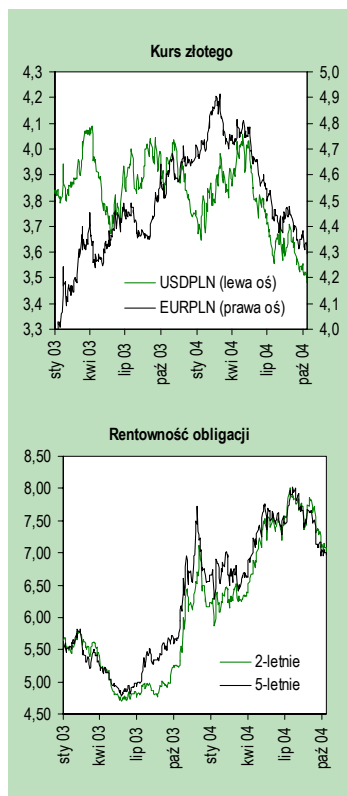




# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Październik 2004



### W tym miesiącu:

Temat miesiąca

<b>Nie wszystko złoto co się świeci</b>	<b>2</b>
<b>Co z tą Radą?</b>	<b>8</b>
Gospodarka Polski	13
Pod lupą: Bank centralny	16
Pod lupą: Rząd i polityka	18
Monitor rynku	20
Przegląd międzynarodowy	22
Kalendarz makroekonomiczny	23
Dane i prognozy ekonomiczne	24

### Maciej Reluga

Główny Ekonomista  
(22) 586 8363Piotr Bielski  
(22) 586 8333Piotr Bujak  
(22) 586 8341Aleksander Krzyżaniak  
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

## Plany fiskalno-monetarne

### ▪ Wbrew doświadczeniom z ostatnich lat, wrzesień przyniósł znaczące umocnienie złotego oraz spadek rentowności obligacji skarbowych.

Niewątpliwie nie bez znaczenia była polityka ministra finansów i mamy tutaj na myśli nie tyle strategię dotyczącą polityki fiskalnej, ale raczej politykę informacyjną. Pomimo faktu, że przyszłoroczny budżet nie stanowi przełomu w polskich finansach publicznych, a jedynie przenosi część problemów na następny rok, uczestnikom rynku finansowego spodobał się sposób w jaki minister „sprzedał” budżet. Budżet wykorzystuje szybki wzrost gospodarczy, dzięki czemu następuje obniżenie deficytu budżetowego, a zaproponowana zmiana definicji długu publicznego (który ponownie wzrośnie w 2005 r.) oddala w nieokreśloną przyszłość przekroczenie kolejnych progów ostrożnościowych. Warto jednak pamiętać, że redukcja wydatków w niektórych obszarach (waloryzacja świadczeń społecznych) ma charakter tymczasowy i problem ten powróci ze zdwojoną siłą w 2006 r. Tak więc w przyszłym roku rynki finansowe będą ponownie z niepokojem oczekiwać debaty budżetowej, tym bardziej, że dodatkowym źródłem niepewności jest sytuacja na scenie politycznej po wyborach i kształt koalicji rządowej, która będzie miała bardzo trudne zadanie zaprojektowania i realizacji budżetu na 2006. A towarzyszyć temu będzie wysoka podaż papierów skarbowych w roku przyszłym. Oceny projektu budżetu dokonujemy w pierwszym temacie miesiąca pt. *Nie wszystko złoto co się świeci*.

▪ Drugi temat miesiąca dotyczy polityki pieniężnej, a w szczególności sygnałów wysyłanych przez Radę Polityki Pieniężnej w kontekście podejmowanych przez nią decyzji. Prawie od początku swojej kadencji nowa RPP zaskakiwała rynek finansowy swoimi decyzjami. Analizując rozbieżności pomiędzy decyzjami w sferze polityki pieniężnej i oczekiwaniami dotyczącymi tych decyzji można sobie zadać pytanie: czy kontrowersyjne są działania RPP, czy też może nieodpowiednie są prognozy uczestników rynków finansowych? Aby odpowiedzieć na to pytanie, warto przeanalizować komunikaty Rady publikowane po poszczególnych posiedzeniach (gdyż na ich podstawie formułowane są oczekiwania odnośnie przyszłej polityki pieniężnej) oraz zestawzić je z działaniami podjętymi na kolejnych posiedzeniach. Niezbyt dobrze uzasadnione przeskoki pomiędzy większymi i mniejszymi zmianami stóp procentowych w poprzednich miesiącach oraz brak podwyżki na ostatnim posiedzeniu sugerują, że decyzje RPP podejmowane są bez jakiejś wyraźnej, przemyślanej reguły, w sposób nieco przypadkowy i zależeć mogą od zmieniającego się układu sił w Radzie. Poszczególne decyzje pokazują, że bez względu na rzeczywiste intencje RPP, przejrzystość polityki pieniężnej i przewidywalność przyszłych decyzji jest bardzo niewielka. W przedstawionej analizie próbujemy też odpowiedzieć na pytanie, w jakim stopniu w nakreśleniu oczekiwań odnośnie kierunków i celów polityki pieniężnej w przyszłym roku pomagają przyjęte przez RPP na wrześniowym posiedzeniu *Założenia polityki pieniężnej na rok 2005*.

### Na rynku finansowym 30 września 2004 r.:

Stopa depozytowa NBP	5,00	WIBOR 3M	6,91	USDPLN	3,5569
Stopa referencyjna NBP	6,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	7,07	EURPLN	4,3832
Stopa lombardowa NBP	8,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	7,00	EURUSD	1,2323

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.10.2004 r.



## Temat miesiąca

### Nie wszystko złoto co się świeci

Na pierwszy rzut oka, projekt przyszłorocznego budżetu sprawia korzystne wrażenie. W porównaniu z poprzednimi założeniami, przygotowanymi przez ministra Andrzeja Raczkę, deficyt budżetowy został obniżony o kilka miliardów złotych, na co pozytywnie zareagowały rynki finansowe (wzrost cen obligacji i wartości złotego). Jednocześnie, założenia makroekonomiczne nie budzą istotnych zastrzeżeń, które mogłyby poddać w wątpliwość realizację założonego deficytu. Czy jednak budżet na 2005 r. można uznać za budżet przełomu, budżet reformatorski, który zbliża Polskę do spełnienia fiskalnych kryteriów Maastricht (deficyt budżetowy poniżej 3% PKB i dług publiczny poniżej 60% PKB)? Naszym zdaniem tak nie jest, a budżet przyszłoroczny można określić raczej mianem pasywnego podejścia do polityki fiskalnej. Takie działanie na przetrwanie było zresztą niezbyt trudne w warunkach ekspansji ekonomicznej – większość planowanego zacieśnienia fiskalnego została dokonana po stronie dochodów budżetowych. Budżet wykorzystuje szybki wzrost gospodarczy, natomiast nie przygotowuje sektora finansów publicznych na okres spowolnienia gospodarczego, które może nastąpić w latach późniejszych. A jest to o tyle istotne, że redukcja wydatków w niektórych obszarach (waloryzacja świadczeń społecznych) ma charakter tymczasowy i problem ten powróci ze zdwojoną siłą w 2006 r. Tak więc, w przyszłym roku rynki finansowe będą ponownie z niepokojem oczekiwać debaty budżetowej, tym bardziej, że dodatkowym źródłem niepewności jest sytuacja na scenie politycznej po wyborach i kształt koalicji rządowej, która będzie miała bardzo trudne zadanie zaprojektowania i realizacji budżetu na 2006. Dodatkowo, na rynek finansowy w przyszłym roku będzie oddziaływała wysoka podaż papierów skarbowych, która ze względu na liczne elementy „pod kreską” nie obniża się w skali, jaką sugerować może obniżenie deficytu budżetowego.

Pewnym usprawiedliwieniem dla rządu i ministra finansów jest obecna sytuacja polityczna, w której trudno sobie wyobrazić reformatorską większość w parlamencie tuż przed wyborami. Wydaje się, że to ryzyko polityczne oraz historia poprzednich lat, w których planowaniu budżetowemu towarzyszyło zwykle spore zamieszanie (zarówno polityczne jak i na rynkach finansowych), spowodowało pozytywny odbiór budżetu przez rynki finansowe, na zasadzie „brak złych wiadomości jest dobrą wiadomością”.

### Założenia makro – uzasadniony optymizm

Założenia makroekonomiczne do przyszłorocznego budżetu można uznać za konserwatywne, założony jest bowiem pięcioprocentowy wzrost gospodarczy i obniżenie średniorocznej inflacji. Przy delikatnym spowolnieniu wzrostu konsumpcji prywatnej, spodziewane jest znaczące przyspieszenie inwestycji, co powoduje przyspieszenie popytu krajowego do 5% z 4,7% planowanych na ten rok. Naszym zdaniem, można być nawet bardziej optymistycznym jeśli chodzi o tempo rozwoju gospodarczego w przyszłym roku (oczekujemy wzrostu PKB powyżej 5,5%). Podczas gdy prognozujemy podobny wzrost popytu krajowego (choć oczekujemy szybszego wzrostu konsumpcji a wolniejszego wzrostu inwestycji), uważamy, że jest również szansa na pozytywny wpływ eksportu netto na wzrost gospodarczy. Obniżenie tempa wzrostu prywatnej konsumpcji Ministerstwo Finansów tłumaczy wolniejszym wzrostem funduszu świadczeń emerytalno-rentowych (na skutek braku waloryzacji nastąpi wzrost o 2,2% w porównaniu z 4,5% w 2004 r.) oraz oczekiwanym wzrostem skłonności do oszczędzania (na skutek wyższych stóp procentowych). Jednakże, oczekiwane jest przyspieszenie wzrostu funduszu wynagrodzeń w gospodarce narodowej do 6,1% w 2005 z 4,2% w 2004 r. Wzrost inwestycji w przyszłym roku obciążony jest dużym stopniem niepewności, szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę dane o PKB za pierwsze półrocze tego roku, jednak jego tempo założone w budżecie na przyszły rok, choć optymistyczne, nie odbiega znacząco od średniej oczekiwań rynkowych w tym zakresie.

### Założenia makroekonomiczne na lata 2004-05

	2004 Ustawa	2004 PW	2005 Projekt
PKB, nominalnie mld zł	861,5	884,0	952,6
PKB, wzrost %/r	5,0	5,7	5,0
Spożycie ogółem, %/r	3,3	3,4	3,2
Spożycie prywatne, % r/r	3,8	3,8	3,7
Inwestycje w środki trwałe % r/r	12,2	7,4	12,9
Eksport, %/r	8,7	14,2	12,0
Import, % r/r	8,5	11,0	12,0
Inflacja średnioroczna, %/r	2,0	3,4	3,0
Średnie wynagrodzenie PLN	2 290	2 306	2 423
Średnie zatrudnienie '000	8 733	8 488	8 577
Stopa bezrobocia, %	17,8	19,3	18,2
Stopa interwencyjna, średniorocznie %	3,7	5,8	7,4
Deficyt obr. bieżących, mld €	-8,4	-3,0	-4,4
Bezp. inwestycje zagraniczne, mld USD	5,15	3,4	3,5

Uwaga: PW – planowane wykonanie

Źródło: Ministerstwo Finansów



W porównaniu z poprzednimi założeniami do budżetu, minister finansów zmienił prognozy kursu złotego i stóp procentowych banku centralnego. Wzrost założonych stóp procentowych banku centralnego nastąpił aż o ponad 1 pkt. proc. - ministerstwo oczekuje wzrostu stopy referencyjnej do 7% na koniec tego roku oraz do 7,5% w roku przyszłym. Jest to między innymi wynikiem wyższej od spodziewanej poprzednio inflacji, choć naszym zdaniem średnioroczna stopa inflacji może okazać się w przyszłym roku wyższa od założonych 3%. Nowe założenia odnośnie kursu złotego są mniej więcej zbliżone z naszymi oczekiwaniami, choć biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia na rynku walutowym istnieje szansa, że średnioroczny kurs złotego wyniesie ok. 4,3 wobec euro i 3,5 wobec dolara amerykańskiego (rząd zakłada odpowiednio 4,42 i 3,68).

### Wysokie dochody = niższy deficyt

Mogłoby się wydawać, że konserwatywne założenia makroekonomiczne do budżetu (wzrost PKB, inflacja) oznaczają, że nie powinno być problemu z osiągnięciem planowanych dochodów budżetowych, lub wręcz że istnieje szansa na potencjalnie wyższe dochody budżetu i osiągnięcie niższego deficytu (podobnie jak w tym roku). Wrażenie to dematerializuje się jednak po bliższej analizie dochodów podatkowych (szczegółowy poniżej), które rosną w roku przyszłym w bardzo szybkim tempie. Rząd pozostawił poprzednie założenie pięcioprocentowego wzrostu gospodarczego pomimo sugestii wicepremiera Jerzego Hausnera, że „wzrost wyniesie w 2005 roku na pewno powyżej 5%”. Utrzymanie prognozy wzrostu gospodarczego można postrzegać jako zjawisko pozytywne, gdyż jej podwyższenie stanowiłoby pokusę do dalszego zwiększenia dochodów budżetowych, w celu podniesienia limitu wydatków. Minister finansów przyjął strategię, według której konserwatywnym założeniem makroekonomicznym towarzyszy agresywny wzrost dochodów. Oznacza to, że jeśli wzrost gospodarczy i inflacja okażą się wyższe od wielkości planowanych w budżecie, to dodatkowe dochody z tego tytułu mogą stanowić swojego rodzaju „bufor bezpieczeństwa” na wypadek, gdyby któreś z założeń stojących za znaczącym wzrostem dochodów nie zmaterializowało się np. lepsza ściągłość podatków, likwidacja szarej strefy.

Obniżenie deficytu budżetowego następuje głównie za sprawą bardzo wysokiego wzrostu dochodów. Przyszłoroczny deficyt budżetowy ma wynieść 35 mld zł przy dochodach na poziomie 173,7 mld zł i wydatkach

208,7 mld zł. Oznacza to, że w porównaniu z pierwotną wersją budżetu nastąpiło obniżenie deficytu o 3,7 mld zł.

### Deficyt budżetowy (w mld zł.)

	2004 Ustawa	2004 PW	2005 Projekt
Wydatki budżetowe	199,85	199,85	208,74
Dochody budżetowe	154,55	156,15	173,74
Deficyt budżetowy	45,30	43,70	35,00
Deficyt budżetowy (% PKB)	5,3	4,9	3,7

Źródło: Ministerstwo Finansów

W sensie ekonomicznym, podobnie jak w poprzednim roku, deficyt budżetowy planowany na 35 mld zł należy powiększyć o elementy, które znalazły się „pod kreską” - transfery do OFE (11,3 mld zł), wydatki związane z akcesją do UE (4,6 mld zł), pożyczkę dla KUKI S.A. na wypłatę gwarantowanych przez Skarb Państwa odszkodowań z tytułu ubezpieczenia kontraktów eksportowych (1,0 mld zł) oraz spłatę zadłużenia Zakładów Opieki Zdrowotnej (2,2 mld zł). Suma tych wydatków wynosi 19,1 mld złotych, co oznacza powiększenie deficytu do poziomu 54,1 mld zł, czyli 5,7% PKB. Deficyt tegoroczny w podobnej metodologii wynosiłby ok. 60 mld zł, czyli faktyczna redukcja deficytu nie wynosi prawie 9 mld zł, jak przedstawia tabela powyżej, ale niecałe 6 mld zł.

Ponieważ w planowanym budżecie na 2005 r. znajdujemy więcej wydatków pod kreską (w roku bieżącym oprócz transferów do OFE i wydatków związanych z akcesją był tam również kredyt na restrukturyzację sektora węglowego, co dało łącznie 16,3 mld zł.), rzeczywisty wzrost wydatków budżetowych jest o jeden punkt procentowy wyższy i wynosi 5,4%. Należy jednak pamiętać, że wydatki budżetu będą w przyszłym roku pod silnym wpływem wydatków związanych z akcesją do Unii Europejskiej, które ulegną niemal podwojeniu i wyniosą 10,2 mld złotych (5% wszystkich wydatków).

Jak wspomnieliśmy na wstępie, na poziom wydatków budżetowych znacząco wpływa brak waloryzacji świadczeń emerytalno-rentowych. Analizując przyszłoroczny budżet trzeba jednak pamiętać, że jest to poprawa tylko tymczasowa, a prognozy inflacji na najbliższe lata wskazują, że indeksacja będzie miała miejsce w 2006 roku, co zwiększy wówczas wydatki budżetowe o kilka miliardów złotych. Biorąc to pod uwagę, spadek udziału wydatków zdeterminowanych do 58,8% w 2005 r. z 62,2% w roku bieżącym nie jest nadzwyczaj istotnym osiągnięciem.

Dotacje i subwencje to 45,9% wszystkich wydatków budżetu centralnego (w roku bieżącym 49,7%), z czego



znaczącą część (ponad 1/3) stanowią dotacje do funduszy celowych, czyli niemalże w całości do FUS i KRUS. Oprócz tego, że dotacje do tych dwóch instytucji wydają się zaniżone, do budżetu zostały włączone efekty wprowadzenia w życie dwóch ustaw, które wciąż (w momencie publikacji tego raportu) nie zostały zaakceptowane przez parlament. Pierwsza z nich, dotyczy zwiększenia składki na ubezpieczenie społeczne dla niektórych kategorii przedsiębiorców i oznacza wzrost dochodów FUS o 1,6 mld złotych. Co ciekawe, krytyka tej propozycji wyrażona przez przedsiębiorców spotkała się z pewnym zrozumieniem ministra finansów. Mirosław Gronicki powiedział bowiem, że te dodatkowe wpływy z punktu widzenia finansów publicznych są nieistotne, gdyż w funduszu świadczeń społecznych deficyt wynosi aż 50 mld zł. Najwyraźniej jednak dla ministra polityki społecznej Krzysztofa Patera i dla pozostałych członków rządu ważny był każdy, choćby minimalny wzrost dochodów. Prawdopodobnie posłowie podzielią ten pogląd. Drugą ustawą, nad którą wciąż trwają prace, a która ma przynieść ok. 1 mld oszczędności, dotyczy zmiany zasad opłacania składek emerytalnych przez rolników.

Spójrzmy jednak na dochody budżetowe, które wykazują bardzo wysoką dynamikę w roku przyszłym.

**Dochody budżetowe (w mld zł.)**

	2004 PW	2005	Dynamika realna
Dochody budżetowe	156,12	173,74	8,0%
Dochody podatkowe	136,83	154,42	9,6%
Dochody z VAT	63,52	73,06	11,7%
Dochody z akcyzy	37,26	42,29	10,3%
Dochody z PIT	22,13	23,49	3,0%
Dochody z CIT	13,16	14,69	8,4%

Źródło: Ministerstwo Finansów

Wzrost dochodów budżetowych następuje głównie za sprawą znaczącego wzrostu dochodów podatkowych, a w szczególności podatków pośrednich. Według Ministerstwa Finansów jest to spowodowane faktem, że w 2005 r. nie wystąpią już jednorazowe skutki wejścia do Unii Europejskiej, obniżające dochody budżetu z VAT i akcyzy. Warto jednak zauważyć, a wspomina o tym również *Uzasadnienie do ustawy budżetowej*, że zwiększony popyt konsumpcyjny przed wejściem Polski do UE spowodował wyższe wpływy z podatku VAT (oraz CIT, ze względu na wyższe zyski przedsiębiorstw). Ten efekt również się w przyszłym roku nie powtórzy, więc czynniki jednorazowe nie będą działały tylko na korzyść dochodów budżetowych.

Na wzrost dochodów z tytułu podatków pośrednich wpływają również zmiany systemowe. Dotyczy to

między innymi przechodzących skutków wejścia w życie nowej ustawy o VAT (wyższe stawki będą obowiązywały przez 12, a nie jak w tym roku tylko 8 miesięcy). Jak wiadomo, elementem „dopychającym” stronę dochodową budżetu była zwykle lepsza ściągальność podatków. Nie zawiedliśmy się i tym razem, gdyż jak czytamy w *Uzasadnieniu...* „pozytywne założenia odnośnie do procesu gromadzenia dochodów przez budżet państwa wynikają po części z oczekiwanej poprawy działalności służb skarbowych”. Ciekawe jest jednak to, że na następnej stronie czytamy, że na niższy od spodziewanego poziom dochodów z VAT w 2004 r. wpłynęło „niezrealizowanie w pełni założeń co do zakładanych dodatkowych dochodów wynikających z poprawy ściągальności”. Jak więc wierzyć w poprawę w tym zakresie w roku przyszłym, skoro nie zostały osiągnięte cele tegoroczne?

