

# Gospodarka Polski – Rynki Finansowe

Marzec 2001

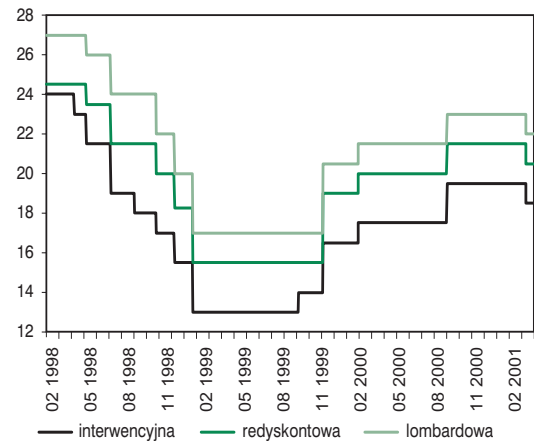
nr 21

## Główne tendencje w gospodarce

- RPP obniżyła stopy o 100 pb. począwszy od 1 marca. Ograniczony zakres obniżki stóp, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, sygnalizuje, że RPP nie będzie zbyt agresywnie obniżać stóp w tym roku. Spodziewamy się obniżenia stóp o 100 pb. w kwietniu oraz o 150 pb. w IV kwartale br. Ze względu na szybki spadek inflacji RPP może jednakże zdecydować się na szybsze obcięcie stóp – już w marcu. (s. 8)
- Deficyt obrotów bieżących w styczniu wyniósł 887 mln USD, więcej niż oczekiwane przez rynek 600-800 mln USD. W styczniu br. deficyt obrotów bieżących spadł do 6,0 proc. PKB w porównaniu z 6,2 proc. PKB na koniec roku 2000. (s. 4)
- Produkcja przemysłowa spadła w lutym o 2,7 proc. m/m i o 0,1 proc. r/r. Wynik ten był zgodny z naszymi oczekiwaniami, był natomiast poniżej oczekiwań rynku, który oczekiwał wzrostu o 0,5 proc. m/m. Spadek dynamiki działalności produkcyjnej był nieco głębszy i wyniósł 3,4 proc. m/m. (s. 4)
- Inflacja w lutym wyniosła 0,1 proc. m/m oraz 6,6 proc. r/r, znacznie poniżej oczekiwań rynku, które kształtowały się na poziomie 7,0 proc. r/r. Inflacja była także niższa od oczekiwań Ministerstwa Finansów (6,8-7,0 proc.) i naszej prognozy 6,9 proc. r/r. Reakcja rynku na te dane była jednak neutralna, z tendencją do realizacji zysków na złotym. (s. 5)
- W ciągu ostatnich 30 dni złoty znacząco wzmocnił się wobec euro i dolara osiągając odchylenie 11,4 proc. od starego parytetu w środę 7 marca. Spodziewamy się dużej zmienności kursu złotego w nadchodzących tygodniach. Złoty jest obecnie przewartościowany o ok. 10 proc. (s. 6)
- Korekta na rynku obligacji. Krzywa rentowności w okresie od 19 lutego przesunęła się w górę o 20 i 30 pb. odpowiednio w sektorach 2L i 3L, o 40 pb. w sektorze 4L i o 25 pb. w sektorze 5L. Największa korekta miała jednak miejsce na dłuższym końcu krzywej. W sektorach 9L i 10L rentowności wzrosły odpowiednio o 70 i 65 pb. (s. 7)

Arkadiusz Krześniak

Stopy NBP (%)



Źródło: NBP

W numerze	
Główne tendencje w gospodarce	Ta strona
Synteza	2
Prognozy średniookresowe gospodarki Polski	3
Gospodarka Polski	4-5
Rynek walutowy	6
Rynek pieniężny i obligacji	7
Polityka pieniężna	8
Zadłużenie skarbu państwa	9
Budżet państwa	10
Bezrobocie	11
Koniunktura	12
Kalendarz makroekonomiczny	13
Spojrzenie na gospodarkę	14
Kontakty w Pionie Skarbu i Operacji Zagranicznych	16

Koniec lutego i marzec przyniosły spektakularne wzmocnienie złotego. Spowodowane było to splotem następujących czynników: (1) niewielkim zakresem obniżki stóp procentowych NBP; (2) bardzo wysoką różnicą realnych stóp procentowych w Polsce i za granicą; (3) wzmocnieniem euro względem dolara; (4) spekulacjami o wymianie na rynku walutowym odszkodowań z tytułu pracy robotników przymusowych III Rzeszy. Złoty w sposób oczywisty jest obecnie przewartościowany i czynniki fundamentalne powinny w najbliższym czasie powodować jego osłabienie. W naszej ocenie poziom równowagi złotego jest w pobliżu starego parytetu, a więc na poziomie o ok. 9-10 proc. niższym niż obecnie. W najbliższym czasie nie wykluczamy silnej zmienności kursu złotego, szczególnie w obliczu dużej zmienności kursu euro wobec dolara oraz pogarszającej się koniunktury w gospodarce światowej.

Bardzo szybki spadek inflacji w gospodarce Polski spowodowany jest odwróceniem się negatywnych tendencji na rynku żywności i ropy naftowej. Dzięki spadkom cen żywności i ropy naftowej w ostatnich miesiącach, na skutek silnego umocnienia się złotego oraz spadku dynamiki popytu wewnętrznego, inflacja w ostatnich miesiącach spada w szybkim tempie. Jednocześnie podwyżki cen regulowanych są bardziej rozłożone w czasie i ich efekt jest znacznie słabszy. W nadchodzących miesiącach oczekujemy stabilizacji inflacji rocznej. Pod koniec roku inflacja może być w granicach dolnej granicy celu inflacyjnego. Szybki spadek inflacji rodzi jednak następujące zagrożenia: po pierwsze, nadmierne zbijanie inflacji za pomocą kontroli popytu wewnętrznego nie jest trwałe i może prowadzić do wzrostu inflacji, gdy popyt wzrośnie. Po drugie, korzystne tendencje na rynku paliw i żywności mogą ulec odwróceniu. Po trzecie, niska inflacja i niski wzrost gospodarczy doprowadzą do zmniejszenia dochodów z podatków pośrednich i mogą stanowić zagrożenie dla realizacji budżetu. Po czwarte, złoty prawdopodobnie osłabi się w drugiej połowie roku, co spowoduje presję inflacyjną. Choć obecnie spadek inflacji jest bardzo wyraźny i niska inflacja będzie utrzymywać się w najbliższych miesiącach, czynniki ryzyka nadal istnieją, co powodować będzie, że Rada Polityki Pieniężnej nie zdecyduje się w tym roku na duże obniżenie stóp procentowych. Najbardziej prawdopodobne jest stopniowe obniżanie stóp procentowych. Po ostatniej obniżce stóp procentowych indeks warunków monetarnych wzrósł nieco łagodniej w marcu, co oznacza, że stopień restrykcyjności polityki pieniężnej w marcu zwiększył się w mniejszym stopniu niż w poprzednich miesiącach. Jeśli RPP będzie chciała dalej dostosowywać wysokość stóp procentowych do spadku inflacji, może dokonać kolejnej obniżki o 100 pb. już w marcu. W naszej ocenie bardziej prawdopodobne jest obniżenie stóp w kwietniu (o 100 pb.). Kolejnej obniżki spodziewamy się w IV kwartale br. (o 100-150 pb.).

Sytuacja makroekonomiczna w nadchodzących miesiącach będzie stabilna. Inflacja powinna być nadal niska, a popyt wewnętrzny słaby. Wyniki eksportu powinny nadal być zadowalające, jednak na skutek zbyt mocnego złotego oraz spowolnienia gospodarki światowej można oczekiwać pogorszenia na rachunku obrotów bieżących w drugiej połowie roku. Bezrobocie będzie nadal wzrastać do 16,8 proc. pod koniec br., a płace nominalne będą wzrastać w bardzo ograniczonym zakresie. Ze strony podaży pieniądza nie widać zagrożeń dla stabilności gospodarki.

**Tab. 1. Wskaźniki inflacji**

	10 2000	11 2000	12 2000	01 2001	02 2001	03 2001 P
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (m/m, %)	0,8	0,4	0,2	0,8	0,1	0,7
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (r/r, %)	9,9	9,3	8,5	7,4	6,6	6,4
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (m/m, %)	0,6	0,0	-0,9	-0,3*	0,1	0,1
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (r/r, %)	8,0	7,2	5,6	4,7*	4,2	4,1
Kurs walutowy średnio miesięczny (USD, r/r, %)	12,8	7,2	3,5	0,2	-1,0	-

**Tab. 2. Wskaźniki aktywności**

	09 2000	10 2000	11 2000	12 2000	01 2001	02 2001
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (m/m, %)	-0,8	1,5	-3,4	20,8	-29,8	-1,7
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (r/r, %)	10,4	7,2	5,8	3,2	7,3	-0,2
Kredyty dla ludności (r/r, %)	40,9	38,9	34,8	31,7	31,3	29,3
Produkcja przemysłu (m/m, %)	5,0	2,1	-3,1	-1,4	-8,9	-2,7
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,0	7,1	4,7	-2,2	10,1	-0,1
Eksport, ceny bieżące (wg płatności, r/r, %)	18,6	13,5	23,4	11,7*	29,5	-
Import, ceny bieżące (wg płatności, r/r, %)	1,3	6,5	-5,4	-10,3	16,7	-
Saldo obrotów towarowych (wg NBP, mln USD)	-972	-1058	-858	-1038*	-1457	-
Saldo budżetu państwa (mld PLN)	-14,0	-15,4	-14,9	-15,4	-5,1	-12,0

