

# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

marzec 2002

nr 32

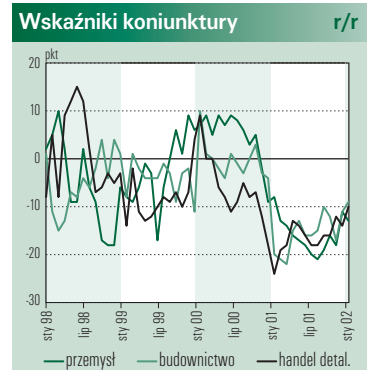
## A po nocy przychodzi dzień

- Coraz więcej sygnałów potwierdza nadchodzące ożywienie koniunktury.** Mimo iż wśród badających koniunkturę jest jeszcze więcej pesymistów niż optymistów, grono osób i firm oczekujących dalszego pogarszania się sytuacji gospodarczej wyraźnie topnieje. Firmy informują o rosnącym portfelu zamówień i choć nie przekłada się to jeszcze na plany zwiększenia zatrudnienia, skala planowanych zwolnień uległa zmniejszeniu. Wśród konsumentów rośnie skłonność do zakupów i wyraźnie poprawiła się ocena klimatu gospodarczego. Wydaje się, że w II kwartale br. nastąpi długo oczekiwane ożywienie i przedwiośnie będzie odczuwalne nie tylko w przyrodzie, ale również w gospodarce.
- Mamy nadzieję, że gospodarka będzie arbitrem w sporze między rządem a bankiem centralnym.** I jest to bez wątpienia bardziej obiektywny arbiter niż Sejm, czego dowodem była niedawna debata o polityce pieniężnej przy okazji projektu uchwały wzywającej do zmiany tej polityki. Oczekiwane ożywienie gospodarcze w najbliższych miesiącach, mimo iż nie będzie tak silne jak by sobie tego życzyli politycy, powinno jednak pozwolić na uniknięcie zmian w ustawie o NBP. Jeżeli nasze oczekiwania się spełnią, tym samym zniknie groźba poważnego skomplikowania polskich negocjacji akcesyjnych, gdyż w UE niezależność banku centralnego jest traktowana jako jeden z fundamentów zdrowej gospodarki rynkowej.
- Według ministra finansów dochody podatkowe budżetu w lutym były rewelacyjne.** Wierzmy na słowo, gdyż dane będą dostępne dopiero w połowie marca. Roczna dynamika dochodów podatkowych w ostatnich kilkunastu miesiącach pozostawała znacznie poniżej celów zakładanych w tegorocznym budżecie, a w styczniu dynamika ta załamała się zupełnie we wszystkich podatkach PIT, CIT i VAT. Mamy nadzieję, że „rewelacyjny luty” nie jest wyjątkiem i że potwierdza naszą, dobrze udokumentowaną, hipotezę o nadchodzącym ożywieniu.
- Powracają oczekiwania obniżki stóp procentowych, i to już w marcu.** Zarówno wycena na rynku FRA, jak i komentarze analityków i dealerów wskazują na powracające oczekiwania obniżki stóp procentowych w marcu lub najdalej w kwietniu, i to pomimo dość powszechnych oczekiwań, że spadek inflacji w II kwartale br. poniżej 3 proc. będzie krótkotrwały i w drugiej połowie roku nastąpi przyspieszenie. Wydaje się jednak, że RPP może utrzymać stopy procentowe na obecnym poziomie znacznie dłużej niż rynki oczekują.

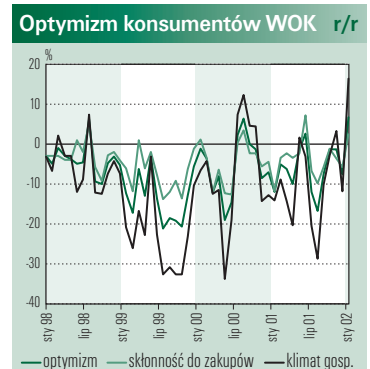
### Na rynku finansowym:

28 lutego 2002 r.

stopa depozytowa NBP	<b>6,50</b>	WIBOR 3M	<b>10,22</b>	PLN/USD	<b>4,2046</b>
stopa referencyjna NBP	<b>10,00</b>	rentowność bonów skarb. 52-tyg.	<b>9,67</b>	PLN/EUR	<b>3,6410</b>
stopa lombardowa NBP	<b>13,50</b>	rentowność obligacji skarb. 5-letnich	<b>9,25</b>	EUR/USD	<b>0,8684</b>



Źródło: GUS, BZ WBK



Źródło: Ipsos-Demoskop, BZ WBK

### W tym miesiącu:

Temat miesiąca.....	<b>2</b>
<i>Gospodarcze przedwiośnie</i>	
Gospodarka Polski.....	<b>4</b>
Pod lupą: Bank centralny.....	<b>9</b>
Pod lupą: Rząd i polityka.....	<b>15</b>
Monitor rynku.....	<b>20</b>
Przegląd międzynarodowy.....	<b>22</b>
Kalendarz makroekonomiczny.....	<b>24</b>
Dane i prognozy ekonomiczne.....	<b>26</b>

### 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

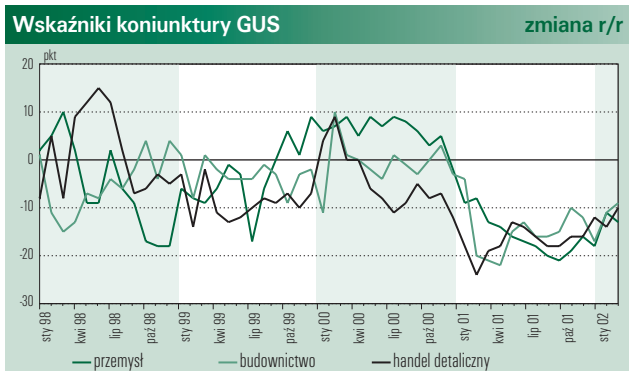
### Stawomir Nosal

Poznań (+ 48 61) 856 55 67

## Gospodarcze przedwiośnie

- Poprawia się koniunktura w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym w ujęciu rocznym
- Rośnie optymizm konsumentów i skłonność do zakupów
- Poprawiają się perspektywy zsynchronizowanego ożywienia w Unii Europejskiej i USA

„A po nocy przychodzi dzień, a po burzy spokój” – śpiewała kiedyś Budka Suflera. Istotnie, na podstawie oceny ostatnich wskaźników gospodarczych można stwierdzić z dużą pewnością, że po kilku kwartałach stagnacji gospodarczej wreszcie nadchodzi ożywienie. Sygnały dochodzą zarówno ze strony przedsiębiorstw, jak i ze strony konsumentów. Wszystkie badania koniunktury, zarówno w lutym, jak i w marcu, donosiły o poprawie sytuacji przedsiębiorstw, o wzroście portfela zamówień. Mimo iż pesymiści ciągle dominują, to wskaźniki koniunktury zaczynają rosnąć, co powinno skutkować przerwaniem trendu spadkowego produkcji przemysłowej w najbliższych miesiącach.

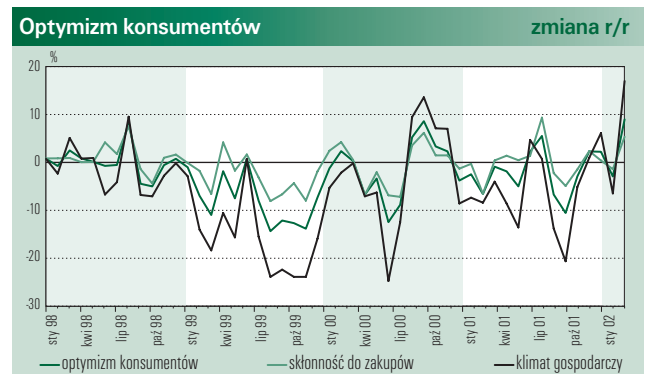


Źródło: GUS, BZ WBK

Jeszcze silniejsze sygnały potwierdzające ożywienie są dostarczane przez badania optymizmu gospodarstw domowych. W ujęciu rocznym od dłuższego czasu rośnie skłonność do zakupów, a w lutym nastąpiła znaczna poprawa oceny klimatu gospodarczego. Zresztą gospodarstwa domowe już od dwóch kwartałów zachowują się zgodnie z teorią wygładzania konsumpcji i mimo zwalniającej dynamiki dochodów, utrzymują konsumpcję na wysokim poziomie. Według wstępnych danych GUS spożycie prywatne wzrosło o ponad 3 proc. r/r w IV kwartale zeszłego roku, a dane o sprzedaży detalicznej wskazują, że relatywnie wysokie tempo wydatków konsumpcyjnych utrzymuje się również na początku bieżącego roku.

W końcu minister finansów informuje, że dochody budżetu, po bardzo słabym styczniu, były znacznie lepsze czy wręcz rewelacyjne w lutym. I tak jak mizeria budżetowa na początku zeszłego roku zapowiadała nadchodzące spowolnienie gospodarcze, rosnące wpływy podatkowe do kasy państwa mogą potwierdzać ożywienie gospodarcze. Ponadto sprzedaż nowych samochodów w lutym spadła „tylko” o 15 proc. r/r, i to w warunkach lawinowo rosnącego importu aut używanych, podczas gdy tempo rocznych spadków w 2001 roku było dwukrotnie wyższe.

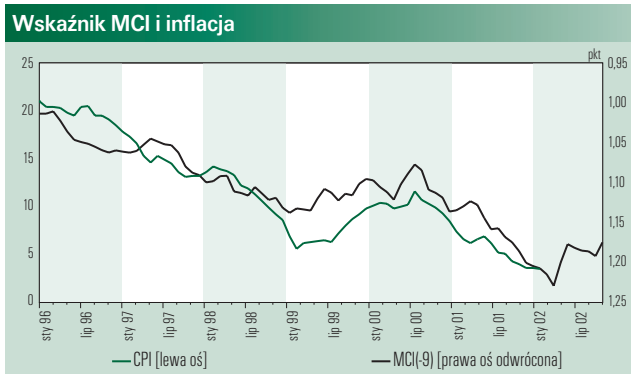
Oczywiście nie należy się spodziewać fajerwerków. Przedsiębiorcy zawsze traktują pierwsze oznaki ożywienia z nieufnością, być może ograniczą planowaną skalę zwolnień (o czym donoszą badania koniunktury), ale upłynie jeszcze wiele miesięcy, zanim zaczną zatrudniać nowych pracowników w odpowiedzi na rosnący popyt.



Źródło: Ipsos-Demoskop, BZ WBK

Mimo iż wskaźniki wyprzedzające i badania koniunktury wyraźnie sugerują nadchodzące ożywienie gospodarcze, na razie dane ekonomiczne potwierdzają, że koniec zeszłego roku i styczeń bieżącego były słabe. Spadająca produkcja przemysłowa i budowlana, silny spadek importu na bazie płatności w styczniu, odzwierciedlający niski poziom fizycznego importu towarów w okresie listopad-styczeń, czy niskie dochody podatkowe budżetu w styczniu to obraz mizerii gospodarczej z ostatnich miesięcy.

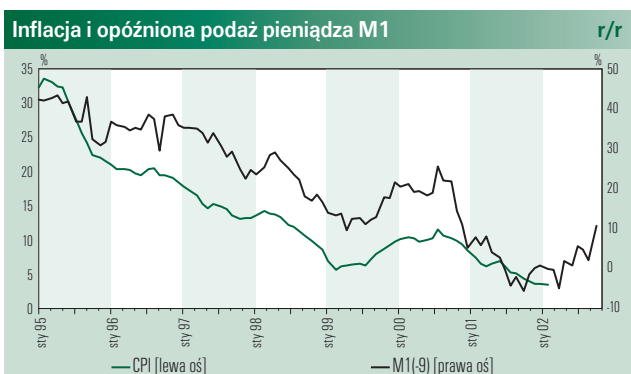
Wydaje się, że perspektywy ożywienia gospodarczego potwierdzają również informacje z zagranicy. Zarówno w strefie euro, jak i w USA poprawia się koniunktura gospodarcza i rośnie optymizm (o czym obszernie piszemy w przeglądzie międzynarodowym). Prawdopodobnie w najbliższych miesiącach będziemy obserwowali zsynchronizowane globalne ożywienie gospodarcze. Jednocześnie należy pamiętać o podwójnym ryzyku dla tego scenariusza, czyli o niestabilnej sytuacji na Bliskim Wschodzie i o słabej gospodarce japońskiej.



Uwaga metodyczna: wykres MCI został przesunięty o 9 miesięcy w prawo i wskazuje na możliwy wzrost inflacji w drugiej połowie roku. Źródło: GUS, BZ WBK

Wydaje się, że firmy powinny powoli przygotowywać się na nadchodzące ożywienie, tak aby nie spóźnić się z reakcją na rosnący popyt i nie tracić udziału w rynku. Oznacza to również zahamowanie procesu dezinflacji i pewien wzrost deficytu obrotów bieżących w drugiej połowie roku. W rezultacie rynek obligacji powinien pozostać mocny do końca II kwartału, szczególnie jeśli inflacja spadnie poniżej 3 proc. Jednak planowane podwyżki cen energii (o około 10 proc.) i gazu, ożywienie i znaczne poluzowanie polityki pieniężnej mierzone MCI (indeksem czynników monetarnych), powinno przyczynić się do znacznego przyspieszenia inflacji w drugiej połowie roku. Wtedy na rynek obligacji wrócą „niedźwiedzie” co może się przyczynić do osłabienia złotego w drugiej połowie roku.

Osobną kwestią pozostaje presja polityczna na RPP. W głębi duszy mamy nadzieję, że postowie SLD nie chcą zmian w ustawie o NBP i że zdają sobie sprawę z kosztów dla gospodarki w sytuacji, gdyby taka zmiana miała miejsce. W oczywisty sposób skomplikowałoby to negocjacje z Unią Europejską, mogłoby prowadzić do ucieczki kapitału portfelowego z Polski i być może skończyłoby się potężną dewaluacją złotego. Jednak nie można ignorować wypowiedzi prominentnych przedstawicieli SLD, w tym nowego sekretarza generalnego, którzy stawiają ultimatum albo obniżka o 5 pkt proc. albo nowelizacja ustawy o NBP. A zatem jeżeli będzie podjęta próba ograniczenia niezależności RPP, wówczas „niedźwiedzie” na rynku obligacji i sprzedający złotówki pojawią się wcześniej niż w drugiej połowie roku.



Źródło: GUS, BZ WBK

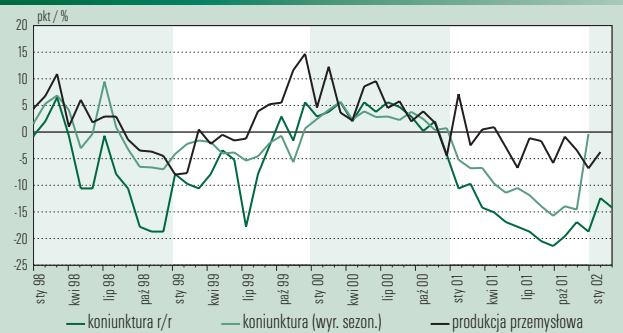
## Gospodarka Polski

- Coraz więcej sygnałów zapowiada ożywienie gospodarcze w drugim półroczu
- Bezrobocie największym problemem, będzie rosło dalej
- Inflacja rekordowo niska, odbije w drugim półroczu
- Depozyty ludności zwalniają, zwłaszcza terminowe

### Robi się coraz cieplej

Czy to nie dziwne? Politycy coraz głośniejsz narzekają, że bezlitosna polityka pieniężna rujnuje nasz kraj, podczas gdy przedsiębiorcy są coraz bardziej optymistyczni. Wszystkie badania koniunktury opublikowane w ostatnich tygodniach wyraźnie wskazują na nadchodzące ożywienie. Co więcej, po bardzo słabym styczniu, w lutym dochody podatkowe budżetu były znacznie lepsze, według Marka Belki wręcz rewelacyjne, a sprzedaż nowych samochodów zaczęła wykazywać poprawę, pomimo ogromnego importu z Zachodu aut używanych. Danych sugerujących ożywienie nie można przegapić, są one bowiem jak słoń stojący na środku drogi. Podsumujmy najważniejsze wyniki.

#### Wskaźniki koniunktury GUS a dynamika produkcji



Źródło: GUS, BZ WBK

Wskaźniki koniunktury liczone przez GUS poprawiły się w lutym w porównaniu ze styczniem, choć pozostały znacznie niższe niż przed rokiem. Najbardziej obiecującym elementem tego badania, oprócz mniej pesymistycznych ocen obecnej sytuacji gospodarczej, jest zauważalna poprawa oczekiwań przedsiębiorców co do przyszłego kształtowania się popytu, zamówień i wielkości produkcji. W przemyśle na szczególną uwagę zasługuje odrodzenie popytu notowane przez firmy produkujące pojazdy mechaniczne oraz duży optymizm w ich prognozach dotyczących przyszłych perspektyw. Poprawa nastrojów nastąpiła również w budownictwie. Co interesujące, po raz pierwszy od pół roku firmy budowlane mają optymistyczne oczekiwania co do

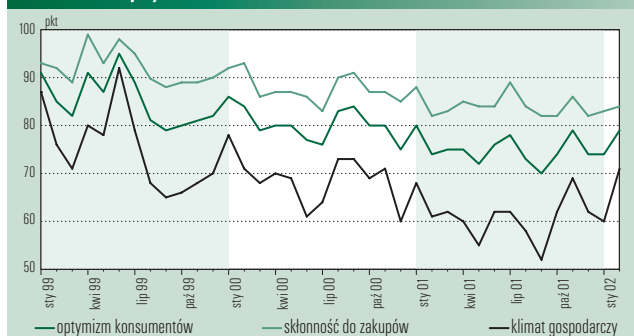
przyszłych zamówień. Lekką poprawę odnotowano także w handlu detalicznym. Tutaj również najbardziej obiecującą częścią ankiety okazały się optymistyczne prognozy na przyszłość. Duże jednostki handlowe przewidują znaczny wzrost sprzedaży. Ponadto przedsiębiorstwa sprzedające pojazdy, dobra trwałe, odzież i obuwie oczekują istotnego odrodzenia popytu i widzą dla siebie znacznie lepsze perspektywy niż przez ostatnie kilkanaście miesięcy. Badane firmy planują dalsze redukcje zatrudnienia w nadchodzących miesiącach, chociaż skala zwolnień ma być mniejsza niż dotychczas.

Wskaźnik koniunktury liczony przez instytut IBnGR dla całej gospodarki wzrósł w lutym o prawie 10 pkt, osiągając -13,3 pkt. Największą poprawę odnotowano w przemyśle (+12 pkt) oraz handlu i usługach (+14 pkt), podczas gdy w sektorze bankowym nastąpiło pogorszenie o 8 pkt. Oczekiwania przedsiębiorstw co do przyszłych perspektyw również znacznie się poprawiły i we wszystkich trzech działach przewidywania przyszłej aktywności były znacznie lepsze niż bieżące oceny. Wskaźnik koniunktury dla całej gospodarki był w lutym wyraźnie lepszy niż w zeszłym roku (-13,3 wobec -20,9).

Według IRG SGH firmy z sektora wytwórczego donosiły w lutym o znacznym wzroście zamówień, zarówno krajowych, jak i zagranicznych. W przyszłości oczekują one dalszego wzrostu zamówień (choć głównie z kraju). Z kolei wskaźnik wyprzedzający dla polskiej gospodarki liczony przez M. Drozdowicz wykazał istotny wzrost o 1,9 pkt, potwierdzając hipotezę o wygasaniu tendencji recesyjnych i wskazując na możliwość ożywienia gospodarczego w II kwartale 2002 r.