Wzrost z tytułu podatku akcyzowego nie powinien dziwić biorąc pod uwagę wzrost stawek, który będzie miał miejsce w przyszłym roku: podwyżka stawki podatku akcyzowego na benzyny oraz olej napędowy (o 3,4%), na gaz do tankowania samochodów (o 10%), podwyższenie stawki na wyroby spirytusowe (o 3,4%), wzrost średnioroczny stawki na wyroby tytoniowe (14,7%).

Wysoką dynamikę wykazują jednak również dochody z tytułu podatków bezpośrednich, w szczególności w porównaniu z rokiem bieżącym. W przypadku podatku dochodowego od osób prawnych Ministerstwo Finansów oczekuje w tym roku spadku w ujęciu nominalnym o 6,8%, natomiast w przyszłym roku oczekiwany jest wzrost o 8,4%. Jeśli chodzi o PIT, to po spadku dochodów z tego tytułu w tym roku o 13,8%, w roku przyszłym mają one wzrosnąć o 6,1%. Niewątpliwie pomaga w pewnym stopniu zamrożenie po raz kolejny progów podatkowych oraz efekt eliminacji ulg podatkowych (zwiększenie obciążeń), jednak oprócz standardowej argumentacji dotyczącej szybkiego wzrostu gospodarczego (choć przecież niższego niż w tym roku) *Uzasadnienie...* nie precyzuje dlaczego te szacunki są tak wysokie. Być może znowu mamy do czynienia z lepszą ściągальnością podatków. Szkoda, że ministerstwo nie pisze jak duża poprawa została poczyniona w tym zakresie w roku bieżącym.

Jeśli chodzi o dochody niepodatkowe, to budżet otrzyma w przyszłym roku większą wypłatę z zysku NBP (o 570 mln zł) i więcej środków z tytułu rekompensaty budżetowej z UE (o 450 mln zł). Z drugiej strony, oczekiwane są mniejsze dochody z ceł (o 655 mln zł).



### Dług publiczny rośnie nadal

Na koniec 2003 roku relacja długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji wyniosła 51,6%. Oznaczało to przekroczenie pierwszego progu ostrożnościowego (50%), co zgodnie z ustawą o finansach publicznych nałożyło na ministra finansów obowiązek zaplanowania relacji deficytu do dochodów w budżecie na 2005 r. nie większej niż 29,3%.

Jak pokazuje poniższa tabela, deficyt sektora finansów publicznych ma zmniejszyć się w przyszłym roku o 1,8 pkt proc. W tym samym czasie, wynik pierwotny sektora (który nie uwzględnia wydatków kapitałowych), od którego zależy zmiana długu publicznego, obniża się o 1,7 pkt proc. i wynosi -1,4% PKB. Planowany deficyt sektora finansów publicznych według metodologii unijnej obniża się w przyszłym roku w podobnej skali i wynosi 3,9% PKB. Jeśli jednak uwzględnilibyśmy negatywną decyzję Eurostatu odnośnie klasyfikacji polskich funduszy emerytalnych (szczegóły w ramce), deficyt ten powinien być zwiększony o 1,9 pkt proc. i wyniósłby wówczas 5,8% PKB – wciąż daleko od spełnienia kryterium z Maastricht na poziomie 3% PKB.

Statystyki dotyczące długu publicznego są najlepszą ilustracją faktu, że budżet na przyszły rok nie stanowi przełomu w finansach publicznych. Używając obowiązującej obecnie metodologii liczenia długu publicznego, jego relacja do PKB rośnie o 2,5 pkt proc. i przekracza w 2005 roku drugi poziom bezpieczeństwa (55% PKB) zapisany w ustawie o finansach publicznych. Według metody unijnej (ESA95), którą minister finansów chce wprowadzić z początkiem 2005 roku, aby uniknąć konsekwencji przekroczenia kolejnych poziomów bezpieczeństwa, dług publiczny rośnie o 1,6 pkt proc.

#### Finanse publiczne w latach 2004-05 (% PKB)

	2004	2005
Deficyt sektora finansów publicznych (metodologia krajowa)	6,3	4,5
Deficyt pierwotny sektora finansów publicznych (metodologia krajowa)	3,1	1,4
Deficyt sektora finansów publicznych (ESA 95)	5,7	3,9
Dług Skarbu Państwa	48,4	50,8
Dług SP powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji	49,7	52,3
Dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji	53,6	56,1
Dług sektora <i>general government</i> (ESA 95)	46,6	48,2

Źródło: Ministerstwo Finansów

### Czy decyzja Eurostatu oznacza opóźnienie przyjęcia euro w Polsce?

Pod koniec września Eurostat opublikował drugą w tym roku notyfikację fiskalną, czyli informację na temat wielkości deficytu i długu publicznego w krajach Unii Europejskiej. Zawierała ona dodatkowe wiadomości dotyczące traktowania prywatnych funduszy emerytalnych jako części sektora publicznych. Po dwustronnych dyskusjach z przedstawicielami krajów członkowskich Eurostat zdecydował o wprowadzeniu okresu przejściowego na zastosowanie się do marcowej decyzji, według której polskie OFE nie mogą być zaliczane jako część sektora finansów publicznych. Okres przejściowy trwać będzie do marca 2007, co oznacza, że w pierwszej notyfikacji fiskalnej za 2007 rok wszystkie kraje UE będą musiały zaliczyć niegwarantowane fundusze emerytalne do sektora rządowego (dotyczy to głównie Polski i Szwecji). Nastąpiłby wówczas (akurat w roku, kiedy chcemy spełnić kryteria z Maastricht) znaczący wzrost deficytu i długu publicznego w ujęciu statystycznym.

Eurostat definitywnie odrzucił polskie propozycje zmian definicyjnych, a jak powiedział szef tej instytucji Michel Vanden Abeele „nie ma już w tej sprawie negocjacji”. Tymczasem jednak, strona polska wciąż utrzymuje, że będzie starała się przekonać Eurostat do zmiany zdania. Problem jednak w tym, że w chwili obecnej chęci wydają się niewystarczające, a decyzja Eurostatu jest ostateczna. Niemniej jednak, zostały jeszcze pewne rozwiązania alternatywne, które mogą pozwolić na uniknięcie gwałtownego przyrostu deficytu i długu publicznego w 2007 r. Mianowicie, możliwe są wciąż negocjacje z ministrami finansów UE (EcoFin) aby zmienić definicję ESA95, lub (co bardziej prawdopodobne) tak zmienić zapisy w Pakcie Stabilności i Wzrostu, aby kraje przeprowadzające reformy systemów emerytalnych nie były za to karane opóźnieniem wejścia do strefy euro, czy też blokadą funduszy unijnych. Bo przecież gdyby tak się stało, to zniechęcałoby to kraje mające wysoki ukryty dług publiczny w postaci przyszłych zobowiązań emerytalnych (Francja, Niemcy) do reformowania swoich systemów emerytalnych.

### Wciąż wysokie potrzeby pożyczkowe

Najważniejszym parametrem budżetu dla uczestników rynku są potrzeby pożyczkowe budżetu państwa w przyszłym roku. Ministerstwo poinformowało, że wyniosą one 46,5 mld zł wobec 52,4 mld zł przewidywanych w tym roku. Oznacza to dość znaczną redukcję, ale jak już wspomnieliśmy powyżej, jej skala będzie mniejsza niż skala zmniejszenia deficytu budżetowego ze względu na wysoką wartość wydatków umieszczonych „pod kreską” - transfery do OFE, prefinansowanie projektów unijnych, oddłużenie ZOZ,

pożyczka dla KUKĘ S.A. na wypłatę gwarantowanych przez Skarb Państwa odszkodowań z tytułu ubezpieczenia kontraktów eksportowych. Niewiele pomoże spłata kredytu przez Narodowy Fundusz Zdrowia rządu 320 mln zł.

**Skala finansowania niedoboru budżetowego (mld zł)**

	2004	2005
Deficyt budżetowy (ustawa)	45,5	35,0
Transfery do OFE	11,4	11,3
Wydatki związane z akcesją do UE	3,6	4,6
Rekompensaty	1,5	-
Oddłużenie ZOZ	-	2,2
Spłata kredytu NFZ	-	-0,3
Pożyczka dla KUKĘ S.A.	-	1,0
Prywatyzacja	-7,0	-4,4
<b>Suma</b>	<b>55,0</b>	<b>49,4</b>

Źródło: BZ WBK, Ministerstwo Finansów

Z prywatyzacji zaplanowane jest przekazanie do budżetu kwoty 4,5 mld zł (całość przyszłorocznych przychodów z tego tytułu ma wynieść 5,3 mld zł). Niewątpliwie klimat do przyspieszenia procesu prywatyzacji nie jest w parlamencie sprzyjający i, jak zauważył minister finansów, to co się będzie działo w przyszłym roku będzie zależało od determinacji tego i następnego rządu. Minister powiedział, że potrzeby pożyczkowe w kraju będą zależały od prywatyzacji („może wpłynąć miliard albo dużo więcej”) i od możliwości finansowania za granicą („jeśli złoty się wzmacni to na takie emisje się nie zdecydujemy”). Tak więc, istnieje ryzyko, że na rynku krajowym rząd będzie chciał sprzedać jeszcze więcej w porównaniu z planowanymi wielkościami. Ministerstwo Finansów założyło, że finansowanie zagraniczne netto pozostanie na niemalże niezmiennym poziomie (3,58 mld zł wobec 3,22 mld w 2004 r.). Planowana jest emisja obligacji na międzynarodowym rynku finansowym w kwocie 1,4 mld US\$ i 1,25 mld €.

Finansowanie potrzeb pożyczkowych w kwocie blisko 50 mld zł znajdzie swoje odzwierciedlenie w wielkości emisji netto papierów skarbowych na rynku krajowym planowanych w przyszłym roku. Najbardziej istotny wzrost (blisko 20%) nastąpi w przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu (szczegóły w tabeli), co może być postrzegane jako negatywny czynnik dla długiego końca krzywej rentowności. Ministerstwo stara się to wyjaśnić zmianą warunków rynkowych, które czynią emisję obligacji o stałym oprocentowaniu bardziej korzystną dla budżetu, ale faktem jest, że emisja netto rynkowych papierów skarbowych oraz

papierów skarbowych ogółem będzie wyższa niż w poprzednim roku mimo redukcji potrzeb pożyczkowych. Jak pokazuje tabela poniżej, ministerstwo zaplanowało, że emisja netto bonów skarbowych w 2005 r. wyniesie zero. Oprócz faktu, że spodziewane warunki rynkowe w 2005 r. uczynią emisję bonów skarbowych mniej korzystną niż papierów o dłuższym terminie zapadalności, ministerstwo doszło prawdopodobnie do wniosku, że wielkość emisji brutto w przyszłym roku (podobnie jak w 2004 r. będzie to nieco ponad 50 mld zł) będzie na maksymalnym poziomie możliwym do zaabsorbowania przez rynek po rozsądnych cenach. Planowana wielkość podaży obligacji na aukcjach w 2005 r. wynosi 66,2 mld zł w przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu i 7,8 mld w przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Dla porównania odpowiednie kwoty dla 2004 r. wynoszą 68,5 mld zł i 10,2 mld zł.

**Krajowe finansowanie netto potrzeb pożyczkowych (w mln złotych)**

	Plan 2004	Budżet 2005	2005/2004
Finansowanie krajowe	47 608,9	42 914,8	-9,9
Skarbowe papiery wartościowe	44 521,1	45 891,0	3,1
1. SPW (rynkowe)	43 358,7	43 853,6	1,1
1.1. Bony skarbowe	3 245,5	0,0	-
1.2. Obligacje rynkowe	40 113,2	43 853,6	9,3
1.2.1. o zmiennym oprocentowaniu	7 489,8	5 593,9	-25,3
1.2.2. o stałym oprocentowaniu	30 811,3	36 422,7	18,2
1.2.3. indeksowane	1 812,1	1 836,9	1,4
2. Obligacje oszczędnościowe	2 895,8	2 940,0	1,5
3. Obligacje nierynkowe	-1 733,3	-902,6	-47,9
Udzielone pożyczki	-228,3	-2 904,9	1272,4
Środki przechodzące na rok kolejny	3 316,0	-71,3	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

Jeśli chodzi o strukturę inwestorów rynku finansowego, którzy według Ministerstwa Finansów będą finansować niedobór fiskalny, najbardziej istotna zmiana, w porównaniu z rokiem bieżącym, obserwowana jest w

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

	Planowane wykonanie 2004	Struktura (%) 2004	Projekt budżetu 2005	Struktura (%) 2005
Ogółem	50 827,8	100,0	46 494,9	100,0
1. Bankowe	7 292,8	14,3	8 214,1	17,7
2. Pozabankowe	22 000,0	43,3	22 472,0	48,3
3. Inwestorzy zagraniczni	15 000,0	29,5	12 300,0	26,5
5. Saldo środków przechodzące	3 316,0	6,5	-71,1	-0,2
6. Zagraniczne	3 218,9	6,3	3 579,9	7,7

Źródło: Ministerstwo Finansów



przypadku wzrostu udziału sektora bankowego i instytucji niebankowych polskiego rynku finansowego oraz spadku udziału inwestorów zagranicznych. Ponadto, „saldo środków przechodzących na rok następny” zmniejsza się całkowicie, co zgodne jest z wcześniejszymi zapowiedziami ministra finansów o zamierzonym całkowitym wykorzystaniu tzw. lokaty płynnościowej, aby uniknąć przekroczenia relacji długu publicznego do PKB na poziomie 55% PKB (w tym roku obowiązuje jeszcze stara, polska metoda liczenia długu publicznego).

### Strategia dla nowego rządu

Rząd przyjął również *Strategię zarządzania długiem publicznym*. Dokument ten, podobnie jak inne średnioterminowe plany, nie powinien mieć istotnego wpływu na rynek, ponieważ jest bardzo prawdopodobne, że i tak może być zmodyfikowana przez nowy rząd po wyborach. Choć przyznać należy, że nowy minister finansów raczej nie będzie miał innego wyboru jak tylko dążyć do obniżenia (względnie stabilizacji) relacji długu publicznego do PKB.

Według informacji zawartych w tym dokumencie relacja długu publicznego do PKB według metodologii ESA95 ma wzrastać do 2006 r., a w 2007 r. ustabilizuje się dzięki obniżeniu deficytu budżetowego do 30 mld zł (32 mld w 2006 r.), przy czym relacja długu Skarbu Państwa do PKB ma rosnąć nawet w 2007 roku. Planowane jest ponadto, że jednostki samorządu terytorialnego wykażą deficyt rzędu 0,3% PKB w latach 2005-06, po czym ich finanse zbilansują się w 2007 roku. Rząd oczekuje, że co roku wpływy netto (przekazywane do budżetu) z prywatyzacji wyniosą 4,5 mld zł.

### Finanse publiczne w latach 2005-07 (% PKB)

	2005	2006	2007
Deficyt budżetu państwa	3,7	3,1	2,7
Wynik jednostek samorządu terytorialnego	-0,3	-0,3	0,0
Dług Skarbu Państwa	50,8	51,9	52,3
Państwowy dług publiczny	54,6	55,3	55,0
Dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji	56,1	56,8	56,5
Dług sektora <i>general government</i> (ESA 95)	48,2	48,3	47,7

Źródło: Ministerstwo Finansów

Poza zahamowaniem przyrostu relacji długu publicznego do PKB, *Strategia...* zakłada w latach 2005-2007 są wzrost przeciętnej zapadalności długu rynkowego (z 2,12 lat w 2003 r. do 2,6-2,9 lat) oraz zwiększenie udziału sektora pozabankowego oraz zagranicznych inwestorów w finansowaniu ogółem polskiego długu.

### Założenia makroekonomiczne *Strategii...*

	2005	2006	2007
Wzrost PKB (%)	5,0	4,8	5,6
Inflacja CPI (średnio w okresie, %)	3,0	2,7	2,5
Stopa referencyjna (koniec okresu, %)	7,40	7,40	7,00
Stopa referencyjna (średnio w okresie, %)	7,50	7,25	6,75
EUR/PLN (koniec okresu)	4,39	4,25	4,24
EUR/PLN (średnio w okresie)	4,42	4,29	4,24
USD/PLN (koniec okresu)	3,72	3,73	3,85
USD/PLN (średnio w okresie)	3,68	3,70	3,79

Źródło: Ministerstwo Finansów

### Opinia Rady Polityki Pieniężnej o budżecie

Pod koniec września, Rada Polityki Pieniężnej przyjęła i opublikowała opinię do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2005*. Ocena RPP wydaje się bardzo wyważona. Założenia makroekonomiczne budżetu zostały ocenione pozytywnie i, chociaż niektóre pozycje dochodów określono jako bardzo ambitne i być może zbyt optymistyczne, ogólny krytycyzm nie był zbyt duży. Rada przyznała, że budżet ten jest krokiem w dobrym kierunku ponieważ ogranicza rozmiar deficytu fiskalnego i uwzględnia wprowadzenie części oszczędności zaproponowanych w planie Hausnera. Z drugiej strony, RPP stwierdziła, że konieczne jest uproszczenie systemu podatkowego oraz dalsze reformy fiskalne zmierzające do ograniczenia deficytu strukturalnego poprzez ograniczenie wydatków publicznych.

Rada Polityki Pieniężnej pokazała szacunki banku centralnego różnych miar nierównowagi finansów publicznych. Wynika z nich, że rozmiar deficytu fiskalnego skorygowanego o wahania cykliczne jest niższy niż w 2004, ale znacznie powyżej tego z roku 2003, co sugeruje, że skala pożądanego zacieśnienia polityki fiskalnej powinna być znacznie większa. RPP podkreśliła, że aby zapobiec dalszej akumulacji długu publicznego niezbędne jest przeprowadzenie dalszych reform w kolejnych latach, a niezbędnym warunkiem odwrócenia tendencji narastania długu jest jak najszybsze osiągnięcie nadwyżki pierwotnej w budżecie.

### Miary nierównowagi finansów publicznych (% PKB)

	2003	2004	2005
Cyklicznie skorygowany wynik sektora	-3,8	-5,7	-4,3
Cyklicznie skorygowany wynik pierwotny sektora	-0,7	-2,6	-1,2

Źródło: NBP



## Temat miesiąca

### Co z tą Radą?

Prawie od początku swojej kadencji nowa Rada Polityki Pieniężnej zaskakiwała rynek finansowy swoimi decyzjami. Dotyczyło to zarówno zmiany nastawienia w polityce pieniężnej w kwietniu, jak i czterech decyzji dotyczących stóp procentowych w okresie od czerwca do września. Po trzech podwyżkach stóp w skali różnej od tej, jaką przewidywała większość uczestników rynku, na posiedzeniu we wrześniu RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian i utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, podczas gdy zdecydowana większość uczestników rynku spodziewała się podwyżki o 25 lub 50 pkt. bazowych. Czasami władze monetarne zaskakują rynki finansowe podjętym kierunkiem działań, aby osiągnąć określony cel (tak mogło być w czerwcu, kiedy to RPP chciała zbudować wiarygodność anyinflacyjną). Trudno jednak sobie wyobrazić, aby taki cel przyświecał Radzie Polityki Pieniężnej na kilku kolejnych posiedzeniach z rządu. Analizując rozbieżności pomiędzy decyzjami w sferze polityki pieniężnej i oczekiwaniami dotyczącymi tych decyzji zadać można sobie pytanie: czy kontrowersyjne są działania RPP, czy też może prognozy uczestników rynków finansowych są nieodpowiednie? Aby odpowiedzieć na to pytanie, warto przeanalizować sygnały wysyłane przez Radę po poszczególnych posiedzeniach (gdyż na ich podstawie formułowane są oczekiwania przyszłej polityki) oraz zestawzić je z działaniami podjętymi na posiedzeniach kolejnych. Warto również zwrócić uwagę na nadmierną zmienność rynków finansowych, wywołaną decyzjami RPP, której można było uniknąć prowadząc bardziej przejrzystą politykę pieniężną. W nakreśleniu oczekiwań odnośnie kierunków i celów polityki pieniężnej w przyszłym roku powinny pomóc –

przynajmniej teoretycznie – projekcja inflacji, którą NBP opublikował po raz pierwszy w sierpniu oraz przyjęte przez Radę Polityki Pieniężnej na wrześniowym posiedzeniu *Założenia polityki pieniężnej na rok 2005*.