**Tab. 3. Gospodarka Polski**

	1997	1998	1999	2000 E	2001 P
Produkt Krajowy Brutto (ceny stałe, r/r, %)	6,8	4,8	4,1	4,1	4,0
Spożycie indywidualne (r/r, %)	6,9	4,9	5,4	2,4	3,6
Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %)	21,7	14,5	6,5	3,1	5,0
Eksport, ceny stałe (r/r, %)	13,7	9,4	-2,6	16,0	9,4
Import, ceny stałe (r/r, %)	22,0	14,6	1,0	7,6	7,9
Inflacja (średniorocznie, %)	14,9	11,8	7,3	10,1	6,2
Inflacja (koniec roku, %)	13,2	8,6	9,8	8,5	6,0
Stopa bezrobocia (koniec roku, %)	10,3	10,4	13,0	15,0	16,8
Deficyt obrotów bieżących / PKB (%)	-3,2	-4,2	-7,5	-6,2	-6,2
Dług publiczny / PKB (%)	47,9	43,1	44,6	43,8	40,4

r/r – rok do roku; m/m – miesiąc do miesiąca

E – szacunek; P – prognoza

Źródło: GUS, NBP, prognozy i szacunki własne

\* dane skorygowane



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

Kategoria	1999	I kw. 2000	II kw. 2000	III kw. 2000	IV kw. 2000	2000	I kw. 2001	II kw. 2001	III kw. 2001	IV kw. 2001	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Stopy procentowe</b>															
1M	14,55	17,63	18,14	18,55	19,65	18,50	19,15	17,60	17,30	16,00	17,51	15,0	12,0	9,7	8,6
3M	14,73	17,87	18,50	19,06	19,70	18,78	18,60	17,40	17,40	16,00	17,35	15,2	12,2	9,9	8,8
6M	14,57	17,87	18,67	19,36	19,75	18,92	18,10	17,10	17,00	15,50	16,93	15,3	12,3	10,0	8,9
12M	14,77	18,07	18,86	19,51	19,60	19,01	17,70	16,70	16,20	15,40	16,50	15,5	12,4	10,1	9,0
Stopa lombardowa	17,59	21,08	21,50	22,01	23,00	21,90	22,70	21,00	21,00	19,50	21,05	16,5	13,8	11,5	10,4
Stopa interwencyjna	13,72	17,08	17,50	18,17	19,00	17,94	18,70	17,00	17,00	15,50	17,05	14,0	11,8	9,5	8,4
<b>Rentowności obligacji skarbowych</b>															
3L (bid)	11,89	14,60	16,28	17,04	16,85	16,20	14,55	13,85	13,65	12,65	13,68	11,9	9,5	8,5	8,0
5L (bid)	11,12	12,77	13,98	14,39	14,85	14,00	13,07	12,57	12,47	11,47	12,40	10,2	9,0	8,2	7,8
10L (bid)	9,63	10,36	11,64	12,55	12,59	11,79	10,42	10,42	10,42	10,12	10,35	9,2	8,5	8,1	7,6
<b>Rentowności bonów skarbowych</b>															
13-tyg.	13,16	16,24	16,74	17,33	17,53	16,96	17,22	16,32	16,32	15,32	16,30	12,4	10,1	7,8	6,8
52-tyg.	13,00	16,92	17,68	18,25	18,24	17,77	17,06	16,16	15,50	14,50	15,81	12,8	10,3	8,0	7,0
<b>Kursy walutowe</b>															
PLN/USD	3,9675	4,1132	4,3762	4,3897	4,5033	4,3465	4,098	4,167	4,303	4,385	4,238	4,60	5,00	5,35	5,55
PLN/EUR	4,2270	4,0629	4,0872	3,9781	3,9179	4,0110	3,786	3,851	4,038	4,173	3,962	4,51	4,95	5,23	5,35
USD/EUR	1,0660	0,9878	0,9344	0,9062	0,8700	0,9172	0,924	0,924	0,938	0,952	0,935	0,98	0,99	0,98	0,96
Deprecjacja PLN (koszyk walutowy)	-	-0,1%	3,5%	-1,2%	0,5%	2,0%	-6,4%	1,7%	4,1%	2,6%	-1,9%	11,2%	9,2%	6,3%	3,1%
PLN/USD (koniec okresu)	4,1483	4,1428	4,3907	4,5404	4,1432	4,1432	4,15	4,180	4,345	4,400	4,400	4,80	5,20	5,50	5,60
PLN/EUR (koniec okresu)	4,1689	3,9650	4,2075	3,9960	3,8544	3,8544	3,725	3,900	4,084	4,224	4,224	4,80	5,10	5,35	5,35
USD/EUR (koniec okresu)	1,0050	0,9571	0,9583	0,8801	0,9303	0,9303	0,898	0,933	0,940	0,960	0,960	1,00	0,98	0,97	0,96
<b>Wskaźniki makroekonomiczne (koniec okresu, o ile nie podano inaczej)</b>															
Realny PKB (r/r, %)	4,1	6,0	5,2	3,3	2,4	4,1	2,5	3,0	4,9	5,6	4,0	4,0	4,3	5,0	5,1
Inflacja (r/r, %)	9,8	10,3	10,2	10,3	8,5	8,5	6,4	6,4	5,4	6,0	6,0	5,6	4,2	3,8	3,6
Inflacja (r/r, %) średnio	7,3	10,3	10,1	10,8	9,2	10,1	6,8	6,6	5,5	5,6	6,2	5,8	4,9	4,0	3,7
Obroty bieżące /PKB (%)	-7,6	-	-	-	-	-6,2	-	-	-	-	-6,2	-6,6	-6,7	-6,5	-6,1
Deficyt budżetowy /PKB (%)	-2,0	-	-	-	-	-2,2	-	-	-	-	-2,7	-2,1	-1,8	-1,5	-1,3
Dług publiczny /PKB (%)	44,6	-	-	-	-	43,8	-	-	-	-	40,4	39,2	37,6	35,7	33,5
Zagraniczny dług publiczny/PKB (%)	20,7	-	-	-	-	20,4	-	-	-	-	17,7	17,1	16,6	15,7	14,5
Zadłużenie zagraniczne ogółem/PKB (%)	39,0	-	-	-	-	39,5	-	-	-	-	35,2	33,9	32,3	30,4	27,7

Data prognozy: 21.03.2001

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

## Więszy deficyt obrotów bieżących w styczniu

Deficyt obrotów bieżących w styczniu wyniósł 887 mln USD, więcej niż oczekiwane przez rynek 600-800 mln USD. W styczniu br. deficyt obrotów bieżących spadł do 6,0 proc. PKB w porównaniu z 6,2 proc. PKB na koniec roku 2000. Deficyt handlowy w styczniu br. był niemal równy deficytowi ze stycznia 2000 r., wynosząc 1460 mln USD. W styczniu eksport zmniejszył się do 2,5 mld USD, a import osiągnął 3,95 mld USD, częściowo ze względu na odłożone płatności za import z grudnia, bowiem przedsiębiorstwa oczekiwały umocnienia się złotego w styczniu. Eksport w styczniu wzrósł o 29,5 proc. r/r, a import zwiększył się o 16,7 proc. r/r. Saldo niesklasyfikowanych obrotów bieżących było niższe niż w grudniu i wyniosło 250 mln USD.

Pomimo silnego wzrostu eksportu rok do roku nie uważamy tych danych za pozytywne. Nadzwyczaj wysoki wzrost eksportu był efektem bardzo niskiej bazy w styczniu 2000 r. Naszym zdaniem rosnący import może być sygnałem ostrzegającym przed nadchodzącym pogorszeniem na rachunku obrotów bieżących.

W dłuższym terminie nie jest możliwe utrzymanie wysokiej dynamiki eksportu przy obecnym silnie przewartościowanym kursie złotego oraz relatywnie słabym euro. Dodatkowym zagrożeniem dla polskiego eksportu będzie zwolnienie gospodarcze na świecie, które zacznie wywierać negatywny wpływ na polski eksport prawdopodobnie od końca drugiego kwartału br.

Biorąc pod uwagę, że saldo dochodów było dobre ze względu na czynnik jednorazowy – dodatkowe wpływy 242 mln USD ze sprzedaży zabezpieczenia obligacji Brady'ego, uważamy, że bilans na rachunku bieżącym zaczął się powoli pogarszać.

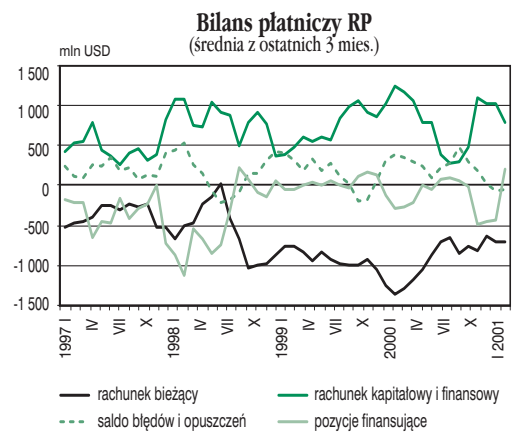
W naszej ocenie te raczej negatywne dane były czynnikiem powstrzymującym RPP przed bardziej agresywną obniżką stóp procentowych na ostatnim posiedzeniu.

## Słabsza produkcja przemysłowa w lutym

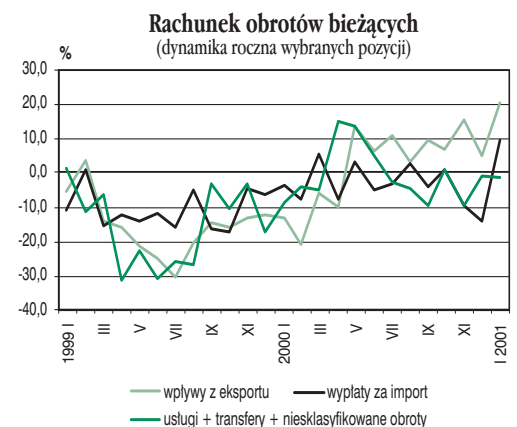
Produkcja przemysłowa spadła w lutym o 2,7 proc. m/m i o 0,1 proc. r/r. Wynik ten był zgodny z naszymi oczekiwaniami, był natomiast poniżej oczekiwań rynku, który oczekiwał wzrostu o 0,5 proc. m/m. Spadek dynamiki działalności produkcyjnej był nieco głębszy i wyniósł 3,4 proc. m/m. Najwyższy wzrost rocznej dynamiki produkcji zanotowano w produkcji wyrobów z metali (o 11,0 proc.), wyrobów z tworzyw sztucznych (o 9,4 proc.) maszyn i aparatury elektrycznej (o 9,0 proc.). Spadek rocznej dynamiki produkcji był największy w produkcji wyrobów tytoniowych (o 35,8 proc.), maszyn biurowych i komputerów (o 20,3 proc.), metali (o 9,3 proc.), pojazdów mechanicznych (o 8,8 proc.). Wzrost dynamiki rocznej występował w działach produkcji zorientowanych bardziej na eksport, spadek zaznaczył się najsilniej w produkcji na rynek wewnętrzny.

