

MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

styczeń 2002

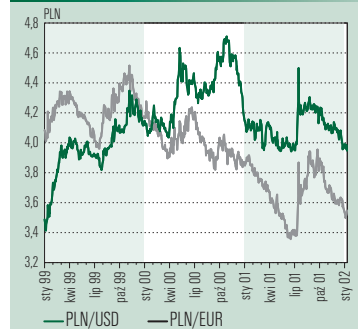
nr 30

Polska na rozstajach w 2002 r.

- Prawdziwego mężczyznę poznaje się po tym, jak kończy, a nie jak zaczyna, zwykł mawiać lider SLD Leszek Miller, zanim został premierem.** Wydaje się jednak, że w trudnej sytuacji, w jakiej znalazła się polska gospodarka w 2002 r. początek działań rządu będzie równie ważny, jak i samo zakończenie. Mizeria gospodarcza oznacza dla polityków spadek popularności i faktycznie w grudniu wszystkie instytucje prowadzące badania opinii publicznej informowały o znacznym wzroście odsetka niezadowolonych z działań rządu. Nie dziwi więc dążenie polityków do wygenerowania szybkiego ożywienia gospodarczego (stąd nacisk na bank centralny w celu obniżenia stóp procentowych i deprecjacji złotego), dziwi natomiast zupełne zignorowanie długookresowych kosztów takiej polityki (wzrost inflacji, utrata prestiżu i zaufania inwestorów). Rok 2002 prawdopodobnie rozpocznie się od debaty parlamentarnej na temat roli polityki pieniężnej, podczas której zapewne zostanie podjęta próba zmiany mandatu banku centralnego. Jeżeli niezależność banku centralnego zostanie ograniczona, to nawet w sytuacji prawdopodobnego weta prezydenta można oczekiwać znacznego osłabienia złotego. Jeżeli zatem rząd i parlament źle zaczną w styczniu, to nawet znacznie lepsza końcówka może nie doprowadzić do osiągnięcia celu, czyli stworzenia podstaw do trwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego.
- Po wzroście PKB o 0,8 proc. w III kwartale 2001 i słabym listopadzie ożywienie w IV kwartale było symboliczne i dotyczyło raczej konsumpcji niż inwestycji.** Listopadowe dane pokazały, że polska gospodarka znajduje się nadal pod wpływem tego samego trendu, tzn. wykazuje się wolnym wzrostem gospodarczym, ale jednocześnie bardziej zrównoważonym, czyli niższą inflacją (3,6 proc. r/r) i niższym deficytem obrotów bieżących (4 proc. PKB). Jednak nie podzielimy pesymizmu prognoz rządowych i niektórych członków RPP i oczekujemy nieznacznego ożywienia PKB w IV kwartale (do 1,3 proc. r/r). W 2002 r. wzrost gospodarczy nieco przyspieszy, ale będzie odbywał się w warunkach wzrostu inflacji i deficytu obrotów bieżących.
- W styczniu z pewnością powrócą oczekiwania dalszej redukcji stóp procentowych.** Kontrakty FRA nie wyceniają obniżki stóp procentowych w styczniu, głównie z powodu rozjechania się stawek WIBOR i stawki interwencyjnej na skutek wahań płynności w systemie bankowym. Jednak wydaje się, że sporo analityków i dealerów oczekuje obniżki. My nie podzielimy tych oczekiwań, co więcej, naciski polityczne mogą spowodować nawet utwardzenie stanowiska Rady. RPP mogłaby natomiast zdecydować się na obniżę stóp, gdyby złoty silnie aprecjonował w styczniu, w skali całego miesiąca, czego jednak nie oczekujemy.

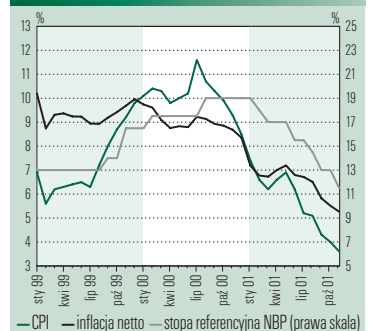
Na rynku finansowym:		28 grudnia 2001 r.			
stopa depozytowa NBP	7,00	WIBOR 3M	11,91	PLN/USD	3,9601
stopa referencyjna NBP	11,50	rentowność bonów skarb. 52-tyg.	10,45	PLN/EUR	3,4963
stopa lombardowa NBP	15,50	rentowność obligacji skarb. 5-letnich	9,45	EUR/USD	0,8875

Kurs USD i euro w złotych



Źródło: NBP, Reuters

Inflacja i stopy procentowe



Źródło: NBP, GUS

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Co nas czeka w nowym roku?	
Gospodarka Polski	3
Pod lupą: Bank centralny	8
Pod lupą: Rząd i polityka	13
Monitor rynku	16
Przegląd międzynarodowy	19
Kalendarz makroekonomiczny	21
Dane i prognozy ekonomiczne	22

Krzysztof Rybiński

Główny ekonomista
Warszawa (+48 22) 653 46 63
krzysztof.rybinski@bzwbk.pl

Piotr Bielski

Warszawa (+48 22) 653 47 33

Aleksander Krzyżaniak

Poznań (+48 61) 856 55 80

Stawomir Nosal

Poznań (+48 61) 856 55 67

Co nas czeka w nowym roku?

- Politycy zdecydują o roli banku centralnego
- Rząd i parlament przyjmą plan naprawy finansów publicznych i ożywienia gospodarczego
- Okaże się, czy Polska zakończy negocjacje z Unią Europejską
- Odbędzie się batalia między politykami i rynkami finansowymi o kurs równowagi dla złotego
- Poprawi się dynamika wzrostu gospodarczego, pogorszy się inflacja, deficyt na rachunku bieżącym, wzrośnie bezrobocie

Rok 2002 będzie bardzo ważny dla Polskiej gospodarki, dla inwestorów i dla firm z co najmniej czterech powodów. Po pierwsze, parlament zadecyduje o statusie banku centralnego. Po drugie, rząd i parlament zadecydują jaki kształt przyjmie plan naprawy finansów publicznych i ożywienia gospodarczego, którego pierwszym krokiem jest projekt budżetu na 2002 r. Po trzecie, okaże się, czy Polska zakończy negocjacje w Unią Europejską i czy wejdzie do Unii w pierwszej grupie krajów, prawdopodobnie w 2004 r. Po czwarte, zapewne odbędzie się batalia pomiędzy rynkami finansowymi i politykami o to, gdzie jest kurs równowagi dla złotego.

Styczeń: jaki status banku centralnego?

Prawdopodobnie w styczniu parlament zadecyduje o kształcie nowelizacji ustawy o NBP. Do już zaakceptowanej zmiany obniżającej wynagrodzenia może dojść zwiększenie składu osobowego Rady lub powiększenie celów Rady o wspieranie wzrostu gospodarczego i zwalczanie bezrobocia. Politycy, zaślepieni dążeniem do natychmiastowego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, stracili perspektywę dłuższego okresu. Na szczęście bank centralny zyskał sojusznika w osobie prezydenta Kwaśniewskiego, który sugerował zawetowanie zmian w ustawie o NBP, jeśli naruszałyby one konstytucję lub były niezgodne z prawem Unii Europejskiej.

Luty: plan ożywienia gospodarczego

Według zapowiedzi ministra finansów rząd przedstawi w połowie lutego plan naprawy finansów publicznych i ożywienia gospodarczego. Na razie rząd zrobił pierwszy krok, niewielki, ale we właściwym kierunku, przygotowując budżet 2002 i pakiet ustaw okołobudżetowych. Jednak wiele rozwiązań w budżecie na 2002 r. ma charakter doraźny i tymczasowy, a zatem to właśnie od „planu Belki” i poparcia politycznego dla tego planu, zapewnianego przez pre-

mera Millera, zależy, czy uda się uniknąć kryzysu finansów publicznych i doprowadzić do szybszego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Jesień: czy Polska zakończy negocjacje z UE?

Zapewne jesienią 2002 r. okaże się, czy Polska zamknie wszystkie rozdziały negocjacyjne i stanie się członkiem pierwszej grupy krajów przyjmowanych do UE już w 2004 r. Zdecyduje o tym polityka i gospodarka. Na przykład podjęcie decyzji politycznych o pozbawieniu NBP niezależności lub o wprowadzeniu podatku importowego, lub brak konsensusu w sprawie sprzedaży ziemi lub dopłat bezpośrednich dla rolników może zmniejszyć szanse Polski na członkostwo w pierwszej grupie. Z drugiej strony jeżeli nie powiedzie się plan naprawy finansów publicznych i polska gospodarka, zamiast przyspieszać, będzie zwalniać w 2002 r., wówczas lawinowo rosnące bezrobocie i deficyt budżetowy może również pogrzebać nasze szanse na szybkie członkostwo w UE.

I kwartał 2002: jaki kurs równowagi złotego?

5 złotych za dolara. To niewątpliwie marzenie niektórych polityków, którzy, całkiem zresztą słusznie, w słabym złotym widzą jedyną szansę na uzyskanie ożywienia gospodarczego. Niestety politycy nie dostrzegają, że gdy ten krótki okres „życia na dopingu dewaluacyjnym” zakończy się, nastąpi długi „inflacyjny kac”. Natomiast rynki finansowe chcą mocnego złotego, który zapewni zyski z wysoko oprocentowanych papierów rządowych. Dlatego też można oczekiwać batalii pomiędzy rynkami finansowymi a politykami, która będzie prowadziła do nowego kursu równowagi dla złotego. Ponieważ w tych zmaganiach narzędziem polityków będzie ustawa o NBP, zwracamy uwagę na rosnące ryzyko znacznego osłabienia złotego w I kwartale 2002.

Jaki będzie rok 2002?

Według naszych prognoz rok 2002 będzie i lepszy, i gorszy, w zależności od wskaźnika. Oczekujemy pewnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego z 1,3 do 2 proc., ale jednocześnie wzrostu bezrobocia z 17,3 do 18,5 proc., inflacji z 3,7 do 5 proc. i deficytu na rachunku bieżącym z 4,2 do 5,5 proc. PKB. A zatem wzrost będzie szybszy, ale mniej zrównoważony, natomiast głównym wyzwaniem dla rządu, poza negocjacjami z UE, pozostanie pogarszająca się sytuacja na rynku pracy.

Gospodarka Polski

- Wzrost w III kwartale 01 nieznacznie niższy niż w II kwartale. Początek ożywienia dopiero w drugim półroczu 2002.
- Listopadowe statystyki potwierdziły nasze przypuszczenia – na razie brak światła w tunelu.
- Inflacja w listopadzie sięgnęła dna, możliwe odbicie na początku 2002 r.
- Ucieczka przed podatkiem Belki spowodowała erozję bazy depozytowej w bankach.

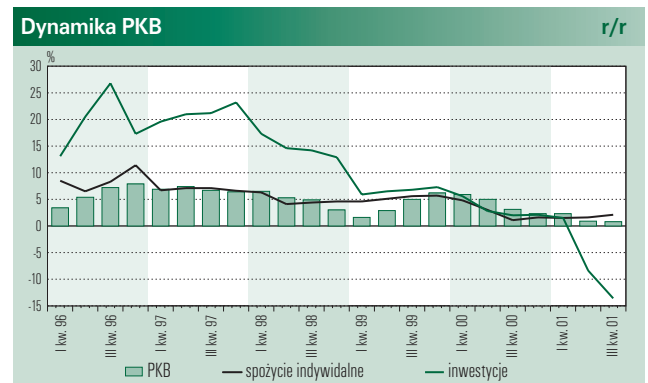
PKB wzrósł w III kwartale o 0,8 proc. r/r, zapasów w inwestycjach

Trzeci kwartał był najślabszy w tym roku pod względem wzrostu gospodarczego. PKB wzrósł o 0,8 proc. r/r, wobec 2,3 proc. w I kwartale i 0,9 proc. w II kwartale. Spowolnienie zostało spowodowane silnym spadkiem inwestycji w środki trwałe, które spadły o 13,6 proc. r/r po spadku o 8,4 proc. w II kwartale. Ponadto nastąpiło dalsze obniżenie zapasów, ale dużo wolniej niż w dwóch poprzednich kwartałach, co może sugerować, że akumulacja (nakłady na środki trwałe plus zapasy) zbliża się do dna.

Konsumpcja indywidualna ma się całkiem dobrze, wzrastając o 2,1 proc. r/r w III kwartale, w porównaniu z 1,5 proc. i 1,6 proc. w odpowiednio I i II kwartale. Ożywienie konsumpcji prywatnej prawdopodobnie odzwierciedla jednorazowe transfery dla robotników III Rzeszy i indeksację emerytur. Ponadto gwałtowny proces dezinflacji zwiększył siłę nabywczą płac i emerytur w III kwartale.

W najbliższych kwartałach trudno oczekiwać rzeczywistego ożywienia wzrostu gospodarczego, chociaż pewna poprawa wskaźników statystycznych prawdopodobnie będzie miała miejsce. Będzie to m.in. wynikiem jednorazowego głębokiego spadku zapasów w I kwartale 2001. Zakładając, że spadek taki nie powtórzy się w kolejnym roku, wskaźnik wzrostu PKB

w I kwartale 2002 zostanie zawyżony przez wysoką dynamikę akumulacji brutto, w skład której wchodzi zmiana zapasów. Jednak faktyczna poprawa aktywności gospodarczej będzie odczuwana dopiero w drugiej połowie roku, w miarę jak na gospodarkę przeniesie się w pełni efekt dokonanych od początku 2001 r. redukcji krajowych stóp procentowych oraz ujawnią się również oznaki ożywienia koniunktury w krajach Unii Europejskiej i USA.



Źródło: GUS

Wyniki listopada potwierdziły nasze przypuszczenia – na razie brak oznak ożywienia gospodarczego

Listopadowe dane statystyczne potwierdziły nasze przypuszczenia sprzed miesiąca, że wyjątkowo korzystne wyniki dotyczące sytuacji gospodarczej w październiku stanowiły raczej jednorazowe odchylenie od trendu niż początek nowej tendencji.

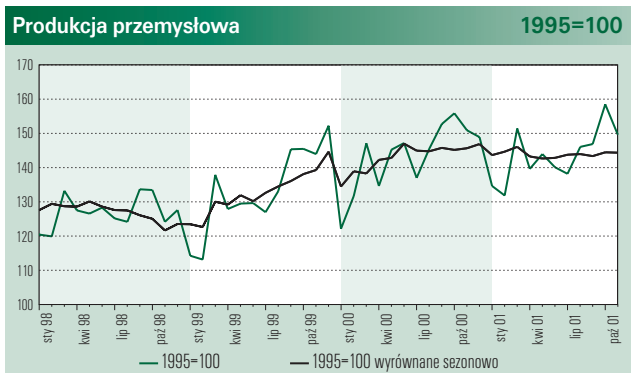
Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w listopadzie zarówno w wyrażeniu rocznym, jak i miesięcznym, odpowiednio o 0,8 proc. i 5,5 proc., po wzroście o 1,4 proc. r/r i 7,7 proc. m/m w październiku. Tym samym dane te potwierdziły wyniki badań koniunktury, które w tym miesiącu po raz kolejny zgodnie wskazywały na brak poprawy w sektorze przedsiębiorstw. Stagnację w przemyśle dobrze obrazuje publikowany przez GUS indeks produkcji sprzedanej przemysłu, oczyszczony z wahań sezonowych oraz z wpływu czynników jednorazowych (patrz wykres). Analiza tego wskaźnika wyraźnie wskazuje, że pozornie wyższa w ostatnich miesiącach (szczególnie w październiku) wartość produkcji nie wynikała z rzeczywistej zmiany trendu, ale z zaburzeń jednorazowych, m.in. z większej liczby dni roboczych.

Produkcja przemysłu przetwórczego spadła w listopadzie o 2,2 proc., co może odzwierciedlać nie tylko niski popyt wewnętrzny, ale także silne spowolnienie w UE. W takim wypadku należy oczekiwać w konsekwencji pogorszenia w eksporcie, jeżeli nie w tym miesiącu, to w kolejnych.

