

# Gospodarka Polski – Rynki Finansowe

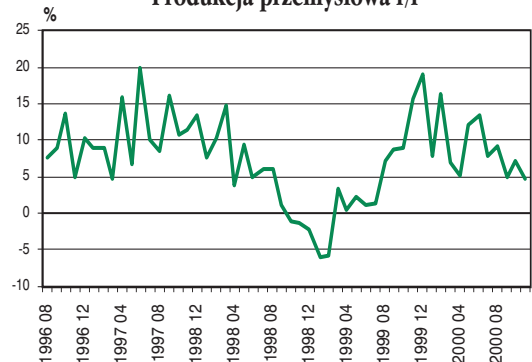
Grudzień 2000

nr 18

## Główne tendencje w gospodarce

- Inflacja w listopadzie wyniosła zgodnie z oczekiwaniami rynku 0,4 proc. m/m oraz 9,3 proc. r/r. Umiarkowany wzrost inflacji w listopadzie spowodowany był przede wszystkim niskim wzrostem cen żywności oraz usług. (s. 4)
- Dynamika cen produkcji sprzedanej była niższa od oczekiwań rynku i wzrosła o 0,1 proc. m/m i 7,3 proc. r/r. Tak niski wzrost w listopadzie wynikał z umacniania się złotego, stabilizacji cen ropy naftowej oraz niskiego popytu wewnętrznego. (s. 4)
- Produkcja przemysłowa w listopadzie spadła o 3,3 proc. m/m oraz wzrosła o 4,6 proc. r/r, nieznacznie niżej od oczekiwanego przez nas spadku o 3,0 proc. m/m. Dane za listopad wskazują, że spadek aktywności gospodarczej wywołany wysokimi realnymi stopami procentowymi jest głębszy niż można byłoby oczekiwać. (s. 4)
- Deficyt obrotów bieżących w październiku osiągnął 1,051 mld USD, więcej niż oczekiwane przez rynek 900 mln USD. Deficyt obrotów bieżących w październiku wzrósł do 7,3 proc. PKB po 7,2 proc. PKB we wrześniu. W najbliższych miesiącach deficyt obrotów bieżących będzie się stabilizował, zbliżając się do 7,0 proc. PKB w grudniu br. W październiku deficyt handlowy był na poziomie 9,0 proc. PKB. (s. 5)
- W ostatnim tygodniu listopada i w grudniu miało miejsce spektakularne wzmocnienie złotego względem USD z poziomu 4,57 PLN za USD (23 listopada) do poziomu 4,30 PLN za USD (19 grudnia). (s. 6)
- W ostatnim tygodniu listopada spadkowy trend EUR wobec USD uległ odwróceniu. Po kilku fałszywych sygnałach w poprzednich miesiącach, w grudniu euro znalazło się w trendzie wzrostowym wobec dolara amerykańskiego, osiągając poziom 90 centów. Cykl zacieśniania polityki pieniężnej w USA i, w mniejszym stopniu, w strefie euro, został już prawdopodobnie zakończony. (s. 6)
- W ciągu ostatnich 4 tygodni krzywa rentowności przesunęła się o 135 do 195 pb. w dół na fali oczekiwań obniżki stóp NBP, spowodowanych danymi świadczącymi o tym, że wzrost gospodarczy w Polsce w sposób istotny zwalnia. (s. 7)
- Rada Polityki Pieniężnej będzie utrzymywać wysokie realne stopy procentowe w 2001 r. (s. 8)
- W listopadzie osiągnięto niewielką nadwyżkę budżetową. (s. 9)
- Inflacja bazowa wykazuje małą wrażliwość na zmiany polityki pieniężnej. (s. 10 i 11)
- Spadek nakładów inwestycyjnych w gospodarce w roku bieżącym. (s. 12)

Arkadiusz Krześniak

**Produkcja przemysłowa r/r**


Źródło: GUS

**W numerze:**

W numerze:	
Główne tendencje w gospodarce	Ta strona
Synteza – rok 2000	2
Prognozy średniookresowe gospodarki Polski	3
Gospodarka Polski	4-5
Rynek walutowy	6
Rynek pieniężny i obligacji	7
Polityka pieniężna w 2001 r.	8
Budżet państwa	9
Inflacja	10-11
Nakłady inwestycyjne w 2000 r.	12
Kalendarz makroekonomiczny	13
Spojrzenie na gospodarke	14-15
Kontakty w Pionie Skarbu i Operacji Zagranicznych	16

## Obecna sytuacja gospodarcza Polski

Pod koniec listopada i w grudniu pojawiły się kolejne dane świadczące o słabnięciu wzrostu gospodarczego w Polsce. Niska dynamika produkcji przemysłowej, utrzymująca się przez dwa kolejne miesiące, świadczy z jednej strony o słabym popycie wewnętrznym, z drugiej zaś może oznaczać, że poprawa w eksporcie nie jest tak silna, jak można byłoby przypuszczać. Słaby popyt wewnętrzny oraz ustanie dwóch najbardziej istotnych szoków podaźowych (stabilizacja cen żywności i spadek cen ropy naftowej) spowodowały, że inflacja w IV kwartale br. zaczęła dość szybko spadać. Wynikało to także z efektu bazy, czyli wysokiej inflacji w IV kwartale. W związku z oczekiwaniami spowolnienia wzrostu gospodarczego pojawił się silny popyt na złotego i polskie papiery skarbowe. Rynek oczekuje, że stopy procentowe osiągnęły swój najwyższy poziom. Rynek walutowy i obligacji są w dużej mierze odporne na negatywne informacje ze sfery polityki. Nawet dość wysoki deficyt obrotów bieżących za październik nie spowodował osłabienia złotego. Rynek ocenił, że poprawa sytuacji w eksporcie będzie stabilizować deficyt obrotów bieżących w nadchodzących miesiącach. Krótkoterminowe perspektywy dla złotego są pomyślne – o ile utrzymają się oczekiwania rychłej obniżki stóp NBP. W średnim okresie jednak nieunikniona jest deprecjacja złotego o około 20-25 proc., aby zrekompensować niską produktywność pracy i przywrócić równowagę w bilansie handlowym.

Wydaje się, że sytuacja gospodarcza Polski ulega stabilizacji, przy istotnym zwolnieniu wzrostu gospodarczego. Brak jest bezpośrednich zagrożeń inflacyjnych – inflacja powinna stopniowo spadać, pozostając na poziomie jednocyfrowym. Deficyt obrotów bieżących prawdopodobnie ustabilizuje się i stopniowo będzie spadał do 6-7 proc. PKB w 2001 r.

Wzrost gospodarczy uległ silnemu spowolnieniu w II połowie br. Również I i II kwartał 2001 r. będą charakteryzowały się niskim wzrostem PKB.

W 2001 r. ujawnią się niekorzystne skutki zwolnienia wzrostu gospodarczego, a więc głównie brak równowagi na rynku pracy skutkujący wzrostem stopy bezrobocia.

Uważamy, że utrzymywanie wysokich realnych stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej może działać destabilizująco na rachunek obrotów bieżących w krótkim i średnim terminie. Wysokie nominalne stopy procentowe stanowią obecnie zachętę do zadłużania się podmiotów krajowych w walutach obcych, co może pociągać za sobą nadmierną ekspozycję tych podmiotów na ryzyko kursowe. Te dwa czynniki mogą pogłębić zakres oczekiwanej w średnim okresie korekty kursu złotego.

**Tab. 1. Wskaźniki inflacji**

	07 2000	08 2000	09 2000	10 2000	11 2000	12 2000 P
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (m/m, %)	0,7	-0,3	1,0	0,8	0,4	0,5
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (r/r, %)	11,6	10,7	10,3	9,9	9,3	8,8
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (m/m, %)	0,6	0,4	0,8	0,6*	0,1	0,2
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (r/r, %)	9,0	8,4	8,3	8,0*	7,3	6,8
Kurs walutowy średniomiesięczny (USD, r/r, %)	11,3	10,3	10,1	12,8	7,2	-

**Tab. 2. Wskaźniki aktywności**

	06 2000	07 2000	08 2000	09 2000	10 2000	11 2000
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (m/m, %)	2,8	-0,7	1,4	-0,8	1,5	-
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (r/r, %)	14,8	10,3	11,2	10,4	7,2	-
Kredyty dla ludności (r/r, %)	79,4	45,7	42,9	40,9	38,9*	34,9
Produkcja przemysłu (m/m, %)	1,2	-6,9	6,1	5,0	2,1*	-3,3
Produkcja przemysłu (r/r, %)	13,4	7,8	9,2	5,0	7,1*	4,6
Eksport, ceny bieżące (wg płatności, r/r, %)	13,0	18,2	9,3	18,6*	16,6	-
Import, ceny bieżące (wg płatności, r/r, %)	0,4	3,0	8,6	1,3	6,8	-
Saldo obrotów towarowych (wg NBP, mln USD)	-1041	-1042	-1324	-972*	-1000	-
Saldo budżetu państwa (mld PLN)	-10,8	-11,3	-13,0	-14,0	-15,4	-14,9

**Tab. 3. Gospodarka Polski**

	1996	1997	1998	1999	2000 P
Produkt Krajowy Brutto (ceny stałe, r/r, %)	6,0	6,8	4,8	4,1	4,8
Spożycie indywidualne (r/r, %)	8,3	6,9	4,9	5,1	3,4
Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %)	19,7	21,7	14,5	6,9	4,8
Eksport, ceny stałe (r/r, %)	9,7	13,7	9,4	2,0	13,1
Import, ceny stałe (r/r, %)	28,0	22,0	14,6	4,4	9,5
Inflacja (średniorocznie, %)	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1
Inflacja (koniec roku, r/r, %)	18,5	13,2	8,6	9,8	8,8
Stopa bezrobocia (koniec roku, %)	13,2	10,3	10,4	13,0	14,5
Deficyt obrotów bieżących / PKB (%)	-1,0	-3,2	-4,2	-7,6	-7,0
Dług publiczny / PKB (%)	51,1	47,9	43,1	44,6	43,6

r/r - rok do roku m/m - miesiąc do miesiąca P - prognoza

Źródło: GUS, NBP, prognozy i szacunki własne

\* dane skorygowane



Tab. 4. Prognozy średniookresowe (średnio w okresie, o ile nie podano inaczej)

