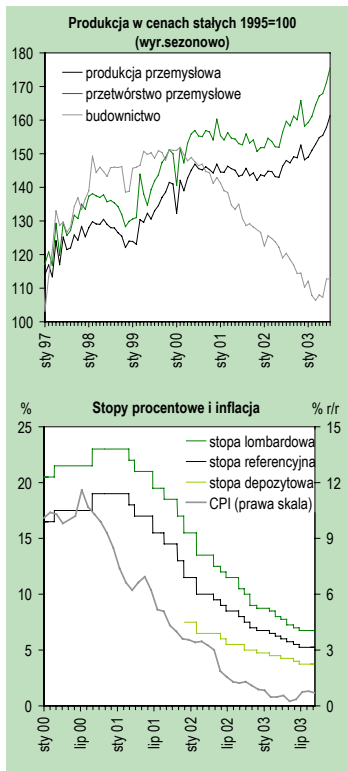


# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Wrzesień 2003



### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<b>Ocena projektu budżetu</b>	
Gospodarka Polski	8
Pod lupą: Bank centralny	13
Pod lupą: Rząd i polityka	19
Monitor rynku	23
Przegląd międzynarodowy	25
Kalendarz makroekonomiczny	27
Dane i prognozy ekonomiczne	28

**Maciej Reluga**  
Główny ekonomista  
(22) 586 8363

**Piotr Bielski**  
(22) 586 8333  
**Piotr Bujak**  
(22) 586 8341  
**Aleksander Krzyżaniak**  
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

## Czas wzrostów

■ W uzasadnieniu do ustawy budżetowej czytamy, że „budżet na 2004 r. będzie kolejnym budżetem na rzecz wprowadzenia gospodarki kraju na ścieżkę szybkiego rozwoju”. **Niestety jeśli jest to budżet wzrostu, to przede wszystkim budżet wzrostu deficytu budżetowego, wzrostu potrzeb finansowych państwa, wzrostu długu publicznego, oraz znacznego wzrostu wydatków**, na skalę nieuzasadnioną koniecznością finansowania wydatków związanych z integracją europejską. Choć należy przyznać że przyspieszenie wzrostu gospodarczego również niewątpliwie nastąpi.

■ Według rządu projekt budżetu na przyszły rok jest pierwszym elementem programu naprawy finansów publicznych Polski. Projekt budżetu został przesłany do konsultacji z partnerami społecznymi i rząd przyjmie go ostatecznie 26 lub 27 września. Drugim elementem zmian w finansach publicznych ma być średnioterminowa strategia fiskalna, która miała być przedstawiona 16 września. Chcąc przedstawić ocenę przyszłorocznego budżetu wraz z oceną strategii opóźniliśmy nieco publikację niniejszego raportu. Okazuje się, że nie należało jednak wierzyć przedstawicielom rządu – strategia nie została przedstawiona. W związku z powyższym, w *Temacie miesiąca* oceniamy (negatywnie) tylko projekt budżetu, a na strategię oraz plan racjonalizacji wydatków przyjdzie czas za miesiąc.

■ Większość danych statystycznych opublikowanych w sierpniu potwierdziła trwające „ożywienie z bezrobociem”, które to zjawisko opisywaliśmy w majowym MAKROskopie. Z informacji GUS wynika, że wzrost PKB w II kw. br. przekroczył 3% dzięki ożywieniu działalności inwestycyjnej. Z kolei trzeci kwartał rozpoczął się od bardzo dobrych wyników za lipiec (wysoka dynamika produkcji przemysłu i budownictwa, wysoka sprzedaż detaliczna), sugerujących, że pozytywne tendencje w gospodarce będą kontynuowane. Również badania koniunktury wskazują na dobre nastroje w sierpniu. Dane z rynku pracy (nadal spadający fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw) oraz ze sfery monetarnej (bardzo słaby przyrost podaży pieniądza i kredytów) świadczą o braku presji inflacyjnej ze strony popytowej. Również po stronie podażowej nie widać na razie poważnych zagrożeń (niskie ceny żywności). I rzeczywiście – inflacja utrzymuje się poniżej 1% r/r, a jeśli przekroczy ten poziom na koniec tego roku to tylko minimalnie.

■ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych na sierpniowym posiedzeniu. Nie zmieniamy naszych oczekiwań, że do grudnia nastąpi już tylko jedna obniżka stóp o 25 pb, a kolejne przyjdą dopiero wraz z nową RPP. Nadal wydaje się nam, że wrzesień jest najbardziej prawdopodobnym terminem redukcji stóp procentowych, co otwarcie przyznają członkowie tzw. gołębiej frakcji” w Radzie. Pozostaje pytanie czy prezes NBP zdecyduje się na obniżkę, pomimo wciąż utrzymującej się niepewności fiskalnej.

Na rynku finansowym 29 sierpnia 2003 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	5,14	USDPLN	3,9944
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,83	EURPLN	4,3588
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,43	EURUSD	1,0912

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.09.2003 r.



## Temat miesiąca

### Ocena projektu budżetu

Dziewiątego września Rada Ministrów przyjęła projekt budżetu na przyszły rok. Według rządu jest to pierwszym elementem programu naprawy finansów publicznych Polski. Projekt budżetu został przesłany do konsultacji z partnerami społecznymi i rząd przyjmie go ostatecznie 26 lub 27 września. Drugim elementem zmian w finansach publicznych ma być średnioterminowa strategia fiskalna, która miała być przedstawiona 16 września. Chcąc przedstawić ocenę przyszłorocznego budżetu wraz z oceną strategii opóźniliśmy nieco publikację niniejszego raportu. Okazuje się, że nie należało jednak wierzyć przedstawicielom rządu – strategia nie została przedstawiona. W związku z powyższym, poniżej oceniamy (negatywnie) tylko projekt budżetu, a na strategię oraz plan racjonalizacji wydatków przyjdzie czas za miesiąc.

W uzasadnieniu do ustawy budżetowej czytamy, że „budżet na 2004 r. będzie kolejnym budżetem na rzecz wprowadzenia gospodarki kraju na ścieżkę szybkiego rozwoju”. Niestety jeśli jest to budżet wzrostu, to przede wszystkim budżet wzrostu deficytu budżetowego, wzrostu potrzeb finansowych państwa, wzrostu długu publicznego, oraz znacznego wzrostu wydatków, na skalę nieuzasadnioną koniecznością finansowania wydatków związanych z integracją europejską. Choć należy przyznać że przyspieszenie wzrostu gospodarczego również niewątpliwie nastąpi.

#### Optymistyczne założenia makroekonomiczne

Podobnie jak podczas przygotowywania budżetu tegorocznego, rząd przyjął dość optymistyczne założenia makroekonomiczne na 2004 r. Podobnie jak w projekcie byłego ministra finansów Grzegorza Kołodki wzrost PKB w 2004 r. wynieść ma 5%, a to przyspieszenie wzrostu gospodarczego (z 3,5% w 2003 roku) ma odbyć się, według rządu, między innymi w związku z akcesją Polski do UE. Jednak nawet nie tyle założony poziom tempa wzrostu gospodarczego (który przy sprzyjających okolicznościach może zostać osiągnięty – my prognozujemy wzrost PKB o 4,5%) jest kontrowersyjny, co jego struktura. Założono bowiem znaczący wzrost popytu krajowego (o 5% w porównaniu z 2,9% w 2003 r.), zarówno jeśli chodzi o tempo wzrostu spożycia prywatnego (3,8%), jak i tempo wzrostu inwestycji w środki trwałe (12,2%). Dla porównania, my zakładamy wzrost tych wskaźników o odpowiednio 3,1% i 9,9%. O ile inwestycje wzrosną

mają na skutek dalszych (znaczących wg Ministerstwa Finansów, o czym poniżej) obniżek stóp procentowych, akcesji do Unii Europejskiej oraz poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw (niższe podatki), założenie znaczącego przyspieszenia konsumpcji prywatnej pozostawia wiele do życzenia. Szczególnie że ministerstwo poczyniło wyjątkowo optymistyczne szacunki rozwoju sytuacji na rynku pracy – wzrost przeciętnego zatrudnienia w gospodarce o 1,0% r/r, przy wzroście przeciętnego wynagrodzenia o 4% (realnie 2%). Naszym zdaniem, wysoki wzrost wydajności pracy może spowodować, że szacowana przez rząd poprawa na rynku pracy może nie mieć w przyszłym roku miejsca (szerzej na ten temat pisaliśmy w analizie *Ożywienie z bezrobociem* zawartej w majowym MAKROskopie). A przy założeniu o stabilności zatrudnienia w gospodarce, średnia płaca może wzrosnąć o mniej niż dwa punkty procentowe powyżej inflacji. Dochody gospodarstw domowych w przyszłym roku nie uzasadniają więc tak optymistycznego założenia wzrostu popytu konsumpcyjnego. Oczywiście założenie przyspieszenia wzrostu gospodarczego za sprawą popytu krajowego jest wygodne z punktu widzenia planowania budżetowego, gdyż zwiększa dochody budżetowe. Może to jednak prowadzić do nieprzyjemnych niespodzianek w trakcie przyszłego roku – mniejsze dochody z PIT oraz mniejsze składki na ubezpieczenie społeczne, skutkujące mniejszymi dochodami Funduszu Ubezpieczeń Społecznych i Funduszu Pracy, które ponownie (tak jak w tym roku) mogą być zmuszone zwiększać zadłużenie kredytowe w bankach.

#### Założenia makroekonomiczne na lata 2003-04

	2003	2003	2004
	Ustawa	PW	Projekt
PKB, nominalnie mld zł	784,1	805,1	861,5
PKB, wzrost %r/r	3,5	3,5	5,0
Spożycie ogółem, %r/r	2,8	2,7	3,3
Spożycie prywatne, % r/r	3,2	3	3,8
Inwestycje w środki trwałe % r/r	5,6	2,5	12,2
Eksport, %r/r	8,5	8,5	8,7
Import, % r/r	7,8	6,4	8,5
Inflacja średnioroczna, %r/r	2,3	0,8	2,0
Średnie wynagrodzenie PLN	2 195	2 201	2 290
Średnie zatrudnienie '000	8 909	8 643	8 733
Stopa bezrobocia, %	17,7-18,3	18,4	17,8
Stopa interwencyjna, średniorocznie %	7,2	5,6	3,7
Deficyt obr. bieżących, mld USD	8,74	-6,5	-8,4
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne, mld USD	5,90	4,3	5,15

Uwaga: PW – planowane wykonanie

Źródło: Ministerstwo Finansów



Ministerstwo zakłada również dalsze zmniejszenie skłonności do oszczędzania oraz znaczące zwiększenie akcji kredytowej (zarówno jeśli chodzi o kredyt konsumpcyjny, jak i inwestycyjny), ze względu na niższe stopy procentowe. Rząd zakłada jednak że pomimo mniejszych oszczędności prywatnych oraz bardzo wysokich ujemnych oszczędności sektora publicznego (wysoki deficyt fiskalny), deficyt bilansu obrotów bieżących wzrośnie tylko do 3,7% PKB z 3,1% w 2003 r. Pomimo znacznego przyspieszenia inwestycji (które w polskich warunkach są mocno importochłonne), tempo wzrostu importu przyspiesza w założeniach rządowych „tylko” do 8,5% w 2004 r. z 6,4% w roku bieżącym, nie przekraczając tempa wzrostu eksportu. Ministerstwo szacuje, że wkład eksportu netto we wzrost PKB w 2003 r. wyniesie 0,4 pkt proc. wobec 0,5 pkt proc. w 2002 r.

Pojawia się jednak pytanie, czy prognozując znaczne zwiększenie akcji kredytowej w 2004 r. Ministerstwo Finansów nie prognozuje zbyt optymistycznej ścieżki obniżek stóp procentowych. Zakłada bowiem, że stopa referencyjna banku centralnego spadnie do 3,7% średnio w 2004 r. z 5,6% w roku bieżącym. Oznaczałoby to jeszcze jedną obniżkę o 25 pb do końca tego roku oraz trzy obniżki po 50 pb w pierwszych trzech miesiącach roku przyszłego. W uzasadnieniu do ustawy budżetowej czytamy: „uwzględniając uwarunkowania makroekonomiczne przyjęto, że w 2004 r. średnioroczna stopa procentowa operacji otwartego rynku ukształtuje się na poziomie 3,7%”. Co ciekawe w uzasadnieniu czytamy również, że „dalszemu stopniowemu rozluźnianiu polityki pieniężnej w roku 2004 będzie sprzyjał brak zagrożeń dla realizacji celu inflacyjnego ze strony czynników popytowych (wysokie bezrobocie i niska dynamika wynagrodzeń)”. Czy nie jest to w sprzeczności z założonym znacznym przyspieszeniem wzrostu popytu konsumpcyjnego? Z pewnością ministerstwo oprócz odpowiednich uwarunkowań makroekonomicznych uwzględniło również czynnik nowej Rady Polityki Pieniężnej, wybranej przez obecny parlament. Jednak nawet przy założeniu o większej skłonności nowej RPP do ekspansji monetarnej, wydaje się że oczekiwanie tak agresywnych obniżek stóp na początku roku, przy oczekiwanym przyspieszeniu tempa wzrostu gospodarczego, może być zbyt optymistyczne. Obniżyłyby one wiarygodność nowej Rady już na początku jej kadencji. Mogłyby również doprowadzić do zwiększenia oczekiwań inflacyjnych rynków finansowych, co zostałoby odzwierciedlone w wyższych rentownościach obligacji o dłuższych terminach

zapadalności (które i tak będą pod presją rynku z powodu niepewności co do kształtowania się polityki fiskalnej w przyszłości). Mogłoby to podważyć założenie ministerstwa odnośnie niższych kosztów obsługi długu publicznego, które zapewne było powodem tak niskiej prognozy stóp procentowych.

Stopy procentowe mają być obniżane ze względu na niskie ryzyko znacznego wzrostu inflacji. Ministerstwo Finansów obniżyło prognozę średniorocznej inflacji do 2% z 2,2%, a na koniec 2004 r. oczekuje inflacji na poziomie 2,5%, co jest spójne z celem banku centralnego. Za wzrost inflacji odpowiedzialny ma być przede wszystkim wzrost cen żywności. Niewątpliwie prognozy inflacyjne ministerstwa są teraz bardziej realistyczne, jednak pozostaje pytanie czy ministerstwo ponownie (podobnie jak w przypadku wzrostu PKB) nie założyło zbyt optymistycznych prognoz, z punktu widzenia szacunków dochodów budżetowych. Podczas gdy my prognozujemy średnioroczną inflację w przyszłym roku na poziomie tylko nieznacznie niższym od 2%, uważamy że istnieje większe prawdopodobieństwo, że poziom ten będzie niższy, niż wyższy. Oznaczałoby to oczywiście niedobór dochodów w budżecie z powodu niższej bazy podatkowej.

W przeciwieństwie do zeszłego roku, Ministerstwo Finansów zdecydowało się opublikować prognozy kursów walutowych na przyszły rok. Zakłada się umocnienie kursu złotego w stosunku do euro (do poziomu 4,25 w 2004 r. z 4,31 w tym roku) oraz w relacji do dolara amerykańskiego (do 3,78 z 3,84). Oznacza to, że w przyszłym roku złoty umocniłby się do koszyka obydwu walut o około 1.5%. O ile koszykowa siła złotego jest w zasadzie spójna z naszą prognozą, my zakładamy również umocnienie dolara do euro, co oznacza, że prognozujemy złotego mocniejszego do euro i słabszego do dolara, w porównaniu z prognozami ministerstwa. Co ciekawe, średnioroczne prognozy kursów na rok bieżący oznaczają, że ministerstwo spodziewa się kilkuprocentowej aprecjacji złotego w ostatnich miesiącach tego roku.

W uzasadnieniu do ustawy budżetowej rząd przedstawił również prognozy makroekonomiczne na lata 2005-06, które spójne są ze scenariuszem przedstawionym w Przedakcesyjnym Programie Gospodarczym (PPG). Wzrost gospodarczy przewidywany jest na poziomie 5,0% i 5,6% w dwóch kolejnych latach m.in. za sprawą dalszego przyspieszenia popytu krajowego. Oznacza to obniżenie prognozy na 2005 r. z poziomu 5,4% przedstawionego w poprzednim PPG, podczas gdy w mniej oficjalnych wypowiedziach przedstawiciele rządu wciąż utrzymują życzeniową ścieżkę wzrostu PKB rządu 6,0% i 7,0% w latach 2005-06. W uzasadnieniu do ustawy budżetowej



czytamy również, że lata 2005-06 „będą okresem stopniowego zaostrzenia polityki makroekonomicznej, w szczególności polityki pieniężnej”. Czyżby rząd oczekiwał że nowa RPP zacznie podnosić stop procentowe w roku 2005? Najwyraźniej tak, jednak skala tych podwyżek nie będzie duża, gdyż rząd zakłada średnioroczną stopę NBP na poziomie 3,8% w 2005 r. oraz 4,0% w 2006 r.

**Bardzo wysokie wydatki = bardzo wysoki deficyt**

Przyszłoroczny deficyt budżetowy ma wynieść 45,5 mld zł przy dochodach na poziomie 152,75 mld zł i wydatkach 198,2 mld zł. Oznacza to, że nie nastąpiły istotne zmiany w stosunku do tego, co było dotychczas prezentowane - zarówno wysokość deficytu budżetowego, jak i wartości wydatków i dochodów wynoszą tyle ile zapowiadano wcześniej i wbrew wcześniejszym zapowiedziom zarówno ministra finansów, jak i wicepremiera i ministra gospodarki, nie udało się obniżyć planowanego deficytu o 2-3 mld zł. Warto jednak zaznaczyć, że o ile zmniejszenie deficytu o kilka miliardów byłoby pozytywną wiadomością, to nie mogłoby zmienić negatywnej całościowej oceny projektu budżetu - dodatkowa redukcja byłaby kosmetyczna, uwzględniając skalę przyszłorocznej ekspansji fiskalnej. W porównaniu z tegoroczną ustawą budżetową, dochody budżetowe spadają nominalnie o 1,9% (rosną wobec planowanego tegorocznego wykonania o 0,5%) a wydatki rosną o 2% (wzrost o niemalże 4% wobec planowanego wykonania). Ważnym zastrzeżeniem jest jednak fakt, że planowane wartości zarówno wydatków jak i dochodów są nieporównywalne z wielkościami z 2003 r. ze względu na zmianę metodologii, która znacznie zaniżyła faktyczną wielkość deficytu budżetowego w 2004 roku. Po stronie wydatkowej odnosi się to do transferów do otwartych funduszy emerytalnych oraz części wydatków związanych z integracją europejską, które zostały ujęte jako rozchody, a nie jako wydatki budżetowe. Natomiast po stronie dochodowej, porównywalność zniekształcona jest przez zwiększenie udziału jednostek samorządu terytorialnego w podatkach dochodowych.

Tak więc deficyt budżetowy planowany na 45,5 mld zł należy powiększyć o elementy, które znalazły się „pod kreską” - transfery do OFE (11,4 mld zł), wydatki związane z akcesją do UE (3,6 mld zł) oraz kredyt na restrukturyzację sektora węglowego (1,3 mld zł – finansowane z kredytu Banku Światowego). Daje to całkowity deficyt liczony wg metodologii z 2003 roku na poziomie 61,8 mld zł, czyli 7,2% PKB. Uwzględnienie powyższych elementów oznacza wzrost wydatków budżetowych o ponad 10% w porównaniu z planem na

2003 rok oraz o prawie 12,5% w porównaniu z planowanym wykonaniem tegorocznych wydatków (10% wzrostu w ujęciu realnym!). Co więcej, nawet jeśli wykluczilibyśmy wszystkie wydatki związane z integracją europejską (które wynoszą około 8 mld zł), przyszłoroczny wzrost wydatków budżetowych wyniósłby nominalnie ponad 8%. Trudno uznać taki kształt budżetu jakimkolwiek krokiem w kierunku naprawy finansów publicznych oraz jakąkolwiek próbą racjonalizacji (nie wspominając o „cięciu”) wydatków. Wobec braku pożądanых zmian w wydatkach publicznych rośnie deficyt budżetowy i rosną potrzeby pożyczkowe państwa.

**Deficyt budżetowy w 2004 r.**

	mld zł
Wydatki budżetowe (ustawa)	198,2
Dochody budżetowe (ustawa)	152,7
Deficyt budżetowy (ustawa)	45,5
Transfery do OFE	11,4
Wydatki związane z akcesją do UE	3,6
Kredyt na restrukturyzację sektora węglowego	1,3
<b>Wydatki budżetowe</b>	<b>214,5</b>
<b>Deficyt budżetowy</b>	<b>61,8</b>

*Źródło: BZ WBK, Ministerstwo Finansów*

Co więcej, wciąż pozostają wątpliwości czy niektóre wydatki nie zostały niedoszacowane (wspomniane koszty obsługi długu publicznego) oraz czy dochody nie są zawyżone. W uzasadnieniu czytamy bowiem, że „prognozę dochodów budżetu uznać należy za obarczoną ryzykiem pewnych korekt w następstwie decyzji Parlamentu o ostatecznym kształcie opracowywanych aktualnie regulacji ustawowych”. O ile zarówno dochody z CIT jak i PIT są w przyszłym roku nominalnie mniejsze, trudno jest ocenić na ile wpływa na to zmiana w zasadach zasilania jednostek samorządu terytorialnego w środki publiczne. Przychody VAT mogą być z kolei zawyżone ze względu na optymistyczne założenia makroekonomiczne, o których pisaliśmy powyżej. Zgodnie z wcześniejszymi planami, wzrosną stawki podatku VAT na artykuły dziecięce i instrumenty muzyczne (z 7% do 22%) i dostosowane zostaną stawki w budownictwie (wzrost do 22% na materiały budowlane). Oprócz tego, niemiła niespodzianka czeka nas w przyszłym roku jeśli chodzi o podatek akcyzowy. Ministerstwo Finansów planuje bowiem - wbrew wcześniejszym deklaracjom dyrektora departamentu akcyzy, Edmunda Cichowskiego, o możliwym obniżeniu akcyzy na piwo i wino w przyszłym roku o 20-30% - podwyższyć akcyzę na paliwa silnikowe, napoje spirytusowe, piwo i wino (średnio o 1,1%) oraz na wyroby tytoniowe o 9,1%.