Składowe PKB

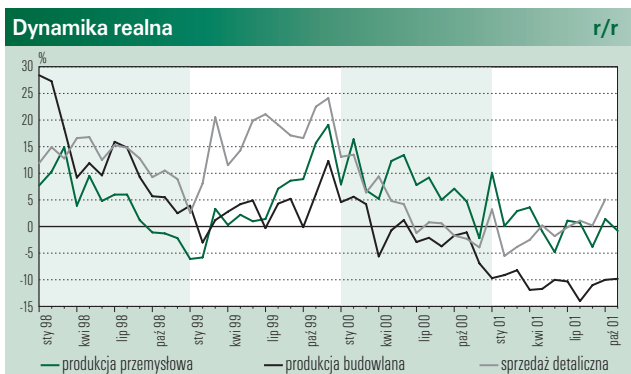
dynamiki r/r, realnie	2000				2001		
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.
PKB	105,9	105,0	103,1	102,3	102,3	100,9	100,8
spożycie ogółem	104,1	102,7	101,2	101,6	101,2	101,3	101,8
spożycie indywidualne	104,8	103,0	101,1	101,6	101,5	101,6	102,1
spożycie zbiorowe	101,2	101,6	101,4	101,4	100,1	100,2	100,6
akumulacja	110,4	105,7	101,6	101,7	86,9	87,5	85,8
inwestycje	105,4	102,8	102,0	102,1	101,5	91,6	86,4
zmiana zapasów	206,5	149,6	93,4	90,3	-229,1	-137,0	71,1
wartość dodana	105,7	104,8	102,9	102,2	102,1	100,8	100,6
przemysł	109,6	109,1	106,0	102,3	103,3	98,7	98,5
budownictwo	104,1	100,7	97,7	97,6	94,8	92,0	91,8
usługi rynkowe	105,2	104,8	103,1	104,0	103,5	103,7	104,1

Źródło: GUS, BZ WBK



Źródło: GUS

Również dane nt. sprzedaży detalicznej nie były już w listopadzie tak imponujące jak miesiąc wcześniej. Nominalnie sprzedaż detaliczna zwiększyła się 2,4 proc. r/r i spadła 6,4 proc. m/m, wobec wzrostu o 5,8 proc. r/r i 6,0 proc. m/m w październiku. Najbardziej pogorszyły się wyniki sprzedaży mebli, RTV i AGD, paliw ciekłych i gazowych oraz pojazdów mechanicznych i części. Informacje te mogą do pewnego stopnia odzwierciedlać fakt, iż gospodarstwa domowe, pragnąc zablokować jak najwięcej środków finansowych w ucieczce przed „podatkiem Belki” od dochodów z odsetek, dokonały w listopadzie zwiększonych oszczędności w instrumentach długoterminowych kosztem bieżącej konsumpcji.



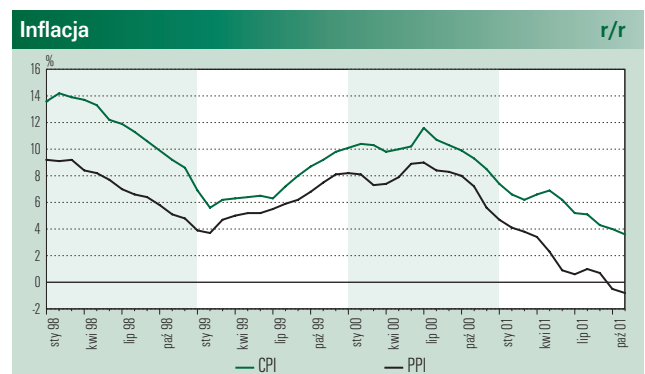
Źródło: GUS

Listopadowa inflacja sięgnęła dna

W listopadzie po raz kolejny dane inflacyjne zaskoczyły rynek. Indeks CPI wzrósł jedynie 0,1 proc. m/m i 3,6 proc. r/r, podczas gdy rynkowe oczekiwania wskazywały na ok. 3,9 proc. r/r. Za tak pozytywnym wynikiem stał przede wszystkim kolejny znaczący spadek cen paliw (-1,9 proc. m/m, -15 proc. r/r) oraz wyjątkowo niski wzrost cen żywności (0,2 proc. w porównaniu z 0,4 proc. wskazywanym przez wstępne szacunki GUS). Niemniej jednak ceny pozostałych towarów i usług również rosły dość wolno, na skutek utrzymującego się na niskim poziomie popytu.

Równocześnie pogłębiła się w listopadzie deflacja cen producenta. Wskaźnik PPI obniżył się o 0,4 proc.

m/m i o 0,8 proc. r/r. Warto odnotować, że ceny produkcji sprzedanej były pod silnym wpływem cen paliw, które spadły o 5,6 proc. m/m. W okresie styczeń-listopad produkcja koksu i przetworów ropy naftowej była tańsza o 15,6 proc. niż przed rokiem. Przy udziale około 6 proc. tego sektora w koszyku PPI odpowiada on za 1 proc. deflacji, gdy w okresie styczeń-listopad ceny producenta wzrosły średnio o 0,1 proc. To jasno wskazuje, że nie należy być optymistą co do inflacji i cen producenta w 2002 r., które wzrosną ze względu na brak deflacji cen paliw i słabszego złotego.



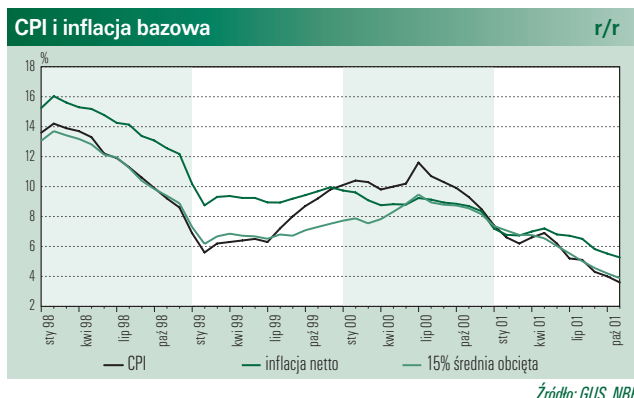
Źródło: GUS

Podtrzymujemy prognozę, że inflacja cen konsumenta osiągnęła w listopadzie minimum lokalne (co w zasadzie jest zgodne również z oczekiwaniami bankierów centralnych, porównaj s.10-11). W grudniu CPI powinno nieznacznie odbić do ok. 3,7 proc., natomiast silniejszy wzrost inflacji wystąpi prawdopodobnie w I kwartale 2002. W tym roku „efekt stycznia” będzie prawdopodobnie dość umiarkowany, ze wzrostem cen konsumenta w skali miesiąca nieznacznie tylko przekraczającym rekordowo niskie 0,8 proc. z ubiegłym roku. Główne czynniki wzrostu CPI w styczniu to: wzrost akcyzy na paliwa i papierosy, wyższe opłaty za energię elektryczną oraz zimną i ciepłą wodę, a także być może pewien wzrost cen paliw w rezultacie ostatniego cięcia wydobycia przez OPEC. Do zwiększenia wskaźnika inflacji przyczyni się też ograniczenie ulg na bilety autobusowe i kolejowe z początkiem nowego roku.

Stosunkowo dobre wyniki stycznia nie powinny być powodem do nadmiernego optymizmu, bo duża część impulsu inflacyjnego została przesunięta na kolejny miesiąc. W lutym odczujemy efekt wyższych stawek VAT i nowej akcyzy na energię elektryczną. Istnieje możliwość, że skumuluje się to dodatkowo z długo oczekiwaną aktualizacją taryf gazowych oraz z bardziej aktywną polityką ministra rolnictwa. Początek roku jest ważny dla rozwoju wydarzeń na rynku żywności ze względu na tak zwany „świński dołek” i jest możliwe, iż ceny mięsa w tym roku wzrosną.

Jeżeli działania wokół banku centralnego przyczynią się dodatkowo do osłabienia złotego, moglibyśmy być świadkami gwałtownego odwrócenia obecnego silnego trendu dezinflacji już pod koniec I kwartału 2002 r.

Oczekujemy, że na koniec 2002 r. stopa inflacji wzrośnie do ok. 5 proc. r/r (zakładając, że zrealizowany zostanie zakładany przez nas scenariusz obniżek stóp procentowych, patrz s.8).



Źródło: GUS, NBP

Spadły wszystkie miary inflacji bazowej

W listopadzie wszystkie wskaźniki inflacji bazowej spadły, choć spadek ten był niższy niż 0,4 proc. spadku wskaźnika CPI (z 4 proc. do 3,6 proc.). Wszystkie pięć miar inflacji bazowej, liczonych przez NBP, mieściło się w przedziale 3,0-5,3 proc. w porównaniu z 3,2-5,5 proc. przed miesiącem. Dwa wskaźniki, którym najbaczniej przygląda się RPP, inflacja netto oraz 15-proc. średnia obciążona, były wyższe niż główna stopa inflacji. Potwierdziło to opinię RPP wyrażoną w komunikacie z grudniowego posiedzenia, że spadek inflacji w listopadzie był wynikiem czynników przejściowych – niskich cen paliw i żywności, które mogą odbić się w przyszłym roku.

Wzrost płac spowalnia, zatrudnienie spada

W listopadzie płace wzrosły sezonowo o 2,2 proc. m/m, a wzrost w skali roku zmniejszył się do 6,6 proc. z 7,8 proc. w październiku. Zatrudnienie nadal

spada. W listopadzie liczba zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się o 0,5 proc. m/m i była mniejsza o 4,3 proc. niż w listopadzie 2000. Nominalny fundusz płac w listopadzie był wyższy o 2 proc. niż przed rokiem, co daje spadek o 2 proc. realnie.

Podaż pieniądza wzrosła w listopadzie o 0,4 proc. m/m

Depozyty ludności zwiększyły się w ostatniej dekadzie listopada, co wskazuje na to, że ucieczka przed „podatkiem Belki” pod koniec listopada przybrała raczej formę przesunięć pomiędzy różnymi rodzajami depozytów bankowych aniżeli odpływu pieniędzy w kierunku obligacji i funduszy inwestycyjnych. Jednakże pewien odpływ nastąpił i w całym miesiącu depozyty ludności spadły o 1,8 mld zł. Należy przypuszczać, że spora część oszczędności gospodarstw domowych, utrzymywanych do tej pory na rachunkach bankowych, została ulokowana w produktach gwarantujących długoterminową ochronę przed opodatkowaniem odsetek, jak np. obligacje skarbowe czy jednostki funduszy powierniczych i inwestycyjnych. Świadczy o tym wyraźny skok salda depozytów złotych podmiotów gospodarczych w systemie bankowym, jak również brak nadzwyczajnego wzrostu sprzedaży detalicznej w listopadzie, co oznacza, że pieniądze wycofane z banków nie zostały przeznaczone na bieżącą konsumpcję.

Kredyty przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostają słabe, ich wolumen prawie się nie zmienia przez ostatnie trzy miesiące.

Znaczące będą najbliższe dane nt. bilansu skonsolidowanego systemu bankowego za grudzień. Tuż przed świętami media donosiły o wzmożonym zainteresowaniu Polaków pożyczkami (podobno w wielu bankach wyczerpały się druki wniosków kredytowych). Mogłoby to oznaczać wbrew pozorom niezbyt pomyślne konsekwencje dla popytu indywidualnego, jeśli proces ten był następstwem zablokowania przez gospodarstwa domowe w listopadzie nadmiernej ilo-

Podaż pieniądza		30.11	20.11	10.11	31.10	20.10	10.10	30.9
m/m	(%)	0,4	-0,5	0,2	1,4	0,1	0,4	0,9
podaż pieniądza	(mld zł)	325,88	323,10	325,70	325,04	320,83	322,67	320,66
pieniądz krajowy		274,95	271,71	273,23	272,70	270,65	272,09	269,58
gotówka w obiegu		36,65	36,76	37,46	36,65	36,59	37,25	36,58
depozyty złotowe		238,31	234,94	235,77	236,05	234,06	234,85	233,00
osób prywatnych		171,11	170,67	172,99	172,91	171,67	173,28	172,65
podmiotów gospodarczych		67,19	64,27	62,78	63,14	62,39	61,56	60,36
depozyty walutowe	(mld zł)	50,93	51,39	52,47	52,35	50,18	50,58	51,09
depozyty walutowe	(mld USD)	12,46	12,52	12,90	12,77	12,23	12,16	12,06
aktywa zagr. netto	(mld zł)	132,08	130,24	139,95	140,44	137,95	134,16	140,09
aktywa zagr. netto	(mld USD)	32,31	31,73	34,42	34,27	33,63	32,26	33,07
należności od sektora niefin.		225,45	226,32	223,69	224,89	223,50	224,10	225,90
wobec osób prywatnych		54,73	54,63	53,69	54,27	54,15	53,78	54,12
wobec podmiotów gosp.		170,71	171,69	169,99	170,62	169,34	170,31	171,78
zadłużenie sektora budżet.		60,4	59,00	53,62	52,86	50,22	58,02	53,56

Źródło: NBP, Reuters, BZ WBK

ści środków w lokatach „antypodatkowych” i w konsekwencji utraty bieżącej płynności. W tej sytuacji ewentualne przyspieszenie akcji kredytowej tuż przed świętami miałyby raczej charakter jednorazowy, po którym mogłoby wystąpić dalsze ograniczenie popytu konsumpcyjnego (m.in. po to, by spłacić zaciągnięte na zakup prezentów pożyczki).

Niski deficyt obrotów bieżących w listopadzie, rewizja w górę października

Deficyt obrotów bieżących w październiku był niższy niż oczekiwano i wyniósł tylko USD217m. Jednocześnie bank centralny zrewidował dane za październik z 672 do 838 mln USD.

	11'01	10'01	11'00	r/r (%)
bilans obrotów bieżących	-217	-838	-445	-51,2
eksport	2 574	2 778	2 651	-2,9
import	3 524	3 953	3 512	0,3
obroty niesklasyfikowane	637	557	295	115,9
inwestycje bezpośrednie (netto)	320	1 256	539	-40,6
inwestycje portfelowe (netto)	222	268	316	-29,7
pozostałe inwestycje (netto)	-3 234	-558	-509	535,4

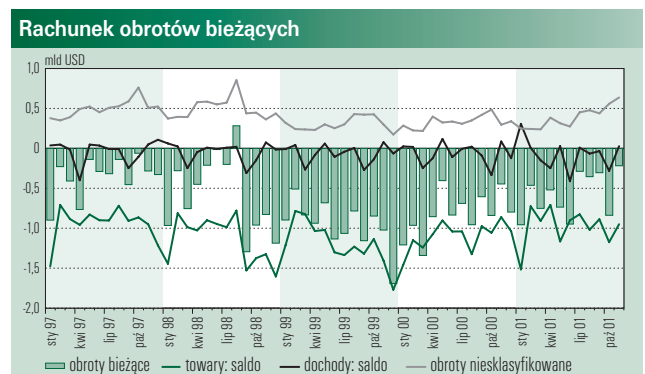
Źródło: NBP, BZ WBK

Niższy od oczekiwań deficyt obrotów bieżących był spowodowany przede wszystkim niższym importem (eksport wyniósł 2,6 mld USD zgodnie z oczekiwaniami) oraz wyższą niż przewidywano nadwyżką w obrotach niesklasyfikowanych. Obroty niesklasyfikowane są sumą dwóch elementów: różnicy między zakupem a sprzedażą walut obcych w kantorach oraz zmiany rachunków bankowych denominowanych w walutach obcych. W statystykach monetarnych za listopad nie zanotowano żadnego istotnego wzrostu depozytów walutowych, jednocześnie doniesienia prasowe wskazują, że osoby posiadające oszczędności w markach niemieckich, frankach i innych walutach, które będą wymienione na euro, pospieszyły do kantorów, aby wymienić gotówkę w tych walutach na złotówki. Nie wiemy, jaka część nadwyżki obrotów niesklasyfikowanych jest związana z tym czynnikiem, a jaka z odradzającym się handlem przygranicznym z krajami byłego Związku Radzieckiego, czy też coraz częstszymi wyjazdami na „saksy” coraz większych grup osób nie mogących znaleźć pracy w Polsce. Jednak wydaje się, że czynnik euro

może być znaczący i nie wykluczamy, że w grudniu nadwyżka może nawet zbliżyć się do 1 mld dolarów.

Nie należy zbyt ekscytować się danymi o niskim deficycie. Po pierwsze, część poprawy nie jest rzeczywista i odzwierciedla transfer gotówki w walutach obcych spod materacy do rejestrowanego biegu. Po drugie, po raz pierwszy od kwietnia 2000 eksport spadł w ujęciu r/r (spadek we wrześniu wynikał z zaburzenia płatności po ataku terrorystycznym z 11 września).