Kategoria	1999	I kw. 2000	II kw. 2000	III kw. 2000	IV kw. 2000	2000	I kw. 2001	II kw. 2001	III kw. 2001	IV kw. 2001	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Stopy procentowe</b>															
1M	14,55	17,63	18,14	18,55	19,60	18,48	19,60	18,60	18,60	17,10	18,5	15,0	12,0	9,7	8,6
3M	14,73	17,87	18,50	19,06	19,62	18,76	19,30	18,60	18,60	17,10	18,5	15,2	12,2	9,9	8,8
6M	14,57	17,87	18,67	19,36	19,78	18,92	19,30	18,50	18,50	17,00	18,4	15,3	12,3	10,0	8,9
12M	14,77	18,07	18,86	19,51	19,60	19,01	18,80	18,45	18,45	16,95	18,3	15,5	12,4	10,1	9,0
Stopa lombardowa	17,59	21,08	21,50	22,01	23,00	21,90	23,00	22,00	22,00	20,50	21,9	16,5	13,8	11,5	10,4
Stopa interwencyjna	13,72	17,08	17,50	18,17	19,00	17,94	19,00	18,00	18,00	16,50	17,9	14,0	11,8	9,5	8,4
<b>Rentowności obligacji skarbowych</b>															
3L (bid)	11,89	14,60	16,28	17,04	16,50	16,11	15,00	14,50	14,50	13,80	14,5	11,9	9,5	8,5	8,0
5L (bid)	11,12	12,77	13,98	14,39	14,10	13,81	12,80	12,40	12,40	11,80	12,4	10,2	9,0	8,2	7,8
10L (bid)	9,63	10,36	11,64	12,55	12,80	11,84	10,50	10,20	10,20	9,80	10,2	9,3	8,5	8,1	7,6
<b>Rentowności bonów skarbowych</b>															
13-tyg.	13,16	16,24	16,74	17,33	17,20	16,88	17,00	16,50	16,50	15,80	16,5	13,3	11,2	8,9	7,9
52-tyg.	13,00	16,92	17,68	18,25	18,10	17,74	17,50	17,00	16,80	16,10	16,9	13,9	11,4	9,1	8,1
<b>Kursy walutowe</b>															
USD/PLN	3,9675	4,1132	4,3762	4,3897	4,525	4,350	4,33	4,38	4,43	4,48	4,41	4,85	5,30	5,55	5,80
EUR/PLN	4,2270	4,0629	4,0872	3,9781	3,920	4,018	3,94	4,08	4,19	4,29	4,13	4,82	5,39	5,49	5,56
EUR/USD	1,0660	0,9878	0,9344	0,9062	0,866	0,925	0,91	0,93	0,95	0,96	0,94	0,99	1,02	0,99	0,96
Deprecjacja PLN (koszyk walutowy)	-	-	-	-	-	2,1%	-2,0%	1,8%	1,9%	1,8%	2,1%	13,3%	10,5%	3,3%	2,8%
USD/PLN (koniec okresu)	4,1483	4,1428	4,3907	4,5404	4,320	4,320	4,35	4,40	4,45	4,50	4,50	5,20	5,40	5,70	5,90
EUR/PLN (koniec okresu)	4,1689	3,9650	4,2075	3,9960	3,888	3,888	4,00	4,11	4,23	4,32	4,32	5,32	5,45	5,53	5,58
EUR/USD (koniec okresu)	1,0050	0,9571	0,9583	0,8801	0,900	0,900	0,92	0,94	0,95	0,96	0,96	1,02	1,01	0,97	0,95
<b>Wskaźniki makroekonomiczne (koniec okresu, o ile nie podano inaczej)</b>															
Realny PKB (r/r, %)	4,1	6,0	5,2	4,4	3,6	4,8	3,6	3,9	5,0	5,8	4,6	5,1	5,2	5,5	6,0
Inflacja (r/r, %)	9,8	10,3	10,2	10,3	8,8	8,8	8,3	8,0	6,8	7,0	7,0	5,7	4,3	3,8	3,6
Inflacja (r/r, %) średnio	7,3	10,3	10,1	10,8	9,3	10,1	8,5	8,3	7,0	6,8	7,7	6,4	5,0	4,1	3,7
Obroty bieżące /PKB (%)	-7,6	-	-	-	-	-7,0	-	-	-	-	-6,3	-6,7	-6,8	-6,4	-5,9
Deficyt budżetowy /PKB (%)	-2,0	-	-	-	-	-2,2	-	-	-	-	-2,0	-1,9	-1,6	-1,5	-1,2
Dług publiczny /PKB (%)	44,6	-	-	-	-	43,5	-	-	-	-	40,1	38,5	36,7	34,4	32,1
Zagraniczny dług publiczny/PKB (%)	20,7	-	-	-	-	20,3	-	-	-	-	17,9	17,3	16,7	15,5	14,2
Zadłużenie zagraniczne ogółem/PKB (%)	39,0	-	-	-	-	39,3	-	-	-	-	35,7	34,4	32,6	29,9	27,2

Data prognozy: 19.12.2000

**Uwaga: Prognoza informacyjna została opracowana przy wykorzystaniu obecnie dostępnych informacji. Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych WBK SA nie może zagwarantować, że prognozowane wielkości będą kształtowały się w opisany sposób.**

## Inflacja – ceny konsumenta

Inflacja w listopadzie wyniosła zgodnie z oczekiwaniami rynku 0,4 proc. m/m oraz 9,3 proc. r/r. Tak umiarkowany wzrost inflacji w listopadzie spowodowany był przede wszystkim niskim wzrostem cen żywności oraz usług. Wzrost cen towarów nieżywnościowych był również ograniczony.

W grudniu inflacja spadnie do 8,8 proc. r/r. Ze względu na spadek cen ropy naftowej, spadek cen żywności i silnego złotego, presja inflacyjna będzie w najbliższych miesiącach maleć.

Zmniejszenie rocznej dynamiki inflacji jest zgodne z oczekiwaniami RPP. Ze względu na spadającą inflację i zmniejszający się wzrost gospodarczy, RPP powinna w najbliższym czasie dać sygnał o tym, że nastawienie w polityce pieniężnej zmieni się na neutralne. Obniżka stóp może nastąpić najwcześniej pod koniec I kwartału 2001, o ile sygnały o stabilizacji gospodarki potwierdzą się.

## Inflacja – ceny producenta

Dynamika cen produkcji sprzedanej była niższa od oczekiwań rynku i wzrosła o 0,1 proc. m/m i 7,3 proc. r/r. Tak niski wzrost w listopadzie wynikał z umacniania się złotego, stabilizacji cen ropy naftowej oraz niskiego popytu wewnętrznego. Efekt niskiego popytu widać zwłaszcza w stabilizacji cen produkcji przemysłu przetwórczego. W okresie styczeń-listopad br. ceny producenta wzrosły o 6,7 proc. w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Podwyżka cen gazu w pierwszym kwartale 2001 r. negatywnie wpłynie na indeks cen producenta. W przyszłym roku można się spodziewać zmniejszenia różnicy pomiędzy dynamiką cen konsumenta a dynamiką cen producenta.

## Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa w listopadzie spadła o 3,3 proc. m/m oraz wzrosła o 4,6 proc. r/r, nieznacznie niżej od oczekiwanego przez nas spadku o 3,0 proc. m/m. W okresie styczeń-listopad br. produkcja przemysłowa wzrosła o 8,3 proc. w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego.

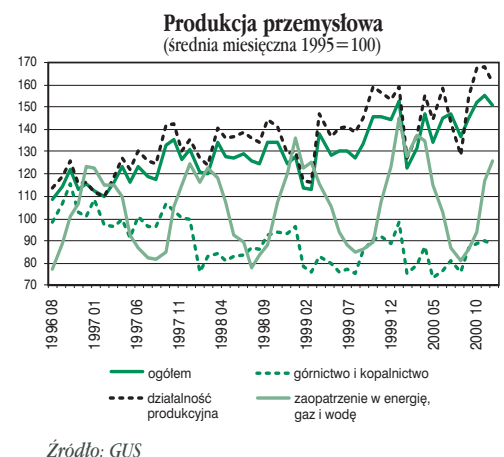
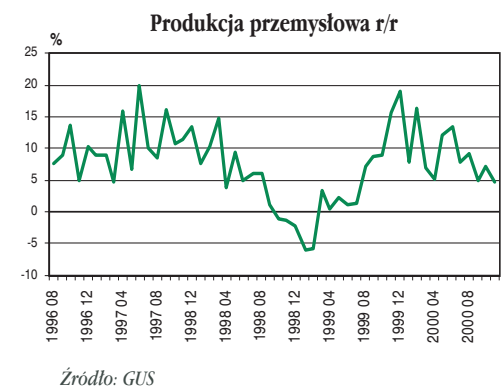
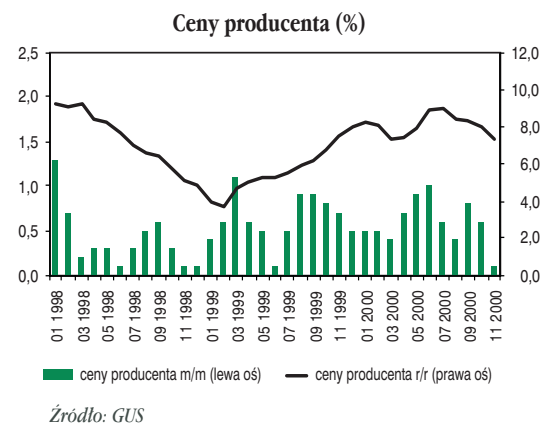
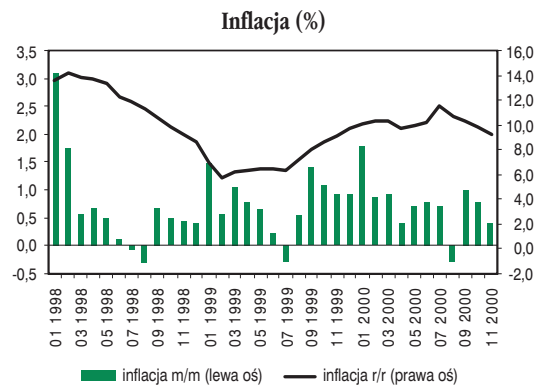
Główną przyczyną spadku produkcji były bardzo słabe wyniki działalności produkcyjnej, która wykazała spadek o 0,7 proc. m/m po uwzględnieniu krótszego o jeden dzień roboczy miesiąca.

Produkcja ogółem była podtrzymywana przez sezonowy wzrost produkcji w sekcji energia, woda i gaz.

Dane za listopad wskazują, że spadek aktywności gospodarczej, wywołany wysokimi realnymi stopami procentowymi, jest głębszy niż można byłoby oczekiwać. Wskazuje to także, że poprawa w eksporcie może nie być tak duża jak oczekiwało.

Dane te prawdopodobnie nie spowodują przejścia do nastawienia neutralnego na posiedzeniu RPP w środę, choć będą poważnym argumentem za szybszym obniżeniem stóp procentowych, być może nawet pod koniec I kwartału 2001 r.

RPP będzie jednakże skłonna utrzymywać realne stopy procentowe na wysokim poziomie, co oznacza, że łączna skala obniżek stóp w przyszłym roku nie będzie przekraczała 250-300 pb.







## Deficyt obrotów bieżących w październiku

Deficyt obrotów bieżących w październiku osiągnął 1,051 mld USD, więcej niż oczekiwane przez rynek 900 mln USD. Jeśli jednak uwzględni się wysokie płatności odsetkowe (na poziomie 500 mln USD) oraz wzrost eksportu, dane te są dość pozytywne.

Roczna dynamika eksportu w październiku utrzymała się na poziomie 16,6 proc. r/r, podczas gdy nastąpiło zwiększenie rocznej dynamiki importu do 6,8 proc. r/r. Jednocześnie nastąpiło znaczne zwiększenie dodatniego salda niesklasyfikowanych obrotów bieżących do 485 mln USD.

Pozytywnym sygnałem jest wyraźna poprawa po stronie eksportowej, zarówno w handlu oficjalnym, jak i przygranicznym. Wzrost importu jest prawdopodobnie związany ze wzmożonym popytem w okresie przedświątecznym.

Deficyt obrotów bieżących w październiku wzrósł do 7,3 proc. PKB po 7,2 proc. PKB we wrześniu. W najbliższych miesiącach deficyt obrotów bieżących będzie się stabilizował, zbliżając się do 7,0 proc. PKB w grudniu br. W październiku deficyt handlowy był na poziomie 9,0 proc. PKB.