Dane te świadczą z jednej strony o bardzo słabym popycie wewnętrznym, z drugiej zaś wskazują, że wysoka dotychczas dynamika eksportu prawdopodobnie zaczęła się zmniejszać.

Produkcja budowlano-montażowa była w lutym wyższa o 7,4 proc. niż w styczniu, natomiast spadła o 9,1 proc. r/r. Niska dynamika roczna w budownictwie jest skutkiem zmniejszenia nakładów inwestycyjnych w gospodarce, schłodzonej restrykcyjną polityką pieniężną.



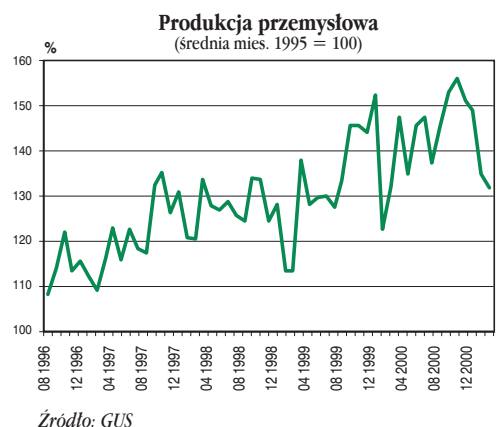
Źródło: NBP, obliczenia własne



Źródło: NBP



Źródło: GUS



Źródło: GUS



## Dalszy spadek inflacji w lutym

Inflacja w lutym wyniosła 0,1 proc. m/m oraz 6,6 proc. r/r, znacznie poniżej oczekiwań rynku, które kształtowały się na poziomie 7,0 proc. r/r. Inflacja była także niższa od oczekiwań Ministerstwa Finansów (6,8-7,0 proc.) i naszej prognozy 6,9 proc. r/r. Reakcja rynku na te dane była jednak neutralna, z tendencją do realizacji zysków na złotym.

Dane o inflacji za luty są już oparte na nowym koszyku konsumpcyjnym, odpowiadającym strukturze konsumpcji za 2000 r. Z tego względu niektóre składniki inflacji za styczeń zostały zrewidowane. Zmiany te dotyczą m.in. żywności oraz usług, zmianie nie uległ jednakże wskaźnik inflacji za styczeń. Na skutek zmiany sposobu agregacji danych od początku roku szeregi dotyczące składników inflacji w bieżącym roku i latach ubiegłych są nieporównywalne.

Inflacja konsumenta w lutym była bardzo niska, głównie z powodu spadku cen żywności o 0,2 proc. m/m oraz paliw (o 0,1 proc.). Podwyżki cen biletów PKP zostały zniwelowane obniżką cen usług telekomunikacyjnych. Podwyżka akcyzy na alkohol przełożyła się całkowicie na ceny napojów alkoholowych, podczas gdy wyroby tytoniowe nadal taniały. Charakterystyczny jest spadek cen podstawowych artykułów konsumpcyjnych – odzieży i obuwi aż o 0,5 proc. Jest to kolejny dowód słabnącego popytu konsumpcyjnego. Wzrosły natomiast ceny usług mieszkaniowych, na które popyt jest mało elastyczny cenowo. Dane o inflacji sugerują, że wzrost cen towarów nieżywnościowych jest nadal niski. Biorąc pod uwagę, że ceny paliw spadły o 0,1 proc. w lutym, ceny nośników energii wzrosły o 0,4 proc., a ceny żywności spadły o 0,2 proc., wydaje się, że inflacja bazowa m/m (z wyłączeniem cen energii i żywności) również w tym miesiącu była wyższa niż wzrost cen ogółem m/m.

Pomimo że dane o inflacji są bardzo dobre, nie zmieniają one ogólnego obrazu sytuacji. Czynniki, które w ubiegłym roku powodowały wzrost inflacji (osłabienie złotego, wzrost cen żywności, wysokie ceny ropy naftowej), uległy odwróceniu. Jednocześnie wpływ podwyżek cen regulowanych na początku roku był stosunkowo niewielki. Dane o inflacji za marzec powinny być również pozytywne.

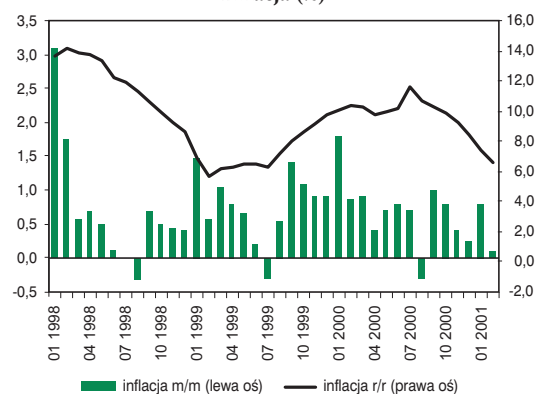
## Niski wzrost cen producenta w lutym

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w lutym wzrosły zaledwie o 0,1 proc. m/m i 4,2 proc. r/r. Niski wzrost cen producenta świadczy o tym, że występuje nadal silna bariera popytowa, uniemożliwiająca producentom podnoszenie cen. Z drugiej strony silny złoty powoduje, że producenci są pod dodatkową presją konkurencyjną ze strony importu.

Wzrost cen producenta wystąpił w sekcji wytwarzanie i zaopatrzenie w energię elektryczną, gaz i wodę (o 0,2 proc.) oraz w przetwórstwie przemysłowym (o 0,1 proc.). Obniżyły się natomiast ceny w górnictwie i kopalnictwie (o 0,7 proc.). Wzrosły silnie (o 1,7 proc.) ceny produkcji koks i produktów rafinacji ropy naftowej. Spadek cen występował nadal w produkcji maszyn i urządzeń, wyrobów z metali, mebli, pozostałych wyrobów i tworzyw sztucznych. Sprzęt RTV stanął o 0,4 proc., a odzież o 0,5 proc. Spadek cen w tych dwóch działach przemysłu świadczy o słabym popycie konsumpcyjnym. Najsilniejszy spadek cen nastąpił w produkcji wyrobów tytoniowych (o 1,7 proc.).

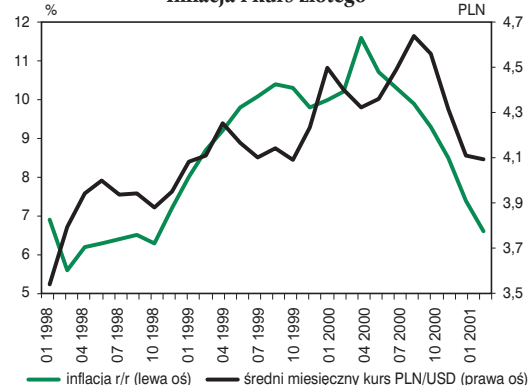
Ceny w budownictwie umiarkowanie wzrosły o 0,5 proc. m/m oraz 6,5 proc. r/r, co wiąże się z małym popytem.

Inflacja (%)



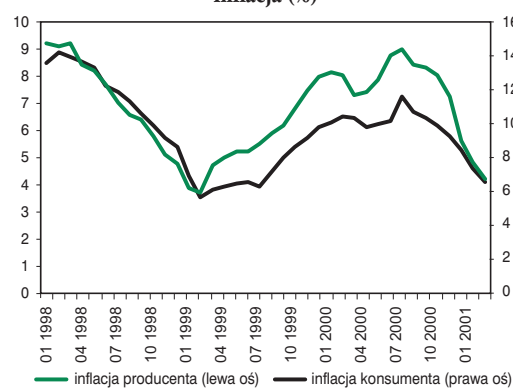
Źródło: GUS

Inflacja i kurs złotego



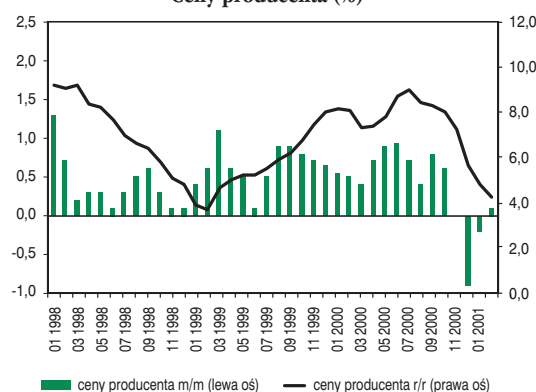
Źródło: GUS, Reuters

Inflacja (%)



Źródło: GUS

Ceny producenta (%)



Źródło: GUS

## Złoty

W ciągu ostatnich 30 dni złoty znacząco wzmocnił się wobec euro i dolara. Począwszy od 22 lutego złoty wzmocnił się względem koszyka walut w oczekiwaniu na decyzję RPP o obniżce stóp procentowych. Raczej negatywne dane o deficycie obrotów za styczeń nie spowodowały osłabienia złotego. Również obniżka stóp procentowych o 100 pb. wprowadzona w życie od 1 marca nie spowodowała oczekiwanego osłabienia złotego. Powód tego był jednak prosty. Pomimo że rynek brał pod uwagę możliwość obniżki o 100 pb., oczekiwania były raczej przesunięte w kierunku bardziej agresywnej obniżki o 150 pb. Obniżkę o 100 pb. zinterpretowano jako zapowiedź wysokich stóp procentowych w najbliższej przyszłości. Gradualistyczne podejście do obniżania stóp procentowych oznacza możliwość ponownej realizacji zysków na obligacjach skarbowych, po kolejnych obniżkach stóp NBP. Pod koniec lutego oraz w okresie do 12 marca złoty był wspierany popytem ze strony banków niemieckich oraz oczekiwaniami na wymianę części środków na odszkodowania za pracę robotników przymusowych III Rzeszy.