Polski indeks PMI, zwany WML – Wskaźnik Menedżerów Logistyki (wyrównany sezonowo) wzrósł w lutym o 0,8 pkt do 45,3 pkt. Znajduje się zatem nadal poniżej granicy 50 pkt, co oznacza, że sytuacja się pogarsza. Bieżący wskaźnik produkcji wzrósł jednak do 41,2 z 36,3 pkt, indeks nowych zamówień zwiększył się do 50 z 42 pkt, a składnik zatrudnienie wzrósł do 41,2 z 36 pkt (wszystkie składniki niewyrównane sezonowo).

#### Wskaźniki optymizmu konsumentów



Źródło: Ipsos-Demoskop

Także badanie Demoskopu przeprowadzone wśród gospodarstw domowych pokazuje, że w lutym nastąpiła poprawa nastrojów konsumenckich. Wszystkie trzy indeksy tego instytutu wzrosły, pokazując dużo lepszą ocenę klimatu gospodarczego, wyższą skłonność do zakupów i wzrost ogólnego optymizmu konsumentów.

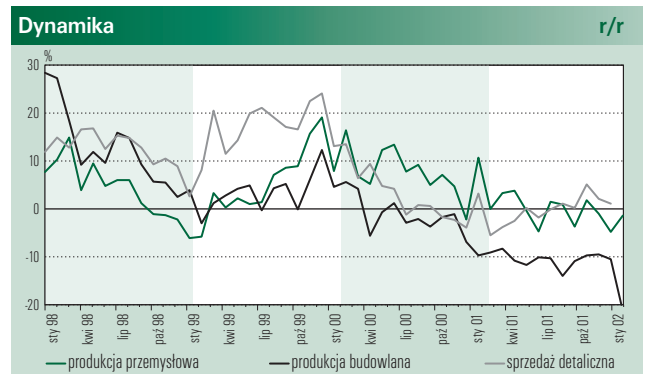
I co Państwo na to? Wydaje się, iż nasze przecucia były poprawne i I kwartał 2002 r. przyniesie (co najmniej) brak dalszego pogarszania się aktywności gospodarczej. A jeśli oczekiwania przedsiębiorców okażą się prawdziwe, możemy zobaczyć pewną poprawę wskaźników już w II kwartale tego roku. Poprawę, która byłaby głównie rezultatem wzrostu popytu konsumpcyjnego, w miarę jak skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych zdaje się stopniowo słabnąć (patrz dalej).

Powtarzamy, że polityka pieniężna została znacznie poluzowana w ostatnich miesiącach i powinna wywrzeć wpływ na gospodarkę w ciągu następnych kilku kwartałów. Na tym etapie konieczne jest wdrożenie rozwiązań zaproponowanych przez rząd w pakiecie „Przede wszystkim przedsiębiorczość” oraz szybkie zmiany w kodeksie pracy, co ułatwiłoby działanie prywatnym przedsiębiorcom i zachęciło ich do podjęcia ryzyka i zainwestowania na tym wczesnym etapie poprawy koniunktury gospodarczej. To wszystko wymaga jednak czasu, a patrząc na wielką niecierpliwość polityków wyrażaną w ostatnich tygodniach, nie należy wykluczać, że ostre ataki na RPP i jej politykę pieniężną będą kontynuowane. Ale RPP, atakowana czy nie, również obserwuje ostatnie tendencje w gospodarce i z pewnością zauważa zarówno te wczesne oznaki poprawy koniunktury, jak i wywołujące pewne obawy trendy w sferze monetarnej. Dlatego też nie widzimy zbyt dużego pola do dalszych cięć stóp procentowych w najbliższym czasie. Decyzja taka, jeśli w ogóle, jest bardziej prawdopodobna pod koniec II kwartału, jeśli inflacja spadnie poniżej 3 proc. i nadal nie będzie widać dowodów ożywienia gospodarczego...

### Wyniki stycznia – dno już raczej za nami

Przejdźmy do omówienia styczniowych danych ekonomicznych. Generalnie wyniki gospodarcze nie wykazały poprawy w stosunku do poprzednich miesięcy, trudno jeszcze doszukać się w nich oznak ożywienia koniunktury. Jednak, co ważne, dane te nie pokazują jednocześnie dalszego spowolnienia, co może potwierdzać naszą tezę, że najgorszą fazę cyklu gospodarczego mamy już za sobą.

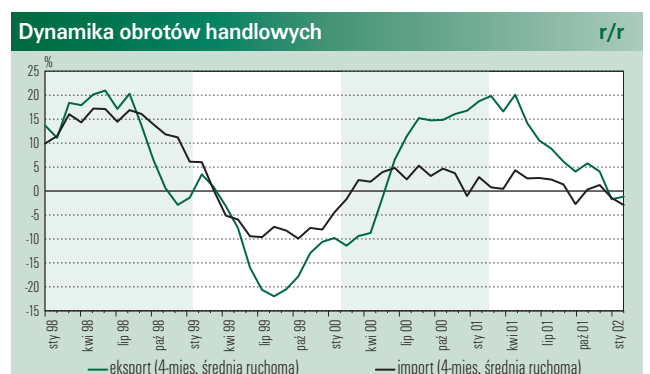
Dane o produkcji przemysłowej wprowadziły pewne zamieszanie. Produkcja spadła 5 proc. m/m, co było wynikiem bliskim naszej prognozy -4 proc. m/m oraz lepszym od oczekiwań rynku i zdecydowanie dużo lepszym niż średni spadek produkcji przemysłowej w styczniu w ostatnich



Źródło: GUS

kilku latach. Jednocześnie roczna dynamika produkcji była niższa, niż wynikałoby ze spadku miesięcznego, i osiągnęła -1,4 proc. r/r, co wynikało z faktu, iż GUS skorygował w dół wyniki produkcji dla poprzednich miesięcy 2001 r. (głównie w pierwszych trzech kwartałach). Należy zauważyć, że spadek miesięczny był znacznie bardziej łagodny niż zwykle w tym miesiącu, mimo iż dwa ważne czynniki wpływały hamująco na produkcję: zmniejszenie od 1 stycznia liczby godzin pracy w tygodniu oraz fatalne warunki atmosferyczne na początku miesiąca. Niektórzy pracownicy utknęli w drodze do pracy, niektóre produkty skończyły w zaspach i nigdy nie dotarły do hurtowni itp. Z drugiej strony wyniki były nieco zawyżone przez przesunięcie sprzedaży kilku okrętów z grudnia. W ujęciu rocznym dynamika produkcji – pomimo iż wciąż ujemna – poprawiła się istotnie wobec -4,8 proc. zanotowanego w grudniu. Dużo gorsze były dane dla budownictwa. Produkcja budowlana spadła o 64,2 proc. m/m i 21,2 proc. r/r, ale na ten wynik decydujący wpływ miała fatalna pogoda. Przy 7-metrowych zaspach i głęboko zamrożonej ziemi trudno spodziewać się imponujących wyników działalności firm budowlanych. Niemniej nie wróży to dobrze dla popytu inwestycyjnego w I kwartale 2002.

Powyższe dane znalazły potwierdzenie w danych NBP nt. handlu zagranicznego. Eksport spadł w styczniu mniej niż zwykle (po części za sprawą opóźnionej sprzedaży statków), a jego dynamika roczna wzrosła z -7,9 proc. do -3,4 proc. r/r. Oczywiście eksport pozostaje mniejszy niż

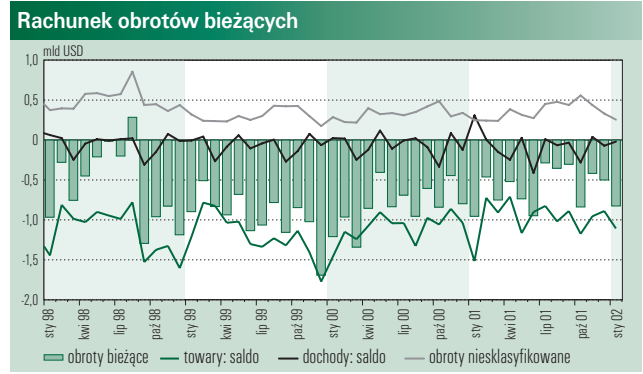


Źródło: NBP, BZ WBK

rok temu i w ciągu ostatnich trzech miesięcy jego spadek wyniósł średnio 5 proc. r/r, co sugeruje, iż spowolnienie europejskiej gospodarki wywiera negatywny wpływ na polski eksport. Import pogłębił spadek roczny do -12,4 proc. z -9,6 proc. przed miesiącem, co potwierdza słaby popyt krajowy (czytaj: inwestycyjny). W rezultacie deficyt handlowy był po raz kolejny niższy niż przed rokiem, a relacja deficytu obrotów bieżących do PKB spadła do 3,9 proc. (choć nie należy przykładać zbyt dużej wagi do tego ostatniego wyniku, ponieważ rachunek obrotów bieżących był zaburzony przez transakcje wymiany walut – patrz ramka). Jako że ożywienie w kolejnych kwartałach będzie wywołane głównie przez popyt konsumpcyjny, trudno oczekiwać kontynuacji pozytywnych tendencji w handlu zagranicznym w średnim okresie, chociaż w najbliższych 2-3 miesiącach deficyt najprawdopodobniej się poprawi za sprawą czynników sezonowych.

### Rachunek obrotów bieżących pod wpływem wymiany walut

Wygląda na to, że czasami mamy rację. Okazało się, że saldo rachunku obrotów bieżących jest pod silnym wpływem transakcji wymiany walut związanych z wprowadzeniem euro nie tylko przed, ale i po 1 stycznia. W grudniu, jak pamiętamy, saldo obrotów niesklasyfikowanych zostało pomniejszone o 737 mln USD. W styczniu z kolei NBP powiększył tę pozycję o 368 mln USD. Odchylenie od trendu obrotów niesklasyfikowanych w tych miesiącach odzwierciedla fakt, że osoby indywidualne oraz firmy, które wpłaciły marki niemieckie i inne waluty krajów EU12 na konta bankowe przed wejściem euro, w części wycofały swoje pieniądze po wyemitowaniu nowych banknotów i monet. Niektórzy musieli odbudować zapas gotówki, aby prowadzić interesy (np. ludzie importujący używane samochody albo kantory wymiany walut), niektórzy byli po prostu ciekawi wyglądu nowych pieniędzy. Ten jednorazowy popyt na euro był dość imponujący: bez korekty NBP saldo obrotów niesklasyfikowanych wyniosłoby -113 mln USD. NBP podał, że starano się wyeliminować wpływ wymiany walut EU12, dokonując tej korekty, tak aby dane były na poziomie zbliżonym do lat poprzednich. Jednak była ona jedynie intuicyjna, ponieważ z pewnością NBP nie posiada wystarczających danych, aby wyeliminować transakcje związane z euro. Dlatego podpowiadamy, aby nie przykładać nadmiernej wagi do styczniowego salda obrotów bieżących, ponieważ nikt nie wie, do jakiego stopnia odzwierciedla ono rzeczywiste tendencje w wymianie z zagranicą. Dla porządku odnotujmy: deficyt obrotów bieżących wyniósł 826 mld USD, wobec zrewidowanych 500 mln USD w grudniu.



Źródło: NBP

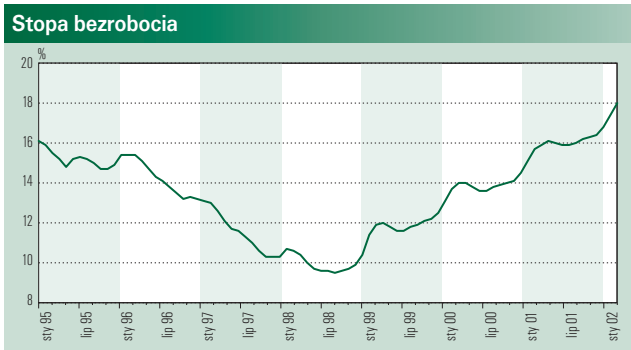
### Sprzedż detaliczna rośnie. Więc jednak ludzie kupują

W styczniu sprzedaż detaliczna wzrosła (nominalnie) o 4,7 proc. r/r, podczas gdy w listopadzie i grudniu dynamika wynosiła 2,4 proc. Silny wzrost roczny nastąpił w większości kategorii, zdecydowanie największy dla odzieży i obuwi (35,7 proc. r/r). Z kolei sprzedaż hurtowa wzrosła w styczniu o 6,6 proc. r/r (5 proc. w grudniu). Najwyraźniej, jak już wcześniej wskazywaliśmy, recesja nie dotyka popytu konsumpcyjnego. Podczas comiesięcznej konferencji prasowej prezes GUS powiedział, że styczniowy spadek produkcji zanotowano głównie w firmach produkujących dobra inwestycyjne i zaopatrzeniowe, podczas gdy produkcja dóbr konsumpcyjnych wzrosła o 3 proc.

Dobrze. Jeżeli popyt konsumpcyjny będzie nadal rósł, to przedsiębiorstwa będą miały bodziec do zwiększania produkcji oraz inwestowania, a w konsekwencji ożywienie gospodarcze może stać się faktem. Jednocześnie jednak, jeżeli ta odbudowa konsumpcji (bo za wcześnie by użyć słowa boom) postępuje przy raczej stabilnym nominalnie funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw, a nawet realnie malejącym, to sugeruje to, iż skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych musi silnie spaść. Nie wróży to dobrze dla równowagi ekonomicznej, jako że wszyscy wiedzą, iż równocześnie gwałtownie rosną „dezoszczędności” sektora publicznego.

### Bezrobocie osiągnęło w styczniu 18 proc. i będzie rosło dalej

Dwie rzeczy były oczywiste już miesiąc temu, po tym jak GUS opublikował 17,4-proc. stopę bezrobocia w grudniu. Po pierwsze, że wzrośnie ona do około 18 proc. w styczniu i nawet do 18,5 proc. w marcu 2002. Po drugie, że przyciągnie dużą uwagę mediów i może wywołać wzrost obaw społecznych, gdyż jest to jeden z największych problemów z jakim rząd musi się zmierzyć w najbliższych miesiącach.



Źródło: GUS

I rzeczywiście, stopa rejestrowanego bezrobocia liczona przez GUS wzrosła w styczniu do 18,0 proc. Liczba bezrobotnych zwiększyła się o 138,2 tys. osób i bez pracy pozostawało aż 3,25 mln osób, co oznacza wzrost o 4,4 proc. m/m i 14,7 proc. r/r. Z kolei stopa bezrobocia liczona metodą BAEL (Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności) osiągnęła w IV kwartale 2001 r. 18,5 proc. w porównaniu z 17,9 proc. w III kwartale. Jak już wspomniano, dane te były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Silny wzrost bezrobocia w miesiącach zimowych jest typowym zjawiskiem sezonowym, wynikającym z mniejszej aktywności gospodarczej w tym okresie, zwłaszcza w budownictwie.

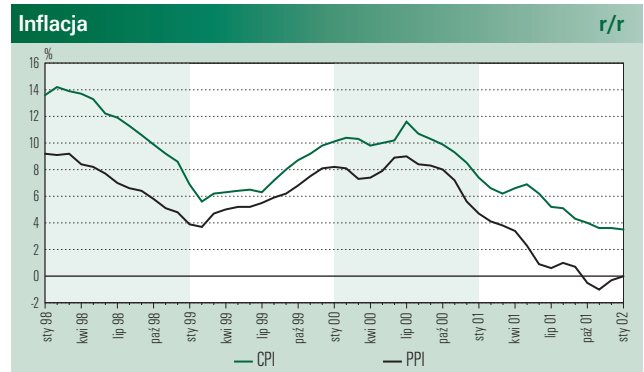
W tym roku nie oczekujemy znaczącej poprawy, jeśli chodzi o redukcję bezrobocia, ponieważ ożywieniu gospodarczemu, którego spodziewamy się w drugiej połowie roku, będzie towarzyszył bardzo duży napływ siły roboczej na rynek pracy. Około 900 tys. nowych absolwentów zasili w tym roku rzeszę poszukujących zatrudnienia. W II kwartale zobaczymy spadek stopy bezrobocia, jednak w drugiej połowie roku nastąpi ponowne odbicie. Dlatego jest niezwykle ważne, by uelastyczyć wreszcie rynek pracy. Jeśli zmierzające w tym kierunku rozwiązania zaproponowane przez rząd nie zostaną szybko uchwalone przez parlament, pod koniec roku bezrobocie może przekroczyć 19 proc.

### Inflacja znowu spadła. Bez obaw, jeszcze się odbije

Inflacja w styczniu po raz kolejny okazała się niższa niż oczekiwano, osiągając 0,8 proc. m/m i 3,5 proc. r/r (w porównaniu do 3,6 proc. w grudniu). Roczny wskaźnik obniżył się do kolejnego rekordowego poziomu w historii polskiej gospodarki rynkowej. Natychmiast pojawiają się trzy pytania:

1. W którym miejscu się myliliśmy?
2. Czy to wpłynie na prognozy na dalszą część roku?
3. Jakie są implikacje dla polityki pieniężnej?

Odpowiedź na pierwsze pytanie jest dość oczywista po dokładniejszym przeanalizowaniu statystyk styczniowej inflacji. Dwa czynniki przyczyniły się do przestrzelenia prognoz inflacyjnych: wolniejszy niż się spodziewano proces przekładania się podwyżek kosztów użytkowania mieszkań na ceny końcowe oraz większe niż zwykle sezonowe



Źródło: GUS

obniżki cen ubrań i obuwia. Ceny użytkowania mieszkania i nośników energii wzrosły o 1,4 proc. m/m, podczas gdy oczekiwaliśmy ponad 2 proc. wzrostu. Widocznie niektóre spółdzielnie mieszkaniowe były dość powolne w podnoszeniu swoich cen i nie zdołały tego uczynić w styczniu. To jednak oznacza, że ceny te będą musiały wzrosnąć w kolejnych miesiącach, gdyż koszty dostarczania wody i odprowadzania ścieków znacznie wzrosły od 1 stycznia. Z drugiej strony można się zastanawiać, czy spadek cen odzieży i obuwia sygnalizuje zmniejszenie popytu konsumpcyjnego czy coś innego. My sądzimy, że odzwierciedla to raczej strukturalną zmianę w zachowaniu sprzedawców detalicznych niż nagły spadek konsumpcji indywidualnej. Należy pamiętać, że sprzedaż detaliczna i wzrost konsumpcji indywidualnej trzymają się naprawdę niezłe. Zwróćmy też uwagę na to, że wraz ze wzrostem liczby supermarketów w Polsce pojawiły się też nowe zwyczaje, jak posezonowa wyprzedaż i rabaty. Jeszcze kilka lat temu na zakupy odzieży z wyprzedaży jeździło się aż do Berlina; teraz wystarczy udać się do najbliższego centrum handlowego.

Co z prognozą inflacji? W ostatnich tygodniach pojawiły się dwa nowe elementy, zwiększające optymizm w tym zakresie w krótkim horyzoncie czasowym: ceny żywności okazały się niższe niż oczekiwano, spadając o 0,1 proc. m/m w I połowie lutego; tendencję spadkową wykazywały również ceny paliw. Oba czynniki skłaniają do nieznacznej redukcji prognozy na luty do 3,7-3,8 proc. r/r. Jednak przewidywania na drugą połowę roku pozostają właściwie bez większych zmian. Jak już wielokrotnie pisaliśmy, w drugim półroczu skupią się główne impulsy inflacyjne. Dlatego tegoroczna ścieżka inflacji może przypominać jazdę kolejką górską lub na huśtawce. Niewielki wzrost nastąpi w lutym i marcu, zjazd poniżej 3 proc. w maju, a potem ostra wspinaczka do ponad 5 proc. do końca roku. I to nie tylko z powodu oczekiwanych podwyżek cen prądu i gazu, przyspieszenia cen na rynku żywności, paliw oraz zmian wag w koszyku CPI. Tym, którzy nadal nie wierzą w odbicie inflacyjne w 2002 r., proponujemy spojrzeć na wykresy pokazujące bardziej fundamentalne czynniki wspierające presję na wzrost inflacji: dynamikę wąskiego agregatu pieniądza M1

oraz indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI), wykazujące pierwsze efekty poluznienia pieniężnego z ostatnich miesięcy (patrz s.3).