W okresie styczeń-październik br. rachunek kapitałowy i finansowy pokrywał 79,7 proc. deficytu obrotów bieżących w porównaniu z 67,1 proc. w roku ubiegłym. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne finansowały 91,0 proc. deficytu obrotów bieżących w porównaniu do 56,4 proc. w roku ubiegłym. Istotnemu zwiększeniu uległ udział inwestycji portfelowych w finansowaniu deficytu obrotów bieżących (25,9 proc. w porównaniu do 1,2 proc. w roku ubiegłym). Saldo pozostałych inwestycji w okresie styczeń-październik br. było ujemne (na poziomie -37,1 proc. deficytu obrotów bieżących).

## Podaż pieniądza

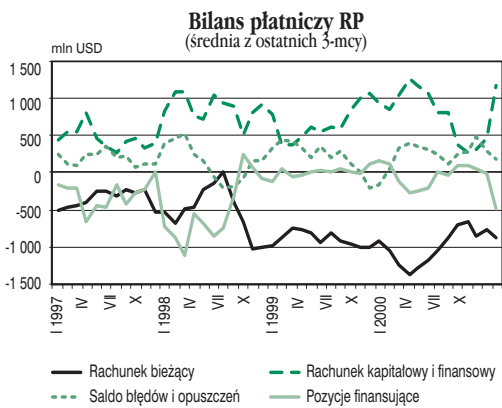
Podaż pieniądza w listopadzie wzrosła tylko o 1,2 proc. m/m po wzroście o 2,4 proc. w październiku. Nominalny wzrost podaży pieniądza wyniósł 14,2 proc. r/r, podczas gdy wzrost realny był na poziomie ok. 3,2 proc. r/r.

Kredyty dla gospodarstw domowych wzrosły tylko o 1,2 proc. m/m, a ich roczna dynamika uległa ograniczeniu do 34,5 proc. w listopadzie po 38,9 proc. w październiku. Kredyty dla przedsiębiorstw wzrosły tylko o 0,3 proc. m/m i 13,9 proc. r/r.

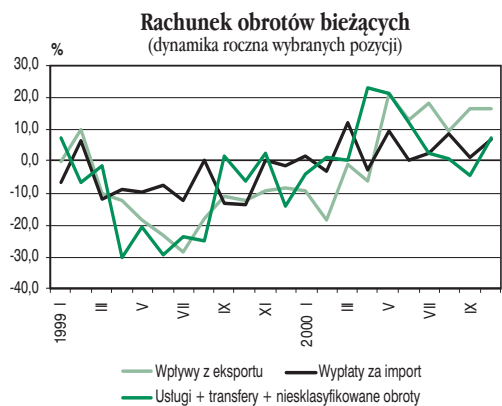
Dynamika depozytów gospodarstw domowych osiągnęła 22,0 proc. m, podczas gdy depozyty złotowe przedsiębiorstw wzrosły o 14,0 proc. r/r i 2,7 proc. m/m.

Realna podaż pieniądza na poziomie 3,2 proc. r/r będzie w najbliższych miesiącach zmniejszać dynamikę wzrostu gospodarczego. Bardzo niska i zmniejszająca się dynamika kredytów dla ludności, w połączeniu z zaledwie 0,8-proc. realnym wzrostem płac w listopadzie, będzie także czynnikiem osłabiającym popyt wewnętrzny.

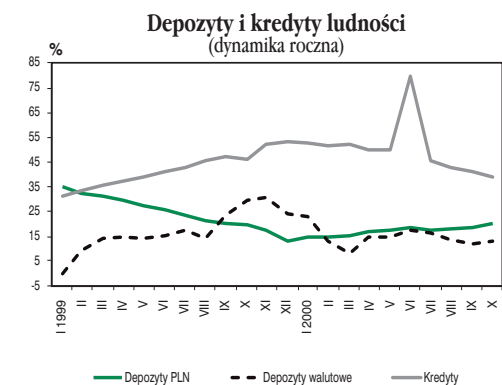
Silny złoty, spadająca inflacja, tylko niewielki wzrost wynagrodzeń realnych, będą argumentami za złagodzeniem restrykcyjności polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach. Jednakże nie oczekujemy natychmiastowej reakcji RPP. Podtrzymujemy nasz pogląd, że potencjalna obniżka stóp procentowych będzie miała ograniczony zakres i może nastąpić pod koniec I lub na początku II kwartału 2001 r.



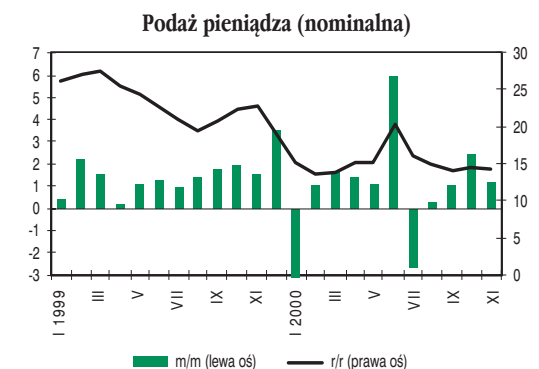
Źródło: NBP, obliczenia własne



Źródło: NBP



Źródło: NBP



Źródło: NBP

### Złoty wzmacnia się na fali oczekiwań obniżki stóp procentowych

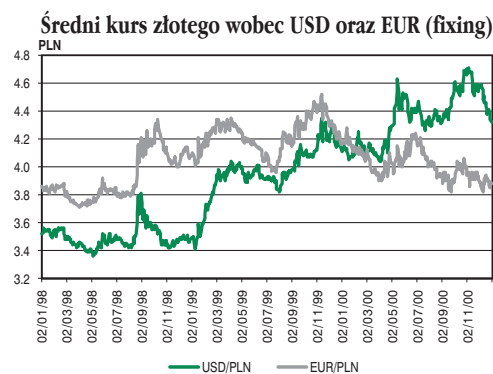
W ostatnim tygodniu listopada i w grudniu miało miejsce spektakularne wzmocnienie złotego względem USD z poziomu 4,57 PLN za USD (23 listopada) do poziomu 4,30 PLN za USD (19 grudnia). Tym samym złoty powrócił do poziomu z sierpnia i września br., który miał miejsce, kiedy rynek oczekiwał przepływow związanych z prywatyzacją TP SA. W okolicach 4,25-4,30 PLN za USD znajduje się silny poziom wsparcia i złoty powinien raczej utrzymać się na tym poziomie nawet przy dalszym napływie kapitału portfelowego, chyba że euro istotnie wzmocni się wobec USD. Wzmocnienie złotego pod koniec listopada i w grudniu spowodowane było dwoma czynnikami. Po pierwsze, słabe dane o produkcji przemysłowej za październik i listopad oraz bardzo dobre wyniki inflacji w listopadzie utwierdziły rynek w przekonaniu, że obniżka stóp procentowych musi nastąpić w przeciągu 3-6 miesięcy, pomimo zastrzeżeń, jakie RPP zgłasza wobec polityki fiskalnej. Po drugie, przez rynek przechodziły waluty z transakcji swapowych, dzięki którym FT uzyskał złotówki na zakup akcji TP SA.

O ile RPP zmieni nastawienie na neutralne w najbliższym czasie, złoty może nadal się wzmacniać. Obecne wzmocnienie złotego będzie powodować szybszy od oczekiwanego spadek inflacji i będzie czynnikiem przyspieszającym obniżkę stóp procentowych.

Silny złoty może jednakże wywierać presję na rachunek obrotów bieżących i prowadzić do pogorszenia się bilansu handlowego Polski. W naszej ocenie, ze względu na brak równowagi w handlu zagranicznym Polski, złoty jest obecnie znacznie przewartościowany. Dlatego w średnim terminie musi nastąpić dość istotna korekta kursu walutowego (osłabienie o ok. 20-25 proc.). Jednak w nadchodzących miesiącach złoty może być nadal mocny, wspierany napływem kapitału krótkoterminowego inwestowanego w polskie obligacje skarbowe. Uważamy, że utrzymywanie wysokich realnych stóp procentowych przez RPP w obecnej sytuacji jest niewskazane, prowadzić może bowiem do pogorszenia sytuacji na rachunku obrotów bieżących. Dobrym wyjściem z sytuacji byłaby dość szybka, ale stopniowa obniżka stóp procentowych. W naszej ocenie, biorąc pod uwagę niepewną sytuację finansów publicznych oraz niechęć RPP do zbyt szybkiego obniżania stóp procentowych, w 2001 r. jest miejsce na dwie lub trzy obniżki stóp procentowych o łącznej wysokości 2,5-3 pkt proc.

### Euro wzmacnia się wobec USD

W ostatnim tygodniu listopada spadkowy trend EUR wobec USD uległ odwróceniu. Po kilku fałszywych sygnałach w poprzednich miesiącach, w grudniu euro znalazło się w trendzie wzrostowym wobec dolara amerykańskiego, osiągając poziom 90 centów za euro. Spowodowane było to skumulowaniem się sygnałów o spowalnianiu amerykańskiej gospodarki, przy relatywnie dobrych wynikach strefy euro. Cykl koniunkturalny w USA wyprzedza cykl koniunkturalny w strefie euro i będzie to powodować, że pomimo oczekiwanego spowolnienia wzrostu w obu obszarach w przyszłym roku, różnica pomiędzy stopami wzrostu w USA i w strefie euro będzie nadal się zmniejszać. Zarząd Rezerwy Federalnej (FED) w najbliższym czasie powinien przyjąć neutralne nastawienie w polityce pieniężnej, co otwiera drogę do obniżki stóp procentowych w USA na początku przyszłego roku. Dzięki spadkowi cen ropy naftowej, presja inflacyjna w strefie euro powinna w najbliższym czasie ulec zmniejszeniu, co spowoduje, że Europejski Bank Centralny wkrótce może również zakończyć cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Zanim to nastąpi, w strefie euro niewykluczona jest jeszcze jedna podwyżka o 25 pb. w okresie 3-6 miesięcy. W nadchodzących miesiącach euro powinno stopniowo wzmacniać się wobec USD, prawdopodobnie jednak nie osiągając parytetu wobec USD w 2001 r.



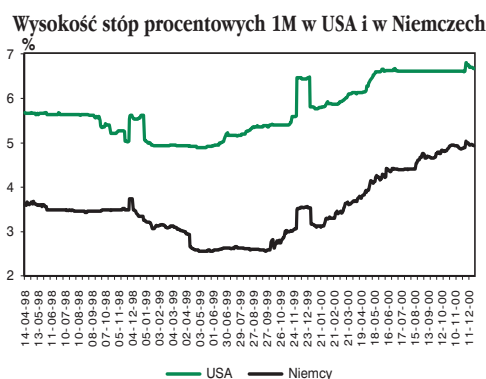
Źródło: NBP, Reuters



\* od 12.04.2000 za parytet przyjęto jego wartość z 11.04.2000  
Źródło: NBP, Reuters, obliczenia własne



Źródło: NBP, Reuters



Źródło: Reuters



## Stopy procentowe

Pod koniec listopada, w związku z rozliczeniem rezerwy obowiązkowej, miały miejsce duże wahania stawek O/N. Po wzroście stawek O/N w okresie 22-24 listopada do poziomu 23-24 proc., nastąpił ich znaczny spadek w dniach 27 do 30 listopada. Spowodowane było to tym, że te banki, które odczuwają niedobór płynności, wcześniej zgromadziły środki na rezerwę obowiązkową, co pogłębiło nadpłynność, która dotychczas często pojawiała się w systemie bankowym pod koniec miesiąca. Stawki O/N 29 listopada spadły do ok. 5 proc. Na początku grudnia cena krótkiego pieniądza ustabilizowała się na poziomie operacji otwartego rynku, ale w dniach 11 do 18 grudnia w systemie panowała lekka nadpłynność, spowodowana zmniejszeniem skali operacji otwartego rynku. 19 grudnia stawki O/N wzrosły, ze względu na zbliżający się termin rozliczenia rezerwy obowiązkowej.