Pomimo że kurs złotego jest obecnie w pełni płynny, rynek ustala nadal siłę złotego w odniesieniu do koszyka EUR-USD. Ma to sens ze względu na dużą korelację kursu EUR i PLN.

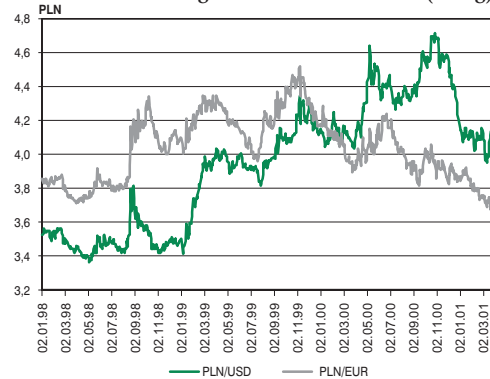
Złoty osiągnął maksymalne odchylenie 11,4 proc. od starego parytetu w środę 7 marca. Wzmocnienie złotego w tym okresie związane było także ze wzmocnieniem kursu EUR względem USD do poziomu powyżej 93 centów. Bardzo silny złoty spowodował, że pojawiły się głosy o konieczności interwencji osłabiających złotego. Jednakże członkowie RPP ograniczyli się do interwencji werbalnych, zapewniając jednocześnie, że NBP nie będzie stosował polityki interwencji walutowych, bowiem byłoby to sprzeczne z polityką bezpośredniego celu inflacyjnego.

Po bardzo dobrych danych o inflacji późnym popołudniem 15 marca rozpoczęła się realizacja zysków na złotym, wzmocniana spadkiem euro do poziomu 90 centów. Do 20 marca złoty stracił ok. 2 proc. w stosunku do koszyka walut. Złoty w najbliższym czasie powinien pozostać na poziomie ok. 9 proc. odchylenia od starego parytetu, podążając za kursem EUR wobec USD. Oznaczać to będzie dużą zmienność złotego. Złoty powinien się stopniowo osłabiać do 7 proc. odchylenia od starego parytetu w ciągu najbliższych tygodni.

## Euro

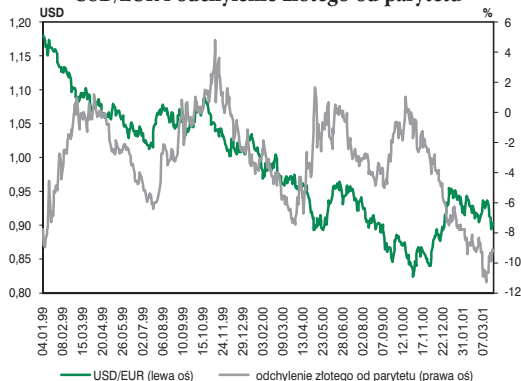
Dość zaskakujący jest fakt, że pomimo negatywnych sygnałów dotyczących gospodarki USA, euro nie zdołało w marcu przebić poziomu 94 centów, co mogłoby spowodować dalsze wzmocnienie EUR wobec USD. Paradoksalnie, wobec ryzyka globalnej recesji, spowodowanej słabością gospodarek USA i Japonii, inwestorzy uznali USD za relatywnie najbezpieczniejszą walutę. Co więcej, restrykcyjna polityka pieniężna Fed pod koniec 2000 r. i nadal relatywnie wysoki poziom stóp procentowych w USA spowodowały, że dolar pozostawał mocny wobec innych walut. Sytuacja ta może się jednak odwrócić w najbliższym czasie, bowiem rynek akcji w USA ma dalszy potencjał spadku, zwłaszcza jeśli Zarząd Rezerwy Federalnej okaże się zbyt ostrożny w obniżaniu stóp procentowych w najbliższym czasie. Rynek walutowy jest coraz bardziej przekonany, że ECB pozostanie w tyle z obniżkami stóp procentowych, co spowoduje, że różnica wzrostu pomiędzy strefą euro a USA będzie mniejsza niż można byłoby oczekiwać. Oznaczałoby to więc, że euro pozostanie raczej słabe wobec dolara. Prognozuje się, że na koniec 2001 r. euro będzie na poziomie 0,96 USD.

Średni kurs złotego wobec USD oraz EUR (fixing)



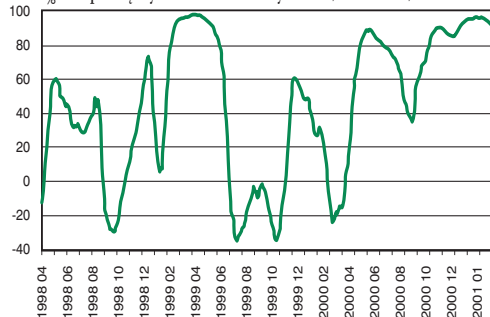
Źródło: NBP, Reuters

USD/EUR i odchylenie złotego od parytetu



Źródło: NBP, Reuters, obliczenia własne

90-dniowy współczynnik korelacji pomiędzy kursami walutowymi PLN/USD i EUR/USD



Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne

Kurs jena i dolara wobec euro



Źródło: NBP, Reuters



## Stopy procentowe

W ciągu ostatnich 30 dni kluczowym wydarzeniem była obniżka stóp NBP o 100 pb., wchodząca w życie 1 marca. Po obniżce stóp stawki rynku pieniężnego do 1M włącznie uległy obniżeniu. WIBOR 1M osiągnął najniższy poziom 18,36 proc. w dniu 8 marca, w kolejnym tygodniu jednak stawki 1M ustabilizowały się na poziomie 18,50 proc. Obniżka stóp nie miała wpływu na cenę pieniądza 3M, rynek bowiem oczekiwał, że obniżka nastąpi w I kwartale br. Stawki od 6M w górę obniżyły się w niewielkim stopniu po rozpoczęciu przez RPP fazy obniżania stóp procentowych.

Na rynku pieniężnym, począwszy od 15 marca, ceny pieniądza dziennego wzrosły o 100 do 300 pb. Stawki depozytów O/N osiągnęły w piątek 23,00 proc. Ten brak płynności był spowodowany płatnościami do ZUS. Zgodnie z oczekiwaniami operacja zmniejszenia nadpłynności sektora bankowego poprzez bezwarunkową sprzedaż skonwertowanych obligacji skarbu państwa powoduje, że skala zmian cen krótkiego pieniądza jest duża. W ostatnich dwóch miesiącach również w okresie rozliczenia rezerwy obowiązkowej pod koniec miesiąca na rynku pieniężnym występował brak płynności.

## Bony skarbowe

W marcu zmniejszona została oferta bonów skarbowych do 4,8 mld PLN (łącznie z ofertą zapowiadaną na przetarg 26 marca) w porównaniu z 5,3 mld PLN w lutym. Zmniejszono podaż bonów 52-tyg. z 4 mld do 3,1 mld PLN, zwiększono podaż papierów 26-tyg. z 900 mln do 1,3 mld PLN, a podaż bonów 13-tyg. pozostała bez zmian na poziomie 400 mln PLN. Średnie rentowności na trzech przetargach do 19 marca zmieniły się nieznacznie w stosunku do lutego i wynosiły dla bonów 13-tyg. 17,08 proc. (wzrost o 4 pb.), dla bonów 26-tyg. 17,01 proc. (spadek o 4 pb.) oraz dla bonów 52-tyg. 16,68 proc. (spadek o 1 pb.). Stosunek popytu do podaży uległ pogorszeniu, wynosząc w marcu 1,8 wobec 2,7 w lutym.

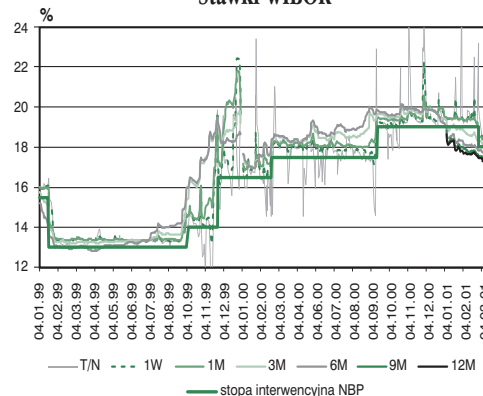
Na rynku wtórnym rentowności krótkich bonów skarbowych były stabilne. W porównaniu do 19 lutego rentowności bonów 3M spadły o 20 pb. (23 lutego), natomiast rentowności bonów 6M nie zmieniły się. Po spadku w ostatnich dniach lutego, w marcu rentowności dłuższych bonów skarbowych wzrosły. Rentowności bonów 9M wzrosły o 20 pb., a bonów 12M o 10 pb. w porównaniu do 19 lutego.

## Obligacje skarbowe

Na przetargu obligacji skarbowych 7 marca wzrosła średnia rentowność obligacji 2-letnich do 15,44 proc. wobec 15,30 proc. miesiąc wcześniej oraz spadła rentowność papierów 5-letnich do 12,35 proc. z 12,58 proc. w lutym. Zmniejszono podaż obligacji zarówno 2- jak i 5-letnich i wyniosła ona odpowiednio 600 mln oraz 1,9 mld PLN wobec 800 mln i 2,5 mld PLN przed miesiącem.

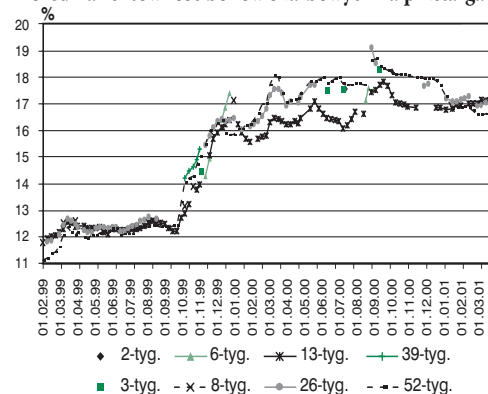
Na rynku wtórnym obligacji skarbowych rentowności wzrosły we wtorek 13 marca na skutek lekkiej realizacji zysków. W porównaniu do ubiegłego piątku krzywa rentowności przesunęła się w górę o 10 pb. w sektorze 2L, o 15 i 20 pb. odpowiednio w sektorach 4L i 5L oraz o 15-25 pb. na dłuższym końcu. W ciągu ostatnich 30 dni rentowności obligacji skarbowych wzrastały ze względu na ryzyko zwiększenia finansowania deficytu budżetowego obligacjami skarbowymi, spowodowane trudnościami w realizacji przychodów z prywatyzacji. Z drugiej strony duży popyt na polskie obligacje skarbowe w ostatnich miesiącach spowodował, że ich ceny były zbyt wysokie. Rynek zaczął powoli zastanawiać się, czy skala obniżek stóp procentowych w roku bieżącym rzeczywiście osiągnie 400-450 pb. Krzywa rentowności w okresie od 19 lutego przesunęła się w górę o 20 i 30 pb. odpowiednio w sektorach 2L i 3L, o 40 pb. w sektorze 4L, o 25 pb. w sektorze 5L. Największa korekta miała jednak miejsce na dłuższym końcu krzywej. W sektorach 9L i 10L rentowności wzrosły odpowiednio o 70 i 65 pb. Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w tych sektorach było dotychczas największe.