### Niższe podatki dla przedsiębiorstw

Zgodnie z wcześniejszymi deklaracjami rząd postanowił zredukować stawkę CIT do 19% z 27% obowiązujących w tym roku. Ponadto, ministrowie zgodzili się na wprowadzenie 19% stawki podatku dla osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą, które dotychczas rozliczały się według progresywnej skali PIT. Nowe rozwiązanie nie będzie obowiązkowe. Przedsiębiorcy będą mieli wybór: albo pozostać w starym systemie albo płacić stawkę w wysokości 19% bez względu na wielkość dochodu. To ostatnie rozwiązanie będzie się jednak wiązać z eliminacją wszystkich ulg i zwolnień podatkowych. W praktyce oznaczałoby to, że nie powinno być w Polsce przedsiębiorstwa, dla którego efektywna stawka podatkowa byłaby wyższa niż 19%, choć rząd przewiduje restrykcje dla pracowników etatowych chcących przejść na samozatrudnienie. Według rządowych szacunków wprowadzenie liniowej stawki podatkowej dla firm będzie oznaczać utratę dochodów budżetu w kwocie 2,2 mld zł. Rząd zdecydował, że zostanie to zrekompensowane przez zmniejszenie dotacji dla Funduszu Pracy (o 800 mln zł) oraz rezygnację z podwyższenia kwoty wolnej od podatku (1,4 mld zł). Pierwsza z tych zmian może oznaczać w praktyce, że część deficytu zostanie wypchnięta poza budżet centralny i powiększy deficyt całego sektora finansów publicznych, ponieważ trudno oczekiwać znaczącej poprawy na rynku pracy powodującej poprawę sytuacji finansowej Funduszu Pracy (w tym roku cała dotacja dla Funduszu została wydana do sierpnia). Minister gospodarki starał się zapewnić, że ubytek dotacji z budżetu zostanie Funduszowi Pracy zrekompensowany przez napływ odpowiednich środków z UE. Hausner liczy również na poprawę sytuacji na rynku pracy.

### Co z długiem publicznym i deficytem całego sektora finansów publicznych?

W uzasadnieniu do ustawy budżetowej zabrakło dwóch kluczowych rozdziałów – o długu publicznym i o sytuacji całego sektora finansów publicznych. W pierwszej kwestii rząd stwierdza, że “prace międzyresortowe związane z dokładnym ustaleniem kwoty środków, jakie w 2004 r. będą potrzebne na prefinansowanie programów realizowanych z udziałem funduszy unijnych oraz na Wspólną Politykę Rolną nie pozwalają dokładnie przedstawić rozliczeń dotyczących zmian w poziomie długu publicznego w 2004 r. w porównaniu z 2003 r.”. Jeśli zaś chodzi o sektor finansów publicznych to “nie zostały jeszcze zakończone prace nad

obliczeniami”. Trudno uznać to za wystarczające wytłumaczenie, tym bardziej, że od kilku lat mamy w Polsce do czynienia z przerzucaniem deficytu budżetowego do pozostałych jednostek sektora finansów publicznych, co zwiększa w ten sposób całkowitą ekspansywność polityki fiskalnej oraz poziom długu publicznego. Tym bardziej, że rząd sam przyznaje, że przyszłoroczne przychody własne i dotacje dla niektórych funduszy będą niewystarczające. W uzasadnieniu czytamy: „w celu zapewnienia płynności wypłat świadczeń emerytalno-rentowych niezbędne będzie zaciąganie przez FUS dodatkowych kredytów bankowych” oraz „plan Funduszu Pracy został ustalony przy założeniu że (...) zaciągnięte zostaną nowe kredyty”. Przychody Funduszu Pracy zaplanowano w wysokości niższej niż przewidywane wykonanie w 2003 r., a biorąc pod uwagę (zbyt) optymistyczne prognozy rządu dotyczące sytuacji na rynku pracy, o których pisaliśmy powyżej, możliwe, że kredyty będą potrzebne w większej skali niż zaplanowano. Wobec braku szacunków deficytu sektora finansów publicznych oraz długu publicznego w uzasadnieniu do ustawy budżetowej, pozostaje przytoczyć prognozy zawarte we wspomnianym już Przedakcesyjnym Programie Gospodarczym.

### Finanse publiczne w latach 2004-06 (% PKB)

	2004	2005	2006
Deficyt sektora finansów publicznych (ESA 95)	5,0	4,0	3,4
Deficyt sektora finansów publicznych (metodologia krajowa)	5,8	4,8	4,0
Dochody sektora finansów publicznych (ESA 95)	42,9	42,2	42,1
Dochody sektora finansów publicznych (metodologia krajowa)	42,3	41,5	41,5
Wydatki sektora finansów publicznych (ESA 95)	48,1	46,3	45,5
Wydatki sektora finansów publicznych (metodologia krajowa)	47,9	46,2	45,5
Dług sektora <i>general government</i> (ESA 95)	46,9	49,2	49,1
Dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji	54,5	57,1	57,2
<b>Wzrost PKB (% r/r)</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>

Źródło: Przedakcesyjny Program Gospodarczy

O ile PPG zakłada ograniczenie w kolejnych latach wydatków budżetowych w relacji do PKB, nie wskazuje na konkretne miejsca cięć. Mają być one znane do końca września. Tymczasem według rządu deficyt ekonomiczny finansów publicznych wyniesie w przyszłym roku 5,6% PKB (wobec 4,7% w 2003 r.). Być może znów przekonamy się że ta wartość będzie zaniżona.



Przedstawione w PPG prognozy długu publicznego pokazują wyraźnie, że w przyszłym roku rząd zdecydował się balansować na granicy 55% PKB (dług publiczny nie przekroczy tego poziomu bezpieczeństwa pod warunkiem braku znaczącej deprecjacji złotego). W PPG czytamy, że warunkiem utrzymywania długu publicznego na bezpiecznym poziomie jest „skuteczne przeprowadzenie reformy finansów publicznych, przede wszystkim strony wydatkowej w kierunku ograniczania deficytu budżetowego oraz stabilny wzrost gospodarczy”. Biorąc pod uwagę gwałtowny wzrost wydatków w przyszłorocznym budżecie, można dojść do wniosku, że najwyraźniej rząd postanowił rozpocząć spełnianie tego pierwszego warunku dopiero od roku 2005. Pozostaje pytanie czy uda mu się to w roku wyborczym.

**Lepiej przekroczyć poziom długu publicznego 55% PKB już w przyszłym roku**

Być może pamiętacie Państwo podobną ramkę sprzed roku. Różnica polega na tym, że wówczas mowa była o poziomie długu publicznego 50% PKB.

Według szacunków przedstawionych w PPG dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z poręczeń i gwarancji przekroczy poziom 55% PKB w 2005 roku. Paradoksalnie, naszym zdaniem, dla finansów publicznych byłoby lepiej, gdyby stało się to już w roku przyszłym, ponieważ z ekonomicznego punktu widzenia nie ma żadnej istotnej różnicy między np. 54,5% a 55,5%. Jednak istnieje różnica dla planowania budżetu na 2006 r. Według ustawy o finansach publicznych, jeśli dług publiczny przekracza 50% (stanie się to niechybnie w tym roku), to budżet (w tym przypadku na 2005 r.) będzie podlegał specjalnym środkom ostrożnościowym (tj. relacja deficytu do dochodów nie mogłaby być wyższy niż analogiczna relacja z roku poprzedniego zarówno w budżecie państwa jak i samorządów). W momencie przekroczenia kolejnego progu (55% PKB), rząd uchwała taki projekt budżetu który zapewnia że dług Skarbu Państwa nie będzie się powiększał, a limity deficytu dla jednostki samorządu terytorialnego ustalane są bardziej restrykcyjnie. Co więcej Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacji. Dlatego też, być może łatwiej byłoby ministrowi finansów przygotować bardziej restrykcyjne budżety na kolejne lata, jeśli progi bezpieczeństwa przekroczone byłyby odpowiednio wcześniej. Tym bardziej że i tak nie jest to do uniknięcia, a jeśli poziom 55% zostałby złamany w 2005 roku, procedury dyscyplinujące miały by miejsce dopiero w budżecie na rok 2007. Wówczas będziemy już na granicy progu konstytucyjnego 60% PKB, którego przekroczenie grozi koniecznością zbilansowania budżetu (ostre cięcia wydatków, wzrost podatków, niewykorzystanie funduszy unijnych etc.)

**Jak sfinansować ten niedobór?**

Nie jest tajemnicą, że przyszłoroczne potrzeby finansowe wzrosną znacząco. Rząd musi sfinansować nie tylko deficyt budżetowy, ale również pozycje „pod kreską” (transfery do OFE oraz część wydatków na integrację europejską) oraz rekompensaty za brak podwyżek w sektorze budżetowym na kwotę 1,5 mld zł. Jednakże nie cały wzrost będzie widoczny na krajowym rynku papierów wartościowych, bowiem rząd planuje wyższe niż w roku bieżącym wpływy z prywatyzacji. Przychody z prywatyzacji założone są w przyszłym roku na poziomie 8,8 mld złotych, z czego budżet państwa zostanie zasilony kwotą 7 mld złotych (5,5 mld na reformę systemu ubezpieczeń społecznych i 1,5 mld na rekompensaty). Ponieważ z prywatyzacji „nie starczy” pieniędzy na wszystkie cele, w projekcie budżetu znajdujemy kategorię „ujemnego salda w przychodach z prywatyzacji” na kwotę 5,9 mld złotych. Jeśli chodzi o finansowanie zagraniczne, to wbrew wypowiedzi wiceministra Ryszarda Michalskiego z końca lipca, mówiącej o emisji brutto na rynkach międzynarodowych rzędu 15 mld zł., projekt budżetu zakłada emisję skarbowych papierów wartościowych w wysokości 10,1 mld zł w 2004 r. (niemalże 7 mld mniej niż w tym roku). W przyszłym roku finansowanie zagraniczne netto zmniejszy się więc do 2,3 mld zł z 4,1 mld zł. Być może jest to zgodne ze strategią zarządzania długiem publicznym, której elementy przedstawione są w PPG. Założono tam bowiem ograniczanie udziału długu zagranicznego w długi ogółem poprzez zaciąganie na rynkach zagranicznych długu na poziomie nie większym niż wynikającym z wykupywanych zobowiązań oraz uwzględnianie spiętrzeń płatności zagranicznych przypadających na lata 2004-2009 przy zaciąganiu nowego długu. Założono ponadto spadek udziału długu zagranicznego w długi Skarbu Państwa z 33,1% w 2002 r. do 30,2-30,9% w 2005 r. Zapewne jest to związane z ryzykiem przekroczenia poziomów ostrożnościowych długu publicznego, w wypadku deprecjacji złotego (wzrost długu zagranicznego denominowanego w złotych).

**Skala finansowania niedoboru budżetowego w 2004 r.**

	mld zł
Deficyt budżetowy (ustawa)	45,5
Transfery do OFE	11,4
Wydatki związane z akcesją do UE	3,6
Rekompensaty	1,5
Prywatyzacja	-7,0
<b>Suma</b>	<b>55,0</b>

Źródło: BZ WBK, Ministerstwo Finansów

Jak widać, w tabeli powyżej nie uwzględniliśmy zapewne całego przyszłorocznego niedoboru budżetowego, gdyż tabela poniżej zaczerpnięta z Uzasadnienia do ustawy budżetowej ukazuje całkowitą kwotę w wysokości prawie 56 mld zł. Co więcej, potrzeby pożyczkowe całego sektora finansów publicznych są jeszcze większe, gdy uwzględnimy, wspomniane już kredyty bankowe dla Funduszu Pracy i Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Tak więc efekt wypychania sektora prywatnego z rynku kredytowego przez sektor finansów publicznych może być w przyszłym roku większy niż to sugerują potrzeby pożyczkowe na rynku finansowym.

Ministerstwo Finansów jest w trakcie konstruowania strategii długu publicznego. Jednak jak powiedział Arkadiusz Kamiński z departamentu długu publicznego, struktura potrzeb pożyczkowych będzie się prawdopodobnie pokrywała z tegorocznymi datami i rodzajami obligacji. Według poniższej tabeli emisja krajowa netto wyniesie 53,6 mld zł i będzie pokryta w 90% przez emisję skarbowych papierów wartościowych. Potrzeby pożyczkowe rządu mają być zaspokojone przez wyższy popyt zarówno ze strony inwestorów zagranicznych, jak i krajowych. Według Ministerstwa Finansów, ponad połowa krajowych skarbowych papierów wartościowych ma zostać kupiona przez źródła pozabankowe, ze względu na wzrost aktywów funduszy emerytalnych, inwestycyjnych i ubezpieczeniowych, jak również na skutek zwiększonej sprzedaży obligacji osobom fizycznym. Jak przedstawia poniższa tabela, w porównaniu z rokiem bieżącym Ministerstwo Finansów przewiduje mniejszy udział w finansowaniu przyszłorocznego deficytu przez instytucje bankowe, a większy udział inwestorów zagranicznych. W ujęciu nominalnym, inwestorzy zagraniczni mają kupić ponad dwukrotnie więcej papierów skarbowych w porównaniu z tegorocznym planowanym wykonaniem. Wg ministerstwa będzie to

wynikało z „utrzymania się zainteresowania inwestorów zagranicznych polskimi obligacjami o oprocentowaniu stałym w związku z występującą różnicą w poziomie stóp procentowych na polskim rynku finansowym i rynkach zagranicznych oraz spadającym ryzykiem inwestycyjnym (efekt wstąpienia Polski do Unii Europejskiej)”. Dla utrzymania się tego zainteresowania kluczowy będzie jednak wiarygodny plan naprawy finansów państwa, który jak na razie inwestorom nie został przedstawiony. W tym miejscu warto przytoczyć założenia ministerstwa sprzed roku. Otóż w uzasadnieniu do ustawy budżetowej na 2003 rok planowane było, że inwestorzy zagraniczni sfinansują deficyt na kwotę 5,4 mld zł, podczas gdy dziś przewidywana jest kwota o 1,7 mld mniejsza. Pojawia się wobec tego pytanie, czy podobna różnica nie powinna tym bardziej wystąpić w roku przyszłym, gdyż kształt polityki fiskalnej uległ znacznemu pogorszeniu.

**Emisja papierów wartościowych na rynku krajowym (w mln złotych)**

	Planowane wykonanie 2003	Projekt budżetu 2004
Skarbowe papiery wartościowe	34.662,0	53.625,6
1. SPW (rynkowe)	41.197,9	47.909,0
1.1. Bony skarbowe	1.870,4	3.403,4
1.2. Obligacje rynkowe	39.327,5	44.505,6
1.2.1. o zmiennym oprocentowaniu	-706,8	919,4
1.2.2. o stałym oprocentowaniu	44.244,7	43.586,2
1.2.3. nominowana w USD	-4.210,5	-
2. Obligacje oszczędnościowe	-1.488,1	2.223,0
3. Obligacje nierynkowe	-2.972,4	-1.758,5

Źródło: Ministerstwo Finansów

Na przyszłorocznych aukcjach na rynku krajowym planowana jest podaż 58,4 mld zł bonów skarbowych oraz 77 mld obligacji stałoprocentowych. Kwoty emisji netto w poszczególnych sektorach przedstawia powyższa tabela, z której wynika zwiększenie emisji netto zarówno bonów skarbowych jak i obligacji rynkowych. Zakłada się jednak minimalnie mniejszą emisję obligacji o stałym oprocentowaniu. Warto jednak pamiętać, że planowana na ten rok emisja netto obligacji stałoprocentowych wynosiła 33,8 mld zł, podczas gdy powyższa tabela wskazuje planowane wykonanie wyższe o ponad 10 mld. Oznacza to, że faktyczne przyszłoroczne oferty, od których będą zależały rentowności papierów skarbowych, niekoniecznie muszą być spójne z dzisiejszymi planami rządu i ministerstwa finansów.

**Finansowanie deficytu budżetowego (w mln złotych)**

	Planowane wykonanie 2003	Struktura (%) 2003	Projekt budżetu 2004	Struktura (%) 2004
Finansowanie deficytu	38.734,0	100,0	55.884,9	100,0
1. Krajowe	34.662,0	89,5	53.625,6	96,0
1.1. Bankowe	10.563,2	27,3	13.034,8	23,3
1.2. Pozabankowe	19.400,0	50,1	27.600,0	49,4
1.3. Inwestorzy zagraniczni	3.700,0	9,6	7.600,0	13,6
1.4. Przychody z prywatyzacji	4.500,0	11,6	-	-
1.5. Saldo środków przechodzące	-3.501,0	-9,0	5.390,8	9,6
2. Zagraniczne	4.072,0	10,5	2.259,3	4,0

Źródło: Ministerstwo Finansów



## Gospodarka Polski

- **Ożywienie gospodarcze wyraźnie widoczne w danych za II kwartał 2003 r.**
- **...a dane za lipiec sugerują, że będzie kontynuowane w dalszej części roku**
- **Jednak podaż pieniądza i rynek pracy wciąż nie wykazują istotniejszego odbicia**
- **...w związku z czym presji inflacyjnej nadal nie widać**

Większość danych opublikowanych w zeszłym miesiącu potwierdziła trwające ożywienie gospodarcze. Z informacji GUS wynika, że wzrost PKB w II kw. br. wyraźnie przekroczył 3% dzięki ożywieniu działalności inwestycyjnej. Z kolei trzeci kwartał rozpoczął się od bardzo dobrych wyników za lipiec (wysoka dynamika produkcji przemysłu i budownictwa, wysoka sprzedaż detaliczna), sugerujących, że pozytywne tendencje w gospodarce będą kontynuowane. Również badania koniunktury wskazują na dobre nastroje w sierpniu.

W lipcu inflacja pozostała stabilna na poziomie 0,8% r/r, potwierdzając pozytywny scenariusz inflacyjny w krótkim okresie. Dane z rynku pracy (nadal spadający fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw) oraz ze sfery monetarnej (bardzo słaby przyrost podaży pieniądza i kredytów) świadczą o braku presji inflacyjnej ze strony popytowej. Również po stronie podażowej nie widać na razie poważnych zagrożeń (niskie ceny żywności). Oczekujemy zatem, że roczna stopa inflacji będzie do końca tego roku nie przekroczy poziomu 1,1%.

### Pozytywne wskazówki odnośnie PKB w II kwartale

Oficjalne dane nt. tempa wzrostu gospodarczego w II kwartale tego roku zostaną opublikowane 19 września. Jednak już w sierpniu na konferencji prasowej poświęconej ocenie bieżącej sytuacji gospodarczej wiceprezes GUS Janusz Witkowski udzielił kilku wskazówek na ten temat. Wzrost PKB w II kwartale ma być zdaniem GUS zdecydowanie szybszy od odnotowanego w pierwszych trzech miesiącach tego roku i w rezultacie w całym pierwszym półroczu powinien zbliżyć się do poziomu 3% r/r (przypomnijmy, że w I kwartale zanotowano „zaledwie” 2,2%). Wg naszych szacunków wzrost w II kwartale wyniósł 3,3%. Witkowski mówił również o zauważalnej poprawie w działalności inwestycyjnej, podając dane o wzroście nakładów inwestycyjnych w pierwszej połowie roku w firmach zatrudniających powyżej 49 pracowników. Według tych statystyk w pierwszych sześciu miesiącach tego roku został odnotowany zaledwie niewielki spadek nakładów (-2,2% r/r), podczas gdy w całym ubiegłym roku spadek ten wyniósł 16,6%. W

I połowie 2003 wzrost wartości nowo rozpoczętych inwestycji wyniósł 30,7% r/r, a liczba zadań inwestycyjnych wzrosła o 30,6% r/r (w sektorze przetwórczym nawet o prawie 50%).

Są dwa elementy warte odnotowania jeśli chodzi o powyższe dane. Po pierwsze, GUS nie podaje danych dotyczących wzrostu inwestycji w dużych przedsiębiorstwach w pierwszym kwartale, w związku z czym nie możemy stwierdzić, czy drugi kwartał był pod tym względem lepszy czy gorszy (i o ile?) od pierwszego. Po drugie, powyższe dane podawane są przez GUS w ujęciu nominalnym i odnoszą się tylko do dużych firm, zatrudniających co najmniej 50 osób, w związku z czym nie są bezpośrednio porównywalne z danymi o inwestycjach w rachunkach narodowych, podawanymi wraz z tempem wzrostu PKB. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę te uwarunkowania, można stwierdzić, że zaprezentowane przez GUS dane o nakładach inwestycyjnych w pierwszym półroczu 2003 r. stanowią wsparcie dla naszej tezy o stopniowej poprawie w inwestycjach w ciągu tego roku, która powinna być szczególnie wyraźna w drugiej połowie roku. Zostało to również potwierdzone w wypowiedzi wiceprezesa GUS, który zauważył, że w lipcu (podobnie jak w kilku poprzednich miesiącach) najwyższy wzrost produkcji przemysłowej odnotowany był w przedsiębiorstwach wytwarzających dobra inwestycyjne.

### ...potwierdzone poprawą wyników finansowych przedsiębiorstw

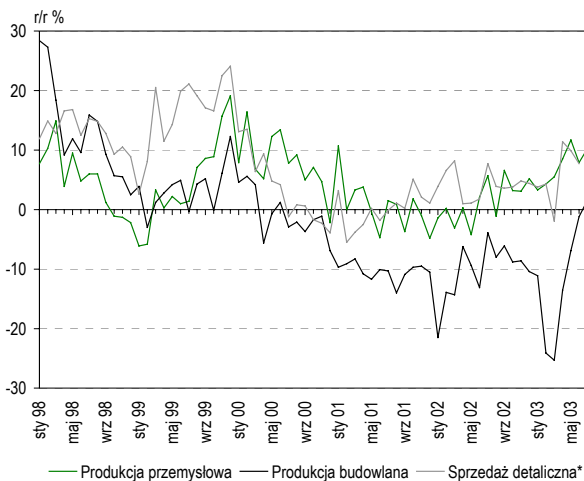
Poprawa sytuacji ekonomicznej w II kwartale tego roku została również potwierdzona przez dane o wynikach finansowych polskich przedsiębiorstw za pierwsze półrocze 2003. Wszystkie wskaźniki sytuacji ekonomiczno-finansowej poprawiły się znacząco, bardziej niż w I kwartale tego roku. Przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów zwiększały się szybciej (11,4% r/r) niż koszty ich działalności (10,2% r/r), czego wynikiem była poprawa rentowności przedsiębiorstw. Wynik finansowy brutto wyniósł 15,0 mld zł wobec 6,4 mld zł przed rokiem. Wynik finansowy netto ukształtował się na poziomie 8,8 mld zł wobec 1,5 mld zł przed rokiem, przy szybszym wzroście zysku netto (o 35,0%) i ograniczeniu straty netto (spadek o 20,0%). Podobnie jak w pierwszym kwartale tego roku, zwiększał się udział przedsiębiorstw wykazujących sprzedaż na eksport. I co ważne, eksportujące firmy charakteryzowały się lepszymi od przeciętnych wskaźnikami kondycji ekonomiczno-finansowej.