Powtórzymy, że taka prognoza inflacji pozostawia niewiele miejsca na dalsze cięcia stóp procentowych, zwłaszcza jeśli weźmiemy pod uwagę opóźnienia transmisji w polityce pieniężnej. Ale z drugiej strony, przełamanie poziomu 3 proc. inflacji (nawet chwilowe) może być pretekstem do jeszcze jednego cięcia o 100 pb. w przypadku, gdyby ożywienie koniunktury nie było zbyt wyraźne.

### Pieniądza mniej, depozyty topnieją

Podaż pieniądza spadła w styczniu bardziej niż zwykle (-2,1 proc. m/m), co dało spadek dynamiki rocznej do 12 proc. z 13,7 proc. w grudniu. Niemniej należy pamiętać, iż realnie wolumen pieniądza rośnie dość szybko (7,8 proc. r/r w styczniu) zwłaszcza gdy porównać go do stosunkowo słabej dynamiki PKB w ostatnich kwartałach. Co ważniejsze, depozyty ludności potwierdziły nasze obawy, wzrastając w styczniu jedynie 0,8 proc. m/m, blisko 3 razy wolniej niż w średnio w tym miesiącu w poprzednich latach. Wzrost realny złotych depozytów gospodarstw domowych zmniejszył się do 5,5 proc. r/r w styczniu z 7,8 proc. w grudniu i ponad 14 proc. zaledwie 6 miesięcy temu.

Ta niepokojąca tendencja kontynuowana była również w pierwszych dwudziestu dniach lutego. Roczne tempo wzrostu złotych depozytów ludności obniżyło się do 8,8 proc. po pierwszej i 8,4 proc. r/r po drugiej dekadzie lutego. Grudzień, styczeń i luty są zwykle miesiącami najszybszego przyrostu depozytów ludności w całym roku. Jeśli więc byłoby to prawdą również tym razem, banki praktycznie nie doświadczą w tym roku wzrostu bazy depozytowej. Są trzy możliwe wyjaśnienia takiego spowolnienia depozytów: dramatyczne pogorszenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, nadmierna akumulacja aktywów podczas ucieczki przed „podatkiem Belki” w listopadzie,

co spowodowało problemy z płynnością gospodarstw domowych w następnych miesiącach, lub wspomniany wcześniej wzrost konsumpcji. Jednak jest jeszcze za wcześnie aby jednoznacznie stwierdzić, które rozwiązanie jest prawdziwe, choć pierwsze dwa wydają się mniej prawdopodobne. Najwyraźniej jednak zmiany depozytów będą w najbliższym czasie jednym z poważnych argumentów powstrzymujących RPP przed dalszym rozluźnianiem polityki pieniężnej.

### Słabe wyniki budżetu w styczniu, spodziewana poprawa w lutym

W styczniu deficyt budżetowy osiągnął 6,9 mld zł, czyli 17,2 proc. całorocznego planu. Dochody wyniosły 10,4 mld zł, a wydatki 17,2 mld zł, czyli odpowiednio 7,2 proc. i 9,4 proc. planu (przed ostatnimi poprawkami sejmowymi!). Takie dane nie kreślą zbyt różowego obrazu tegorocznego budżetu, gdyż roczne stopy wzrostu wszystkich kategorii dochodów, poza tymi z ceł importowych, dramatycznie spadły (patrz tabela). Porównując wykonanie dochodów po pierwszym miesiącu (w relacji do założeń budżetowych) ze średnim wykonaniem z poprzednich lat (w porównaniu do rzeczywistego wyniku za cały rok), widzimy, że przychody z podatków były dość słabe. Jednak jeśli wierzyć ministrom finansów, już w lutym nastąpiła w tym obszarze istotna poprawa, która nie tylko zrekompensowała kiepskie wyniki stycznia, ale pozwoliła po dwóch miesiącach osiągnąć dochody wyższe niż w ubiegłym roku. Marek Belka określił wręcz wpływy podatkowe w lutym jako „rewelacyjne”.

**Tempo wzrostu dochodów i wydatków budżetowych**
**r/r**

	cze 01	lip 01	sie 01	wrz 01	paź 01	lis 01	gru 01	sty 02	plan 2002
<b>dochody</b>	<b>21,8</b>	<b>5,0</b>	<b>0,4</b>	<b>6,3</b>	<b>2,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-10,7</b>	<b>2,6</b>
podatki pośrednie	-5,9	8,2	5,6	-0,4	6,2	9,0	11,3	-3,2	10,1
CIT	-46,2	-33,9	-18,9	-22,2	-20,3	-31,4	-13,6	-40,8	4,2
PIT	0,4	3,4	0,7	3,2	2,0	3,8	0,5	-5,0	13,5
dochody jednostek budżetowych	104,9	38,5	-9,7	105,4	-1,2	-36,5	-26,4	-47,3	-36,1
cla importowe	-17,0	-17,5	-21,0	-22,2	-10,9	-24,2	-16,5	-14,0	-14,9
<b>wydatki</b>	<b>2,0</b>	<b>5,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>5,0</b>	<b>11,9</b>	<b>26,9</b>	<b>32,1</b>	<b>3,1</b>	<b>6,4</b>
obsługa długu krajowego	6,2	-0,3	-32,1	-0,6	18,0	11,8	234,4	6,7	25,1
obsługa długu zagranicznego	-54,2	14,1	9,0	-26,0	-35,4	10,8	-2,7	-22,9	16,0
dotacje do funduszu pracy	84,7	-18,1	-17,8	-26,4	-52,1	373,7	1390,4	101,9	37,2
dotacje do KRUS	-9,0	43,4	-0,5	13,2	7,4	10,3	12,1	7,7	3,5
dotacje do FUS	-8,2	24,4	-13,5	16,2	23,4	164,4	-21,9	57,8	27,3
dotacje do samorządów	7,8	11,6	3,3	9,1	9,9	28,6	12,1	3,3	1,9

Źródło: obliczenia BZ WBK na podstawie danych Ministerstwa Finansów



## Pod lupą: Bank centralny

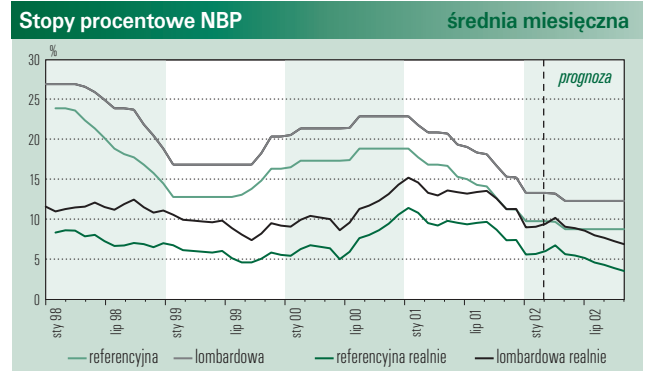
- Stopy procentowe bez zmian
- Rząd rozczarowany, posłowie wzburzeni
- NBP chce zachęcić banki do zmniejszenia różnicy w oprocentowaniu

### Stopy bez zmian, RPP zbeształa politykę fiskalną

Najczęściej używanym wyrażeniem 27 lutego po godzinie 12 było „zgodnie z oczekiwaniami”. I rzeczywiście, RPP nie zmieniła stóp i utrzymała neutralne nastawienie zgodnie z oczekiwaniami rynków finansowych. Po tej decyzji uwaga rynków skupiła się na analizie komunikatu Rady oraz reakcji polityków na decyzję RPP (a było na co popatrzeć! – pełen przegląd wypowiedzi polityków znajdziecie Państwo na końcu sekcji „Pod lupą: Rząd i polityka”).

Spójrzmy najpierw na komunikat. RPP przedstawiła już znane fakty, iż inflacja netto i oczekiwania inflacyjne spadły w styczniu. RPP podkreśliła również, że ostatni spadek inflacji wynika z wielu czynników, nie tylko przejściowych. Po przeczytaniu pierwszego akapitu można się zastanawiać, dlaczego RPP nie zdecydowała się na obniżkę stóp. Jak dotąd było dobrze, ale... w dalszej części nie jest już tak różowo. Wydaje się, iż RPP podziela naszą obawę wyrażoną w ostatnich tygodniach, związaną z bardzo niepokojącymi zjawiskami w strukturze podaży pieniądza oraz faktem, że indeks warunków monetarnych (MCI) wskazuje na możliwość odbicia inflacyjnego w drugiej połowie roku. RPP jasno stwierdziła, że ostatnie zmiany w podaży pieniądza – silny wzrost gotówki i płynnych wkładów – mogą napędzać przyszłą inflację. Analogiczna linia była również utrzymana w sekcji na temat czynników zewnętrznych: RPP wskazała na rewizję w górę prognoz wzrostu gospodarczego w USA i Niemczech oraz możliwy wzrost ceny ropy naftowej w drugiej połowie 2002 r. Części o podaży pieniądza oraz czynnikach zewnętrznych wyraźnie wskazują, że perspektywy inflacyjne znacznie się pogorszyły od styczniowego posiedzenia (przynajmniej w ocenie Rady). Między wierszami można znaleźć niemal restrykcyjne nastawienie RPP. Dalej RPP wyraziła obawę co do możliwego pogorszenia bilansu obrotów bieżących, jeżeli ożywienie popytu wewnętrznego będzie za silne. Jednak jak na razie nie ma zagrożenia i RPP wskazała na niski poziom aktywności gospodarczej i niską presję ze strony popytu wewnętrznego. Więc jednak nastawienie restrykcyjne znika.

Kolejna sekcja jest poświęcona finansom publicznym. Znalazła się tam zrównoważona i sprawiedliwa ocena sytuacji finansów publicznych, choć rząd został ostro skrytykowany. RPP mówi wprost, że polityka fiskalna rządu jest niewiary-



Uwaga metodyczna: Stopy realne obliczone przy założeniu adaptacyjnych oczekiwań inflacyjnych (dyskontowane bieżącą inflacją) Źródło: NBP, BZ WBK

godna. Reguły zaproponowane przez ministra finansów nie są przestrzegane (rzeczywiście, realne wydatki budżetu wzrosną w 2002 r. o 2,4 proc., a nie o 1 proc., jak chciał tego rząd), co powoduje dużą niepewność co do prawdziwego kształtu polityki budżetowej w przyszłości.

Co z tego wynika? RPP wymieniła kilka kluczowych czynników do prognozowania przyszłych decyzji. Niektóre z nich sugerują możliwość dalszych cięć: spadek inflacji, niskie oczekiwania inflacyjne i niski popyt wewnętrzny. Inne wskazują na utrzymywanie stóp bez zmian lub na możliwość, że stopy zostaną podniesione w przyszłości. Są to: znaczny przyrost wąskiego agregatu pieniądza oraz rewizja w górę popytu zagranicznego i cen ropy naftowej. Ponadto, sytuacja fiskalna jest czynnikiem ryzyka i może powstrzymać RPP przed dalszym obniżaniem stóp procentowych.

Wreszcie zwracamy uwagę na komentarz Janusza Krzyżewskiego, który jest członkiem frakcji „gołębiej”. Powiedział on po posiedzeniu Rady, że najistotniejszy jest średnioterminowy cel inflacyjny i że RPP nie chce walczyć z inflacją w 2003 roku. Utwierdza to nas w przekonaniu, że pożądana ścieżka inflacji to „około 4 proc.” zarówno w 2002, jak i 2003 r. To oznacza, że cel inflacyjny na 2002 na poziomie 5 proc. jest asymetryczny, a tak naprawdę RPP celuje w 4 proc. Jeśli przyjąć, że ten argument jest prawdziwy, to automatycznie należy uznać, iż stopy procentowe mogą się już nie zmienić w tym roku, a jeśli, to nie więcej niż o 100 pb. i raczej później niż wcześniej.

### Rząd rozczarowany, posłowie wzburzeni

Brak obniżki stóp procentowych na lutowym posiedzeniu nie znalazł zrozumienia u polityków. Ze zdwojoną siłą powróciły zatem ataki (tym razem m.in. na forum Sejmu) pod adresem NBP i Rady Polityki Pieniężnej i zapowiedzi zmian legislacyjnych w celu ograniczenia niezależności banku centralnego. Szerszą analizę tych wypowiedzi znajdą państwo w następnej sekcji „Makroskopu”.

Pomimo rosnącej presji politycznej nie zmieniamy naszej prognozy, przewidujemy następną obniżkę stóp procento-

wych o 100 pb około maja-czerwca uzależnioną od kształtowania się inflacji, czyli tylko w sytuacji, gdy inflacja spadnie na jakiś czas poniżej 3 proc. Rynki oczekują cięcia w marcu-kwietniu, a „konsensus Londynu” wskazuje na cięcie o 200 pb. przed połową roku. Tym, którzy w to wierzą, polecamy ponownie zwrócić uwagę na dwa wykresy pokazujące wzrost wąskiego agregatu pieniądza M1 oraz MCI (indeks restrykcyjności polityki pieniężnej), opóźnionych o 9M, sugerujących wzrost inflacji w drugiej połowie 2002.

### NBP chce zachęcić banki do zmniejszenia różnicy w oprocentowaniu

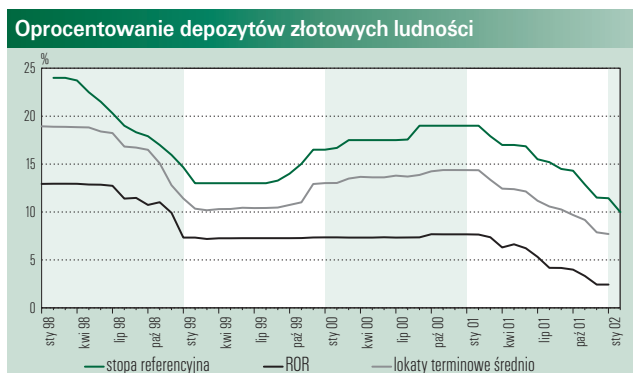
W świetle ostatnich danych nt. podaży pieniądza nie należy się dziwić rosnącemu zaniepokojeniu banku centralnego malejącą dynamiką depozytów. NBP ostatecznie zdecydował się na wsparcie banków komercyjnych poprzez wymianę obligacji indeksowanych do stopy inflacji, które banki musiały kupić w 1999 r. (w zamian za obniżenie rezerw obowiązkowych), na papiery o wyższym oprocentowaniu, uzależnionym od rentowności bonów skarbowych. Operacja, która została przeprowadzona 28 lutego, ma poprawić zyski banków o około 300-400 mln zł. Według wiceprezesa NBP Jerzego Stopyry działanie to ma zachęcić banki do zawężenia różnicy oprocentowania (spreadu) między kredytami i depozytami. Choć pomysł zamiany niskoprocentowanych papierów na obligacje o rynkowym oprocentowaniu wydaje się uzasadniony, jesteśmy raczej sceptyczni czy może to doprowadzić do znaczącego zmniejszenia spreadu, jako że to raczej warunki rynkowe będą odgrywały tu decydującą rolę. Poza tym największy detalista o dominującej pozycji na rynku, PKO BP, pozbył się części obligacji „inflacyjnych” już w ubiegłym roku w ramach programu naprawczego, więc jego zysk z tego tytułu nie będzie już tak duży.

### RPP chce ustalić ścieżkę wejścia do EMU

Jeszcze w tym roku bank centralny chce ustalić z rządem planowaną ścieżkę wejścia do EMU. Odbieramy to jako reakcję na strategię rządu, w której zakłada się, że Polska będzie miała deficyt budżetowy zbliżony do 4 proc. PKB w 2006 r., czyli będzie bardzo daleka od spełnienia jednego z kryteriów Maastricht, które mówi, iż deficyt powinien być poniżej 3 proc. Oznacza to, iż w swojej strategii rząd zakłada wczesne wejście do UE w 2004 r., ale późne wejście do EMU.

Kwestia wczesnego lub późnego przyjęcia euro jest cały czas przedmiotem żywej debaty polityków, lecz przede wszystkim ekonomistów, gdyż dobre argumenty są po obu stronach. Np. wczesne przyjęcie euro powoduje obniżenie kosztów przedsiębiorstw, gdyż znika ryzyko walutowe, ale jednocześnie czyni gospodarkę bardziej podatną na szoki, ponieważ znika bufor w postaci niezależnej polityki pieniężnej i cały szok przenosi się na sferę realną i politykę fiskalną.

Wydaje się, że jednym z celów tej debaty będzie próba przekonania opinii publicznej do konieczności zmniejszenia deficytu budżetowego bardziej niż proponuje rząd. I tutaj w zasadzie nie ma nad czym debatować, deficyt powinien być obniżony bez względu na to, kiedy wejdziemy do EMU.



Źródło: NBP średnie ważone dla sektora bankowego

# Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej wskazywali w swoich wypowiedziach w ubiegłym miesiącu na ryzyko, jakie wiązałoby się z głęboką obniżką stóp procentowych – spadek zaufania inwestorów zagranicznych, odpływ kapitału, gwałtowne i niekontrolowane osłabienie złotego, niemożność sfinansowania deficytu budżetowego, znaczny spadek oszczędności. Wpływ dotychczasowych redukcji stóp procentowych na gospodarkę powinien być widoczny w najbliższym czasie.

Przełom lutego i marca stał pod znakiem ostrej wymiany zdań pomiędzy rządem i RPP. Prezes Balcerowicz niezwykle krytycznie odniósł się do przedstawionego programu gospodarczego rządu, nazywając go propagandą, choć pozytywnie ocenione zostały rozwiązania zawarte w pakiecie „Przed wszystkim przedsiębiorczość”. Wszyscy członkowie Rady przeciwstawiali się brutalnym atakom ze strony polityków, mówili o szkodach, jakie te wypowiedzi mogą przynieść, i jednoznacznie podkreślali, że podejmując decyzje, nie będą ulegali żadnym naciskom.

Z wypowiedzi przedstawicieli RPP (Janusz Krzyżewski, Leszek Balcerowicz) można wnioskować, że Rada będzie dążyła do osiągnięcia pod koniec tego roku inflacji na poziomie dolnej granicy celu inflacyjnego, czyli 4 proc. Ma to na celu ułatwienie walki z inflacją w roku przyszłym i osiągnięcie celu średniookresowego (poniżej 4 proc. na koniec 2003 r.). Jeśli ten argument jest prawdziwy, to automatycznie zmniejsza się zakres możliwych redukcji stóp procentowych.

Stycyniowa decyzja o obniżce stóp procentowych znów zapadła przy rozkładzie głosów pięć do pięciu, z głosem prezesa Balcerowicza przeważającym za obniżką. Oznacza to, że rozkład głosów 5:5 z prezesem wspierającym cięcie był identyczny podczas trzech ostatnich redukcji stóp, każda po 150 pb. Jesteśmy przekonani, że prezes NBP nie widzi miejsca na dalsze obniżki w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Dlatego rozkład głosów potwierdza naszym zdaniem, że albo nie będzie w tym roku już żadnej obniżki, albo RPP obetnie stopy o 1 pkt proc. w czerwcu, po tym jak majowa inflacja spadnie poniżej 3 proc.