Rachunek kapitałowy bilansu płatniczego wykazał duży odpływ kapitału związany w wcześniejszym wykupem przez Polskę długu Klubu Paryskiego wobec Brazylii. Jednak nie miał on wpływu na kurs walutowy



Źródło: NBP, BZWBK

i złoty cały czas umacniał się, mimo że cały bilans płatniczy był w deficycie. W zasadzie można myśleć o transakcji brazylijskiej jako o interwencji banku centralnego umacniającej złotego. Rzeczywiście reżim kursowy złotego nie jest reżimem kursu płynnego w książkowym rozumieniu tego pojęcia, w którym rezerwy dewizowe kraju pozostają nie zmienione.

Niski deficyt na rachunku bieżącym może sprzyjać wzmocnieniu złotego na początku stycznia.

Deficyt budżetowy sięgnął w listopadzie 95 proc. planu

Po 11 miesiącach 2001 r. deficyt budżetowy osiągnął 95 proc. całorocznego planu według nowelizacji budżetu dokonanej przez Sejm w lipcu br. Dochody budżetu wyniosły 127,8 mld zł, czyli 83,8 proc. planu. Wydatki poniesiono na kwotę 155,5 mld zł, czyli 85,6

2001 r.	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI
ogółem	8 472	10 708	12 901	10 612	13 254	8 685	8 782	9 712	9 570	10 147	11 246
podatki bezpośrednie	13 806	5 973	7 516	6 785	6 060	7 276	6 343	5 898	6 142	5 795	5 280
CIT	-553	702	2 493	2 038	1 523	1 851	2 578	2 661	2 762	2 822	3 191
PIT	1 056	2 337	2 407	588	1 962	1 872	1 804	1 923	1 943	2 008	2 028
dochody jednostek budżetowych	-10 846	-744	-2 925	-1 573	1 509	51	40	658	-211	212	963
cla	289	584	734	685	815	778	758	762	769	722	742

Źródło: obliczenia własne BZ WBK

proc. planu (przed drugą nowelizacją). Deficyt wzrósł do 27,68 mld zł.

Kluczową kwestią jest strona dochodowa budżetu. Ostatnie prognozy Ministerstwa Finansów wskazywały na 141,5 mld zł dochodów na cały 2001 r., to jest 11 mld zł mniej niż założono w rewizji budżetu. To by sugerowało niedobór w budżecie rządu 2,5 mld zł w stosunku do zaplanowanego poziomu, nawet uwzględniając zamrożenie wydatków na kwotę 8,5 mld zł dokonaną w październiku. Choć minister Marek Belka stwierdził wcześniej, że niektóre oszczędności mogłyby być osiągnięte przez niższy niż wcześniej zakładano koszt obsługi długu zagranicznego (głównie dzięki silnemu złotemu), a ponadto można oczekiwać dodatkowego przychodu z zysku NBP, to jednak kilka innych cięć wydatków może się okazać koniecznych do przeprowadzenia, aby osiągnąć cel 29,1 mld zł (lub 33 mld zł po drugiej nowelizacji). To będzie prawdopodobnie oznaczać raczej „kreatywne księgowanie” niż realne redukcje wydatków, z przesuwaniem niektórych płatności na początek 2002 r. Trudno sobie bowiem wyobrazić jakieś efektywne cięcia wydatków w ostatnich tygodniach roku - zapewne większość jednostek budżetowych wykonała już wszystkie zaplanowane wydatki.

Obraz zarysowany przez listopadowe dane nie wygląda bardziej obiecująco niż w poprzednim miesiącu. Choć jest pewna poprawa, jeśli chodzi o ściągłość podatków pośrednich i PIT (roczna dynamika wzrosła w obu przypadkach), rosła szacowane niedobory w innych obszarach, czyli podatkach od przedsiębiorstw, dochody jednostek budżetowych i z cel (patrz tabela).

Szacujemy, że jeśli sytuacja w grudniu nie będzie się wyraźnie różniła od obecnego trendu, dochody budżetu za cały 2001 rok będą niższe o ok. 11 mld zł, co potwierdza prognozy Ministerstwa Finansów.

Dlatego wygląda na to, że Ministerstwo Finansów będzie musiało znaleźć jakieś dodatkowe 2,5 mld zł

oszczędności, aby zamknąć planowany deficyt budżetowy.

Spoglądając na wydatki w listopadzie, trudno jest jednakże zauważyć jakieś jasne sygnały zamrożenia wydatków październikowych. Po 11 miesiącach wzrost wydatków budżetowych przyspieszył do 12,8 proc. r/r z 11,4 proc. w poprzednich dwóch miesiącach. Za takimi danymi stoją gwałtowny wzrost dotacji dla FUS i Funduszu Pracy oraz subwencje ogólne dla jednostek samorządu terytorialnego.

Na wydatki grudniowe pozostało już bardzo niewiele miejsca, zakładając że dochody sięgną 141,5 mld zł. W takim wypadku wydatki w grudniu nie powinny przekroczyć 15,15 mld zł (wyłączając spłatę zobowiązań, wprowadzonych w drugiej poprawce), aby zmieścić się na zaplanowanym poziomie deficytu, co sugeruje spadek -0,4 proc. m/m. A to jest naprawdę trudnym wyzwaniem, gdyż miesięczny wzrost wydatków w grudniu był zawsze na poziomie dwucyfrowym w poprzednich latach, zazwyczaj zresztą bliższy 20 proc. aniżeli 10 proc.

Podsumowując, widzimy małe możliwości, że poziom deficytu zmieści się w zaplanowanej kwocie bez uciekania się do kreatywnego budżetowania. Prawdopodobnie nastąpi odłożenie na początek 2002 r. niektórych płatności i/lub nagłe obcięcie rządowych dotacji w grudniu, prowadzące do akumulacji zadłużenia jednostek budżetowych w końcu 2001 r. Rezultat takich poczynań byłby pozytywny dla liczbowego wizerunku deficytu budżetowego, ale katastrofalny dla deficytu ekonomicznego i płynności budżetu na początku 2002 r. Istotnie, ostatnie informacje z Ministerstwa Finansów wskazują, że podaż papierów skarbowych w pierwszym kwartale 2002 będzie rekordowa.

Dynamika wzrostu dochodów i wydatków budżetowych											r/r, narastająco		
2001 r.	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI		
dochody	5,9	3,5	1,9	3,7	1,6	5,5	5,5	4,8	5,0	4,6	3,9		
podatki pośrednie	-5,6	1,5	-0,6	0,2	1,3	-0,1	1,1	1,7	1,4	2,0	2,6		
CIT	15,2	-8,6	-18,8	-15,5	-13,2	-16,6	-20,5	-20,2	-20,5	-20,4	-21,9		
PIT	6,4	0,1	-1,7	7,9	1,1	1,0	1,4	1,3	1,5	1,6	1,9		
dochody jednostek budżetowych	191,9	46,1	65,3	52,6	25,5	37,8	37,8	32,3	40,1	36,3	29,4		
wpływ z cła	-12,7	-18,8	-20,4	-19,3	-21,3	-20,6	-20,1	-20,2	-20,4	-19,4	-19,9		
wydatki	41,4	32,9	22,9	22,2	18,2	15,3	14,1	12,2	11,4	11,4	12,8		
obsługa długu krajowego	75,5	16,4	37,9	33,6	29,3	21,9	18,5	11,9	11,6	12,5	12,5		
obsługa długu zagranicznego	40,0	31,2	-43,1	3,9	5,3	1,5	2,2	2,4	-7,6	-12,4	-11,9		
dotacja dla Funduszu Pracy	133,6	123,5	250,5	318,1	286,6	241,9	205,9	185,0	161,5	145,1	154,7		
dotacja dla KRUS	31,0	22,5	17,7	19,5	16,1	11,8	16,0	13,7	13,7	12,9	12,7		
dotacja dla FUS	171,0	138,3	81,3	61,8	63,1	48,9	45,6	34,4	32,2	31,1	42,0		
subwencje dla jednostek samorządu terytorialnego	11,4	11,1	9,9	16,5	16,3	15,2	14,8	13,5	13,0	12,8	13,9		

Źródło: obliczenia własne BZ WBK

Pod lupą: Bank centralny

- Brak obniżki stóp w grudniu spowodował dalsze zaostrzenie ataków na RPP.
- Kolejna obniżka stóp oczekiwana w marcu... chociaż nie można wykluczyć, że będzie wcześniej.

Stopy bez zmian, bank centralny w obłęzieniu

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami i z tym, co antycypował rynek finansowy, Rada Polityki Pieniężnej nie obniżyła stóp procentowych na swym grudniowym posiedzeniu. W oficjalnym komunikacie RPP przedstawiła listę argumentów za i przeciw obniżce stóp. Członkowie przyznali, że inflacja była poniżej oczekiwań, a popyt na kredyt i aktywność gospodarcza pozostają niskie. Jednakże jednocześnie wskazano na nagły spadek depozytów ludności w listopadzie, wyższe oczekiwania inflacyjne ludności i wyższy od oczekiwań deficyt ekonomiczny. RPP stwierdziła również, że gwałtowny spadek inflacji do 3,6 proc. w listopadzie z 4,0 proc. w październiku częściowo wynika z czynników, które mogą być przejściowe, jak niskie ceny żywności i paliw (wg RPP żywność i paliwa odpowiadają razem za 58 proc. spadku inflacji).

Bezpośrednio po posiedzeniu RPP złoty zaczął się szybko umacniać. Tak jak można się było spodziewać, politycy, dla których priorytetem jest obecnie osłabienie złotego o jakieś 15-20 proc., zareagowali niezwłocznie. Przedstawiciele koalicji rządzącej gruntnie skrytykowali brak obniżki stóp. W końcu grudnia w Sejmie złożony został projekt zmian w ustawie o NBP, przygotowany przez PSL i UP, który zakłada rozszerzenie liczby członków RPP o dodatkowe sześć osób oraz uzupełnienie celów polityki banku centralnego o wspieranie wzrostu gospodarczego i zmniejszanie bezrobocia.

Czas na męską rozmowę, czyli RPP pod ścianą

Rząd zapowiedział, że zanim ustosunkuje się do projektu zmian legislacyjnych autorstwa UP-PSL, pragnie się spotkać z RPP nie później niż 12 stycznia, aby podyskutować o możliwych sposobach ożywienia wzrostu gospodarczego. Według wicepremiera Marka Pola miałyby to być prawdziwie „męska rozmowa”.

Niezależnie od tego, czy kolejne obniżki stóp są obecnie uzasadnione, czy nie na gruncie ekonomicznym, uważamy, że rosnące naciski rządu na RPP są szkodliwe dla osiągnięcia w tej sprawie rozsądnego kompromisu. Powodują bowiem wciągnięcie banku centralnego w grę polityczną i stwarzają sytuację, w któ-

rej niezależnie od tego, jaka będzie faktyczna decyzja RPP, będzie ona postrzegana jako niewłaściwa i umotywowana politycznie. Jeśli Rada obniży stopy zaraz po spotkaniu z gabinetem Leszka Millera, wszyscy dostrzegną w tym uległość wobec rządowych nacisków, nawet jeśli pogarszająca się sytuacja ekonomiczna uzasadniałaby taką decyzję. Jednak utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie również może być ocenione jako brak profesjonalizmu, świadczący, iż „czynniki personalne” i dbanie o własny wizerunek jest dla bankierów centralnych istotniejsze od argumentów ekonomicznych.

Kolejna obniżka stóp w marcu...

Przewidywania dalszych zmian stóp procentowych są obecnie obciążone niepewnością nie tylko co do rozwoju sytuacji ekonomicznej, ale również dalszych losów politycznego zamachu na bank centralny. Rynek finansowy oczekuje obecnie spadku stóp o 100-150 pb. w styczniu, ewentualnie w lutym 2002 r. I chociaż naszym zdaniem takiego wariantu nie można całkowicie wykluczyć, w scenariuszu bazowym zakładamy, że skład RPP pozostanie bez zmian w I kwartale 2002 r., a cięcie stóp nastąpi w marcu lub na początku II kwartału.

Wydaje się, że zmiany w ustawie o NBP nie powinny ostatecznie dojść do skutku, ponieważ SLD z pewnością zdaje sobie sprawę, że tego typu działania mogą wytrącić nas z dotychczasowej ścieżki integracji z Unią Europejską. Dlatego prawdopodobnie SLD nie poprze projektu PSL-UP w głosowaniach parlamentarnych. Nawet jeżeli jednak tak się stanie (na przykład wskutek dobicia targu między SLD a PSL – ziemia za bank centralny), można oczekiwać, że gwarantem niezależności RPP będzie prezydent, który w przypadku przyjęcia zmian przez parlament najprawdopodobniej odeśle projekt do Trybunału Konstytucyjnego.

Argumenty ekonomiczne przemawiały będą raczej za powstrzymaniem się z kolejną redukcją stóp do końca I kwartału 2002 r. Aktywność ekonomiczna nie powinna się dalej pogarszać (choć do końca II kwartału nie będzie też raczej wyraźnego ożywienia), inflacja najprawdopodobniej odbije w górę w pierwszych miesiącach roku, skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych może się zmniejszyć wraz z obniżkami oprocentowania depozytów bankowych i wprowadzeniem opodatkowania odsetek. Otwarty atak polityków może spowodować dodatkowe zaostrzenie stanowiska członków RPP – mogą oni powstrzymać się od obniżki stóp, aby podkreślić swoją niezależność od politycznych nacisków.

...chyba że jednak wcześniej

Nad scenariuszem tym rysują się jednak wyraźne zagrożenia. Pierwszym – i chyba najpoważniejszym – jest kurs złotego. Aprecjacja w takiej skali, jaka ma miejsce w ostatnich tygodniach, wydaje się nie do utrzymania, i to zarówno z powodów ekonomicznych, jak i politycznych. Jeżeli rosnące ryzyko ekonomiczne (wzrost deficytu w obrotach bieżących i inflacji) ani polityczne (zamach na RPP) nie zdołają osłabić złotówki, bank centralny może nie mieć wyjścia i obniżyć stopy procentowe, by uciąć spekulacyjną grę kapitału zagranicznego. Decyzję o obniżce będzie łatwiej podjąć i uzasadnić, jeśli będzie zgodna z konsensem rynkowym.

Drugim czynnikiem ryzyka pozostaje jednak inicjatywa ustawodawcza zmierzająca do zmian w składzie RPP. Poparcie dla ograniczenia niezależności banku centralnego jest w parlamencie bardzo szerokie i, choć nie uważamy tego za scenariusz najbardziej prawdopodobny, projekt może jednak zdobyć poparcie większości. Nowo mianowani członkowie Rady z pewnością przegłosowaliby obniżki stóp najszybciej jak to możliwe. Jednak wydaje się, że gdyby parlament wybrał wariant powiększenia składu osobowego Rady, wówczas proces wyboru nowych członków potrwałby jakiś czas, na przykład na skutek decyzji prezydenta o konieczności sprawdzenia zgodności tego zapisu z konstytucją.

Skala obniżek w 2002 r. nie będzie duża

Jak dotąd gospodarka nie odczuła jeszcze w pełni skutków dotychczasowych redukcji stóp procentowych (w sumie o 7,5 pkt proc. od początku 2001 r.). Jednak oddziaływanie tych obniżek, choć z opóźnieniem, zacznie być w końcu dostrzegalne. Należy się na to najprawdopodobniej stopniowa poprawa koniunktury globalnej, w tym u naszych głównych partnerów handlowych, odbicie inflacyjne spowodowane czynnikami niemonetarnymi i, być może osłabienie kursu złotego. Dlatego RPP musi być szczególnie ostrożna z dalszym rozluźnianiem polityki pieniężnej. Obniżanie stóp do momentu, aż nie będą widoczne wyraźne oznaki ożywienia gospodarczego, może spowodować je do poziomu zagrażającego stabilizacji makroekonomicznej i skutkować koniecznością powrotu do cyklu zacieśniania polityki w niedługim okresie.

Wydaje się, że RPP zdaje sobie sprawę z tego zagrożenia, o czym świadczy treść jej komunikatów i wypowiedzi członków Rady z ostatnich miesięcy. Dlatego oczekujemy, że w skali całego roku 2002 stopy podstawowe NBP nie spadną już zbyt głęboko. Przewidujemy, że stopa referencyjna zostanie obniżona o 2,5 pkt proc., do 9 proc. na koniec 2002 r. Nieco głębsza może być redukcja stopy lombardowej, zawężając

tym samym korytarz wahań stawek rynku międzybankowego wraz z obniżaniem się poziomu stóp procentowych do poziomu jednocyfrowego i postępującą redukcją nadpłynności polskiego systemu bankowego.

Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej

W swych grudniowych wypowiedziach członkowie Rady Polityki Pieniężnej starali się podkreślać swą niezależność w podejmowaniu decyzji o stopach procentowych. Bardzo zdecydowanie protestowali przeciwko naciskom rządu na Radę nawet „zaprzyjaźnieni” członkowie RPP (Ziółkowska, Rosati). Rada odrzuca zarazem oskarżenia rzucone w ich kierunku ze strony rządu, jakoby nie wspierała wzrostu gospodarczego. Członkowie RPP tłumaczą swym krytykom, że po dokonaniu kilku obniżek stóp procentowych, teraz trzeba cierpliwie poczekać aż ujawnią się ich efekty. Inną przyczyną wstrzemięźliwości Rady przed dalszymi redukcjami stóp są obawy o odbicie inflacji w przyszłym roku. Z cytowanych wypowiedzi członków RPP można wnioskować, że następna obniżka stóp procentowych jest możliwa nie wcześniej niż pod koniec I kwartału 2002 r. Przedstawiciele RPP komentowali również aktualne dane o inflacji i wzroście gospodarczym, formułując jednocześnie swe prognozy na przyszłość.

KTO, KIEDY, GDZIE TREŚĆ WYPOWIEDZI

Dariusz Rosati, członek RPP

Radio Zet, 5.12

„Tego typu wypowiedzi stwarzają pewne oczekiwania na rynku finansowym. Efektem wypowiedzi premiera wczoraj było na przykład umocnienie złotego. (...) To jest oczywiste, dlatego że rynek oczekuje, że w wyniku tych gróźb czy nacisków Rada może obniżyć stopy, a jeżeli będzie perspektywa obniżki stóp, to napływa do Polski kapitał i natychmiast złoty się umacnia. To nie jest coś, co służy naszym eksporterom. To huśta rynkiem walutowym i jest absolutnie niepotrzebne w naszej sytuacji, bo złoty i tak jest już zbyt mocny. (...) Tego typu komentarze są niepotrzebne, bo stwarzają trudną sytuację dla RPP, która nawet jakby chciała obniżyć stopy, to czyniąc to naraża się na komentarze, że oto ugięła się pod dyktando politycznym. (...) Rada kieruje się w swoich decyzjach względami merytorycznymi, rzetelną oceną sytuacji [gospodarczej] i choć można mieć zastrzeżenia do jej decyzji, to z całą pewnością względy polityczne nie będą brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji czy obniżyć stopy procentowe, czy też nie”.

PAP, Rzeczpospolita, 17.12

„Dane o inflacji są dla mnie zaskoczeniem, wcześniej myślałem, że inflacja od listopada raczej będzie odbijała w górę. Rynek spodziewał się 3,9-4 proc., podobne były prognozy Rady. To oznacza, że sytuacja jest bardziej deflacyjna niż myśleliśmy i w połączeniu z danymi o spadku popytu tworzy nową sytuację. Wygląda na to, że wchodzimy w klasyczną recesję i popyt nie zareagował na obniżki stóp procentowych. Z drugiej strony musimy być ostrożni i liczyć się z tym, że potencjał tych dokonanych już obniżek może w pewnym momencie odpalić. (...) Inflacja w grudniu 2001 r. nie powinna przekroczyć 4 proc., a maksymalne odbicie inflacyjne w pierwszym półroczu przyszłego roku powinno wynieść 4,5-5 proc”.

„Po danych GUS jestem bardziej spokojny o możliwość wystąpienia recesji. Szacuję, że wzrost gospodarczy w IV kwartale tego roku i I kwartale 2002 powinien wynieść 0,5-1 proc., a w drugim półroczu przyszłego roku będzie wyższy, co przełoży się na wzrost PKB w przyszłym roku powyżej 2 proc. (...) W tym roku PKB prawdopodobnie wzrośnie o 1,5 proc”.

Janusz Krzyżewski, członek RPP

PAP, 6.12

„Stopy procentowe powinny pozostać bez zmian przez kilka miesięcy, między innymi dlatego, aby członkowie RPP mogli ocenić ryzyko odbicia inflacyjnego w przyszłym roku”.

PAP, 17.12

„Wynik 0,8 proc. PKB jest mniej dokuczliwy. Jest to lepiej niż niektórzy się spodziewali, ale ogólnie jest złe. (...) W IV kwartale wzrost gospodarczy może być trochę lepszy niż w III kwartale i może on wynieść około 1 proc. Prognozuję albo stabilizację tempa, albo nieznaczny wzrost w ostatnim kwartale tego roku”.

„Wyrazistego wzrostu w Polsce nie należy spodziewać się w oderwaniu od wzrostu w innych krajach. Wyrazistego ożywienia można spodziewać się w drugiej połowie przyszłego roku”.

PAP, 19.12

„Nie ma fundamentalnych przyczyn do osłabienia złotego. Nawet niewielkie możliwe pogorszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących przy planowanej przez rząd gigantycznej emisji papierów skarbowych znacząco nie osłabi złotego”.

Wiesława Ziółkowska, członek RPP

Gazeta Wyborcza, 7.12

„Nie po to zostałam powołana do Rady, by ulegać naciskom jakiegokolwiek premiera i rządu. Rada w konstytucji ma zagwarantowaną niezależność od takich nacisków. (...) Rząd szuka kozła ofiarnego w RPP. Może ostatnie wypowiedzi premiera to gra polityczna, jaką toczy z PSL. Szkoda, że robi to kosztem autorytetu Rady. Chociaż te naciski bardziej szkodzą autorytetowi premiera niż RPP”.

Puls Biznesu, 7.12

„Kogoś, kto domaga się dziś obniżki, można posądzić o brak wystarczającej wiedzy o skutkach makroekonomicznych takich decyzji, jak obniżka stóp o 3 pkt proc. praktycznie w ciągu jednego miesiąca czy wprowadzenie podatku od odsetek od lokat bankowych. Niektóre banki już mają rachunki oszczędnościowe oprocentowane poniżej inflacji. Dalsza obniżka stóp może doprowadzić do niebezpiecznego spadku skłonności społeczeństwa do oszczędzania, a tym samym na długo odsunie powrót zrównoważonego wzrostu gospodarczego”.

„Premier wielokrotnie podkreślał, że organy państwowe w sprawach ważnych dla instytucji publicznych nie powinny dyskutować za pomocą mediów. Z żalem stwierdzam, że premier nie zastosował tej metody w rozmowach z RPP. (...) Dyskusja w mediach to dobry sposób przekonania do swoich racji tych, którzy mają małą wiedzę ekonomiczną. Na pewno nie jest to sposób na pobudzenie wzrostu gospodarczego”.

„Możliwy jest spadek PKB nie tylko w I, ale i II kwartale przyszłego roku”.

PAP, 17.12

„Rezerwy dewizowe państwa polskiego przekraczają 28 mld USD i zapewniają jego wypłacalność i na pewno zabezpieczają nas przed scenariuszem argentyńskim”.

PAP, 19.12

„W IV kwartale wzrost PKB 0,3-0,4 proc., w całym 2001 ok. 1,0 proc”.

Cezary Józefiak, członek RPP

Życie, 6.12

„Plotki mówią, że projekt zmian [w ustawie o NBP] jest już w koalicji ustalony. Dla mnie oczekiwania dalszych obniżek stóp, po bardzo dużej ich redukcji w całym roku, nie brzmią poważnie”.

Puls Biznesu, 7.12	„Tak mocne naciski – mimo dwóch redukcji w ciągu 30 dni – utwierdzają w przekonaniu, że plotki mówiące o ograniczeniu suwerenności banku centralnego nie są tylko plotkami. Rząd chce uzyskać wpływ na kształtowanie polskiej polityki pieniężnej. Uważam jednak, że musimy poczekać na efekty dotychczasowych działań Rady, obecnie przy podejmowaniu kolejnych decyzji wskazana jest ostrożność”.
PAP, 11.12	„Podstawą decyzji Rady są przewidywania sytuacji w dziedzinie oszczędności i oczekiwań inflacyjnych w Polsce w ciągu najbliższych miesięcy”.
Reuters, 12.12	„W tym roku obcieliśmy stopy procentowe o 750 punktów bazowych, w tym o 300 punktów w ciągu dwóch ostatnich miesięcy, a teraz słyszę, że Rada nie chce współpracować z rządem w celu stymulowania wzrostu gospodarczego. To oznacza, że wykorzystają każdą okazję, by zmienić ustawę o NBP, tak by rząd miał wpływ na decyzję o wysokości stóp procentowych. To będzie miało zgubne skutki nie w przyszłym roku, ale w latach następnych”.
Reuters, 12.12	„W gospodarce, w której inflacja jest ciągle wyższa niż w krajach, do których aspiruje, i która ciągle ma znaczną nierównowagę zewnętrzną, takie postępowanie [zwiększanie popytu wewnętrznego] grozi niebezpieczeństwem pojawienia się impulsu inflacyjnego. (...) Jeśli chodzi o stymulowanie popytu krajowego, to wolałbym, żeby wyglądało tak jak w USA, czyli przez obniżenie podatków”.
PAP, 13.12	„Kurs waluty jest też wynikiem pewnej harmonii między polityką fiskalną i monetarną. Jeśli tej harmonii nie ma, to pojawia się problem, czy należy metodą interwencji walutowej ratować to, co wynika z innych przyczyn”.

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

Reuters, 19.12

„Wzmocnienie się złotówki w ostatnich dwóch dniach ma swoje przyczyny najprawdopodobniej w płytkim rynku dewizowym, na którym jedna transakcja mogła uruchomić całą serię następnych i doprowadzić do przejściowego umocnienia. (...) Po drugie, wzmocniła się również nie tylko złotówka, ale również forint i korona, po ostatniej zapowiedzi na szczycie Unii Europejskiej iż 10 krajów ma szanse być przyjętych do UE. (...) Proszę też zauważyć, że jeżeli mamy duży deficyt i dużą emisję papierów skarbowych to przyciąga kapitał portfelowy, który wzmacnia złotego. Jeżeli ktoś obawia się umocnienia złotego, to powinien zatroszczyć się o kształt finansów publicznych”.

INFORMACJA Z POSIEDZENIA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIACH 18-19 GRUDNIA 2001

W dniach 18-19 grudnia 2001 r. odbyło się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Rada zapoznała się z materiałami przygotowanymi przez Zarząd i departamenty NBP oraz materiałami informacyjnymi i analitycznymi Ministerstwa Finansów, banków oraz instytutów badawczych. Na tej podstawie Rada omówiła kształtowanie się inflacji; tendencje w zakresie podaży pieniądza, kredytu i stóp procentowych; uwarunkowania zewnętrzne oraz sytuację w bilansie płatniczym, sferze realnej gospodarci i w sektorze finansów publicznych.

I. Inflacja, oczekiwania inflacyjne

1. Wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w skali roku obniżył się z 4,0 proc. przed miesiącem do 3,6 proc. Jednak 58 proc. tego spadku tłumaczą czynniki, które mogą mieć charakter przejściowy, a mianowicie zmiany cen żywności i paliw.
2. W listopadzie br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były o 0,4 proc. niższe niż w październiku br. (przed miesiącem obniżyły się o 0,6 proc.). Największy spadek cen zanotowano w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (o 5,6 proc.). W stosunku do listopada 2000 r. ceny produkcji przemysłowej obniżyły się o 0,8 proc.
3. W badaniu przeprowadzonym na początku grudnia br. pogorszyły się oczekiwania osób prywatnych dotyczące przyszłej inflacji. Odsetek osób najbardziej pesymistycznych, przewidujących, że ceny będą rosły szybciej niż obecnie, wzrósł o 6,2 pkt proc. (do 20,0 proc.). Zmniejszyły się natomiast pozostałe grupy, bardziej optymistycznie nastawionych ankietowanych.
Stopa inflacji oczekiwana przez analityków bankowych na koniec br. obniżyła się z 4,2 proc. przed miesiącem do 4,0 proc. Inflacja oczekiwana w perspektywie 11 miesięcy obniżyła się o 0,1 pkt proc. i wyniosła 4,7 proc.

W listopadzie br. obniżyło się tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w skali roku. W znacznym stopniu wynikało to jednak z działania czynników, które mogą mieć charakter przejściowy – zmiany cen żywności i paliw. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu były niższe niż przed miesiącem i niższe niż przed rokiem.

W grudniu br. pogorszyły się oczekiwania osób prywatnych dotyczące przyszłej inflacji. Dalszemu obniżeniu uległy oczekiwania inflacyjne analityków bankowych.

II. Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe

1. Nominalne tempo przyrostu podaży pieniądza ogółem (M2) w skali roku obniżyło się z 13,1 proc. w październiku do 11,9 proc. w listopadzie br.
2. W listopadzie br. suma oszczędności gospodarstw domowych ulokowanych w bankach obniżyła się o 1,8 mld zł w porównaniu z październikiem br. Depozyty złotowe przedsiębiorstw zwiększyły się o 4,1 mld zł. Dynamika depozytów złotych osób prywatnych w skali roku obniżyła się z 19,0 proc. we wrześniu i 16,8 proc. w październiku do 13,4 proc. w listopadzie br.
3. W listopadzie br. roczna dynamika akcji kredytowej ogółem obniżyła się z 8,7 proc. przed miesiącem do 8,1 proc. Obniżyła się zarówno dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (z 16,4 proc. do 15,9 proc.), jak i dla przedsiębiorstw (z 6,4 proc. do 5,9 proc.).

Po raz pierwszy od 1997 r. odnotowano miesięczny spadek depozytów złotych osób prywatnych. Jest to przede wszystkim efekt wprowadzenia podatku od dochodów z lokat bankowych. W celu ucieczki przed opodatkowaniem osoby prywatne kierowały swe środki w inne formy oszczędzania (obligacje i fundusze inwestycyjne). W efekcie działań banków na rzecz przeciwdziałania odpływowi pieniędzy z systemu bankowego nastąpiło przesunięcie oszczędności utrzymywanych w bankach na lokaty długoterminowe. W listopadzie br. zwiększyła się suma środków utrzymywanych w bankach przez przedsiębiorstwa.

Popyt na kredyty utrzymuje się na niskim poziomie. W listopadzie obniżyła się dynamika podaży pieniądza ogółem.

III. Uwarunkowania zewnętrzne.

1. Utrzymują się prognozy wskazujące, że ożywienie w gospodarce światowej nastąpi prawdopodobnie w II połowie 2002 r. W IV kwartale br. możliwy jest spadek PKB zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro.
2. Nie zmieniły się prognozy kształtowania się cen ropy naftowej na rynkach światowych.

Utrzymują się prognozy, że ożywienie w gospodarce światowej nastąpi w II połowie 2002 r. Oznacza to gorsze perspektywy dla polskiego eksportu. Jest to jednocześnie czynnik ograniczający presję inflacyjną. Od ostatniego posiedzenia Rady stabilne są również prognozy kształtowania się cen ropy na rynkach światowych.

IV. Bilans płatniczy, kurs walutowy

1. W okresie styczeń-październik br. deficyt obrotów bieżących wyniósł 6,0 mld dolarów i był niższy o 2,7 mld dolarów niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Eksport był o 10,5 proc. wyższy niż w okresie styczeń-październik 2000 r., podczas gdy dynamika importu wyniosła 2,6 proc.
2. W listopadzie br. kurs złotego umocnił się zarówno w stosunku do euro (średni kurs wyniósł 3,64 zł wobec 3,74 zł w październiku br.), jak i wobec dolara (4,09 zł wobec 4,13 zł przed miesiącem).

Poprawa salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego świadczy o umacnianiu się równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Obserwowane umacnianie się kursu złotego wynika przede wszystkim z napływu kapitału zagranicznego lokowanego w papiery skarbowe.

V. Podaż, popyt, sytuacja na rynku pracy i dochody

1. W III kwartale br. Produkt Krajowy Brutto był o 0,8 proc. wyższy niż w III kwartale ubiegłego roku. Popyt krajowy był realnie o 2 proc. niższy niż przed rokiem, do czego przyczynił się głównie spadek nakładów brutto na środki trwałe o 13,6 proc. Szybciej niż w II kwartale rosło spożycie indywidualne (2,1 proc. wobec 1,6 proc.). Ujemny eksport netto zmniejszył się do 4,8 mld zł z 7,7 mld zł w II kwartale i 10,1 mld zł przed rokiem.
2. W listopadzie br. produkcja sprzedana przemysłu była o 0,8 proc. niższa niż przed rokiem. Produkcja budowlano-montażowa była o 9,8 proc. niższa niż przed rokiem.
3. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w listopadzie br. o 0,5 proc. w porównaniu z październikiem br. i było o 4,3 proc. niższe niż przed rokiem.
4. W okresie styczeń-listopad br. przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw było nominalnie o 7,3 proc., a realnie o 1,6 proc. wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Utrzymuje się niski poziom aktywności gospodarczej. W ostatnich miesiącach, dzięki spadkowi inflacji, następuje przyspieszenie tempa wzrostu realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw.

