacyjną. Stypendysta Fulbrighta, Komisji Europejskiej, Tygodnika „Polityka”, Fundacji na Rzecz Nauki Polskiej, Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego. Opiekun naukowy SKN FM oraz inicjator Monitoringu Makroekonomicznego. Kontakt: www.cezarywojcik.eu

KONSULTANT NAUKOWY MONITORINGU MAKROEKONOMICZNEGO**Dr Jarosław Janecki**

Główny ekonomista banku Société Générale S.A. Oddział w Polsce. W latach 1994-1999 i 2002-2006 pracował w Ministerstwie Finansów, był Głównym Specjalistą w Departamencie Długu Publicznego oraz Radcą Ministra w Departamencie Polityki Finansowej, Analiz i Statystyki. Uczestniczył m.in. w pracach nad projektami budżetu państwa, programami konwergencji. Współpracował z instytucjami Unii Europejskiej. Był przedstawicielem Ministerstwa Finansów w pracach organów roboczych OECD. W 2005 r. pracownik OECD w Paryżu. Absolwent Uniwersytetu Łódzkiego, studiów Executive MBA prowadzonych na Uniwersytecie Łódzkim oraz University of Maryland. Doktorat obronił w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie, w Kolegium Zarządzania i Finansów na podstawie pracy: „Funkcja reakcji Rady Polityki Pieniężnej NBP w latach 1998-2008. Aspekt ciągłości polityki pieniężnej.”

AUTORZY:**Martyna Izdebska (Redaktor Naczelny)***martyna.izdebska@ises.edu.pl*

Studentka V roku SGH (Finanse i Rachunkowość). Interesuje się polityką pieniężną i asymetrią informacji na rynkach finansowych, a poza uczelnią – wspinaczką skalną, slackliningiem i kulturą Azji Południowo-Wschodniej. Moderator debat w brytyjskim stylu parlamentarnym oraz symulacji obrad ONZ. Ukończyła praktykę w Gazecie Giełdy „Parkiet” oraz w Departamencie Zarządzania Ryzykiem Bankowego Funduszu Leasingowego. W SKN FM od 2008 r. do października 2010 r., pełniła funkcję członka zarządu. Biegłe posługuje się językiem angielskim, komunikatywnie niemieckim, uczy się hiszpańskiego.

Robert Kardaś (Współredaktor)*robert.kardas@gmail.com*

Absolwent dwóch kierunków studiów licencjackich na Uniwersytecie Gdańskim. Obecnie student V roku SGH (Finanse i Rachunkowość). Interesuje się rynkiem kapitałowym, w szczególności publicznym rynkiem giełdowym oraz rynkiem instrumentów pochodnych. W wolnym czasie lubi uprawiać sport, czytać książki o tematyce polityczno-historycznej. Mówi biegle po angielsku.

Grzegorz Powalski (Współredaktor)*grzpow@gmail.com*

Student V roku Wydziału Dziennikarstwa i Nauk Politycznych (Nauki Polityczne) oraz II roku SGH (Finanse i Rachunkowość). Przez rok studiował również na Uniwersytecie Maltańskim. Interesuje się powiązaniem polityki z sektorem finansowym. Dobrze włada językiem angielskim, zna też język niemiecki i podstawy hiszpańskiego. Do jego pozanaukowych zainteresowań należą dyplomacja i żeglarsstwo.