### RPP lubi zaskakiwać

Podczas gdy w okresie czerwiec-wrzesień Rada Polityki Pieniężnej nie zaskoczyła raczej rynków finansowych łączną skalą restrykcyjności polityki pieniężnej (stopy procentowe w górę o 125 pkt. bazowych), poszczególne jej decyzje były trudne do przewidzenia. Ciekawe jest również to, że każdą z decyzji, jeśli traktować je indywidualnie, można uzasadnić licznymi argumentami ekonomicznymi dostępnymi w chwili jej podejmowania. Problem jednak w tym, że decyzji tych nie należy rozpatrywać w oderwaniu od decyzji poprzednich oraz od sygnałów płynących z banku centralnego, w szczególności z treści komunikatów po posiedzeniu oraz z projekcji inflacyjnej. Tabela przedstawia najważniejsze, naszym zdaniem, fragmenty (są one zwykle wyłuszczone) komunikatów po posiedzeniach RPP. Oczekiwania rynku w poszczególnych miesiącach przedstawiamy na stronie 16.

Przypomnijmy jak przebiegała polityka pieniężna w ostatnich miesiącach. Po pierwszej podwyżce o 50 pkt bazowych w czerwcu, pokazującej antyinflacyjne podejście nowej RPP, mieliśmy do czynienia z uspokojeniem nastrojów i obniżeniem skali podwyżki do 25 pkt bazowych w lipcu. Można było wtedy przypuszczać, że rysuje się pewna strategia Rady Polityki Pieniężnej – wysłanie mocnego sygnału na początku celem zwiększenia wiarygodności, a następnie stopniowe zwiększanie restrykcyjności, w miarę rozwoju sytuacji makroekonomicznej. Informacja po lipcowym posiedzeniu sugerowała, że najistotniejszym elementem wpływającym na skalę

### Krótką historia wypadków polityki pieniężnej

Miesiąc	Decyzja	Uzasadnienie
Czerwiec	+ 50 pkt. bazowych	Dążąc do tego aby podwyższona inflacja miała charakter przejściowy i aby, po wygaśnięciu czynników nadzwyczajnych, powróciła do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym RPP (2,5%), Rada postanowiła, podwyższyć stopy NBP o 0,5 pkt. proc.
Lipiec	+ 25 pkt. bazowych	Znaczący wzrost oczekiwań inflacyjnych połączony z rosnącym prawdopodobieństwem utrzymania się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego zwiększa ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji. Istotne znaczenie w kształtowaniu się przyszłej inflacji będzie miała dynamika wynagrodzeń w gospodarce.
Sierpień	+ 50 pkt. bazowych	Czynnikami, które zadecydowały o skali podwyżki, były wyniki sierpniowej projekcji inflacji oraz ryzyko pojawienia się presji płacowej wywołanej oczekiwaniami inflacyjnymi. Dążąc do tego aby podwyższona inflacja miała charakter przejściowy, Rada nie zmienia stanowiska, że zacieśnienie polityki pieniężnej powinno następować stopniowo.
Wrzesień	0 pkt. bazowych	Jeżeli obserwowana w trzecim kwartale br. aprecjacja złotego utrwali się, wówczas zwiększy się prawdopodobieństwo, że inflacja w średnim okresie będzie przebiegała nieco niżej niż przedstawiono w <i>Raporcie o inflacji</i>

Źródło: NBP. BZ WBK





kolejnych podwyżek stóp procentowych będzie siłą presji płacowej w gospodarce. Ponieważ nie spodziewaliśmy znacznego wzrostu dynamiki wynagrodzeń w gospodarce, wydawało się wówczas, że bardziej prawdopodobne były kolejne kroki o ćwierć punktu procentowego. Rzeczywistość okazała się jednak bardziej skomplikowana. I to pomimo faktu, że opublikowane w sierpniu dane o płacach wskazały na najmniejszy wzrost od początku roku (o 3,6% r/r). Okazało się bowiem, że nowym argumentem w rękach Rady Polityki Pieniężnej (a przynajmniej niektórych jej członków) stała się projekcja inflacji przygotowana przez zespół analityczny NBP.

Do wyższej od spodziewanej podwyżki stóp procentowych w sierpniu (o 50 pkt. bazowych) przyczyniła się właśnie projekcja inflacji, wymieniona na pierwszym miejscu w komunikacie (warto przypomnieć, że uczestnicy rynku zapoznali się z projekcją dopiero po podjęciu przez RPP decyzji o stopach procentowych, więc nieprzewidywalność tego ruchu była niejako oczywista). Drugim argumentem była możliwość żądań płacowych, które mogłyby pojawić się podczas prac Komisji Trójstronnej. Restrykcyjność polityki pieniężnej widoczna była nie tylko w skali podwyżki stóp procentowych, ale również w komunikacie. Można powiedzieć, że po posiedzeniu sierpniowym zarysowywała się kolejna strategia polityki pieniężnej, różna od tej widocznej po posiedzeniu lipcowym. Według projekcji inflacji, stopy procentowe banku centralnego powinny kontynuować trend wzrostowy, jeśli Rada Polityki Pieniężnej chce osiągnąć cel inflacyjny w średnim terminie. Skoro RPP uwierzyła w projekcję inflacyjną i na tej podstawie podjęła agresywną decyzję w sierpniu, można było spodziewać się kolejnej podwyżki we wrześniu. Któż mógł jednak przypuszczać, że wiara RPP okaże się tak krótkotrwała. W sierpniowym komunikacie RPP napisała, że „nie zmienia stanowiska, że zacieśnienie polityki pieniężnej powinno następować stopniowo”. Ciekawe jest to, że po pierwsze, RPP podtrzymała stanowisko, o którym nigdy wcześniej nie informowała, a po drugie, trudno było zrozumieć co oznacza słowo „stopniowo”. Odpowiedź przyszła podczas konferencji prasowej, kiedy to prezes NBP Leszek Balcerowicz uznał, że może to być zarówno 25 pkt. bazowych jak i 50 pkt. bazowych. Sam wówczas prawdopodobnie nie przypuszczał, że „stopniowo” w rozumieniu całej Rady może również oznaczać brak podwyżki już we wrześniu.

Jak wiemy, we wrześniu nastąpiła kolejna zmiana strategii, a brak podwyżki był uzasadniony przede

umocnieniem się złotego. Okazało się, że w funkcji reakcji banku centralnego kurs walutowy odgrywa ogromną rolę, przy czym poprzedni komunikat w ogóle tego nie sugerował, a kurs walutowy wystąpił w nim wręcz w kontekście ryzyka deprecjacji w przypadku braku reform fiskalnych, co mogłoby być „źródłem dodatkowej presji inflacyjnej”. Miesiąc wcześniej, w komunikacie lipcowym, umacniający się złoty został wymieniony jako czynnik sprzyjający niskiej inflacji – „znaczące umocnienie kursu złotego, jeśli się utrwali, będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia inflacji”. Dwaj członkowie RPP (Andrzej Sławiński, Andrzej Wojtyła) w artykule opublikowanym w *Gazecie Wyborczej* 21 lipca, czyli po kilku tygodniach aprecjacji złotego pisali, że „występuje wiele symptomów świadczących, że trend zmian kursu złotego właśnie uległ odwróceniu”. Najwyraźniej jednak te symptomy nie były kluczowe w podejmowaniu decyzji o kolejnych podwyżkach stóp procentowych w lipcu i sierpniu. Dopiero we wrześniu, kiedy złoty umocnił się o kolejne dwa procent, został on uznany za kluczowy element wyeksponowany w komunikacie i wpływający na decyzję. Tak więc Rada w lipcu wspominała o kursie walutowym, a w sierpniu przemilczała ten element tylko po to aby zrobić z niego kluczowy czynnik we wrześniu. Komunikat wrześniowy wcale jednak nie jest jednoznaczny, gdyż czytamy w nim również, że „ocena wpływu obecnej aprecjacji złotego na przyszłą inflację obarczona jest znaczną niepewnością”. Co ciekawe komunikat mówi, że „od ostatniego posiedzenia Rady pojawiły się niepokojące sygnały świadczące o nasilaniu się żądań płacowych”. Przypomnijmy, że ryzyko żądań płacowych było jednym z głównych argumentów za podwyżkami stóp procentowych w czerwcu, lipcu, i sierpniu. Dlaczego więc Rada nie podniosła stóp we wrześniu skoro to ryzyko było wciąż wysokie, a może wręcz wzrosło? Najwyraźniej dla RPP ważniejszym argumentem było kilkuprocentowe umocnienie złotego, które wpływa korzystnie na inflację w krótkim okresie, ale jego wpływ w dłuższym okresie jest bardzo niepewny. Szkoda, że tak wysokiej istotności kursu walutowego w funkcji reakcji nie zasygnalizowała Rada wcześniej. Jaki sygnał płynie więc z komunikatu wrześniowego, który mógłby pomóc w przewidywaniu kolejnych ruchów polityki pieniężnej? Jeśli złoty się umocni a presja płacowa znacznie nie zwiększy, *ceteris paribus*, nie będzie podwyżek stóp procentowych. Jednak należy pamiętać, że przedstawiona powyżej historia decyzji RPP z ostatnich kilku miesięcy pokazuje, że prognozowanie kierunku polityki pieniężnej na podstawie sygnałów wysyłanych w komunikatach może nie być zbyt owocne.



### Projekcja inflacji – pomaga czy przeszkadza?

Decyzje Rady Polityki Pieniężnej z ostatnich dwóch miesięcy były pod silnym wpływem bardzo ważnej informacji, którym było rozpoczęcie publikacji projekcji inflacji. Mimo że w wielu krajach ciałem odpowiedzialnym za decyzje polityki monetarnej nie jest właścicielem projekcji, już w lipcowym numerze MAKROskopu ostrzegaliśmy, że zastosowanie takiego rozwiązania w naszym kraju może przynieść pewne negatywne skutki (przynajmniej na początku). Pisaliśmy wówczas, że „projekcje, których właścicielem byłiby analitycy NBP, zakładając, że mogłyby one zostać zignorowane przez RPP, mogłyby w niektórych sytuacjach wprowadzać obserwatorów polityki pieniężnej w błąd, a więc stanowić dodatkowe źródło niepewności”. Niestety, tak właśnie stało się we wrześniu, gdyż Rada Polityki Pieniężnej po podjęciu sierpniowej decyzji na podstawie projekcji, wycofała się niejako z tego ruchu w kolejnym miesiącu.

W trakcie prezentacji projekcji inflacyjnej pod koniec sierpnia wiceprezes NBP Krzysztof Rybiński powiedział, że powrót do celu inflacyjnego na poziomie 2,5% wymagać będzie dalszych, zdecydowanych podwyżek stóp, a ich skala powinna być wyższa niż wyceniana wówczas przez rynek. Patrząc na ostatnią decyzję Rady o pozostawieniu stóp bez zmian, wypowiedzi wiceprezesa NBP nie wydają się być spójne ze sposobem rozumowania RPP. W tym kontekście, wrześniowa decyzja RPP może być zinterpretowana jako swego rodzaju wotum nieufności wobec projekcji inflacyjnej NBP, która znalazła się na jednym z czołowych miejsc wśród argumentów za większą niż oczekiwano skalą podwyżki stóp procentowych w sierpniu. W ciągu ostatnich tygodni przed posiedzeniem, kilku członków RPP zdystansowało się od wniosków wynikających z projekcji, więc można odnieść wrażenie, że brak podwyżki w tym miesiącu był formą zrównoważenia czy zrekompensowania (przypuszczalnie) zbyt silnej reakcji sprzed miesiąca na przedstawioną wtedy przesadnie pesymistyczną projekcję inflacji. Taka sytuacja wprowadza dodatkowe źródło niepewności, jeśli chodzi o przewidywanie decyzji polityki pieniężnej, ponieważ ujawnia ona rosnące rozbieżności pomiędzy RPP i zespołem analitycznym NBP.

Co ciekawe, w oficjalnym komunikacie opublikowanym po posiedzeniu RPP nie wyrażono wprost zastrzeżeń wobec projekcji inflacyjnej NBP. Wprost przeciwnie, w informacji po posiedzeniu czytamy, że przebieg procesów w większości obszarów dotyczących gospodarki polskiej i światowej był zgodny z

oczekiwaniami przedstawionymi w *Raporcie o inflacji*. Stąd też oficjalny komunikat RPP nie był zbyt pomocny w określeniu motywów, które stały za decyzją o przerwaniu cyklu podwyżek stóp procentowych, a także w przeprowadzeniu oceny, czy jest to tylko przerwa w cyklu, czy też może jego zakończenie. Być może komunikat po posiedzeniu nie był pisany przez osoby, które podjęły decyzję o utrzymaniu stóp bez zmian.

Należy pamiętać, że analitycy NBP przedstawią w listopadzie nową projekcję inflacji, która naszym zdaniem utrzyma najważniejsze wnioski co do średnioterminowych zagrożeń dla celu inflacyjnego, nawet jeśli niektóre ważne założenia stały się nieaktualne. Wciąż mamy nadzieję, że projekcja inflacji będzie przydatna w określaniu przyszłych zmian w polityce pieniężnej. Być może, sposobem na większą spójność informacji przekazywanych przez zarówno RPP, jak i analityków NBP, byłby większy udział członków Rady w powstawaniu projekcji inflacji np. przy formowaniu jej podstawowych założeń. W ten sposób projekcja inflacji byłaby dla rynku istotną informacją, gdyż byłaby większa szansa, że wnioski z niej płynące nie zostaną zignorowane przez Radę.

### Przewidywalność bardzo ograniczona

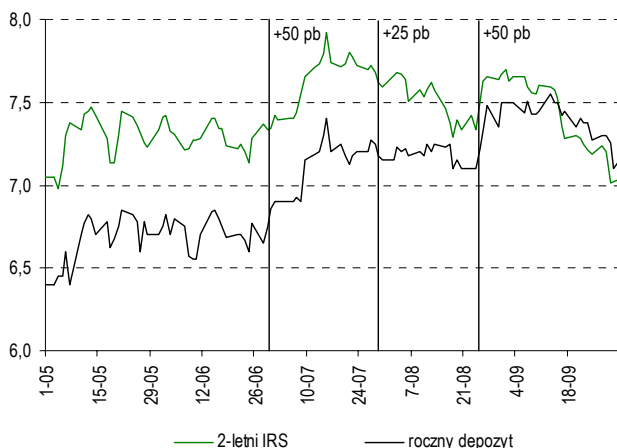
Jak wspomniano powyżej, przypadkowość ruchów stóp procentowych obserwowana w ostatnich miesiącach nie ułatwia przewidywania przyszłego kierunku polityki pieniężnej. Z pewnością fakt, że przeciwnicy jakiegokolwiek podwyżki stóp procentowych przeważyli we wrześniu mimo tego, że ogólna ocena sytuacji gospodarczej nie uległa znaczącej zmianie, sugeruje, że należy być ostrożnym w przewidywaniu skali dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Przypomnijmy, że dwa-trzy miesiące temu oczekiwaliśmy, że obecny cykl podwyżek stóp procentowych zakończy się na poziomie 7,0-7,5%. Po sierpniu przesunęliśmy się w stronę górnej granicy tego przedziału ze względu na „jastrzębią” podwyżkę o 50 pkt. bazowych, jej uzasadnienie oraz publikację pesymistycznej projekcji inflacyjnej, które zasugerowały, że postrzegane przez RPP zagrożenia dla inflacji są istotne i jest ona zdeterminowana je zwalczać. Jednakże wrześniowa decyzja dowiodła, że sygnały wysyłane przez RPP po poprzednim posiedzeniu były mylące (ale czy nie było też tak w lipcu?), a poprzednie przewidywania mówiące o mniej zdecydowanych podwyżkach mogą być bardziej uzasadnione.

Proszę zauważyć, że gdyby kontynuowana była strategia zarysowana po lipcowym posiedzeniu, a



zarówno w sierpniu, jak i we wrześniu stopy procentowe zostałyby podwyższone o 25 pkt. bazowych, to stopa referencyjna NBP byłaby na takim samym poziomie jak jest dzisiaj (6,5%), a nie mielibyśmy do czynienia z całym zamieszaniem. Przedstawiona ścieżka decyzji pozwala wątpić, czy RPP posiada spójną i logiczną taktykę działania aby osiągnąć założony cel inflacyjny. Nagłe i niezbyt dobrze uzasadnione przeskoki pomiędzy większymi i mniejszymi zmianami stóp procentowych w poprzednich miesiącach oraz brak podwyżki na ostatnim posiedzeniu sugerują, że decyzje RPP podejmowane są bez jakiejś wyraźnej, przemyślanej reguły, w sposób nieco przypadkowy i zależec mogą od zmieniającego się układu sił w Radzie. Poszczególne decyzje pokazują, że bez względu na rzeczywiste intencje RPP, przejrzystość polityki pieniężnej i przewidywalność przyszłych decyzji jest bardzo niewielka. Oczywiście nie odbywa się to bez kosztów dla gospodarki. Jak pisaliśmy w lipcowym MAKROskopie: dzięki doskonałej przejrzystości polityki pieniężnej funkcja reakcji banku centralnego jest w pełni przewidywalna, a cel inflacyjny w pełni wiarygodny i w takiej sytuacji zmiany krzywej dochodowości następują wyłącznie w reakcji na publikacje danych, a nie na zmiany parametrów polityki pieniężnej. Analizując ostatnie kilka miesięcy poczynań Rady Polityki Pieniężnej, można odnieść wrażenie, że jest na odwrót, a polska gospodarka może ponosić koszty tzw. niespodzianek w polityce pieniężnej. Poniższy wykres przedstawia nie tylko, że rynek finansowy nerwowo reagował na decyzje RPP, ale też że w wyniku całkowitych zmian argumentacji i „strategii” następowały wręcz zmiany kierunku trendów cen niektórych instrumentów finansowych (w szczególności rynkowych stóp procentowych o krótkim terminie zapadalności) na skutek działań RPP.

**Nieprzewidywalność RPP, a zmienność rynku**



Źródło: NBP, BZ WBK

**Polityka pieniężna AD 2005**

We wrześniu Rada Polityki Pieniężnej opublikowała również *Założenia polityki pieniężnej na 2005 rok*, w których, zgodnie z zapowiedzią, Rada wyjaśniła jak rozumie ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% i przedział dopuszczalnych wahań +/-1% oraz sposób jego realizacji. Ponieważ jest to pierwszy tego rodzaju dokument nowej Rady, warto przyrzeć się bardziej szczegółowo przedstawionym w nim zagadnieniom. Wyjaśnienie odnośnie interpretacji celu oraz jego realizacji zostało przedstawione w dziesięciu punktach (patrz ramka).

**Dekalog Rady Polityki Pieniężnej**

1. Cel ciągły oznacza, że mierzony on jest w każdym kolejnym miesiącu, a nie jedynie w grudniu. Horyzontem obowiązywania jest wejście do ERM2 lub zakończenie kadencji obecnej Rady.
2. Główną podstawę interpretacji celu inflacyjnego stanowi miara inflacji CPI w ujęciu r/r w danym miesiącu. Uzasadnione jest również posługiwanie się wskaźnikami kwartalnymi i średniorocznymi.
3. Polityka pieniężna jest jednoznacznie nakierowana na utrzymanie inflacji jak najbliższe poziomowi 2,5%, a nie tylko na utrzymanie jej wewnątrz dopuszczalnego pasma wahań.
4. Fluktuacje wewnątrz pasma +/-1% należy traktować jako naturalne efekty niewielkich losowych wstrząsów oraz czynników koniunkturalnych, które powinny się nawzajem neutralizować w długim okresie, nie wymagając z reguły reakcji ze strony polityki pieniężnej. Nieoczekiwane i silne wstrząsy, w wyniku których inflacja wykroczy poza pasmo, mogą wymagać reakcji ze strony banku centralnego.
5. Skala reakcji wymieniona w pkt. 4 zależec będzie od siły zaburzeń i stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych. Reakcja na wstrząsy popytowe stanowi mniejszy problem, trudnością jest reakcja na wstrząsy po stronie podażowej, które oddziałują na inflację i wzrost gospodarczy w przeciwnych kierunkach.
6. Przy większych wstrząsach natury podażowej zadaniem polityki pieniężnej będzie przeciwdziałanie tzw. efektom drugiej rundy, tj. wzrostowi żądań płacowych i oczekiwań inflacyjnych. Przy analizie wstrząsów podażowych przydatne stają się miary inflacji bazowej.
7. Długość opóźnień reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną zależy w dużej mierze od zmian strukturalnych i instytucjonalnych zachodzących w gospodarce. Banki centralne mogą tylko w przybliżeniu określić okres jaki mija od podjęcia decyzji do wpływu na gospodarkę.
8. Brak decyzji o zmianie stóp procentowych przez kilka miesięcy lub kwartałów jest również decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdy prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania się luki popytowej.
9. Ponieważ polityka monetarna będzie prowadzona w warunkach wysokiej niepewności, decyzje powinny opierać się na wykorzystaniu całej dostępnej informacji, a nie tylko projekcji inflacyjnej oraz nie jest możliwe posługiwanie się prostą, znaną uczestnikom rynku regułą polityki.
10. Przy ocenie restrykcyjności polityki pieniężnej powinno się brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale też poziom realnego kursu walutowego.