VI. Sytuacja w sektorze finansów publicznych

Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych w 2001 r. będzie wyższy niż wcześniej przewidywano i wyniesie ok. 5,2 proc. PKB.

Od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej nie zmieniła się ocena sytuacji w sektorze finansów publicznych w 2002 r.: projekt budżetu na 2002 r. budzi niepokój co do jego wpływu na przyszły wzrost gospodarczy oraz możliwość poprawy układu polityki fiskalnej i monetarnej.

Część rozwiązań prawnych zawartych w projektach ustaw o budżecie, od których zależy ostateczny kształt budżetu na 2002 r., stanowi krok w dobrym kierunku. Jednak ich skala jest niewystarczająca, by trwale rozwiązać problemy sektora finansów publicznych.

Uchwalenie przez Sejm ustaw o budżecie należy traktować jako potwierdzenie wcześniejszych informacji dotyczących kształtu budżetu państwa na 2002 r.

VII. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej

1. Rada Polityki Pieniężnej pragnie przypomnieć, że w 2001 r. dokonała już łącznych obniżek stóp procentowych o 7,5 pkt proc. Pełne skutki obniżek, zwłaszcza tych dokonanych w październiku i listopadzie łącznie o 3 pkt proc., jeszcze się nie ujawniły.
2. Jednocześnie utrzymują się źródła niepewności:
 - Sytuacja w sektorze finansów publicznych w 2002 i 2003 r. Uchwalenie przez Sejm części ustaw o budżecie zwiększa prawdopodobieństwo, że budżet na 2002 r. będzie zgodny z projektem rządu. Jednak informacje te zostały już uwzględnione przez Radę Polityki Pieniężnej.
 - Wpływ podatku od dochodów z oszczędności na skłonność do oszczędzania. Wprowadzenie opodatkowania dochodów z lokat bankowych przybliży poziom odsetek otrzymywanych od depozytów do poziomu inflacji, co może doprowadzić do spadku skłonności do oszczędzania.
 - Skala niezbędnych reform strukturalnych, jakie zostaną przeprowadzone.
3. Nowe dane, które pojawiły się od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, mają różnokierunkowy charakter. Z jednej strony:
 - wskaźnik cen towarów obniżył się do 3,6 proc., jednak znaczną część spadku tłumaczą czynniki, które mogą mieć charakter przejściowy, a mianowicie zmiany cen żywności i paliw
 - ceny produkcji sprzedanej przemysłu były niższe niż przed miesiącem i niższe niż przed rokiem
 - spadła dynamika podaży pieniądza oraz akcji kredytowej
 - nie uległy zmianie prognozy kształtowania się sytuacji gospodarczej na świecie oraz cen ropy naftowej
 - utrzymuje się niski poziom aktywności gospodarczej.

Z drugiej strony:

- pogorszyły się oczekiwania osób prywatnych co do przyszłej inflacji
- po raz pierwszy od 1997 r. nastąpił miesięczny spadek depozytów złotych osób prywatnych, który wynikał przede wszystkim z uchwalenia ustawy wprowadzającej podatek od dochodów z lokat bankowych; spadkowi depozytów nie zapobiegły działania banków oferujących lokaty długoterminowe
- deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych w 2001 r. będzie wyższy niż wcześniej przewidywano.

Biorąc pod uwagę trzy wymienione wyżej przesłanki, Rada Polityki Pieniężnej postanowiła utrzymać parametry polityki pieniężnej na dotychczasowym poziomie, tzn. utrzymać wysokość podstawowych stóp procentowych NBP oraz neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

VIII.

Zgodnie z Załoženiami polityki pieniężnej na 2002 r. Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej z poziomu 5 proc. do 4,5 proc. Decyzja ta nie spowoduje wzrostu płynności sektora bankowego, ponieważ w najbliższym czasie Zarząd NBP podejmie decyzję o likwidacji możliwości utrzymywania rezerwy obowiązkowej w formie gotówki w kasach banków. Decyzja ta stanowi element dostosowania do standardów Europejskiego Systemu Banków Centralnych.

Jednocześnie Rada przyjęła Plan finansowy Narodowego Banku Polskiego na 2002 r., w którym zakłada się zamianę obligacji NBP wyemitowanych w związku z obniżką stopy rezerwy obowiązkowej w 1999 r. na obligacje o oprocentowaniu rynkowym.

IX.

Następne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniach 28-29 stycznia 2002 r.

Pod lupą: Rząd i polityka

- Pierwszy sukces na drodze do uchwalenia budżetu 2002: ustawy okołobudżetowe przyjęte.
- Grudniowe sondaże opinii publicznej wskazują na spadek zaufania dla rządu.
- Pozostaje otwartą kwestią, czy utrata popularności osłabi zamiar rządu zreformowania finansów publicznych i rynku pracy.

Parlament uchwalił ustawy okołobudżetowe

W połowie grudnia Sejm uchwalił bez żadnych większych zmian ustawy okołobudżetowe przedłożone przez rząd. W ciągu zaledwie kilku dni pakiet ustaw został również przyjęty przez Senat i podpisany przez prezydenta, co umożliwiło im wejście w życie wraz z początkiem nowego roku. Te ustawy zacieśniają kryteria uprawniające do różnych świadczeń socjalnych, zamrażają wynagrodzenia nauczycieli, redukują lub eliminują pewne dotacje, zamrażają finanse dla służby zdrowia. Całkowite oszczędności tego pakietu szacowane są na ok. 8 mld zł, a cięcia wydatków socjalnych sięgają 2,5 mld zł.

Wydaje się, że premier Leszek Miller jest zdolny zapewnić wystarczające poparcie polityczne dla programu ekonomicznego ministra finansów Marka Belki. Pierwszy krok we właściwym kierunku został już zrobiony, następną ważną datą jest luty, kiedy Marek Belka zaproponuje średnioterminowy plan ożywienia gospodarki.

Ekonomiści uwielbiają robić porównania, więc rozważcie Państwo, co następuje. Według kalendarza chińskiego 2002 r. będzie rokiem konia, a ostatnim rokiem konia był rok 1990. W tamtym roku premier **Mazowiecki** wspierał ministra finansów **Balcerowicza**, wprowadzającego w życie plan reform, który był fundamentem dla zdrowego rozwoju gospodarczego przez następne lata. Teraz wydaje się prawdopodobne, że premier **Miller** będzie podobnie wspierał ministra finansów **Belkę**, który również wprowadza w życie plan reform, zatem rok konia może jeszcze raz zostać wykorzystany, aby przywrócić wzrost gospodarczy.

Jedno słowo ostrzeżenia wydaje się jednak niezbędne. Niektóre oszczędności uchwalone w ramach pakietu ustaw okołobudżetowych są tylko tymczasowe. Na przykład wzrost płac nauczycieli został po prostu opóźniony o rok, tak samo zamrożenie finansowania sektora zdrowotnego będzie obowiązywało tylko w 2002 r. Dlatego podobne problemy mogą powrócić w przyszłym roku, jeśli średnioterminowy plan Belki nie zdoła

zreformować wydatków socjalnych i subwencji budżetowych. Plan ten również może się nie powieść, jeżeli nie będzie mu towarzyszyło przyspieszenie tempa prywatyzacji, szczególnie takich sektorów, jak górnictwo, hutnictwo, koleje, energetyka.

Rząd traci popularność w grudniowych sondażach

Według Demoskopu 44 proc. respondentów negatywnie oceniało w grudniu działalność rządu, co oznacza 14-proc. wzrost niezadowolenia w porównaniu z listopadem. Pozytywne oceny wydało 32 proc. badanych (spadek o 1 proc.). Premier Leszek Miller ma 29 proc. negatywnego elektoratu (wzrost o 4 proc.) przy 45 proc. popierających go (spadek o 2 proc.). Również prezydent Kwaśniewski stracił poparcie w sondażach, jego zwolennicy stanowią 67 proc. wobec 75 proc. miesiąc wcześniej.

Według instytutu OBOP w grudniu stopa poparcia dla rządu spadła do 30 proc., a liczba negatywnie oceniających rząd wzrosła do 38 proc. (!) W listopadzie rząd miał 33 proc. zwolenników i 15 proc. przeciwników.

Również według instytutu CBOS popularność rządzących partii gwałtownie spada. SLD-UP ma 39 proc. poparcia w porównaniu z 45 proc. miesiąc temu (w wyborach wrześniowych otrzymali 41 proc. głosów). Poparcie dla PSL obniżyło się do 7 proc. z 8 proc. w listopadzie i 9 proc. podczas wrześniowych wyborów.

Jest teraz jasne, że powyborczy miesiąc miodowy się skończył. Prawdopodobnie gwałtowny spadek popularności rządu wynika przede wszystkim z bardzo niepopularnej decyzji o opodatkowaniu dochodów odsetkowych uchwalonej w listopadzie. Poparcie dla rządu będzie teraz dalej spadać ze względu na ostatnie niepopularne cięcia wydatków socjalnych i zamrożenia płac w sektorze publicznym. Pozostaje obserwować, czy rząd utrzyma ten kurs i będzie kontynuował wprowadzanie bolesnych, lecz niezbędnych reform. W szczególności jest otwartą kwestią, czy taka utrata popularności osłabi zamiar rządu zreformowania finansów publicznych i rynku pracy. Jest jasne, że krótkoterminowe interesy polityczne będą działały w przeciwnym kierunku, jako że prawdopodobnie wiosną odbędą się wybory samorządowe. Odpowiedź na te pytania da plan średnioterminowy ministra Belki, który ma zostać zaprezentowany w połowie lutego.

Wypowiedzi członków rządu

Członkowie rządu w swych wystąpieniach poruszali przede wszystkim kwestię Rady Polityki Pieniężnej, wysuwali różne propozycje ograniczenia jej niezależności (zwiększanie liczby członków, dodatkowe cele). Minister finansów, mimo iż krytycznie odnosi się do decyzji RPP, jest przeciwny tego typu propozycjom.

KTO, KIEDY, GDZIE	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Miller, premier PAP, 4.12	„Są wszelkie podstawy, również w projekcie budżetu, do obniżki stóp procentowych. Jeśli Rada Polityki Pieniężnej tego nie zrobi, to powstanie spór między RPP a rządem i ten spór może rozstrzygnąć tylko parlament”. „Nie może być tak, że jakkolwiek ważna instytucja, która ma wpływ na realizację właściwej polityki gospodarczej, może uważać się za wyłączoną z odpowiedzialności i z udziału w dziele naprawy finansów publicznych”.
3 Program PR, 7.12	„Dla poprawienia gospodarki, dla zmniejszenia bezrobocia, dla poprawienia sytuacji bytowej milionów polskich rodzin jest po prostu potrzebny impuls prorozwojowy i bez obniżania stóp procentowych tego impulsu nie będzie. [...] Jeżeli nie będzie tego impulsu, nie będzie tego obniżenia, to znaczyć będzie, że jest spór między rządem, a Radą. I ten spór może rozstrzygnąć tylko parlament. [...] To jest kwestia postępowania parlamentu w tej sprawie. Ale niewątpliwie nie można tolerować sytuacji, w której będzie pat i ten pat będzie szkodził polskiej gospodarce”.
Marek Belka, wicepremier, minister finansów, PAP, Reuters, RMF FM, 3.12	„Przyjęliśmy w założeniach budżetowych, iż wpływy od oprocentowania lokat bankowych i innych zysków kapitałowych będą na znacznie niższym poziomie niż 2 mld zł, które szacowaliśmy w momencie wprowadzenia tej pozycji pod obrady Sejmu, bo nie wiedzieliśmy jak skuteczna będzie akcja tzw. lokat antypodatkowych. Dziś możemy powiedzieć, że na te lokaty długookresowe przesunięto około jedną dwudziestą środków, które były na lokatach bankowych i ewentualne ubytki z tego powodu dla budżetu państwa będą nieznaczące. Stąd suma 1,35 mld zł jest w takiej sytuacji znacznie zaniżona i możemy bezpiecznie liczyć na większe sumy”.
PAP, 4.12	„W I kwartale przyszłego roku rząd przedstawi Sejmowi całonocny program gospodarczy na okres bieżącej kadencji, będzie on prezentował cały kompleks przedsięwzięć zmierzających do ożywienia gospodarki, przedstawiany dziś budżet stanowi pierwszy krok na tej właściwej drodze”.
PAP, 6.12	„Podatek importowy jako część budżetu oznacza natychmiast, że będziemy mieli skłonność do wydania wpływów z tego podatku w tym budżecie, a to oznaczałoby, że cała strategia finansów publicznych, którą ten budżet rozpoczyna, znika. [...] Możliwe byłoby wprowadzenie podatku importowego jako rozwiązania nadzwyczajnego w sytuacji nadzwyczajnej, ale poza budżetem”.
Reuters, PAP, 12.12	„Brakujące środki z tegorocznej prywatyzacji (3 mld zł) pozyskamy z rynku kapitałowego. Gdybym miał kłopoty to wahałbym się z drugą nowelą budżetu. Sytuacja płynnościowa jest bezpieczna. Nie rzucalibyśmy się na spłatę wcześniejszych zobowiązań gdybyśmy nie mieli środków”. „Wycofanie się z propozycji podwyżek VAT w budownictwie spowodowało, że nasze ostrożne na początku założenia co do wpływów podatkowych w 2002 r. stały się już nieco mniej konserwatywne. [...] Wprowadziliśmy co prawda pewne elementy kompensujące, ale to wszystko jednak stwarza pewien nacisk na stronę dochodową budżetu w przyszłym roku. Zmniejszył się nasz margines bezpieczeństwa”. „Sytuacja płynnościowa budżetu, choć nie jest zagrożona, będzie o tyle trudniejsza, że w I kwartale 2002 r. będzie się musiał zwiększyć popyt na kapitał na rynku polskim, co oczywiście może zahamować bardzo korzystny trend spadkowy rynkowych stóp. [...] „Planowana przez rząd spłata zobowiązań utrudni sytuację płynnościową budżetu na przełomie tego i przyszłego roku. [...] Planujemy przeprowadzić to w taki sposób, aby nie zagroziła ona płynności budżetu”.
PAP, 13.12	„Jest olbrzymie ssanie na polskie papiery na rynkach międzynarodowych, nasz nieoficjalny rating na rynkach jest znacznie lepszy niż ten, który nam przyznają agencje ratingowe. [...] Polska jest postrzegana jako przyszły członek Unii Europejskiej i kraj, który przeżywa wprawdzie trudne chwile, ale z punktu widzenia wypłacalności ma całkiem nienaruszone fundamenty”. „W tej chwili jest duży niedobór polskich papierów [w walutach] na rynku i paradoksalnie czym większa będzie podaż tych papierów, tym będzie łatwiej je plasować. Jesteśmy jeszcze daleko od tego momentu, kiedy mogłyby wystąpić problemy z popytem na polskie papiery. [...] Na razie rynki proszą o więcej papierów, bo jak jest ich mało, są mało płynne. Stąd będziemy mieć w razie swoista rentę, pozwalającą bezpiecznie i prawdopodobnie na coraz lepszych warunkach plasować na rynku polskie papiery. [...] Naturalnym dla emisji zagranicznych polskich papierów jest rynek europejski. Chodzi o to, żeby Polskie papiery miały płynność”. „Będziemy musieli dokonać masowej operacji restrukturyzacji zadłużenia zagranicznego. [...] Ona już trwa, czego przykładem jest przedterminowy wykup długu wobec Brazylii, czy wcześniejsze wykupy obligacji Brady”ego. [...] Myślę, że może to nastąpić po decyzjach unijnych, które prawdopodobnie zapadną do końca przyszłego roku, a więc nie wykluczam, że będzie to przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej, przed 2004 rokiem. [...] Operacja częściowa będzie polegała na przesunięciu spłat na lata przyszłe, ale będzie niosła ze sobą zwiększenie kosztów bieżących obsługi długu zagranicznego, wobec tego, że teraz bieżące koszty spłaty odsetek są stosunkowo niskie”. „Musimy przyjąć, że polska gospodarka nie będzie rosła w tempie błędu statystycznego przez najbliższe lata. Dług publiczny 51 proc. PKB nie jest żadnym dramatem. Dramatem byłoby, gdyby dług publiczny rósł w relacji do PKB bardzo dynamicznie przez kilka lat. [...] Jeżeli zdarzyłoby się, że mielibyśmy zerowy wzrost, to wtedy rzeczywiście możemy łatwo popaść w kłopoty. Nie przewiduję jednak takiej sytuacji”. „Kilkuprocentowa dewaluacja złotego dałaby trochę tlenu eksporterom. Można się spodziewać pewnego osłabienia złotego w przyszłym roku. Obserwując ostatnie lata, po okresie bardzo szybkiej aprecjacji następuje wyluzowanie i teraz należy się go spodziewać. Nie będzie też wielkich wpływów prywatyzacyjnych. [...] Krótkoterminowy kapitał, nie będzie miał wówczas powodów do spekulacyjnych zakupów papierów skarbowych”.