W grudniu nastąpił dość istotny spadek stawek WIBOR dłuższych niż 1M. W okresie od 30 listopada do 19 grudnia WIBOR 3M spadł o 18 pb. do 19,60 proc., a WIBOR 6M spadł o 25 pb. do 19,56 proc.

## Bony skarbowe

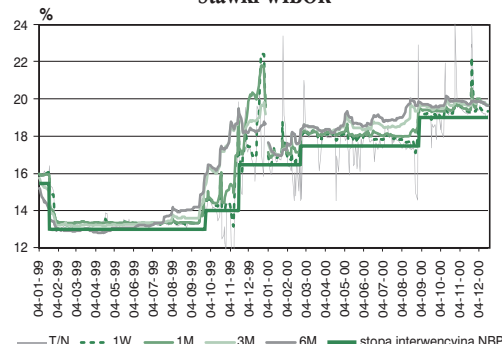
Rentowności bonów skarbowych o terminach zapadalności do 9M były stabilne w ostatnich czterech tygodniach na rynku wtórnym. W okresie od 24 listopada do 18 grudnia wystąpił niewielki spadek rentowności o 10 pb. Natomiast rentowność bonów skarbowych 12M w tym okresie spadła o 50 pb. do 17,60 proc., co oznacza, że rynek dyskontuje obniżkę stóp procentowych o ok. 200 pb. w przyszłym roku. Ministerstwo Finansów w grudniu zwiększyło podaż 52-tygodniowych bonów skarbowych o 200 mln PLN do 1,3 mld PLN, co nie spowodowało jednak wzrostu rentowności, ze względu na oczekiwania obniżki stóp procentowych NBP w nadchodzących miesiącach. Średnie rentowności bonów skarbowych 52-tygodniowych na przetargach w okresie 1-18 grudnia wyniosły 17,82 proc., co oznacza spadek o 15 pb. w porównaniu z rentownościami uzyskanymi na przetargach w listopadzie.

## Obligacje skarbowe

Począwszy od ostatniego tygodnia listopada, spadek rentowności obligacji skarbowych na rynku wtórnym uległ przyspieszeniu. Bardzo niski wzrost cen żywności, szybki spadek inflacji w ujęciu rocznym oraz słabnący popyt wewnętrzny spowodowały, że rynek zaczął oczekiwać obniżki stóp procentowych w niedalekiej przyszłości. Sytuacja makroekonomiczna uległa stabilizacji i prawdopodobne jest, że w najbliższych miesiącach zarówno inflacja, jak i deficyt obrotów bieżących będą spadać. Wzrost gospodarczy powinien być słaby także w I kwartale 2001 r., co czyni obniżkę stóp bardziej prawdopodobną. Spadek rentowności miał większy zakres na dłuższym końcu krzywej. Począwszy od 24 listopada, krzywa rentowności przesunęła się w dół o 135 pb. w sektorze 2L, o 150 pb. w sektorze 5L oraz o 195 pb. w sektorze 10L. Z tego, po danych o znacznie słabszej produkcji przemysłowej za listopad (18 grudnia), krzywa rentowności przesunęła się w dół o 25 do 75 pb. W nadchodzących tygodniach spadek rentowności na rynku wtórnym powinien być kontynuowany.

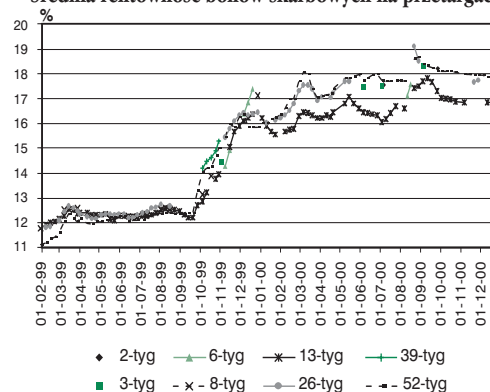
W grudniu podaż obligacji skarbowych na rynku pierwotnym (wg nominału) wyniosła 1,6 mld PLN wobec 1,7 mld PLN w listopadzie przy popycie w wysokości odpowiednio 3,9 i 5,0 mld PLN. Na rynku pierwotnym w grudniu średnia rentowność obligacji 2L spadła o 79 pb., a obligacji 5L o 76 pb.

Stawki WIBOR



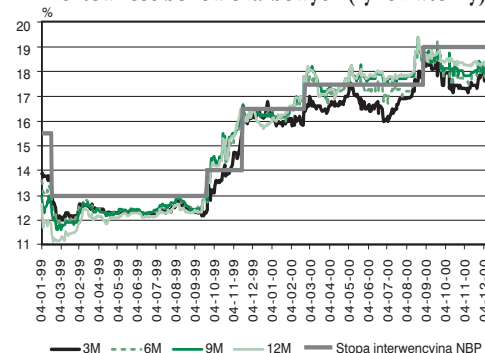
Źródło: NBP, WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Średnia rentowność bonów skarbowych na przetargach



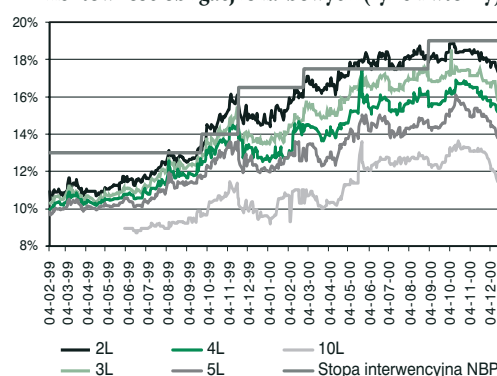
Źródło: NBP, WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Rentowność bonów skarbowych (rynek wtórny)



Źródło: NBP, WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Rentowność obligacji skarbowych (rynek wtórny)



Źródło: NBP, WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych



## Polityka pieniężna w 2001 r.

W ocenie RPP, występuje wiele zagrożeń zarówno po stronie dochodów, jak i wydatków sektora finansów publicznych. Budżet na 2001 r. został skonstruowany na podstawie bardzo optymistycznych założeń dotyczących zarówno dochodów, jak i wydatków. Stwarza to poważne zagrożenie dla rzeczywistego wykonania polityki fiskalnej w przyszłym roku.

Polityka fiskalna w przyszłym roku prawdopodobnie nie będzie bardziej restrykcyjna niż w roku bieżącym. Dlatego RPP ma ograniczone pole manewru i w przyszłym roku można się spodziewać obniżki stóp łącznie o około 250-300 pb., pomimo spodziewanego zwolnienia wzrostu gospodarczego.

RPP jest świadoma, że obecna kombinacja polityki pieniężnej i fiskalnej jest suboptymalna i powoduje zwolnienie wzrostu gospodarczego. Pomimo to RPP będzie bardzo ostrożna jeśli chodzi o obniżanie stóp procentowych. Obniżka o 100 pb. jest możliwa pod koniec I kwartału lub na początku II kwartału 2001 r. Do tego czasu stopy procentowe będą najprawdopodobniej bez zmian.

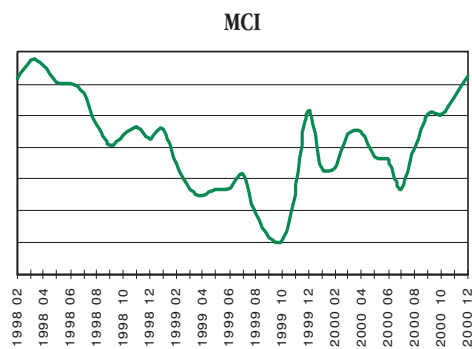
Dane makroekonomiczne świadczące o słabnięciu popytu wewnętrznego oraz sygnały świadczące o stabilizacji zewnętrznej gospodarki Polski powodują, że prawdopodobieństwo kolejnej podwyżki stóp procentowych jest znikome. Byłoby to możliwe tylko w przypadku poważnego szoku zewnętrznego (np. gwałtownego osłabienia się złotego i/lub nieoczekiwanego wzrostu inflacji).

Stopień restrykcyjności polityki pieniężnej, mierzony przez indeks warunków pieniężnych MCI (będący średnią ważoną realnej stopy procentowej i zmian efektywnego kursu walutowego), jest obecnie bardzo wysoki – na poziomie występującym na początku 1998 r. Spowodowane jest to zarówno bardzo wysokimi realnymi stopami procentowymi, które w nadchodzących miesiącach jeszcze wzrosną na skutek spadku inflacji, oraz wzmocnieniem się złotego, który 19 grudnia osiągnął 5,3 proc. odchylenia po silniejszej stronie dawnego parytetu.

Złoty może ulec jeszcze wzmocnieniu do 6-7 proc. po silniejszej stronie starego parytetu, ale nawet na obecnym poziomie jest on przewartościowany o ok. 5 proc.

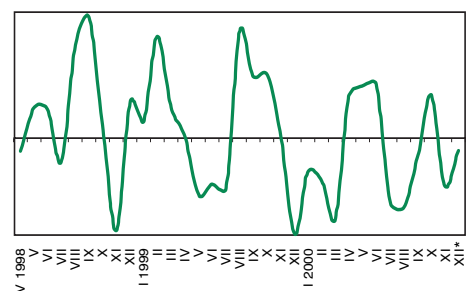
Popyt wewnętrzny jest obecnie słaby, ale spadek inflacji może być czynnikiem, który będzie rekompensował zwiększanie się stopy bezrobocia, co stwarza nadzieję na stabilizację popytu konsumpcyjnego (patrz wykres obok). Dynamika realnych wynagrodzeń jest obecnie bardzo niska i nie stwarza możliwości wzrostu konsumpcji indywidualnej. Kwestią otwartą pozostaje, na ile wypłata rekompensat z tytułu zbyt niskiego wzrostu wynagrodzeń w sferze budżetowej oraz odszkodowań za prace przymusową czasie II wojny światowej doprowadzi do wzrostu popytu wewnętrznego w 2001 r.

W obecnej sytuacji makroekonomicznej obniżka stóp procentowych wydaje się przesądzona. Otwartą kwestią pozostaje jednak czas jej przeprowadzenia. Czynnikiem opóźniającym obniżkę mogą być trudności w realizacji zaplanowanej wielkości deficytu ekonomicznego w przyszłym roku. Ocena budżetu przez RPP była bardziej negatywna niż można byłoby się spodziewać. Główne zastrzeżenia dotyczyły możliwości kontroli deficytu finansów publicznych, utrzymania pod kontrolą deficytu ZUS i realizacji zaplanowanej kwoty transferów do otwartych funduszy emerytalnych. Przyjęcie przez Sejm ustaw obojętnych, gwarantujących w przyszłorocznym budżecie 3,4 mld PLN oszczędności i dodatkowych dochodów, powoduje, że budżet na rok 2001 staje się bardziej realistyczny. Jednocześnie przybliża to perspektywę obniżki stóp procentowych NBP.



Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne

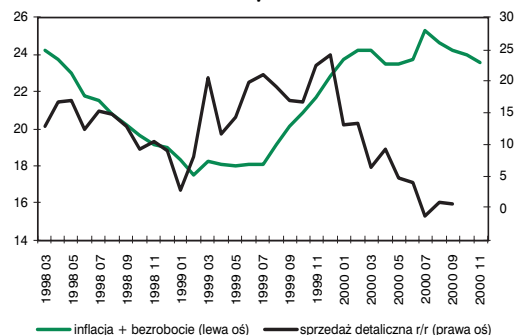
### Efektywny kurs walutowy



\* do 18 grudnia

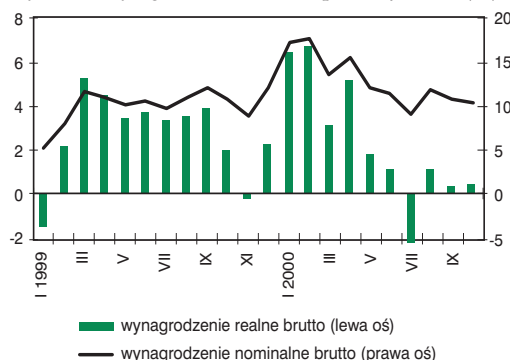
Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne

### Zdolność nabywcza ludności



Źródło: GUS, obliczenia własne

### Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: GUS





## Niskie wydatki budżetu w listopadzie

Deficyt budżetu państwa na koniec listopada wyniósł 14,90 mld zł, czyli 96,8 proc. planu na cały rok, w porównaniu ze 100 proc. po październiku. Obniżenie się wielkości wykonanego deficytu po listopadzie było przede wszystkim wynikiem pewnego spowolnienia w wykonaniu wydatków budżetowych. Udało się to osiągnąć w rezultacie z jednej strony determinacji Ministerstwa Finansów, jak i sprzyjających okoliczności pozwalających wydać mniej na obsługę długu publicznego oraz na dotacje dla systemu ubezpieczeń społecznych.

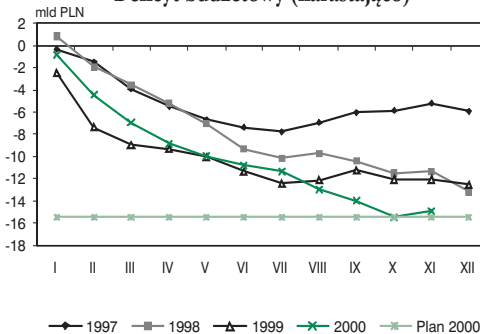
W trakcie jedenastu miesięcy br. zrealizowano przychody w kwocie 122,98 mld zł, stanowiącej 87,3 proc. całorocznego planu, w porównaniu z 78,4 proc. przed miesiącem. Wydatki budżetu wyniosły 137,89 mld zł, czyli 88,2 proc. planu na cały rok wobec 80,5 proc. po październiku. W samym listopadzie dochody budżetowe były po raz pierwszy w bieżącym roku wyższe od wydatków (różnica wyniosła niemal 500 mln zł), co wynikało że wspomnianego wyżej niskiego poziomu wydatków przy dochodach będących na normalnym poziomie.

Całkowite wpływy do budżetu wzrosły w listopadzie w tempie zbliżonym do poprzednich miesięcy. Bardzo silnie wzrosły przychody z podatku dochodowego od osób prawnych, osiągając 105,1 proc. planu, co wskazuje, że ich założony poziom zostanie na koniec roku wyraźnie przekroczony. Znacząco zwiększyły się wpływy z podatku dochodowego od osób fizycznych (do 80,8 proc.), które zaczęły nadrabiać zaległości z poprzednich miesięcy, ale jest już zbyt późno i nie jest możliwe osiągnięcie 100 proc. planowanej kwoty w grudniu. Natomiast wpływy z podatków pośrednich zwiększyły się słabiej niż z podatków dochodowych i tu także na pewno nie jest już możliwe uzyskanie 100 proc. planowanych przychodów. Właśnie niskie wpływy z podatków pośrednich sprawiły, że mimo iż pozostałe wpływy wzrosły silnie, to całkowite przychody zwiększyły się w tempie takim jak w poprzednich miesiącach. Podatki pośrednie zrealizowane poniżej planu zaważą na całym dochodach budżetu, które będą niższe niż zapisano to w ustawie budżetowej na rok bieżący.

Stosunkowo wolno rosły w listopadzie wydatki budżetowe. Najsilniej wzrosły dotacje na oba fundusze ubezpieczeń społecznych (FUS i KRUS), ale był to i tak dosyć umiarkowany wzrost o mniej niż 8 pkt proc. Wydatki te są na niskim poziomie – odpowiednio 89,1 proc. i 89,9 proc. planu. Jeszcze mniejszy wzrost nastąpił w kosztach obsługi długu krajowego, które osiągnęły 95,2 proc., a koszty długu zagranicznego zwiększyły się minimalnie do bardzo niskiego poziomu 79,9 proc. Subwencje dla jednostek samorządu terytorialnego wzrosły także umiarkowanie do stosunkowo wysokiego poziomu 97,6 proc. Dotacja dla Funduszu Pracy wzrosła relatywnie wolno i jej wykonanie ukształtowało się po listopadzie na poziomie 95,0 proc. Jak wynika z informacji prasowych, planowane są przez Radę Ministrów cięcia w wydatkach, tak aby dostosować je do niższych przychodów.

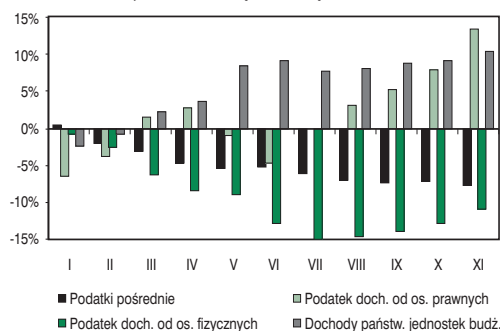
Listopadowe wyniki wykonania budżetu pozwalają przewidywać, że wykonalne jest w grudniu zamknięcie budżetu z deficytem na poziomie 15,4 mld zł 500 mln zł, jakie pozostaje do wykorzystania, zmniejsza niebezpieczeństwo przekroczenia planowanego deficytu.

Deficyt budżetowy (narastająco)



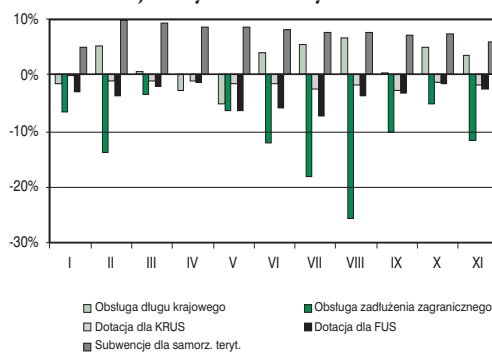
Źródło: Ministerstwo Finansów

Ważniejsze dochody - odchylenie od trendu\*



\* trend oznacza równomierny przysrost o 8,33% miesięcznie  
Źródło: Ministerstwo Finansów, obliczenia własne

Ważniejsze wydatki - odchylenie od trendu\*



\* trend oznacza równomierny przysrost o 8,33% miesięcznie  
Źródło: Ministerstwo Finansów, obliczenia własne

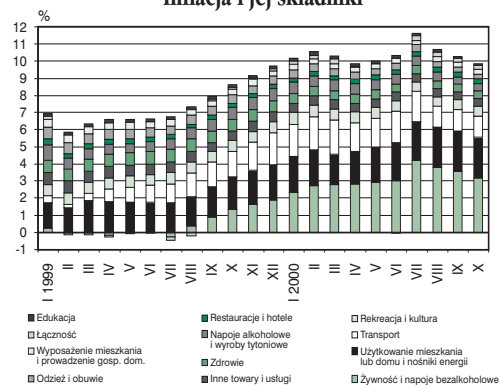
## Składniki inflacji

Wskaźnik inflacji liczony jest przez Główny Urząd Statystyczny na podstawie koszyka dóbr konsumenta z poprzedniego roku. Na początku nowego roku wagi tego koszyka zmieniają się wraz ze zmianami struktury konsumpcji. W roku 2000 najwyższą wagą opatrzone „żywność i napoje bezalkoholowe” (30,44). Istotny wpływ na inflację miało również „użytkowanie mieszkania lub domu i nośniki energii” (19,50). Spośród pozostałych dziesięciu głównych kategorii, najistotniejsza to „transport” (7,48). Wskutek wzrostu cen tych trzech kategorii, inflacja roczna zwiększyła się w październiku br. odpowiednio o: 3,17 pkt proc. (żywność i napoje bezalkoholowe), 2,38 pkt proc. (użytkowanie mieszkania lub domu i nośniki energii) i 1,26 pkt proc. (transport). Inflacja ogółem wyniosła w październiku 9,9 proc. Zmienność cen niektórych kategorii była bardzo duża. Żywność i napoje bezalkoholowe w lipcu br. zwiększyły inflację aż o 4,2 pkt proc., podczas gdy rok wcześniej grupa ta przyczyniła się do zmniejszenia inflacji o 0,3 pkt proc. Również dużą zmiennością charakteryzowały się ceny transportu (głównie ze względu na zmiany cen paliw) – ich wpływ na inflację wahał się od 0,2 pkt proc. w lutym 1999 r. do 2,0 pkt proc. w marcu 2000 r. Gdyby podzielić 12 głównych kategorii składników inflacji na 4 grupy w zależności od ich zmienności (mierzonej odchyleniem standardowym), to w grupie o największej zmienności znalazłyby się właśnie te dwie kategorie oraz łączność. Na wykresie wyraźnie widać, jak duży wpływ, szczególnie w tym roku, mają na inflację czynniki najbardziej zmienne (grupa I) – stanowią obecnie połowę jej wartości, podczas gdy w pierwszym półroczu ubiegłego roku były tylko jej niewielkim ułamkiem. Gdyby nie tak dynamiczny ich wzrost, inflacja byłaby znacznie niższa – ceny składników grup II-IV obniżyły się bowiem od stycznia 1999 r. do października 2000 r. o około 1 pkt proc.

## Inflacja bazowa

Wyłączenie z inflacji czynników o największej zmienności ma na celu obliczenie tzw. inflacji netto, która może być traktowana jako inflacja bazowa, ukazująca trwale tendencje zmian cen. Jedną z metod stosowanych przez Narodowy Bank Polski do obliczenia inflacji bazowej jest liczenie inflacji netto poprzez wyłączenie z inflacji cen żywności i paliw. W okresie od stycznia 1999 do października 2000 wskaźnik inflacji liczony z usunięciem z koszyka dóbr paliw silnikowych kształtował się podobnie jak wskaźnik pełnej inflacji, z tym że był on przez większość miesięcy niższy. Jedynie od stycznia do marca 1999 r. inflacja bez paliw była nieco wyższa. W następnych miesiącach sytuacja się odwróciła, a ponadto różnica między tymi dwoma wskaźnikami zaczęła rosnąć. Była ona najwyższa w marcu 2000 r., kiedy wyniosła 1,3 pkt proc. Z kolei zmniejszyła się ona w kwietniu i następnych miesiącach do około 1 pkt proc. i tyle wyniosła też w lipcu – przy maksimum wskaźnika inflacji. Natomiast począwszy od sierpnia inflacja liczona z pominięciem cen paliw jest niższa od pełnego wskaźnika cen konsumpcyjnych o około 0,5 pkt proc. Usunięcie żywności i napojów bezalkoholowych z koszyka dóbr powoduje, że tak obliczona inflacja jest przez większość miesięcy wyższa od inflacji całkowitej, a ponadto bardziej stabilna. Na początku 1999 r. różnica między tymi wskaźnikami wynosiła nieco poniżej 2,9 pkt proc. i wzrosła do maksimum 3,3 pkt proc. w lipcu 1999 r. Od kolejnego miesiąca zaczęła ona spadać i w czerwcu 2000 r. inflacja bez żywności była już tylko minimalnie wyższa od wskaźnika pełnego. W lipcu, przy maksimum inflacji, obliczany przez nas wskaźnik był od niej niższy i to aż o 1 pkt proc. W następnych miesiącach różnica ta zmniejszyła się.