Stawki WIBOR



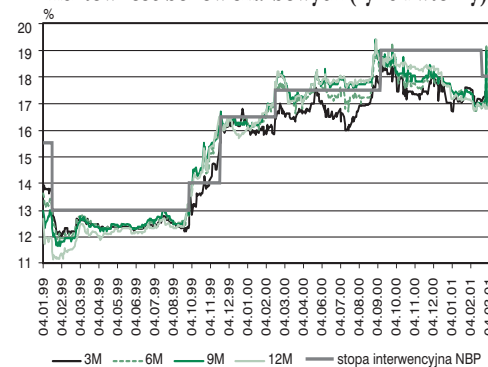
Źródło: NBP, WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Średnia rentowność bonów skarbowych na przetargach



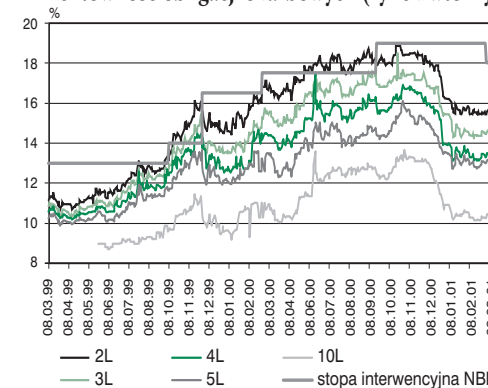
Źródło: NBP, WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Rentowność bonów skarbowych (rynek wtórny)



Źródło: NBP, WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Rentowność obligacji skarbowych (rynek wtórny)



Źródło: NBP, WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

## RPP obniża stopy o 100 pb.

W drugim dniu swego dwudniowego posiedzenia 27 i 28 lutego Rada Polityki Pieniężnej obniżyła wszystkie podstawowe stopy procentowe o 100 pb. Od 1 marca stopa interwencyjna została obniżona do 18,00 proc., stopa redyskontowa do 20,50 proc., a stopa lombardowa do 22,00 proc. RPP jednocześnie zachowała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Fakt, że RPP obniżyła stopy tylko o 100 pb. oraz że nie przyjęła nastawienia w kierunku luźniejszej polityki pieniężnej oznacza, że w istocie ostatnia obniżka miała charakter ostrożnego dostosowania stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej do spadku inflacji. Rada Polityki Pieniężnej nie może pozwolić sobie na ponowne przestrzelenie celu inflacyjnego na bieżący rok (6-8 proc. w grudniu br.) ani tym bardziej na zagrożenie dość ambitnego celu średniookresowego (4 proc. w 2003 r.). W komunikacie po obniżce RPP wskazała na istotne zmniejszenie inflacji konsumenta i producenta oraz na obniżenie się dynamiki inflacji bazowej w grudniu. Ponadto zmniejszyła się znacznie nierównowaga zewnętrzna reprezentowana przez deficyt obrotów bieżących. Podaż pieniądza jest pod kontrolą, a malejąca dynamika popytu krajowego wpływa hamująco na inflację. Rada wskazała też na zmniejszenie się oczekiwań inflacyjnych banków i gospodarstw domowych oraz na wprowadzenie plafonu na bezcłowy import 0,5 mln ton zbóż, co będzie prowadzić do zmniejszenia presji inflacyjnej. Niewielka skala obniżki w ocenie Rady ma zasygnalizować konsumentom, że nominalne stopy procentowe nadal będą wysokie. RPP wskazała też na następujące zagrożenia dla celu inflacyjnego na rok bieżący: (1) niepewność co do wielkości deficytu finansów publicznych i deficytu ekonomicznego w bieżącym roku; (2) ryzyko niezrealizowania przychodów z prywatyzacji, co spowodowałoby wzrost kosztów obsługi długu publicznego i zmniejszyłoby finansowanie deficytu obrotów bieżących przez inwestycje bezpośrednie; (3) ryzyko wzrostu cen żywności; (4) ryzyko zwiększenia nadpłynności na rynku pieniężnym poprzez działania rządu (jak np. ostatnia sprzedaż zabezpieczenia obligacji Brady'ego); (5) ryzyko wzrostu popytu wewnętrznego z tytułu wypłat rekompensat oraz waloryzacji rent i emerytur.

Decyzja o obniżce stóp procentowych o 100 pb. była zdyskontowana przez rynek. Rynek obligacji nie zareagował. Złoty natomiast, odwrotnie niż oczekiwano, wzmocnił się znacząco z 4,07 PLN za USD do 4,032 PLN za USD w oczekiwaniu, że stopy procentowe będą nadal wysokie w najbliższej przyszłości.

Po ostatniej obniżce stóp procentowych indeks warunków monetarnych wzrósł nieco łagodniej w marcu, co oznacza, że stopień restrykcyjności polityki pieniężnej w marcu zwiększył się w mniejszym stopniu niż w poprzednich miesiącach. Jeśli RPP będzie chciała dalej dostosowywać wysokość stóp procentowych do spadku inflacji, może dokonać kolejnej obniżki o 100 pb. już w marcu. W naszej ocenie bardziej prawdopodobne jest obniżenie stóp w kwietniu (o 100 pb.).

## Podaż pieniądza

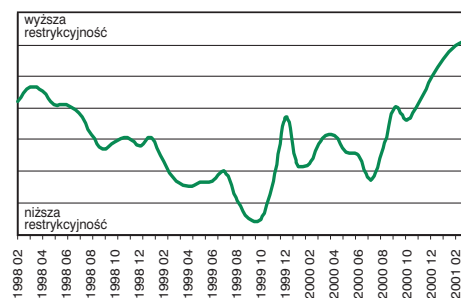
Podaż pieniądza wzrosła w lutym o 0,9 proc. m/m i 14,5 proc. r/r, czyli o 2,7 mld PLN do 295,3 mld PLN wobec spadku o 0,6 proc. m/m w styczniu. Rośnie dynamika depozytów ludności – rok temu, w lutym 2000 r. była na poziomie 15,0 proc. r/r, a obecnie osiągnęła 22,9 proc. Spada natomiast dynamika kredytów udzielanych osobom fizycznym – wynosi ona obecnie 29,3 proc. r/r, podczas gdy na początku 2000 r. przekraczała 50 proc. W ujęciu miesięcznym kredyty dla ludności spadły w lutym o 0,4 proc. Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw nadal ulegała zmniejszeniu i wyniosła 0,8 proc. m/m i 11,9 proc. r/r. Wysoki poziom realnych stóp procentowych oraz wzrost stopy bezrobocia w Polsce doprowadziły do ograniczenia skłonności do konsumpcji, natomiast zwiększyła się skłonność do oszczędzania. Pomimo spadku zadłużenia netto sektora budżetowego o 2,2 proc. m/m, które zrekompensowało przyrost kredytów dla przedsiębiorstw, podaż pieniądza wzrosła na skutek wzrostu aktywów zagranicznych netto o 1,8 proc. Dane o podaży pieniądza są pozytywne, nie stwarzają bowiem zagrożenia inflacyjnego.

Tab. 5. Ostatnie decyzje RPP

Data	Decyzja
20.01.1999	Stopa interwencyjna – 250 pb. (13,0%) Stopa redyskontowa – 275 pb. (15,5%) Stopa lombardowa – 300 pb. (17,0%)
24.03.1999	Stopa miesięcznej dewaluacji zmniejszona do 0,3%, pasmo wahań złotego poszerzone do +/-15%
22.09.1999	Stopa interwencyjna + 100 pb. (14,0%)
17.11.1999	Stopa interwencyjna + 250 pb. (16,5%) Stopa redyskontowa + 350 pb. (19,0%) Stopa lombardowa + 350 pb. (20,5%)
23.02.2000	Stopa interwencyjna + 100 pb. (17,5%) Stopa redyskontowa + 100 pb. (20,0%) Stopa lombardowa + 100 pb. (21,5%)
11.04.2000	Upłynnienie złotego
30.08.2000	Stopa interwencyjna + 150 pb. (19,0%) Stopa redyskontowa + 150 pb. (21,5%) Stopa lombardowa + 150 pb. (23,0%)
20.12.2000	Neutralne nastawienie w polityce pieniężnej
28.02.2001	Stopa interwencyjna – 100 pb. (18,0%) Stopa redyskontowa – 100 pb. (20,5%) Stopa lombardowa – 100 pb. (22,0%)

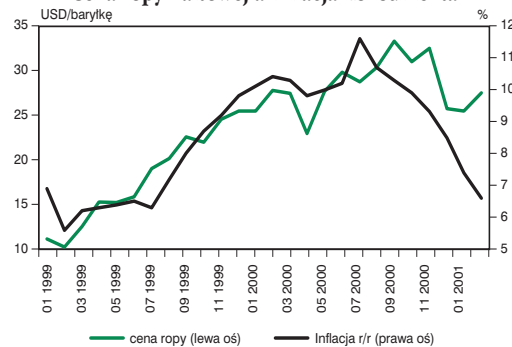
Źródło: NBP

## Indeks warunków monetarnych (MCI)



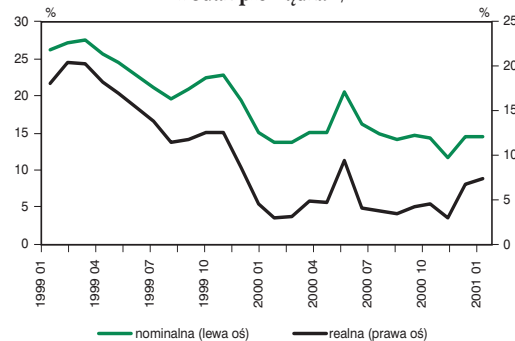
Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne

## Cena ropy naftowej a inflacja konsumenta



Źródło: Reuters, GUS

## Podaż pieniądza r/r



Źródło: NBP, obliczenia własne





## Zadłużenie skarbu państwa

W ostatnich latach struktura zadłużenia skarbu państwa podlegała wielu istotnym zmianom. Zwiększa się udział długu krajowego kosztem długu zagranicznego – w grudniu 1997 r. stanowiły one odpowiednio 46,9 proc. i 53,1 proc. zadłużenia ogółem, a w grudniu 2000 r. było to 54,9 proc. i 45,1 proc.