- „Po wprowadzeniu do obiegu euro w postaci gotówkowej, może też nastąpić psychologiczny impuls do wzmocnienia euro wobec dolara. Bardzo byśmy sobie tego życzyli. To byłoby bardzo pozytywne z punktu widzenia polskiego eksportu”.
- „Obawiam się tego, że jeżeli w przyszłym roku nastąpi pewne odbicie, i inflacja CPI powoli zacznie rosnąć z 4,0 proc., czy nawet z 3,5 proc. do 4,5-5,0 proc., to RPP zaostry politykę pieniężną, choć w dalszym ciągu inflacja będzie w ramach jej celu. [...] Myślę, że w sytuacji odbicia inflacyjnego należy ze spokojem dopuścić, aby inflacja wzrosła do 5 proc. Jeżeli chodzi o inflacyjny cel średniookresowy, to wykonaliśmy plan na dwa lata przed terminem. Teraz problem jest, żeby inflacja CPI nie spadła do 3 proc., bo mamy wyraźny trend spadkowy. Natomiast z punktu widzenia producentów mamy teraz deflację. [...] Jeżeli nastąpi w końcu przyszłego roku ożywienie gospodarcze, impuls inflacyjny może być łagodny, a może go wcale nie być”.
- „Nie jest normalna sytuacja, w której polska gospodarka rośnie w tempie 0 proc., 0,5 proc. czy nawet 1,5 proc. rocznie. Gospodarka taka jak nasza, gospodarka doganiająca, gdzie szybko rośnie wydajność pracy, ma podstawy, by rosnąć w tempie 4-5 proc”.
- PAP, 19.12 „To bardzo zła decyzja, ponieważ ostatnie dane gospodarcze są takie, że ta obniżka byłaby możliwa. Jest sytuacja, która jej sprzyja. Gospodarka jest na progu recesji. Mamy do czynienia z deflacją cen przemysłowych. [...] Niemniej jednak nie jest to wielkie zaskoczenie dla ministerstwa finansów. Pozostaje jedynie nadzieja, że stopy będą obniżone w kolejnym miesiącu”.
- PAP, 21.12 „Jest w Sejmie tendencja do ograniczania niezależności Rady, taka propozycja w obecnej sytuacji ma szanse znaleźć poparcie większości. [...] Dzisiejsza decyzja daje argument osobom popierającym na tego typu propozycje”.
- „Jestem zdecydowanym obrońcą niezależności RPP, choć nie odzegnuję się od krytyki niektórych jej posunięć. Jest to jedna z tych instytucji, która stanowi dorobek polskiej transformacji i którą powinniśmy strzec. [...] Nawet jeśli powiększymy liczbę członków Rady o kolejnych sześć osób, to jestem przekonany, że obecni tak się skonsolidują, że zawsze będą mieli przewagę. Na dodatek wcale nie jest powiedziane, że nowi będą jednoznacznie opowiadać się przeciwko obecnej polityce pieniężnej. [...] Międzynarodowa reakcja będzie większa, niż tego wymaga sprawa. Myślę, że będziemy się z tych pomysłów rakiem wycofywać, ale już z pewnymi kosztami politycznymi i reputacyjnymi. [...] RPP patrzy przede wszystkim w dalszą przyszłość, natomiast rząd musi brać pod uwagę fakt, że bieżąca sytuacja gospodarcza jest zła i jeśli miałyby się dalej utrzymywać, może to grozić poważnymi konsekwencjami społecznymi i integracji z UE”.
-
- Wiesław Kaczmarek, minister skarbu państwa,
PAP, 5.12 „Kluczowa dla zrealizowania przychodów z prywatyzacji w 2002 r. będzie oferta publiczna PZU SA. Rozsądnym rozwiązaniem byłaby oferta publiczna 5-10 proc. PZU w przyszłym roku”.
-
- Halina Wasilewska-Trenkner, wiceminister finansów,
PAP, 6.12 „Prognozujemy, że wprowadzenie akcyzy na energię elektryczną spowoduje wzrost inflacji średniorocznej w 2002 r. maksymalnie o 0,3-0,4 proc. Stanie się tak wówczas, gdy producenci energii przerzucą całość akcyzy na ostatecznych odbiorców. Jeśli nie, impuls inflacyjny będzie słabszy”.
-
- Jarosław Kalinowski, wicepremier, minister rolnictwa;
Reuters, PAP, 12.12 „Najlepszym rozwiązaniem byłoby łączne dokonanie zmian w polityce pieniężnej i wprowadzenie podatku importowego. Ale tu rząd będzie prowadził dalej analizy i podejmie stosowne decyzje”.
- „PSL nie wierzy, że Rada Polityki Pieniężnej nawiąże współpracę z rządem w dziedzinie naprawy naszej gospodarki. [...] Dlatego należy dokonać zmian w ustawie o NBP tak, aby celem Rady i banku centralnego nie była tylko walka z inflacją, ale także dbanie o wzrost gospodarczy i walka z bezrobociem”.
- „Kurs złotego nie jest kształtowany przez obecne warunki gospodarcze, tylko przez zewnętrzne fundusze inwestycyjne, które korzystają z tego, że w Polsce są najwyższe realne stopy procentowe w świecie. [...] Uważamy, że przez nowelizację ustawy o NBP powinno się doprowadzić do urealnienia kursu złotego. To da możliwość odbicia się naszej gospodarce od dna, na jakim w tej chwili się znajdujemy”.
- „Musi być taka zmiana polityki pieniężnej, by doprowadzić do osłabienia złotego [...]. Dziś dolar powinien kosztować niespełna pięć złotych”.
- „PSL nie zamierza znosić żadnych konstytucyjnych gwarancji RPP”.
-
- Stanisław Stec, poseł SLD, wiceprzewodniczący sejmowej komisji finansów publicznych
Gazeta Wyborcza, 14.12 „Złotówka jest zbyt mocna, dorzyna nasz eksport. [...] Wystarczy, że Rada po męsku obniży za jednym zamachem o 4-5 proc. stopy procentowe i zarazem ogłosi, że przez pół roku w zakresie stóp nic się już nie wydarzy. Wtedy złoty osłabnie. [...] Będziemy musieli wygrać tę wojnę z Radą i zmienić ustawę o NBP. Zadaniem banku centralnego oprócz dbania o utrzymanie w ryzach inflacji powinno być również wspieranie polityki gospodarczej rządu. [...] Kurs [walutowy] wyznaczałby rząd, podając widełki. [...] Poziom kursu byłby konsultowany z NBP”.

Monitor rynku

- Złoty kontynuował trend aprecjacyjny w grudniu.
- Duża podaż obligacji w połączeniu z wysokim apetytem inwestorów zagranicznych na polskie aktywa może prowadzić do kontynuacji tego trendu.
- Przeciwstawia się temu politycy, którzy mają kilka możliwości doprowadzenia do deprecjacji złotego.
- Nie oczekujemy, iż RPP ulegnie presji i obetnie stopy procentowe na tyle mocno, aby spowodować dewaluację.
- Politykom pozostanie zmiana ustawy o NBP lub próba zmiany reżimu kursowego.

Rynek walutowy

Grudzień był kolejnym miesiącem aprecjacji złotego zarówno wobec euro jak i wobec dolara. Jak przedstawiono w tabeli poniżej, po wakacyjnej deprecjacji i pewnej stabilizacji we wrześniu, w kolejnych miesiącach następowała stopniowa i podobna w skali aprecjacja kursu złotego, mierzona względem średniego kursu miesięcznego.

Zmiany kursów walut

miesiąc	USD/PLN	EUR/PLN	EUR/USD
lipiec	5,6	6,3	0,7
sierpień	1,3	6,0	4,7
wrzesień	-0,6	0,6	1,1
październik	-2,0	-2,5	-0,6
listopad	-1,1	-3,1	-2,0
grudzień	-1,2	-2,2	0,6

Wartości ujemne oznaczają nominalną aprecjację, do obliczeń wykorzystano średnie kursy miesięczne.

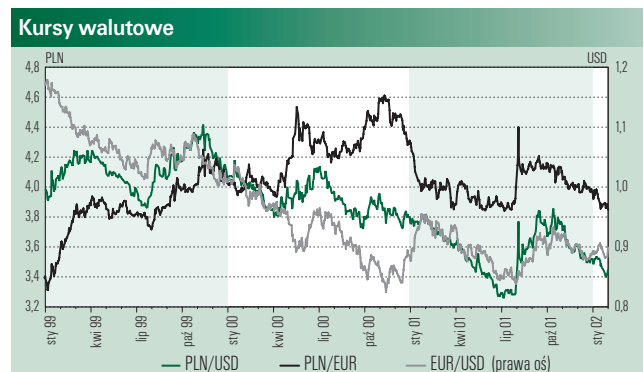
Źródło: BZ WBK

Warto zauważyć, że aprecjacja kursu dokonuje się w warunkach zwalnającego wzrostu gospodarczego, ale zarazem poprawiającej się równowagi makroekonomicznej. Wydaje się zatem, że dla inwestorów zagranicznych przy podejmowaniu decyzji o kupnie polskich aktywów większą wagę ma poprawa na rachunku obrotów bieżących i spadek inflacji niż zwalnająca dynamika PKB. Istotnie wydaje się, że oczekiwania kolejnych cięć stóp procentowych na skutek poprawy równowagi makroekonomicznej (które zresztą zostały potwierdzone decyzjami RPP), były w przeszłości i pozostaną w bieżącym miesiącu głównym czynnikiem przyciągającym kapitał portfelowy. Jeżeli apetyt na polskie aktywa pozostanie wysoki, i wysoka podaż papierów skarbowych (5,4 mld zł bonów i 5,5-6,5 mld zł obligacji) spotka się z dużym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych, wówczas można oczekiwać presji na wzmocnienie zło-

tę. W zasadzie na początku stycznia było widać już pierwsze „sztuki nadciągające stada”.

Nie ulega wątpliwości, że politycy postarają się postawić jakiegoś „elektrycznego pastucha”, który będzie miał za zadanie nie tylko powstrzymać nadciągające stado, ale także je zawrócić, czyli doprowadzić do osłabienia złotego. Tym pastuchem mają być zdecydowane obniżki stóp procentowych. Według ocen inwestorów dopiero obniżka rzędu 3-4 pkt proc. pozwoliłaby na deprecjację złotego do poziomu Belki, czyli około 4,25 za dolara, zaś osiągnięcie poziomu Kalinowskiego, czyli 4,90, wymagałoby obniżenia stopy interwencyjnej zapewne o kolejne 2 pkt proc. do poziomu około 6 proc.

Ponieważ nie oczekujemy, że bank centralny zapomni o swoim konstytucyjnym obowiązku utrzymywania w ryzach inflacji (zob. odpowiedni artykuł konstytucji i ustawy o NBP poniżej) a także o celu inflacyjnym, czyli inflacji poniżej 4 proc. w 2003 r., obniżka stóp która byłaby w stanie zdewaluować złotego, nie będzie miała miejsca. Politykom pozostaną zatem dwa sposoby działania. SLD może poprzeć zmianę ustawy o NBP zaproponowaną przez PSL i UP lub próbować doprowadzić do zmiany polityki kursowej. W pierwszym przypadku inwestorzy postrzegaliby zmianę ustawy o NBP jako utratę przez Polskę szansy na członkostwo w UE w pierwszej grupie, więc gremialnie sprzedaliby polskie aktywa i doprowadzili do dewaluacji. W tym scenariuszu prezydent Kwaśniewski mógłby skierować nowelizację ustawy o NBP do Trybunału Konstytucyjnego, który po kilku miesiącach prawdopodobnie uznałby ją za niezgodną z konstytucją, więc żadne zmiany legislacyjne nie miałyby miejsca, a przez te kilka miesięcy złoty byłby słaby. W drugim przypadku rząd mógłby zinterpretować artykuł ustawy o NBP, iż decyduje o polityce kursowej, zaś opinia RPP nie jest dla niego wiążąca, i mógłby próbować zobowiązać NBP do interwencji kursowych. Jak widać, możliwych scenariuszy rozwoju jest wiele, ale większość prowadzi do osłabienia złotego w najbliższych miesiącach.



Źródło: BZ WBK

Art. 227 Konstytucji RP

1. Centralnym bankiem państwa jest Narodowy Bank Polski. Przysługuje mu wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i realizowania polityki pieniężnej. Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza.

Art. 3 Ustawy o NBP

1. Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP.

Art. 24 Ustawy o NBP

1. NBP realizuje politykę walutową ustaloną przez Radę Ministrów w porozumieniu z Radą.

2. Zasady ustalania kursu złotego w stosunku do walut obcych ustala Rada Ministrów w porozumieniu z Radą.

Rynek pieniężny i papierów skarbowych

W grudniu sytuacja na rynku pieniężnym uległa pewnej poprawie w porównaniu z listopadem, jednak nadal zmienność stawek rynkowych była większa niż dotychczas. W pierwszej dekadzie miesiąca jednodniowe stawki WIBOR utrzymywały się nieco poniżej poziomu stopy interwencyjnej, w przedziale 10-11,5 proc., a banki miały na rachunkach bieżących pewien zapas płynności ponad wymagany poziom rezerwy obowiązkowej na skutek ograniczenia przez bank centralny skali operacji otwartego rynku. Później, począwszy od 11 grudnia, nastąpił wzrost stawek dziennych nawet do ponad 15 proc. 18 grudnia wraz ze spadkiem płynności sektora bankowego, który bardzo szybko przełożył się na podniesienie poziomu stawek dłuższych (1M i powyżej). Prawdopodobnie bankom zabrakło środków w wyniku nieco większych niż spodziewane płatności podatkowych, a złe doświadczenia rynku z listopada spowodowały dość nerwową reakcję. Sytuacja uspokoiła się, gdy

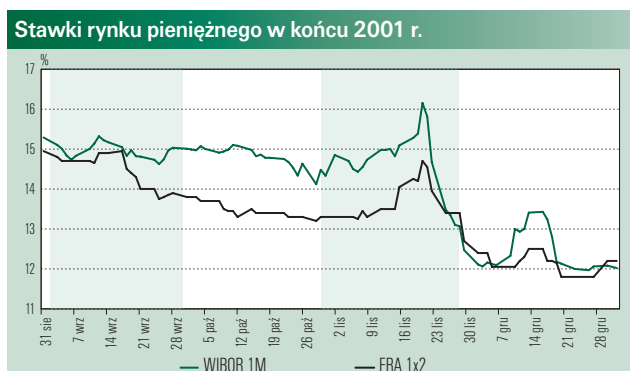
20 grudnia powróciło do systemu bankowego 2 mld zł z wykupu bonów NBP. W trzeciej dekadzie miesiąca stawki WIBOR były na poziomie zbliżonym do pierwszych dziesięciu dni, a pewne wahania wynikały z dużej liczby dni wolnych w tym okresie. Na koniec grudnia dłuższe stawki WIBOR były niższe o 40-70 pb. w porównaniu z końcem listopada.