Inflacja i jej składniki



Źródło: GUS, obliczenia własne

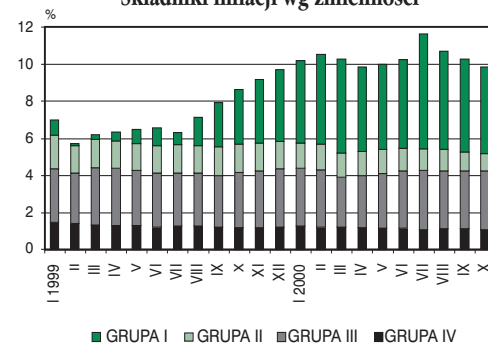
Tab. 5.

Główne kategorie składające się na inflację wg zmienności	odchylenie standardowe*
<b>GRUPA I</b>	
Transport	7,15
Łączność	5,76
Żywność i napoje bezalkoholowe	4,96
<b>GRUPA II</b>	
Zdrowie	2,68
Edukacja	2,26
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	1,65
<b>GRUPA III</b>	
Odzież i obuwie	1,30
Użytkowanie mieszkania, domu i nośniki energii	1,19
Inne towary i usługi	1,09
<b>GRUPA IV</b>	
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego	1,08
Restauracje i hotele	0,85
Rekreacja i kultura	0,79

\* w okresie I 1999 - X 2000

Źródło: GUS, obliczenia własne

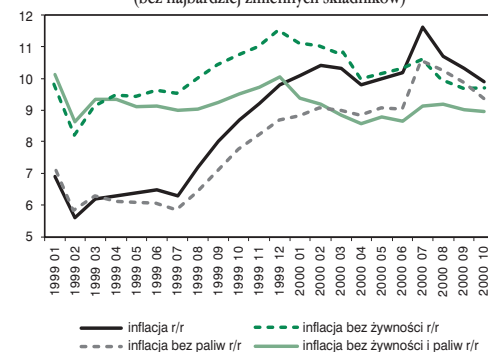
Składniki inflacji wg zmienności



Źródło: GUS, obliczenia własne

Inflacja netto

(bez najbardziej zmiennych składników)



Źródło: GUS, obliczenia własne



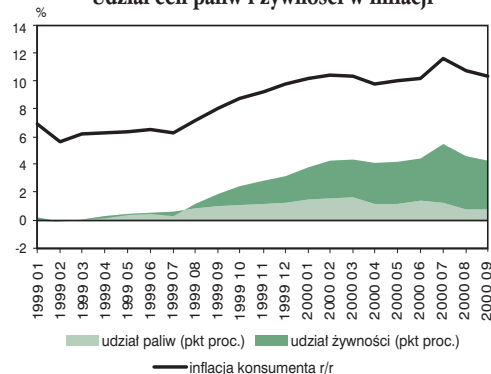
Tak więc zmiany cen paliw przyczyniały się do wzrostu inflacji przede wszystkim od kwietnia 1999 do marca 2000. Później rola tego czynnika osłabła, natomiast większego znaczenia nabral wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych. Wskaźnik inflacji netto, liczony z wyłączeniem zarówno cen paliw, jak i żywności, zachowywał się w latach 1999-2000 stabilnie, wykazując nawet lekką tendencję zniżkową (z 10,1 proc. na początku 1999 r. do 9,0 proc. w październiku br.). Ponieważ zwykła inflacja rosła, wskaźnik inflacji bazowej (netto) w 1999 r. był od niej wyższy, zaś w 2000 r. – niższy. Jeżeli natomiast przyjąć założenie, że paliwa i żywność pozostają w koszyku inflacyjnym, ale ich ceny są stałe, to inflacja w analizowanym okresie oscylowałaby wokół 6 proc., z tendencją zniżkową. Tendencja ta przybiera jeszcze na mocy, kiedy dodatkowo przyjmie się zerowy wzrost cen energii.

Inną metodą stosowaną przez NBP przy liczeniu inflacji bazowej jest 15-proc. średnia obcięta. Polega ona na wygładzeniu szeregu poprzez eliminowanie z inflacji tych składników, które w danym okresie zanotowały największe i najmniejsze zmiany cen (w tym przypadku odrzucano po 15 proc.). Kształtowanie się tego wskaźnika było podobne jak zwykłego wskaźnika inflacji, z tym że będąc początkowo na wyższym poziomie, zanotował on mocniejszy spadek, a później jego wzrost był nieco łagodniejszy. Przy analizie zjawisk inflacyjnych pomocna może być również mediana, dzieląca daną zbiorowość na pół. Od stycznia do sierpnia 1999 r. spadła ona z 8,85 proc. do 5,3 proc., a po stopniowym wzroście osiągnęła 7,8 proc. w październiku br. Z faktu że mediana jest obecnie znacznie niższa niż wskaźnik inflacji wynika, że inflację winduje tylko kilka grup, które mają na nią duży wpływ (żywność, paliwa, energia). Wzrost cen paliw w marcu br. wyniósł aż 57 proc. r/r i przełożyło się to na wzrost inflacji o 1,6 pkt proc., żywność wzrosła w lipcu br. o 13,8 proc. r/r, co aż o 4,2 pkt proc. podniosło inflację, natomiast energia zdrożała w październiku br. o 10,9 proc. r/r, wskutek czego inflacja wzrosła o 1,2 pkt proc.

Powyższa analiza prowadzi do wniosku, że dla efektywnej walki z inflacją w polskich warunkach niezbędne jest prowadzenie takiej polityki, która ustabilizowałaby rynki czynników mających ostatnio największe znaczenie, jeśli chodzi o generowanie impulsów inflacyjnych. Szoki podażowe, które wpływały w ostatnich dwóch latach na rynek żywności i paliw są poza kontrolą władz monetarnych. Zarówno na rynku żywności, jak i paliw duże znaczenie ma znoszenie barier handlowych w obrocie z zagranicą. To napotyka jednak na silny opór producentów krajowych. Jeśli chodzi o ceny żywności, to negatywny wpływ na ich kształtowanie miała procykliczna polityka rządu względem rolnictwa, pogłębiająca wahania cen, zamiast je stabilizować. Specyfika polskiego rynku paliwowego, w dużym stopniu zmonopolizowanego, dodatkowo potęgowała wzrost cen paliw, jaki miał miejsce na świecie. Wskazana wydaje się zatem deregulacja i demonopolizacja tego rynku. Pewne kroki w celu przeciwdziałania nadmiernemu wzrostowi cen w tych obszarach zostały podjęte. Dzięki temu, jak również dzięki korzystnym warunkom zewnętrznym – odwróceniu wzrostowej tendencji cen paliw na giełdach światowych, inflacja zaczęła spadać w ostatnich miesiącach. Głównych tego przyczyn należy upatrywać właśnie w stabilizacji cen żywności oraz spadku cen paliw. Gdyby tendencje takie utrzymały się, dalszy spadek inflacji w najbliższym czasie wydaje się bardzo prawdopodobny.

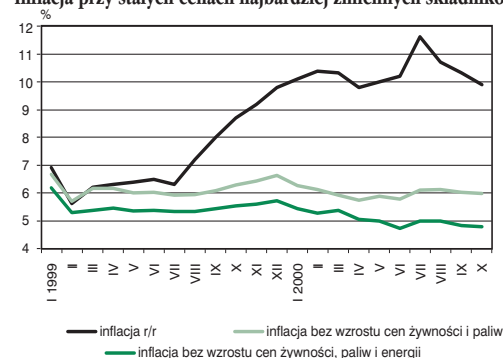
Inflacja bazowa w badanym okresie była dość stabilna. Wpływ zmian polityki pieniężnej na inflację bazową wydaje się być bardzo ograniczony.

**Udział cen paliw i żywności w inflacji**



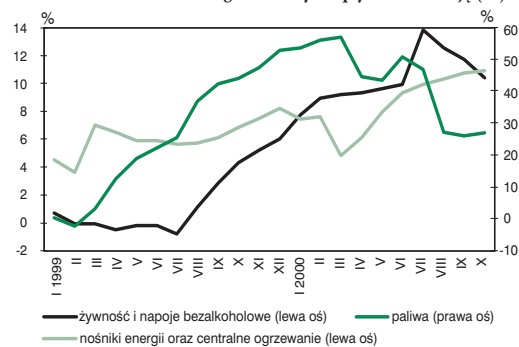
Źródło: GUS, obliczenia własne

**Inflacja przy stałych cenach najbardziej zmiennych składników**



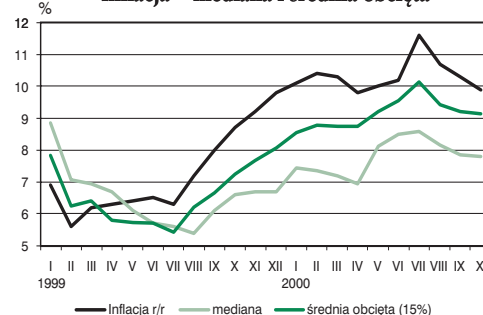
Źródło: GUS, obliczenia własne

**Wskaźniki zmian cen kategorii o dużym wpływie na inflację (r/r)**



Źródło: GUS, obliczenia własne

**Inflacja – mediana i średnia obcięta**



Źródło: GUS, obliczenia własne

## Nakłady inwestycyjne

Nakłady inwestycyjne ogółem w cenach bieżących w gospodarce Polski w okresie trzech kwartałów roku 2000 spadły o 7,5 proc. w porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego. Od dwóch lat roczna dynamika nakładów inwestycyjnych spada. Dla porównania w roku 1999 wyniosła ona +11,7 proc., a w roku 1998 +29,3 proc.

Spośród czterech działów gospodarki największy spadek nakładów inwestycyjnych nastąpił w budownictwie – o 31,6 proc. Z kolei w roku 1998 roczna dynamika nakładów w budownictwie była najwyższa i wyniosła +61,5 proc., co prowadzi do wniosku, że budownictwo jest działem najbardziej wrażliwym na korzystne lub niekorzystne warunki dla inwestycji. Mniej wrażliwe, choć również wykazujące silne wahania, są handel i naprawy, w których dynamika nakładów wyniosła -18,0 proc. w okresie styczeń-wrzesień br., a w roku 1998 +44,7 proc. Dużo mniejsza zmienność charakteryzuje wielkość inwestycji w przemyśle. W bieżącym roku nakłady inwestycyjne spadły w tym dziale o 7,7 proc., podczas gdy w roku 1998 wzrosły o 21,6 proc. Natomiast w dziale transport, gospodarka magazynowa i łączność nakłady inwestycyjne w roku bieżącym wykazały dodatnią dynamikę, wzrastając o 1,6 proc., wykazując w ten sposób najniższą wrażliwość na wysoki poziom stóp procentowych i niekorzystny stan koniunktury.