W kontekście dziesięciu zasad prowadzenia polityki pieniężnej, warto spojrzeć na to, jak Rada przedstawia



warunki prowadzenia polityki pieniężnej w chwili obecnej i jak uzasadnia podjęte działania. Otóż, reakcja banku centralnego w 2004 roku miała na celu zapobieżenie wzrostowi cen w wyniku wzrostu oczekiwań inflacyjnych i żądań płacowych. Jednakże RPP uwzględniała też wpływ, jaki wstrząsy podażowe wywierają na popyt krajowy. Bilans ryzyka, który przedstawia Rada, sugeruje, naszym zdaniem, że ze strony wysokich cen ropy naftowej widzi ona wyższe ryzyko niekorzystnego wpływu na koniunkturę niż niekorzystnego wpływu na inflację. Rada Polityki Pieniężnej przedstawiła liczne dylematy przed którymi stają władze monetarne, nie przedstawiła jednak, jak można było przypuszczać, jak te dylematy wpływały na zmianę skali reakcji w poszczególnych miesiącach.

Głównym zadaniem polityki pieniężnej w 2005 roku będzie obniżenie inflacji, najpierw do przedziału dopuszczalnych wahań, a potem „w pobliżu celu 2,5%”. Wydaje się, że Rada będzie postrzegała cel inflacyjny symetrycznie, czyli tak samo będzie traktowała odchylenia od celu poniżej i powyżej 2,5%. Rada podkreśliła, że proces obniżania inflacji powinien się odbyć przy uniknięciu niepotrzebnych wahań produkcji, stóp procentowych i inflacji.

Rada stwierdziła, że natura mechanizmów transmisji polityki pieniężnej w Polsce sugeruje, że skutki większości wstrząsów dla inflacji można zneutralizować w ciągu 1-3 lat, w związku z czym RPP „będzie kontynuować działania zmierzające do stosunkowo szybkiego obniżenia inflacji do poziomu 2,5% w ciągu 5-7 kwartałów”. Rada wymienia czynniki, które mogą ułatwić lub utrudnić realizację założonego przedziału inflacji. Przy czym, co warto podkreślić, według Rady istnieją aż trzy korzystne tendencje (pro-eksportowy charakter ożywienia, szybki wzrost wydajności pracy, stosunkowo słaba pozycja firm w zakresie przenoszenia kosztów produkcji na ceny konsumenta), które mogą sprzyjać powrotowi inflacji do celu. Z drugiej strony, istnieje tylko jeden element (silne niekorzystne wstrząsy podażowe np. kolejne podwyżki cen ropy), który może prowadzić do wydłużenia powrotu do celu inflacyjnego. Jeśli weźmiemy pod uwagę, że RPP postrzega ten właśnie jedyny czynnik jako ryzyko dla koniunktury, możemy dojść do wniosku, że RPP zapatruje się dość pozytywnie na perspektywę inflacji w Polsce.

Według *Założeń...* polityka pieniężna powinna być w dużym stopniu nakierowana na przyszłość. Jednak ponieważ wstrząsy podażowe wyraźnie zwiększyły niepewność dotyczącą przyszłej inflacji, RPP będzie poświęcać dużo uwagi nie tylko projekcji inflacyjnej

zamieszczanej w *Raporcie o inflacji*, ale też „prognozom przygotowanym przy wykorzystaniu różnych modeli, stosowanych w NBP i innych instytucjach”. Jednak projekcja inflacyjna ma być istotnym punktem odniesienia dla decyzji RPP (czego nie było widać po wrześniowej decyzji). Również ze względu na występowanie szoków podażowych, Rada będzie „w większym stopniu wykorzystywać miary inflacji bazowej”. Nie wiemy tylko, czy „w większym stopniu” oznacza w większym stopniu niż obecnie, w większym stopniu niż inne miary, czy też w większym stopniu niż było to w przypadku poprzedniej Rady. Rada Polityki Pieniężnej stwierdziła, że „ukierunkowaniu polityki pieniężnej na przyszłość towarzyszyć będzie dążenie Rady do poprawy komunikacji z otoczeniem i sygnalizowania zmian nastawienia polityki pieniężnej”. Możemy jedynie wyrazić nadzieję, że faktycznie nastąpi to w najbliższej przyszłości, ponieważ póki co jakość komunikacji z rynkiem finansowym należy uznać za, mówiąc delikatnie, dość niską. Rada będzie nadal sygnalizowała kierunek zmian w polityce pieniężnej poprzez stosowanie nastawienia w polityce pieniężnej (tabela poniżej).

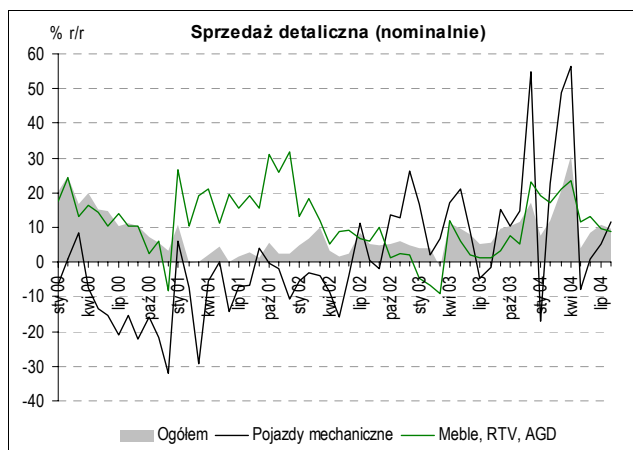
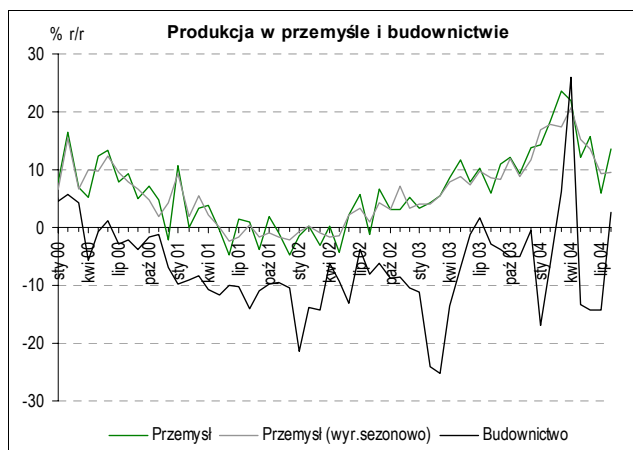
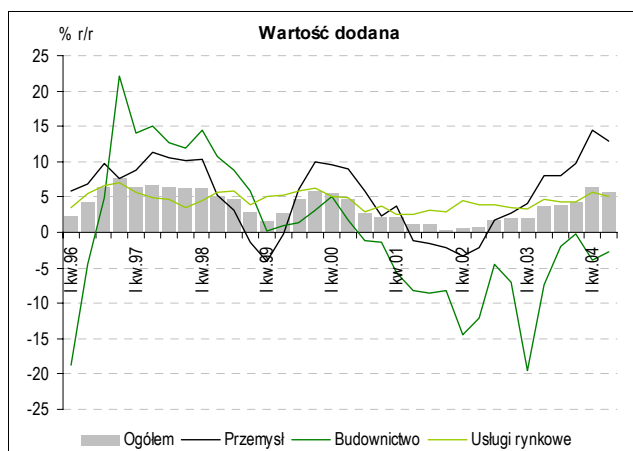
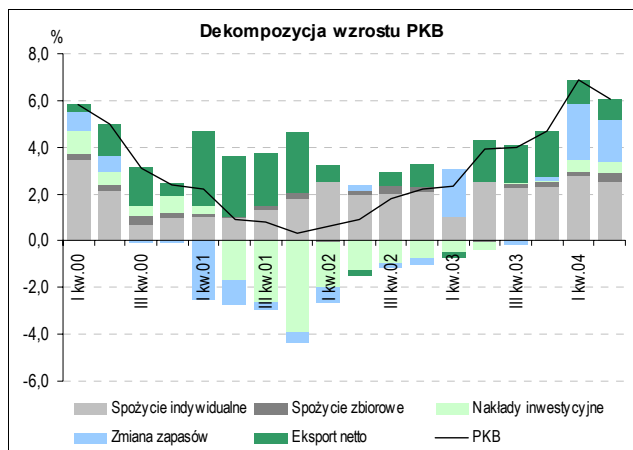
#### Nastawienie w polityce pieniężnej

Nastawienie	Oznacza, że:	Stosowane gdy:
Restrykcyjne	Wyższe prawdopodobieństwo podniesienia stóp procentowych niż ich obniżenia	Prawdopodobieństwo wzrostu inflacji powyżej 2,5% będzie <b>istotnie wyższe</b> niż ukształtowania się jej poniżej 2,5%
Łagodne	Wyższe prawdopodobieństwo obniżenia stóp procentowych niż ich podniesienia	Prawdopodobieństwo wzrostu inflacji powyżej 2,5% będzie <b>istotnie niższe</b> niż ukształtowania się jej poniżej 2,5%
Neutralne	Zbliżone prawdopodobieństwa zarówno podwyżek jak i obniżek stóp procentowych	Prawdopodobieństwo wzrostu inflacji powyżej 2,5% będzie <b>zbliżone</b> do ukształtowania się jej poniżej 2,5%

Źródło: *Założenia polityki pieniężnej rok 2005*

Zestaw instrumentów polityki pieniężnej w 2005 roku pozostanie prawie bez zmian w porównaniu ze stanem obecnym. Istotną zmianą będzie skrócenie okresu zapadalności bonów pieniężnych NBP z 14 do 7 dni. Bony te będą oferowane na cotygodniowych przetargach w ramach podstawowych operacji otwartego rynku. Jeśli chodzi o ciekawostki, to w przyszłym roku zostanie wprowadzona stawka referencyjna POLONIA (*Polish Overnight Index Average*), która będzie średnią stawką O/N ważoną wielkością transakcji na rynku depozytów międzybankowych.

## Gospodarka Polski



### PKB zgodny z oczekiwaniami, rozczarowanie w inwestycjach

- Tempo wzrostu PKB w II kwartale 2004 wyniosło 6,1%, zgodnie z naszą prognozą.
- Popyt krajowy zwiększył się o 5,1% r/r, z czego można wnioskować, że eksport netto pozostał ważną siłą składową wzrostu gospodarczego. Jego kontrybucja do wzrostu PKB w II kwartale wyniosła prawie 1 pkt. proc., podobnie jak w I kwartale br.
- Spożycie ogółem wzrosło o 3,4% r/r, w tym spożycie indywidualne zwiększyło się o 3,8% r/r. Z jednej strony wzrostowi konsumpcji sprzyjał przedakcesyjny szał zakupów, a z drugiej czynnikiem ograniczającym konsumpcję w wyrażeniu realnym było przyspieszenie inflacji (średni dwunastomiesięczny CPI wzrósł z 1,6% r/r w I kwartale do 3,3% w II kwartale).
- Akumulacja brutto była o 13,8% wyższa niż przed rokiem, co było bliskie naszej prognozie. Jednak struktura tego wzrostu odbiegała wyraźnie od oczekiwań. Największym rozczarowaniem były nakłady inwestycyjne brutto, które wzrosły zaledwie o 3,3% r/r (wobec 3,5% w I kw.). Zrekompensowane to zostało przez większy niż oczekiwano wzrost zmiany zapasów, którego kontrybucja do wzrostu PKB okazała się drugi kwartał z rzędu bardzo znacząca (odpowiadając za niemal 2 pkt. proc. wzrostu PKB).
- Wartość dodana brutto ogółem wzrosła o 5,6% r/r. Struktura tego wzrostu, zgodnie z oczekiwaniami była podobna jak w kilku poprzednich kwartałach. W przemyśle wzrost wartości dodanej wyniósł 12,8% r/r, w budownictwie wartość dodana było o 2,8% niższa niż przed rokiem, a usługi rynkowe zanotowały wzrost o 5,1% r/r.
- Wzrost PKB w III kwartale będzie prawdopodobnie słabszy, sięgając 5,1% r/r. Jednak oczekujemy, że przyniesie on pozytywny sygnał o zwiększeniu dynamiki inwestycji. Wzrost gospodarczy w całym roku 2004 powinien być nieznacznie niższy od 6% r/r.

### Produkcja w przemyśle poniżej oczekiwań

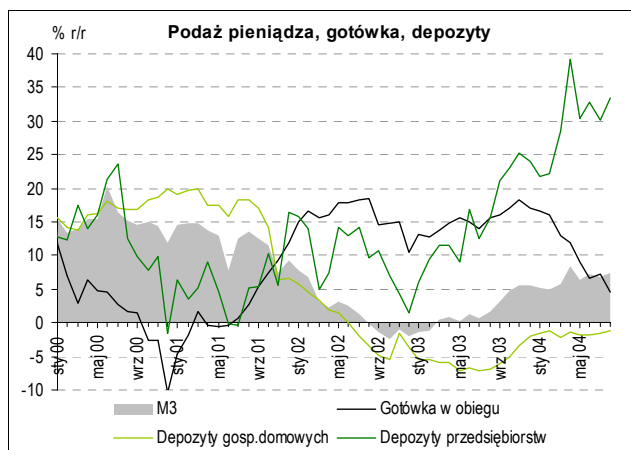
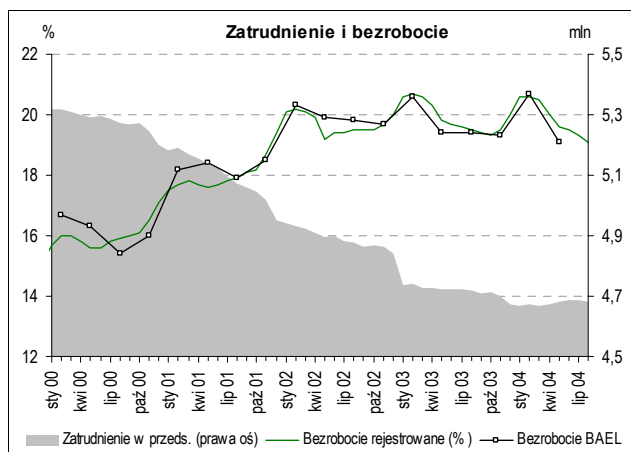
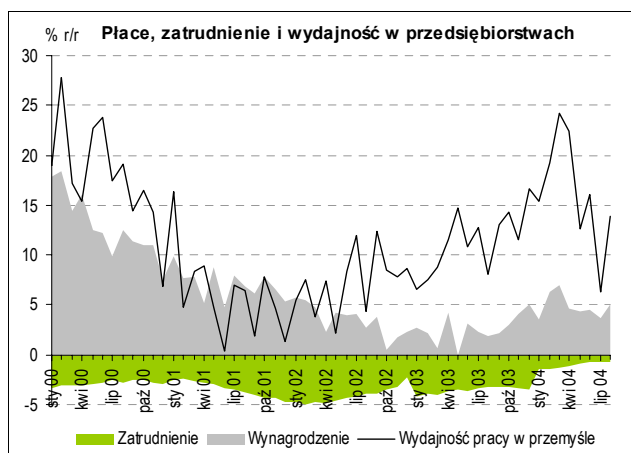
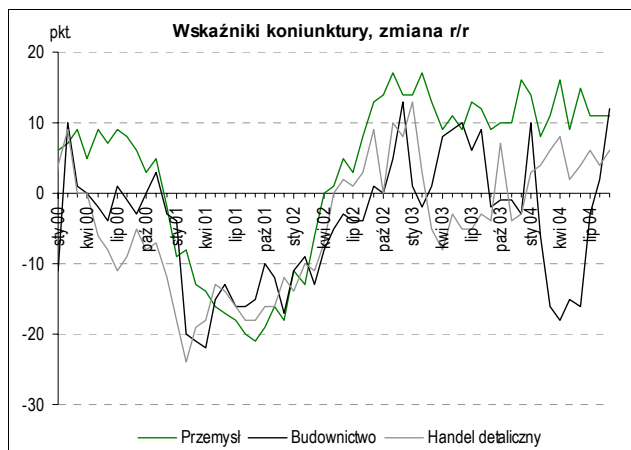
- Prognozy słabszego wzrostu PKB w III kw. br. potwierdziły dane o produkcji sprzedanej przemysłu, która w sierpniu ponownie była niższa niż oczekiwano. Roczny wzrost wyniósł 13,5% wobec prognoz na poziomie ok. 16%.
- Sierpniowe wyniki były pod wpływem dwóch dni roboczych więcej niż rok wcześniej, w przeciwieństwie do lipca, kiedy było o jeden dzień roboczy mniej niż przed rokiem. Po skorygowaniu o czynniki sezonowe i jednorazowe, wzrost produkcji przemysłowej osiągnął w sierpniu 9,5% r/r wobec wzrostu o 9,2% r/r w lipcu.
- Produkcja w budownictwie zwiększyła się w sierpniu o 2,6% r/r, co jednak wynikało głównie z korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po uwzględnieniu tych czynników, dynamika produkcji budowlano-montażowej była nadal na minusie, osiągając -6,2% r/r.

### ... podobnie jak sprzedaż detaliczna

- Sprzedaż detaliczna w sierpniu również była niższa od prognoz, wzrastając nominalnie o 9,5% r/r wobec wzrostu o 10,9% w lipcu.
- Jednak należy to uznać za wynik dość przyzwoity. Wzrost sprzedaży w niemal wszystkich działach wyniósł ok. 10% r/r, co sugeruje, że popyt konsumpcyjny rośnie równomiernie w dość wysokim tempie.
- Odbudowuje się sprzedaż samochodów, która po okresie boomer przed akcesją do UE, załamała się gwałtownie po 1 maja. Według naszych szacunków sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów wzrosła w sierpniu 9,4% r/r wobec 11,5% w lipcu.
- Z drugiej strony, trudno w tych danych doszukać się oznak nadmiernego boomer konsumpcyjnego, co zmniejsza obawy o wystąpienie silnej presji popytowej na ceny.

Źródło: GUS, szacunki własne

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

### Koniunktura i nastroje konsumentów w górę

- Mimo słabszych danych makroekonomicznych, wyniki badań koniunktury są coraz bardziej optymistyczne. We wrześniu klimat gospodarczy poprawił się w przemyśle, handlu i – po raz pierwszy od dawna – w budownictwie.
- Przedsiębiorstwa wskazują na wzrost portfela zamówień, mocniejszy w przypadku zamówień krajowych niż zagranicznych, co świadczy o stopniowym wzroście roli popytu krajowego we współtworzeniu wzrostu gospodarczego.
- Wrzesień przyniósł też kolejną znaczną poprawę nastrojów konsumentów. Wskaźnik WOK instytutu Ipsos osiągnął najwyższy poziom w ciągu ostatnich pięciu lat. Może to być początek silnego trendu w poprawie nastrojów. Jednak boom konsumpcyjny będzie w najbliższym czasie powstrzymany przez znaczną niepewność wynikającą z wysokich poziomów inflacji i bezrobocia.