KTO, KIEDY, GDZIE	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Grzegorz Wójtowicz, członek RPP; Reuters, PAP, 15.02	„Na stycyniowy wynik inflacji na pewno miał wpływ wolniejszy wzrost cen kontrolowanych w pierwszym miesiącu tego roku. [...] Wcześniejsze oczekiwania inflacyjne wynikały z prognozowanego znacznego wzrostu cen kontrolowanych. [...] Są to dane miesięczne i nie powinniśmy się nimi za bardzo ekscytować. [...] Ja myślę, że luty i marzec może przynieść pewne ożywienie, pewien wzrost wskaźnika ze względu na skutki ruchów podatkowych i ruch cen kontrolowanych.”
Cezary Józefiak, członek RPP; PAP, 15.02	„To mniej niż oczekiwał rynek. Jednak na przyszłość nie musi to dużo znaczyć, bo przez pewne procesy, które będą występowały tzn. zmiany różnych obciążeń podatkowych czy cen regulowanych inflacja będzie w tym roku trochę wyższa niż w ubiegłym i może osiągnąć 5 proc. na koniec roku.”
19.02	„Spadek produkcji przemysłowej w styczniu jest przede wszystkim spowodowany przez spadek popytu inwestycyjnego. Jest kolejnym przejawem słabszej koniunktury. W tej sytuacji rząd powinien zadbać o pobudzenie popytu inwestycyjnego, poprzez zmiany w zakresie podatków i rynku pracy.”
Bogusław Grabowski, członek RPP; PAP, 15.02	„Przestrzegalbym przed traktowaniem z nadmiernym optymizmem bieżących danych o inflacji, ponieważ nie pokazują one ryzyka, możliwości ożywienia się popytu po ostatnich redukcjach stóp procentowych oraz możliwości odwrócenia się szoków podaźowych, które występowały w ubiegłym roku, czyli niskich cen żywności i ropy naftowej. [...] Można się spodziewać stabilizacji inflacji do lata.”
Puls Biznesu, 27.02	„Społeczeństwo nie zna się na polityce monetarnej.” „Obecna polityka pieniężna jest bardziej przejrzysta i jasna niż kiedykolwiek wcześniej.” „Dla mnie naciski polityczne nie mają najmniejszego znaczenia. Jednak tworzą złą atmosferę. Rynek w końcu może uwierzyć, że część członków RPP, świadomie lub nie, im ulegnie. [...] W rzeczywistości tego typu presja zaostroża politykę monetarną od strony kursowej wzmacniając złotego.” „Rozszerzenie składu RPP będzie naruszeniem konstytucyjnej zasady niezależności banku centralnego. UE odbierze taką zmianę jako naruszenie suwerenności banku centralnego. Jestem przekonany, że jeżeli nasi politycy poważnie myślą o wejściu do Unii, to żadne zmiany w radzie nie nastąpią.” „Żadnej informacji o zmianie swojego wynagrodzenia nie otrzymałem. Jeżeli jednak tak się stanie, będę zmuszony odpowiednio zareagować.” Pyt.: „Czy poda się pan do dymisji?” Odp.: „Jeżeli uznam, że są łamane pewne zasady, najpierw będę próbował dochodzić swoich praw przed sądami.”
Reuters, 6.03	„[Gwałtowna redukcja stóp oznacza] spadek zaufania inwestorów zagranicznych, spadek napływu kapitału. Mielibyśmy do czynienia z osłabieniem złotego.” „Za spadkiem napływu kapitału poszłoby niefinansowanie deficytu finansów publicznych. Trzeba byłoby na gwałt ciąć wydatki. To spowodowałoby perturbacje na rynku walutowym i poważne zakłócenia w wydatkach budżetowych. Wszystkie te wydarzenia doprowadziłyby zaś do konieczności podwyższenia stóp, by przeciwdziałać inflacji. Wzrost gospodarczy obniżyłby się więc jeszcze bardziej.”
Dariusz Rosati, członek RPP; Reuters, PAP, 19.02	„Dane pokazują, że nie widać na razie oznak ożywienia w gospodarce, mimo pewnych sygnałów napływających do nas z badań ankietowych.”
interia.pl, 28.02	„Na razie za wcześnie jeszcze na prognozy na I kwartał, jednak nie oczekuję spadku Produktu Krajowego Brutto.” „Gwałtowna obniżka stóp na pewno spowodowałaby odpływ kapitału z Polski i niekontrolowaną deprecjację złotego, co groziłoby kryzysem walutowym.” „Jest pewne ryzyko odbicia inflacyjnego w II połowie roku.” „Potrzeba czasu aby ocenić, czy nie ma groźby nawrotu inflacji, ze względu na wzrastającą sprzedaż detaliczną, rosnącą ilość pieniądza w obiegu oraz spadek depozytów.” „Nie podzielam ocen zawartych w uchwale Sejmu. Oceniam krytycznie projekt nowelizacji ustawy o NBP.” „Chcielibyśmy uzgodnić z rządem ścieżkę dojścia do EMU w ciągu pół roku.”
Leszek Balcerowicz, prezes NBP; Reuters, PAP, 20.02	„Te wyniki mieszczą się w paśmie przewidywań, które można było mieć przy podejmowaniu poprzednich decyzji [przez RPP]. Dotyczy to zarówno inflacji, jak i spadku produkcji przemysłowej.” „Mało kto zakładał, że wyraźniejsze ożywienie w Polsce zacznie się w najbliższych miesiącach. Są podstawy, że to będzie kwestia drugiego kwartału. To wtedy z największą siłą można oczekiwać impulsów zewnętrznej poprawy

- koniunktury na świecie. A także wystąpienia skumulowanych skutków całej serii poprzednich obniżek stóp procentowych, które były bardzo duże.”
- „Najbardziej prawdopodobna prognoza jest taka, że jeżeli nie wystąpią niekorzystne wstrząsy cenowe to powinniśmy być bardzo blisko stabilizacji raz osiągniętej inflacji w granicach czterech procent. Uważam, że byłby to bardzo dobry rezultat, bo raz osiągnięty efekt pozytywny zostałby utrzymany.”
- „Jeżeli siły polityczne próbują wpłynąć na kurs złotego to nie zawsze osiągają cele, które zamierzają. Jeżeli ktoś uważa, że jego zdaniem kurs złotego jest za mocny to powinien z tego wyciągnąć wnioski.”
- „Najlepszym sposobem na osłabienie złotego jest redukcja deficytu budżetowego, zmniejszanie emisji papierów skarbowych co ograniczy napływ kapitału portfelowego.”
- „Jednym ze sposobów jest utrzymanie dochodów z prywatyzacji w twardych walutach, by spłacać nimi dług zagraniczny, a nie zamieniać ich na polską walutę w celu finansowania dziury budżetowej.”
- 25.02 „Przystąpienie Polski do EMU to kwestia tego kiedy i jak, a nie czy Polska przyjmie euro.”
- „Szybkie przyjęcie euro przez kraje kandydujące do Unii Europejskiej ustabilizowałoby sytuację gospodarczą w tych państwach i nie obniżyłoby zaufania do wspólnej waluty.”
- „Ten okres przejściowy [ERM2] mógłby być dla małych, otwartych gospodarek bardzo burzliwy. Im krócej będzie on trwał, tym zaburzenia będą mniejsze.”
- „Myślę że twierdzenia te [że zbyt wczesne rozszerzenie strefy euro mogłoby naruszyć stabilność europejskiej gospodarki] nie znajdują oparcia w rzeczywistości. [...] Gospodarki krajów kandydackich są zbyt małe, by spowodować destabilizację.”
- Reuters, PAP, ISB, 27.02 „Wystaliśmy naszą opinię [o strategii gospodarczej rządu] do Premiera rządu Leszka Millera i ministra finansów Marka Belki. Teraz od rządu zależy, czy ta opinia zostanie opublikowana.”
- „Zadeklarowany przez rząd wzrost wydatków sektora publicznego o jeden procent został naruszony. Wydatki wzrosną o 2,4 proc. realnie.”
- „Duże znaczenie przywiązujemy do usunięcia przeszkód prawnych przy tworzeniu nowych miejsc pracy. RPP pozytywnie postrzega program ‘Przed wszystkim przedsiębiorczość’.”
- „[Ekonomiczne] założenia rządu wydają się realistyczne.”
- „Ta decyzja nie była zaskoczeniem. Sygnalizowaliśmy ją wcześniej. W tej chwili koncentrujemy się na opłacalności oszczędzania. Realne oprocentowanie po obniżeniu stóp i opodatkowaniu dochodów z oszczędności spada do historycznie niskiego poziomu, a trzeba dbać o atrakcyjność oszczędzania.”
- „Reakcja gospodarki na obniżkę stóp może wynieść 6-9, a nawet 18 miesięcy.”
- „Jak się przeczyta program rządowy no to dochodzi się do wniosku, że to może jest jakaś strategia, ale nie gospodarcza, tylko propagandowa.”
- Radio Zet, 28.02 „Wariant nazwany rozwojowym będzie mógł być urzeczywistniony gdyby polityka NBP była zmieniona. Albo przyjmuje się w tym programie absurdalne założenia z punktu widzenia teorii ekonomii i doświadczenia, albo też jest to czysty, propagandowy zabieg, żeby można było powiedzieć, że jeżeli wzrost będzie wolniejszy to oczywiście jest winny.”
- „Potrzeby pożyczkowe budżetu są bardzo duże. Budżet ogranicza dostępność kredytu dla przedsiębiorstw i przyczynia się w ten sposób do utrzymywania wysokiego bezrobocia.”
- „Mamy do czynienia z jednym ciągiem agresji, pod adresem polityki monetarnej i RPP w sytuacji, kiedy dokonano bardzo głębokich obniżek stóp procentowych.”
- „Czy pan ma na myśli to, że Rada ma podejmować decyzje nie kierując się względami merytorycznymi i misją konstytucyjną tylko dlatego, że do naszego życia publicznego wkradły się praktyki jaskrawo niezgodne z współczesną cywilizacją, to znaczy stosowanie publicznego szantażu. To jest stosowanie, systematyczne, publicznego szantażu ubrane w słowa oskarżeń, że się nie chce współpracować. Tu mamy do czynienia także z fałszowaniem rzeczywistości. Czy pan uważa, że powinniśmy ze względu na tego typu metody podejmować decyzje, które byłyby w naszym odczuciu, niezgodne z misją konstytucyjną.”
- „Mamy do czynienia z praktykami, które do tej pory w Polsce nie miały miejsca. Do września czy października ub.r. nikt w Polsce nie stosował szantażu publicznego i groził, że de facto naruszy Konstytucję, bo mu nie podoba się polityka niezależnego banku centralnego.”
- „Ja nie będę odnosił się do spekulowania, czy w Polsce naruszy się Konstytucję. Mogę tylko powiedzieć, że naruszenie Konstytucji jest rzeczą rzadko spotykaną w cywilizowanym świecie. Potęgowanie ataków na bank centralny, z całą pewnością psuje wizerunek kraju i przyczynia się do wzrostu postrzeganego ryzyka w oczach inwestorów zewnętrznych, tak samo zresztą, jak do wzrostu ryzyka przyczynia się nie dotrzymanie umów w stosunku do inwestorów zewnętrznych.”
- PAP, 1.03 „Polityka monetarna nie będzie ulegać politycznym naciskom, gdyż jest to szkodliwe.”
- „Ataki są szkodliwe, gdyż podsycają spekulacyjny napływ kapitału liczący na obniżki stóp i przyczyniają się do wahań złotego.”
- „Jako prezes NBP, konstytucyjnie niezależnego, będę podejmować decyzje, nie traktując nacisków politycznych jako argumentów.”
- „NBP i RPP będzie wspierał każdy rząd, któremu zależy na trwałym rozwoju gospodarczym, a nie na tylko chwilowym pobudzeniu gospodarki.”
- „Jeśli chodzi o regularne spotkania przedstawicieli NBP i RPP z komisją finansów, to, jeśli to się będzie dziać z poszanowaniem, to można to oczywiście przyjąć.”
- 
- Janusz Krzyżewski, członek RPP  
PiG, 26.02 „Jeśli chodzi o stopy procentowe, to dla nas bardzo ważne jest to, by zapewnić pewien poziom oprocentowania lokat, ponieważ niepokoi nas fakt, że wraz ze spadkiem stóp procentowych spada też skłonność do oszczędzania. Bo ona niestety przestaje się ludziom opłacać. I to też musimy brać pod uwagę podejmując decyzję.”
- Reuters, 27.02 „Nie można zakładać, że nie będzie żadnych ruchów [stóp procentowych] lub będą one w jedną stronę. Dla nas najważniejszy jest cel średniookresowy. Wolelibyśmy w przyszłym roku nie walczyć z inflacją.”
- PAP, 6.03 „Zdecydowany krok w kierunku obniżki stóp procentowych rządu 4-5 pkt. proc., jak sugerują adwersarze RPP, to jest w tej chwili samobójstwo.”
- „Przy gwałtownym obniżeniu stóp może wystąpić to zjawisko, którego się boimy, czyli gwałtowna ucieczka od złotego.”
- „Mamy asymetrię w zachowaniu banków, jeśli chodzi o traktowanie stopy kredytów i stopy lokat. Jak dodamy do tego podatek od oszczędności, to może nastąpić wycofywanie lokat złotych i przejście na lokatę walutową, ale we własnej bielizniarce.”
- „Gdyby nastąpiła panika i tąpnięcie inflacji, to skutki dla gospodarki mogłyby być bardzo poważne.”

# INFORMACJA Z POSIEDZENIA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIACH 26-27 LUTEGO 2002

W dniach 26-27 lutego 2002 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, kredyty i stóp procentowych; uwarunkowania zewnętrzne oraz sytuację w bilansie płatniczym, sferze realnej gospodarki i w sektorze finansów publicznych.

## I. Inflacja, oczekiwania inflacyjne.

1. Wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w skali roku obniżył się w styczniu do 3,5 proc. wobec 3,6 proc. przed miesiącem.
2. Według szacunkowych obliczeń w styczniu 2002 r. wskaźnik tzw. inflacji netto (z wyłączeniem cen żywności i cen paliw) był w ujęciu dwunastomiesięcznym o 0,4 pkt proc. niższy niż w grudniu ub.r. i wyniósł 4,7 proc. W okresie grudzień 2001 – styczeń 2002 różnica między inflacją netto a CPI zmniejszyła się z 1,5 do 1,2 pkt proc. Choć poziom cen żywności i paliw – grup towarów wyłączonych ze wskaźnika inflacji netto, nadal korzystnie wpływa na inflację, to ten pozytywny wpływ jest coraz mniejszy. Ograniczenie inflacji jest wynikiem spadku tempa wzrostu cen dużej części grup towarów i usług. Pozostałe miary inflacji bazowej zostaną zaprezentowane przez Narodowy Bank Polski po uprzednim udostępnieniu odpowiednich danych przez Główny Urząd Statystyczny.
3. W styczniu 2002 r. nastąpiło wyhamowanie – trwającej od trzech miesięcy – spadkowej tendencji cen produkcji sprzedanej przemysłu. Ukształtowały się one na poziomie sprzed roku, a w stosunku do grudnia ub.r. wzrosły o 0,1 proc. (w grudniu 2001 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były niższe o 0,4 proc. niż rok wcześniej i o 0,3 proc. niż przed miesiącem).
4. W lutym br. poprawiły się oczekiwania osób prywatnych co do przyszłej inflacji. Po 2 miesiącach wzrostu, zmalał (do 16,6 proc.) odsetek osób przewidujących, że ceny będą rosły szybciej niż obecnie. Oczekiwania inflacyjne osób fizycznych w dużym stopniu zależą jednak od bieżącej inflacji. Stopa inflacji oczekiwana przez analityków bankowych w ciągu 11 miesięcy uległa niewielkiemu obniżeniu i wyniosła 4,6 proc. wobec 4,7 proc. w badaniu sprzed miesiąca.

***W styczniu 2002 r. tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w skali roku nieznacznie się obniżyło. Wyniosło 3,5 proc. wobec 3,6 proc. w grudniu ub.r. Utrzymanie się wskaźnika tzw. inflacji netto powyżej CPI (o 1,2 pkt proc.) świadczy o korzystnym wpływie na inflację wyłączonych w tym wskaźniku grup towarów, czyli żywności i paliw. Jednak zmniejszanie się różnicy między inflacją netto a CPI dowodzi, że ograniczenie inflacji nie jest tylko wynikiem działania czynników potencjalnie przejściowych, ale łączy się ze spadkiem tempa wzrostu cen dużej części grup towarów i usług.***

***Poprawiły się oczekiwania zarówno osób fizycznych, jak i – choć w niewielkim stopniu – analityków bankowych, co do przyszłej inflacji.***

***Nastąpiło wyhamowanie – trwającej od trzech miesięcy – spadkowej tendencji cen produkcji sprzedanej przemysłu. Ukształtowały się one na poziomie sprzed roku, a w stosunku do grudnia ub.r. wzrosły o 0,1 proc.***

## II. Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe.

1. Nominalne tempo przyrostu podaży pieniądza ogółem (M2) w skali roku obniżyło się z 13,7 proc. w grudniu 2001 r. do 12,0 proc. w styczniu br. Nadal więc utrzymuje się na dość wysokim poziomie.
2. W styczniu br. ponownie wzrosła roczna dynamika gotówki w obiegu. W ujęciu rocznym tempo wzrostu gotówki w obiegu wyniosło 15 proc. wobec 12 proc. w grudniu oraz -4,6 proc. w styczniu 2001 r.
3. Jednocześnie dalszemu obniżeniu uległo tempo wzrostu depozytów złotych osób prywatnych w ujęciu rocznym. W styczniu br. wyniosło 9,6 proc. wobec 11,7 proc. w grudniu 2001 r. oraz 22,5 proc. przed rokiem. Jednym z czynników, który spowodował spadek dynamiki depozytów złotych gospodarstw domowych, było obniżenie oprocentowania depozytów. Także przyszłe opodatkowanie odsetek od lokat bankowych ma negatywny wpływ na skłonność ludności do lokowania wolnych środków w bankach. Zwiększyła się natomiast dynamika depozytów walutowych osób prywatnych. W styczniu br. wyniosła ona, w ujęciu dwunastomiesięcznym, 16,1 proc. wobec 13,7 proc. w grudniu oraz 6,4 proc. w styczniu 2001 roku. Wzrosły także aktywa gospodarstw domowych utrzymywane poza sektorem bankowym – w skarbowych papierach wartościowych oraz w otwartych funduszach inwestycyjnych.
4. W ostatnich miesiącach wystąpiła tendencja do stabilizacji dynamiki kredytów na niskim poziomie. W styczniu br. roczna dynamika akcji kredytowej dla sektora niefinansowego ukształtowała się na poziomie 7,2 proc. (wobec 7,6 proc. przed miesiącem). Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła 14,4 proc. (wobec 14,7 proc. miesiąc wcześniej), a kredytów dla przedsiębiorstw 5,0 proc. (wobec 5,4 proc. w grudniu ubiegłego roku).
5. Od października ub.r. utrzymuje się bardzo wysoka dynamika roczna zadłużenia netto sektora budżetowego. W styczniu br. zadłużenie netto było o 41,1 proc. wyższe niż w analogicznym miesiącu 2001 r.