**Dobry początek trzeciego kwartału...**

Bardzo pozytywne były dane na temat aktywności w sferze realnej gospodarki w lipcu, zapowiadając kontynuację trendu ożywienia w dalszej części tego roku. Okazało się, że wzrost produkcji przemysłowej był silniejszy niż oczekiwano. Produkcja w przemyśle wzrosła w lipcu o 4,9% m/m i 10,3% r/r po wzroście o 7,9% r/r w czerwcu i średnio 6,9% r/r w I kwartale br. Przyrost produkcji w przetwórstwie przemysłowym był jeszcze wyższy, wynosząc 4,8% m/m i 11,1% r/r. Sezonowo dostosowana wielkość produkcji przemysłowej zwiększyła się o 9,8% r/r. Wzrost produkcji odnotowano w 24 z 29 działów przemysłu. Największa poprawa (w przedziale 15-40% r/r) obserwowana była przy tym, podobnie jak w poprzednich miesiącach, w branżach o dużym udziale sprzedaży eksportowej, takich jak pojazdy mechaniczne, meble, sprzętu i urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyjnych, maszyny i urządzenia.

**Wskaźniki aktywności gospodarczej**



Źródło: GUS, BZ WBK

Dobre wieści nadeszły również z budownictwa, ponieważ zgodnie z naszymi oczekiwaniami sektor ten odnotował wzrost produkcji o 8,3% m/m i 1,6% r/r. Choć roczna stopa wzrostu nie była oczywiście tak imponująca jak w przypadku produkcji przemysłowej, był to bardzo istotny sygnał, ponieważ wzrostu w budownictwie doświadczyliśmy po raz pierwszy od ponad trzech lat (dynamika sezonowo dostosowanej produkcji w budownictwie jest jednak nadal poniżej zera, wynosząc -4,4% r/r). Największy wzrost produkcji (w imponującej skali przekraczającej 100% r/r) nastąpił w jednostkach zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę, co sugeruje, że poprawa w tym sektorze gospodarki będzie trwała i w kolejnych kwartałach powinniśmy obserwować kontynuację wzrostów w

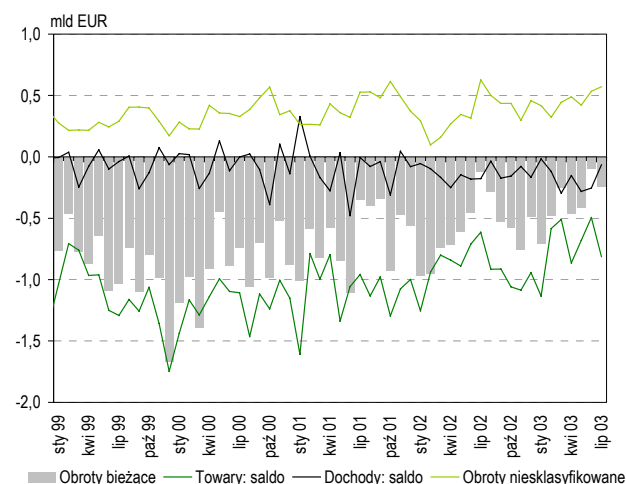
budownictwie. To dobra wróżba dla inwestycji, czyli tego składnika PKB, który jest najistotniejszy dla przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego.

Sprzedaż detaliczna towarów zwiększyła się w lipcu (nominalnie) o 3,8% m/m i 5,4% r/r. Wynik, chociaż nieco poniżej oczekiwań oraz wyraźnie poniżej dynamiki z poprzednich miesięcy (średnio 9,6% r/r w II kwartale), z pewnością nie wpływa na istotne pogorszenie ogólnej oceny perspektyw gospodarczych. W lipcu znaczące pogorszenie sprzedaży zanotowano jedynie w branży motoryzacyjnej (-5% m/m i -4,5% r/r wobec +8,9% r/r w czerwcu), co do pewnego stopnia wynikało z bardzo silnego efektu bazy (wzrost o 6,5% m/m w lipcu 2002). Jednak wyniki w większości pozostałych sekcji były całkiem dobre, sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach wzrosła o 64,4% r/r, sprzedaż żywności, napojów i tytoniu o 19,7% r/r, leki i kosmetyki 8,4% r/r, a odzież i obuwie 8,1% – wszystkie te wyniki były lepsze niż przed miesiącem. W sumie uważamy, że popyt konsumpcyjny pozostanie istotnym komponentem wzrostu PKB w drugim półroczu. Jednak – zgodnie z naszymi wcześniejszymi przewidywaniami – jego dynamika nie będzie już raczej tak wysoka, jak w wyjątkowym II kwartale br. (kiedy to wg naszych szacunków wyniosła ok. 3,5% r/r).

**...również w handlu zagranicznym**

Lipcowe dane nt. bilansu płatniczego pokazały wzrost zarówno deficytu obrotów bieżących, jak i deficytu handlowego. Deficyt obrotów bieżących osiągnął 239 mln €, czyli znacznie powyżej większości prognoz rynkowych. Złożył się na to głównie wyższy deficyt handlowy, który wzrósł do 812 mln € z 483 mln € w czerwcu, przy wzroście importu do 4,1 mld €, czyli o 8,7% r/r. Mimo że wynik eksportu również był względnie dobry, jego dynamika była po raz pierwszy od września 2002 r. niższa niż tempo wzrostu importu, wynosząc 4,2% r/r. Choć wzrost eksportu spowolnił w porównaniu z pierwszą połową tego roku (rósł wówczas o średnio 5,2% r/r), lipcowe dane powinny być postrzegane jako pozytywne, ponieważ należy wziąć pod uwagę efekt bardzo wysokiej bazy z 2002 r. Dlatego, pomimo faktu, że deficyt obrotów bieżących był wyższy niż oczekiwano, dane sugerują kontynuację ożywienia w polskiej gospodarce – napędzanego przez wzrost eksportu oraz poprawę w działalności inwestycyjnej, co znajduje odzwierciedlenie w przyspieszeniu importu. Według naszych szacunków 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wzrósł po lipcu do 2,8% PKB z 2,7% po czerwcu.

### Dynamika obrotów handlu zagranicznego

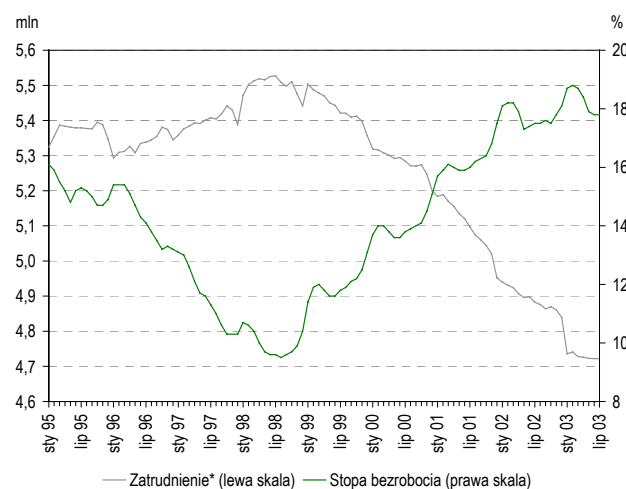


Źródło: NBP

### ...choć nie wszędzie widać ożywienie

Tymczasem na rynku pracy nadal brakuje pozytywnych niespodzianek – lipcowe dane były mniej więcej zgodne z oczekiwaniami. Średnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było w lipcu stabilne w porównaniu z poprzednim miesiącem, ale wobec analogicznego okresu 2002 r. ponownie się zmniejszyło (tym razem o 3,3% r/r wobec spadku o 3,8% r/r średnio w I połowie br.). Jednocześnie, w lipcu nastąpił umiarkowany wzrost średniego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (o 1,8% m/m i 2,4% r/r). Wzrost ten nie był jednak wystarczający, aby zrównoważyć spadek zatrudnienia, co oznacza, że fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw po raz kolejny spadł (o 1,0% r/r nominalnie i 1,9% r/r w wyrażeniu realnym).

### Przeciętne zatrudnienie i stopa bezrobocia



Źródło: GUS, BZ WBK

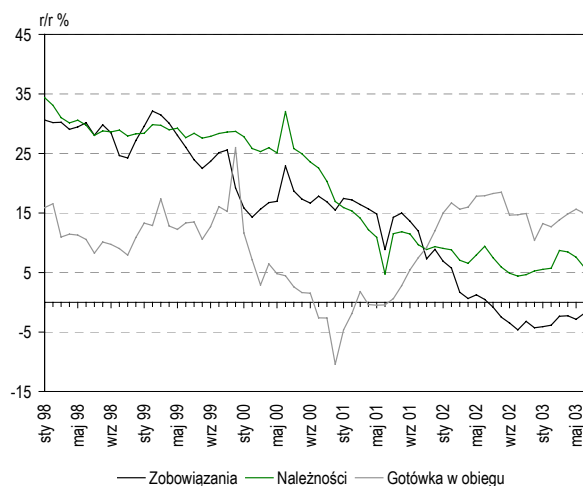
\* skorygowane o zmiany metodologii

Oficjalnie opublikowana stopa bezrobocia potwierdziła oczekiwania, pozostając w lipcu na poziomie 17,8%. Liczba bezrobotnych zmniejszyła się o 11,6 tys. w porównaniu z czerwcem, ale nadal pozostała wyższa (o

17,6 tys. osób, tj. 0,6%) niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Wciąż nie widać zdecydowanej poprawy na rynku pracy, chociaż fakt, że zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nie spada już od kilku miesięcy, a liczba nowych ofert pracy w urzędach pracy jest wyższa niż przed rokiem, sygnalizuje, że możemy się spodziewać pewnej poprawy w dalszej części tego roku. Tymczasem, brak wyraźnego wzrostu popytu na pracę pomimo wysokiej dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oznacza brak presji płacowej na ceny i wiąże się ze wzrostem wydajności pracy, co jest równoznaczne z poprawą międzynarodowej konkurencyjności polskich firm.

Również dane monetarne nie przyniosły sygnałów, potwierdzających ożywienie na rynku kredytowym czy depozytowym. Najszerza miara pieniądza M3 wzrosła w lipcu o 0,7% r/r. Agregaty monetarne wskazują, że presja inflacyjna pozostaje niewielka. Depozyty ogółem kontynuowały spadek (o 2,5% r/r) za sprawą dalszego ubytku depozytów gospodarstw domowych (-7,2% r/r), podczas gdy depozyty przedsiębiorstw nadal rosły (12,2% r/r). Podobnie jak w poprzednich miesiącach, pomimo spadku depozytów ogółem, wzrost podaży pieniądza ogółem był możliwy dzięki znacznemu wzrostowi gotówki w obiegu i pozostałych komponentów M3.

### Dynamika agregatów pieniężnych



Źródło: NBP

Zmiany po stronie czynników kreacji pieniądza były również zbliżone do tego, co obserwowaliśmy w poprzednich miesiącach. Kredyty gospodarstw domowych rosły w lipcu w tempie 8,2% r/r, a pożyczki dla przedsiębiorstw 1,7% r/r. Bieżąca skala aktywności kredytowej w sektorze bankowym wydaje się być poniżej potencjału przyspieszającej gospodarki i nie stwarza zagrożenia inflacyjnego. Przewidujemy jednak, że dynamika agregatów pieniężnych będzie się

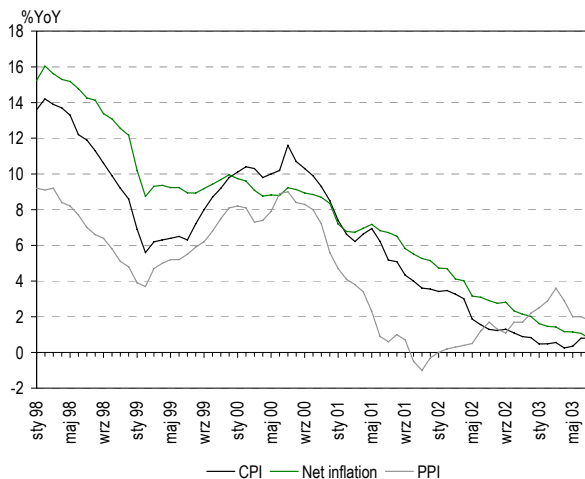


zwiększać wraz z dalszą poprawą w realnej sferze gospodarki i rosnącymi potrzebami pożyczkowymi polskich przedsiębiorstw (co będzie również związane z akcesją do UE).

**...a inflacja nie chce rosnać**

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) spadł w lipcu o 0,4% m/m i wzrósł o 0,8% r/r, czyli w takiej samej skali, jak miesiąc wcześniej. Wynik ten był niższy od konsensusu rynkowego wynoszącego 0,9-1,0% r/r oraz naszej prognozy na poziomie 0,9% r/r. Wspominaliśmy jednak o takiej możliwości, pisząc przed publikacją danych, że miesięczny spadek cen żywności w indeksie CPI będzie prawdopodobnie głębszy niż podawano we wstępnej informacji, do czego rzeczywiście doszło. Poza tym, dane inflacyjne pokazały niższą niż oczekiwano dynamikę cen użytkowania mieszkania i nośników energii (wzrost o 0,8% m/m) oraz odzieży i obuwia (spadek o 0,4% m/m). Z drugiej strony, wzrost cen w transporcie (0,3% m/m) oraz w rekreacji i kulturze (0,5% m/m) były wyższe niż przewidywaliśmy. Kształtowanie się pozostałych elementów koszyka CPI nie stanowiło zaskoczenia i miało niewielki wpływ na ogólną dynamikę cen.

**Miary inflacji**



Źródło: GUS, NBP

Dynamika cen producenta była w lipcu nieco wyższa niż przewidywaliśmy i osiągnęła 0,6% m/m. Wynikała ona głównie ze wzrostu cen w sektorze paliwowym (3,2% m/m), wzrostu cen w górnictwie (3% m/m) oraz wzrostu cen energii (1,5% m/m). Roczny wskaźnik inflacji PPI spadł do 1,8% z 2,0% (zrewidowanego) w czerwcu dzięki efektowi wysokiej bazy – wzrost cen energii był znacznie niższy niż w lipcu 2002. Wydaje się, że dynamika PPI nadal odzwierciedla brak silnej presji na wzrost cen, zwłaszcza w sektorze przetwórczym (wzrost cen na poziomie 1,7% r/r) i

dlatego nie powinien być oceniany jako znaczący czynnik ryzyka odbicia inflacji.

Do podobnego wniosku prowadzi też analiza wskaźników inflacji bazowej. W lipcu nieznacznie wzrosły cztery z pięciu miar liczonych przez NBP. Najważniejsza z nich, 15% średnia obciążona, zwiększyła się do 1,0% r/r wobec 0,9% r/r przed miesiącem. Pomimo lekkiego wzrostu dwa indeksy pozostały poniżej zera (inflacja z wyłączeniem cen o największej zmienności wyniosła -0,04% r/r, a inflacja z wyłączeniem cen o największej zmienności i cen paliw -0,29%). Inflacja z wyłączeniem cen kontrolowanych zanotowała największy przyrost z 0,4% do 0,7% r/r. Natomiast inflacja netto – zgodnie z naszą prognozą – spadła do 0,8% r/r z 1,1% r/r w czerwcu. Ogólnie rzecz biorąc dane o inflacji bazowej potwierdziły, że trend dezinflacji w Polsce już się zakończył i tempo wzrostu cen uległo stabilizacji na niskim poziomie. Dane odzwierciedliły również fakt, że przyspieszenie wzrostu CPI w połowie br. było spowodowane głównie przez sytuację na rynku żywności (ceny spadające wolniej niż w 2002 roku), jako że jedynym spadającym wskaźnikiem inflacji bazowej była miara wyłączająca ceny żywności. W sumie, dane te pokazały, że brak jest obecnie presji popytowej w gospodarce, a skala przyspieszenia inflacji będzie zależała od rozwoju sytuacji na rynku żywności.

Tymczasem dane nt. cen żywności i napojów bezalkoholowych jak na razie dostarczają raczej pozytywnych informacji. Wg wstępnych danych GUS ceny te spadły w sierpniu o około 2,0% m/m. Spadek był głębszy niż oczekiwano sezonowego spadku cen owoców i warzyw (o odpowiednio 10,5% m/m i 18,8% m/m). Ceny pozostałych artykułów żywnościowych były mniej więcej stabilne, mając niewielki wpływ na ogólną dynamikę cen żywności. Po wyłączeniu grup „owoce” oraz „warzywa” ceny żywności zwiększyły się o 0,1% m/m. Naszym zdaniem dane GUS oznaczają, że CPI w sierpniu spadł do 0,7% r/r z 0,8% r/r w lipcu, i utrzyma się na tym poziomie prawdopodobnie również we wrześniu.

W sumie, wszystkie powyższe dane potwierdziły, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje bardzo ograniczona. Obecnie wydaje się, że dwunastomiesięczna inflacja może na koniec tego roku zaledwie minimalnie przekroczyć 1,0%. Podczas gdy my prognozujemy poziom 1.1%, Ministerstwo Finansów obniżyło swoją prognozę na grudzień do 1,3-1,4% r/r z wcześniej przewidywanych 1,4-1,5% r/r.



### Dochody budżetowe w lipcu – pozytywny sygnał

Po siedmiu miesiącach tego roku deficyt budżetowy osiągnął 71,5% planu na cały rok, co było bardzo bliskie oczekiwaniom ukształtowanym przez wypowiedzi przedstawicieli resortu finansów. Dochody ogółem wyniosły 84,5 mld zł, czyli 54,3% planu na 2003 r. Choć ta zagregowana wielkość nie jest imponująca, rosnąc o jedynie 5,9% r/r w okresie styczeń-lipiec (w samym lipcu dochody ogółem spadły o 14,5% r/r) wobec wzrostu o 10,5% r/r w I połowie br., należy pamiętać, że wynika to z faktu, że w tym roku zysk NBP trafił do budżetu już w czerwcu, podczas gdy w 2002 r. nastąpiło to dopiero w lipcu. Tymczasem inne składniki dochodów budżetu, szczególnie wpływy podatkowe, kształtowały się korzystnie. Dochody z podatków bezpośrednich wzrosły o 8,4% r/r, dochody z CIT zwiększyły się o 12,1%, a z PIT były wyższe o 6,4% r/r. Dla każdej kategorii podatkowej, dochody w ujęciu nominalnym w lipcu były wyższe niż średnia miesięczna z pierwszej połowy roku. Utrzymujemy naszą opinię, że jeśli wystąpi w tym roku niedobór dochodów w budżecie, jego skala nie będzie zdecydowanie różna, od luki występującej co roku, przez co nowelizacji ustawy budżetowej nie jest możliwa.

Po stronie wydatkowej widoczne były dwa negatywne zjawiska, które nie są jednak niczym nowym i są bardzo dobrze znane, czyli gwałtowny wzrost dotacji do Funduszu Pracy (o blisko 300% r/r w samym lipcu i o ponad 64% r/r po siedmiu miesiącach roku), odzwierciedlający fatalną sytuację na rynku pracy, oraz wzrost dotacji do FUS, który w okresie styczeń-lipiec wyniósł 21,3%, wobec planu na cały rok zakładającego przyrost o 3,6% r/r. Wyższe niż zakładano wydatki budżetowe w tych obszarach zostały zrównoważone przez niższe niż oczekiwano koszty obsługi długu ze względu na głębsze niż zakładano obniżki stóp procentowych, nawet mimo faktu, że wpływy z prywatyzacji osiągnęły tylko 18,4% planu na cały rok.

### Wyniki koniunktury dobrze wróżą na przyszłość

Zgodnie z oczekiwaniami wyniki badania koniunktury gospodarczej w sierpniu okazały się dość optymistyczne, spójne ze scenariuszem ożywienia gospodarczego. Podobnie jak w poprzednich miesiącach wskaźniki koniunktury w przemyśle i budownictwie były znacznie wyższe niż przed rokiem (odpowiednio o 12% i 9%), podczas gdy klimat w handlu detalicznym był nadal negatywny i gorszy niż rok wcześniej, chociaż jego spadek był łagodniejszy niż w lipcu. Przedsiębiorstwa w sektorze przemysłowym zanotowały znaczącą poprawę portfela zamówień krajowych, podczas gdy zamówienia

eksportowe ocenione zostały lekko negatywnie. Ocena bieżącej i przyszłej produkcji była pozytywna, jednak firmy nadal planują zwolnienia pracowników. Kontynuowany był wzrost nowych zamówień w budownictwie, chociaż nieco wolniej niż w poprzednim miesiącu. Bardziej ostrożne niż w lipcu były prognozy przyszłych zamówień. Poziom produkcji oceniany był podobnie jak przed miesiącem, a przedsiębiorcy zapowiadali dalsze zwolnienia, chociaż w mniejszej skali niż dotychczas. Firmy zajmujące się handlem detalicznym odnotowały redukcję ograniczeń w bieżącej sprzedaży i oczekiwały dalszej poprawy sytuacji w tym zakresie. Duże sklepy jako jedyne wykazywały pozytywną ocenę koniunktury gospodarczej i prognozowały znaczący wzrost przyszłej sprzedaży.

Badanie optymizmu konsumentów instytutu Ipsos-Demoskop dało w sierpniu dość pozytywne wyniki. Wszystkie wskaźniki pozostały stabilne wobec poprzedniego miesiąca. Jednak roczne zmiany nadal utrzymują się na plusie. Ogólny wskaźnik optymizmu (WOK) wzrósł o 6,5% r/r (9,3% r/r w czerwcu), a skłonność do konsumpcji o 1,1% r/r (3,5% w czerwcu); natomiast ogólna ocena klimatu gospodarczego poprawiła się w największym stopniu, rosnąc w podobnym tempie jak przed miesiącem tj. 18,6%. Spowolnienie wzrostu skłonności do spożycia (która nadal napędzana jest głównie konsumpcją oszczędności a nie kredytem komercyjnym) najprawdopodobniej spowodowane było obawami o bezrobocie, które wzrosły bardziej niż przed miesiącem.

Z kolei według kwartalnego raportu NBP koniunktura gospodarcza powinna się nadal poprawiać w III kw. br., chociaż w tempie wolniejszym niż w drugim kwartale (co jest spójne z naszą prognozą PKB). Badanie odnotowało wzrost popytu, głównie w grupie przedsiębiorstw prywatnych, eksportujących, o średnich rozmiarach. Napływ nowych zamówień ogólnie spowolnił, jednak pozostał wysoki w przypadku eksporterów, którzy jednocześnie informowali o wzroście aktywności gospodarczej. Zanotowano spadek nadmiernych zapasów w firmach i – co ważne – wyniki ankiet wskazują na znaczący wzrost wykorzystania mocy wytwórczych w II kw. Bank centralny przewiduje nieco wolniejsze tempo wzrostu produkcji przemysłowej w III kw., jednak w przypadku produkcji budowlano-montażowej oczekiwana jest dalsza szybka poprawa. Badanie koniunktury sugeruje, że w III kw. możliwa jest też wyraźniejsza poprawa sytuacji na rynku pracy. Złą wiadomością jest jednak, że nie odnotowano ożywienia działalności inwestycyjnej (z wyjątkiem sektorów transportu i budownictwa) ani poprawy popytu na kredyt.