Oferta bonów skarbowych w styczniu				mln zł
Data przetargu	13-tyg.	26-tyg.	52-tyg.	Suma
07.01.2002	100	-	1200	1300
14.01.2002	100	-	1200	1300
21.01.2002	100	-	1300	1400
28.01.2002	-	100	1300	1400
Suma	300	100	5000	5400

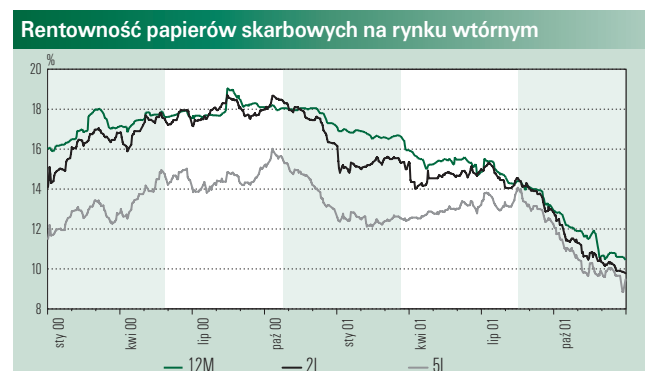
Źródło: Ministerstwo Finansów

Utrzymujące się wahania na rynku pieniężnym wpływają destabilizująco na rynek instrumentów pochodnych. Jest to wyraźnie widoczne w przypadku stawki FRA 1x2. Instrument ten jest to swego rodzaju zakład o decyzję Rady na najbliższym posiedzeniu. W chwili obecnej większość analityków oczekuje obniżki stóp pod koniec stycznia o jakieś 100 pb. Tymczasem FRA 1x2 jest na poziomie WIBOR 1M, ponieważ rynek obawia się, że mimo obniżenia stóp banku centralnego stopy rynkowe nie spadną na skutek kolejnych problemów z płynnością.

W grudniu podaż bonów skarbowych na przetargach miała wartość 5,3 mld zł wobec 3,8 mld zł w listopadzie. Jednocześnie sprzedaż była znacznie wyższa od podaży, wynosząc 6,2 mld zł. Ministerstwo Finansów zdecydowało o zwiększeniu puli bonów, wykorzystując relatywnie dobre warunki rynkowe, aby zwiększyć jeszcze swoją zakładkę płynnościową na I kwartał 2002, ale także usiłując załatać dziurę, jaka powstała w wyniku niezrealizowania w 2001 r. przychodów z prywatyzacji na założonym poziomie. W grudniu sprzedano bonów skarbowych 13-tyg. o war-



Źródło: BZ WBK



Źródło: BZ WBK

tości 300 mln zł, 26-tyg. za 293 mln zł, 39-tyg. (oferowane pierwszy raz od ponad 2 lat) za 2,1 mld zł oraz 52-tyg. warte 3,6 mld zł. W rezultacie obniżki stóp pod koniec listopada średnie rentowności papierów 26- i 52-tyg. były niższe o 95 pb. w porównaniu z poprzednim miesiącem. Rentowność nie oferowanych w listopadzie bonów 13-tyg. spadła w grudniu wobec października o 203 pb. W porównaniu z listopadem pogorszył się stosunek popytu do podaży na przetargach z 3,47 do 2,55, na skutek znacznego wzrostu oferty bonów.

ruch RPP został zdyskontowany już dużo wcześniej. Podaż była mniejsza niż w rekordowym listopadzie, wynosząc po 1,2 mld obu rodzajów obligacji. Przetarg grudniowy był bardziej udany niż listopadowy (wówczas popyt był niższy od podaży). W grudniu stosunek popytu do podaży wyniósł odpowiednio 2,1 oraz 2,3 i sprzedano wszystkie zaoferowane papiery. Zupełnie nieudany był natomiast przetarg obligacji 10-letnich (DZ 0811) 12 grudnia. Na ofertę o wartości 500 mln zł popyt wyniósł jedynie 246 mln zł i sprzedano tylko papiery za 90 mln zł. Taki przebieg przetargu wskazuje, że rynek ocenił ten instrument jako nieatrakcyjny.

Przetargi obligacji skarbowych w 2002 r.

miesiąc	I przetarg		II przetarg	
	data	obligacje	data	obligacje
styczeń	09.01	OK1203, PS1106	16.01	DS1110
luty	06.02	OK1203, PS1106	13.02	DZ0811
marzec	06.03	OK1203, PS1106	20.03	DS1110
kwiecień	03.04	OK0404, PS1106	10.04	DZ0811
maj	08.05	OK0404, PS0507	-	-
czerwiec	05.06	OK0404, PS0507	12.06	DZ0811
lipiec	03.07	OK0404	17.07	DS1110
sierpień	07.08	OK0804, PS0507	14.08	DZ0811
wrzesień	04.09	OK0804, PS0507	18.09	DS1110
październik	02.10	OK0804, PS0507	09.10	DZ0811
listopad	06.11	OK0804, PS1107	20.11	DS1112
grudzień	04.12	OK1204	11.12	DZ0811

Źródło: Ministerstwo Finansów

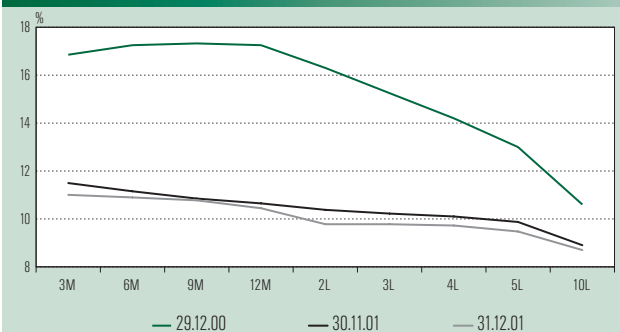
Na rynku wtórnym rentowności bonów były w grudniu dość niestabilne, ale poruszały się w stosunkowo wąskim przedziale około 40 pb. Pod koniec miesiąca nastąpił pewien spadek dochodowości i 31 grudnia były one niższe o 10 do 50 pb. w porównaniu z końcem listopada.

Na przetargu obligacji skarbowych 5 grudnia nastąpił relatywnie mały spadek średnich rentowności. Dla papierów 2-letnich (OK 1203) wyniosła ona 10,02 proc. wobec 10,40 proc. 7 listopada natomiast dla obligacji 5-letnich (PS 1106) 9,68 proc. wobec 9,76 proc. przed miesiącem. Skala spadku rentowności była niewielka, porównując z wielkością cięcia stóp banku centralnego pod koniec listopada, gdyż ten

W grudniu na rynku wtórnym rentowności obligacji przez większość miesiąca spadały. Jedynie około 10 grudnia nastąpił przejściowy wzrost dochodowości, kiedy po kolejnej fali ataków na RPP i negatywnych wydarzeniach w Argentynie niektórzy inwestorzy zagraniczni wycofywali się z polskiego rynku. Ostatecznie w porównaniu z końcem listopada rentowności spadły, a skala spadku wyniosła 20 do 60 pb. Ponadto w sektorze 2L-5L nastąpiło dalsze spłaszczenie krzywej dochodowości.

Ministerstwo Finansów ogłosiło, że planuje sprzedać w styczniu pomiędzy 5,5 a 6,5 mld złotych hurtowych obligacji 2-, 5- i 10-letnich.

Krzywa dochodowości



Źródło: BZ WBK

Przegląd międzynarodowy

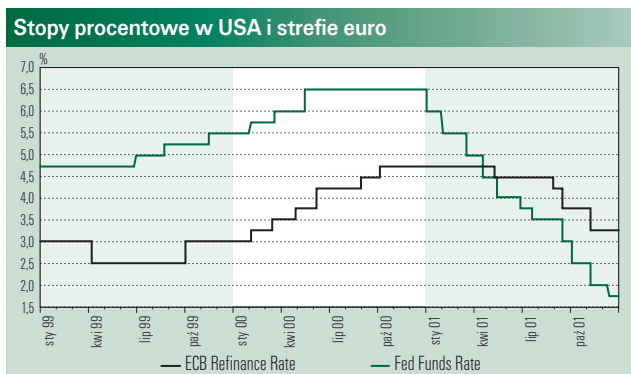
- Fed nadal obniża stopy, ECB czeka.
- Wprowadzenie euro.
- Poprawa wskaźników aktywności i nastrojów.

Fed obniżył stopy o 25 pb.

11 grudnia amerykański Fed obniżył stopy procentowe o 25 pb. Główna stopa (Federal Funds Rate) wynosi teraz 1,75 proc. – najmniej od lipca 1961 r. W komunikacie wydanym po posiedzeniu Fed ocenił, że wszelkie „ryzyka są ważone głównie pod względem czynników, które mogą generować osłabienie gospodarcze w przewidywalnej przyszłości”. To sugeruje, że cykl poluzowywania polityki pieniężnej może jeszcze nie być zakończony.

Obniżka o 25 pb. była zgodna z oczekiwaniami rynku i została wcześniej zdyskontowana w cenach aktywów, więc analitycy uważali, że nie powinno to mieć wpływu na trendy rynkowe. Pomimo tego euro wzmocniło się po tej obniżce.

W przeciwieństwie do Fed Europejski Bank Centralny pozostawiał na swoich grudniowych i styczniowych posiedzeniach stopy procentowe bez zmian. Ostatnia obniżka miała miejsce 8 listopada. Od tamtego czasu główna stopa refinansowa jest na poziomie 3,25 proc. Redukcja stóp oczekiwana jest na posiedzeniu ECB, które odbędzie się 7 lutego.



Źródło: Fed, ECB

Wprowadzenie euro



Z początkiem 2002 r. w dwunastu krajach członkowskich Europejskiej Unii Mone-tarnej zostały wprowadzone do obiegu banknoty i monety euro. Operacja przebiegła dosyć sprawnie, chociaż z osta-teczną oceną trzeba będzie jeszcze nieco poczekać. Przez pewien czas (różnie w różnych krajach, prze-ważnie około 2 miesiące) euro funkcjonować będzie równoległe z pieniędzmi narodowymi. Później pozostanie jedynym prawnym środkiem płatniczym w pań-

stwach strefy euro. Wprowadzenie wspólnej europejskiej waluty do obiegu gotówkowego stanowi uwię-czenie wieloletnich starań mających na celu pełną integrację walutową państw europejskich.

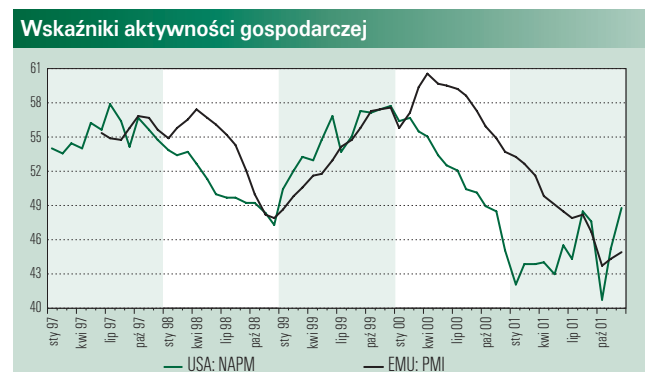
Poprawa wskaźników aktywności i nastrojów

Indeks PMI (mierzący aktywność w sektorze wytwór-czym) dla strefy euro wzrósł w grudniu do 44,1 pkt z 43,6 pkt w listopadzie. Jest to drugi z kolei mie-siąc wzrostu tego wskaźnika od rekordowo niskiego poziomu (42,9 pkt) w listopadzie. Nadal jednak indeks znajduje się poniżej 50 pkt, co oznacza, że przemysł strefy euro nie rozwija się. Dane te były zgodne z oczekiwaniami (konsensus wynosił 44,2 pkt).

Wskaźnik ISM (dawniej NAPM), czyli amerykański odpowiednik europejskiego PMI, wzrósł w grudniu do 48,2 pkt z 44,5 pkt w listopadzie. Wynik ten był znacznie lepszy niż oczekiwano – spodziewano się wzrostu do ok. 45,5 pkt.

Wzrosty wskaźników aktywności gospodarek euro-pejskich i amerykańskiej mogą świadczyć o ich stop-niowym wybudzaniu się z kryzysu.

Indeks IFO, obrazujący nastroje wśród niemieckich przedsiębiorców, wzrósł w listopadzie po raz pierw-szy od lipca i wyniósł 84,9 pkt (wobec 84,7 pkt mie-siąc wcześniej). Na uwagę zasługuje fakt, że wzrosty oczekiwania, co zazwyczaj jest początkiem ożywie-nia. „Lekki wzrost w listopadzie nie oznacza jeszcze zmiany trendu w niemieckiej gospodarce, ale jej per-spektywy się poprawiają” – ocenił Gernot Nerb, eko-nomista z instytutu IFO.



Źródło: REUTERS

Inne wydarzenia i dane makroekonomiczne

Zdaniem ekspertów Europejskiego Banku Centralnego, w IV kwartale 2001 r. i na początku 2002 wzrost gospodarczy będzie bardzo ograniczony „z powodu słabego popytu zarówno wewnętrznego, jak i zewnętrznego, a także za sprawą powszechnie panującej niepewności”. Według ECB istnieją jednak warunki do ożywienia wzrostu w dalszej części 2002 r. Na poziomie makroekonomicznym nie docho-dzi bowiem do większych zawirowań, a spadająca

inflacja powinna przyczynić się do wzrostu wydatków konsumenckich. W opinii ECB wzrost gospodarczy strefy euro w 2002 r. będzie się wahać od 0,7 proc. do 1,7 proc. Bank powtórzył także wypowiedziane już wielokrotnie przekonanie, że w 2002 r. inflacja spadnie poniżej założonego przez ECB poziomu 2 proc.

Nadal słabnie presja inflacyjna w strefie euro. Inflacja wyniosła w listopadzie 2,1 proc. r/r wobec 2,4 proc. w październiku. W skali miesiąca ceny konsumpcyjne spadły o 0,1 proc. Indeks CPI r/r we Włoszech obniżył się w listopadzie do 2,4 proc. – najniższego poziomu od kwietnia 2000, a we Francji do 1,3 proc. r/r. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w Niemczech wzrosły w listopadzie o 0,1 proc. r/r – najmniej od września 1999 r.

Produkcja przemysłowa w strefie euro spadła w październiku o 1,4 proc. m/m i zmniejszyła się o 2,7 proc. r/r. Dane te potwierdzają, że gospodarka europejska nadal znajduje się w fazie spowolnienia.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu USA spadły w listopadzie o 0,6 proc. m/m i 1,1 proc. r/r. Sprzedaż detaliczna w USA była w listopadzie niższa o 3,7 proc. m/m, zaś po odliczeniu sprzedaży samochodów spadek wyniósł 0,5 proc. Zarówno w przypadku inflacji producenta, jak i sprzedaży detalicznej, spadki były silniejsze niż tego rynek oczekiwał.

Wyższy od spodziewanego (27,4 mld USD) okazał się październikowy deficyt handlowy USA i wyniósł 29,43 mld USD wobec 19,02 mld USD we wrześniu. Jest to najwyższy poziom od kwietnia 2001. Wyższy o 11 mld USD w porównaniu z wrześniem był import i wyniósł 106,75 mld USD. Eksport natomiast wzrósł tylko o 0,5 mld USD do 77,3 mld USD, co może częściowo być skutkiem zakłóceń w płatnościach po atakach terrorystycznych 11 września.

Zamówienia na dobra trwałe w USA spadły w listopadzie o 4,8 proc. m/m po 12,5 proc. spadku w październiku. Spodziewano się spadku o 4,6 proc.

Instytut ekonomiczny IFO poinformował, że spowolnienie gospodarcze w Niemczech nie dobiegło jeszcze końca, ale jest on już coraz bliższy. IFO spodziewa się, że w II kwartale 2002 r. największa gospodarka Europy osiągnie najniższy poziom cyklu koniunkturalnego. IFO prognozuje, że w 2001 r. PKB Niemiec zwiększy się o 0,5 proc. r/r, a w 2002 o 0,6 proc. r/r. Instytut wezwał ECB do obniżki stóp o dalsze 50 pb., ale oczekuje że ECB raczej obniży stopy o 25 pb. na początku 2002 r.

Z kolei MFW opublikował „World Economic Outlook”, w którym zarysowuje dwa scenariusze globalnego wzrostu. W wariantcie optymistycznym globalny wzrost w 2002 r. pozostanie na poziomie 2,4 proc.,

najniżej od 1993 r., przy spowolnieniu w USA do 0,7 proc. z 1 proc. w roku 2001, strefie euro zwalnijącej do 1,2 proc. z 1,5 proc. i spadku PKB Japonii o 0,4 proc. W wariantcie pesymistycznym wzrost globalny spadnie do 1,7 proc., gospodarka USA wzrośnie o 0,2 proc., strefy euro o 0,6 proc., a Japonia doświadczy głębokiej recesji -2,4 proc.