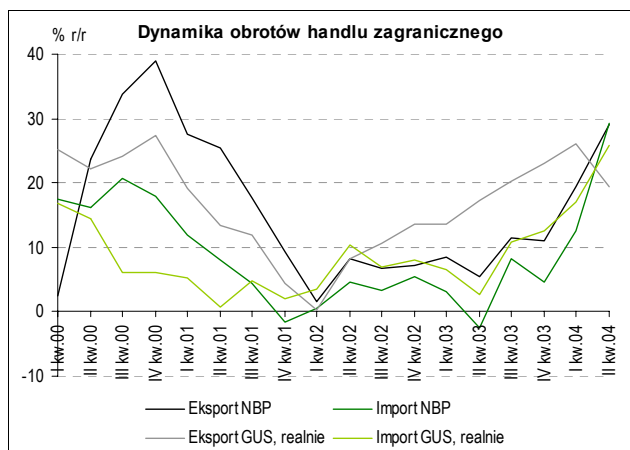
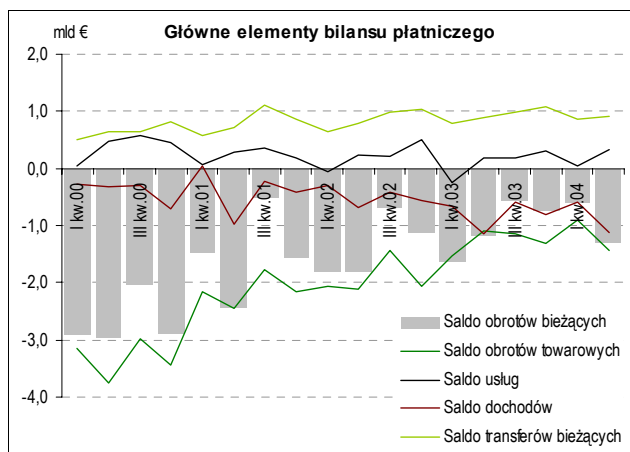
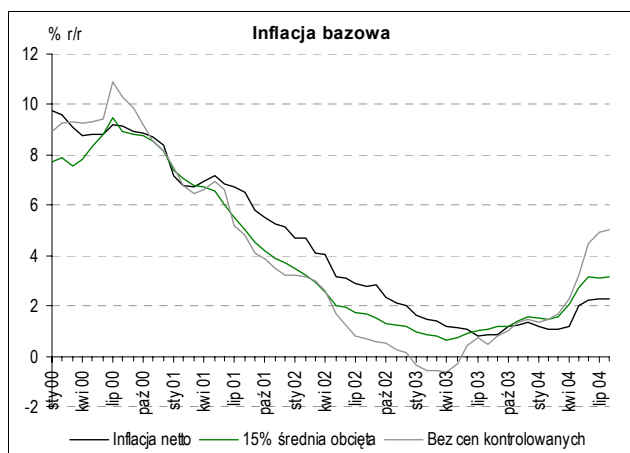
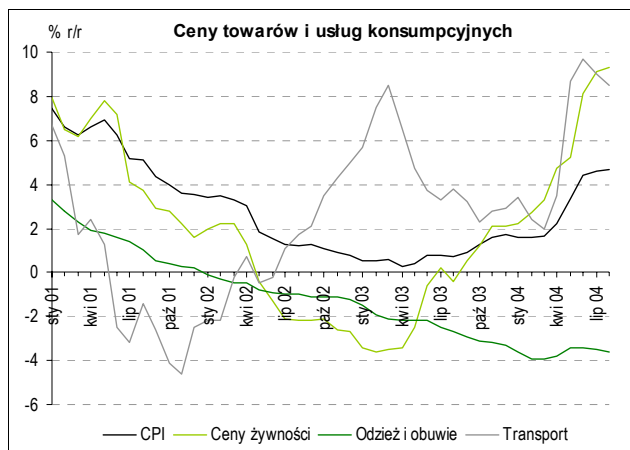
### Płace rosną, zatrudnienie wciąż rozczarowuje

- Niestety nie zanosi się na rychłą zmianę sytuacji na rynku pracy. Płace rosną w tempie umiarkowanym (jeśli uwzględnić przyspieszającą inflację), a zatrudnienie nie wykazuje wyraźnych tendencji wzrostowych. W sierpniu średnie płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 5,1% r/r, a przeciętne zatrudnienie było o 0,8% niższe niż przed rokiem.
- Przyspieszenie wzrostu płac nastąpiło po jednorazowym wyhamowaniu w lipcu do 3,6% r/r, więc biorąc pod uwagę średnią z tych dwóch miesięcy, przeciętne tempo wzrostu wynagrodzeń pozostaje bez zmian w porównaniu ze średnią z drugiego kwartału, tj. na poziomie 4,5% r/r.
- Nie jest to raczej wynik zagrażający wzrostem presji inflacyjnej, szczególnie, że rosnące od początku roku ceny uszczupliły znacznie realną siłę nabywczą wynagrodzeń. W sierpniu nominalny fundusz płac był o 4,3% wyższy niż przed rokiem wobec wzrostu 2,9% r/r w lipcu. Jednak realny fundusz płac był nadal na minusie, spadając o 0,3% r/r (wobec -1,6% r/r w lipcu i -0,6% r/r w czerwcu).
- Tymczasem nadal nie mamy do czynienia z istotnym ożywieniem popytu na pracę w polskich przedsiębiorstwach, prawdopodobnie za sprawą silnego wzrostu wydajności pracy, który pozwolił firmom znacznie zwiększyć efektywność.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w sierpniu 19,1% wobec 19,3% miesiąc wcześniej i 19,5% przed rokiem. Liczba bezrobotnych zmniejszyła się o 3% r/r. Lepsze powinny być też wskaźniki za wrzesień – wg wicepremiera Jerzego Hausnera stopa bezrobocia we wrześniu spadła do 18,9-19%, a liczba osób bez pracy po raz pierwszy od 3 lat wyniosła poniżej 3 mln. Sytuacja ulega stopniowej poprawie, ale jej tempo nie jest imponujące. Bezrobocie nadal pozostaje bardzo wysokie i biorąc pod uwagę obecne tempo jego redukcji, nie zmieni się to przez dłuższy czas.

### Pieniądz pod kontrolą

- Podaż pieniądza M3 zwiększyła się w sierpniu o 7,3% r/r po zrewidowanym wzroście o 6,8% r/r w lipcu.
- Kontynuowane są główne tendencje z poprzednich miesięcy – spowolnienie wzrostu gotówki w obiegu (4,6% r/r wobec średniej 12,2% r/r w I poł. br.), spadek depozytów gospodarstw domowych, chociaż w trochę mniejszej skali niż dotychczas (-1,2% r/r po -1,7% r/r w lipcu i średnio w I poł. br.), oraz nadal silny wzrost depozytów przedsiębiorstw (33,3% r/r wobec wzrostu o ok. 30% r/r w lipcu i przeciętnie w I połowie br.).
- Po stronie kreacji pieniądza odnotowano pewne przyspieszenie kredytów dla gospodarstw domowych (do 16,7% r/r z 15,7% r/r w lipcu), podczas gdy kredyty dla przedsiębiorstw pozostają w stagnacji, odnotowując spadek o 2,9% r/r wobec spadku o 3,6% r/r w poprzednim miesiącu.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

### Inflacja przestała rosnąć

- W sierpniu stopa inflacji pozostała na poziomie z lipca, tj. 4,6% r/r. Wyhamowanie tendencji wzrostowej możliwe było m.in. dzięki głębszemu niż oczekiwano spadkowi cen żywności (-1,6% m/m) oraz odzieży i obuwia (-0,9% m/m). Ceny paliw wzrosły w sierpniu o 0,9% m/m, ale ponieważ był to wzrost słabszy niż przed rokiem (2% m/m), nie przyczyniło się to do wzrostu rocznej stopy inflacji.

- Wydaje się, że inflacja osiągnęła już swój szczytowy punkt w tym roku, a od września powinna się stopniowo obniżać do ok. 4,2-4,3% na koniec roku.

- Będzie to przede wszystkim efektem odwrócenia wzrostowego trendu na rynku żywności za sprawą dobrych zbiorów. Potwierdza to spadek tych cen w pierwszej połowie września o 0,1% m/m.

- Jednak tak czy inaczej CPI pozostanie powyżej celu NBP przez kilka kolejnych kwartałów, mniej więcej do połowy 2005 r.

- Dynamika cen producenta w sierpniu nieznacznie przyspieszyła do 8,7% r/r. Było to silnie związane z wysokimi cenami ropy oraz innych nośników energii. Utrzymywanie się tych cen na bardzo wysokim poziomie jest nadal ważnym źródłem ryzyka inflacyjnego w przyszłości, choć na razie ich wpływ jest umiarkowany.

### Inflacja bazowa również się stabilizuje

- Wskaźniki inflacji bazowej wyhamowały wzrost w sierpniu, podobnie jak inflacja CPI. Trzy z nich pozostały bez zmian wobec lipca, a dwa zwiększyły się zaledwie o 0,1 pkt. proc.

- Dwie najważniejsze miary – inflacja netto i 15% średnia obciążenia – pozostają niskie. Inflacja netto jest nadal poniżej celu inflacyjnego i wynosi 2,3%, natomiast 15% średnia obciążenia (3,2%) wciąż mieści się w przedziale dopuszczalnych odchyłek  $\pm 1$  pkt. proc.

- Niestety trzy pozostałe miary są znacznie wyższe, dwie z nich przekraczają 5% r/r.

### Deficyt obrotów bieżący niski, obroty towarowe rosną szybko

- W II kwartale 2004 deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 1,3 mld €, czyli podobnie jak rok wcześniej (1,2 mld €) i ponad dwukrotnie więcej niż w I kwartale br. (0,6 mld €).

- W relacji do PKB deficyt utrzymał się na poziomie 1,7%, czyli takim jak w I kwartale br. (wobec 2,4% PKB w II kw. 2003). To najniższy kwartalny wynik od połowy lat dziewięćdziesiątych.

- W handlu zagranicznym zanotowano bardzo wyraźny wzrost obrotów towarowych. Tak eksport, jak i import (mierzone w euro) zwiększyły się w II kwartale br. o ponad 29% r/r, wobec wzrostów o odpowiednio 19,3% (eksport) i 12,6% (import) r/r w I kwartale roku.

- Dane potwierdzają, że działalność eksportowa pozostaje istotną siłą składową rozwoju gospodarki krajowej. Jednak zawężająca się szybko różnica pomiędzy dynamiką eksportu a importu świadczy, że mamy równocześnie do czynienia z ożywieniem popytu wewnętrznego. Przyczyni się to do osłabienia kontrybucji eksportu netto w tworzeniu PKB na rzecz popytu krajowego.

- Od przystąpienia Polski do UE na statystyki bilansu płatniczego wpływ mają przepływy finansowe pomiędzy Polską a Unią. Wg informacji podanych przez NBP większość środków w ramach funduszy strukturalnych i funduszy spójności zaliczana jest do transferów kapitałowych, natomiast polska składka do budżetu UE jest wśród transferów bieżących. W sumie przepływy z UE będą miały raczej negatywny wpływ na rachunek obrotów bieżących.

- Od maja 2004 miesięczne statystyki bilansu płatniczego z NBP są obciążone dużymi błędami z powodu problemów z działaniem systemu zbierania informacji celnych. W związku z tym NBP tymczasowo zmienił kalendarz publikacji miesięcznych danych o bilansie płatniczym – do maja 2005 dane będą się ukazywać 8 (a nie 6) tygodni po okresie sprawozdawczym. Powinno to podnieść ich miarodajność.

## Pod lupą: Bank centralny

### Oczekiwania banków, a decyzje RPP od czerwca do września

Miesiąc	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień
Decyzja RPP	+50 pb	+25pb	+50 pb	0 pb
Liczba analityków oczekujących braku zmiany stóp	2	12	6	2
Liczba analityków oczekujących podwyżki o 25 pb	15	2	11	7
Liczba analityków oczekujących podwyżki o 50 pb	0	3	0	7
Liczba ankietowanych analityków	17	17	17	16

Zestawienie własne na podstawie ankiety Gazety Bankowej

### Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 29 września 2004

Jeśli obserwowana obecnie aprecjacja złotego będzie miała charakter trwały, wzrost prawdopodobieństwa obniżenia się inflacji w stosunku do ścieżki przedstawionej w sierpniowej projekcji. Jednak ze względu na różnorodność czynników wpływających na kurs złotego i związaną z tym jego dużą zmienność, oceny wpływu obecnej aprecjacji złotego na przyszłą inflację obciążone są znaczną niepewnością.

Na ustępowanie niektórych z czynników, które w ostatnich miesiącach przyczyniły się do wzrostu inflacji, wskazuje również zahamowanie wzrostu oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych we wrześniu br. Jednak nadal znajdują się one na wysokim poziomie, co rodzi ryzyko presji na wzrost wynagrodzeń. W okresie od ostatniego posiedzenia Rady pojawiły się niepokojące sygnały świadczące o nasileniu się żądań płacowych.

Ze względu na bardzo wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych w przetwórstwie, wciąż wysokie oczekiwania inflacyjne i ożywienie popytu krajowego, ryzyko przenoszenia efektów kosztowych na wzrost CPI jest znaczące.

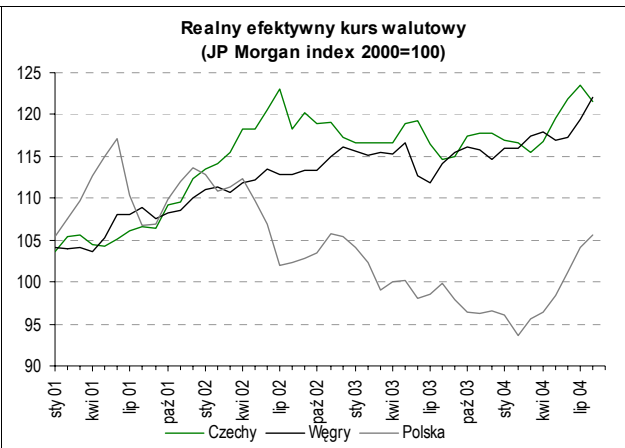
Obecny umiarkowany wzrost płac, przy wciąż relatywnie wysokiej dynamice wydajności pracy, oraz opóźnienie - według danych GUS - ożywienia inwestycyjnego w stosunku do tego, co oczekiwano w sierpniu, w pewnym - chociaż ograniczonym - stopniu wpłyną na szybsze niż zakładano obniżenie inflacji w horyzoncie projekcji.

### Rada wybiera najmniej oczekiwane rozwiązania

- RPP nie przestaje zaskakiwać. Podczas gdy prawie wszyscy uczestnicy rynku spodziewali się podwyżki stóp procentowych o 25 lub 50 pkt. bazowych, Rada pozostawiła poziom stóp bez zmian.
- Patrząc na ciąg decyzji RPP od czerwca, trudno dostrzec spójną i logiczną taktikę działania władz monetarnych. Wygląda na to, że decyzje w polityce pieniężnej zależą od szybko zmieniającego się układu sił w Radzie, a nie stabilnej funkcji reakcji.
- Jedyna reguła, jakiej można się doszukać w ostatnich decyzjach RPP jest taka, że Rada za każdym razem podejmuje taką decyzję, która wśród możliwych wariantów uznawana jest przez rynek za najmniej prawdopodobną (patrz tabela obok).
- Być może brak podwyżki we wrześniu jest formą „rewanżu” gołębi za podwyżkę „aż” o 50 pkt. bazowych w sierpniu w reakcji na przesadnie pesymistyczną projekcję inflacji.

### Uzasadnienie decyzji - dla każdego coś miłego

- W komunikacie po posiedzeniu Rady nie wyrażono wprost zastrzeżeń wobec projekcji inflacyjnej, ale stwierdzono, że nastąpi szybsze niż zakładano obniżenie inflacji w horyzoncie projekcji.
- Wśród czynników korzystnych dla perspektyw inflacji wymieniono głównie ostatnią aprecjację złotego, a oprócz tego umiarkowany wzrost płac oraz opóźnienie ożywienia inwestycyjnego.
- Z drugiej strony, podkreślono niepewność związaną z wpływem kursu na inflację, podtrzymano wcześniejsze prognozy wysokiego wzrostu gospodarczego (czyli de facto presji popytowej) oraz zwrócono uwagę na sygnały nasilenia się żądań płacowych.
- W sumie, komunikat po wrześniowym posiedzeniu Rady nie przyniósł jasnych wskazówek co do dalszych decyzji w polityce pieniężnej. Znamienny wydaje się jednak brak stwierdzenia o konieczności kontynuacji stopniowego zaostrzenia polityki.



### Kurs na kurs! Stopy stop?

- Zarówno w komunikacie po posiedzeniu RPP, jak i w założeniach polityki pieniężnej na 2005 r. znacznie bardziej niż do tej pory podkreślono znaczenie zmian kursu walutowego dla oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej. Czy ostatnia aprecjacja złotego (patrz wykres obok) oznacza koniec podwyżek stóp procentowych?
- Niekoniecznie, ponieważ nawet uwzględniając dotychczasową aprecjację złotego, nowa projekcja inflacji (publikacja w listopadzie) potwierdzi zagrożenia dla celu inflacyjnego średnim terminie.
- Trudniej będzie jednak znaleźć w Radzie większość dla bardziej agresywnych podwyżek stóp w najbliższych miesiącach.
- W takiej sytuacji powracamy do dolnej granicy przedziału oczekiwanego przez nas maksymalnego poziomu stóp w obecnym cyklu, który wskazywaliśmy kilka miesięcy temu (7-7,5%). Sądzymy, że do połowy 2005 r. stopa referencyjna osiągnie 7%.

### Wybrane fragmenty Założeń polityki pieniężnej na 2005 r.

Horizontem jego obowiązywania [ciągłego celu inflacyjnego] może być wejście Polski do ERM II lub zakończenie kadencji obecnej Rady.

Polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliższej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz dopuszczalnego przedziału wahań.

Reakcja polityki pieniężnej na nieoczekiwane wstrząsy będzie zależała od ich sily i charakteru oraz stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych.

Brak decyzji o zmianie stóp procentowych przez kilka okresów (miesiące lub kwartały) jest również decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdy prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania się luki popytowej.

Przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego.

Rada będzie kontynuować działania zmierzające do stosunkowo szybkiego obniżenia inflacji do poziomu 2,5% w ciągu 5-7 kwartałów.

Szybszy powrót do celu mógłby okazać się możliwy, jeśli: a) inercyjny wpływ wstrząsu akcesyjnego na inflację okaże się mniejszy niż obecnie przewidywany; b) w najbliższych miesiącach wystąpiłyby nieoczekiwane korzystne wstrząsy podaźowe oraz c) w wyniku zmian strukturalnych i instytucjonalnych doszło w ostatnim czasie do skrócenia opóźnień w mechanizmie transmisji.

### Założenia polityki pieniężnej na 2005 r.

- Stwierdzono, że polityka pieniężna będzie ukierunkowana jednoznacznie na utrzymanie inflacji jak najbliższej poziomu 2,5%, a nie na utrzymanie jej wewnątrz dopuszczalnego pasma wahań.
- Największym problemem dla RPP jest reakcja na wstrząsy podaźowe, które oddziałują na inflację i wzrost gospodarczy w przeciwnych kierunkach. Nie każdy wstrząs będzie wymagał reakcji polityki pieniężnej.
- Zdaniem Rady ze względu na wysoką niepewność decyzje w polityce pieniężnej powinny opierać się na wykorzystaniu całej dostępnej informacji, a nie tylko projekcji inflacyjnej, która będzie jednak najważniejszym punktem odniesienia dla decyzji RPP.
- Zestaw instrumentów polityki pieniężnej w 2005 roku pozostanie prawie bez zmian. Istotną zmianą będzie skrócenie okresu zapadalności bonów pieniężnych NBP z 14 do 7 dni.

Źródło: Gazeta Bankowa, GUS, NBP, szacunki własne



## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

#### Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

PAP, Reuters, 20 września

Dla RPP i NBP znacznie ważniejszy jest ten fragment projekcji – nie na najbliższe dwa kwartały, ale od III kw. 2005 do końca 2006 r., bo to jest ten okres, gdy polityka pieniężna może wpływać na inflację i ryzyko dla tego okresu jest istotniejsze. To czy inflacja w I kw. 2005 r. będzie pół punktu procentowego wyższa, czy niższa od projekcji, to nie ma znaczenia, bo jaka by nie była to i tak będzie powyżej celu. Natomiast jest istotne to, czy będzie w 2006 roku znacznie powyżej celu. Wzrost gospodarczy powoduje domknięcie luki popytowej, to powinno sprzyjać utrzymaniu się inflacji na wysokim poziomie, wyższym niż zakłada rynek.