## Pod lupą: Bank centralny

- W sierpniu stopy po rad drugi z rzędu bez zmian
- ... nadal oczekujemy obniżki we wrześniu
- Niepewność dotycząca kadencji Jana Czekaja
- Już w styczniu duże przetasowania w RPP

### Stopy procentowe ponownie bez zmian

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła stóp procentowych na sierpniowym posiedzeniu, przerywając cykl redukcji już drugi miesiąc z rzędu. Według agencji Reuters członkowie RPP głosowali stosunkiem głosów 5:4 przeciwko obniżce, co oznacza, że głos Balcerowicza przesądził o wyniku. Stopa lombardowa pozostała na poziomie 6,75%, stopa redyskontowa 5,75%, stopa referencyjna 5,25%, a stopa depozytowa NBP na 3,75%. Decyzja była spójna z oczekiwaniami większości analityków rynkowych, jednak dość pokaźna mniejszość spodziewała się tym razem obniżki. Również notowania rynku finansowego wyceniały redukcję stóp o 25 pb. RPP zdecydowała również nie zmieniać pozostałych parametrów polityki pieniężnej, czyli m.in. stopy rezerw obowiązkowych. Rada utrzymała neutralne nastawienie polityki pieniężnej i przyjęła Raport o inflacji za II kwartał br. (piszemy o nim bardziej szczegółowo poniżej).

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami głównymi argumentami za utrzymaniem stóp bez zmian były silniejsze oznaki ożywienia gospodarczego (wysoka produkcja przemysłowa, pierwszy wzrost produkcji w budownictwie od trzech lat, lepsza sytuacja finansowa przedsiębiorstw, polepszenie klimatu gospodarczego, szybki wzrost eksportu i trwający wzrost sprzedaży detalicznej), pogorszenie stanu finansów publicznych (RPP prognozuje, że deficyt ekonomiczny osiągnie w tym roku 5,4% PKB wobec 5,1% w 2002) oraz wysoka niepewność co do perspektyw polityki fiskalnej. Według szacunków banku centralnego deficyt budżetu centralnego w 2004 r. wzrośnie do 6,7% PKB z 4,8% w 2003 (w oparciu o porównywalną metodologię). W oficjalnym komunikacie Rada stwierdziła, że taka skala niedoboru budżetowego połączona z transferami z UE może stworzyć „istotny impuls popytowy” (którego znaczenie zostanie przeanalizowane ponownie we wrześniu). Poza tym wśród czynników ograniczających przestrzeń do obniżek stóp procentowych RPP wymieniła znaczną dynamikę gotówki w obiegu, wysokie ceny paliw (choć równocześnie zauważono, że prognoza średniej ceny paliw w 2003 roku obniżyła się do 27,6 USD/b z 29,4 USD/b) oraz wzrost cen

żywności (choć w praktyce na razie nie jest on widoczny - patrz sekcja Gospodarka Polski).

Z drugiej strony Rada wskazała też na kilka czynników pomocnych w utrzymaniu niskiej inflacji w przyszłości. Wśród nich wymieniono niską dynamikę PPI, silną dyscyplinę płacową, niewielki wzrost podaży pieniądza, niską dynamikę kredytów, niskie oczekiwania inflacyjne oraz słabą koniunkturę gospodarczą w strefie euro, a w szczególności w Niemczech. Wymienione powyżej czynniki wraz z utrzymującą się niską dynamiką CPI, znacznie poniżej średnioterminowego celu inflacyjnego 1,5-3,5%, sugerują, że nadal jest miejsce na rozluźnienie polityki pieniężnej przez bank centralny. Należy jednak pamiętać, że RPP zamierza obniżyć w tym roku stopę rezerw obowiązkowych, w związku z czym do końca tego roku nie będzie już zbyt wiele miejsca na redukcję stóp procentowych. Z tego względu nie zmieniamy naszych przewidywań, że do grudnia nastąpi już tylko jedna obniżka stóp o 25 pb. Nadal wydaje się nam, że wrzesień jest najbardziej prawdopodobnym terminem redukcji stóp procentowych. W wywiadzie dla telewizji TVN24 prezes NBP Leszek Balcerowicz zasugerował natomiast, że we wrześniu raczej nie nastąpi zmiana rezerw obowiązkowych, ponieważ Rada będzie kontynuować dyskusję na ten temat. Dlatego zgodnie z naszą wcześniejszą opinią, spodziewamy się tej decyzji w IV kwartale 2003 r. Dariusz Rosati stwierdził, że nie ma pośpiechu z obniżaniem rezerw obowiązkowych, wskazując, że należy to zrobić do końca roku. Zasugerował, że oprócz obniżki stóp rezerw bank centralny może wyłączyć z niej depozyty o zapadalności powyżej dwóch lat (niekoniecznie w tym roku), co dostarczy systemowi bankowemu dodatkowego impulsu płynności. Podobnego zdania są chyba również inni członkowie RPP. Wiesława Ziółkowska stwierdziła otwarcie, że najlepszym momentem na kolejną obniżkę stóp procentowych będzie wrzesień (a nie należy oczekiwać obniżki stóp procentowych i rezerw równocześnie).

### NBP krytykuje politykę fiskalną

Prezes NBP Leszek Balcerowicz skrytykował projekt budżetu na 2004 r. Powiedział, że prowadzi on do wzrostu długu publicznego w takiej mierze, że zagraża to rozwojowi gospodarczemu. Można się było spodziewać takiej reakcji, ponieważ projekt budżetu rzeczywiście nie pokazuje ani trochę determinacji rządu do rozpoczęcia konsolidacji fiskalnej. Balcerowicz dodał jednak, że kluczowe znaczenie dla utrzymania wzrostu gospodarczego w Polsce będzie miała rządowa średnioterminowa strategia polityki fiskalnej. Jego



zdaniem ten pakiet działań reformatorskich (oczekuje się, że będzie on zawierał plan stopniowych cięć wydatków po 2004 r.) określi, czy Polska wkroczy na ścieżkę szybkiego wzrostu gospodarczego i spadku bezrobocia, czy też zanotujemy jedynie krótkotrwałe ożywienie. Cóż, powstaje pytanie, czy takie wypowiedzi oznaczają, że prezes NBP nie zamierza opowiedzieć się za kolejną redukcją stóp procentowych w najbliższym czasie. Naszym zdaniem tak nie jest. Po pierwsze, przypomnijmy, że rok temu Balcerowicz krytykował również ostro projekt budżetu na 2003 r., a później nastąpiła długa seria obniżek stóp procentowych (w dużej mierze dzięki jego głosowi). Ponadto, po ostatnim posiedzeniu RPP podkreślał on, że polityka monetarna nie powinna być determinowana wyłącznie przez politykę fiskalną.

### Raport o inflacji za II kwartał br.

W przewidywaniu przyszłych decyzji RPP pomocne mogą być prognozy ekonomiczne banku centralnego, które znalazły się w opublikowanym przez NBP *Raporcie o inflacji* za II kwartał br. Poniższa tabela przedstawia prognozy inflacyjne NBP z sierpnia (bieżąca) i kwietnia tego roku (poprzednia).

### Prognozy inflacyjne NBP (koniec roku, %)

	udział w koszyku	2003		2004	
		bieżąca	poprzednia	bieżąca	poprzednia
Ceny żywności	28%	2,0	0,5	2,5	2,0
Ceny kontrolowane	25%*	2,0	3,0	2,0	3,0
Pozostałe elementy	47%	1,2	1,2	2,7	2,7
CPI	100%	1,6	1,5	2,5	2,6

\* wg podanej przez NBP metodologii liczenia inflacji bazowej  
Źródło: NBP

Bank centralny nie opublikował prognozy CPI na lata 2003-2004. Opublikował jednak roczne prognozy trzech składników inflacji i dlatego możliwe było obliczenie prognozy CPI. Jak można się było spodziewać, prognoza NBP wskazuje, że tegoroczna inflacja będzie trzeci rok z rzędu poniżej celu inflacyjnego banku centralnego (2-4%). Choć bank centralny nadal deklaruje oficjalnie, że CPI będzie „nieco poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego”, okazuje się, że „nieco” oznacza 0,4 pkt. proc., a trzy miesiące temu było to nawet 0,5 pkt. proc. Zmiana prognozy banku centralnego w ciągu ostatnich czterech miesięcy wynika głównie z pogorszenia perspektyw cen żywności oraz niższych oczekiwań dotyczących wzrostu cen

kontrolowanych. Te dwa czynniki równoważą się wzajemnie i dlatego zmiana prognozy inflacji ogółem nie była znacząca. Niemniej jednak, prognoza inflacyjna NBP na ten rok wydaje się być zbyt pesymistyczna, ponieważ naszym zdaniem NBP przeszacowuje wzrost cen żywności. Mianowicie, aby w grudniu br. osiągnąć wzrost cen żywności o 2% r/r, ceny żywności musiałyby w czterech pozostałych miesiącach tego roku rosnąć przeciętnie o 1,1% m/m. Byłby to najwyższy wzrost w ciągu czterech lat. Naszym zdaniem ceny żywności w okresie wrzesień-grudzień zwiększą się przeciętnie o 0,6% m/m (czyli szybciej niż w odpowiednim okresie 2001 i 2002 r.), co dałoby prognozę CPI na koniec roku na poziomie 1,1-1,2% r/r, przyjmując podobne co NBP założenia odnośnie pozostałych składników indeksu cen. Nasza prognoza inflacji średniorocznej w przyszłym roku wskazuje na 1,9%, podczas gdy nasza prognoza dwunastomiesięcznej inflacji w grudniu 2004 r. jest taka sama jak banku centralnego (przy mniej więcej tych samych założeniach dotyczących poszczególnych składników).

Powstaje pytanie, czy niższa od oczekiwań NBP inflacja do końca roku przełoży się na dalsze obniżki stóp procentowych. Przedstawiciele banku centralnego wiele razy stwierdzali, że nie należy zbyt zajmować się inflacją bieżącą lub że bieżące wskaźniki inflacji nie były głównymi argumentami za decyzją RPP o obniżce stóp procentowych. Warto jednak przypomnieć ubiegłoroczną, ważną wypowiedź prezesa NBP (który tak naprawdę będzie decydować o stopach w tym roku), że „niska inflacja wspiera niskie oczekiwania inflacyjne”. Chcielibyśmy podkreślić, iż w przeszłości NBP wiele razy pokazał, że podejmując decyzje raczej kieruje się tym co było, niż tym co będzie.

Bank centralny prognozuje tegoroczny wzrost gospodarczy na poziomie 2,8-3,1%, a przyszłoroczny 4,1-4,6% w zależności od dynamiki inwestycji (przy pogarszających się perspektywach światowego wzrostu gospodarczego). Nasza prognoza na 2004 r. wskazuje na górny koniec wspomnianego wyżej przedziału, a rząd jest jeszcze bardziej optymistyczny, oczekując wzrostu PKB w przyszłym roku o 5,0%. NBP wskazał także, że w 2004 roku nastąpi dalszy wzrost deficytu ekonomicznego, dodając iż utrzymanie wysokiego deficytu będzie niebezpieczne dla równowagi gospodarczej w kontekście oczekiwań szybkiego wzrostu gospodarczego. Jednakże ważnym faktem jest, że *Raport inflacyjny* stwierdza wprost, że taka negatywna perspektywa jest już uwzględniona w prognozie inflacyjnej banku centralnego na grudzień



2004 na poziomie 2,5%. Wynika z tego, że słaby budżet na następny rok nie powoduje, zdaniem NBP, ryzyka dla przyszłorocznego celu inflacyjnego.

*Raport o inflacji* zawiera także pełne wyniki głosowań nad wnioskami i decyzjami dotyczącymi stóp procentowych oraz innych parametrów polityki pieniężnej w II kwartale br. Najciekawsze były wyniki posiedzenia w kwietniu. Pokazują one, że Rada głosowała nad redukcją o 50 pb, choć propozycja ta nie została zaakceptowana. Co ciekawe, wyniki te pokazują także, że prezes NBP został w kwietniu przegłosowany przy wniosku o obniżkę stopy referencyjnej o 25 pb i pozostawieniu pozostałych stóp bez zmian. Ostatecznie stopa referencyjna została obniżona w kwietniu o 25 pb, a stopa lombardowa o 50 pb. Prezes NBP poparł (wraz z czterema zwolennikami obniżek) taką decyzję. Wyniki posiedzeń RPP w maju i czerwcu nie przyniosły nowych, ciekawych informacji.

#### **Czterech „jastrzębi” do zastąpienia w styczniu**

Od dłuższego czasu przedstawione są przewidywania głębokiej redukcji stóp procentowych na początku nowej kadencji RPP. Rzadko jednak wskazuje się precyzyjnie moment takiej decyzji, podczas gdy jest to bardzo istotna informacja dla rynku finansowego (szczególnie dla rynku pieniężnego). Na razie wydaje się, że analitycy rynkowi za najwcześniejszą możliwą datę pierwszej obniżki w przyszłym roku uważali luty 2004 r. Oczekiwania takie znajdowały również odzwierciedlenie w notowaniach na rynku FRA. Jeśli jednak spojrzymy na daty wygasania mandatów obecnych członków RPP, okaże się, że kadencja czterech „jastrzębi” dobiega końca już w styczniu (szczegóły w tabeli poniżej).

#### **Daty zakończenia kadencji członków RPP**

Koniec kadencji	Członek RPP	Nominowany przez
7 stycznia 2004	Jerzy Pruski Jan Czekaj	Sejm
21 stycznia 2004	Bogusław Grabowski Cezary Jóźefiak Wojciech Łączkowski	Senat
5 lutego 2004	Marek Dąbrowski	Sejm
16 lutego 2004	Dariusz Rosati Grzegorz Wójtowicz Wiesława Ziółkowska	Prezydenta
9 stycznia 2007	Leszek Balcerowicz	

Źródło: NBP

Z powyższej tabeli wynika, że 22 stycznia w skład Rady będzie wchodzić ośmiu „gołębi” (pięciu nowych członków RPP powołanych przez parlament, wśród których będzie zapewne powołany po raz drugi Jan Czekaj, oraz trzech obecnych członków wyznaczonych przez Prezydenta), samotny „jastrząb” Marek Dąbrowski oraz prezes NBP Leszek Balcerowicz. Oczywiście w takiej sytuacji nadal nie jest pewne, czy już w styczniu znajdzie się większość potrzebna do przegłosowania głębokiej redukcji stóp, ponieważ będziemy mieli wówczas w RPP pięciu nowych i pięciu starych członków. Dla obecnych, prezydenckich przedstawicieli w Radzie poparcie dla takiej decyzji oznaczałoby całkowite zaprzeczenie stosowanego obecnie „podejścia małych kroków”. Jest jednak bardzo możliwe, że już w pierwszym miesiącu 2004 r. zobaczymy jakąś redukcję stóp, przy czym nie może być zupełnie wykluczone głębsze niż zazwyczaj cięcie (o 50 pb). Opiera się to oczywiście na założeniu, że posiedzenie Rady nie zostanie zaplanowane na wcześniejszy niż zwykle termin, czyli np. na 20-21 stycznia.



## Wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego zdominowane były w minionym miesiącu przez kwestie budżetowe. Na początku miesiąca prasa donosiła o ostrzeżeniach prezesa NBP Leszka Balcerowicza, że Polsce grozi kryzys podobny do argentyńskiego. Choć w dalszej części miesiąca szef NBP nie potwierdzał takich opinii, to podkreślał on, że widoczne obecnie ożywienie gospodarcze nie będzie ani trwałe ani szybkie bez przeprowadzenia odpowiednich reform. Krytyczną opinię na temat odkładania koniecznych zmian w polityce budżetowej, a w rezultacie opóźniania możliwej daty przyjęcia euro (co nazwał on „krokiem wstecz”), usłyszelśmy również z ust członka RPP Dariusza Rosatiego.

Po sierpniowym posiedzeniu RPP, prezes NBP powiedział, że decyzje Rady opierają się na ocenie czynników wpływających na przyszłą inflację, a nie na bieżących wskaźnikach. Według Balcerowicza roczna inflacja w 2004 r. może osiągnąć 2,5%. Zapytany, czy brak zmiany stóp w sierpniu oznacza koniec cyklu redukcji stóp procentowych, prezes NBP odpowiedział, że taka decyzja jest jasnym sygnałem co do tego jak on osobiście ocenia obecny poziom stóp procentowych z punktu widzenia wzrostu gospodarczego. Taka retoryka sugerowałaby, że nie widzi on już przestrzeni do obniżek stóp. Cóż, zapytany, czy Ci, którzy przewidują, że więcej cię już w tym roku nie będzie, Balcerowicz powiedział, że nie czyniłby tak pesymistycznych założeń. Poza tym, w czasie konferencji prasowej po spotkaniu RPP prezes NBP zasugerował, że perspektywy polityki fiskalnej nie są najważniejszym czynnikiem w prowadzeniu polityki pieniężnej i ustalaniu stóp procentowych. Pokazuje to wyraźnie, że nawet wysoki deficyt budżetowy nie powinien być przeszkodą dla podjęcia decyzji o jeszcze jednej redukcji stóp w tym roku.

Członek RPP Bogusław Grabowski był bardziej „jastrzębi” niż przewodniczący Radzie prezes NBP i stwierdził, że cyklu luzowania polityki pieniężnej zbliża się „zdecydowanie” do końca (warto zauważyć, że nie powiedział, iż cykl już się skończył), ponieważ w I połowie 2004 r. tempo wzrostu gospodarczego przekroczy poziom potencjalny i od tamtej pory przyspieszenie gospodarki będzie powodować wzrost inflacji. Grabowski powiedział, że oczekiwania rynkowe na redukcję stóp w tym roku o dalsze 25-50 pb są „przestrzelone”. Cóż, należy pamiętać, że w przeszłości Grabowski wielokrotnie wypowiadał się w podobny sposób, a stopy były obniżane właściwie co miesiąc. Nie zmienia to jednak faktu, że wśród członków RPP coraz większe jest przekonanie o tym, że cykl obniżek (w tej kadencji Rady) jest już naprawdę bliski końca. Przy czym stanowisko pięciu „jastrzębi” jest oczywiście daleko bardziej nieprzejednane, podczas gdy pozostali członkowie najwyraźniej dopuszczają jeszcze niewielką redukcję oprocentowania w tym roku, ponieważ dostrzegając coraz mocniejsze ożywienie gospodarcze nie obawiają się istotnej presji inflacyjnej w tym ani w przyszłym roku. Kolejne ruchy w zakresie polityki pieniężnej przeniosą się ze stóp procentowych na stopę rezerw obowiązkowych, którą RPP chce obniżyć jeszcze w tym roku. Najprawdopodobniej jednak, zgodnie z tym co piszemy w sekcji powyżej, decyzja o rezerwach obowiązkowych nie zapadnie jeszcze we wrześniu.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz, prezes NBP; Financial Times, 28 VIII TVN24, 27 VIII	Spodziewam się, że członkowie strefy euro nie wyjdą poza reguły ustalone w pakcie [...]. Nie powinno się tych reguł podkopywać. [...] Rządom potrzebne są hamulce. Liczne kraje płaciły koszty za brak dyscypliny budżetowej. W interesie nowych członków UE jest to, by podstawowe zasady paktu nie były naruszane. Co miesiąc staramy się mieć jak najlepsze informacje co do przyszłych zjawisk inflacyjnych. Na tym posiedzeniu zapadła taka decyzja [brak obniżki]. Szacunki przeprowadzone w NBP sygnalizują, że zwiększony deficyt finansów publicznych w 2004 roku połączony z dodatkowymi transferami z UE może stworzyć istotny impuls popytowy. Te analizy zostaną powtórzone we wrześniu. Mam nadzieję, że obawy o finanse publiczne rozwiewią się trochę we wrześniu, kiedy będzie pakiet rozwiązań pokazujący wiarygodny scenariusz uzdrowienia państwa. Nie przyjmuję dziś pesymistycznego założenia co do finansów publicznych. Przepisy o rezerwach celowych i klasyfikacji kredytów uznanych za zagrożone, tu przypuszczam, że od drugiej połowy września wprowadzimy zmiany. Jesteśmy do tego już przygotowani dobrze od strony analitycznej. [...] Zmiany będą kierowały się tym, by banki właściwie oceniały ryzyko, jakie jest zawarte w ich poprzednich decyzjach. Banki pożyczają ludziom, czy przedsiębiorstwom i część tych decyzji obciążona jest ryzykiem. I to trzeba szacować. Dla dostępności kredytu najważniejszy jest jednak deficyt budżetowy. Na najbliższym posiedzeniu Rada będzie dyskutować kwestię stopy rezerwy obowiązkowej, zostaną przedstawione kolejne analizy, trwają rozmowy z rządem w tej sprawie. Nie przesądzałbym terminu decyzji.
PAP, 27 VIII	O decyzji RPP nie decydowały bieżące wskaźniki inflacji. Zewnętrzne prognozy są z grubsza zgodne z wewnętrznymi, wskazują na to, że inflacja przyszłoroczna byłaby w pobliżu celu inflacyjnego. [...] Czynnikiem możliwej presji inflacyjnej jest duża niepewność co do skali deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych w 2003 i - jeszcze większa - co do kształtu polityki fiskalnej w 2004 i latach następnych. Obecne stopy procentowe nie są przeszkodą dla ożywienia gospodarczego. Jeśli okaże się ono nietrwałe, to nie z powodu poziomu stóp. [brak obniżki] Jest to wyraźny sygnał, jak osobiście oceniam obecny poziom stóp procentowych z punktu widzenia wzrostu gospodarczego. [...] Ta decyzja świadczy o tym, że utrzymują się sygnały ożywienia gospodarczego, łącznie z inwestycyjnym, co ma znaczenie dla presji inflacyjnej. Na podstawie bieżących informacji poziom wzrostu PKB w 2003 r. może przekroczyć 3%. Nie chcę stwarzać wrażenia, że polityka monetarna zależy od polityki fiskalnej.
Gazeta Wyborcza, 18 VIII	[3% wzrostu PKB w br.] Wiele wskazuje na to, że taki wzrost będzie. [...] [5% wzrostu w 2004 r.] To bardzo optymistyczna prognoza, chociaż nie jest to niemożliwe. To, że po okresie spowolnienia gospodarka przyspiesza, jest procesem naturalnym. Najważniejsze jest, do jakiego poziomu przyspieszy i jak trwały będzie ten wzrost. Wszyscy zgodnie stwierdzają, że trwałe przyspieszenie w Polsce wymaga wprowadzenia na czas pewnego pakietu reform. [...] Wspomniany pakiet reform obejmuje ograniczenie i racjonalizację wydatków budżetu. Do tego musi dojść szybkie dokończenie prywatyzacji [...]. Ponadto usunięcie szkodliwych przepisów [...].
Puls Biznesu, 7 VIII	pyt. Czy Polsce grozi bankructwo? odp. Nie jesteśmy w sytuacji Argentyny. Natomiast już w tej chwili tolerowanie nadmiernego deficytu budżetowego wyrządza systematyczne szkody, hamuje, a nie wzmacnia wzrost. Poza tym uzależniamy się od zagranicznego kapitału portfelowego, który napływa tu, by kupować obligacje skarbowe. A to jest kapitał nerwowy, który może szybko odpływać. [wejście Polski do strefy euro w 2007 r.] Byłoby to w najlepszym interesie Polski. [...] Gdyby nie było kryteriów z Maastricht, to dla Polski trzeba by je było wymyślić, bo one są dobre dla rozwoju gospodarki. I jeśli ktoś mówi, że nie ma się co spieszyć z wchodzeniem do strefy euro, to faktycznie mówi: odłożymy na później niezbędne reformy. Poziom długu publicznego już jest niebezpieczny. Nie można wykluczyć scenariusza argentyńskiego, że państwo zbankrutuje. Tolerowanie wysokich strat górnictwa, hutnictwa i przemysłu stocznikowego czy PKP zagraża pozostałym branżom oraz całemu budżetowi.
PAP, Reuters, 5 VIII	Trzeba uwzględnić kilka warunków naraz, które się ze sobą wiążą i jak dojdziemy do jakichś decyzji, to zakomunikujemy. Jesteśmy oczywiście w kontakcie z ministerstwem finansów i samymi bankami. Analiza pokaże, jakie jest ewentualne pole do obniżek stopy rezerwy obowiązkowej. Nigdy się nie zobowiązaliśmy do tego, że to miało być w lipcu czy sierpniu, jak mówiłem wcześniej - analizujemy problem. Ożywienie jest. Pytanie, czy będzie trwałe, czy utrzyma się i do jakiego dojdzie poziomu. Jeśli będzie realizowany scenariusz negatywny, finanse publiczne pozostaną chore, nie widzę możliwości trwałego przyspieszenia. Jeśli w tym roku nie wprowadzi się pakietu rozwiązań ograniczających wydatki, to w przyszłym będą na pewno rozmaite wymówki, że jest kampania wyborcza itp.