***W ostatnich miesiącach wystąpiły istotne zmiany w strukturze podaży pieniądza, które mogą stanowić zagrożenie dla procesów inflacyjnych w przyszłości. Z jednej strony obserwujemy wyraźny spadek dynamiki depozytów złotych gospodarstw domowych, z drugiej zaś – istotny wzrost dynamiki pieniądza gotówkowego i depozytów płatnych na żądanie.***

***Jednocześnie niskiej dynamice kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych towarzyszy bardzo szybki wzrost zadłużenia netto sektora budżetowego, co nie sprzyja zwiększeniu aktywności gospodarczej.***

## III. Uwarunkowania zewnętrzne.

1. Od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej nieco poprawiły się prognozy koniunktury gospodarczej na świecie. Dotyczy to w szczególności gospodarki amerykańskiej. W styczniu br. w Stanach Zjednoczonych nadal obniżała się inflacja, został zahamowany wzrost bezrobocia, znacznie powyżej oczekiwań rynku wzrósł wolumen sprzedaży detalicznej. Banki inwestycyjne aktualnie przewidują, że wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych może wynieść w 2002 r. od 1,3 do 1,9 proc. (wobec prognoz 0,1-1,5 proc. ze stycznia br.). Nieznacznej poprawie uległy także prognozy tempa wzrostu gospodarki Niemiec – największego partnera handlowego Polski. Nadal jednak kształtują się one na niskim poziomie 0,5-0,9 proc. (wobec 0,2-0,9 proc. w styczniu br.).
2. W związku z weryfikacją w górę prognoz wzrostu gospodarczego – w szczególności w Stanach Zjednoczonych, oczekuje się wyższych cen ropy naftowej. W pierwszym półroczu należy oczekiwać stabilizacji cen tego surowca na obecnym poziomie. Jednak od III kwartału br., wraz ze spodziewanym zmniejszaniem się rezerw ropy, jej ceny mogą zacząć rosnąć.

***Od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej pojawiły się sygnały, że ożywienie w gospodarce światowej, którego można się spodziewać w drugiej połowie 2002 r., może okazać się silniejsze niż oczekiwano jeszcze miesiąc wcześniej. Dotyczy to także gospodarki Niemiec – największego partnera handlowego Polski.***

**Od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej zweryfikowano w górę prognozy kształtowania się cen ropy naftowej. W drugim półroczu br. prawdopodobny wzrost cen tego surowca może przyczynić się do zwiększenia presji inflacyjnej.**

#### **IV. Bilans płatniczy, kurs walutowy.**

1. W 2001 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 7,0 mld dolarów i był niższy o 2,9 mld dolarów niż rok wcześniej. Wpływy z eksportu towarów były o 7,2 proc. wyższe niż w poprzednim roku. Dynamika importu wyniosła 1,3 proc. Tempo wzrostu zarówno eksportu, jak i importu słabło w ciągu roku. W grudniu 2001 r. drugi miesiąc z rzędu wpływy z eksportu obniżyły się w porównaniu do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Spadek ten wyniósł 7,7 proc. (wobec 3,7 proc. przed miesiącem). Deficyt wymiany towarowej uległ w grudniu 2001 r. zmniejszeniu w stosunku do grudnia 2000 r. w wyniku spadku o 9,5 proc. wydatków na import.
2. W styczniu 2002 r. uległa odwróceniu tendencja do aprecjacji polskiej waluty. Kurs złotego uległ osłabieniu zarówno wobec dolara jak i wobec euro. W styczniu i lutym (do 26 lutego) średni miesięczny kurs wyniósł odpowiednio 4,06 i 4,19 zł za dolara (wobec 4,01 zł w grudniu ub.r.) oraz 3,60 i 3,64 zł za euro (wobec 3,58 zł w grudniu 2001).

**Widoczna w kolejnych miesiącach 2001 r. poprawa salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego świadczy o umacnianiu się równowagi makroekonomicznej. Istnieje jednak duża niepewność co do kształtowania salda obrotów bieżących w przyszłości. Wzrost popytu wewnętrznego może w warunkach słabej koniunktury na świecie przyczynić się do ponownego narastania nierównowagi zewnętrznej.**

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

1. Produkcja sprzedana przemysłu w styczniu br. zmniejszyła się w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku o 1,4 proc. Produkcja budowlano-montażowa była o 21,3 proc. niższa niż w styczniu 2001 r. Na pogłębienie się spadku produkcji budownictwa miała wpływ ostrzejsza zima niż w styczniu ub.r.
2. W styczniu 2002 r. zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się o 0,2 proc. w porównaniu z grudniem 2001 r. i było o 4,7 proc. niższe niż przed rokiem. Najmocniej w skali roku obniżyło się zatrudnienie w budownictwie (o 11,8 proc.) Stopa bezrobocia wzrosła z 17,4 proc. przed miesiącem do 18,0 proc. w styczniu. Liczba osób pozostających bez pracy zwiększyła się o 4,4 proc. w porównaniu do grudnia 2001 r. i o 14,7 proc. w stosunku do stycznia 2001 r. i wyniosła 3,253 mln.
3. W styczniu br. przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw było nominalnie o 5,7 proc. wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Po uwzględnieniu inflacji wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniósł w skali roku 2,1 proc., tj. najwięcej od stycznia 2001 roku. Jednak w wyniku spadku zatrudnienia fundusz wynagrodzeń był realnie niższy niż przed rokiem. Przeciętna emerytura i renta pracownicza była w styczniu br. o 14,6 proc. wyższa niż w rok wcześniej. Jej siła nabywcza zwiększyła się w skali roku o 10,7 proc. Wysoka waloryzacja emerytur i rent w 2001 r. będzie skutkowałą wysoką dynamiką tych świadczeń do czerwca 2002 r., tj. do kolejnej waloryzacji emerytur i rent.

**Utrzymuje się niski poziom aktywności gospodarczej i niska presja popytowa.**

**Realny wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw o 2,1 proc. w skali roku, choć najwyższy od stycznia ub.r., był skoncentrowany w kilku sektorach i dużych przedsiębiorstwach.**

#### **VI. Sytuacja w sektorze finansów publicznych.**

1. W lutym parlament uchwalił ustawę budżetową na 2002 r. Wbrew stanowisku Ministerstwa Finansów założono w niej o 1,2 mld wyższe dochody niż przewidywał w projekcie rząd. O podobną kwotę zwiększono także wydatki. W ten sposób naruszono deklarowaną w strategii gospodarczej rządu zasadę zwiększania wydatków budżetu państwa o 1 pkt proc. ponad inflację. Według ustawy budżetowej mogą one w bieżącym roku wzrosnąć realnie o 2,4 proc. Jeżeli średnioroczne tempo wzrostu cen okaże się niższe niż założył rząd, konstruuując budżet, wtedy ten wzrost będzie jeszcze wyższy. Zapisana w ustawie kwota wydatków nie będzie obejmowała spłaty zaległości wobec OFE.
2. Ze względu na opóźnienie wprowadzenia w życie części propozycji rządu zwiększających wpływy podatkowe, dochody budżetu mogą okazać się niższe od zapisanych w ustawie. W styczniu br. były one mniejsze niż przed rokiem. Deficyt budżetowy był w styczniu 2002 r. o ponad 34 proc. wyższy niż w analogicznym miesiącu ubiegłego roku. W ubiegłym roku budżet państwa uzyskał nadzwyczajne dochody zagraniczne w kwocie 1 mld zł. Należy jednak zaznaczyć, że drugi rok z rzędu styczniowe dochody podatkowe są niższe od zanotowanych rok wcześniej.
3. Nawet gdyby wydatki budżetu państwa były zwiększane w tempie 1 proc. realnie rocznie, deficyt sektora finansów publicznych utrzymywałby się w latach 2002-2004 na bardzo wysokim poziomie. Tymczasem zakładanemu przyspieszeniu tempa wzrostu gospodarki powinno towarzyszyć większe ograniczenie wydatków publicznych i deficytu. Duży deficyt przy niskich wpływach z prywatyzacji spowoduje dalszy wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu. Będzie to powodować silne ograniczenie kredytu dla przedsiębiorstw. Ze sferą finansów publicznych wiąże się duża niepewność. W ustawie budżetowej zapisano o 1,2 mld zł wyższe dochody niż pierwotnie zakładał rząd. O podobną kwotę zwiększono planowane wydatki. W rezultacie, wbrew zasadzie kształtowania wydatków budżetu, przyjętej w strategii gospodarczej rządu, mogą być one w bieżącym roku realnie wyższe niż rok wcześniej nie o 1 proc., ale o 2,4 proc. Prognozowany w ustawie budżetowej bardzo wysoki deficyt sektora finansów publicznych może więc okazać się jeszcze wyższy. Wysokie potrzeby pożyczkowe budżetu będą powodować silne ograniczenie kredytu dla przedsiębiorstw.

#### **VII. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej.**

1. Od ostatniego posiedzenia RPP potwierdziły się dane wskazujące na niską presję popytową w gospodarce. Dane te mieszczą się w paśmie przewidywań będących podstawą ostatniej decyzji Rady Polityki Pieniężnej co do stóp procentowych. Z drugiej jednak strony postępowały niekorzystne zmiany w strukturze podaży pieniądza, które mogą stanowić zagrożenie dla procesów inflacyjnych w przyszłości. Utrzymała się też duża niepewność związana ze sferą finansów publicznych.
2. Od lutego 2001 r. do stycznia 2002 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną z 19 proc. do 10 proc., czyli prawie o połowę. Po uwzględnieniu inflacji, a więc realnie, stopa referencyjna obniżyła się z 11,6 proc. do 6,3 proc., czyli o 5,3 pkt proc. Ani banki, ani przedsiębiorstwa nie zareagowały dotychczas w pełni na te obniżki. Dotyczy to w szczególności obniżki ostatniej, podjętej w styczniu bieżącego roku. Polityka pieniężna została w br. dodatkowo złagodzona przez deprecjację kursu złotego.
3. Na skutek m.in. spadku oprocentowania depozytów obniża się dynamika depozytów złotych osób prywatnych w ujęciu rocznym. To negatywne zjawisko nasiliło się po zapowiedzi opodatkowania dochodów z lokat bankowych. Wzrosły jednak aktywa gospodarstw domowych utrzymywane w skarbowych papierach wartościowych oraz otwartych funduszach inwestycyjnych.

**Biorąc pod uwagę te argumenty, Rada Polityki Pieniężnej postanowiła nie zmieniać stóp procentowych NBP i utrzymać neutralne nastawienie polityki pieniężnej.**

#### **VIII. Następane posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniach 26-27 marca 2002 r.**

## Pod lupą: Rząd i polityka

- **Wstyd w Sejmie: debata o polityce pieniężnej**
- **Rosną szanse nowelizacji ustawy o NBP w Sejmie**
- **Budżet zatwierdzony w Sejmie, Senat nadal pracuje**
- **Prezydent podpisał zmiany podatków**
- **Różnice zdań w koalicji coraz wyraźniejsze**

### Wstyd w Sejmie

Nieskończona jest lista dowcipów o Szkotach, jeden z nich mówi o szkockiej modlitwie: „O Panie, nie prosimy Cię, byś dał nam bogactwo. Ale wskaż nam, gdzie ono jest!”. Po wysłuchaniu ostatniej debaty w Sejmie nad polityką pieniężną należałoby powiedzieć: „O Panie, nie prosimy Cię, byś dał nam mądrość. Ale wskaż nam, gdzie ona jest!”.

Zaledwie kilka godzin po decyzji RPP o braku obniżki stóp w lutym posłowie z pięciu partii: SLD, PSL, UP, LPR oraz Samoobrony (którzy stanowią wystarczającą większość dla znowelizowania konstytucji) zażądali gruntownej zmiany w polityce pieniężnej, wskazując, że powinna ona wspierać wzrost oraz walkę z bezrobociem. Do Sejmu pilnie wniesiono projekt uchwały nawołujący RPP do zmiany prowadzonej polityki. Debata nad uchwałą była żenująca. Obecny w Sejmie wiceprezes NBP został oskarżony o zażywanie narkotyków, niektórzy posłowie głosili (pod adresem prezesa Balcerowicza), że „jeżeli pies gryzie swego pana, to należy go zastrzelić”. Podczas drugiego dnia debaty o polityce pieniężnej ponad 30 posłów „pytało” Leszka Balcerowicza. Krótka definicja pytania to kilka słów zakończonych znakiem zapytania. Tymczasem słyszeliśmy zdania w stylu: „Czy to prawda, że jeden z członków RPP jest umyślowo chory?”, „Dokonuje pan holocaustu na narodzie polskim”, „Jest pan odpowiedzialny za wiele samobójstw” itp. Najwyraźniej debata publiczna osiągnęła poziom, gdy kwestie merytoryczne i wiedza schodzą na dalszy plan, a decyzje są podejmowane na podstawie emocji. Nie można się oprzeć wrażeniu, że nawet jeśli Bóg pokazałby, gdzie jest mądrość, to wielu nie byłoby w stanie jej znaleźć. Niestety emocje najczęściej prowadzą do złych decyzji.

Prawdziwa debata toczyła się w piątek 1 marca pomiędzy Balcerowiczem i Belką. Ten ostatni argumentował, że jeśli stopy nie zostaną dalej obniżone, to inflacja wykaże inercję i jeszcze spadnie. Nazwał również politykę pieniężną wewnętrznie niespójną, co było prawdopodobnie reakcją na określenie przez Balcerowicza programu gospodarczego rządu propagandą.

Po debacie uchwała Sejmu wzywająca do zmian polityki pieniężnej została przesłana do komisji finansów publicznych, gdzie będzie poprawiana. Istnieje znaczna większość popierająca ją. Jednakże dopóki nie będą dokonane żadne zmiany ustawowe, rynki będą się zachowywać raczej spokojnie.

### Rosną szanse nowelizacji ustawy o NBP w Sejmie...

Wydaje się, iż w Sejmie znajdzie się więcej niż połowa + 1 posłów chcących zmienić ustawę o NBP i choć klub SLD formalnie nie przedstawił swego stanowiska, to coraz więcej informacji sugeruje, że wielu posłów SLD poprze projekt wniesiony przez PSL i UP, jeśli nie teraz, to w ciągu najbliższych miesięcy. Z wypowiedzi ministra gospodarki Jacka Piechoty, wpływowego polityka SLD, wynika np., że bardziej radykalni członkowie SLD mogą być powstrzymywani przed poparciem ustawy jeszcze przez góra dwa miesiące, ale w tym czasie jedno z dwojga musi się wydarzyć: albo gospodarka zacznie żwawo rosnać, albo RPP obetnie stopy. Z kolei nowo wybrany sekretarz generalny SLD Marek Dyduch stwierdził ostatnio w wywiadzie radiowym, że widzi rosnące poparcie dla wniosku PSL-UP w klubie SLD i że prawdopodobnie będzie potrzebna zmiana ustawy o banku centralnym, „jeśli nie będzie wyraźnego sygnału”, czyli jeśli RPP nie obniży stóp w najbliższym czasie o 500 pb.

### ... ale na szczęście jest jeszcze Senat i Prezydent

Chociaż oczekujemy, że ożywienie gospodarcze nastąpi, wątpimy czy będzie na tyle silne, przynajmniej w II kwartale, aby zadowolić polityków. Oczywiście na 5-punktową obniżkę również nie ma co liczyć. Czy wobec tego należy oczekiwać zmiany składu i obowiązków RPP w najbliższych miesiącach? Niekoniecznie. Po pierwsze, proces legislacyjny nie będzie zbyt szybki. Po drugie, nie jest jasne, czy nowelizacja znajdzie równie duże poparcie w Senacie. Być może w międzyczasie rzeczywiście pojawią się symptomy odbicia w gospodarce, które zmniejszą determinację posłów do nowelizacji. I w końcu jest jeszcze prezydent Kwaśniewski, który powtórzył ostatnio, że będzie stał na straży konstytucji i nie podpisze ustawy, która byłaby z nią niezgodna.

### Budżet zatwierdzony, dochody powiększone o 1,1 mld zł

W drugiej połowie lutego Sejm zatwierdził ustawę budżetową na 2002 r., ustalając deficyt budżetowy na poziomie 40 mld zł i zwiększając zarówno prognozę dochodów, jak i wydatki o 1,1 mld zł w porównaniu z propozycją rządową.

Parlament podwyższył planowane przychody z podatku VAT o 625 mln zł, chociaż ostatnie wydarzenia wskazują raczej na odmienny scenariusz. Pamiętajmy, że obliczenia

Ministerstwa Finansów były oparte na licznych założeniach, które dotąd nie zostały spełnione: podwyżka VAT na niektóre artykuły już jest opóźniona przynajmniej o miesiąc, ponadto Sejm ograniczył niektóre podwyżki VAT (np. na artykuły dziecięce jest 12 proc., nie 22 proc.) lub całkiem je anulował (w budownictwie). Dodatkowe fundusze „znaleziono” w specjalnych funduszach jednostek budżetowych (zostały one zredukowane o 20 proc.) oraz dzięki wyższej prognozie zysku NBP. Te „ekstra” pieniądze wydano na kilka celów, z czego najważniejsze to płace nauczycieli, Agencja Rynku Rolnego, drogi i autostrady.

Wyniki sejmowego głosowania dowodzą, ile uwagi poświęcają posłowie strategii finansów publicznych przyjętej przez rząd kilka tygodni temu i regule Belki „inflacja + 1 proc.” odnoszącej się do wydatków budżetu. Przy wydatkach roku 2002 ustalonych na 185,1 mld zł mamy 7,1 proc. wzrostu wydatków wobec roku 2001, co przekracza regułę Belki o 1,6 pkt proc. Jeżeli ma to być praktyka, której należy się spodziewać także w przyszłości, to widzimy niewielkie szanse na „wyrośnięcie z deficytu”, nawet przy wysokiej dynamice PKB.

Senat wprowadził do ustawy jedynie niewielkie korekty, nie zmieniające istotnych parametrów budżetu. Jeżeli wszystko pójdzie zgodnie z planem, to prezydent mógłby podpisać ustawę do końca marca.

### **Prezydent podpisał zmiany podatków**

Pomimo dramatycznych nawoływań ze strony OPZZ (nie wspominając o naszym apelu), prezydent Aleksander Kwaśniewski podpisał nowelizację ustawy o podatku akcyzowym i VAT. Budżet ma uzyskać dzięki temu 2,6 mld zł dochodów. Tym samym w 14 dni po jej ogłoszeniu zacznie obowiązywać akcyza na energię elektryczną w wysokości 2 gr na kWh. Spowoduje to wzrost cen energii o kilkanaście procent, czego skutki poniosą głównie producenci. Konsumenty zostaną na razie oszczędzeni (przynajmniej do lipca), gdyż ceny u dystrybutorów, nie mogą wzrosnąć dopóki Urząd Regulacji Energetyki nie wyda zgody na nowe taryfy. URE natomiast nie będzie się z tym spieszył – według jego przedstawicieli rewizja taryf nastąpi dopiero w drugiej połowie bieżącego roku. Ponadto po wejściu w życie wprowadzonych zmian, wzrośnie VAT m.in. na niektóre artykuły dziecięce, meble, opony. Wyższy VAT spowoduje wzrost cen już w najbliższych miesiącach, choć całkowity wpływ tego na inflację będzie znikomy.

Pierwotnie nowelizacja ustawy miała przynieść budżetowi 2,9 mld zł dodatkowych wpływów, ale późniejsze jej zmiany dokonane w Sejmie oraz opóźnienie wejścia w życie tych rozwiązań (rząd planował to od początku lutego) spowodowały spadek planowanych dochodów do 2,6 mld zł.

### **Koncepcja spłaty zobowiązań ZUS przygotowana**

Minister pracy Jerzy Hausner poinformował, że jego resort i Ministerstwo Finansów uzgodniły koncepcję rozwiązania problemu zaległości ZUS wobec OFE z tytułu nieprzekazywania składek. Przypomnijmy, że według stanu na koniec 2001 r. zostały one oszacowane na 5,5 mld zł plus 1,8 mld zł odsetek.