#### Dariusz Filar, członek RPP

Bloomberg, 6 października

Ma to [wzmacniający się złoty] pewien wpływ na poziom inflacji w przyszłości, a w chwili gdy przestanie to działać będziemy musieli powiedzieć sobie, że czynnik kursowy przestał wpływać pozytywnie na perspektywy inflacji. Wtedy będą konieczne stosunkowo silnego działania innymi instrumentami polityki pieniężnej.

Nie wykluczam, że wysoki inflacji może pojawić się w I kw. 2005 r. Może być on niższy niż wcześniej zakładano, ale nie oznacza to, że się nie pojawi. Byłbym bardzo ostrożny w mówieniu, że szczyt inflacji był w lipcu i sierpniu i teraz będzie ona tylko spadać.

Nawet jeśli zakładane parametry [projekcji inflacji z sierpnia] były na początku wysokie, to nie oznacza to, że na koniec 2005 r. i początku 2006 r. ścieżka inflacyjna przedstawiona w projekcji [w listopadzie] musi być fundamentalnie różna od projekcji sierpniowej.

#### Andrzej Sławiński, członek RPP

Rzeczpospolita, 18-19 września

Obecnie jednak bierze się pod uwagę wzrost cen, jaki może nastąpić w wyniku pojawienia się oczekiwań inflacyjnych. Bank centralny powinien tym wzrostom cen przeciwdziałać, by nie stworzył konieczności relatywnie silnego podnoszenia stóp procentowych w przyszłości, co może zwiększyć stopę bezrobocia. Jednak gdy bezrobocie już jest – jak w Polsce – wysokie, ryzyko „przełożenia się” oczekiwań inflacyjnych na inflację staje się relatywnie mniejsze. Relatywnie słabsza staje się presja płacowa. Relatywnie gorsza staje się sytuacja wielu gospodarstw domowych. Wzrost cen żywności powoduje relatywny spadek popytu na towary nieżywnościowe. Okoliczności te powodują, że przy wysokim bezrobociu zwiększa się ryzyko „przedozowania” restrykcyjności polityki pieniężnej.

#### Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

Reuters, 16 września

Bardzo wiele wskazuje na to, że inflacja osiągnęła już swoje maksimum, a teraz powinna spadać, czemu będzie sprzyjać spadek cen żywności w ciągu najbliższych kilku miesięcy, będący wynikiem dobrego urodzaju. [...] Szok inflacyjny wywołany efektem akcesyjnym, jak się wydaje, mija. Także wzrost płac wydaje się być umiarkowany i nie stwarza istotnej presji inflacyjnej, a suma sygnałów płynących z gospodarki jest pozytywna, wobec tego zagrożenie inflacyjne słabnie.

#### Andrzej Wojtyna, członek RPP

PAP, 13 września

Nie zgodzę się z opinią, że identyfikujemy się z projekcją inflacyjną. Nie uczestniczyliśmy w konferencji prasowej, czym chcieliśmy dać pewien sygnał, że projekcja jest przygotowywana przez ekonomistów NBP i przedstawiana RPP. (...) W wyniku częstszych spotkań roboczych Rady z analitykami NBP, na dłuższą metę ten stopień identyfikacji będzie w przyszłości wzrastał.

Nie chcemy sprowadzić inflacji do poziomu 2,5% tak szybko, jak to możliwe, gdyż nie zawsze to, co najszybsze jest najlepsze. (...) Chodzi o znalezienie takiej ścieżki, która pozwoli stosunkowo szybko powrócić do celu, ale jednocześnie pozwoli ograniczyć wahania produkcji.

Po podwyżce o 0,25 pkt proc. powrót do 0,5 pp. miał odegrać taką sygnalną rolę, że Rada jest zdeterminowana, żeby nie dopuścić do efektów drugiej rundy, by wyższe oczekiwania nie utrwaliły się w postaci wyższych roszczeń płacowych.

### Komentarz

Po serii wypowiedzi członków RPP osłabiających nadzieje na dalsze podwyżki stóp procentowych (patrz niżej), nastąpił „jastrzębi” kontratak. Wiceprezes NBP próbował stłumić spekulacje, że lepsze perspektywy dla cen żywności mogłyby wymusić znaczącą zmianę projekcji inflacyjnej i wypływające z niej wnioski. Rybiński zwrócił uwagę, że nawet jeśli inflacja w najbliższych dwóch lub trzech kwartałach będzie niższa niż prognozowano, ważniejsze dla RPP są średnioterminowe perspektywy inflacji, czyli w horyzoncie czasu, na który oddziałuje bieżąca polityka pieniężna. Szczególnie że nawet gdyby inflacja w najbliższym czasie była niższa niż oczekiwano, to i tak pozostałaby znacznie powyżej celu inflacyjnego NBP.

Wnioski z wywiadu z Dariuszem Filarem wskazują, że nie tylko popierał on podwyżkę stóp procentowych we wrześniu, ale też sugerują, że jastrzębie nie składają jeszcze broni. Z wypowiedzi Filara wynika, że nowa projekcja inflacyjna będzie znów bardzo ważną bronią w rękach jastrzębi, ponieważ pokaże ona, że ścieżka inflacji jest tylko nieznacznie niższa od przedstawionej w sierpniu. W związku z tym w listopadzie możliwe jest kolejne zaostrzenie polityki pieniężnej. Kolejny zestaw argumentów pojawi się w I kwartale 2005, ponieważ podążając za rozumowaniem Filara, należy być bardzo ostrożnym w twierdzeniu, że szczyt inflacji mamy już za sobą. Podobnie jak Filar, oczekujemy wzrostu inflacji w I kw. 2005 i chociaż CPI znajdzie się wówczas prawdopodobnie tylko nieznacznie poniżej obecnego poziomu, może to spowodować reakcję RPP. Dodatkowo, jeśli chodzi o wpływ kursu walutowego na restrykcyjność polityki pieniężnej, zdaniem Filara brak dalszej aprecjacji złotego (niekoniecznie osłabienie) jest wystarczającym argumentem dla podwyżki stóp.

Do sierpniowej decyzji RPP uczestnicy rynków finansowych mogli zaobserwować ciekawą prawidłowość, zgodnie z którą w środkach masowego przekazu pojawiały się jedynie takie wypowiedzi członków RPP, które reprezentowały poglądy jej bardziej jastrzębkiej frakcji, sprzyjającej wyraźnym podwyżkom stóp procentowych. Wypowiedzi, które pojawiły się w ciągu kilku tygodni przed wrześniowym posiedzeniem RPP były sporym zaskoczeniem, ponieważ aż troje członków RPP zasygnalizowało, że należy być bardzo ostrożnym jeśli chodzi o dalsze zaostrzenie polityki pieniężnej. Andrzej Sławiński podkreślił możliwość „przedozowania” restrykcyjności polityki pieniężnej w sytuacji reakcji banku centralnego na podażowe szoki inflacyjne przy wysokim poziomie bezrobocia. Halina Wasilewska-Trenkner oraz Andrzej Wojtyna dobitnie dali do zrozumienia, że nie są zbyt mocno przekonani do pesymistycznej prognozy inflacyjnej NBP, która zakładała nieustanny wzrost stopy inflacji w ciągu najbliższych miesięcy. Dziwne wydaje się jednak, dlaczego kilka tygodni wcześniej Rada nieoczekiwanie podniosła stopy procentowe „aż” o 50 pb, argumentując to głównie publikacją projekcji inflacyjnej, a więc de facto podpisała się pod wynikającymi z niej wnioskami. Tak szybka zmiana poglądów, bo tak to jest postrzegane przez rynek, znacznie obniżyła przewidywalność polityki pieniężnej. Mimo że Wojtyna zasugerował, iż wraz z upływem czasu stopień identyfikacji Rady z projekcją inflacyjną będzie wzrastał, to sposób jej potraktowania przez RPP w sierpniu i wrześniu powoduje, że projekcja inflacyjna nie stała się czynnikiem zwiększającym przejrzystość polityki pieniężnej i ułatwiającym przewidywanie zmian stóp procentowych. Warto zwrócić uwagę na wypowiedź Wojtyny dotyczącą tempa, w jakim RPP będzie chciała sprowadzić inflację do celu inflacyjnego na poziomie 2,5%, zwracając uwagę (podobnie jak w *Założeniach do polityki pieniężnej*) na ograniczanie wahań produkcji. Trudno było doszukać się takich zdań w wypowiedziach członków poprzedniej Rady, choć przecież taka właśnie jest funkcja celu banku centralnego.

Wypowiedzi członków RPP sprzed wrześniowego posiedzenia były sygnałem, że w dość nagły sposób zaczęli oni uważać zagrożenia dla inflacji w średnim terminie za wyraźnie mniejsze niż jeszcze kilka tygodni wcześniej, gdy w reakcji na publikację dość pesymistycznej projekcji inflacji NBP, Rada dokonała podwyżki stóp procentowych o 50 pkt. bazowych. Brak podwyżki stóp we wrześniu był jednak dla rynku dużym zaskoczeniem i dowodem na brak konsekwencji RPP w postrzeganiu zagrożeń dla celu inflacyjnego i podejmowaniu adekwatnych do tego decyzji.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wotum zaufania dla rządu Belki – czysta formalność?

Przypuszczalny rozkład głosów w ponownym głosowaniu nad wotum zaufania dla rządu Marka Belki.

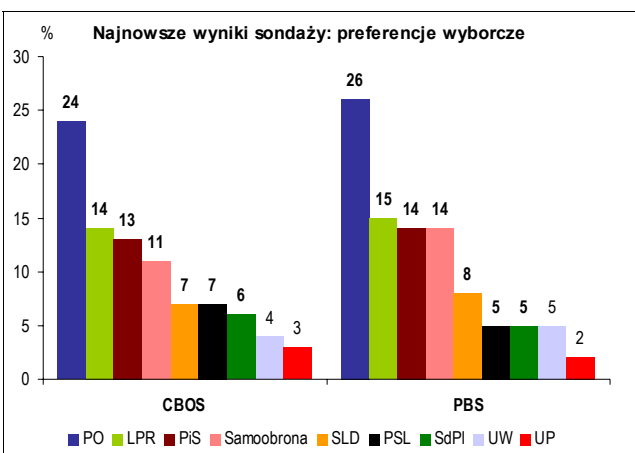
ZDECYDOWANIE ZA	ZDECYDOWANIE PRZECIW
SLD (157), SdPI (33)	PO (55), PiS (43), LPR (27)
RACZEJ ZA	RACZEJ PRZECIW
UP (15), FKP (17), Posłowie niezrzeszeni (21)	PSL (37), Samoobrona (31), SKL, PBL, RKN, PP, ROP (24)
RAZEM ZA	RAZEM PRZECIW
ok. 230 głosów	ok. 220 głosów

**MOGĄ SIĘ WSTRZYMAĆ:**  
część niezrzeszonych

Do przyjęcia wotum zaufania wystarczy zwykła większość głosów.

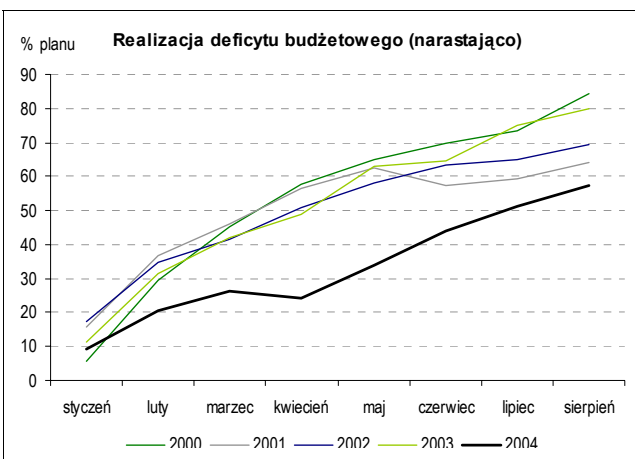
### Powtórka z rozrywki

- 15 października odbędzie się głosowanie nad wotum zaufania dla rządu Marka Belki, zgodnie z obietnicą premiera, że po przedstawieniu projektu budżetu na 2005 r. podda się ponownej weryfikacji.
- Część SLD ma wątpliwości, ale ostatecznie raczej poprze rząd, chociażby ze względu na przyjętą dyscyplinę głosowania.
- SdPI (formalnie partia opozycyjna) postanowiła, że udzieli rządowi poparcia. Podobne decyzje podjęła pozostająca w koalicji rządzącej UP oraz ugrupowanie Romana Jagielińskiego. „Za” będzie również prawdopodobnie większość posłów niezależnych.
- Taki układ sił (szczegóły w tabeli obok) sugeruje, że będziemy mieli powtórkę z rozrywki, czyli sukces rządu. Scenariusz ten jest już zdyskontowany, więc jego materializacja nie powinna wywołać znacznej reakcji inwestorów.



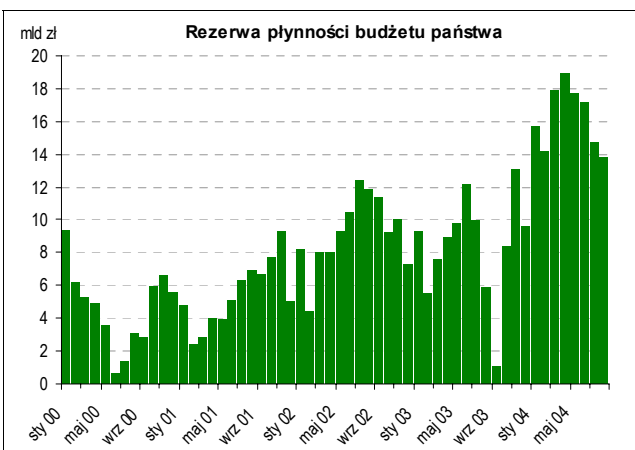
### Popularność partii wg sondaży opinii publicznej

- Najnowsze wyniki sondaży opinii publicznej pokazały, że Platforma Obywatelska utrzymuje pozycję lidera. Jej wynik jest jednak niższy niż w I połowie roku, gdy sięgał blisko 30%.
- Wszystko wskazuje na to, że poziom poparcia dla PO w wyborach nie będzie na tyle duży, aby umożliwić jej sprawowanie samodzielnej władzy.
- Trudne może być również sformowanie trwałej koalicji. Najczęściej sugerowany układ PO-PiS ma tylko 37-40% poparcia.
- Nawet jeśli PO i PiS będą miały dobry finisz kampanii wyborczej, to mogą mieć problemy z przedstawieniem spójnego programu gospodarczego.
- Wiele propozycji PiS (np. likwidacja RPP i modyfikacja podstawowego celu NBP) jest nie do zaakceptowania dla PO.



### Tegoroczny budżet wciąż ma się dobrze

- Po sierpniu br. deficyt budżetowy sięgnął 57,1% całorocznego planu. Wynik ten był lepszy od wykonania wielkości deficytu po ośmiu miesiącach roku w kilku poprzednich latach (patrz wykres).
- Zawdzięczamy to wyższemu od planowanych dochodom podatkowym, głównie wpływom z CIT oraz podatku akcyzowego. Równoważy to z nawiązką niższe od planowanych wpływy z podatku VAT.
- Jednocześnie, mimo znacznego przyrostu w sierpniu, pod kontrolą pozostają wydatki budżetowe.
- W rezultacie istnieje duża szansa na to, że faktyczny deficyt budżetowy na koniec tego roku okaże się niższy od planowanych 45,3 mld zł. W projekcie ustawy budżetowej na 2005 r. Ministerstwo Finansów założyło, że tegoroczny deficyt będzie niższy od planowanego o ok. 1,6 mld zł. Zdaniem wiceminister finansów Elżbiety Schockiej-Roguskiej może to być nawet 2 mld zł.
- Skala redukcji tegorocznego budżetu może być jednak o kilkadziesiąt milionów zł mniejsza niż przewiduje ministerstwo ze względu na konieczność zwiększenia naszej składki do budżetu UE. Komisja Europejska wezwała do tego, gdy okazało się, że wykorzystanie funduszy strukturalnych jest wyższe niż zakładano.
- Dla Polski to dobra wiadomość – dodatkowy koszt dla budżetu jest nieznaczny, a wbrew wcześniejszym obawom jesteśmy wśród liderów wykorzystania środków pomocowych z Unii. Bilans przepływów finansowych netto pomiędzy UE a Polską w tym roku okaże się więc prawdopodobnie lepszy niż wcześniej zakładano.
- Płynność budżetu pozostaje wysoka, ale od kilku miesięcy jest stopniowo redukowana – jednocześnie MinFin ogranicza emisję papierów dłużnych.
- Na dalszą redukcję płynności budżetu wpłynie rozpoczęcie procesu wypłat dopłat bezpośrednich dla rolników 18 października.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Polityki Społecznej, CBOS, PBS

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### **Marek Belka, premier;**

Radio PiN, 1 X

Pamiętam, że w maju tego roku wszyscy analitycy przysięgali się, że relacja długu publicznego do PKB na koniec bieżącego roku będzie 57,6-57,8%, czyli powyżej progu ostrożnościowego 55%. Dzisiaj okazuje się, że to jest 52,2%, może 52,5%. [...] Jak znam życie to może być jeszcze mniej. [...] Będzie to zależne od tego, jak wykonają budżet samorządy terytorialne. Po pierwszym półroczu ich budżetu zamknęły się nadwyżką prawie sześciomiliardową. Na koniec roku przewidujemy, znów bardzo ostrożnie, deficyt sześciomiliardowy. [...] I jestem także głęboko przekonany, że w przyszłym roku i także w latach kolejnych, pod warunkiem realizacji naszych planów racjonalizacji finansów publicznych, nie będzie przekraczany ten próg ostrożnościowy 55%.

#### **Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy;**

PAP, Reuters, 22 IX

Chcemy do końca roku utrzymać stan z końca września. W październiku stopa bezrobocia spadnie. Listopad jest pod znakiem zapytania. Wszystkie listopady były miesiącami wzrostu stopy bezrobocia. Ten listopad nie musi być miesiącem pogorszenia sytuacji. Najbardziej kłopotliwy jest grudzień. Nie ma wtedy prac sezonowych. [...] Chcemy utrzymać ten stan, by na koniec 2004 roku stopa bezrobocia była poniżej 19%.

Przewiduję, że w 2005 r. liczba bezrobotnych spadnie do około 2,5 mln osób, a stopa bezrobocia spadnie poniżej 17%. Zejście poniżej dwóch milionów jest możliwe w 2006 r., a standardy Unii Europejskiej spełnimy w 2008.

#### **Mirosław Gronicki, minister finansów**

Reuters, 17 września

Nadmierne umocnienie złotego może spowodować wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego, ale nie widzę zagrożenia w perspektywie roku, ewentualnie w 2006 roku. Zgadzam się z opinią NBP, że poziom 4,2 jest neutralny dla eksportu. Gdyby euro spało poniżej 4,2 mogłoby to zagrozić rentowności polskiego eksportu.

[Zapytany, czy możliwe jest umocnienie złotego do poziomu 4,2 za euro w tym roku] Będzie to trudne, ale wszystko jest możliwe. My jesteśmy więźniami sukcesu - jeżeli sytuacja polityczna będzie spokojna, jeżeli nie będzie nadmiernych problemów z budżetem.

PAP, 7 października

W tym roku deficyt budżetowy będzie znacznie mniejszy niż planowaliśmy. Jest wysokie prawdopodobieństwo, że przyszłoroczny deficyt budżetowy będzie niższy niż 35 mld zł.

Ze strony SLD, przynajmniej z tego, co wiem, nie należy się spodziewać propozycji zmian podatkowych. Na razie wiem tyle. SLD przychyliło się do jednej rzeczy, że nie będzie ulg socjalnych w podatkach, że nie tędy droga. Trzeba znaleźć pieniądze na programy pomocy dla biedniejszych. To zostało w tej chwili przyjęte przez klub SLD.

#### **Jarosław Neneman, wiceminister finansów;**

PAP, 8 października

Budżet jest bardzo napięty po stronie dochodów i wydatków. W tej chwili nie widzimy możliwości zwiększenia dochodów. Nie wystarczy powiedzieć, że będzie na przykład większa ściągalskość podatków. (...) Nie ma w budżecie [na przyszły rok] wolnych środków, trzeba będzie je wygospodarować, czyli zabrać komuś innemu.