	<p>Z punktu widzenia warunków dla rozwoju opłacałoby się Polsce nastawić na szybkie przyjęcie euro, ponieważ to oznacza perspektywę uzdrowienia finansów publicznych, a to powinien być bodziec dla polityków. Ponieważ większa część naszej wymiany handlowej dotyczy strefy euro, można mieć znacznie niższe stopy bez ryzyka kryzysu walutowego.</p> <p>Od pewnego czasu ta stopa [rentowność długoterminowych obligacji] stopniowo rośnie i to trzeba traktować jako sygnał ostrzegawczy.</p> <p>[Na pytanie, jaką część rezerw walutowych NBP bank centralny jest gotów przekazać rządowi na wcześniejszą spłatę części zadłużenia zagranicznego prezes NBP odpowiedział:] Niewiele, w takich granicach, aby stabilizacyjna rola rezerw [walutowych] była zachowana.</p> <p>W tym roku jest bardzo prawdopodobne, że budżet zostanie zrealizowany zgodnie z założeniami.</p>
Jan Czekaj, członek RPP; TVN24, 27 VIII PAP, Reuters, 26 VIII	<p>Nie widać zagrożeń inflacyjnych, w gospodarce obserwujemy co prawda przyspieszenie wzrostu, ale nie jest to wzrost taki, który już skłaniałby do wielkiej ostrożności.</p> <p>Koordinacja polityki fiskalnej i pieniężnej pozostawia wiele do życzenia, te stosunki nie układają się najlepiej. Musi być prowadzony dialog pomiędzy tymi instytucjami. Wskazania ustawy o NBP są dość czytelne. To co dzieje się na linii NBP-rząd nacechowane jest konfliktem. [...] Należy dążyć do zacieśnienia współpracy pomiędzy rządem a RPP. Mówiłem wiele razy, że dotychczas polityka Rady była zbyt restrykcyjna. Oczywiście każdy z nas pewnie chciałby aby stopy [w bankach komercyjnych] były może jeszcze niższe, natomiast ja nie byłbym tutaj skłonny do ingerencji bezpośredniej, zostawmy to procesom rynkowym kształtując odpowiednio warunki makro.</p> <p>Polityka stóp uzależniona będzie od rozwoju sytuacji w przyszłości. Może być taki czas, iż będziemy podnosić stopy, kiedy inflacja się odrodzi. Presja inflacyjna w 2004 r. będzie ograniczona, ale jeśli gospodarka gwałtownie przyspieszyłaby to wiązałoby się w naturalny sposób z nasileniem presji inflacyjnej. Nie ma niebezpieczeństwa odbicia inflacji, tak wynika z danych. Ale z drugiej strony ostatnie dane, wymagają bardziej szczegółowej analizy skąd się ten wzrost wzięł.</p> <p>W ogóle ten podział [na jastrzębie i gołębie] mi nie odpowiada. Uważam, że te etykiety nie są dobre. Sugerują, że jest ktoś „genetycznie” za obniżkami czy podwyżkami. Polityka stóp procentowych powinna być uzależniona od rozwoju sytuacji ekonomicznej, od inflacji, od tempa wzrostu.</p> <p>Trudno mi się dzisiaj wypowiadać na ten temat [terminu przystąpienia do strefy euro]. To będzie uwarunkowane wieloma czynnikami. Co jest korzystniejsze trzeba skonfrontować z tym co jest możliwe. [...] Musimy spełnić kryteria z Maastricht. W tej chwili nie spełniamy wszystkich kryteriów, a deficyt uda się dopiero obniżyć na ścieżce szybkiego wzrostu.</p> <p>Utrzymuję moją opinie że polityka monetarna od 2001 była zbyt restrykcyjna. Miało to swoje pozytywne konsekwencje w postaci szybszego spadku inflacji (szybszego niż spodziewał się NBP), ale było to negatywne dla koniunktury gospodarczej. Mamy czynniki, które skłaniają do tego by stopy procentowe obniżyć, jak choćby spadek cen żywności, ale z drugiej strony pojawiają się takie czynniki jak choćby wzrost cen paliw, które mogą stanowić swego rodzaju przeciwwagę do podejmowania takich decyzji.</p> <p>Nie ma jeszcze jednoznacznych oznak trwałości ożywienia gospodarczego. Wzrost gospodarczy w tym roku będzie powyżej 3%, ma szansę osiągnąć 3,5%. Nie jest to dynamika na tyle wysoka, aby decydować się chłodzić gospodarkę. Ja myślę, że chyba powinniśmy obserwować lekkie wzmocnienie złotego. Za tym przemawiają wszelkie argumenty o charakterze ekonomicznym, taki będzie trend średniookresowy. Natomiast na bieżące kursy wpływa wiele czynników, więc od tej ścieżki długookresowej następują odstępstwa, w górę i w dół. W tej chwili mamy do czynienia z taką właśnie sytuacją. Nie jestem specjalistą od spraw prognoz, nie formułowałbym więc prognoz kursowych.</p> <p>Głównym wyznacznikiem polityki Rady jest stopa inflacji, czyli cel inflacyjny, jak wiemy Rada do tej pory rzadko w ten cel trafiała, ponieważ inflacja do tej pory spadała znacznie szybciej niż wynikało z założeń samej rady. W związku z tym można powiedzieć, że polityka pieniężna była z lekka przestrzelona. Podtrzymuję swoją wcześniejszą opinię, że dotychczasowa polityka RPP była zbyt restrykcyjna, że była większa przestrzeń do obniżki stóp, choć oczywiście spojrzenie rządu nie zawsze jest zbieżne z punktem widzenia RPP. Można tu mówić o zdrowym konflikcie nieco odmiennego spojrzenia, co jest naturalne.</p> <p>Nie ma podstaw ku temu, żeby sądzić, że inflacja wybuchnie w tym lub przyszłym roku. Istnieje duże prawdopodobieństwo, że wzrost gospodarczy w tym roku wyniesie 3,5 procent.</p>
Jan Czekaj, kandydat SLD do RPP; TVN24, 11 VIII	
Reuters, 6 VIII	
Marek Dąbrowski; członek RPP; Reuters, Rzeczpospolita, 9 VIII	<p>Rynki finansowe, które spodziewały się dotąd szybkiego przystąpienia Polski (...) do strefy euro mogą rozczarować się perspektywami makroekonomicznymi naszego kraju i zainicjować proces "dekonwergencji". W efekcie nastąpiłby odpływ kapitału, wzrosłyby rynkowe stopy procentowe (nominalne i realne) złoty osłabiłby się i ponownie podniosłaby się inflacja.</p>
Bogusław Grabowski, członek RPP; Polskie Radio 1, 28 VIII	<p>Tak, [zbyt szybki wzrost gospodarczy] może być niebezpieczny. Podważa równowagę makroekonomiczną i nie może być kontynuowany w długim okresie czasu. [...] Nie można dopuścić do sytuacji, żeby wzrost gospodarczy odbywał się kosztem tego długookresowego stabilnego wzrostu poprzez naruszenie równowagi makroekonomicznej. Mamy jeszcze inne czynniki, które będą przyspieszały nam inflację w kolejnych miesiącach i w przyszłym roku. To jest rynek żywności, osłabnie złotego i to się będzie przenosiło na ceny detaliczne i mamy to co najgorsze, a więc narastający kryzys w finansach publicznych. [...] Nie może być tak, że rośnie tempo wzrostu gospodarczego, przyspiesza produkcja sprzedana przemysłu, a my rozluźniamy i politykę budżetową i politykę fiskalną i kontynuujemy rozluźnianie polityki pieniężnej. To prowadziłoby do tego, że ten wzrost byłby niestabilny w kolejnych latach.</p> <p>RPP zajmuje się tym problemem [obniżki rezerw obowiązkowych] i na tym posiedzeniu ten problem dyskutowaliśmy. Będziemy kontynuowali tę dyskusję we wrześniu. Trzeba pamiętać o jednym. Obniżka rezerw obowiązkowych w bankach [...] jest niczym innym jak decyzją o rozluźnieniu polityki pieniężnej. To jest jakby substytut dla obniżek stóp procentowych, w związku z tym ta dyskusja czy to obniżyć przez stopy procentowe czy przez rezerwy obowiązkowe trwa, ale jednocześnie czy w ogóle możemy sobie na to w tym momencie pozwolić? My tę dyskusję będziemy kontynuowali jak co miesiąc.</p>
PAP, Reuters, 27 VIII	<p>Cykl luzowania polityki pieniężnej zdecydowanie się kończy. [...] Przewidywana przez rynki finansowe skala redukcji wynosi 25-50 pb. Markets do overshoot.</p> <p>Będziemy mieli do czynienia z rozluźnieniem polityki fiskalnej, która ogranicza politykę monetarną. Szacujemy, że krótkookresowy potencjalny poziom wzrostu gospodarczego może zostać przekroczony przez poziom faktyczny w pierwszym półroczu przyszłego roku.</p> <p>Silna deprecjacja złotego nie została jeszcze odzwierciedlona w inflacji, producenci nie zwiększyli marż [...], ale przy powrocie ożywienia gospodarczego rozpocznie się silniejsze przenoszenie deprecjacji na ceny.</p> <p>Miesiące letnie są miesiącami, w których poziom deficytu jest najniższy dzięki intensyfikacji handlu żywnością. Możliwe jest, że w lipcu lub sierpniu będzie nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, choć będzie to zjawisko przejściowe. Jednak od 2004 roku będzie się dynamizował import wraz z ożywieniem gospodarczym.</p>
Reuters, 1 VIII	



<p>Cezary Józefiak, członek RPP; Reuters, 20 VIII</p> <p>PAP, 14 VIII</p>	<p>Jesteśmy na początku ożywienia, a jednocześnie uważamy, że będziemy mieli wyższą inflację. To oznacza, że nie ma powodów do zmian polityki pieniężnej, czyli redukcji stóp, bo przecież w tę stronę idziemy. Inflacja wzrosła na koniec 2003 r. do około 2,0%, a na koniec 2004 r. zwiększy się do 2,5%. Na koniec tego roku wzrost PKB wyniesie 3,0%. (Inflacja) zbliży się do około 2 proc. Na to składa się obserwowana od pewnego czasu deprecjacja złotego. Poza tym po paru latach utrzymywania się wyjątkowo dużej podaży żywności w tym roku trend ten zaczął się odwracać. Trzeci czynnik to ceny ropy. Jeżeli ktoś uważa, że zaplanowaną inflację można osiągnąć z dokładnością co do dziesiątych części procenta tylko za pomocą polityki pieniężnej, to jest w błędzie. Ocenia się, że inflacja rdr może wynieść w przyszłym roku 2,5 proc. To nie są warunki sprzyjające zmianom stóp procentowych.</p>
<p>Dariusz Rosati, członek RPP; PAP, Reuters, 22 VIII</p> <p>PAP, 20 VIII</p>	<p>Już jesteśmy bardzo blisko granicy obniżek, a sytuacja wymaga wielkiej ostrożności. [...] W perspektywie mamy obniżkę stopy rezerwy obowiązkowej, która jest rozluźnieniem polityki pieniężnej i dlatego do następnych obniżek należy podchodzić z wielką ostrożnością. [...] Już kolejny miesiąc z rzędu rośnie też produkcja, a tego nie można ignorować. Jesteśmy bardzo blisko granicy, poza którą przyspieszalibyśmy tylko inflację, a nie wzrost. Pamiętajmy, że obniżki stóp działają z wielomiesięcznym opóźnieniem. To co w tej chwili obserwujemy jest wynikiem poprzednich obniżek sprzed wielu miesięcy. [...] Pamiętajmy, że stopy obniżaliśmy też i dwa, trzy i cztery miesiące temu. Efekty ostatnich obniżek jeszcze się nie ujawniły. [...] Napięcie inflacyjnych jeszcze nie ma, ale trzeba zbadać, czy przypadkiem nie pojawią się w przyszłym roku.</p> <p>Wzrost sprzedaży detalicznej obserwujemy od ponad roku. Jest to stała tendencja, która świadczy o tym, że trochę rośnie popyt krajowy, konsumpcyjny. Ale głównym motorem wzrostu jest ciągle eksport. Pocięszające jest to, że wszystko wskazuje na to, iż spadkowy trend inwestycji został zatrzymany.</p> <p>Jeśli rząd nie zaproponuje skrajnie nieodpowiedzialnego budżetu na 2004 r., to nie powinno być osłabienia złotego, a wręcz odwrotnie - złoty powinien odrabiać straty z pierwszej połowy roku.</p> <p>Nie ma zagrożenia ze strony inflacji i także wskaźniki inflacji bazowej utrzymują stabilny poziom, a nawet trend spadkowy. Cały agregat M3 pozostaje stabilny i od strony pieniądza też nie narasta napięcie inflacyjne. Impuls inflacyjny może przyjść od strony cen ropy naftowej, bo od strony cen żywności już raczej nie.</p> <p>Po raz szósty nie trafimy w krótkookresowy cel inflacyjny. Jednak tym się szczególnie nie przejmujemy, bo patrzymy na trend, a inflację udało się nam obniżyć. [...] W przyszłym roku inflacja wzrosła do około 2%, może nawet do 2,5%, ale to ciągle będzie niska inflacja.</p> <p>Nie ma pośpiechu, żeby zrobić to [obniżyć rezerwę obowiązkową] już w sierpniu, ale dobrze byłoby to zrobić do końca roku. [...] Możemy obniżyć stopę rezerwy obowiązkowej z 4,5% do 2%, ale możemy też zrobić pełne europejskie rozwiązanie, czyli zwolnić z tworzenia rezerw długoterminowe depozyty ponad 2 lata. [...] Wtedy płynność zwiększyłaby się o co najmniej 7-8 mld zł. Takie w pełni europejskie rozwiązanie jest możliwe, niekoniecznie w tym roku, ale będziemy do niego zmierzać.</p> <p>Nie wiemy, jakie będą ostateczne propozycje rządu w zakresie budżetu 2004, a z dotychczasowych informacji widać wielki wzrost wydatków i deficytu wynikający nie tylko z wydatków związanych z akcesją do UE. [...] Dochody rosną o 3 mld zł, a wydatki o ponad 20 mld zł. To nie jest przejaw determinacji w reformowaniu finansów publicznych. Przełożenie wejścia Polski do strefy euro i zamiar spełnienia kryteriów z Maastricht w 2007 r. to krok do tyłu. Ostrzegam, że odkładanie decyzji niczego nie załatwia.</p> <p>Negocjacje w kwestii wejścia do ERM2 rozpoczną się zapewne już w 2004 r. i będą one dotyczyły parytetu centralnego i szerokości pasma wahań, co ustawi jakiś punkt odniesienia dla wejścia do euro. [...] To czy będziemy mieli korytarz wahań na poziomie <math>\pm 15\%</math> będzie decyzją polityczną, gdyż polska gospodarka nie może mieć wąskiego pasma wahań, bo go nie spełni. Jeśli chce się, żeby Polska spełniła wymagania unijne, to przy dość płytkim rynku walutowym musi być szersze pasmo.</p> <p>Dane GUS są powyżej oczekiwań, a wzrost produkcji o 10% to największy wzrost od dłuższego okresu. Stąd widać, że ożywienie, o którym mówimy, nabiera tempa i na tej podstawie można sądzić, że za rok PKB może być już powyżej 3%, a nie tylko wokół 3% w 2003 r. [...] Już trzeci i czwarty kwartał będą znacznie wyższe niż poprzednie i w trzecim kwartale wzrost PKB powinien już być na poziomie około 4%.</p> <p>W budownictwie mamy przełamanie spadku i to bardzo dobra wiadomość, bo tu znajdują odbicie działania inwestycyjne, a od wielu miesięcy mieliśmy ujemną dynamikę.</p>
<p>Grzegorz Wójtowicz członek RPP PAP, 29 VIII</p> <p>Reuters, 22 VIII</p> <p>PAP, 14 VIII</p>	<p>Za ostatnie 12 miesięcy deficyt [obrotów bieżących] wzrósł do 2,9 proc. PKB. Do końca roku będzie się utrzymywać na podobnym poziomie i jeśli na koniec roku przekroczy 3 proc., to nieznacznie. [Dane nt. bilansu płatniczego w lipcu] To nie jest zaskoczenie. Mamy bowiem do czynienia z dużym importem, a był wcześniej duży import rzeczowy, za który trzeba w pewnym momencie zapłacić. Wahania importu płatniczego są duże i to zależy od występowania odroczonej płatności. Od czasu do czasu do czasu te płatności importowe robią takie psikusy. Może tak być [import i eksport mogą wykazywać wahania] zwłaszcza w grudniu, ale nie powinno być większych zaskoczeń. Dość wysoki import wskazuje na to, że utrzymuje się ożywienie w gospodarce, a eksport, że ten sektor przyczynia się do tego ożywienia. Nie ma niestety jeszcze takich dowodów, żeby powiedzieć, iż popyt inwestycyjny już ruszył, a to od niego będzie zależał poziom wzrostu PKB. [dane nt. produkcji oraz sprzedaży detalicznej] To są wyraźne sygnały wskazujące na to, że trzeci kwartał powinien być przełomowy w procesie dochodzenia do ożywienia. Wszystko wskazuje na to, że ten wzrost utrwalił się i potrwa jakiś dłuższy czas.</p> <p>W sierpniu nie można wykluczyć słabszej deflacji niż 0,5 proc. w sierpniu 2002 roku i dlatego wskaźnik 12-miesięczny może pójść trochę w górę. Teraz powinniśmy widzieć już lekki trend wzrostowy, i na koniec roku inflacja osiągnie poziom bliżej 1,5 proc. niż 1,0 proc. W miesiącach letnich decyduje żywność, a zwłaszcza warzywa i owoce. Ale w tym wypadku coś, co można nazwać zaskoczeniem, nie wchodzi w grę, to się mieści w przedziałach, o których wiemy. To są tylko wskaźniki miesięczne, a one są chwiejne. Najważniejsza jest żywność, w Polsce było trochę suszy i zobaczymy teraz jak dalej będą kształtować się ceny, już nie tylko żywności sezonowej, ale także innych produktów.</p>
<p>Wiesława Ziółkowska członek RPP Reuters, 29 VIII</p> <p>PAP, 7 VIII</p>	<p>Najlepszym momentem do redukcji stóp procentowych w 2003 roku będzie wrzesień, ponieważ znane będą już założenia dotyczące budżetu na 2004 rok, a inflacja jeszcze będzie niska. Trudno powiedzieć, czy kolejne redukcje stóp procentowych będą możliwe. Będzie to zależeć od dalszego rozwoju sytuacji makroekonomicznej. Zobaczymy jak będą się kształtowały ceny ropy naftowej, jaki wpływ ożywienie gospodarcze będzie miało na inflację. W tym roku wzrost gospodarczy przekroczy 3%.</p> <p>Jeżeli nie [utrzyma się niski poziom akcji kredytowej], to trzeba będzie poczekać na to, co będzie się działo dalej. W sierpniu jednak wzrost cen może być nieco wyższy niż w lipcu, ze względu na wzrost ceny ropy naftowej.</p>
<p>Paweł Samecki, dyr. dep. zagranicznego NBP; Gazeta Bankowa, 25 VIII</p>	<p>Skala [operacji przewalutowywania transferów unijnych] nie będzie tak wielka, by miało to decydujące znaczenie dla rynku. To nie będą jakieś duże pojedyncze operacje. To będzie proces ciągły, jakieś płatności będą wychodzić i przychodzić codziennie. Natomiast te sprawy będą dopiero przedmiotem formalnych ustaleń między Ministerstwem Finansów a NBP. Podobne umowy mamy już, choć w skromniejszym wymiarze, w odniesieniu do środków przedakcesyjnych.</p>



## Pod lupą: Rząd i polityka

- Doradca prezydenta wieści zmianę reżimu kursowego
- Pojawiły się pogłoski o zmianie ratingu Polski
- ... choć wydają się one być nieco na wyrost
- ... nawet mimo pogarszających się perspektyw ratingu

### Zmiana reżimu kursowego? Raczej nie.

Szef doradców ekonomicznych prezydenta Witold Orłowski wprowadził znaczące zamieszanie na polskim rynku finansowym, wyrażając opinię, że wybrana na początku przyszłego roku Rada Polityki Pieniężnej może zdecydować się na zmianę reżimu kursowego, wprowadzając tzw. kurs półpłynny (przedział kursowy  $\pm 15\%$  oraz interwencje walutowe przeciwdziałające aprecjacji), a rząd z pewnością by takie rozwiązanie poparł. Wypowiedzi te spowodowały znaczne osłabienie złotego, i być może to było powodem, że doradca prezydenta dodał w wypowiedzi dla PAP, że była to tylko „jego ocena jako analityka”.