W bieżącym roku na mocy ustawy Skarb Państwa przejmie te zobowiązania od ZUS, a następnie zostanie przeprowadzona konwersja 80 proc. kwoty zobowiązań na obligacje oprocentowane rynkowo. Nie jest jeszcze przesądzone, jakie będą zapadalności tych obligacji. Rozważane jest wyemitowanie papierów o różnych terminach wykupu, które mogłyby być asymilowane do papierów już istniejących.

Reszta zobowiązań oraz odsetki zostaną spłacone gotówką dopiero w przyszłym roku, bowiem dopiero wtedy możliwe będzie określenie dokładnych kwot należnych poszczególnym funduszom.

Minister pracy zapowiedział ponadto, że planowane jest zmniejszenie oprocentowania zaległości składkowych z poziomu odsetek ustawowych (obecnie 20 proc. p.a.) do rentowności bonów skarbowych (około 9,5-10 proc.). Ponadto, według założeń, do połowy 2002 r. nie powinno już być zaległości w przekazywaniu składek do OFE z winy ZUS.

### **W październiku pełna liberalizacja przepływów kapitałowych**

Rząd przyjął projekt nowego prawa dewizowego przygotowany w Ministerstwie Finansów. Projekt zakłada pełną liberalizację przepływów kapitałowych z krajami OECD, UE i EFTA od 1 października 2002. Projekt nie przewiduje żadnych restrykcji poza tym, co jest zapisane w Traktacie o Unii Europejskiej. Pomimo tego dla krajów nie wymienionych powyżej regulacje w omawianym zakresie będą nadal obowiązywać.

### **Rząd chce zachęcić do oszczędzania w III filarze**

Według „Rzeczpospolitej” rząd planuje wprowadzić zmiany prawne ułatwiające rozwój III filaru systemu emerytalnego w Polsce. Rząd zamierza wprowadzić ulgi podatkowe dla dobrowolnie oszczędzających w funduszach emerytalnych. W świetle spadającej skłonności do oszczędzania wśród gospodarstw domowych w Polsce, coraz niższych stóp procentowych i wprowadzenia podatku od dochodów kapitałowych, jest to bardzo pożyteczna inicjatywa, szczególnie że będzie motywować do oszczędzania długoterminowego, najbardziej pożądanego dla finansowania inwestycji.



**Wybory samorządowe podzieliły rządzącą koalicję**

Oprócz głosowań nad budżetem i podatkami, w drugiej połowie lutego Sejm głosował nad poprawkami Senatu do ordynacji wyborczej do samorządów. Z punktu widzenia ekonomisty to ostatnie głosowanie było może mniej ważne niż dwa pierwsze, jednak okazało się ono dosyć ciekawe w aspekcie politycznym, bo podzieliło koalicję. PSL nie zgodził się ze stanowiskiem SLD-UP, aby przesunąć termin wyborów z jesieni na czerwiec oraz wprowadzić metodę liczenia głosów d'Hondta korzystniejszą dla dużych ugrupowań. Kluby opozycji również głosowały przeciw stanowisku SLD-UP, za wyjątkiem Samoobrony, która stała się w tym momencie jęczyciem u wagi i przesądziła o wyniku obu głosowań. Samoobrona zagłosowała przeciw przesunięciu wyborów na czerwiec, ale zgodziła się na liczenie głosów metodą korzystną dla dużych ugrupowań. Zwłaszcza ta druga kwestia jest zastanawiająca, bo wygląda na to, że lider Samoobrony liczy, iż do jesieni jego partia umocni się na tyle, że ta właśnie metoda będzie dla niej korzystniejsza. Oby się mylił...

**Komisji Europejskiej podoba się nasza propozycja w kwestii ziemi. A nam?**

Komisarz UE ds. rozszerzenia Günter Verheugen powiedział, że Komisja Europejska będzie rekomendowała krajom UE zaakceptowanie polskiego stanowiska w sprawie ziemi. To, jego zdaniem, powinno umożliwić nam zamknięcie negocjacji w kwestii wolnego przepływu kapitału do końca marca. Wspaniale – można by sądzić. Jednak nie jest to wcale takie proste. Chociaż rząd przyjął takie stanowisko, na razie jest to tylko czysta deklaracja. Stanie się faktem dopiero wtedy, gdy zaakceptuje je parlament. A to budzi duże obawy. Pisaliśmy wcześniej, że minister Kalinowski będzie musiał przekonać swoich kolegów z PSL, by poparli wniosek, a to będzie trudnym zadaniem. „Gazeta Wyborcza” donosi, że ta sprawa powoduje poważne obawy i „ferment” w PSL. Prominentny członek tejże partii odpowiadając w telewizji na pytanie, czy PSL będzie bronił swojego prezesa Kalinowskiego przed wnioskiem o wotum nieufności złożonym przez Samoobronę, stwierdził „zobaczymy”. Co więcej, według „Gazety Wyborczej”, ustawa przygotowana w Ministerstwie Rolnictwa nakłada bardzo ścisłe limity na zakup ziemi, sprzeczne ze stanowiskiem przyjętym przez rząd i prawdopodobnie nie do zaakceptowania dla UE. Dlatego nie należy być zbyt optymistycznie nastawionym do postępu w negocjacjach z UE. Ponadto pamiętajmy, że jest jeszcze niezwykle trudna kwestia dopłat bezpośrednich.

**UE ostrzega, że może zmniejszyć fundusze strukturalne dla Polski**

Ministrowie finansów 15 krajów UE stwierdzili, że kwoty funduszy strukturalnych przewidziane dla Polski na lata

2004-2006 (ok. 15,3 mld euro) mogą być za wysokie, by zostać efektywnie wykorzystane przez nasz kraj. Jeśli polski rząd nie udowodni, że jest w stanie właściwie zaabsorbować te pieniądze, UE może rozważyć zredukowanie ich o około 20 proc. No cóż, miejmy nadzieję, że do tego nie dojdzie, bo inaczej... Żegnajcie projekty infrastrukturalne, żegnaj strategio finansów publicznych!

**Coraz więcej protestów społecznych**

Mroźna pogoda skończyła się na dobre i ma miejsce coraz więcej protestów społecznych. W ostatnich tygodniach widzieliśmy nauczycieli domagających się podwyżek, także pielęgniarki pokazały determinację, aby otrzymać słynną już podwyżkę o 203 zł, którą zapisano w ubiegłym roku w ustawie, lecz 70 proc. z nich nie zobaczyło ani złotówki z tych pieniędzy. Lider Samoobrony również ostrzegł przed nadchodzącą falą niepokoju (założymy się, iż pracuje on ciężko, aby ten scenariusz został zrealizowany). A trzeba pamiętać, że Sejm będzie musiał w nadchodzących miesiącach uchwalić wiele ustaw służących zaciskaniu pasa.

# Wypowiedzi członków rządu

Przedstawiciele rządu i koalicji kontynuowali zmasowany atak na RPP. Dla polityków najważniejszy jest wzrost gospodarczy, inflacja ma mniejsze znaczenie. Dotychczasowe obniżki stóp procentowych nie zadowolili ich i oczekują oni dalszych cięć, nawet o 400-500 pb. RPP stała się chłopcem do bicia oskarżanym o wszystko co złe w polskiej gospodarce. Wzrasta poparcie w koalicji dla zmian w ustawie o NBP.

KTO, KIEDY, GDZIE	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Marek Belka, wicepremier, minister finansów; Reuters, PAP, 6.02	„Sądzymy, że ten okres między zamknięciem negocjacji akcesyjnych i samym wejściem do ERM będzie najtrudniejszy dla Polski i stabilności kursu wymiany. Złoty może okazać się podatny na spekulacyjne ataki.” „Może nastąpić przygotowawcza dewaluacja złotego. Nie byłoby to pozbawione sensu.” „Z uwagą wsłuchujemy się w wypowiedzi zachodnich ekonomistów i ekspertów mówiących o tym, że byłoby mądrze zdewaluować waluty krajów będących nowymi członkami Unii, by dać więcej tlenu ich gospodarkom.” „Nie wierzę, aby wypowiedź ministra finansów mogła tak zaważyć na kursie złotego, to musiała być inna przyczyna. Prawdopodobnie ustaly oczekiwania na rynku związane z możliwością szybkiej obniżki stóp procentowych.” „Nie powiedziałem, że złoty powinien być zdewaluowany, powiedziałem jedynie, że słyszę od niektórych moich rozmówców z Zachodu, że oni takie koncepcje rozważają.”
PAP, Reuters, 7.02	„Jakkolwiek nie można wykluczyć, że kiedy Polska zostanie przyjęta do ERM, Unia może zasugerować dostosowanie kursu. Ciężko jest sobie wyobrazić, aby poprosili nas o umocnienie złotego.” „Z jednej strony osłabienie jest korzystne dla eksporterów, z drugiej zwiększa koszty obsługi długu zagranicznego. Jednak per saldo nie ma się czym martwić.” „Załamanie wzrostu gospodarczego w ostatnich latach skończyło się, mimo dramatycznych wysiłków kolejnych ministrów finansów aby ograniczyć wydatki budżetu, potrojeniem a przynajmniej zwiększeniem o dwa i pół raza deficytu ekonomicznego.” „Za 2000 rok mieliśmy około 2 proc., a za kolejny rok jeszcze nie mamy ostatecznych wyliczeń, ale zbliży się do 6 proc. PKB.” „Dyskutujemy z NBP nad możliwością przyspieszenia procesu obniżania rezerwy obowiązkowej. [...] Trzeba pamiętać, że na tym zawsze straci budżet.”
Reuters, 8.02	„Wzrost jest kluczowy, nawet jeśli miało by to być kosztem innych ważnych celów. Nawet jeśli mogłoby to oznaczać niewielki wzrost inflacji i deficytu obrotów bieżących.” „Nadal uważamy, że nie powinien to być powód do zacieśnienia polityki monetarnej, nie powinniśmy mieć do czynienia z kolejną rundą usztywniania polityki.” „Bez rosnącej gospodarki jesteśmy zgubieni. [...] To nie tylko chodzi o inflację i saldo obrotów bieżących. Te cele są ważne. Jednak bez wzrostu gospodarki, popadniemy w finansowe kłopoty.”
Rzeczpospolita, 16.02	„Jestem niezadowolony z tego, że posłowie ni z gruszki, ni z pietruszki zmienili szacunek wpływów dotyczących dochodów z VAT. [...] Może też być tak, że dochody z VAT będą szły nie najgorzej, lecz mogą być słabe dochody z PIT czy z CIT. Tego rodzaju majstrowanie jest po prostu niebezpieczne. [...] W sumie jednak innowacje poselskie w tym budżecie nie są wielkie. Więc jeśli budżet zostanie w tym kształcie uchwalony, to specjalnych powodów do niezadowolienia nie mam. Budżet jest oczywiście taki, na jaki było nas stać w tym roku.”
Reuters, 18.02	„Istnieją poważne rozbieżności na temat potencjalnej słabości polskiej waluty wśród przedstawicieli ECB oraz UE, gdy tymczasem to siła złotego jest prawdziwym problemem. Dla nas kryzys walutowy polega na tym, że złoty jest zbyt mocny.” „[Pomysł, aby zdewaluować złotego przed przyjęciem euro] to nie był konkretny plan, a jedynie rodzaj zaproszenia do dyskusji.”
TVN24, Reuters, 25.02	„Inflacja może wzrosnąć z obecnych 3,5 proc. do około 4 proc. 4 proc. oznacza stabilizację cen i deflację w sektorze wytwórczym.” „Jeśli ktoś obawia się, że inflacja pod koniec roku może wzrosnąć do 5 proc., to przypominam, że tyle właśnie wynosi cel inflacyjny RPP na ten rok. Więc jeśli cel jest 5 proc., a teraz inflacja wynosi 3,5 proc., to niech ktoś mi nie mówi, że nie ma przestrzeni na obniżkę stóp.” „Myślę, że niższe stopy spowodują, że nacisk na aprecjację złotego zelżeje. Złoty już nie będzie się wzmacniać, przynajmniej w krótkim okresie. Zresztą pamiętamy 3,90 złotego za dolara, w tej chwili jest 4,17-4,18, więc już trochę złoty osłabił.”
PAP, 26.02	„Potwierdzają się nasze oczekiwania, że pierwszy kwartał, może nawet pierwsze półrocze to okres słaby, okres stagnacji. Oczekujemy, że jest to dno quasi recesji” „Jeżeli traktujemy poważnie wyprzedzające wskaźniki koniunktury gospodarczej, to pewne oznaki optymizmu wśród przedsiębiorców zaczynają się już pojawiać. Po drugie stabilizacja finansów publicznych jest oznaką dla przedsiębiorców, że będzie normalnie.”
Reuters, PAP, Internet Securities, 27.02	„Realizacja tegorocznego budżetu nie przebiega bez problemu, gdyż odzwierciedla sytuację całej gospodarki, ale z obserwacji wynika, że są bardzo duże szanse na zmieszczenie się w planie założonego przez rząd deficytu bez konieczności nowelizacji. Na razie mogę spać spokojnie.” „Ożywienie może nastąpić już w drugim kwartale, ale recesji w trzecim kwartale. W całym roku byłbym nierozsądny, gdybym spodziewał się jakiegoś znacznego polepszenia.” „Niezbędnym wsparciem, choć nie panaceum, dla naszych wysiłków, aby wzrost gospodarczy ożywić, jest rozluźnienie polityki pieniężnej.” „Doceniamy, że w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy RPP obniżyła znacznie stopy procentowe, ale dopiero ostatnie cięcie doprowadziło do realnego spadku stóp procentowych.” „Nie mnie jest osądzać jak duża jest przestrzeń do obniżki stóp procentowych, ale jesteśmy na stromej ścieżce deflacji i przy obecnej polityce pieniężnej inflacja będzie nadal spadać.” „Inflacja spada szybciej niż myśleliśmy (...). Dobrze, tylko czy za dużo dobrego to też dobrze? Jeżeli obojętnie jakim kosztem będziemy tę tendencję wzmacniać, to może się okazać, że nasza walka z inflacją także okaże się niewypałem. Tak sądzę, inaczej nie twierdziłbym, że istnieje dzisiaj przestrzeń do obniżki stóp procentowych.” „Nie jestem zwolennikiem wysokiej inflacji, czy inflacyjnego finansowania gospodarki.” „Nie chodzi nam o zdestabilizowanie złotego. Chodzi nam o to, żeby złotówka nadmiernie się nie umacniała” „Dzisiaj nie mamy jeszcze pełnych danych z samorządów lokalnych, ale oceniamy, że może być to (deficyt ekonomiczny) między 5,5 a 5,6 procent.” „Obliczyliśmy, że banki mogłyby dzięki temu [zamianie bankowych obligacji oprocentowanych stopą inflacji na papiery 10-letnie o oprocentowaniu na poziomie bonów rocznych] obniżyć stopy procentowe o 0,1 proc. To śmieszne. Za to Skarb Państwa dostałby w plecy: straciłby te 400 mln zł.”

	<p>„Martwię się oznakami głębokiego niezrozumienia, tendencyjności i złej woli ze strony ekonomistów, którzy są zbliżeni do RPP.”</p> <p>„Reakcje na program gospodarczy są następujące: brak zrozumienia, tendencyjność, zła wola, a także poważne błędy warsztatowe.”</p> <p>„Oczywiście, NBP ma prawo obniżyć stopy rezerw obowiązkowych, nie musi nikogo o to pytać. Tylko to oznacza, że w ręku NBP leży potężny instrument fiskalny, bo w ten sposób bank obniży dochody państwa o 800-900 mln zł.”</p>
ISB, 28.02	<p>„Opinia prezesa Balcerowicza jest do użytku wewnętrznego, poufna i nie zamierzam też publicznie mówić jaka jest jej treść. Była to ocena nie pozbawiona elementów krytycznych, w których mówi się o różnych zagrożeniach, o różnych niepokojach, które ja traktuję jako początek dyskusji.”</p> <p>„Elementy tej oceny wychodzą na jaw w wypowiedziach prezesa NBP Leszka Balcerowicza i członka RPP Bogusława Grabowskiego.”</p> <p>„Z każdym dniem jestem bardziej przekonany, że budżet będzie wykonywany. [...] Ten budżet jest budżetem ostrożnym, tylko w czasie prac w Sejmie mi go trochę pokieroszowano, VAT na budownictwo mi wyprowadzono.”</p> <p>„Można np. obniżyć skokowo poziom rezerw obowiązkowych, to oznacza uszczerbek dla budżetu, oznacza to, że NBP posiada nie tylko środki polityki pieniężnej, ale też fiskalnej, a te decyzje nie są konsultowane.”</p> <p>„Ministerstwo Finansów nie wyklucza kolejnych emisji euroobligacji, ale ich termin zależy od sytuacji na rynkach międzynarodowych, która nie jest ostatnio najlepsza ze względu na sprawę 'Enrona'.”</p> <p>„Wykup obligacji Brady'ego nie jest obecnie atrakcyjny ze względu na ceny.”</p> <p>„Nie możemy wykluczyć, że w latach 2005-2007 będziemy chcieli wykorzystać rynki międzynarodowe dla wygładzenia profilu naszego długu zagranicznego. My zaczynamy się do tego przygotowywać, chcemy żeby na rynku były płynne polskie papiery o różnym terminie zapadalności.”</p>
PAP, 1.03	<p>„Stwierdzeniem tym [że inflacja na koniec roku wyniesie 4 proc.] prezes NBP potwierdził, że widzi przestrzeń dla rozluźnienia polityki pieniężnej.”</p> <p>„Ta przestrzeń dla rozluźnienia polityki pieniężnej istnieje.”</p> <p>„Polityka pieniężna powoduje, że przez siłę złotówki hamuje eksport i staje się kontrproduktywna.”</p> <p>„Obniżka stóp, tak jak założył rząd w budżecie na ten rok, nie spowoduje zakłócenia procesu dezinflacji i nie doprowadzi do wzrostu inflacji.”</p>
Marek Pol, wicepremier, minister infrastruktury;	
PAP, 14.02	<p>„Oceniamy, że kredyty mieszkaniowe, co najmniej z 20-letnim okresem spłaty, będą miały stałe oprocentowanie 8,5 proc. Ten program [subsydiowanego kredytu] może dać impuls do wzrostu nie tylko budownictwu, ale całej polskiej gospodarce.”</p> <p>„Na wypadek gdyby okazało się, że płynność polskich banków nie jest wystarczająca, na temat ewentualnego uruchomienia linii kredytowej wspierającej banki rozmawiamy z dużymi zagranicznymi instytucjami finansowymi.”</p>
Reuters, 27.02	<p>„Nie mamy wciąż wystarczającej liczby głosów, ale jestem pewien, że przyszłe decyzje RPP przekonają większość [posłów] aby wesprzeć zmiany w ustawie o banku centralnym.”</p>
Zbigniew Kuźmiuk, przewodniczący klubu PSL	
interia.pl, 14.02	<p>„Powiem bardzo wyraźnie, choć tego nie uzgadniałem z klubem. Naszym zdaniem, jeżeli polscy negocjatorzy gdzieś na jesieni wynegocjowaliby i zgodzili się na 25-procentowe dopłaty w roku 2004 i po pięć procent w latach kolejnych, to będzie to ostatni dzień przebywania PSL w tej koalicji rządzącej.”</p> <p>„Dyskutujemy właśnie program gospodarczy, który jest oparty na radykalnej zmianie polityki pieniężnej. Fundamentalnym pytaniem jest, jaka jest szansa na realizację tego programu w sytuacji, kiedy RPP nie obniża stóp. PSL zwróci się z pytaniem, czy rząd jest gotów wesprzeć ideę zmiany w ustawie o NBP.”</p>
PAP, 27.02	<p>„Rząd może zrealizować program tylko odzyskując wpływ na politykę pieniężną i kursową”.</p> <p>„RPP nie zamierza odejść od restrykcyjnej polityki monetarnej, prowadzi obłądną politykę kursową, a rząd na to pozwala”</p>
Jarosław Kalinowski, wicepremier, minister rolnictwa;	
PAP, 18.02	<p>„Jeżeli od pierwszego roku miałyby być niepelne płatności, to muszą być one rekompensowane w inny sposób.”</p> <p>„W stanowisku rządu podkreślaliśmy, że jeżeli mają być zachowane warunki konkurencji na jednolitym rynku, to musimy się zastanowić nad pewnymi działaniami, które pozwolą zachować naszemu rolnictwu konkurencyjność, mówiliśmy ewentualnie o zawieszeniu negocjacji dotyczących dalszej liberalizacji handlu.”</p> <p>„Tuż po opublikowaniu propozycji przez Komisję Europejską rząd wyraźnie wskazał, że propozycja 25 proc. dopłat łączona z 10-letnim okresem przejściowym jest dla nas nie do przyjęcia. [...] W stanowisku naszego stronnictwa, przedstawionym w sobotę, może nie idziemy dalej, ale mówimy o tym bardziej pryncypialnie.”</p>
Leszek Miller, premier;	
PAP, 21.02	<p>„Od decyzji tego gremium [RPP] zależeć będzie tempo w jakim będziemy wychodzić z bezrobocia, rozwijać gospodarkę, tworzyć dobre warunki dla działalności polskich eksporterów, a także tworzyć warunki dla realizacji naszego programu. Liczymy tutaj na zrozumienie i wsparcie ze strony RPP.”</p>
Reuters, 24.02	<p>„Projekty leżą na razie w Sejmie. W SLD są w tej sprawie różne poglądy. Opinia w jedną lub w drugą stronę może się przychylić po kolejnych posiedzeniach RPP. Na pewno to najbliższe posiedzenie będzie miało znaczenie dla tej dyskusji.”</p> <p>„Liczę, że Rada otworzy oczy na to co się dzieje, na takie bezrobocie, i będzie działać na rzecz obniżenia kredytów, poprawy sytuacji eksporterów i zmiany kursu tak, żeby gospodarka nabrała impulsów wzrostowych.”</p>
Reuters, 27.02	<p>„W sytuacji, w której wzrost gospodarczy wygasa, w której rośnie bezrobocie i w której polscy eksporterzy mają coraz większe problemy wynikające z kursu złotego, decyzja RPP jest rozczarowująca.”</p> <p>„Odnoszę wrażenie, że polityczna część RPP niezależnie od tego co się stanie zamierza działać na zasadzie im gorzej, tym lepiej.”</p>
PAP, 28.02	<p>„Przejrzałem ten projekt [rezolucji], są tam sformułowania, pod którymi rząd może się podpisać.”</p> <p>„Warto przypomnieć sobie, że część Rady została wyłoniona przez większość parlamentarną z ubiegłej kadencji i reprezentuje tamtą większość parlamentarną, której społeczeństwo odmówiło poparcia i której program gospodarczy zbankrutował.”</p> <p>„Jeśli Sejm przyjmie uchwałę, to RPP będzie miała o czym myśleć. Sejm poprzez uchwałę nikomu nie grozi, ale ma prawo zająć w stanowisko w każdej sprawie.”</p> <p>„Na razie nowelizacja ustawy o NBP nie stoi na porządku dnia rządu.”</p>
Janusz Lisak, przewodniczący klubu UP	
Gazeta Wyborcza, 28.02	<p>„Nie będziemy tolerować sytuacji, gdy błędna polityka NBP rujnuje naszą ojczyznę i utrzymuje polskie rodziny na krawędzi nędzy, generuje miliony bezrobotnych, podcina gałęzie gospodarki”</p>