#### **Krzysztof Janik, przewodniczący SLD;**

PAP, 8 października

[SLD chce, aby emeryci, renciści i osoby na zasiłkach przedemerytalnych, których dochód nie przekracza 800 zł brutto otrzymali wsparcie w postaci wypłaty gotówkowej]. Szacujemy, że koszt tego to 1,3 mld zł w przyszłym roku. Mamy pewien pomysł [odnośnie sfinansowania swoich pomysłów]. Widzimy pewne możliwości w budżecie, jednak przedstawimy je w toku prac budżetowych.

### Komentarz

Wypowiedź premiera na ten temat poziomu długu publicznego na koniec tego roku nie jest nową informacją, ponieważ już od jakiegoś czasu pojawiały się szacunki pokazujące, że prawdopodobieństwo przekroczenia progu 55% w tym roku stało się bardzo małe. Spowolnienie przyrostu długu publicznego było możliwe w dużym stopniu dzięki znacznemu umocnieniu kursu złotego w ostatnich miesiącach. Belka uważa, że są szanse, że próg 55% nie zostanie przekroczony także w 2005 r. Kwestia ta nie wydaje się jednak istotna, ponieważ rząd zapowiedział, że w obliczaniu poziomu długu publicznego przejdzie na metodologię ESA95, co pozwoli na statystyczne obniżenie poziomu długu. Ministerstwo Finansów zakłada, że dług publiczny w relacji do PKB wg ESA95 osiągnie 48% w latach 2005-2006 wobec 46,6% na koniec tego roku.

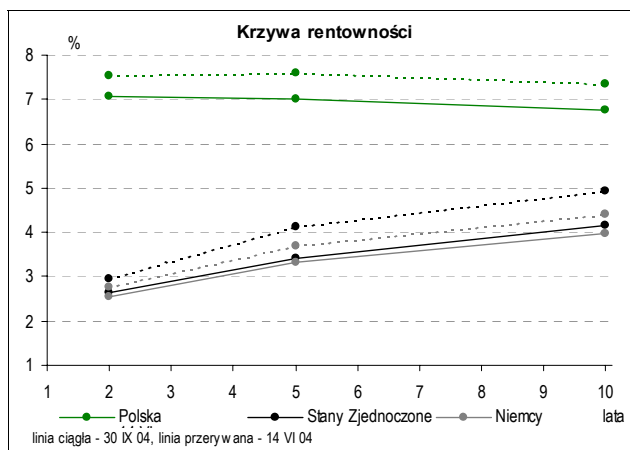
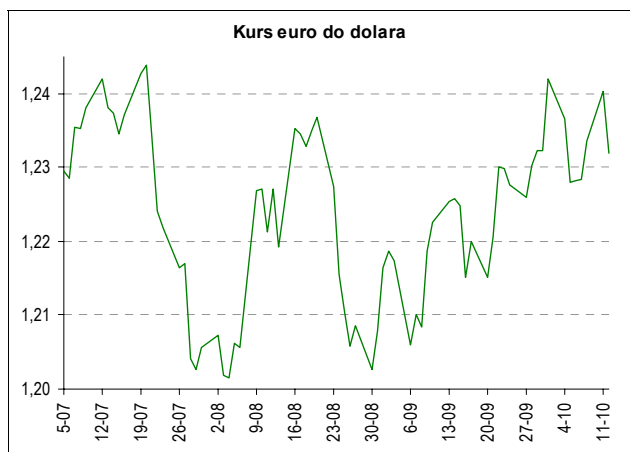
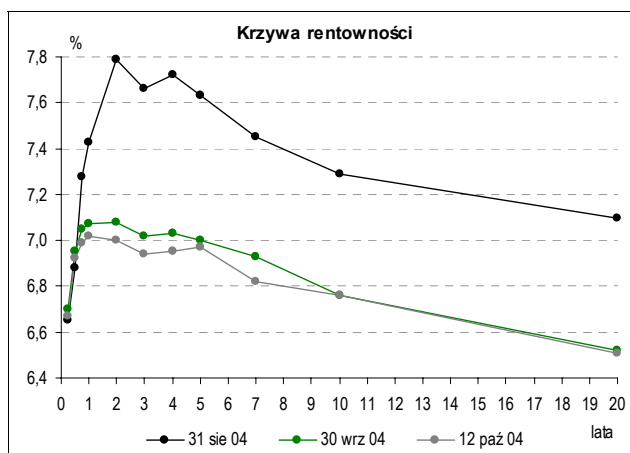
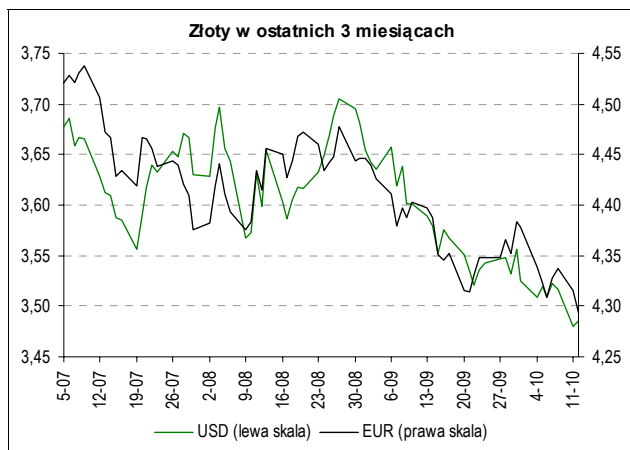
Wicepremier Hausner oczekuje, że w ciągu nieco ponad dwóch lat liczba bezrobotnych w Polsce obniży się o ponad 1 mln osób, czyli o mniej więcej jedną trzecią obecnego poziomu. Cóż, tak znacząca skala spadku bezrobocia wymagała będzie znacznie bardziej zdecydowanych reform niż przygotowane i wprowadzone w życie przez ten i poprzedni rząd. Brak nadmiernej aprecjacji złotego, co jest uważane przez Hausnera za warunek utrzymania wysokiego wzrostu gospodarczego, z pewnością nie wystarczy, aby rozwiązać problem bezrobocia w Polsce. Zakładane przez wicepremiera szybkie tempo ograniczania bezrobocia w nadchodzących latach wygląda raczej na myślenie życzeniowe, a nie wiarygodną prognozę, zwłaszcza że to ten rząd nie będzie już wówczas prowadził polityki społecznej i gospodarczej.

Wypowiedzi ministra finansów pokazują, że chociaż przedstawiciele rządu są zadowoleni z ostatniej aprecjacji złotego, która ułatwiła opanowanie przyrostu długu publicznego, to jednocześnie obawiają się oni, że dalsze umocnienie krajowej waluty mogłoby stworzyć zagrożenie dla tempa wzrostu gospodarczego. Na początku października kurs złotego wobec euro osiągnął najwyższe od wielu miesięcy poziomy, do czego przyczyniły się oczekiwania na sukces rządu w piątkowym głosowaniu nad wotum zaufania. Można się spodziewać, że po materializacji pozytywnego scenariusza w głosowaniu nad wotum, na rynku nastąpi pewna korekta, ale złoty nadal będzie mocny dzięki dobrej sytuacji gospodarczej i wysokiemu napływowi zagranicznego kapitału.

Minister finansów stwierdził, że deficyt może być w przyszłym roku niższy od planowanego. Naszym zdaniem nie wydaje się to bardzo prawdopodobne, gdyż założony wzrost dochodów wydaje się dość wysoki (pomimo konserwatywnych założeń wzrostu gospodarczego i inflacji). Co więcej, wypowiedź ministra nie nastąpiła w najszcześniejszym momencie, gdyż SLD przedstawił propozycję poprawy sytuacji najbardziej potrzebujących emerytów i rencistów. Jak do tej pory, przedstawiciele SLD nie wskazali źródeł finansowania tych dodatkowych wydatków. Wypowiedź Gronickiego może pozwolić SLD twierdzić, że nie trzeba szukać źródeł finansowania dodatkowych wydatków, bo deficyt i tak będzie niższy.

SLD przedstawił propozycję poprawy sytuacji najbardziej potrzebujących emerytów i rencistów. Zgodnie z nią osoby otrzymujące najniższe renty, emerytury oraz zasiłki i świadczenia przedemerytalne (poniżej 800 zł na miesiąc) otrzymywałyby z budżetu raz w roku dodatek, który maksymalnie wyniosłby 900 zł. Oznaczałoby to dodatkowy koszt dla budżetu w wysokości 1,3 mld zł rocznie. Projekt SLD dołączył do propozycji innych partii parlamentarnych, które będą dyskutowane w najbliższym czasie w trakcie prac nad przyszłorocznym budżetem. Są one potencjalnym zagrożeniem dla spójności budżetu, ale należy pamiętać, że zgodnie z polskim prawem parlament nie może zdecydować o zwiększeniu deficytu budżetowego w stosunku do zaproponowanej przez rząd wielkości. To w pewnym stopniu ogranicza ryzyko, że posłowie zaakceptują nieodpowiedzialne rozwiązania, które nie będą miały źródeł finansowania. Zdaniem Ministerstwa Finansów budżet oparty jest już na bardzo napiętym planie dochodów i nie jest możliwe wygospodarowanie żadnych dodatkowych kwot bez uszczuplania innych wydatków. Jak do tej pory, przedstawiciele SLD nie wskazali źródeł finansowania dodatkowych wydatków.

## Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

### Lepsze perspektywy – złoty i obligacje mocniejsze

▪ Mimo zbliżającego się głosowania nad wotum zaufania dla rządu, jak dotąd nie widać oznak nerwowości na polskim rynku finansowym, bowiem poparcie Sejmu dla gabinetu jest niemal pewne. We wrześniu wyraźnie wzrosło zainteresowanie polskim rynkiem ze strony inwestorów zagranicznych. To głównie popyt z ich strony kształtował notowania złotego i obligacji skarbowych.

▪ W drugim tygodniu września rynek zaczął się wzmacniać po informacji, że agencja ratingowa S&P może rozważyć poprawę perspektywy ratingu dla polskiego długu. Potem do końca miesiąca przeważały pozytywne nastroje. Złoty wzmacniał się w oczekiwaniu na podwyżki stóp przez RPP, a umocnieniu rynku obligacji sprzyjały dane o inflacji i produkcji, które powodowały zmniejszenie skali oczekiwanych ruchów. Niewielka deprecjacja polskiej waluty wynikała z prawnie niezobowiązującej uchwały Sejmu w sprawie prywatyzacji PKO BP. Kolejna zaskakująca decyzja RPP spowodowała znaczne, ale krótkotrwałe osłabienie złotego i dalszy ruch w dół krzywej rentowności.

▪ Na koniec września złoty był mocniejszy niż w ostatnim dniu sierpnia o ponad 2% wobec koszyka dolar-euro. Około 20 września aprecjacja przekroczyła nawet 3%. Krzywa rentowności przesunęła się w ubiegłym miesiącu w dół o 50-70 pkt. bazowych, a najbardziej wyraźny ruch nastąpił na krótszym końcu.

▪ Na początku października agencja S&P zrealizowała swoją zapowiedź i podniosła perspektywę ratingu, co pozwoliło na dalsze umocnienie na polskim rynku finansowym. Kurs złotego do dolara spadł do poziomu najniższego od początku 1999 r., a wobec koszyka dolar-euro był najsilniejszy od początku 2003 r.

▪ Spodziewamy się, że w IV kw. zarówno na rynku walutowym, jak i obligacji skarbowych utrzymają się obecne, mocne poziomy. Głównym czynnikiem niepewności będzie polityka pieniężna.

### Dolar pozostaje słaby

▪ We wrześniu nastąpiło znaczne osłabienie dolara wobec euro. Przez miesiąc kurs EURUSD wzrósł z około 1,205 do 1,24 i pozostał na tym poziomie na początku października.

▪ Mimo trwającego cyklu podwyżek stóp procentowych w USA, uczestnicy rynków obawiają się cały czas o trwałość ożywienia w gospodarce amerykańskiej, czemu sprzyja niepewność geopolityczna. Także wielka nerwowość i wysokie ceny na rynku ropy naftowej mają negatywny wpływ na notowania dolara.

▪ 2 listopada odbędą się wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych. Jest to dodatkowy czynnik niepewności. W związku z tym oczekujemy pewnej zmienności, ale kurs EURUSD nie powinien przekroczyć poziomów z ostatnich miesięcy. W okresie po wyborach widzimy kurs EURUSD w przedziale 1,24-1,29.

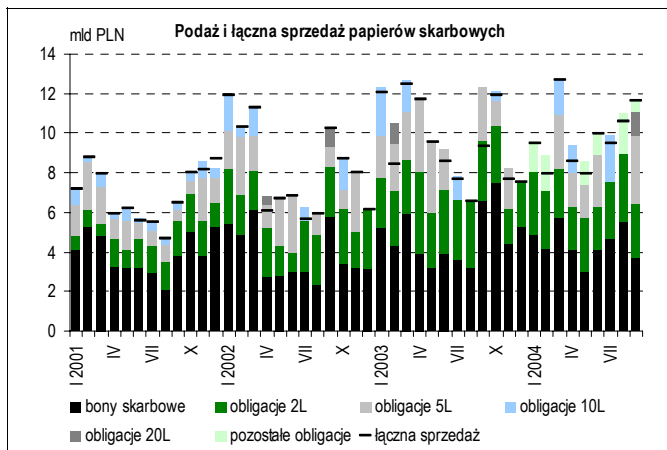
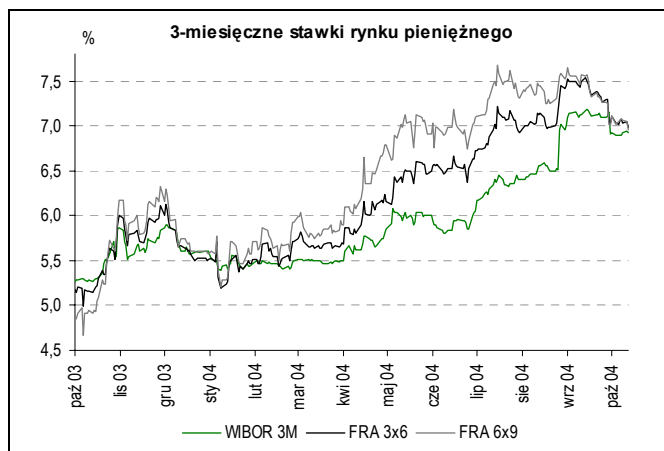
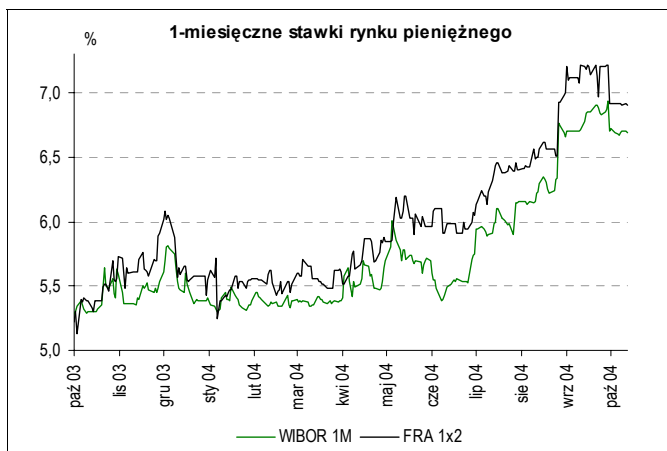
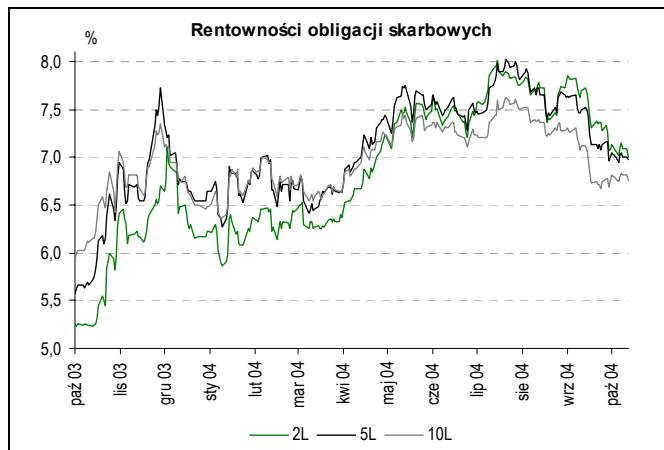
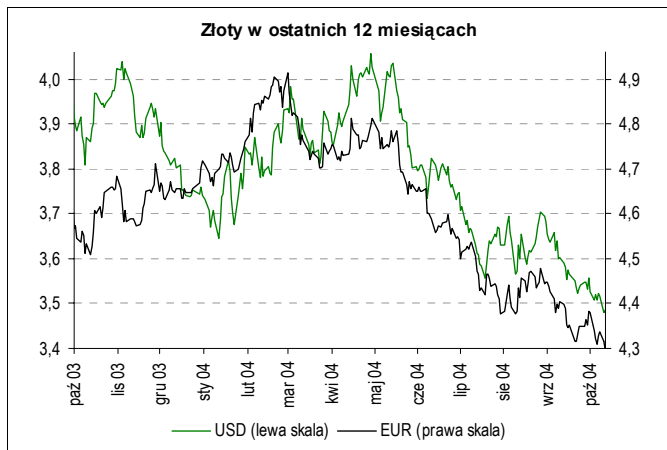
### Niepewne perspektywy rynków obligacji

▪ Przy znacznym spadku rentowności we wrześniu premia za ryzyko dla polskich obligacji odnotowała spadek o 15 pkt. bazowych do około 145 pb. Od wejścia Polski do Unii Europejskiej premia zmniejszyła się o 35 pb. Wskazuje to na znaczną poprawę oceny średnioterminowych perspektyw Polski.

▪ Na początku września na rynku obligacji skarbowych w USA krzywa rentowności przesunęła się górę po dobrym raporcie z rynku pracy. Potem rentowności wróciły do trwającego od połowy czerwca, mimo podwyżek stóp, trendu spadkowego. Świadczy to o utrzymywaniu się dużej niepewności, co do trwałości wzrostu. Tym bardziej, że kolejne dane z rynku pracy ponownie rozczarowały.