Wraz z rozwojem polskiego rynku instrumentów dłużnych coraz większy udział w strukturze długu skarbu państwa ma dług rynkowy – w ciągu ostatnich trzech lat jego udział wzrósł z 57,8 proc. do 80,0 proc. Zadłużenie nierynkowe zmniejszyło się w tym czasie z 42,2 proc. do 18,6 proc. całego długu. Większego znaczenia w finansowaniu długu skarbu państwa nabierają obligacje oszczędnościowe (obecnie mają one wartość 1,95 mld PLN, czyli stanowią 1,3 proc. polskiego długu).

Średni okres zapadalności krajowych skarbowych papierów wartościowych uległ skróceniu z 4,5 roku w latach 1997-1998 do 2,6 w latach 1999-2000. Jednak zapadalność instrumentów rynkowych wzrosła z 1,5 roku w grudniu 1997 r. do 2,6 lat pod koniec 2000 r., przy czym okres zapadalności obligacji skarbowych zwiększył się w tym czasie z 2,73 do 3,13 roku, a w przypadku bonów skarbowych okres ten uległ skróceniu z 0,47 do 0,34 roku. Okres zapadalności obligacji oszczędnościowych wynosi prawie dwa lata. W porównaniu z 1997 r. znacznie krótszy jest obecnie okres zapadalności instrumentów nierynkowych – 3,2 wobec 10,5 roku.

W strukturze rodzajowej polskiego długu rośnie znaczenie obligacji o stałym oprocentowaniu. Ich wartość na koniec 1997 r. wynosiła 18,5 mld PLN, czyli 17,8 proc. długu krajowego, natomiast w grudniu 2000 r. było to już 76,9 mld PLN – udział w strukturze przekroczył połowę i osiągnął 52,4 proc. Maleje natomiast znaczenie obligacji o zmiennym oprocentowaniu (spadek udziału z 35,8 proc. w 1997 r. do 22,3 proc. w roku 2000) oraz bonów skarbowych (spadek odpowiednio z 31,0 proc. do 16,0 proc.).

W ostatnim roku zwiększył się udział sektora pozabankowego w strukturze podmiotowej długu krajowego (z 37,6 proc. w grudniu 1999 r. do 40,9 proc. rok później). Udział długu skarbu państwa wobec banków komercyj-

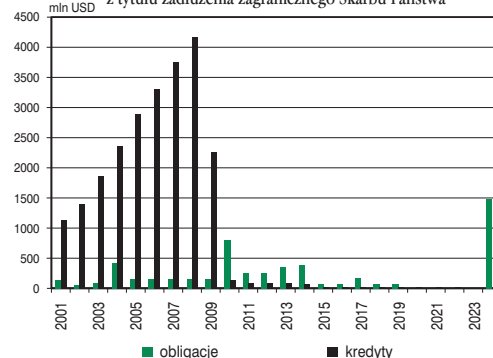
nych zmalał w tym czasie z 42,7 proc. do 35,7 proc. Na skutek sprzedaży obligacji skonwertowanych nastąpiło zmniejszenie zadłużenia skarbu państwa wobec NBP z 14,4 proc. w 1999 r. do 11,3 proc. w roku 2000. Natomiast więcej skarbowych papierów wartościowych jest w posiadaniu inwestorów zagranicznych – ich udział w strukturze długu krajowego wzrósł z 5,3 proc. w 1999 r. do 12,1 proc. w 2000 r.

**Zapadalność zadłużenia**



Źródło: Ministerstwo Finansów

**Harmonogram spłat rat kapitałowych**



Źródło: Ministerstwo Finansów

**Tab. 6. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa**

	XII 1999		XII 2000		zmiana	
	mln PLN	struktura	mln PLN	struktura	mln PLN	w %
<b>Zadłużenie krajowe SP</b>	<b>134 676,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>146 818,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>12 142,0</b>	<b>9,0%</b>
<b>Narodowy Bank Polski</b>	<b>19 330,3</b>	<b>14,4%</b>	<b>16 524,7</b>	<b>11,3%</b>	<b>-2 805,6</b>	<b>-14,5%</b>
obligacje skonwertowane	16 439,0	12,2%	14 217,0	9,7%	-2 222,0	-13,5%
<b>Krajowe banki komercyjne</b>	<b>57 457,2</b>	<b>42,7%</b>	<b>52 438,7</b>	<b>35,7%</b>	<b>-5 018,5</b>	<b>-8,7%</b>
bony skarbowe	16 828,8	12,5%	11 838,9	8,1%	-4 989,9	-29,7%
obligacje 2L zerokuponowe	924,7	0,7%	4 159,3	2,8%	3 234,6	349,8%
obligacje 3L oproc. zmienne	3 275,5	2,4%	1 761,3	1,2%	-1 514,2	-46,2%
obligacje do 5L oproc. stałe	15 299,5	11,4%	16 361,9	11,1%	1 062,4	6,9%
obligacje restrukturyzacyjne	6 161,1	4,6%	6 402,6	4,4%	241,5	3,9%
<b>Krajowy sektor pozabankowy</b>	<b>50 687,8</b>	<b>37,6%</b>	<b>60 102,8</b>	<b>40,9%</b>	<b>9 414,9</b>	<b>18,6%</b>
bony skarbowe	9 551,7	7,1%	10 947,3	7,5%	1 395,6	14,6%
obligacje 3L oproc. zmienne	7 642,0	5,7%	8 888,5	6,1%	1 246,5	16,3%
obligacje do 5L oproc. stałe	10 530,0	7,8%	14 445,7	9,8%	3 915,6	37,2%
obligacje do 10L oproc. zmienne	4 455,2	3,3%	5 718,2	3,9%	1 263,0	28,3%
obligacje oszczędnościowe	494,0	0,4%	1 953,4	1,3%	1 459,4	295,4%
zobowiązanie z tyt. niepodwyższania płac w sferze budżetowej	11 670,4	8,7%	9 564,5	6,5%	-2 105,9	-18,0%
<b>SPW u inwestorów zagranicznych</b>	<b>7 200,7</b>	<b>5,3%</b>	<b>17 752,0</b>	<b>12,1%</b>	<b>10 551,3</b>	<b>146,5%</b>
obligacje 2L zerokuponowe	656,8	0,5%	4 067,9	2,8%	3 411,1	519,4%
obligacje do 5L oproc. stałe	5 686,3	4,2%	11 304,1	7,7%	5 617,8	98,8%

Źródło: Ministerstwo Finansów

## Deficyt budżetowy przekroczył połowę planu

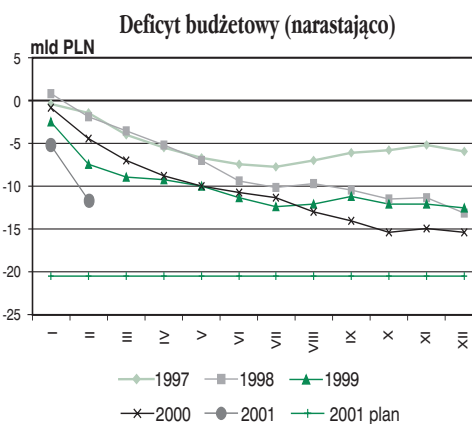
Po dwóch miesiącach bieżącego roku zrealizowany deficyt budżetowy wynosi 11,964 mld zł., co stanowi aż 58,2 proc. deficytu zaplanowanego w budżecie na cały rok, wobec 25,0 proc. po styczniu. Stosunkowo wysoki deficyt budżetu na początku roku jest zjawiskiem typowym, jednak w bieżącym roku jest on po dwóch miesiącach najwyższy w porównaniu z ostatnimi pięcioma latami. Dla porównania, w ubiegłym roku deficyt zrealizowany po lutym wynosił 29,3 proc. planu, natomiast w roku 1999 deficyt na koniec lutego stanowił 57,7 proc. planu, wówczas jednak wprowadzane były cztery reformy, w tym reforma systemu ubezpieczeń społecznych, która spowodowała kłopoty ZUS ze ściąganiem składek.

Po lutym łączne dochody budżetowe wyniosły 20,977 mld zł, a więc 13,0 proc. planu na cały rok w porównaniu z 7,2 proc. przed miesiącem. Wydatki budżetu zamknęły się kwotą 32,940 mld zł, co stanowi 18,1 proc. całorocznego planu wobec 9,2 proc. po styczniu. Tak więc w samym lutym dochody były jeszcze niższe niż w styczniu, a wydatki pozostały na tym samym poziomie, co spowodowało przyspieszenie realizacji deficytu.