Niemniej jednak, na wypowiedź Orłowskiego zareagował minister finansów, stwierdzając, że obecny system całkowicie płynnego kursu walutowego sprawdza się i nie ma powodów do jego zmiany. Dodał, że decyzja o przywiązaniu złotego do euro może zostać podjęta dopiero wówczas gdy perspektywy polityki fiskalnej będą bardziej klarowne i nie nastąpi to wcześniej niż w 2004 roku. Raczkó poparł ideę przyjęcie jak najszerszego pasma wahań po wejściu Polski do systemu ERM2. Rzecznik ministerstwa zaprzeczył rozmowom z bankiem centralnym dotyczącym reżimu kursowego, co zostało potwierdzone przez przedstawiciela NBP.

Do polityki kursowej odniósł się również wicepremier Jerzy Hausner, stwierdzając że rząd jest zadowolony z obecnego poziomu kursu walutowego. Zapytany jednak o możliwe konsekwencje obniżenia ratingu Polski (szczegółowo poniżej) Hausner odparł, że rząd wraz z bankiem centralnym powziąłby natychmiastowe działania stabilizacyjne, zapobiegające deprecjacji złotego.

### Pogłoski o zmianie ratingu Polski przez S&P

Plotki o możliwości obniżenia ratingu Polski, które pojawiły się na rynku finansowym znalazły potwierdzenie, gdy analityk agencji S&P Beatriz Merino przyznała w wywiadzie dla agencji Reuters, że rating może zostać obniżony po ostatecznym przyjęciu projektu budżetu na 2004 r., „jeśli rząd nie podejmie kwestii reform w nadchodzących dyskusjach”. Należy

jednak stwierdzić, że informacja taka nie powinna być odbierana jako wielka niespodzianka. Po tym jak w czerwcu S&P obniżyło perspektywę ratingu dla Polski ze ‘stabilnej’ na ‘negatywną’ należało oczekiwać, że analitycy będą uważnie śledzić parametry fiskalne Polski i że bardziej prawdopodobne jest obniżenie, a nie podwyżka ratingu. Faktem jest, że istnieje ryzyko niekorzystnej zmiany nastawienia inwestorów do polskiego rynku, a będzie to w znacznym stopniu zależało od propozycji polityki fiskalnej. Jednak z drugiej strony, inny analityk agencji S&P, Moritz Kraemer, powiedział w wywiadzie dla PAP, że nie widzi presji na zmianę ratingu Polski przypominając o niedawnej zmianie perspektywy ratingu i stwierdzając, że „jak dotąd polityka gospodarcza rządu z grubsza zmierza w oczekiwanym przez nas kierunku”.

### ... Fitch Ratings rozważy zmianę perspektyw ratingu

Również agencja ratingowa Fitch Ratings poinformowała, że rozważy zmianę perspektyw polskiego ratingu po tym, gdy rząd przedstawi szczegóły budżetu na 2004 r. Analityk agencji na Polskę James McCormack powiedział, że ewentualna zmiana perspektyw będzie zależeć głównie od reformy strony wydatkowej budżetu, ograniczenia deficytu budżetowego oraz oczekiwanego tempa przyrostu długu publicznego (agencja spodziewa się, że zbliży się on w przyszłym roku do 55%). Dodał, że w przypadku Polski ważniejszy od zadłużenia zagranicznego (który w ogóle nie stanowi problemu) jest dług krajowy, na którym skupi się rozważając zmianę oceny perspektyw polskiego ratingu. McCormack powiedział, że przedstawione założenia do budżetu na przyszły rok nie są zachęcające, ale optymistycznym sygnałem są oznaki ożywienia gospodarczego, na które wskazują publikowane ostatnio dane. Jest on jednak pesymistą jeśli chodzi o rządową prognozę wzrostu PKB na poziomie 5% w 2004 r. i spodziewa się, że wyniesie on raczej 3,5-4,0%. Takie przewidywania są już oparte na założeniu stymulacji ze strony polityki fiskalnej oraz niewielkich, dalszych cięć stóp procentowych.

Rozważając możliwość obniżenia ratingu przez wspomniane wyżej agencje należy pamiętać, że w pierwszych dniach września przyznały one dla emisji polskich euroobligacji wysoki rating BBB+. Czy nie byłoby więc dziwne wydawanie w pewnym sensie sprzecznych opinii w tak krótkim odstępie czasu? Być może bardziej prawdopodobna jest zmiana ratingu przez agencję Moody's, której przedstawiciele nie wypowiadali się ostatnio na temat Polski. Miejmy nadzieję, że nie jest to cisza przed burzą.



## Wypowiedzi członków rządu i polityków

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i innych polityków dotyczyły w sierpniu głównie kwestii fiskalnych. Wicepremier i minister gospodarki Jerzy Hausner oraz minister finansów Andrzej Raczko zapowiadali, że zrobią wszystko, co w ich mocy, aby obniżyć planowany na 2004 r. deficyt budżetowy poniżej 45,5 mld zł. W tej chwili już wiemy, że im się nie udało. Poza tym, zapewniali oni, że polityka gospodarcza musi pobudzać wzrost gospodarczy, ale jednocześnie musi zapewnić w ciągu kilku najbliższych lat znaczące ograniczenie deficytu budżetowego. Czy tak się rzeczywiście stanie pokażą dokumenty dotyczące polityki fiskalnej, które rząd ma przedstawić we wrześniu (średnioterminowa strategia finansów publicznych oraz wieloletni plan racjonalizacji wydatków budżetowych) i październiku (propozycja kompleksowych zmian w systemie podatkowym). Zdecydują o tym jednak przede wszystkim nie dokumenty rządu, ale konkretne działania zmierzające do konsolidacji finansów publicznych. Na razie jednak perspektywy polityki fiskalnej w dłuższej perspektywie nie wyglądają najlepiej. Potwierdził to w wywiadzie dla agencji PAP wiceminister finansów Ryszard Michalski, mówiąc, że przewidywana droga Polski do strefy euro uległa ostatnio wydłużeniu i obecnie za najwcześniejszą możliwą datę przyjęcia euro uważany jest przez rząd rok 2008, podczas gdy początkowo był to rok 2007. Powiedział on również, że wejście do systemu ERM-2 nie powinno mieć miejsca przed 2006 r. przy założeniu, że wiosną 2008 r. to realistyczna data wejścia do strefy euro. Nie podjęto jednak na razie decyzji o momencie związania złotego z kursem euro. Zdaniem Michalskiego stały kurs parytetowy złotego wobec euro nie powinien się znacznie różnić od obserwowanego obecnie, zakładając, że inflacja pozostanie pod kontrolą (w przedziale 2-3%), a kurs EURUSD utrzyma się w przedziale 1,05-1,10. My uważamy że wejście do strefy euro może nastąpić jeszcze później, a parytet wymiany będzie niższy niż to zakłada Michalski.

Główny doradca ekonomiczny prezydenta RP (i jeden z potencjalnych kandydatów do RPP) Witold Orłowski nadal dostrzega przestrzeń dla redukcji stóp. Nie zgadza się on z opiniami, że stopy nie powinny być obniżane, gdy gospodarka rośnie szybciej, bo jego zdaniem stopy nie powinny być na poziomie obecnym ale na najniższym możliwym, który nie stwarza zagrożenia inflacją. Orłowski podsumował, że nowa RPP może znacznie skorygować poziom stóp procentowych. No cóż, jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami, bowiem spodziewamy się, że stopa referencyjna spadnie do 5% na koniec br. oraz do 4% w 2004 r., gdy zostanie wybrana nowa Rada.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Miller premier PAP, 29 VIII	Potwierdzam wolę obniżenia podatku tak, aby podatek od osób prawnych i dla prowadzących działalność gospodarczą rozliczających się w PIT był jednakowy i wynosił 19 proc. Nikt nie powinien się uchylać od pracy na rzecz znalezienia właściwego rozwiązania. Wprowadzenie 19 proc. opodatkowania dla rozliczających się według PIT powoduje uszczerbek ponad 2 mld zł. Wola naszych partnerów społecznych jest tutaj potrzebna, by można te 2 mld zł wygospodarować.
Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy; PAP, 29 VIII	Nie potrafię powiedzieć, czy uda nam się to uzyskać [redukcję przyszłorocznego deficytu o 2-3 mld zł]. Dzisiaj poszczególni ministrowie starają się mnie przekonać jako koordynatora polityki gospodarczej, premiera i ministra finansów, że ich oczekiwania na zwiększenie środków są zasadne. Przedstawiają swoje argumenty, liczymy i kalkulujemy. Chciałbym, czy się uda, nie wiem. Ale nawet gdyby skończyło się tak, że będzie 45,5 mld zł deficytu, co będzie oznaczało konieczność ostrzejszej polityki fiskalnej w przyszłym roku, to nie uważam, że będzie to zły budżet.
PAP, 28 VIII	Jeżeli znajdę rekompensatę dla brakujących 2,2 mld zł, to robię to natychmiast [wprowadzenie jednolitej stawki podatku 19% dla przedsiębiorców], ale jeżeli nie znajdę, to nie jest żadne porozumienie. To jest próba nieuczciwego potraktowania sprawy.
Reuters, Gazeta Wyborcza 7 VIII	Minister finansów informuje, że nie będzie w stanie sfinansować deficytu budżetu wyższego niż 45,5 mld zł. Rozumiem, że można by rozsądnie dyskutować, czy np. zmniejszenie VAT o 1 pkt. proc. nie spowodowałoby w konsekwencji zwiększenia obrotów i wzrostu podatku i wydaje mi się, że jest to racjonalne, być może o 2 czy 3 pkt. proc. [...] Natomiast, gdy ktoś mówi o 7 pkt. proc. i to w roku, kiedy wchodzimy do UE i mamy do czynienia z napięciem w budżecie państwa i sytuacja, w której istnieje obawa o to, że jeśli będziemy nieostrożni, to możemy utracić kontrolę nad finansami publicznymi, to wydaje mi się to być propozycja niepokojąca.
PAP, Gazeta Wyborcza, 6 VIII	Polityka gospodarcza musi pobudzać wzrost gospodarczy i zapewnić w ciągu kilku najbliższych lat znaczące ograniczenie deficytu budżetowego. Jeśli zagram za ostro i przelicuję, to nic nie zdołam zrobić. Jeśli nie dolicuję, to nie osiągnę celu. W tej kwestii niektórzy członkowie RPP forsują ostrą strategię, najlepiej chcieliby ciąć bardzo ostro wydatki w 2004 roku, potem natychmiast złożyć wniosek i wchodzić (do strefy euro) jak szybko się da. To niebezpieczna skrajność. Uważam, że konieczne dostosowanie fiskalne powinno się odbywać na wolniejszej ścieżce. Duże jednorazowe ścięcia stóp procentowych dwa lata temu dałyby mocny impuls gospodarce. To przypało. Dlatego dyskusja o stopach procentowych nie ma już teraz większego sensu. Wtedy - miała, więc grzmiałem, bo chciałem ratować sytuację. Obecnie Rada obniża stopy po kawaleczku i przy ich obecnym poziomie to nie jest złe podejście, zwłaszcza, że ożywienie w gospodarce już mamy.
Andrzej Raczko, minister finansów; PAP 28 VIII PAP, 26 VIII	Byłaby między nami zgoda co do obszarów, w których trzeba ograniczać wydatki budżetowe. Zasadnicza różnica zdań dotyczyłaby tego, jak szybko pewne rzeczy przeprowadzić i w jakiej sekwencji. Tu Leszek Balcerowicz pewnie byłby zwolennikiem znacznie szybszego ograniczania wydatków. Ja zaś uważam, że konieczne dostosowanie fiskalne powinno odbywać się na wolniejszej ścieżce i przy uwzględnieniu elementowy, na które pan Balcerowicz patrzy z dużym chłodem. On uważa, że ograniczanie wydatków samo z siebie zwiększy popyt w ogóle, ja natomiast twierdzę, że gospodarka potrzebuje impulsu popytowego, zwłaszcza inwestycyjnego.
Gazeta Wyborcza, 22 VIII	Zawsze jest przestrzeń do obniżki stóp procentowych. Za kwestię polityki oprocentowania odpowiedzialna jest RPP.
	Należy być ostrożnym, 3,2% [wzrostu PKB w 2003] jest w zasięgu ręki, a może być lepiej. Ostatnie dane mają oczywiście wpływ na wysokość przewidywań dotyczących wzrostu PKB.
	Nie powiem, by deprecjacja złotego szczególnie martwiła ministra finansów, zwłaszcza że przyczyniła się do ożywienia gospodarczego. Groźne byłoby natomiast nadmierne osłabienie naszej waluty. Zresztą w przyszłym roku raczej nam to nie grozi. Przeciwnie. Spodziewamy się raczej wzmocnienia złotego wobec euro, choćby dlatego, że waluta europejska zapewne będzie traciła w stosunku do dolara. Zmiany kursu będą działały zatem na rzecz obniżania długu publicznego.
	Na pewno nie ma niepokoju. Na wzrost rentowności trzeba spojrzeć w szerszej perspektywie. W Polsce od dwóch lat trwały obniżki stóp procentowych NBP. To z kolei powodowało spadek rentowności obligacji. Dalszy spadek stóp procentowych będzie już jednak wolniejszy. [...] Obligacje rywalizują jako instrument lokowania pieniędzy z akcjami. Dopóki panowała na rynku akcji bessza, rentowność obligacji spadała. Teraz kursy akcji rosną, więc musiało to pociągnąć za sobą także wzrost rentowności obligacji.
	W tym roku minimy 50% [długu publicznego do PKB], a w przyszłym dotrzemy do 55% PKB. [...] Niepokojące jest szybkie narastanie długu. To jeden z głównych problemów rządu, a w szczególności ministra finansów. Musimy w ciągu trzech lat doprowadzić do odwrócenia tendencji wzrostu długu w stosunku do PKB. [...] Nie możemy liczyć na to, że szybki wzrost gospodarczy sam w sobie rozwiąże nasze problemy. Musimy koncentrować się nie tylko na pobudzaniu wzrostu, ale także na ograniczaniu deficytu budżetu poprzez zdecydowaną racjonalizację wydatków.



PAP, 8 VIII	<p>[...] Przedstawiony przeze mnie scenariusz obniżania poziomu długu, począwszy od 2006 r., wcale nie oznacza odkładania naprawy finansów publicznych. [...] Działania na rzecz racjonalizacji i zdyscyplinowania wydatków państwa przyniosą efekty dopiero po jakimś czasie. Tym bardziej trzeba się za to zabrać jak najszybciej! Nie ma możliwości zwiększania deficytu ponad poziom zaproponowany przez rząd, czyli 45,5 mld zł. Ten deficyt i tak jest bardzo wysoki. Jego skutkiem będzie szybki wzrost zadłużenia. Nie ma dużego pola manewru. Okres szybkiego wzrostu to najlepszy czas na podejmowanie naprawy finansów publicznych. Jeżeli ten czas przegapiamy, to zdusimy ożywienie gospodarcze, a problemy pozostaną. Przedstawiony przeze mnie scenariusz zahamowania wzrostu długu publicznego, począwszy od 2006 r., jest realny, ale wymaga wcześniejszych działań naprawczych. Bez nich dług przekroczy 60% PKB i wtedy naprawdę będziemy mieli poważne kłopoty. [...] Trzeba będzie ciąć wydatki mechanicznie i podwyższać podatki.</p> <p>Wzrost jest oparty na zdrowych podstawach. Rośnie produkcja i eksport, wydajność pracy, konkurencyjność przedsiębiorstw.</p> <p>Z punktu widzenia budżetu nasze członkostwo w Unii wiązać się będzie ze sporymi kosztami, które nie do końca są możliwe do dokładnego oszacowania. [...] Saldo integracji będzie jednak zdecydowanie dodatnie dla gospodarki i społeczeństwa, choć te korzystne efekty nie będą bezpośrednio widoczne w budżecie.</p> <p>Będę do tego [obniżenie deficytu budżetowego w 2004 r. o 2-3 mld zł z 45,5 mld zł] dążył na wszystkie możliwe sposoby. Chciałbym jak najwięcej, trudno jest mówić o kwotach, chcę się dowiedzieć o limitach, jakie przekazał ministrowie. Sądzę, że te kwoty są realne.</p> <p>MSP przysłało harmonogram prywatyzacji na ten i przyszły rok. Wynika z niego, że łączne przychody z prywatyzacji, bez uwzględnienia tego, co w tym roku już zostało wykonane, wyniosą 14 mld zł.</p> <p>W roku 2004 planowane jest pozyskanie środków w kwocie około 3-4 mld euro. Nasze zapotrzebowanie pożyczkowe jeśli chodzi o emisję papierów na rynkach zagranicznych wynika ze struktury długu zagranicznego. Do tego przygotowany jest profil emisji. Kluczowym rynkiem pozostaje rynek europejski. Jeśli będzie potrzeba i okoliczności będą sprzyjały, będziemy również funkcjonować na rynku amerykańskim. Przeprowadziliśmy interesującą emisję obligacji w jenach. Kwota nie była duża, ale myślimy o zarządzaniu długiem w dłuższej perspektywie. Musimy stopniowo wchodzić na rynek jena. To jest dobra reklama Polski i polskich możliwości finansowych.</p>
Piotr Czyżewski, minister skarbu; Reuters, 29 VIII	<p>Myślę, że tym roku dokończymy prywatyzację TPSA. Pierwszy pakiet akcji TPSA trafi na giełdę na przełomie września i października, a drugi późną jesienią. Na razie nie wiem jaka będzie wielkość pakietów i o tym decyduje doradca.</p>
Wojciech Olejniczak, minister rolnictwa; PAP, 7 VIII	<p>Jestem za wprowadzeniem takiego podatku [dochodowego dla rolników]. W tak trudnych sytuacjach jak na przykład w tym roku pozwalałoby to rolnikom w ogóle nie płacić podatku: płaciliby tylko wówczas, gdy są plony, a więc gdy jest zysk. W Polsce wszyscy płacą podatki, ale teraz rolnicy są najbardziej pokrzywdzeni: płacą niezależnie od tego, czy i co uprawiają na swojej ziemi. Czy mają wysokie dochody, czy niskie, czy też nie osiągają ich wcale, to i tak płacą.</p>
Krzysztof Pater; wiceminister gospodarki, pracy i polityki społecznej; Reuters, 7 VIII	<p>W drugiej połowie przyszłego roku trzeba będzie podjąć dyskusję nad kwestią limitu na inwestycje zagraniczne. W rządzie jest zgoda, że trzeba go zwiększać. Przygotować taki projekt ustawy to nie sztuka, sztuką jest przeprowadzenie tego przez parlament. Ostatnia nowelizacja pokazała, że mogą być problemy ze zwiększeniem limitu. Posłowie Prawa i Sprawiedliwości zgłosili przeciw poprawkę, by w ogóle zakazać takich inwestycji. Nieprzewidywalnie zachowuje się też Platforma Obywatelska. W przyszłym roku można będzie się sprawą (zwiększenia limitu na inwestycje zagraniczne) zająć ponownie, ponieważ zmieni się rzeczywistość - będziemy już w Unii Europejskiej, po wyborach do Parlamentu Europejskiego. Nie ulega wątpliwości, że limit trzeba zwiększyć. Rozumiem, że rząd chce pozostawić te środki w kraju, by wykorzystać je na projekty infrastrukturalne. Problem w tym, że mimo zapowiedzi od dwóch lat tych projektów nie ma, a nam grozi przewartościowanie akcji i bańka spekulacyjna.</p>
Ryszard Michalski, wiceminister finansów; PAP, 19 VIII	<p>[O przyszłorocznej krajowej emisji papierów skarbowych] Jest to duża kwota, bo wiąże się z operacjami zamiany, wykupu, jak również z nowymi emisjami [...]. Kwota emisji obligacji jeszcze nie jest ostateczna, bo to zależało będzie od budżetu. [...] Zakładamy większe wpływy z prywatyzacji, ale nie jest to kwestia przesądzona. Obecnie mówi się o kwocie 14 mld zł z prywatyzacji w tym i przyszłym roku. To poprawiłoby sytuację, bo nowych emisji musiałyby być z tytułu deficytu, potrzeb pożyczkowych budżetu 30 mld zł z pewnym układem.</p>
Reuters, 7 VIII	<p>Pracujemy nad strategią zarządzania długiem publicznym, gdzie są przesądzone kwestie dotyczące finansowania krajowego i zagranicznego. Krajowe będzie dominujące w proporcji jeden do dziesięciu. To rzuca pewne światło na skalę operacji przyszłorocznych.</p> <p>Zakładając, że inflacja będzie pod kontrolą, co jest całkiem prawdopodobne, to wówczas niewiele trzeba deprecjonować złotego [ustalając parytet wobec euro], chociaż każda deprecjacja stanowi pewną pomoc dla gospodarki. [...] Gdyby cross eurodolar utrzymał się na poziomie około 1,1 z tendencją spadku (mówi się, że siła nabywczą eurodolara jest na poziomie 1,05), dolar wzmacniałby się wobec euro do poziomu 1,05 w ciągu najbliższych 2-3 lat, to wówczas, przy inflacji 2-3% rocznie, oznaczałoby, że ten kurs centralny niewiele musiałby odbiegać.</p> <p>Jeżeli przyjmiemy, że realistyczna data przystąpienia do strefy euro jest to wiosna 2008 r., to dwa lata wcześniej trzeba by wejść do mechanizmu kursowego EMR2. Z tego wynikałoby, że musielibyśmy zrobić to z początkiem roku 2006 r. [...] Następuje spowolnienie procesu przystępowania do strefy euro o jeden rok. Upřednio mówiliśmy o 2007 r., teraz mówimy o wiosnie 2008 r. [...] Zobaczymy jak będzie wyglądał przyszły rok, jest on bardzo ważny i wtedy na początku 2005 r. podejmiemy decyzję jak dalej procedować.</p>
Początkowo chcemy wejść z ofertą wielkości 300 milionów euro, liczymy na polski rynek, na polskich pośredników bankowych, także na oferty inwestorów polskich i zlecenia od osób prywatnych. Z sygnałów, które otrzymujemy z rynku wynika, że popyt może być bardzo duży. W przypadku tak dużego popytu, możliwe jest zwiększenie emisji obligacji o zmiennej stopie procentowej do 500-600 milionów euro.	
Elżbieta Mucha wiceminister finansów PAP, 29 VIII	<p>Podatek [od dochodów kapitałowych] wprowadzony zostanie zgodnie z przedłożeniem rządowym z dniem 1 stycznia. Jest to podatek nie podnoszący progresji. Prawa nabyte zostaną zachowane.</p>
Robert Kwaśniak, wiceminister finansów PAP, 28 VIII	<p>Nie planujemy już żadnych zmian w akcyzie w bieżącym roku. Po tym jak w ubiegłym roku obniżona została akcyza na alkohol najpierw spadły wpływy z akcyzy, ale potem po wzroście produkcji wzrosły też wpływy z akcyzy.</p>
Halina Wasilewska- Trenkner wiceminister finansów Reuters, 31 VIII	<p>45,5 miliarda złotych to jest poziom, który bardzo trudno sfinansować. To jest ogromna suma pieniędzy. (...) Gdyby się udało go obniżyć, to oczywiście byłoby to bardzo pozytywne zdarzenie, ale to zależy od tak wielu czynników, że jeszcze trudno powiedzieć, czy nam się to uda. Praca nad każdym budżetem, szczególnie tym przyszłorocznym, kiedy jest jeszcze dużo niewiadomych, jest jak układanie puzzli, w których nie wszystkie elementy wydają się pasować. Jesteśmy w trakcie rozmów z poszczególnymi resortami, a rozmowy te są trudne - mamy już projekt limitów, czyli rozpisanie budżetu w jego podstawowej części. Może się okazać, że korekty będą potrzebne po obu stronach, dochodów i wydatków, a jaki będzie wymiar tych korekt na razie nie jesteśmy w stanie powiedzieć.</p>