▪ Perspektywy rynku papierów dłużnych są wysoce niepewne. Tym niemniej w głównym scenariuszu spodziewamy się umiarkowanego wzrostu rentowności w IV kw. br.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
6.09.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
13.09.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
20.09.2004	-	500 / 500	500 / 500
27.09.2004	100 / 100	1 100 / 1 100	1 200 / 1 200
<b>razem wrzesień</b>	<b>100 / 100</b>	<b>3 600 / 3 600</b>	<b>3 700 / 3 700</b>
4.10.2004	100	900	1 000
11.10.2004	100	800	900
18.10.2004	100	800	900
25.10.2004	-	1 000	1 000
29.10.2004	-	1 000	1 000
<b>razem październik</b>	<b>300</b>	<b>4 500</b>	<b>4 800</b>
<b>listopad i grudzień *</b>		<b>6 100 - 7 800</b>	

\* na podstawie wstępnej informacji na cały IV kwartał

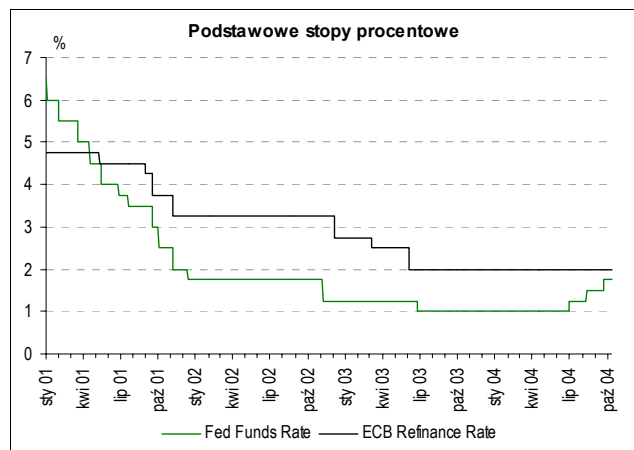
**Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg			II przetarg			III przetarg					
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	07.01*	OK0406	3 200,0	3 200,0	14.01	WZ0307/0911	1 500,0	1 407,0	-	-	-	-
luty	04.02*	OK0406	2 900,0	2 600,0	11.02	WZ0307/0911	1 800,0	1 110,8	-	-	-	-
marzec	03.03	OK0406	2 500,0	2 500,0	10.03	DS1013	1 700,0	1 700,0	17.03*	DS0509	2 760,0	2 760,0
kwiecień	07.04	OK0406	2 200,0	2 200,0	14.04	DS1013	1 400,0	577,0	21.04	DS0509	1 700,0	1 700,0
maj	05.05	OK0806	2 700,0	2 039,5	12.05*	WZ0307/0911	1 200,0	1 181,0	19.05	DS0509	1 700,0	1 695,0
czerwiec	02.06	OK0806	2 200,0	2 200,0	9.06	WZ0307/0911	1 000,0	1 000,0	16.06*	DS0509	2 640,0	2 640,0
lipiec	07.07*	OK0806	2 800,0	2 800,0	14.07*	DS1013	2 400,0	2 001,0	-	-	-	-
sierpień	04.08*	OK0806	3 480,0	3 086,0	11.08*	WZ0307/0911	1 550,0	1 470,0	-	-	-	-
wrzesień	01.09	OK1206	2 700,0	2 700,0	8.09*	WS0922	1 200,0	1 200,0	15.09*	DS0509	3 480,0	3 480,0
październik	06.10	OK1206	2 000,0	2 000,0	13.10	DS1015	2 600,0	-	20.10	DS0509	2 000 - 3 000	-
listopad	03.11	OK1206	2 000 - 3 000	-	10.11	WZ0307/0911	1 000 - 2 000	-	17.11	DS0509	2 000 - 3 000	-
grudzień	01.12	OK1206	2 000 - 3 000	-	-	-	-	-	-	-	-	-

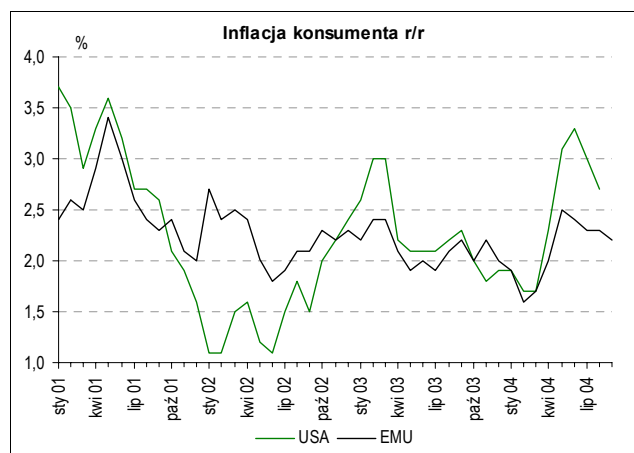
\* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters, BZ WBK

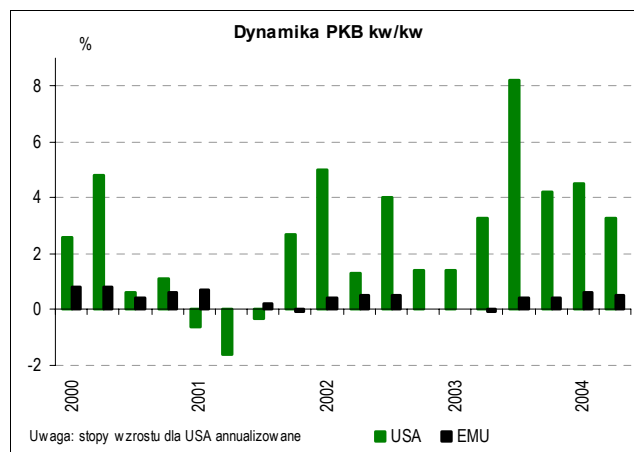
## Przegląd międzynarodowy

**Fed kontynuuje podwyżki, stopy EBC jeszcze bez zmian**

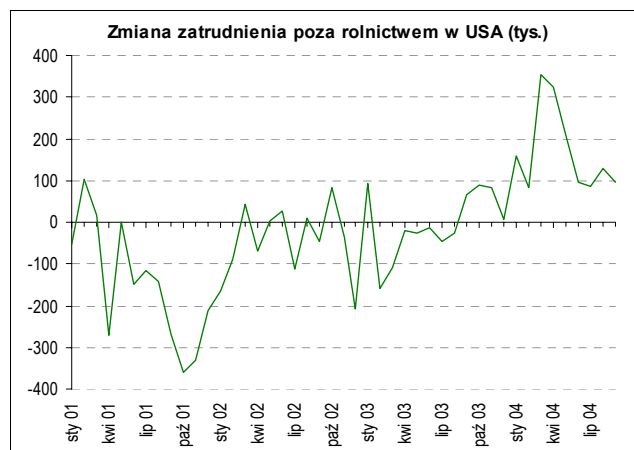
- Zgodnie z oczekiwaniami, 21 września Fed zdecydował o podwyżce stóp procentowych. Był to trzeci w tym roku ruch w górę o ćwierć punktu proc. Stopa funduszy federalnych wynosi 1,75%.
- Retoryka amerykańskiego banku centralnego nie zmieniła się. W komunikacie stwierdzono, że: ryzyka dla wzrostu i stabilności cen są mniej więcej równe, a odchodzenie od polityki niskich stóp będzie się odbywało w sposób zrównoważony; dynamika produkcji odbudowała się, a warunki na rynku pracy poprawiły się umiarkowanie; mimo wzrostu cen energii, inflacja i oczekiwania inflacyjne ostatnio spadły. Naszym zdaniem, na jednym z dwóch posiedzeń Fed zaplanowanych do końca roku stopy wzrosną jeszcze o 25 pkt. bazowych.
- 7 października EBC pozostawił stopę refinansową na poziomie 2%. Pierwszej podwyżki stóp spodziewamy się dopiero w 2005 roku.

**Presja inflacyjna nadal słabnie**

- W strefie euro wstępne szacunki inflacji w sierpniu zostały potwierdzone w ostatecznej publikacji i były w pełni zgodne z prognozą rynku. Ceny wzrosły o 0,2% m/m, a roczna stopa inflacji pozostała bez zmian wobec lipca na poziomie 2,3%. Według wstępnych danych, we wrześniu inflacja spadła do 2,2% r/r, ponownie zgodnie z prognozami. Piąty miesiąc z rzędu inflacja przekracza górną granicę celu inflacyjnego EBC na poziomie 2,0%. Z drugiej strony, wynik ten jest najniższy od maja bieżącego roku.
- Także w USA dane o inflacyjne były zgodne z oczekiwaniami. Ceny konsumenta wzrosły w sierpniu o 0,1% m/m. Taki wynik przełożył się na spadek rocznej stopy inflacji do 2,7% z 3,0% w lipcu. Jednocześnie inflacja bazowa spadła w sierpniu do 1,7% r/r z 1,8%. Takie wyniki wskazały, że Fed nie musi się spieszyć z podwyższaniem stóp i może pozostać przy stopniowych ruchach.

**Wzrost w USA wyższy niż oceniano wcześniej**

- Według finalnych danych o wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych, w drugim kwartale br. amerykański PKB wzrósł o 3,3% kw/kw w porównaniu z 4,5% odnotowanymi w pierwszym kwartale 2004 r. Mimo pogorszenia wobec poprzedniego kwartału, takie dane finalne oznaczały większą niż oczekiwano rewizję podanych miesiąc temu wstępnych szacunków na poziomie 2,8%. Wynikała ona głównie ze zmian w wynikach handlu zagranicznego. Tymczasem analitycy prognozowali rewizję do 3,0%.
- W połowie października zaplanowano drugą i ostatnią rewizję danych o wzroście gospodarczym w strefie euro za drugi kwartał br. Poprzedni szacunek z 7 września był na poziomie 0,5% kw/kw oraz 2,0% r/r. Jednocześnie Komisja Europejska przedstawiła uaktualnione prognozy na II i III kw. Obecnie obie są na poziomie 0,3-0,7% kw/kw.

**Słabsze dane z amerykańskiego rynku pracy**

- Dane z rynku pracy USA rozczarowały nie po raz pierwszy w tym roku, choć w mniejszym stopniu niż w czerwcu i lipcu. We wrześniu zatrudnienie w sektorach nierolniczych wzrosło o 96 tys. osób, czyli wyraźnie poniżej oczekiwań na poziomie 155 tys. Dane za sierpień zostały zrewidowane w dół do 128 tys. ze 144 tys. podanych poprzednio. Zgodnie z oczekiwaniami, we wrześniu stopa bezrobocia wyniosła 5,4%, bez zmian wobec sierpnia.
- Indeks nastrojów przedsiębiorców niemieckich IFO spadł we wrześniu do 95,2 pkt z 95,3 pkt w sierpniu, gdy prognoza rynku wskazywała na nieco głębszy spadek do 95,1 pkt. Pogorszenie było niewielkie, biorąc pod uwagę obawy, że wzrost cen ropy może osłabić wzrost. Ocena bieżącej sytuacji poprawiła się, a oczekiwania na przyszłość są gorsze niż przed miesiącem. Szef instytutu IFO ocenił, że wyniki potwierdziły kontynuację ożywienia.

Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>4 października</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Ceny producenta (VIII) EMU: Sprzedaż detaliczna (VIII) USA: Zamówienia w przemyśle (VIII)	<b>5</b> GER: Bezrobocie (IX) EMU: Bezrobocie (VIII)	<b>6</b> POL: Przetarg obligacji 0K1206	<b>7</b> EMU: Posiedzenie EBC	<b>8</b> GER: Produkcja przemysłu (VIII) USA: Zatrudnienie (IX)
<b>11</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>12</b> FRA: Produkcja przemysłu (VIII)	<b>13</b> POL: Przetarg obligacji DS1015 FRA: Inflacja wstępna (IX) ITA: Produkcja przemysłu (VIII)	<b>14</b> POL: Inflacja (IX) POL: Podaż pieniądza (IX) POL: Płace i zatrudnienie (IX) ITA: Inflacja finalna (IX) EMU: PKB (II kw.) USA: Handel zagraniczny (VIII)	<b>15</b> USA: Sprzedaż detaliczna (IX) USA: Ceny producenta (IX) USA: Produkcja przemysłu (IX)
<b>18</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Inflacja finalna (IX)	<b>19</b> POL: Produkcja przemysłu (IX) POL: Ceny producenta (IX) EMU: Produkcja przemysłu (VIII) USA: Inflacja (IX)	<b>20</b> POL: Przetarg obligacji DS0509	<b>21</b> POL: Koniunktura (X) EMU: Handel zagraniczny (VIII)	<b>22</b> POL: Sprzedaż detaliczna (IX) POL: Bezrobocie (IX) POL: Inflacja bazowa (IX) FRA: Inflacja finalna (IX)
<b>25</b> POL: Ceny żywności (I poł. X) POL: Przetarg bonów skarbowych GER: IFO (X)	<b>26</b> POL: Posiedzenie RPP (I dzień) EMU: Bilans płatniczy (VIII)	<b>27</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja)	<b>28</b> EMU: Podaż pieniądza (IX)	<b>29</b> POL: Bilans płatniczy (VIII) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja wstępna (IX) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (X) EMU: Inflacja wstępna (X) USA: PKB (III kw.)
<b>1 listopada</b> <b>Wszystkich Świętych</b> EMU: PMI (X) USA: ISM (X)	<b>2</b> USA: Wybory prezydenckie	<b>3</b> POL: Przetarg obligacji 0K1206 GER: Bezrobocie (X) USA: Zamówienia w przemyśle (IX)	<b>4</b> EMU: Ceny producenta (IX) EMU: Bezrobocie (IX) EMU: Posiedzenie EBC	<b>5</b> GER: Produkcja przemysłu (IX) EMU: Sprzedaż detaliczna (IX) USA: Zatrudnienie (X)
<b>8</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>9</b>	<b>10</b> POL: Podaż pieniądza (X) POL: Przetarg obligacji WZ0307 i WZ0911 USA: Posiedzenie Fed	<b>11</b> <b>Święto Niepodległości</b>	<b>12</b> EMU: PKB (III kw.)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

### Kalendarz publikacji danych w 2004 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	20-21	24-25	30-31	26-27	25-26	29-30	27-28	24-25	28-29	26-27	-	-
PKB*	-	20	-	-	-	9	-	-	8	-	-	-
Inflacja	15	16 <sup>a</sup>	15 <sup>b</sup>	14	14	14	14	16	14	14	15	14
Inflacja bazowa	23	-	23 <sup>b</sup>	23	24	22	23	24	22	22	23	22
Ceny producenta	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	23	20	19	22	21	23	23	23	23	22	24	21
Płace brutto, zatrudnienie	16	13	12	15	17	16	14	13	14	14	17	14
Bezrobocie	23	20	19	22	21	23	23	23	23	22	24	21
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	30	-	12 <sup>c</sup>	13	14	16	13	11	10	29	30	30
Podaż pieniądza	14	13	12	14	14	14	14	13	14	14	10	14
Bilans NBP	7	6	5	7	7	7	7	6	7	7	5	7
Wskaźniki koniunktury	22	20	19	22	21	22	21	20	21	21	22	21
Ceny żywności, 1-15	-	9 <sup>c</sup> i 25 <sup>d</sup>	25	23	25	25	23	25	24	25	25	23

\* dane kwartalne

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

Źródło: GUS, NBP



## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		wrz 03	paź 03	lis 03	gru 03	sty 04	lut 04	mar 04	kwi 04	maj 04	cze 04	lip 04	sie 04	wrz 04	paź 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,9	12,1	9,2	13,9	14,4	18,3	23,5	21,8	12,2	15,8	6,0	13,5	10,3	4,6
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	9,7	10,3	11,4	17,3	7,6	12,1	20,7	30,6	4,0	8,6	10,9	9,6	8,1	8,7
Stopa bezrobocia	%	19,4	19,3	19,5	20,0	20,6	20,6	20,5	20,0	19,6	19,5	19,3	19,1	19,0	18,9
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	2,2	3,0	4,1	5,1	3,5	6,3	7,0	4,6	4,4	4,5	3,6	5,1	4,7	5,4
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	-0,5
Eksport <sup>d</sup>	% r/r	20,1	11,4	8,2	14,0	19,6	10,9	29,9	25,0	23,6	39,0	27,0	25,2	11,5	14,7
Import <sup>d</sup>	% r/r	12,5	4,9	2,5	6,2	10,6	2,7	25,0	36,3	19,3	35,5	13,7	21,4	9,7	15,2
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-266	-254	-503	-545	-173	-218	-461	-1 106	-379	-89	-131	-119	-200	-320
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-57	314	-356	-566	191	-101	-428	-748	-568	-404	-154	-119	-350	-320
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,3	-1,5	-1,6	-1,7	-1,6	-1,6	-1,8	-2,1
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-33,1	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	-11,0	-15,3	-19,9	-23,2	-25,9	-29,1	-33,6
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	84,4	93,3	98,9	100,0	9,3	20,7	26,1	24,3	33,8	43,9	51,3	57,1	64,2	74,1
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	1,3	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7	2,2	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	2,7	3,7	3,7	4,1	4,2	4,9	7,6	9,6	9,1	8,6	8,7	8,4	7,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	3,1	4,7	5,6	5,6	5,1	5,1	5,7	8,5	6,4	7,2	6,8	7,3	7,5	10,3
Zobowiązania	% r/r	-0,2	1,5	3,3	3,7	3,4	3,5	4,8	8,4	6,2	6,9	6,4	7,5	7,4	11,3
Należności	% r/r	5,4	7,5	8,5	8,1	7,4	7,7	6,1	8,5	6,1	5,7	4,6	5,2	5,9	11,7
USD/PLN	PLN	3,98	3,92	3,94	3,79	3,74	3,84	3,89	3,97	3,93	3,78	3,64	3,64	3,58	3,50
EUR/PLN	PLN	4,46	4,59	4,62	4,66	4,71	4,85	4,77	4,76	4,72	4,59	4,47	4,43	4,37	4,30
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,00	6,50	6,50	6,50
WIBOR 3M	%	5,17	5,42	5,68	5,69	5,46	5,46	5,49	5,69	5,99	5,91	6,34	6,58	7,12	7,10
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	7,50	8,00	8,00	8,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,91	5,30	5,95	6,02	5,59	5,78	5,87	6,20	6,65	6,79	7,15	7,24	7,38	7,05
Rentowność obligacji 2L	%	5,02	5,53	6,31	6,49	6,17	6,34	6,34	6,83	7,41	7,44	7,80	7,66	7,51	7,08
Rentowność obligacji 5L	%	5,60	6,04	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60	7,13	7,57	7,50	7,79	7,65	7,33	7,00
Rentowność obligacji 10L	%	5,93	6,36	6,92	6,75	6,65	6,81	6,65	7,02	7,32	7,27	7,44	7,36	6,96	6,80

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> w sektorze przedsiębiorstw; <sup>c</sup> nominalnie; <sup>d</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji




**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		2002	2003	2004	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
PKB	mld PLN	781,1	814,7	890,3	187,1	200,2	201,3	226,0	203,7	216,2	221,3	249,0
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,9	2,3	3,9	4,0	4,7	6,9	6,1	5,1	5,7
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	3,4	1,1	2,8	2,9	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	4,1	1,4	3,8	3,5	3,9	4,0	3,8	4,2	4,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	7,0	-3,6	-1,7	0,4	0,1	3,5	3,3	8,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	13,5	4,4	9,1	8,9	12,2	19,0	16,4	9,9	8,8
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	9,2	1,2	9,8	6,4	12,4	13,6	11,3	4,5	7,2
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	20,0	20,0	19,2	20,6	19,7	19,4	20,0	20,5	19,5	19,0	19,2
Place realne brutto	% r/r	1,5	2,0	1,7	1,4	1,7	1,7	3,2	3,8	1,6	-0,1	1,4
Eksport <sup>b</sup>	% r/r	6,0	9,1	21,5	8,4	5,4	11,4	11,1	19,3	29,1	20,6	17,5
Import <sup>b</sup>	% r/r	3,5	3,3	18,1	3,1	-2,5	8,2	4,5	12,6	29,3	14,4	16,5
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mIn EUR	-7 701	-5 077	-4 167	-1 529	-1 089	-1 155	-1 304	-909	-1 438	-450	-1 370
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mIn EUR	-5 404	-4 109	-3 537	-1 641	-1 176	-568	-724	-592	-1 302	-623	-1 020
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-2,2	-1,8	-2,7	-2,4	-2,4	-2,2	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-39,4	-37,0	-43,5	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-11,8	-19,9	-29,1	-43,5
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,9	-8,3	-4,2	-4,6	-1,7	-5,8	-3,7	-4,2	-5,8
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,4	0,5	0,5	0,8	1,5	1,6	3,3	4,6	4,2
Inflacja <sup>a</sup>	% r/r	0,8	1,7	4,2	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	4,4	4,4	4,2
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,4	3,0	2,2	1,9	3,4	4,4	8,8	8,6	7,8
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	-2,0	5,6	8,8	0,5	1,3	3,1	5,6	5,7	7,2	7,5	8,8
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	-4,1	3,7	8,3	-2,3	-1,9	-0,2	3,7	4,8	6,9	7,4	8,3
Należności <sup>a</sup>	% r/r	5,2	8,1	9,6	8,7	6,1	5,4	8,1	6,1	5,7	5,9	9,6
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,70	3,90	3,83	3,93	3,89	3,82	3,89	3,62	3,49
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,56	4,19	4,36	4,42	4,62	4,78	4,69	4,43	4,33
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,75	5,25	6,75	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,50	6,75
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,30	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,87	6,68	7,19
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,75	6,75	8,25	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	8,00	8,25
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,58	5,75	4,94	4,86	5,76	5,75	6,24	7,26	7,08
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,99	5,58	4,91	4,92	6,11	6,28	6,86	7,66	7,14
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,12	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	7,10	7,59	7,10
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,98	5,60	5,19	5,63	6,68	6,70	7,00	7,25	6,97

*Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK*
<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji



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 12.10.2004 r. zostało przygotowane przez:

## ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

Email: 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

### Kraków

Rynek Główny 30/8  
31-010 Kraków  
tel. (12) 424 95 01  
fax (12) 424 21 41

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań  
tel. (61) 856 58 14  
fax (61) 856 55 65

### Warszawa

ul. Marszałkowska 142  
00-061 Warszawa  
tel. (22) 586 83 20  
fax (22) 586 83 40

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław  
tel. (71) 370 25 87  
fax (71) 370 26 22

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.