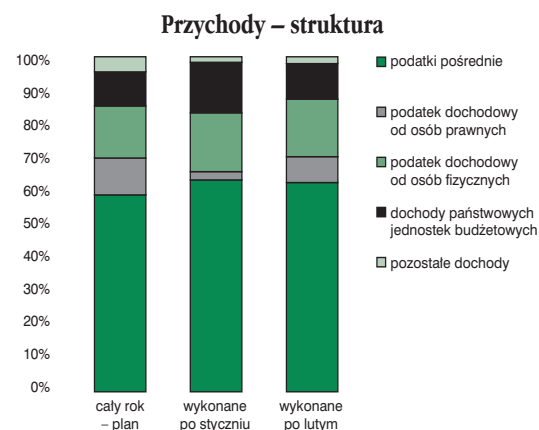
Wszystkie pozycje po stronie dochodów wykazują niski poziom zrealizowania po lutym. Wpływy z podatków pośrednich osiągnęły 13,8 proc. planu, co oznacza znaczące ich spowolnienie w lutym w stosunku do stycznia. Są one pod niekorzystnym wpływem szeregu czynników, w tym niższej niż zakładano inflacji, która prawdopodobnie spowoduje uszczuplenie tegorocznych dochodów z tych podatków. Także wpływy z podatku dochodowego od osób fizycznych (13,9 proc. planu) rosły w lutym wolniej. Wynika to z rosnącego bezrobocia oraz niskiej dynamiki nominalnych wynagrodzeń. Do zmniejszenia tegorocznych dochodów z tego podatku może też przyczynić się coraz częstsze korzystanie osób fizycznych z ulg podatkowych w rozliczeniu z urzędem skarbowym. Z kolei wpływy z podatku dochodowego od osób prawnych były w lutym stosunkowo wysokie, a niski ich poziom w stosunku do planu (9,4 proc.) to wynik niskich wpływów w styczniu.

Po stronie wydatków drugi miesiąc z rzędu w najwyższym stopniu (26,8 proc.) zrealizowana jest subwencja ogólna dla jednostek samorządu terytorialnego. Także wysoka jest realizacja wydatków na obsługę długu krajowego (21,9 proc.), ze względu na wysokie na początku bieżącego roku kwoty zapadających bonów skarbowych. Wysoki jest stopień realizacji dotacji na oba fundusze ubezpieczeń społecznych, w tym zwłaszcza na FUS wynoszący 18,4 proc. (dla KRUS 17,3 proc.). W lutym nastąpił silny wzrost dotacji dla FUS w związku z rozpoczęciem wypłacania emerytom wyrównania za rok 2000. Natomiast nie miały miejsca w lutym ani w styczniu większe płatności odsetek od zadłużenia zagranicznego, stąd wydatki na obsługę zadłużenia zagranicznego zrealizowane są zaledwie 3,7 proc.

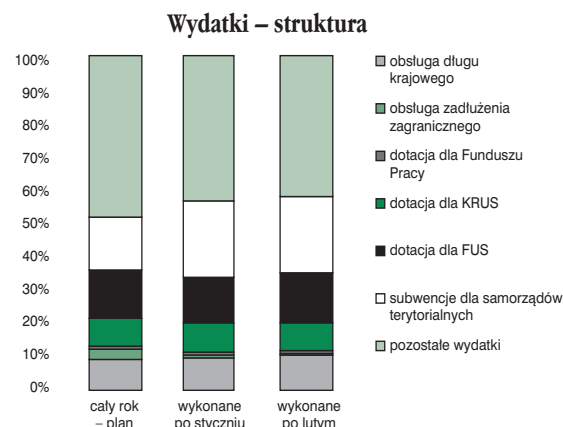
Kilka dni przed publikacją powyższych danych minister Bauc przewidywał osiągnięcie przez deficyt 50 proc. planu po lutym, a następnie 70 proc. na koniec marca. Wydaje się, iż po spełnieniu się pierwszej części tej prognozy bardzo prawdopodobne jest obecnie spełnienie się jej drugiej części, biorąc pod uwagę fakt, że w marcu kontynuowane są wypłaty wyrównań za 2000 r. dla emerytów, oraz niską inflację przyczyniającą się do zmniejszania najważniejszych dla budżetu wpływów z podatków pośrednich, które stanowią 59 proc. dochodów budżetowych.



Źródło: Ministerstwo Finansów



Źródło: Ministerstwo Finansów



Źródło: Ministerstwo Finansów



## Silny wzrost stopy bezrobocia w 2001 r.

W ostatnich miesiącach 2000 i na początku 2001 r. bardzo silnie wzrosła w Polsce stopa bezrobocia. Trwający od połowy 1998 r. trend wzrostowy uległ jeszcze przyspieszeniu i stopa bezrobocia zwiększała się stopniowo z 14,1 proc. w październiku 2000 r. do 14,5 proc. w listopadzie, 15,0 proc. w grudniu i osiągnęła aż 15,6 proc. w styczniu 2001 r. W ciągu zaledwie trzech miesięcy wzrosła zatem aż o 1,5 punktu procentowego. Miesiące zimowe są najbardziej niekorzystne jeśli chodzi o przyrost bezrobocia. W latach 1998-2001 w styczniu stopa bezrobocia rosła zawsze najmocniej – średnio o 0,65 pkt proc. W grudniu przyrost bezrobocia był również bardzo duży i wynosił średnio 0,53 pkt proc. W listopadzie wzrosty były na poziomie 0,3 pkt proc., a w lutym 0,23 pkt proc. Najkorzystniejsza sytuacja jeśli chodzi o bezrobocie ma miejsce w II kwartale każdego roku. W tym czasie rośnie bowiem zatrudnienie sezonowe, a na rynku pracy nie pojawia się jeszcze nowa fala absolwentów. Największe spadki bezrobocia notowano w kwietniu (średnio o 0,27 pkt proc.) i maju (o 0,23 pkt proc.). W latach 1999 i 2000 jedynie w tych dwóch miesiącach stopa bezrobocia spadała.

Biorąc pod uwagę zróżnicowanie regionalne, najwyższa stopa bezrobocia w styczniu 2001 r. była w województwie warmińsko-mazurskim (25,5 proc.) oraz w lubuskim i zachodniopomorskim (po 21,4 proc.). Najmniej bezrobotnych jest w województwie mazowieckim (11,5 proc.), małopolskim (12,4 proc.) i wielkopolskim (12,9 proc.).

W styczniu 2001 r. było 2 mln 836 tys. zarejestrowanych bezrobotnych. Analizując zmiany liczby zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw i liczby bezrobotnych w gospodarce narodowej w latach 1998-2001, można zauważyć, że przybyło o około 50 proc. więcej bezrobotnych, niż wynikałoby to ze zmniejszenia się liczby zatrudnionych – zatrudnienie spadło o 617 tys., a bezrobocie wzrosło o 943 tys. osób. Część bezrobotnych generuje bowiem również sektor publiczny, a część to absolwenci (stanowią około 6 proc. bezrobotnych) oraz inne osoby, które jeszcze nie pracowały zawodowo (24 proc. ogółu bezrobotnych).

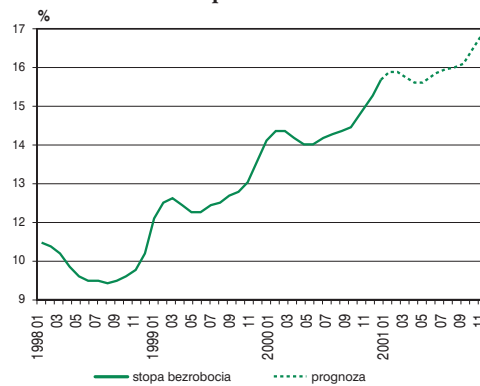
W najbliższym czasie liczba bezrobotnych najprawdopodobniej znacznie wzrośnie z powodu restrukturyzacji zatrudnienia w obliczu załamania się popytu m.in. w branży motoryzacyjnej (Daewoo-FSO, Fiat, Jelcz).

Według naszej prognozy stopa bezrobocia w I kwartale br. osiągnie 15,9 proc. Następnie, po spadku w połowie roku do 15,5 proc., może nastąpić wzrost nawet do 16,8 proc. w grudniu.

## Skrócenie tygodniowego czasu pracy

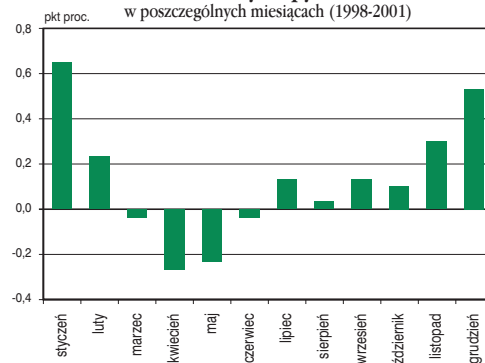
Pod koniec ubiegłego roku Sejm dokonał zmian w kodeksie pracy, wprowadzając 5-dniowy tydzień pracy, ale pozostawiając czas pracy na poziomie 42 godzin. Na początku 2001 r., podczas prac nad poprawkami Senatu do tej ustawy, parlament zdecydował ostatecznie o skróceniu tygodniowego czasu pracy z 42 do 40 godzin. Będzie się ono dokonywało stopniowo – w 2001 r. pozostaną 42 godziny, w 2002 czas pracy zmniejszy się do 41 godzin na tydzień, by w 2003 r. osiągnąć docelowe 40 godzin. Przyjęte rozwiązanie z jednej strony spowoduje, że wzrosną koszty przedsiębiorstw, co może prowadzić do zwalniania pracowników, zaś z drugiej strony może przyczynić się do zwiększenia zatrudnienia po to, aby nie zmniejszać rozmiarów produkcji. O tym, który z tych dwóch scenariuszy zostanie zrealizowany, zdecyduje przede wszystkim tempo rozwoju gospodarczego oraz elastyczność popytu na pracę. Przy dobrej koniunkturze przedsiębiorcy będą skłonni zatrudniać nowych pracowników, żeby nie tracić pozycji rynkowej i związanych z tym zysków. Natomiast wówczas, gdy trudno będzie znaleźć zbyt na produkowane wyroby, krótszy czas pracy doprowadzi do powiększenia ponoszonych strat i może spowodować upadki słabszych przedsiębiorstw, prowadząc do wzrostu stopy bezrobocia. Im mniejsza elastyczność popytu na pracę, tym mniejszy wpływ skracania czasu pracy na spadek zatrudnienia. Ponieważ długookresowa elastyczność popytu na pracę jest większa od elastyczności krótkookresowej, można spodziewać się, że negatywny efekt na zatrudnienie, o ile wystąpi, będzie znacznie silniejszy w długim okresie. Neutralnym rozwiązaniem z punktu widzenia przedsiębiorców, nie powodującym spadku zatrudnienia, byłoby połączenie skrócenia czasu pracy z obniżką podatków zwiększających koszty pracy.