	<p>Sytuację z tegorocznym budżetem mamy taką, że Wysoka Izba dopisała nam 820 milionów złotych dodatkowych dochodów z podatków pośrednich i cła. Prawdopodobnie ich nie uzyskamy, ale jednocześnie te dochody miały być źródłem warunkowych wydatków i teraz jest duże prawdopodobieństwo, że tych dodatkowych wydatków po prostu nie będzie. Nie jest tak, że możemy powiedzieć, że zamykamy oczy i czekamy na koniec roku, ale rewizji pod tytułem zwiększenie deficytu na pewno nie będzie. Zwiększenie deficytu byłoby samobójstwem. Uczciwie powiem, że nie wiem na ile wpływów z prywatyzacji można liczyć (w tym roku) i to jest nasze zmartwienie. Każde pojawienie się wpływów z prywatyzacji to jest dla nas zysk, bo nie musimy emitować papierów dłużnych i zyskujemy na tym polu większa płynność. (Ale) jeśli chodzi o przychody z prywatyzacji zapisane w przyszłorocznym budżecie, to siedem miliardów złotych wydaje się być wartością podstawową i możliwą do realizacji, a to oznacza, że trzeba będzie osiągnąć przychody z prywatyzacji w kwocie około dziewięciu miliardów. W przyszłym roku (dług publiczny w relacji do PKB) może wzrosnąć do 54-55 procent. I znowu bardzo dużo zależy od tego, co się będzie działo z prywatyzacją. Mam głęboką nadzieję, że w przyszłym roku nie przekroczymy progę 55 procent. Tym co daje nam szansę na optymistyczne patrzenie w przyszłość są sprawy związane z eksportem, ale także z wynikami działu, który przez wiele miesięcy był piętą achillesową gospodarki, czyli budownictwem (co będzie oznaczać większe wpływy dla budżetu).</p>
Jacek Krzyślak, dyr. dep. analiz MF; PAP, Reuters, 27 VIII	<p>Szacujemy, że [w sierpniu] ceny były niższe o 0,4% niż w lipcu, co przekłada się na roczny wskaźnik na poziomie 0,7%. [...] Naszym zdaniem spadek inflacji cały czas jest powodowany przez żywność. Uważamy, że w drugiej połowie miesiąca ceny żywności nie będą już spadać. Od września inflacja zacznie rosnać, ale niewiele – do 1,3-1,4% na koniec roku.</p>
Gazeta Wyborcza, 22 VIII  PAP, 20 VIII	<p>Niewykluczone jednak, że minister Grzegorz Kołodko miał rację, 3,5% PKB [w br.] zapisane w budżecie jest bardzo prawdopodobne. [...] Do tej pory stawialiśmy na 3,2% wzrostu gospodarczego w II kw. i 3,4% w III kw. Teraz wiadomo, że będzie lepiej, możliwe jest nawet 4% w ostatnich trzech miesiącach roku. Wyniki finansowe przedsiębiorstw są bardzo dobre i to dobrze rokuje dla inwestycji. Dane [o produkcji przemysłowej] są rewelacyjne, nie spodziewaliśmy się aż tak dobrych danych i zapewne będzie trzeba zweryfikować nasze prognozy w górę.</p>
Elżbieta Suchocka-Roguska, dyr. dep. budżetu MF; Reuters, 27 VIII	<p>Nie ma napięć w budżecie, harmonogram jest realizowany zgodnie z planem. Prawdopodobne jest, że dochody budżetu w tym roku będą niższe od planowanych. Faktycznie dochody do tej pory są mniejsze niż planowane, ale następuje dostosowanie po stronie wydatkowej.</p>
Edmund Cichowski dyr. dep. akcyzy MF PAP, 13 VIII	<p>Od 1 stycznia znacząco obniżymy stawki [na piwo i wino]. Będziemy obserwować rynek i możliwe, że z datą wstąpienia do Unii Europejskiej zrobimy kolejny krok. W sumie stawki podatku mogą zostać obniżone o 20-30 proc. Nie chcę tego jednoznacznie przesądzać. Będą prowadzone jeszcze rozmowy na ten temat. To, co zamierzamy zrobić to - z grubsza licząc - jest jedna trzecia drogi, jaką mamy do pokonania, żeby nasze opodatkowanie zbliżyć do stawek stosowanych w Unii Europejskiej. Rozważamy taki wariant [warunku obniżki cen dla obniżki akcyzy], ale to trochę pachnie administrowaniem cenami. Zresztą ten warunek przy spirytusie wywołał pożądaną reakcję tylko na samym początku. Potem wielu producentów zachowywało się rynkowo: zwiększał się popyt, więc podwyższali ceny. Przy konstruowaniu ustawy budżetowej na przyszły rok ministerstwo będzie jednak brało pod uwagę skutki obniżek. Na razie kierownictwo MF nie ma zastrzeżeń do propozycji naszego departamentu.</p>
Witold Orłowski, główny doradca ekonomiczny prezydenta; PAP, 25 VIII	<p>Polska gospodarka naprawdę może liczyć na tempo wzrostu sięgające co najwyżej 5% PKB. To może krótkookresowo odchylić się w górę, ale za cenę narastania nierównowagi gospodarczej. Będę podtrzymywać, że przy obecnej skali zaawansowania reform strukturalnych gospodarka będzie nawet w fazie ożywienia rosła w ograniczonym stopniu. [...] Jeśli jest jeszcze czas na przeprowadzenie reform strukturalnych, przede wszystkim jeśli chodzi o sektor publiczny [...], to polska gospodarka mogłaby rosnać w tempie 8, 9, 10%. Zawsze jest tak, że przy dużym niewykorzystaniu zdolności, przy dużej luce popytowej, a taką mamy sytuację, właściwie wzrost jest bezinflacyjny. Przy czym należy oddzielić tutaj wahania inflacji wynikające z czynników podażowych od „przegrzewania się”. [...] Możemy liczyć na wiele kwartałów, czyli co najmniej rok wzrostu, przy którym trudno będzie mówić o „przegrzewaniu się” gospodarki. O tym będzie można mówić, jeśli dość szybki wzrost utrzyma się przez rok, dwa lata. Cały czas istnieje pole do obniżek stóp. Kwartał, dwa, trzy kwartały temu stopy powinny być niższe niż były. W tej chwili coraz mocniejszy staje się argument - po co obniżać, skoro gospodarka zaczyna się rozwijać? Odpowiedź brzmi: dlatego, że stopy powinny być nie na poziomie zastanym, ale najniższym poziomie, który nie zagraża wzrostowi inflacji. [...] Jeszcze jest możliwość i w ciągu tych najbliższych kwartałów będzie to ostatnia możliwość, ze względu na dużą lukę popytową, obniżenia stóp [...]. Sądzę, że nowa Rada może się zdecydować na dość znaczącą korektę stóp. Im dalej, tym taka decyzja staje się bardziej ryzykowna.</p>
Anonimowe źródło rządowe, PAP, Reuters, 5 VIII	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Mamy zgodność, że można je obniżyć [rezerwy obowiązkowe], pytanie tylko, jak to zrobić. Nie ma różnicy stanowisk pomiędzy rządem a NBP w tej sprawie.</li> <li>2. Chcemy opracować taki system tworzenia i opodatkowania rezerw w bankach komercyjnych oraz uzgodnić z NBP taki poziom rezerw obowiązkowych, dzięki którym można byłoby uruchomić linie kredytowe na prefinansowanie i współfinansowanie projektów unijnych. To nie jest jednak priorytet. Główny cel to ułatwienie przedsiębiorstwom dostępu do kapitału.</li> </ol>

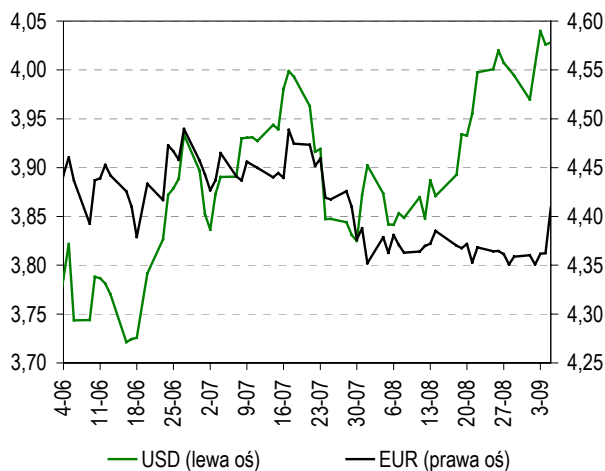
## Monitor rynku

- **Złoty wyjątkowo stabilny wobec euro**
- **Obligacje - wzrosła premia za ryzyko**

### W sierpniu ciąg dalszy spokojnych wakacji

W sierpniu na polskim rynku walutowym nadal panował wakacyjny spokój. Po stosunkowo spokojnym lipcu (podczas gdy w dwóch poprzednich latach pierwszy miesiąc wakacji był bardzo nerwowy) sierpień był jeszcze bardziej senny. Obroty i dzienne zmiany kursów były niewielkie. W sierpniu bardzo stabilny był kurs EURPLN, który poruszał się w wyjątkowo wąskim przedziale (patrz niżej). W tej sytuacji większą zmienność wykazywał kurs USDPLN, na który przekładały się zmiany na rynku międzynarodowym. Na koniec sierpnia złoty był słabszy o około 1% wobec koszyka walutowego w porównaniu z końcem czerwca. Znaczna większość tej zmiany wynikała z deprecjacji złotego wobec dolara w ślad za aprecjacją waluty amerykańskiej wobec europejskiej na świecie.

### Złoty w ostatnich 3 miesiącach



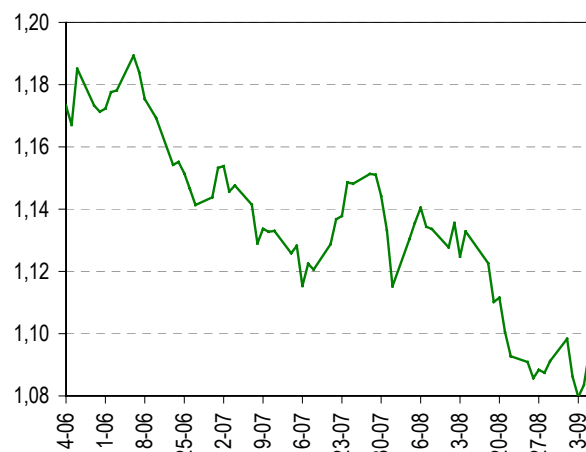
Źródło: NBP

Według kursów fixingowych NBP w sierpniu dolar był notowany pomiędzy 3,8414 zł (6 VIII) a 4,0198 zł (26 VIII) i średnio na poziomie 3,9186 zł (wobec 3,9036 zł w lipcu). Natomiast euro wyceniano od 4,3510 zł (28 VIII) do 4,3852 (14 VIII) oraz przeciętnie na poziomie 4,3665 zł (w lipcu 4,4398 zł). Średnie kursy euro i dolara były nieco wyższe od naszych prognoz z poprzedniego MAKROskopu (odpowiednio 4,35 i 3,85). Większa różnica wystąpiła w przypadku do dolara, co w dużej mierze wynikało z silniejszej niż oczekiwaliśmy aprecjacji waluty amerykańskiej.

Warto zwrócić uwagę na wyjątkowo stabilny w sierpniu kurs EURPLN. Szukając przyczyn tego zjawiska, trzeba pamiętać, że nastąpiło ono w okresie wakacyjnym, gdy

ze względu na spokojniejsze otoczenie, rynki są stabilniejsze. Jednak nie można nie zauważyć, że euro ustabilizowało się blisko poziomu 4,35, który kiedyś nazwaliśmy „poziomem Kołodki”, bowiem ówczesny minister finansów mówił o nim jako o korzystnym dla gospodarki oraz jako o parytecie po którym złoty zostanie zamieniony na euro (naszym zdaniem parytet będzie raczej niższy). Ponadto, przy tak stabilnym kursie euro, główne waluty dla polskiego rynku zamieniły się rolami, bowiem dotąd to kurs dolara był stabilniejszy i reagował głównie na wydarzenia krajowe, a kurs euro odzwierciedlał również zmiany na rynku międzynarodowym.

### Kurs euro do dolara



Źródło: NBP, BZ WBK

W pierwszym tygodniu września rynek się ożywił. Skończyły się wakacje i spokój w otoczeniu rynku. Plotki o możliwości obniżenia ratingu Polski oraz wypowiedź Witolda Orłowskiego o możliwym odejściu od płynnego kursu walutowego spowodowały gwałtowną deprecjację złotego wobec obu walut, a kursu EURPLN zbliżył się do poziomu 4,45, który nie był obserwowany na rynku od połowy lipca.

### Rynek obligacji nadal w ślad za globalnym trendem

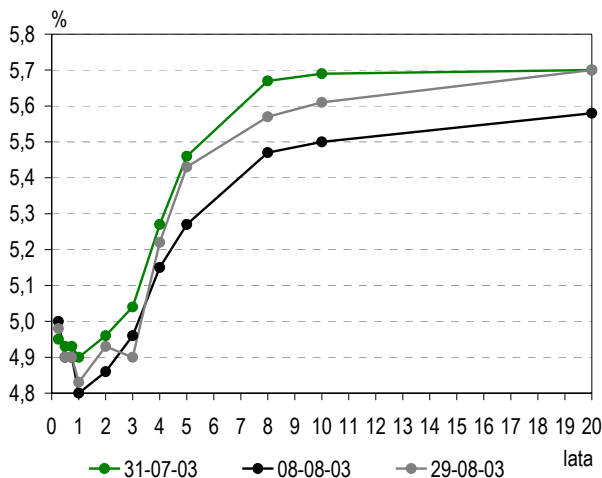
Po znacznym wzroście rentowności obligacji w lipcu, w pierwszym tygodniu sierpnia sytuacja odwróciła się i rynek znacznie się wzmocnił. Podobnie jak przy lipcowym osłabieniu, ceny pozostawały pod wpływem nastrojów na rynku międzynarodowym, które jednak tym razem były pozytywne po serii udanych aukcji. Również rynek był wspierany przez optymistyczne oczekiwania na przetarg obligacji w kraju, a potem jego dobre wyniki oraz dane o cenach żywności.

W pozostałych tygodniach sierpnia rynek był znów zdominowany przez trend spadkowy na rynkach

światowych, a jego wpływ był tylko na krótko odwracany lub wzmacniany wydarzeniami w kraju, np. dobrymi danymi o inflacji, czy negatywnie odebrany przez rynek komunikatem z posiedzenia RPP. Jednak dzięki znacznemu spadkowi na początku miesiąca, w sumie krzywa odnotowała w sierpniu niewielki ruch w dół. Różnice rentowności między rynkiem polskim a europejskim pozostały na zbliżonym poziomie, wskazując na brak zwiększenia premii za ryzyko.

Pod koniec pierwszego tygodnia września nastąpił gwałtowny wzrost rentowności na długim końcu krzywej w wyniku plotek o możliwości obniżenia ratingu Polski, a następnie informacji, że agencja S&P rzeczywiście może rozważyć taki krok. W wyniku tego zamieszania premia za ryzyko dla polski papierów, mierzona różnicą pomiędzy oczekiwaną pięcioletnią stopą procentową w Polsce i w Europie za najbliższe pięć lat, wzrosła o 25 pb do 100 pb. Porównując z najniższymi poziomami z początku lipca, różnica ta zwiększyła się o niemalże o 90 pb.

**Krzywa rentowności**

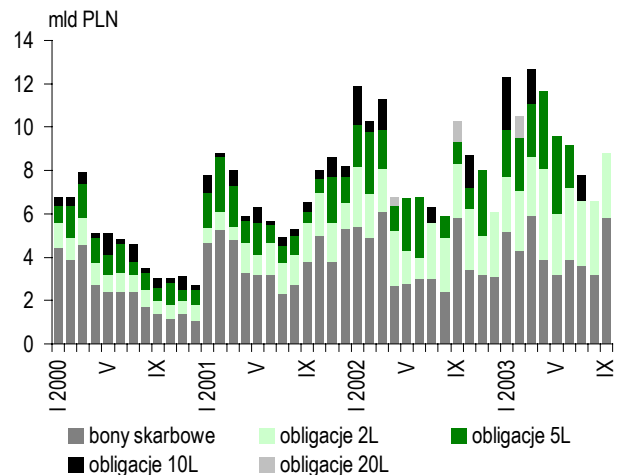


Źródło: BZ WBK

3 września odbył się drugi przetarg benchmarku dwuletniego OK0805. Zaoferowano obligacje o wartości nominalnej 2,5 mld zł i odnotowano wysoki popyt (6,2

mld zł), dwa i pół razy wyższy od podaży. Oczywiście sprzedano wszystkie zaoferowane obligacje, jednak oferowane niskie ceny przełożyły się na wzrost średniej rentowności do 4,982% z 4,894% na przetargu w sierpniu, która znalazła się nieco powyżej oczekiwań, ale była zgodna z bieżącymi notowaniami rynkowymi.

**Podaż papierów skarbowych**



Uwaga: IX 2003 bez obligacji 5-letnich  
Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Dwa dni przed zaplanowaną na 10 września aukcją obligacji 20-letnich została ona odwołana ze względu na niekorzystne warunki rynkowe. Na przetargu 17 września podaż obligacji 5-letnich PS0608 będzie się mieścić w przedziale 1,8-2,8 mld zł.

**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ			
	13-tyg	26-tyg.	52-tyg.	Suma
04.08.2003	-	-	700 / 700	700 / 700
11.08.2003	-	-	600 / 600	600 / 600
18.08.2003	-	-	900 / 900	900 / 900
25.08.2003	-	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
<b>Razem sierpień</b>	-	-	<b>3 200 / 3 200</b>	<b>3 200 / 3 200</b>
01.09.2003	-	-	900	900
08.09.2003	400	-	800	1 200
15.09.2003	400	-	800	1 200
22.09.2003	-	200	900	1 100
29.09.2003	-	400	1 000	1 400
<b>Razem wrzesień</b>	<b>800</b>	<b>600</b>	<b>4 400</b>	<b>5 800</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów

**Przetargi obligacji skarbowych w 2003 r. (mln zł)**

miesiąc	data	I przetarg			II przetarg			III przetarg				
		obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	08.01	OK1204	2 500	2 500	15.01*	DS1013	2 400	2 400	22.01	PS0608	2 200	1 959,1
lut	05.02	OK1204	2 800	2 114,3	12.02	WS0922	1 000	0	19.02*	PS0608	2 400	2 000
marzec	05.03*	OK1204	2 750	2 750	12.03	DS1013	1 600	1 600	19.03	PS0608	2 400	2 236,8
kwiecień	02.04*	OK0405	4 200	4 200	16.04*	PS0608	3 600	3 600	-	-	-	-
maj	07.05	OK0405	2 800	2 800	21.05*	PS0608	3 600	3 555	-	-	-	-
czerwiec	04.06*	OK0405	3 300	2 852,2	18.06	PS0608	2 000	2 000	-	-	-	-
lipiec	02.07*	OK0405	3 000	2 836,0	9.07*	DS1013	1 200	1 200	-	-	-	-
sierpień	06.08*	OK0805	3 360	3 360	-	-	-	-	-	-	-	-
wrzesień	03.09*	OK0805	3 000	2 501	10.09	WS0922	-	odwołany	17.09	PS0608	-	-
październik	01.10	OK0805	-	-	08.10	DS1013	-	-	15.10	5L	-	-
listopad	05.11	OK0805	-	-	19.11	5L	-	-	-	-	-	-
grudzień	03.12	OK1205	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

\* razem z przetargiem uzupełniającym



## Przegląd międzynarodowy

- **Stopy procentowe bez zmian**
- **Inflacja stosunkowo stabilna**
- **Zbliża się ożywienie w strefie euro**

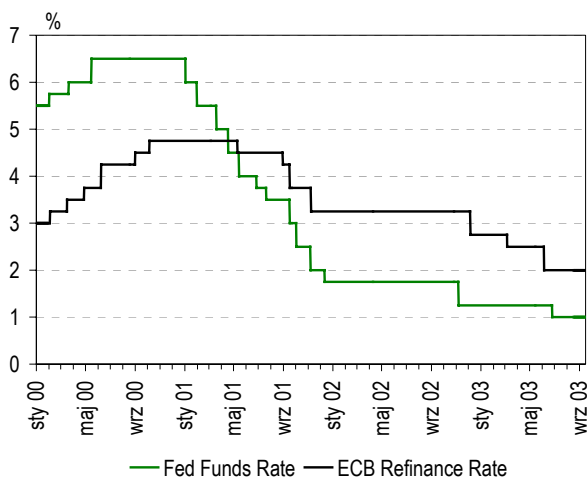
### We wrześniu bez zmian stóp procentowych

Zgodnie z oczekiwaniami Rada Europejskiego Banku Centralnego nie zmieniła stóp procentowych na posiedzeniu 4 września. Główna stopa procentowa w strefie euro – stopa refinansowa – wynosi 2,0% po obniżce o 50 pb 5 czerwca. Na konferencji prasowej po posiedzeniu wiceprezes EBC Lucas Papademos powiedział, że Rada spodziewa się, że ożywienie gospodarcze rozpocznie się w II poł. br. i nabierze tempa w przyszłym roku. Dodał on, że ostatnio zagrożenia dla takiego scenariusza zmniejszają się, ale nie zniknęły jeszcze zupełnie.

W swoim ostatnim biuletynie miesięcznym EBC napisał, że obecny kształt polityki pieniężnej jest odpowiedni, a historycznie niskie stopy procentowe sprzyjają aktywności gospodarczej. Powtórzono opinię, że ożywienie w gospodarce europejskiej nastąpi w II połowie br. Wysokie ceny ropy naftowej zostały wymienione jako zagrożenia dla inflacji, jednak EBC prognozuje, że roczna stopa inflacji będzie do końca br. oscylować wokół 2%, a w przyszłym roku spadnie poniżej tego poziomu.