W bieżącym roku najwyższy wzrost nakładów inwestycyjnych spośród wszystkich sektorów przemysłu nastąpił w produkcji pozostałego sprzętu transportowego (o 79,1 proc.), produkcji skór i wyrobów skórzanych (o 65,1 proc.) oraz produkcji wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych (o 34,9 proc.). Najwyższe spadki miały miejsce w produkcji metali (o 49,4 proc.), produkcji celulozowo-papierniczej (o 46,5 proc.) oraz w produkcji koksu, ropy naftowej i pochodnych (o 37,3 proc.).

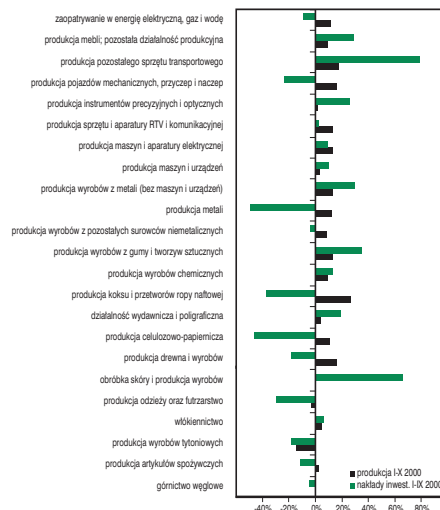
Tymczasem w okresie od stycznia do października bieżącego roku produkcja wykazała najwyższą dynamikę w sektorze wytwarzającym przetwory ropy naftowej i pochodne (wzrost o 27,2 proc) oraz w sektorze wytwarzającym pozostały sprzęt transportowy (wzrost o 17,6 proc.). Natomiast spadki produkcji sprzedanej wystąpiły w produkcji wyrobów tytoniowych (o 14,8 proc.) oraz w produkcji odzieży i futrzarstwie (o 3,0 proc.).

## Mieszkania

W ciągu ostatnich trzech lat liczba mieszkań w budowie wzrosła o ponad 100 tysięcy, osiągając pod koniec października br. 713,1 tys. sztuk. Wzrost ten był stabilny, jedynie w okresie zimowym następowało jego sezonowe spowolnienie, wynikające ze specyfiki branży budowlanej. Dynamika roczna szybko rosła w 1999 r., osiągając w grudniu 8,6 proc., o 6 pkt proc. więcej niż rok wcześniej. Wiązało się to z zapowiedzią likwidacji ulgi budowlanej od 2000 r. – podatnicy, chcąc ją wykorzystać, rozpoczęli wówczas budowę. W drugiej połowie br. poziom dynamiki uległ lekkiemu obniżeniu – do 7,2 proc. w październiku.

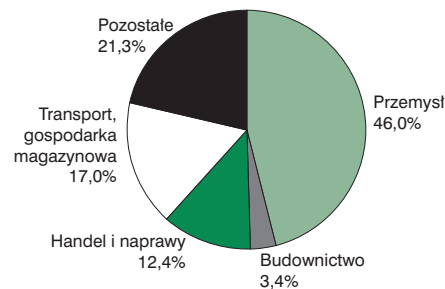
Zdecydowanie najwięcej mieszkań oddawanych jest do użytku pod koniec roku – w grudniu 1999 roku było ich 15 878, podczas gdy w ciągu roku około 6 tysięcy. Dynamika mieszkań oddanych do użytku wykazywała w 1999 r. silną tendencję wzrostową. W roku 2000 nastąpił jej lekki spadek.

Roczna dynamika produkcji i nakładów inwestycyjnych w przemyśle



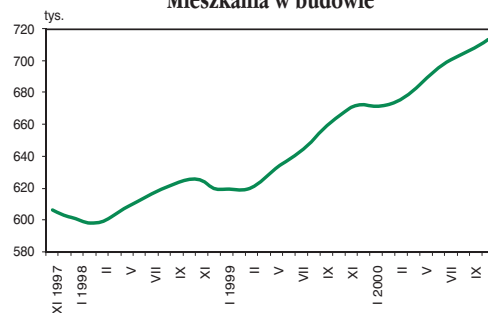
Źródło: GUS, obliczenia własne

Struktura nakładów inwestycyjnych I-X 2000



Źródło: GUS, obliczenia własne

Mieszkania w budowie



Źródło: GUS, obliczenia własne





Kalendarz makroekonomiczny grudzień 2000 / styczeń 2001					
Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek	
<b>18 grudnia 2000</b> POL: Produkcja przemysłowa (XI) POL: Ceny produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej (XI)	<b>19</b> USA: <i>Handel zagraniczny (X)</i> USA: <i>Postępowanie FED</i>	<b>20</b> POL: Postępowanie Rady Polityki Pieniężnej	<b>21</b> POL: Bezrobocie (XI) POL: PKB (III kw.) CZ: <i>Handel zagraniczny (XI)</i> GER: <i>Ceny producenta (XI)</i>	<b>22</b> USA: <i>Zamówienia na dobra trwałe użytku (XI)</i> USA: <i>Nastroje konsumenckie (XII)</i>	
<b>25</b> Boże Narodzenie	<b>26</b> Boże Narodzenie	<b>27</b> POL: Ceny żywności (I poł. XII)	<b>28</b>	<b>29</b> CZ: <i>Podaż pieniądza (XI)</i>	
<b>1 stycznia 2001</b> Nowy Rok	<b>2</b> POL: Bilans płatniczy (XI) POL: Handel zagraniczny wg płatności (XI) CZ: <i>Budżet państwa (XII)</i>	<b>3</b> POL: Ceny żywności (II poł. XII)	<b>4</b> POL: Koniunktura w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym (XII) EUR: <i>Postępowanie EBC</i> USA: <i>Zamówienia w przemyśle (XI)</i>	<b>5</b> GER: <i>Zamówienia w przemyśle (XI)</i> USA: <i>Bezrobocie</i>	
<b>8</b> POL: Wybrane pozycje bilansu NBP (XII) POL: Oficjalne aktywa rezerwowe (XII) GER: <i>Produkcja przemysłowa (XI)</i>	<b>9</b> GER: <i>Bezrobocie (XII)</i> CZ: <i>Inflacja (XII)</i> CZ: <i>Bezrobocie (XII)</i>	<b>10</b> GER: <i>Bilans płatniczy (XI)</i>	<b>11</b>	<b>12</b> CZ: <i>Ceny producenta (XII)</i> CZ: <i>Produkcja przemysłowa (XI)</i> CZ: <i>Produkcja budowlana (XI)</i> USA: <i>Sprzedaż detaliczna (XII)</i> USA: <i>Ceny producenta (XII)</i>	
<b>15</b> POL: Inflacja (XII) POL: Budżet państwa (XII) POL: Place i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (XII) POL: Podaż pieniądza (XII)	<b>16</b>	<b>17</b> USA: <i>Inflacja (XII)</i> CZ: <i>Sprzedaż detaliczna (XI)</i>	<b>18</b> POL: Produkcja przemysłowa (XII) POL: Ceny produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej (XII) EUR: <i>Postępowanie EBC</i>	<b>19</b> USA: <i>Handel zagraniczny (XI)</i>	
<b>22</b> POL: Bezrobocie (XII) CZ: <i>Handel zagraniczny (XII)</i>	<b>23</b> POL: Ceny żywności (I poł. I)	<b>24</b> POL: Postępowanie Rady Polityki Pieniężnej	<b>25</b>	<b>26</b> USA: <i>Zamówienia na dobra trwałe użytku (XI)</i>	
<b>29</b> CZ: <i>Podaż pieniądza</i>	<b>30</b> USA: <i>Postępowanie FED</i>	<b>31</b> USA: <i>Postępowanie FED</i>	<b>1 lutego</b> POL: Bilans płatniczy (XII) POL: Handel zagraniczny wg płatności (XII) EUR: <i>Postępowanie EBC</i>	<b>2</b>	

## Spojrzenie na gospodarkę

KATEGORIA	jednostka	grudzień	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec	sierpień	wrzesień	październik	listopad
<b>CENY</b>													
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (r/r)	%	9,8	10,1	10,4	10,3	9,8	10,0	10,2	11,6	10,7	10,3	9,9	9,3
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (m/m)	%	0,9	1,8	0,9	0,9	0,4	0,7	0,8	0,7	-0,3	1,0	0,8	0,4
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (r/r)	%	8,0	8,2	8,1	7,3	7,4	7,9	8,9	9,0	8,4	8,3	8,0*	7,3
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (m/m)	%	0,5	0,5	0,5	0,4	0,7	0,9	1,0	0,6	0,4	0,8	0,6*	0,1
Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej (r/r)	%	9,1	7,7	7,5	7,7	8,3	8,4	8,8	9,1	8,7	8,1	7,8*	7,8
Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej (m/m)	%	0,5	0,6	0,6	0,9	1,1	0,7	0,7	0,4	0,5	0,2	0,5	0,6
Kurs USD/PLN (r/r)	%	19,6	15,9	9,0	3,7	5,8	14,3	11,6	11,3	10,3	10,1	12,8	7,2
Kurs USD/PLN (m/m)	%	-2,0	-1,6	0,8	-1,1	3,5	6,2	-2,2	-1,7	0,8	3,0	3,3	-1,6
Kurs EUR/PLN (r/r)	%	-	1,3	-3,9	-7,9	-6,6	-2,6	1,9	1,3	-5,9	-8,7	-9,8	-11,2
Kurs EUR/PLN (m/m)	%	-4,0	-1,4	-1,8	-3,3	1,3	1,8	2,4	-2,5	-2,9	-0,8	1,4	-1,7
Wynagrodzenie realne brutto w sektorze przedsiębiorstw (r/r)	%	2,3	6,5	6,8	3,1	5,2	1,8	1,3	-2,2	1,1	0,4	0,5	0,8
<b>SFERA REALNA</b>													
Produkt krajowy brutto (r/r)	%	6,2	-	-	6,0	-	-	5,2	-	-	-	-	-
Produkcja przemysłu (r/r)	%	19,1	7,9	16,4	6,8	5,3	12,1	13,4	7,8	9,2	5,0	7,1*	4,6
Produkcja przemysłu (m/m)	%	5,7	-19,0	7,3	11,6	-8,4	7,7	1,2	-6,9	6,1	5,0	2,1*	-3,3
Produkcja budowlano-montażowa (r/r)	%	12,3	4,6	5,6	4,2	-5,6	-0,6	1,2	-2,9	-2,1	-3,7	-1,7	-1,3
Produkcja budowlano-montażowa (m/m)	%	49,3	-57,7	6,6	17,5	-0,1	16,8	11,6	-4,6	7,2	7,0	6,6*	-17,8
Sprzedaż detaliczna towarów <sup>a</sup> (r/r)	%	34,6	20,3	25,4	16,9	19,9	15,1	14,8	10,3	11,2	10,4	7,2	-
Sprzedaż detaliczna towarów <sup>a</sup> (m/m)	%	23,2	-32,1	5,0	17,2	2,2	-0,6	2,8	-0,7	1,4	-0,8	1,5	-
Eksport w ujęciu celnym (r/r)	%	27,0	31,8	35,5*	15,9*	21,0*	23,9	34,4*	38,8*	27,9*	21,7	-	-
Eksport w ujęciu celnym (m/m)	%	-4,4	-7,7	13,9	5,5*	-6,9	4,3	4,8*	-0,2*	-3,3*	9,3	-	-
Import w ujęciu celnym (r/r)	%	34,7	31,2	34,7	12,2	13,5	31,7*	24,1*	21,1*	15,5*	5,6	-	-
Import w ujęciu celnym (m/m)	%	-2,9	-19,4	13,2*	9,4	-8,1	16,6	-6,2*	-1,4*	-6,2*	6,0	-	-
<b>RYNEK PRACY</b>													
Liczba bezrobotnych	tys.	2 350	2 478	2 528	2 534	2 490	2 446	2 437	2 478	2 496	2 529	2 548	2 613
Stopa bezrobocia	%	13,1	13,7	14,0	14,0	13,8	13,6	13,6	13,8	13,9	14,0	14,1	14,5
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	tys.	5 679	5 319	5 316	5 308	5 301	5 292	5 295	5 284	5 271	5 269	5 274	5 247
Przeciętne wynagrodzenie brutto	PLN	2 186	1 882	1 926	1 992	2 067	1 988	2 049	2 036	2 051	2 088	2 089	2 160
Nominalny wzrost wynagrodzeń brutto (r/r)	%	12,3	17,2	17,9	13,7	15,5	12,0	11,5	9,2	11,9	10,7	10,4	10,2
<b>BUDŻET PAŃSTWA</b>													
Dochody budżetowe	mld PLN	125,9	11,0	20,3	31,0	40,9	51,8	64,2	74,8	86,2	98,0	110,5	123,0
Wydatki budżetowe	mld PLN	138,5	11,8	24,8	38,0	49,8	61,8	75,0	86,1	99,2	111,9	125,9	137,9
Wynik budżetu państwa	mld PLN	-12,6	-0,9	-4,5	-6,9	-8,9	-10,0	-10,8	-11,3	-13,0	-14,0	-15,4	-14,9
Zadłużenie krajowe budżetu państwa	mld PLN	134,7	-	-	141,9	-	-	143,7	-	-	-	-	-
Zadłużenie zagraniczne budżetu państwa	mld PLN	129,7	-	-	128,2	-	-	135,8	-	-	-	-	-