## Monitor rynku

- Popyt na obligacje umacnia złotego
- W najbliższym czasie złoty raczej pozostanie stabilny
- Od maja-czerwca możliwa deprecjacja
- Niedźwiedzie nadchodzą

### Popyt na obligacje umacnia złotego

Po osłabieniu złotego, które było skutkiem wypowiedzi ministra finansów Marka Belki z 6 lutego o możliwości dewaluacji polskiej waluty przed przystąpieniem naszego kraju do mechanizmu walutowego ERM2 (stosowanego w okresie przejściowym przed wejściem do strefy euro), nastąpiło odbicie i powrót z poziomów 4,29 PLN za USD i 3,73 PLN za EUR w kierunku odpowiednio 4,15 i 3,60. Po przejściowym osłabieniu do 4,24 w stosunku do dolara i 3,68 wobec euro, w rezultacie głębszego niż oczekiwano na rynku deficytu obrotów bieżących w styczniu, złoty systematycznie się umacniał, gdyż inwestorzy zagraniczni mieli duże apetyty na polskie obligacje podczas przetargu, który miał miejsce 6 marca. W dniu aukcji za dolara płacono 4,14 zł, a za euro 3,60 zł.

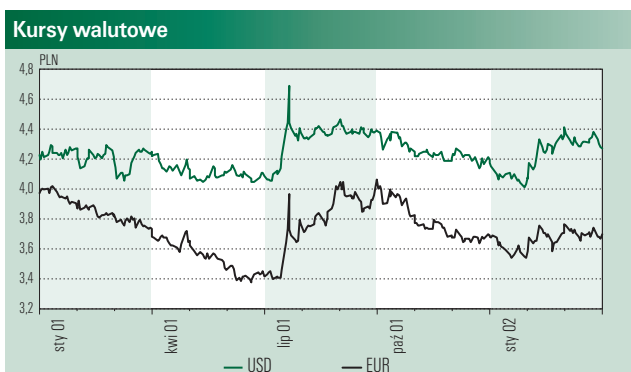
W najbliższym czasie złoty powinien pozostać dość stabilny na zbliżonym do obecnego poziomie w stosunku do dolara i euro (czyli ok. 4,14-4,18 PLN za USD i 3,60-3,65 PLN za EUR). Jednym z głównych czynników podtrzymujących siłę polskiej waluty są nadal wysokie realne stopy procentowe w porównaniu z innymi krajami, oczekiwania dalszego spadku inflacji w II kwartale i oczekiwania obniżki stóp procentowych w marcu-kwietniu. To sprawia, że polskie papiery wartościowe pozostają atrakcyjną lokatą kapitału dla inwestorów zagranicznych. Część inwestorów gra na krzywej dochodowości, finansując kupno obligacji pieniędzmi pożyczanymi na krótkie terminy i rolowanymi, ale duża część po prostu kupuje złotówki za waluty, przyczyniając się do umocnienia waluty. Z drugiej strony tegoroczna ekspansja fiskalna stanowi ryzyko makroekonomiczne dla

naszej waluty w perspektywie średniookresowej. Ponadto mamy do czynienia z bardzo silną presją polityczną na osłabienie złotego. Wydaje się, że czynniki powodujące utrzymywanie siły złotego będą przeważały tak długo, jak długo Rada Polityki Pieniężnej będzie utrzymywała wysokie stopy procentowe. Jeśli nic nie zmieni się w funkcjonowaniu RPP (a nie jest to całkowicie pewne, jako że wygląda na to, iż właśnie rozpoczyna się kolejna faza wojny rządu z Radą), to najwcześniejszym terminem, w którym RPP mogłaby obniżyć stopy, powinien być maj-czerwiec. A ponieważ najprawdopodobniej byłaby to już ostatnia obniżka stóp w całym cyklu poluzowywania polityki monetarnej, począwszy od maja-czerwca spodziewamy się stopniowej deprecjacji złotego.

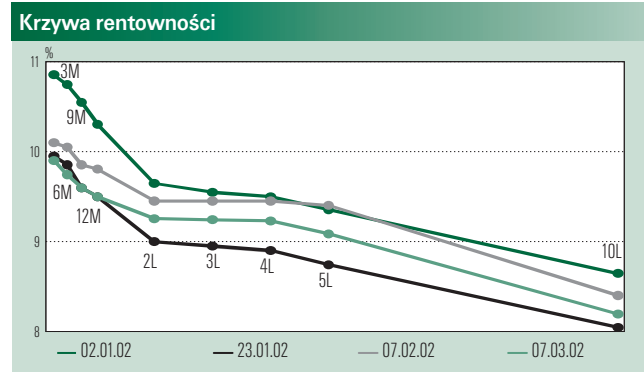
### Niedźwiedzie nadchodzą

Na początku 2002 r. krzywa rentowności była na poziomie nieco poniżej 11 proc. na krótkim końcu, około 10,3 proc. w roku, 9,65 proc. w terminie 2 lata, 9,35 proc. w terminie 5 lat i 8,65 proc. na długim końcu (10 lat). W styczniu silne oczekiwania rynku na redukcję stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej przesuwały krzywą rentowności w dół. Najniższy poziom osiągnięty został 23 stycznia, niedługo przed posiedzeniem RPP. Krótki koniec znalazł się wówczas poniżej 10 proc., rok na poziomie 9,5 proc., 2 lata – 9 proc., 5 lat – 8,75 proc. i 10 lat – 8 proc. Później krzywa rentowności zaczęła się podnosić i wyplaszczać przy nieznacznie rosnących rentownościach bonów i znacznej korekcie w sektorze obligacji, co było związane ze zmianą oczekiwań rynku co do dalszych obniżek stóp procentowych – znacznie zmniejszył się przewidywany zakres redukcji stóp, a moment kolejnej obniżki przesunął się w dalszą przyszłość. W wyniku tych ruchów na początku lutego krzywa w sektorze 2-5 lat podeszła pod 9,5 proc. i była niemal idealnie płaska.

Mimo bardzo dużej podaży obligacji skarbowych na tegorocznych przetargach, na rynku znajduje się na nie spory popyt, co zbija rentowności. Inwestorzy, szczególnie ci zagraniczni antycypują rychłą i stosunkowo głęboką obniżkę



Źródło: BZ WBK

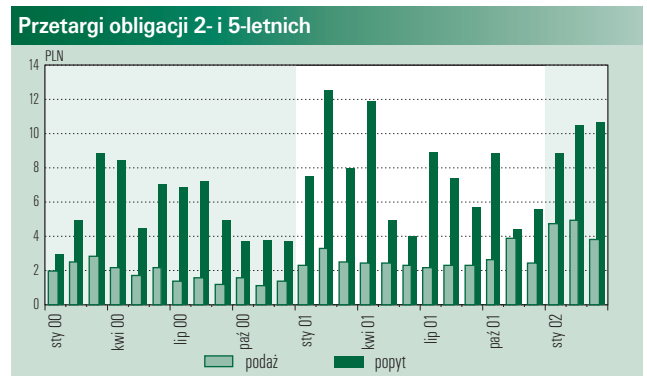


Źródło: BZ WBK

stóp (konsensus w Londynie wskazuje na cięcie o około 200 pb. w pierwszej połowie roku). W rezultacie, po marcowej aukcji krzywa znajdowała się około 20-30 pb. niżej niż miesiąc temu i na całej swej długości przyjęła nachylenie ujemne.

Duży apetyt na obligacje nie zaskoczył nas, gdyż sądzimy, że inflacja spadnie przejściowo poniżej 3 proc. w drugim kwartale br., co umożliwi ostatnie już znaczne zyski na rynku obligacji w Polsce, zanim zaczną na nim królować „niedźwiedzie”, symbole bessy.

Wielu prognostów wciąż oczekuje, że wzrost gospodarczy w Polsce będzie około zera lub ujemny, przynajmniej w pierwszej połowie 2002. Nie zgadzamy się z tym, spodziewamy się ożywienia i prawie 2 proc. wzrostu za cały rok. Danych sugerujących ożywienie nie można przegapić, są jak słoń stojący na środku drogi. Prawie każdego dnia podajemy w „Codzienniku” nowe informacje potwierdzające nasz scenariusz ożywienia. „Byki” na rynku obligacji mogą zatem spać spokojnie jeszcze przez następne trzy miesiące ze względu na oczekiwany spadek inflacji poniżej 3 proc. w maju. Jednak w drugiej połowie tego roku nadejdą „niedźwiedzie”. A będą to polarne niedźwiedzie, cieszące się długą, polarną zimą na rynku polskich obligacji.



Źródło: BZ WBK

Oferta bonów skarbowych w marcu					mln zł
Data przetargu	13-tyg.	26-tyg.	52-tyg.	Suma	
04.03.2002	-	400	800	1200	
11.03.2002	-	300	900	1200	
28.03.2002	-	200	1000	1200	
25.03.2002	100	-	1300	1400	
29.03.2002	100	-	1000	1100	
<b>Suma</b>	<b>200</b>	<b>900</b>	<b>5000</b>	<b>6100</b>	

Źródło: Ministerstwo Finansów

**Przetargi obligacji skarbowych w 2002 r.**

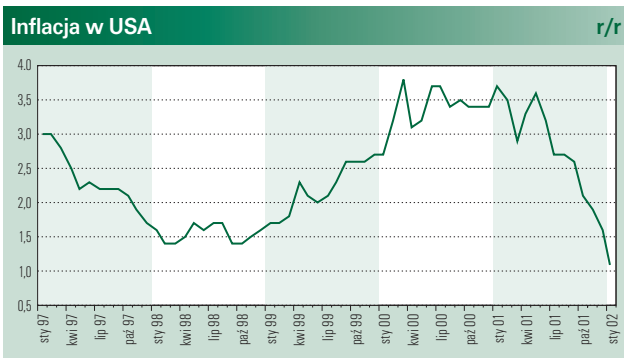
miesiąc	I przetarg				II przetarg			
	data	obligacje	sprzedaż (mln zł)	obligacje	sprzedaż (mln zł)	data	obligacje	sprzedaż (mln zł)
styczeń	09.01	OK1203	2 800	PS1106	1 900	16.01	DS1110	1 800
luty	06.02	OK1203	2 000	PS1106	2 900	13.02	DZ0811	495,5
marzec	06.03	OK1203	2 000	PS1106	1 800	20.03	DS1110	-
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

## Przegląd międzynarodowy

- Gospodarka USA powoli wychodzi z recesji
- ECB nadal czeka
- Niemiecka gospodarka nadal w recesji...
- ... ale indeks IFO wzrósł po raz czwarty z rzędu, wskazując na nadchodzące ożywienie
- Rosną wskaźniki aktywności w USA i strefie euro

Inflacja w USA wyniosła w styczniu 0,2 proc. m/m i był to pierwszy wzrost cen po trzech miesiącach deflacji. Główną przyczyną tego wzrostu były wyższe ceny energii. W ujęciu rocznym inflacja spadła natomiast do 1,1 proc. z 1,6 proc. w grudniu. Inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i paliw wyniosła 0,2 proc. m/m i 2,6 proc. r/r. Dane te były zgodne z oczekiwaniami.



Źródło: Reuters

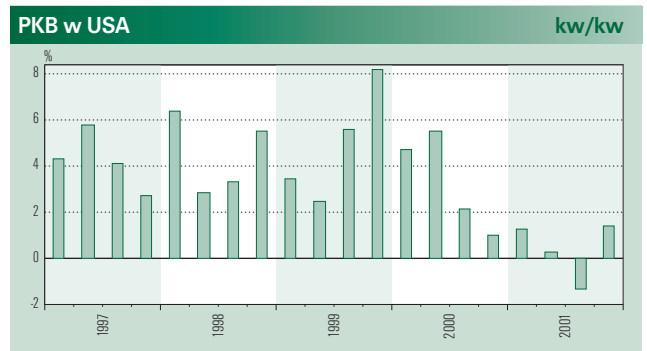
Produkcja przemysłowa w USA spadła w styczniu o 0,1 proc. po spadku o 0,3 proc. w grudniu. Wykorzystanie mocy produkcyjnych amerykańskich zmniejszyło się do 74,2 proc. z 74,4 proc. przed miesiącem.

W ostatnim kwartale 2001 r. wydajność pracy w USA wzrosła o 3,5 proc. po wzroście o 1,1 proc. w III kwartale. Dane te były lepsze niż oczekiwano – analitycy prognozowali poprawę o 2,9 proc. W całym 2001 r. wzrost wydajności wyniósł 1,8 proc. i był najmniejszy od 1995 r. Z kolei jednostkowe koszty pracy zwiększyły się w ubiegłym roku o 3,9 proc., najbardziej od 1990 r.

Szef Fed Alan Greenspan w swoim wystąpieniu zasugerował, że gospodarka USA wychodzi z recesji, choć dynamika ożywienia będzie wolniejsza niż w przypadku poprzednich amerykańskich recesji.

Wzrost PKB w USA był w IV kwartale 2001 r. znacznie lepszy niż wskazywały na to pierwotne szacunki – wyniósł 1,4 proc. kw/kw, a nie 0,2 proc. W III kwartale zanotowano spadek o 1,3 proc. kw/kw. Dane te stanowią potwierdzenie wypowiedzi Alana Greenspana, że recesja już się skończyła.

Wzrost gospodarczy napędzają głównie wydatki rządowe i konsumenckie. Wydatki Amerykanów wzrosły o 6 proc., najbardziej od II kwartału 1998 roku. Wzrost PKB za cały 2001 rok został skorygowany w górę z 1,1 proc. na 1,2 proc.



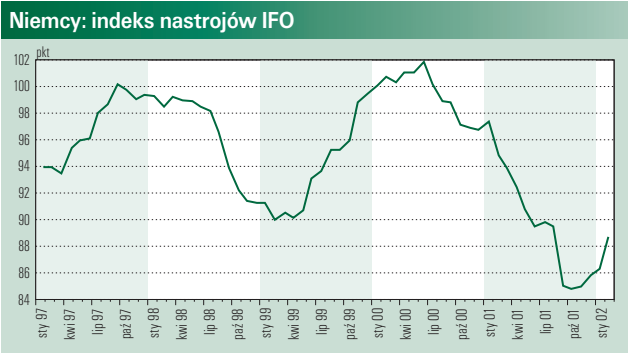
Źródło: Reuters

Sprzedaż detaliczna w USA spadła w styczniu o 0,1 proc., głównie z powodu spadku liczby kupowanych samochodów. Z wyłączeniem sektora motoryzacyjnego nastąpił wzrost sprzedaży o 1,2 proc., największy od marca ubiegłego roku, przede wszystkim ze względu na wyższe ceny paliw – sprzedaż na stacjach benzynowych wzrosła dzięki temu aż o 5,1 proc. Dane grudniowe skorygowano w górę z -0,1 proc. do +0,2 proc. (+0,7 proc. po odliczeniu samochodów). Dane okazały się lepsze niż oczekiwano – prognozy wynosiły średnio 0,3 proc. spadku całkowitej sprzedaży detalicznej i 0,6 proc. wzrostu poza sektorem motoryzacyjnym.

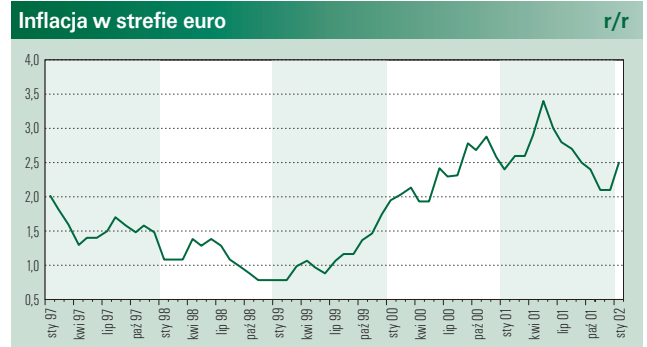
Europejski Bank Centralny poinformował, że będzie nadal utrzymywał swoje „wyczekujące” stanowisko w kwestii stóp procentowych i ocenił, że znajdują się one obecnie na właściwym poziomie. Ponadto ECB podtrzymał średniookresową prognozę, zgodnie z którą nastąpi stabilizacja cen.