Podaż pieniądza w strefie euro wzrosła w listopadzie o 8,0 proc. r/r wobec 7,4 proc. wzrostu w październiku. Prognozy kształtowały się na poziomie 7,6 proc.

Europejski Bank Centralny poinformował, że w październiku na rachunku obrotów bieżących strefy euro znajdowała się nadwyżka w wysokości 0,1 mld EUR. We wrześniu zanotowano deficyt rządu 1,3 mld EUR, natomiast rok temu, w październiku 2000 r. deficyt sięgał 6,4 mld EUR. Nadwyżka handlowa strefy euro wyniosła w październiku 9,6 mld EUR wobec 2,3 mld EUR rok wcześniej.

Zgodnie z oczekiwaniami ministrowie 10 państw OPEC zdecydowali obniżyć od 1 stycznia wydobycie ropy naftowej o 1,5 mln baryłek dziennie. Chcą oni osiągnąć w ten sposób wzrost cen paliw. Redukcja ma obowiązywać przez 6 miesięcy. Po wejściu w życie tej decyzji kartel OPEC, kontrolujący 60 proc. światowego eksportu ropy, będzie produkował 21,7 mln baryłek ropy dziennie, czyli 19 proc. mniej niż na początku 2001 r. Pięć krajów niezrzeszonych w OPEC (Rosja, Meksyk, Norwegia, Oman i Angola) również postanowiło zmniejszyć produkcję ropy o 462,5 tys. baryłek dziennie. Następne posiedzenie, na którym ministrowie z krajów OPEC będą analizować sytuację na rynku paliw, odbędzie się 15 marca.

Terminarz publikacji danych

	Sty	Lut	Mar	Kwi	Maj	Cze	Lip	Sie	Wrz	Paź	Lis	Gru
Posiedzenie RPP	28-29	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja	15	15a	15b	15	15	17	15	16 lub 19	16	15	15	16
Ceny producenta	18	19	18	18	20	19	17	20	18	17	20	18
Produkcja przemysłowa	18	19	18	18	20	19	17	20	18	17	20	18
Płace brutto, zatrudnienie	15	14	14	15	17	18	12	14	13	14	18	13
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy	31	28	29	30	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	12	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	5	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	7 ^c i 22 ^d	20	20	18	20	19	18	20	19	18	20	19
Ceny żywności, 1-15	-	8 ^d i 27 ^e	27	26	27	27	26	27	27	25	27	30
Ceny żywności, 16-30	3	8	8	5	7	6	5	6	6	7	6	6

a) dane wstępne; b) dane ostateczne (styczeń, luty); c) za grudzień 2001; d) za styczeń 2002; e) za luty 2002

Źródła: GUS, NBP

Najważniejsze w tym miesiącu

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
31 grudnia	1 stycznia Nowy Rok	2 EMU: PMI (gru) USA: ISM (był NAPM, gru)	3 EMU: Posiedzenie ECB ITA: Inflacja wstępna (gru)	4 EMU: Inflacja wstępna (gru) EMU: Bezrobocie (lis) USA: Bezrobocie (gru)
7 POL: Przetarg bonów skarbowych (1,3 mld PLN)	8 GER: Zamówienia w przemyśle (lis) EMU: Nastroje w gospodarce (gru) EMU: Ceny producenta (lis) EMU: Sprzedaż detaliczna (paź)	9 POL: Przetarg obligacji OK1203 i PS1106 GER: Bezrobocie (gru)	10 GER: Produkcja przemysłowa (lis) FRA: Inflacja wstępna (gru) EMU: PKB (III kw.)	11 USA: Ceny producenta (gru)
14 POL: Przetarg bonów skarbowych (1,3 mld PLN)	15	16 POL: Przetarg obligacji DS1110 USA: Inflacja (gru)	17 EMU: Posiedzenie ECB	18
21 POL: Przetarg bonów skarbowych (1,4 mld PLN) POL: Bezrobocie (gru) EMU: Handel zagraniczny (lis)	22 EMU: Inflacja finalna (gru) EMU: Produkcja przemysłowa (lis)	23	24	25
28 POL: Posiedzenie RPP POL: Przetarg bonów skarbowych (1,4 mld PLN) GER: Nastroje w biznesie IFO (gru, sty) EMU: Podaż pieniądza (gru)	29 POL: Posiedzenie RPP USA: Posiedzenie Fed	30 USA: Posiedzenie Fed	31 EMU: Inflacja wstępna (sty)	1 lutego EMU: Nastroje w gospodarce (sty) USA: Bezrobocie (sty)

Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters

Wskaźniki miesięczne

	jednostka	gru-00	sty-01	lut-01	mar-01	kwi-01	maj-01	cze-01	lip-01	sie-01	wrz-01	paź-01	lis-01	gru-01	sty-02	lut-02
PKB	proc. r/r	2,4	-	-	2,3	-	-	0,9	-	-	0,8	-	-	1,2	-	-
Produkcja przemysłowa	proc. r/r	-2,2	10,1	0,1	2,9	3,6	-0,9	-4,8	0,9	0,4	-3,8	1,6	-0,8	-0,8	-0,9	0,1
Sprzedaż detaliczna	proc. r/r	3,2	10,9	-0,2	0,1	1,9	4,3	0,2	1,5	3,0	1,3	5,8	2,4	-	-	-
Stopa bezrobocia	proc.	15,1	15,7	15,9	16,1	16,0	15,9	15,9	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	17,4	18,1	18,4
Płaca brutto**	proc. r/r	7,5	9,9	7,7	7,9	5,2	8,8	4,9	8,0	6,9	6,2	7,8	6,6	6,0	5,9	6,2
Eksport (wg NBP)	mIn USD	2 759	2 430	2 392	2 614	2 559	2 472	2 477	2 556	2 616	2 287	2 778	2 574	2 700	2 187	2 187
Import (wg NBP)	mIn USD	3 797	3 946	3 116	3 522	3 269	3 638	3 379	3 382	3 635	3 176	3 953	3 524	4 000	3 600	3 060
Bilans handlowy (wg NBP)	mIn USD	-1 038	-1 516	-724	-908	-710	-1 166	-902	-826	-1 019	-889	-1 175	-950	-1 300	-1 413	-873
Rachunek bieżący	mIn USD	-816	-956	-463	-751	-520	-737	-948	-287	-354	-304	-838	-217	-515	-894	-374
Deficyt budżetowy	mld PLN	-15,4	-5,1	-12,0	-15,1	-18,4	-20,4	-18,7	-19,4	-21,0	-21,8	-24,6	-27,7	-33,0	-8,0	-15,0
Inflacja	proc. r/r	8,5	7,4	6,6	6,2	6,6	6,9	6,2	5,2	5,1	4,3	4,0	3,6	3,7	3,9	4,4
Ceny produkcji	proc. r/r	5,6	4,7	4,1	3,8	3,4	2,3	0,9	0,6	1,0	0,7	-0,5	-0,8	0,0	0,8	1,1
Podaż pieniądza	proc. r/r	11,7	14,6	14,6	14,9	14,0	13,5	8,0	13,5	14,6	14,3	13,0	11,9	11,6	11,8	11,9
Depozyty	proc. r/r	15,5	17,5	17,1	16,8	16,1	15,5	9,1	15,4	16,3	15,5	13,7	12,3	12,1	12,1	12,2
Kredyty	proc. r/r	17,3	16,1	15,6	14,6	12,7	11,3	5,0	11,6	11,7	10,7	8,7	8,1	8,5	8,2	8,2
USD/PLN	PLN	4,3143	4,1108	4,0925	4,0599	4,0175	3,9807	3,9705	4,1859	4,2459	4,2185	4,1332	4,0943	4,0144	4,00	4,05
EUR/PLN	PLN	3,8802	3,8648	3,7689	3,6952	3,5904	3,4856	3,3894	3,5998	3,8218	3,8450	3,7425	3,6389	3,5829	3,60	3,65
Stopa interwencyjna*	proc.	19,0	19,0	19,0	17,0	17,0	17,0	15,5	15,5	14,5	14,5	13,0	11,5	11,5	11,5	11,5
WIBOR 3M	proc.	19,67	18,97	18,61	18,01	17,17	17,22	16,88	16,01	15,35	14,73	14,01	13,91	11,83	11,80	11,80
Stopa lombardowa*	proc.	23,0	23,0	23,0	21,0	21,0	21,0	19,5	19,5	18,5	18,5	17,0	15,5	15,5	15,5	14,0
Rentowność bonów 52-tyg.	proc.	18,01	17,23	16,97	16,85	15,80	15,67	15,61	15,38	14,61	14,01	12,64	11,80	10,86	9,9	9,8
Rentowność obligacji 2L	proc.	17,20	15,68	15,48	15,60	14,59	14,92	15,22	15,13	14,40	13,57	11,36	11,00	10,70	9,2	9,1
Rentowność obligacji 5L	proc.	13,93	13,08	12,92	13,33	13,47	13,38	13,29	13,85	13,50	12,92	11,32	10,13	9,91	9,1	8,9
Rentowność obligacji 10L	proc.	11,50	10,44	10,23	10,68	10,61	11,30	11,74	11,87	11,97	11,57	10,31	9,19	8,92	8,3	8,2

* stan na koniec okresu ** w sektorze przedsiębiorstw

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Wskaźniki kwartalne i roczne

	jednostka	1997	1998	1999	2000	2001P	2002P	2003P	I kw. 2001	II kw. 2001	III kw. 2001	IV kw. 2001	I kw. 2002	II kw. 2002
PKB	proc. r/r	6,8	4,8	4,1	4,0	1,3	2,0	3,5	2,3	0,9	0,8	1,2	2,5	1,5
Produkcja przemysłowa	proc. r/r	11,5	3,5	3,6	6,8	0,5	2,4	3,4	4,1	-0,9	-1,2	-0,1	-1,0	1,0
Sprzedaż detaliczna realnie	proc. r/r	6,8	2,6	4,0	1,0	0,4	-	-	-3,1	-0,2	1,2	3,5	-	-
Stopa bezrobocia*	proc.	10,3	10,4	13,1	15,1	17,4	18,5	18,8	16,1	15,9	16,3	17,4	18,5	18,1
Płaca realna brutto	proc. r/r	5,9	3,3	4,7	1,0	2,5	0,5	1,5	2,5	0,8	2,5	4,0	1,5	1,0
Eksport (wg NBP)	mIn USD	27 229	30 122	26 347	28 256	30 455	31 886	34 000	7 436	7 508	7 459	8 052	6 758	6 868
Import (wg NBP)	mIn USD	38 549	43 842	40 727	41 424	42 540	44 242	47 000	10 584	10 286	10 194	11 477	10 118	10 183
Bilans handlowy (wg NBP)	mIn USD	-11 320	-13 720	-14 380	-13 168	-12 085	-12 355	-13 000	-3 148	-2 778	-2 735	-3 425	-3 360	-3 315
Rachunek bieżący	mIn USD	-4 309	-6 862	-11 558	-9 946	-6 900	-8 000	-9 150	-2 170	-2 205	-945	-1 570	-2 086	-1 434
Rachunek bieżący	proc. PKB	-3,0	-4,3	-7,4	-6,3	-3,9	-4,5	-5,0	-4,9	-5,2	-4,2	-3,9	-3,8	-3,5
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-5,9	-13,2	-12,5	-15,4	-33,0	-40,0	-	-15,0	-18,8	-21,9	-33,0	-20,0	-28,0
Inflacja	proc. r/r	14,9	11,8	7,3	10,1	5,5	4,1	4,5	6,7	6,6	4,9	3,8	4,3	3,9
Inflacja*	proc. r/r	13,2	8,6	9,8	8,5	3,7	5,0	4,0	6,2	6,2	4,3	3,7	4,4	3,8
Ceny produkcji	proc. r/r	12,2	7,3	5,7	7,8	1,7	1,8	2,5	4,2	2,2	0,8	-0,4	1,0	1,6
Podaż pieniądza	proc. r/r	30,3	25,8	23,2	14,9	13,2	10,0	11,0	14,7	11,8	14,1	12,2	11,6	11,0
Depozyty	proc. r/r	33,0	28,8	24,7	17,0	14,8	10,0	10,5	17,1	13,6	15,7	12,7	11,9	11,0
Kredyty	proc. r/r	44,6	29,3	28,3	23,0	11,2	13,8	15,0	15,4	9,7	11,3	8,4	8,6	10,0
USD/PLN	PLN	3,2808	3,4937	3,9675	4,3465	4,0939	4,2	4,5	4,0876	3,9895	4,2168	4,0805	4,05	4,20
EUR/PLN	PLN	3,7055	3,9231	4,2270	4,0110	3,6685	3,8	4,0	3,7765	3,4884	3,7551	3,6549	3,65	3,80
Stopa interwencyjna*	proc.	23,50	15,50	16,50	19,00	11,50	9,0	9,0	18,00	15,50	14,50	11,50	10,0	9,0
WIBOR 3M	proc.	23,93	21,34	14,73	18,78	16,04	10,4	9,2	18,53	17,09	15,37	13,24	11,3	9,6
Stopa lombardowa*	proc.	27,00	20,00	20,50	23,00	15,50	12,0	12,0	22,00	19,50	18,50	15,50	14,0	13,0
Rentowność bonów 52-tyg.	proc.	23,44	18,59	12,95	17,77	14,77	9,4	9,2	17,02	15,70	14,67	11,72	9,8	9,3
Rentowność obligacji 2L	proc.	23,47	18,08	12,41	17,37	13,91	8,7	8,6	15,59	14,91	14,37	10,83	9,1	8,6
Rentowność obligacji 5L	proc.	21,03	15,83	10,87	14,00	12,59	8,6	8,5	13,12	13,38	13,43	10,45	9,0	8,5
Rentowność obligacji 10L	proc.	-	-	9,60	11,79	10,74	7,9	7,8	10,46	11,22	11,81	9,48	8,2	7,8

* stan na koniec okresu

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK



Bank Zachodni WBK S.A.

PION SKARBU I OPERACJI ZAGRANICZNYCH

plac Gen. Władysława Andersa 5, 61-894 Poznań
tel. 0 61 856 58 35 sekretariat, fax 0 61 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach otrzymanych do 4.1.2002, zostało przygotowane przez:

WYDZIAŁ ANALIZ EKONOMICZNYCH

Krzysztof Rybiński – Główny Ekonomista Banku

tel. 0 22 653 46 63

e-mail: krzysztof.rybinski@bzwbk.pl

Piotr Bielski – tel. 0 22 653 47 33

Aleksander Krzyżaniak – tel. 0 61 856 55 80

Sławomir Nosal – tel. 0 61 856 55 67

fax: 0 61 856 55 65

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Serwis ekonomiczny w Internecie: <http://www.bzwbk.pl>

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Paul Polaczek – tel. 0 61 856 55 73

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5, 61-894 Poznań
fax 0 61 856 55 65

Piotr Kinastowski

tel. 0 61 856 58 22, fax 0 61 856 55 65

Juliusz Szymański 0 61 856 58 25

Grzegorz Głowacki 0 61 856 58 25

Katarzyna Kamińska 0 61 856 58 25

Marzenna Urbańska 0 61 856 58 25

Waldemar Polowczyk 0 61 856 58 14

Robert Król 0 61 856 58 14

Zbigniew Mańke 0 61 856 58 14

Hanna Nowak 0 61 856 58 14

Adam Wandzilak 0 61 856 58 14

Warszawa

Al. Jana Pawła II 25, Atrium Tower, 00-854 Warszawa
fax 0 22 653 46 79

Maciej Jędrzejak 0 22 653 46 70

Tomasz Dziedzic 0 22 653 46 67

Wrocław

ul. Ofiar Oświęcimskich 38/40, 50-950 Wrocław
fax 0 71 370 26 22

Krzysztof Pietrkiewicz

tel. 0 71 370 25 87, fax 0 71 370 26 22

Maciej Błęcki 0 71 370 26 63

Rafał Czyż 0 71 370 25 25

Jerzy Rybczak 0 71 370 24 26

Aleksandra Skiba 0 71 370 24 86

Anna Tarnacka 0 71 370 26 24

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 „MAKROskop Polska gospodarka i rynki finansowe” stanowi wyłączną własność Banku Zachodniego WBK S.A. i bez zgody Pionu Skarbu i Operacji Zagranicznych BZ WBK S.A. nie może być przedrukowywany, powielany lub w jakikolwiek inny sposób rozpowszechniany. Niniejszy biuletyn został zatwierdzony do druku przez Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych BZ WBK S.A.

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



Bank Zachodni WBK SA jest członkiem Allied Irish Banks Group