# Spojrzenie na gospodarkę



KATEGORIA	jednostka	grudzień	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec	sierpień	wrzesień	październik	listopad
<b>BILANS PŁATNICZY</b>													
Rachunek bieżący	mln USD	-1 683	-1 207	-954	-1 344	-850	-401	-860	-701	-961	-592*	-1 051	-
Saldo handlu zagranicznego w ujęciu płatniczym	mln USD	-1 765	-1 458	-1 140	-1 241	-1 075	-894	-1 041	-1 042	-1 324	-972*	-1 000	-
Eksport	mln USD	2 470	1 922	2 038	2 371	2 032	2 407	2 397	2 473	2 271	2 424*	2 590	-
Import	mln USD	4 235	3 380	3 178	3 612	3 107	3 301	3 438	3 515	3 595	3 396*	3 590	-
Saldo usług	mln USD	-208	-174	-171	-202	-177	-105	-159	-131	-119	-90*	-100	-
Niesklasyfikowane obroty bieżące	mln USD	174	286	225	218	398	324	337	309	350	420	485	-
Rachunek kapitałowy i finansowy	mln USD	1 405	1 485	647	1 074	672	653	-165	343	725	357*	2 442	-
Inwestycje bezpośrednie	mln USD	744	763	354	430	449	310	363	488	169	242*	4 557	-
Inwestycje portfelowe	mln USD	256	244	587	1 598	131	20	90	232	-234	-72*	-262	-
<b>PODAŻ PIENIĄDZA</b>													
Podaż pieniądza	mld PLN	263	255	258	262	266	269	285	277	278	281	287	291
Podaż pieniądza (r/r)	%	19,3	15,1	13,7	13,8	15,2	15,2	20,6	16,2	14,9	14,1	14,6	14,2
Podaż pieniądza (m/m)	%	3,5	-3,1	1,0	1,6	1,5	1,1	5,9	-2,7	0,3	1,0	2,4	1,2
Depozyty ogółem (r/r)	%	18,3	15,7	14,7	15,5	16,6	16,8	23,3	18,5	17,1	16,1	17,4	16,9
Depozyty ogółem (m/m)	%	2,4	-1,6	1,3	1,9	0,9	1,6	6,4	-3,1	0,5	1,1	3,0	1,6
Kredyty dla osób fizycznych (r/r)	%	53,0	52,5	51,8	52,1	49,8	49,9	79,4	45,7	42,9	40,9	38,9*	34,9
Kredyty dla osób fizycznych (m/m)	%	4,5	0,6	1,2	3,4	1,6	3,8	25,2	-15,0	2,5	3,0	2,3*	1,2
Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r)	%	21,6	20,8	18,8	18,1	19,1	17,9	19,7	18,8	18,2	17,4	16,1*	13,9
Kredyty dla przedsiębiorstw (m/m)	%	-1,5	2,5	1,0	0,9	2,0	0,6	2,2	0,1	1,4	2,3	1,4*	0,3
<b>WSKAŹNIKI FINANSOWE</b>													
Średnie odchylenie od parytetu <sup>b</sup>	%	-1,3	-3,0	-3,7	-6,2	-5,1	-	-	-	-	-	-	-
Średni kurs USD <sup>c</sup>	PLN	4,1696	4,1036	4,1353	4,0902	4,2347	4,4988	4,3994	4,3229	4,3593	4,4900	4,6369	4,5606
Średni kurs EUR <sup>c</sup>	PLN	4,2200	4,1608	4,0850	3,9507	4,0033	4,0758	4,1740	4,0684	3,9486	3,9152	3,9696	3,9035
Średni kurs DEM <sup>c</sup>	PLN	2,1577	2,1274	2,0886	2,0200	2,0469	2,0839	2,1341	2,0801	2,0189	2,0018	2,0296	1,9958
Średnia stawka WIBOR T/N <sup>c</sup>	%	17,69	17,50	16,29	17,92	17,64	17,33	17,73	17,87	17,31	18,84	19,74	20,07
WIBOR 1M <sup>c</sup>	%	20,45	17,26	17,44	18,17	18,15	18,13	18,13	18,05	18,24	19,39	19,47	19,65
WIBOR 3M <sup>c</sup>	%	19,03	17,30	17,85	18,44	18,34	18,60	18,55	18,51	19,12	19,55	19,68	19,75
Średnia rentowność bonów skarbowych 3M <sup>c</sup>	%	16,28	16,03	16,13	16,56	16,72	17,01	16,49	16,48	17,38	18,17	17,53	17,44
Średnia rentowność bonów skarbowych 12M <sup>c</sup>	%	15,99	16,18	17,00	17,57	17,31	17,86	17,85	17,76	18,34	18,65	18,41	18,31
Średnia rentowność obligacji skarbowych 2L <sup>c</sup>	%	14,78	15,10	16,17	16,56	16,85	17,78	18,02	17,77	18,27	18,11	18,54	18,23
Średnia rentowność obligacji skarbowych 10L <sup>c</sup>	%	9,81	10,13	10,55	10,42	10,56	11,89	12,46	12,53	12,72	12,40	13,24	13,06
<b>PARAMETRY POLITYKI PIENIĘŻNEJ</b>													
Stopa interwencyjna	%	16,5	16,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	19,0	19,0	19,0	19,0
Stopa redyskontowa	%	19,0	19,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	21,5	21,5	21,5	21,5
Stopa lombardowa	%	20,5	20,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	23,0	23,0	23,0	23,0
Miesięczna stopa dewaluacji <sup>b</sup>	%	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	-	-	-

\* dane skorygowane, <sup>a</sup> w cenach bieżących, <sup>b</sup> do 11 kwietnia 2000 roku, <sup>c</sup> średnie liczone z uwzględnieniem dni wolnych od pracy

źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters, szacunki własna



## WIELKOPOLSKI BANK KREDYTOWY SA

### Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych WBK SA

ul. Kozia 10, 61-835 Poznań  
tel. 0 61 856 58 35 sekretariat, fax 0 61 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach do 19.12.2000, zostało przygotowane przez

### WYDZIAŁ ANALIZ EKONOMICZNYCH Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych WBK SA

**Arkadiusz Krześniak** – Główny Ekonomista

**Aleksander Krzyżaniak** – Asystent

**Sławomir Nosal** – Asystent

tel. 0 61 856 58 23, fax 0 61 856 55 65, e-mail: ekonomia@wbk.com.pl

Serwis ekonomiczny w Internecie: [www.wbk.pl](http://www.wbk.pl)

Komentarz makroekonomiczny w serwisie Reuters: WBKECON

### DEPARTAMENT OPERACJI ZAGRANICZNYCH

**Dorota Bernatowicz** – Dyrektor Departamentu

tel. 0 61 856 48 20, fax 0 61 856 48 28, e-mail: dorber@wbk.com.pl

### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

**Tadeusz Kopeć** – Dyrektor Departamentu

tel. 0 61 856 50 10, fax 0 61 856 55 65

Wydział Dealerów - Poznań			Wydział Dealerów - Warszawa		
Piotr Kinastowski	<i>Z-ca Dyrektora</i>	0 61 856 58 22	Al. Jana Pawła II 25, Atrium Tower, 00-854 Warszawa tel. 0 22 653 46 88, fax 0 22 653 46 79		
<b>Zespół Obsługi Klientów Korporacyjnych</b>			Krzysztof Pietrkiewicz	<i>Z-ca Dyrektora</i>	0 22 653 46 70
Juliusz Szymański	<i>Naczelnik Wydziału</i>	0 61 856 58 25	Jarosław Górski	<i>Treasury Executive</i>	0 22 653 46 57
Marzenna Urbańska	<i>Dealer</i>	0 61 856 58 25	<b>Zespół Marketingu</b>		
Adam Wandzilak	<i>Dealer</i>	0 61 856 58 25	Anna Talarczyk	<i>Kierownik Zespołu</i>	0 61 856 58 49
Katarzyna Kamińska	<i>Dealer</i>	0 61 856 58 25	e-mail: anatal@wbk.com.pl		
<b>Zespół Obsługi Klientów Komercyjnych i Oddziałów</b>					
Waldemar Polowczyk	<i>Dealer</i>	0 61 856 58 14			
Hanna Nowak	<i>Dealer</i>	0 61 856 58 14			
Zbigniew Mańke	<i>Dealer</i>	0 61 856 58 14			

Prosimy o kontakt telefoniczny z Zespołem Marketingu w przypadku chęci otrzymywania biuletynu w wersji elektronicznej.

Przy opracowywaniu niniejszego biuletynu wykorzystano dane: GUS, NBP, Ministerstwa Finansów, Reuters.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Informacje zawarte w biuletynie pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak nie możemy zagwarantować ich dokładności i pełności. Biuletyn „Gospodarka Polski – Rynki Finansowe” stanowi wyłączną własność Wielkopolskiego Banku Kredytowego SA i bez zgody Pionu Skarbu i Operacji Zagranicznych WBK SA nie może być przedrukowywany, powielany lub w jakikolwiek inny sposób rozpowszechniany. Niniejszy biuletyn został zatwierdzony do druku przez Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych WBK SA.