Niemiecka gospodarka zanotowała w IV kwartale 2001 r. spadek o 0,3 proc. kw/kw oraz o 0,1 proc. r/r. Był to pierwszy spadek PKB w ujęciu rocznym od początku 1996 r. Dane te potwierdzają, że Niemcy pozostają w fazie recesji (w II kwartale 2001 wzrost PKB był około zera, w III kwartale nastąpił spadek o 0,2 proc. kw/kw). W całym 2001 r. PKB Niemiec wzrósł o 0,6 proc.

Indeks IFO, obrazujący poziom nastrojów w gospodarce niemieckiej, wzrósł w lutym do 88,7 pkt proc. z 86,2 pkt w styczniu. Był to czwarty wzrost z rzędu (od poziomu 84,7 pkt w październiku 2001), dużo większy niż się spodziewano na rynku – prognozy mówiły o 87,3 pkt. Szczególnie istotna jest poprawa oczekiwań na przyszłość – wskaźnik dotyczący tego składnika znacznie wzrósł – do 101,0 z 94,8 pkt. Sygnalizuje to, iż początek ożywienia gospodarki niemieckiej powinien nastąpić w najbliższej przyszłości. Póki co jednak, aktualna sytuacja panująca na rynku



Źródło: Reuters



Źródło: Reuters

jest oceniana gorzej przez niemieckich przedsiębiorców – wskaźnik bieżących ocen spadł do 76,8 z 78,0 pkt. Dane te potwierdzają tezę głoszoną przez przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego, że obecnie mamy do czynienia z dnem cyklu koniunkturalnego w gospodarce europejskiej i wkrótce nadejdą lepsze czasy. Wydaje się zatem, że ECB nie będzie skłonny do zmian stóp procentowych (obecnie stopa refinansowa wynosi 3,25 proc.). Poprawa nastrojów w największej gospodarce strefy euro, jaką są Niemcy, to również pozytywny sygnał dla Polski. Oznacza to bowiem wzrost popytu zagranicznego i lepsze możliwości dla polskich eksporterów.

Według wstępnych danych PKB Francji spadł w ostatnim kwartale 2001 r. o 0,1 proc. kw/kw i był to pierwszy spadek od pięciu lat. Natomiast w ujęciu rocznym nastąpił wzrost o 1,0 proc. W całym 2001 roku tempo wzrostu gospodarczego Francji zmniejszyło się do 2,0 proc. z 3,6 proc. w 2000 r.

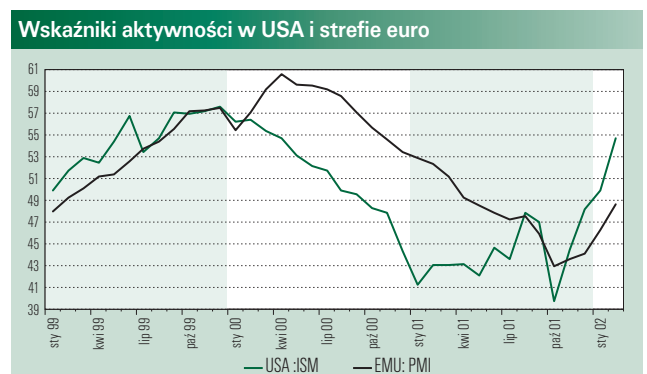
Produkcja przemysłowa w strefie euro wzrosła w grudniu o 0,8 proc. m/m i spadła o 4,1 proc. r/r. Był to pierwszy wzrost w ujęciu miesięcznym od sierpnia 2001.

Podaż pieniądza M3 w strefie euro wykazała w styczniu wzrost 7,9 proc. r/r wobec 8,0 proc. w grudniu. Średnia trzymiesięczna wzrosła do 8,0 proc. z 7,8 proc. przed miesiącem. Tempo wzrostu podaży pieniądza jest co prawda znacznie wyższe od 4,5 proc. r/r, uważanych przez ECB za poziom nie powodujący wzrostu presji cenowej, jednak w ostatnim czasie przedstawiciele ECB mówili, że obecnie dane są zniekształcone przez silny napływ inwestycji portfelowych w wyniku niepewnej sytuacji gospodarczej na świecie.

Stycynową inflację w strefie euro skorygowano do 2,7 proc. r/r z 2,5 proc. poprzednio szacowanych. Eurostat ocenia, że zmiana walut krajów dwunastki na euro miała na inflację wpływ rzędu 0,0-0,16 proc. licząc miesiąca do miesiąca. Natomiast inne czynniki, takie jak przeliczenie cen artykułów spożywczych czy akcyzy na papierosy, mogły podwyższyć inflację o około 0,34 proc.

W lutym indeks aktywności sektorów wytwórczych strefy euro PMI wzrósł czwarty miesiąc z rzędu do 48,6 pkt z 46,3 pkt w styczniu, osiągając poziom najwyższy od 10 miesięcy. Wzrost był silniejszy od oczekiwanego (47,2 pkt). Takie wyniki wskazują, że strefa euro jest bliska wyjścia z recesji. Wzrost indeksu wynikał ze wzrostu produkcji i zamówień, jednak dalszy spadek zatrudnienia i słaba rentowność nie pozwoliły na przekroczenie poziomu 50 pkt proc. oddzielającego wzrost aktywności od jej spadku. Natomiast indeks PMI dla największej gospodarki strefy euro – Niemiec przekroczył ten poziom i wyniósł w lutym 50,8 pkt wobec 46,7 pkt miesiąc wcześniej.

W Stanach Zjednoczonych indeks aktywności ISM (wcześniej NAPM) również wzrósł silniej niż oczekiwano, a ponadto przekroczył krytyczny poziom 50 pkt proc. W lutym indeks ISM wyniósł 54,7 pkt wobec 49,9 pkt w styczniu i oczekiwań na poziomie 50,9 pkt. Luty był pierwszym miesiącem wzrostu aktywności w USA po 18 miesiącach spadków.



Źródło: Reuters

**Najważniejsze wydarzenia i wskaźniki w tym miesiącu**

<i>Poniedziałek</i>	<i>Wtorek</i>	<i>Środa</i>	<i>Czwartek</i>	<i>Piątek</i>
<b>4 marca</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (1,2 mld PLN) EMU: Ceny producenta (sty) EMU: Nastroje w gospodarce (lut)	<b>5</b> EMU: Bezrobocie (sty) EMU: Koniunktura (lut)	<b>6</b> POL: Przetarg obligacji OK1203 i PS 1106 (2,0 i 1,8 mld PLN) GER: Zamówienia w przemyśle (sty) GER: Bezrobocie (lut) USA: Zamówienia w przemyśle (sty)	<b>7</b> EMU: Posiedzenie ECB	<b>8</b> POL: Ceny żywności (II poł. lut) ITA: PKB (IV kw.) USA: Bezrobocie (lut)
<b>11</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (1,2 mld PLN)	<b>12</b> FRA: Inflacja wstępna (lut) EMU: PKB (IV kw.)	<b>13</b> POL: Przetarg obligacji DS1110 USA: Sprzedaż detaliczna (lut)	<b>14</b> POL: Płace i zatrudnienie (lut) POL: Podaż pieniądza (lut) FRA: Produkcja przemysłowa (sty) ITA: Produkcja przemysłowa (sty)	<b>15</b> POL: Inflacja (lut, sty) POL: Deficyt budżetu (lut) ITA: Inflacja finalna (lut) USA: Ceny producenta (lut) USA: Produkcja przemysłowa (lut)
<b>18</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (1,2 mld PLN) POL: Produkcja przemysłowa (lut) POL: Ceny producenta (lut) EMU: Inflacja finalna (lut)	<b>19</b> USA: Posiedzenie Fed USA: Handel zagraniczny (sty)	<b>20</b> POL: Koniunktura (mar) POL: Bezrobocie (lut) POL: Przetarg obligacji DS1110	<b>21</b> USA: Inflacja (lut)	<b>22</b> FRA: Inflacja finalna (lut) EMU: Handel zagraniczny (sty)
<b>25</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (1,4 mld PLN)	<b>26</b> POL: Posiedzenie RPP GER: Nastroje w biznesie IFO (mar)	<b>27</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja) POL: Ceny żywności (I poł. mar) EMU: Produkcja przemysłowa (sty)	<b>28</b> POL: Bilans płatniczy (lut) EMU: Podaż pieniądza (lut) USA: PKB (IV kw.) GER: Produkcja przemysłowa (sty)	<b>29</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (1,1 mld PLN)

Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters

**Terminarz publikacji danych w 2002 roku**

	Sty	Lut	Mar	Kwi	Maj	Cze	Lip	Sie	Wrz	Paź	Lis	Gru
Posiedzenie RPP	29-30	26-27	26-27	23-24 <sup>a</sup>	28-29 <sup>a</sup>	25-26 <sup>a</sup>	30-31 <sup>a</sup>	27-28 <sup>a</sup>	24-25 <sup>a</sup>	29-30 <sup>a</sup>	26-27 <sup>a</sup>	17-18 <sup>a</sup>
Inflacja	15	15 <sup>b</sup>	15 <sup>c</sup>	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	28	30	29	28	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	12	14	14	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	5	7	7	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	7 <sup>d</sup> i 21 <sup>e</sup>	20	20	18	21	19	18	22	19	18	21	19
Ceny żywności, 1-15	-	8 <sup>e</sup> i 27 <sup>f</sup>	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) wg wstępnego harmonogramu, b) dane wstępne; c) dane ostateczne (styczeń, luty); d) za grudzień 2001; e) za styczeń 2002; f) za luty 2002

Źródło: GUS, NBP



**Wskaźniki miesięczne**

	jednostka	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	mar-02
PKB	proc. r/r	x	x	2,3	x	x	0,9	x	x	0,8	x	x	0,6	x	<i>progniza</i> x	1,5
Produkcja przemysłowa	proc. r/r	10,1	0,1	2,9	3,6	-0,9	-4,8	1,1	0,7	-3,8	1,4	-0,6	-4,8	-1,4	-0,7	-4,4
Sprzedaż detaliczna ***	proc. r/r	10,9	-0,2	0,1	1,9	4,3	0,2	1,5	3,0	1,3	5,8	2,4	2,4	4,7	x	x
Stopa bezrobocia	proc.	15,7	15,9	16,1	16,0	15,9	15,9	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	17,4	18,0	18,3	18,5
Płaca brutto**	proc. r/r	9,9	7,7	7,9	5,2	8,8	4,9	8,0	6,9	6,2	7,8	6,6	5,3	5,2	5,0	5,0
Eksport (wg NBP)	mln USD	2 430	2 392	2 614	2 559	2 472	2 477	2 556	2 616	2 287	2 778	2 555	2 546	2 348	2 360	2 596
Import (wg NBP)	mln USD	3 946	3 116	3 522	3 269	3 638	3 379	3 382	3 635	3 176	3 953	3 509	3 436	3 455	3 937	3 377
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-1 516	-724	-908	-710	-1 166	-902	-826	-1 019	-889	-1 175	-954	-890	-1 107	-577	-782
Rachunek bieżący	mln USD	-956	-463	-751	-520	-737	-948	-287	-354	-304	-838	-417	-500	-826	-215	-452
Deficyt budżetowy	mld PLN	-5,1	-12,0	-15,1	-18,4	-20,4	-18,7	-19,4	-21,0	-21,8	-24,6	-27,7	-32,6	-6,9	-14,0	-19,0
Inflacja	proc. r/r	7,4	6,6	6,2	6,6	6,9	6,2	5,2	5,1	4,3	4,0	3,6	3,6	3,5	3,7	3,6
Ceny produkcji	proc. r/r	4,7	4,1	3,8	3,4	2,3	0,9	0,6	1,0	0,7	-0,5	-1,0	-0,4	0,0	0,5	1,1
Podaż pieniądza	proc. r/r	14,6	14,6	14,9	14,0	13,5	8,0	13,5	14,6	14,3	13,0	12,1	13,6	12,3	11,7	10,1
Depozyty	proc. r/r	17,5	17,1	16,8	16,1	15,5	9,1	15,4	16,3	15,5	13,7	12,4	13,8	12,0	11,2	9,5
Kredyty	proc. r/r	16,1	15,6	14,6	12,7	11,3	5,0	11,6	11,7	10,7	8,7	8,4	7,2	7,3	7,6	7,7
USD/PLN	PLN	4,1108	4,0925	4,0599	4,0175	3,9807	3,9705	4,1859	4,2459	4,2185	4,1332	4,0943	4,0144	4,0609	4,1867	4,19
EUR/PLN	PLN	3,8648	3,7689	3,6952	3,5904	3,4856	3,3894	3,5998	3,8218	3,8450	3,7425	3,6389	3,5829	3,5896	3,6427	3,65
Stopa interwencyjna*	proc.	19,00	19,00	17,00	17,00	17,00	15,50	15,50	14,50	14,50	13,00	11,50	11,50	10,00	10,00	10,00
WIBOR 3M	proc.	18,97	18,61	18,01	17,17	17,22	16,88	16,01	15,35	14,73	14,01	13,91	12,29	11,04	10,60	10,10
Stopa lombardowa*	proc.	23,00	23,00	21,00	21,00	21,00	19,50	19,50	18,50	18,50	17,00	15,50	15,50	13,50	13,50	13,50
Rentowność bonów 52-tyg.	proc.	17,23	16,97	16,85	15,80	15,67	15,61	15,38	14,61	14,01	12,64	11,80	10,66	9,62	9,68	9,45
Rentowność obligacji 2L	proc.	15,68	15,48	15,60	14,59	14,92	15,22	15,13	14,40	13,57	11,36	11,00	10,70	9,11	9,37	9,10
Rentowność obligacji 5L	proc.	13,08	12,92	13,33	13,47	13,38	13,29	13,85	13,50	12,92	11,32	10,13	9,91	8,91	9,26	8,90
Rentowność obligacji 10L	proc.	10,44	10,23	10,68	10,61	11,30	11,74	11,87	11,97	11,57	10,31	9,19	8,92	8,25	8,34	8,15

\* stan na koniec okresu \*\* w sektorze przedsiębiorstw \*\*\* nominalnie

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

**Wskaźniki kwartalne i roczne**

	jednostka	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	I kw. 2001	II kw. 2001	III kw. 2001	IV kw. 2001	I kw. 2002	II kw. 2002
							<i>prognoza</i>						<i>prognoza</i>	
PKB	proc. r/r	6,8	4,8	4,1	4,0	1,1	1,9	3,5	2,3	0,9	0,8	0,6	1,5	1,0
Produkcja przemysłowa	proc. r/r	11,5	3,5	3,6	6,8	-0,2	2,4	3,4	4,1	-0,9	-1,2	-2,3	-2,1	0,6
Sprzedaż detaliczna realnie	proc. r/r	6,8	2,6	4,0	1,0	0,4	x	x	-3,1	-0,2	1,2	3,5	x	x
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	2,0
Eksport (wg NBP)	mIn USD	27 229	30 122	26 347	28 256	30 282	32 260	34 000	7 436	7 508	7 459	7 879	7 300	7 574
Import (wg NBP)	mIn USD	38 549	43 842	40 727	41 424	41 961	44 270	47 000	10 584	10 286	10 193	10 898	9 770	10 528
Bilans handlowy (wg NBP)	mIn USD	-11 320	-13 720	-14 380	-13 168	-11 679	-12 100	-13 000	-3 148	-2 778	-2 734	-3 019	-2 460	-2 955
Rachunek bieżący	mIn USD	-4 309	-6 862	-11 558	-9 946	-7 035	-8 016	-9 150	-2 170	-2 205	-945	-1 715	-1 851	-1 559
Rachunek bieżący	proc. PKB	-3,0	-4,3	-7,4	-6,3	-4,0	-4,4	-5,0	-4,9	-5,2	-4,2	-4,0	-3,8	-3,5
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-5,9	-13,2	-12,5	-15,4	-32,6	-40,0	-42,0	-15,0	-18,8	-21,9	-32,6	-20,0	-28,0
Deficyt budżetowy*	% PKB	-1,2	-2,4	-2,0	-2,2	-4,5	-5,2	-5,1	x	x	x	x	x	x
Inflacja	proc. r/r	14,9	11,8	7,3	10,1	5,5	3,6	4,5	6,7	6,6	4,9	3,8	3,6	2,9
Inflacja*	proc. r/r	13,2	8,6	9,8	8,5	3,6	4,8	4,0	6,2	6,2	4,3	3,7	3,6	2,8
Ceny produkcji	proc. r/r	12,2	7,3	5,7	7,8	1,6	1,5	2,5	4,2	2,2	0,8	-0,6	1,0	1,9
Podaż pieniądza	proc. r/r	30,3	25,8	23,2	14,9	13,4	8,9	11,0	14,7	11,8	14,1	12,9	11,4	9,7
Depozyty	proc. r/r	33,0	28,8	24,7	17,0	14,9	8,7	10,5	17,1	13,6	15,7	13,3	10,9	9,2
Kredyty	proc. r/r	44,6	29,3	28,3	23,0	11,1	9,4	15,0	15,4	9,7	11,3	8,1	7,5	8,3
USD/PLN	PLN	3,2808	3,4937	3,9675	4,3465	4,0939	4,23	4,50	4,0876	3,9895	4,2168	4,0805	4,15	4,23
EUR/PLN	PLN	3,7055	3,9231	4,2270	4,0110	3,6685	3,75	4,00	3,7765	3,4884	3,7551	3,6549	3,62	3,72
Stopa interwencyjna*	proc.	23,50	15,50	16,50	19,00	11,50	9,00	9,00	18,00	15,50	14,50	11,50	10,00	9,00
WIBOR 3M	proc.	23,93	21,34	14,73	18,78	16,08	9,56	9,20	18,53	17,09	15,37	13,45	10,45	9,40
Stopa lombardowa*	proc.	27,00	20,00	20,50	23,00	15,50	12,50	12,00	22,00	19,50	18,50	15,50	13,50	12,50
Rentowność bonów 52-tyg.	proc.	23,44	18,59	12,95	17,77	14,77	9,40	9,20	17,02	15,70	14,67	11,72	9,60	9,30
Rentowność obligacji 2L	proc.	23,47	18,08	12,41	17,37	13,91	8,70	8,60	15,59	14,91	14,37	10,83	9,20	8,60
Rentowność obligacji 5L	proc.	21,03	15,83	10,87	14,00	12,59	8,60	8,50	13,12	13,38	13,43	10,45	9,05	8,50
Rentowność obligacji 10L	proc.	x	x	9,60	11,79	10,74	7,90	7,80	10,46	11,22	11,81	9,48	8,25	7,80

\* stan na koniec okresu

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK



Bank Zachodni WBK S.A.

## PION SKARBU

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 8.3.2002, zostało przygotowane przez:

## ZESPÓŁ ANALIZ EKONOMICZNYCH

**Krzysztof Rybiński** – Główny Ekonomista Banku

tel. 0 22 653 46 63

e-mail: [krzysztof.rybinski@bzwbk.pl](mailto: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](mailto: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
Żaneta Czerniak	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
Piotr Żagań	0 22 653 46 66

### 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
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 BZ WBK S.A. nie może być przedrukowywany, powielany lub w jakikolwiek inny sposób rozpowszechniany. Niniejszy biuletyn został zatwierdzony do druku przez Pion Skarbu BZ WBK S.A.

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



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group