W Stanach Zjednoczonych najbliższe posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku jest zaplanowane na 16 września. Od czerwca br. stopa funduszy federalnych pozostaje na poziomie 1,00%, najniższym od 1958 r. W chwili obecnej większość analityków prognozuje brak zmiany poziomu stóp na tym posiedzeniu.

### Stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Reuters

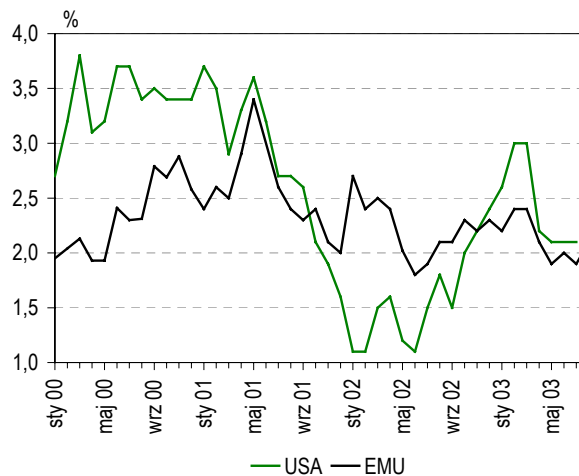
### Inflacja konsumenta nadal około 2%

Według ostatecznych kalkulacji, ceny konsumenta w strefie euro spadły w lipcu o 0,2% m/m i w związku z tym roczna stopa inflacji spadła do 1,9% z 2,0% w czerwcu, co było dokładnie zgodne ze wstępną publikacją, ale niższe od prognoz analityków na poziomie -0,1% m/m oraz 2,0% r/r. Natomiast według wstępnych szacunków, w sierpniu roczna inflacja w strefie euro zwiększyła się do 2,1%, osiągając najwyższy poziom od czterech miesięcy i przekraczając tym samym limit ustalony przez EBC jako wyznacznik stabilności cenowej w średnim okresie. Tymczasem analitycy spodziewali się przyspieszenia dynamiki cen do poziomu tego limitu czyli 2,0%. W lipcu ceny producenta w strefie euro były niższe niż prognozowane przez analityków. PPI pozostał bez zmian w porównaniu z czerwcem, a roczna dynamika cen spowolniła do 1,3% z 1,4% przed miesiącem. Prognozy były na poziomie 0,2% m/m oraz 1,5% r/r.

Europejski Bank Centralny podał, że dynamika podaży pieniądza M3 w strefie euro wyniosła w lipcu 8,5% r/r, przyspieszając z 8,4% odnotowanych w czerwcu i zrewidowanych z 8,3%. Tymczasem analitycy spodziewali się spowolnienia tempa wzrostu do 8,1%.

Dane ze Stanów Zjednoczonych o inflacji były zgodne z przewidywaniami analityków. W lipcu ceny konsumenta zwiększyły się o 0,2% m/m, co przełożyło się na stabilizację rocznego wskaźnika inflacji na poziomie z czerwca czyli 2,1%. Natomiast ceny producenta wzrosły w lipcu o 0,1% m/m, czyli nieznacznie poniżej oczekiwanego 0,2% i w związku z tym roczna dynamika cen wzrosła do 3,0% z 2,9% w czerwcu.

### Inflacja konsumenta r/r



Źródło: Reuters

### Gospodarka amerykańska przyspiesza ...

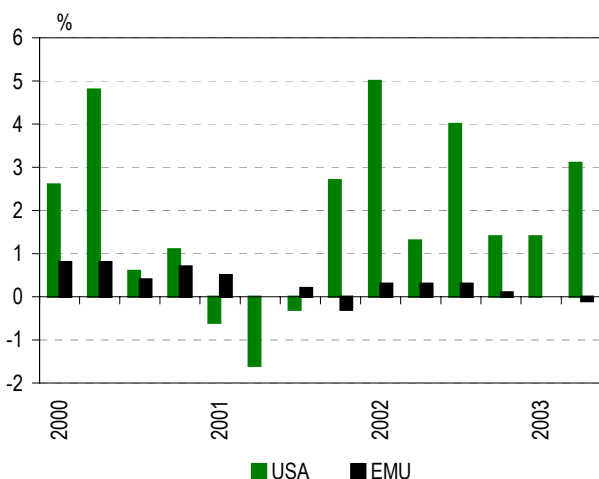
Według wstępnej informacji o wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych, w II kwartale br. amerykański PKB wzrósł o 3,1% kw/kw, a więc szybciej niż podano miesiąc temu w informacji przedwstępnej, gdy wzrost ten szacowano na 2,4%. Ponadto, dane po rewizji były bliskie oczekiwań analityków na poziomie 3,0% i znacznie lepsze od wyniku I kwartału br., czyli 1,4%.

Produkcja przemysłowa w Stanach Zjednoczonych była silniejsza niż oczekiwano bowiem wzrosła w lipcu o 0,5% m/m, w porównaniu z 0,1% wzrostu w czerwcu. Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w lipcu bardziej niż oczekiwano, co wzmocniło oczekiwania rynku dotyczące ożywienia gospodarczego. W porównaniu z czerwcem sprzedaż zwiększyła się o 1,4%, podczas gdy analitycy przewidywali wzrost o 0,9% m/m. Również dane za czerwiec i maj zostały znacznie skorygowane w górę (w czerwcu z 0,5% do 0,9% m/m). Do takiego wyniku istotnie przyczyniła się sprzedaż nowych samochodów.

### ... a w strefie euro jeszcze nie

Dane o wzroście gospodarczym w strefie euro w II kwartale br. okazały się być zgodne z prognozami analityków ale słabsze niż w szacunku wstępnym. PKB strefy euro zmniejszył się o 0,1% kw/kw i odnotował wzrost o 0,2% w ujęciu rocznym, spowalniając z 0,8% r/r odnotowanych w I kwartale i zrewidowanych z 0,9%. Analitycy spodziewali się dynamiki PKB na poziomie -0,1% kw/kw oraz 0,4% r/r, a jej wstępny szacunek wyniósł odpowiednio 0,0% oraz 0,4%. PKB strefy euro spadł po raz pierwszy od IV kw. 2001 r., co wynikało z negatywnej dynamiki w głównych gospodarkach strefy.

### Dynamika PKB kw/kw



Uwaga: stopy wzrostu dla USA annualizowane  
Źródło: Reuters

Komisja Europejska zrewidowała w dół swoją prognozę wzrostu gospodarczego w strefie euro, ze względu na niską dynamikę PKB w I półroczu br. Według najnowszych oszacowań PKB powinien zwiększyć się w całym br. o 0,5% wobec 0,7% prognozowanych poprzednio. Jednocześnie Komisja stwierdziła, że w IV kw. br. gospodarka strefy euro wejdzie w fazę ożywienia głównie dzięki poprawie nastrojów konsumenckich oraz w handlu detalicznym i lepszej koniunkturze międzynarodowej.

Dane o produkcji przemysłowej w strefie euro były wyraźnie słabsze od prognoz. W czerwcu produkcja w strefie euro zmniejszyła się o 0,1% m/m, a roczna dynamika zwolniła do -1,6% z -1,4% odnotowanych w maju i zrewidowanych z -1,3% podanych wcześniej. Prognoza była na poziomie odpowiednio 0,2% i -0,7%. Również sprzedaż detaliczna odnotowała wyniki wyraźnie gorsze od oczekiwań. W czerwcu sprzedaż pozostała bez zmian w ujęciu miesięcznym oraz zwiększyła się o 0,7% r/r, wobec prognoz na poziomie odpowiednio 0,5% i 1,1%.

### Wskaźniki zapowiadają ożywienie w Europie

Najważniejszy wskaźnik koniunktury dla gospodarki Niemiec – indeks nastrojów przedsiębiorców IFO – odnotował w sierpniu wzrost silniejszy niż oczekiwali analitycy, osiągając 90,8 pkt wobec 89,3 pkt w lipcu, podczas gdy prognozy wskazywały na wzrost do 90,0 pkt. Szef instytutu IFO stwierdził, że te dane były zgodne z oczekiwaniami ożywienia gospodarczego w II poł. roku.

W sierpniu aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro spadała wolniej niż w lipcu, co było bliskie oczekiwaniom analityków. Indeks Reuters PMI wzrósł do 49,1 pkt. z 48,0 pkt. w lipcu, podczas gdy prognozowano 49,0 pkt. Aktywność gospodarcza w amerykańskim przemyśle wzrastała w znacznie szybszym tempie niż w lipcu oraz szybciej niż oczekiwali analitycy. Indeks ISM wzrósł w sierpniu do 54,7 pkt. z 51,8 pkt. w lipcu, podczas gdy prognozowano 53,8 pkt. Indeks pozostaje powyżej poziomu 50 pkt., czyli granicy oddzielającej poprawę aktywności od pogorszenia, podczas gdy wskaźnik dla strefy euro nadal pozostaje poniżej niego.



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>1 września</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI (VIII)	<b>2</b> USA: ISM (VIII) EMU: Bezrobocie (VII) EMU: Ceny producenta (VII)	<b>3</b> POL: Przetarg obligacji 0K0805 EMU: Sprzedaż detaliczna (VI)	<b>4</b> GER: Bezrobocie (VIII) EMU: Posiedzenie EBC USA: Zamówienia w przemyśle (VII)	<b>5</b> POL: Ceny żywności (II poł. VIII) GER: Produkcja przemysłu (VII) USA: Bezrobocie (VIII)
<b>8</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>9</b> EMU: PKB (II kw.)	<b>10</b> POL: Przetarg obligacji WS0922	<b>11</b> FRA: Inflacja wstępna (VIII) USA: Handel zagraniczny (VII)	<b>12</b> POL: Podaż pieniądza (VIII) POL: Płace i zatrudnienie (VIII) FRA: Produkcja przemysłu (VII) USA: Ceny producenta (VIII) USA: Sprzedaż detaliczna (VIII)
<b>15</b> POL: Inflacja (VIII) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja finalna (VIII) USA: Produkcja przemysłu (VIII)	<b>16</b> EMU: Produkcja przemysłu (VII) USA: Inflacja (VIII) USA: Posiedzenie Fed	<b>17</b> POL: Przetarg obligacji PS0608 POL: Produkcja przemysłu (VIII) POL: Ceny producenta (VIII) EMU: Inflacja finalna (VIII)	<b>18</b> EMU: Handel zagraniczny (VII)	<b>19</b> POL: PKB (II kw.) POL: Sprzedaż detaliczna (VIII) POL: Bezrobocie (VIII) ITA: Produkcja przemysłu (VII)
<b>22</b> POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Koniunktura (IX)	<b>23</b> POL: Inflacja bazowa (VIII) FRA: Inflacja finalna (VIII)	<b>24</b> EMU: Bilans płatniczy (VII)	<b>25</b> GER: IFO (IX)	<b>26</b> POL: Ceny żywności (I poł. IX)
<b>29</b> POL: Posiedzenie RPP (1 dzień) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja wstępna (IX) EMU: Podaż pieniądza (VIII)	<b>30</b> POL: Bilans płatniczy (VIII) POL: Posiedzenie RPP (decyzja) EMU: Inflacja wstępna (IX) EMU: Nastroje w biznesie (VIII & IX) EMU: Koniunktura (VIII & IX)	<b>1 października</b> POL: Przetarg obligacji 0K0805 EMU: PMI (IX) EMU: Bezrobocie (VIII) USA: ISM (IX) USA: Bezrobocie (IX)	<b>2</b> EMU: Posiedzenie EBC EMU: Ceny producenta (VIII)	<b>3</b>
<b>6</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Sprzedaż detaliczna (VII)	<b>7</b> POL: Ceny żywności (II poł. IX) GER: Bezrobocie (IX)	<b>8</b> POL: Przetarg obligacji DS1013	<b>9</b> GER: Produkcja przemysłu (VIII) EMU: PKB (II kw.)	<b>10</b> FRA: Inflacja wstępna (IX) USA: Ceny producenta (IX)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

## Kalendarz publikacji danych w 2003 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	28-29	25-26	25-26	23-24	27-28	24-25	17-18	26-27	29-30	28-29 <sup>a</sup>	25-26 <sup>a</sup>	16-17 <sup>a</sup>
Inflacja	15	17 <sup>b</sup>	14 <sup>c</sup>	14	14	16	14	14	15	14	14	15
Inflacja bazowa	24	-	24 <sup>c</sup>	23	23	24	22	25	23	22	24	23
Ceny producenta	20	19	19	17	20	17	17	20	17	17	20	17
Produkcja przemysłowa	20	19	19	17	20	17	17	20	17	17	20	17
Sprzedaż detaliczna	22	21	21	22	22	24	21	22	19	21	24	19
Płace brutto, zatrudnienie	15	14	14	14	16	13	14	14	12	14	18	12
Bezrobocie	22	21	21	22	22	24	21	22	19	21	24	19
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy	31	28	31	30	30	30	31	29	30	31	28	30
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	12
Bilans NBP	7	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	5
Wskaźniki koniunktury	22	21	21	23	22	24	22	22	22	22	21	22
Ceny żywności, 1-15	-	7 <sup>d</sup> i 27 <sup>e</sup>	27	25	27	27	25	27	26	27	27	29
Ceny żywności, 16-30	7	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	5

<sup>a</sup> według wstępnego harmonogramu,

<sup>b</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>c</sup> dane za styczeń i luty, <sup>d</sup> za styczeń, <sup>e</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP



## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		sie 02	wrz 02	paź 02	lis 02	gru 02	sty 03	lut 03	mar 03	kwi 03	maj 03	cze 03	lip 03	sie 03	wrze 03
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1,1	6,6	3,2	3,1	5,2	3,3	4,3	5,5	8,5	11,7	7,9	10,3	7,3	9,2
Sprzedaż detaliczna ***	% r/r	5,1	4,7	5,1	5,9	4,9	4,1	4,2	-1,7	11,0	9,7	8,1	5,4	7,1	6,8
Stopa bezrobocia	%	17,5	17,6	17,5	17,8	18,1	18,7	18,8	18,7	18,4	17,9	17,8	17,8	17,7	17,7
Place brutto ** ***	% r/r	2,8	3,8	0,5	1,8	2,4	2,7	2,1	0,7	4,2	0,0	3,1	2,4	1,9	1,4
Eksport (wg NBP)	mln EUR	2 727	2 912	3 182	3 004	3 223	2 761	2 635	2 957	2 969	3 015	3 018	3 309	2 850	3 040
Import (wg NBP)	mln EUR	3 642	3 826	4 241	4 090	4 166	3 895	3 219	3 467	3 833	3 696	3 512	4 121	3 750	3 900
Bilans handlowy (wg NBP)	mln EUR	-915	-914	-1 059	-1 086	-943	-1 134	-584	-510	-864	-681	-494	-812	-900	-860
Rachunek bieżący	mln EUR	-284	-529	-580	-753	-484	-711	-483	-248	-460	-411	-100	-239	-200	-330
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-27,3	-29,8	-34,0	-37,1	-39,4	-4,1	-11,7	-15,5	-18,0	-23,2	-23,8	-27,7	-29,6	-32,9
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu rocznego	69,3	75,5	86,4	94,0	100,0	10,6	30,2	40,0	46,6	60,0	61,5	71,5	76,4	85,0
Inflacja (CPI)	% r/r	1,2	1,3	1,1	0,9	0,8	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,3	1,1	1,7	1,7	2,2	2,5	2,9	3,6	2,9	2,0	2,0	1,8	1,8	1,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-0,2	-1,5	-2,5	-1,0	-2,0	-1,4	-1,2	0,5	0,8	0,3	1,3	0,7	1,4	1,6
Zobowiązania	% r/r	-2,5	-3,5	-4,6	-3,2	-4,2	-4,1	-3,8	-2,3	-2,3	-2,9	-1,9	-2,5	-2,0	-2,0
Należności	% r/r	5,9	4,9	4,4	4,6	5,3	5,5	5,7	8,7	8,5	7,6	5,9	5,0	5,2	5,1
USD/PLN	PLN	4,18	4,15	4,12	3,95	3,91	3,84	3,87	4,01	3,96	3,74	3,80	3,90	3,92	4,05
EUR/PLN	PLN	4,08	4,07	4,04	3,96	3,99	4,08	4,17	4,33	4,30	4,33	4,44	4,44	4,37	4,45
Stopa interwencyjna*	%	8,00	7,50	7,00	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	8,55	8,07	7,45	6,81	6,82	6,56	6,37	6,17	5,90	5,53	5,38	5,26	5,17	5,15
Stopa lombardowa*	%	10,50	10,00	9,00	8,75	8,75	8,50	8,00	7,75	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	7,86	7,25	6,77	5,88	5,78	5,74	5,83	5,67	5,43	4,75	4,66	4,85	4,82	4,85
Rentowność obligacji 2L	%	7,60	7,16	6,62	5,78	5,75	5,55	5,66	5,52	5,16	4,78	4,79	4,89	4,86	4,95
Rentowność obligacji 5L	%	7,62	7,07	6,57	5,91	5,67	5,57	5,58	5,36	5,15	4,88	4,90	5,17	5,38	5,55
Rentowność obligacji 10L	%	7,29	6,79	6,22	5,89	5,69	5,62	5,67	5,52	5,41	5,13	5,03	5,37	5,60	5,85

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

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


**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		2000	2001	2002	2003	1Q02	2Q02	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03
PKB	mld PLN	712,3	750,8	772,2	803,7	178,6	189,5	191,2	213,0	184,5	197,8	199,1	222,3
PKB	% r/r	4,0	1,0	1,4	3,1	0,5	0,9	1,8	2,2	2,2	3,3	3,1	3,9
Spożycie ogółem	% r/r	2,4	1,8	2,9	2,3	2,8	2,6	2,8	3,2	1,0	2,9	2,6	2,6
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	2,6	2,1	3,3	2,6	3,5	2,9	3,1	3,5	1,4	3,4	2,8	2,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	2,7	-10,2	-6,7	3,5	-12,8	-7,9	-5,9	-3,6	-3,6	1,6	5,0	7,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,7	0,6	1,5	7,9	-1,6	-0,4	3,3	4,6	4,4	9,0	8,9	9,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,0	0,2	3,3	5,6	5,8	0,7	3,9	2,6	1,2	9,8	6,4	5,0
Stopa bezrobocia*	%	15,1	17,5	18,1	18,2	18,2	17,4	17,6	18,1	18,7	17,8	17,7	18,2
Place realne brutto	% r/r	1,3	1,6	1,5	1,3	1,9	1,4	2,3	0,3	1,4	2,0	1,1	0,8
Eksport (wg NBP)	mld EUR	30 768	33 823	34 746	36 254	7 853	8 668	8 816	9 409	8 353	9 002	9 199	9 700
Import (wg NBP)	mld EUR	44 970	46 848	45 712	46 393	10 847	11 109	11 259	12 497	10 581	11 041	11 771	13 000
Bilans handlowy (wg NBP)	mld EUR	-14 202	-13 025	-10 966	-10 139	-2 994	-2 441	-2 443	-3 088	-2 228	-2 039	-2 572	-3 300
Rachunek bieżący	mld EUR	-10 672	-7 992	-7 188	-5 096	-2 659	-1 780	-932	-1 817	-1 442	-971	-769	-1 914
Rachunek bieżący	% PKB	-6,0	-3,9	-3,6	-2,7	-3,9	-3,6	-3,6	-3,6	-3,1	-2,7	-2,7	-2,7
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-15,4	-32,6	-39,4	-38,7	-16,4	-25,0	-29,8	-39,4	-15,5	-23,8	-31,0	-38,7
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,2	-4,3	-5,1	-4,8	-9,2	-13,2	-2,5	-4,5	-4,9	-4,9	-5,1	-4,8
Inflacja	% r/r	10,1	5,5	1,9	0,7	3,4	2,1	1,3	0,9	0,5	0,5	0,7	0,9
Inflacja*	% r/r	8,5	3,6	0,8	1,1	3,3	1,6	1,3	0,8	0,6	0,8	0,7	1,1
Ceny produkcji	% r/r	7,8	1,6	1,0	2,3	0,2	0,7	1,4	1,9	3,0	2,3	1,8	2,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,9	9,2	-2,1	2,8	3,2	2,5	-1,5	-2,1	0,5	1,3	1,6	2,8
Zobowiązania	% r/r	15,5	8,9	-4,3	-0,6	1,7	0,5	-3,5	-4,3	-2,3	-1,9	-2,0	-0,6
Należności	% r/r	16,9	9,3	5,3	6,7	7,1	9,4	4,9	5,3	8,7	5,9	5,1	6,7
USD/PLN	PLN	4,35	4,09	4,08	3,91	4,13	4,04	4,15	3,99	3,90	3,83	3,95	3,97
EUR/PLN	PLN	4,01	3,67	3,85	4,33	3,62	3,72	4,08	4,00	4,19	4,36	4,42	4,37
Stopa interwencyjna*	%	19,00	11,50	6,75	5,00	10,00	8,50	7,50	6,75	6,00	5,25	5,25	5,00
WIBOR 3M	%	18,48	16,10	9,09	5,58	11,02	9,80	8,50	7,03	6,37	5,60	5,23	5,10
Stopa lombardowa*	%	23,00	15,50	8,75	6,50	13,50	11,50	10,00	8,75	7,75	6,75	6,50	6,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	17,77	14,77	8,18	5,06	9,64	9,11	7,82	6,14	5,75	4,94	4,84	4,70
Rentowność obligacji 2L	%	17,37	13,97	7,94	5,07	9,27	8,84	7,63	6,05	5,58	4,91	4,90	4,90
Rentowność obligacji 5L	%	14,00	12,59	7,86	5,35	9,09	8,69	7,60	6,05	5,50	4,98	5,37	5,55
Rentowność obligacji 10L	%	11,79	10,74	7,34	5,56	8,28	7,92	7,24	5,93	5,60	5,19	5,61	5,85

*Źródło: GUS, NBP, BZ WBK*

\* stan na koniec okresu



Bank Zachodni WBK S.A.

## PION SKARBU

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.09.2003 r. zostało przygotowane przez:

### ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax (22) 586 83 40

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista

tel. (22) 586 83 63, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski** (22) 586 83 33

**Piotr Bujak** (22) 586 83 41

**Aleksander Krzyżaniak** (22) 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań

tel. (61) 856 58 14, (61) 856 58 25

fax (61) 856 55 65

### Wrocław

ul. Rynek 9/11

50-950 Wrocław

tel. (71) 370 25 87

fax (71) 370 26 22

### Warszawa

ul. Marszałkowska

142

00-061 Warszawa

tel. (22) 586 83 20

fax (22) 586 83 40

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group.