Stopa bezrobocia



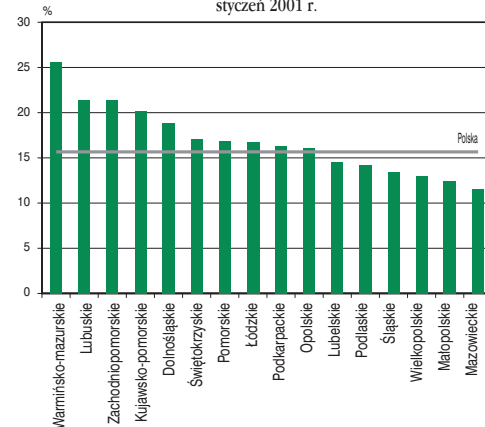
Źródło: GUS, prognoza własna

Średnie zmiany stopy bezrobocia w poszczególnych miesiącach (1998-2001)



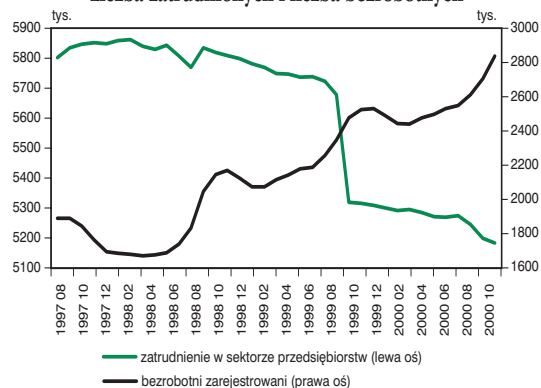
Źródło: GUS, obliczenia własne

Stopa bezrobocia w województwach w styczniu 2001 r.



Źródło: GUS

Liczba zatrudnionych i liczba bezrobotnych



Źródło: GUS

### Wskaźniki koniunktury a wskaźniki dynamiki

Wskaźniki koniunktury w przemyśle, budownictwie oraz handlu detalicznym publikowane przez GUS liczone są w oparciu o wyniki badań ankietowych przeprowadzanych wśród przedsiębiorców, które, po pierwsze, oparte są na subiektywnych ocenach, a po drugie, sporządzane są na podstawie pewnej próby przedsiębiorstw. Z drugiej strony GUS publikuje również wskaźniki oparte na danych obiektywnych odnoszących się do tych działów, jakimi są wskaźniki rocznej realnej dynamiki produkcji w przemyśle i w budownictwie oraz wskaźnik rocznej realnej dynamiki sprzedaży detalicznej. Powstaje zatem pytanie, na ile badania koniunktury dają wyniki zbieżne z rzeczywistą dynamiką produkcji i sprzedaży detalicznej.

### Przemysł

Spośród trzech par wskaźników koniunktury i dynamiki rzeczywistej, najsilniej skorelowane są wskaźnik koniunktury w przemyśle ze wskaźnikiem dynamiki produkcji przemysłowej. Wskaźnik korelacji liczony dla tych danych od początku roku 1997 do stycznia 2001 wynosi 0,42. Na początku tego okresu, w przybliżeniu do połowy roku 1998, oba wskaźniki kształtowały się w podobny sposób, tworząc początkowo trend wzrostowy, a później spadkowy. Następnie, do początku roku 2000, wskaźnik koniunktury podlegał silnym wahaniom, gdyż będąc opartym o subiektywne oceny, jest on podatny na zmiany nastrojów. W tym samym czasie wskaźnik dynamiki kontynuował spadek, a następnie przeszedł do trendu wzrostowego. Od początku roku 2000 oba wskaźniki zgodnie poruszają się w trendzie spadkowym. Nie można natomiast dostrzec prawidłowości, zgodnie z którą wskaźnik koniunktury wyprzedzałby wskaźniki dynamiki, informując o ich kształtowaniu w kolejnych miesiącach.

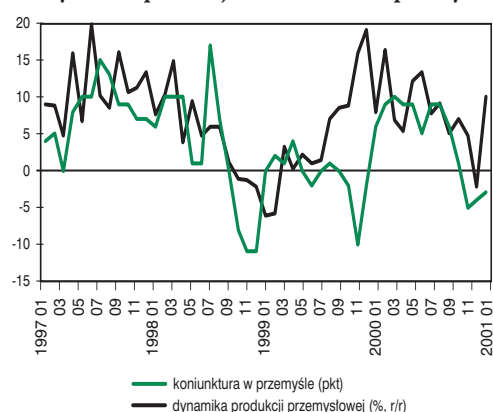
### Budownictwo

Wskaźniki koniunktury w budownictwie oraz dynamiki produkcji budowlanej są skorelowane najslabiej. Wskaźnik korelacji dla danych za okres styczeń 1997 – styczeń 2001 ma wartość 0,33. Wskaźnik koniunktury podlega bardzo silnym i łatwo zauważalnym wahaniom sezonowym. Najwyższe wartości są obserwowane w kwietniu bądź maju, natomiast wartości najniższe przypadają w grudniu bądź styczniu. W całym analizowanym okresie można zaobserwować ukształtowanie się trendu spadkowego koniunktury w budownictwie. Także wskaźnik rocznej dynamiki produkcji budowlanej przebiegał w długim okresie zgodnie z tendencją spadkową, w jego przypadku jednak nie są zauważalne wahania sezonowe.

### Handel detaliczny

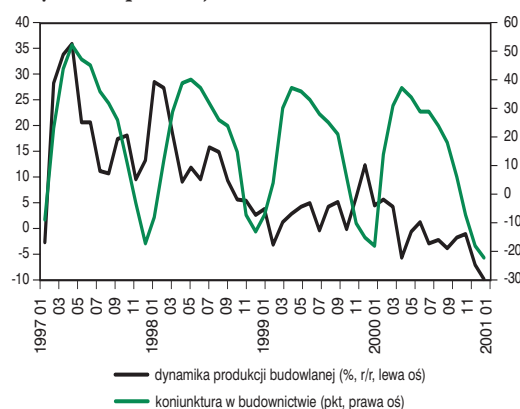
Wskaźniki koniunktury w handlu detalicznym oraz rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej w okresie styczeń 1997 – grudzień 2000 charakteryzowały się współczynnikiem wzajemnej korelacji 0,38. Wskaźnik koniunktury w handlu wykazuje wahania sezonowe, ale nieco mniej regularne niż wskaźnik dla budownictwa. Jego wartości najniższe przypadają zawsze w styczniu, natomiast wartości najwyższe występują dość nieregularnie. W latach 1997-1999 wskaźniki koniunktury oraz dynamiki wykazywały dość dużą zmienność, jednak nie ukształtowały one żadnego trendu. Natomiast na przełomie lat 1999 i 2000 oba wskaźniki zaczęły spadać, formując trendy spadkowe. Pod koniec analizowanego okresu wskaźniki osiągnęły swoje najniższe wartości.

Dynamika produkcji i koniunktura w przemyśle



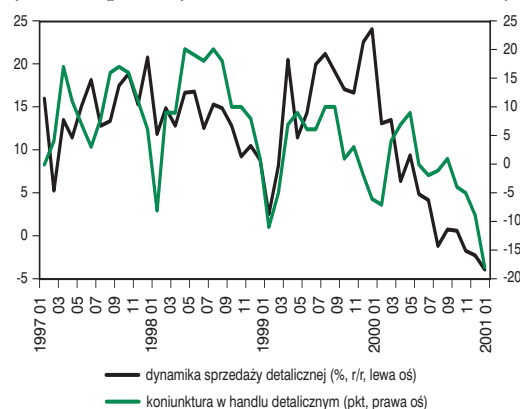
Źródło: GUS

Dynamika produkcji i koniunktura w budownictwie



Źródło: GUS

Dynamika sprzedaży i koniunktura w handlu detalicznym



Źródło: GUS



Kalendarz makroekonomiczny marzec / kwiecień 2001					
Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek	
<b>19 marca</b> CZ: Sprzedaż detaliczna (I)	<b>20</b> CZ: Bilans płatniczy (2000) USA: Posiedzenie Fed USA: Budżet (II) USA: Handel zagraniczny (I)	<b>21</b> POL: PKB (IV kw.) POL: Bezrobocie (II) GER: Nastroje w biznesie IFO (II) USA: Inflacja (II)	<b>22</b> CZ: PKB (IV kw.) CZ: Handel zagraniczny (II)	<b>23</b> POL: Ceny żywności (I poł. III)	
<b>26</b>	<b>27</b> POL: Posiedzenie RPP USA: Zamówienia na dobra trwałe użytku (II)	<b>28</b> POL: Posiedzenie RPP	<b>29</b> EUR: Posiedzenie EBC	<b>30</b>	
<b>2 kwietnia</b> POL: Wybrane pozycje bilansu NBP (III) POL: Handel zagraniczny wg płatności (II) CZ: Budżet państwa (III)	<b>3</b> POL: Ceny żywności (II poł. III)	<b>4</b> POL: Koniunktura w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym (III) GER: Bezrobocie (III)	<b>5</b> GER: Zamówienia w przemyśle (II)	<b>6</b> CZ: Produkcja budowlana (II) USA: Bezrobocie (III)	
<b>9</b> POL: Wybrane pozycje bilansu NBP (III) POL: Oficjalne aktywa rezerwowe (III) CZ: Inflacja (III) CZ: Bezrobocie (III) GER: Produkcja przemysłowa (II)	<b>10</b> CZ: Produkcja przemysłowa (II)	<b>11</b> GER: Rachunek bieżący (II) GER: Bilans handlowy (II) EUR: Posiedzenie EBC	<b>12</b> CZ: Ceny producenta (III) USA: Sprzedaż detaliczna (III) USA: Ceny producenta (III)	<b>13</b> POL: Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (III)	
<b>16</b> Poniedziałek wielkanocny	<b>17</b> POL: Inflacja (III) POL: Podaż pieniądza (III) POL: Budżet państwa (III) CZ: Sprzedaż detaliczna (II) USA: Inflacja (III)	<b>18</b> USA: Handel zagraniczny (II)	<b>19</b> POL: Produkcja przemysłowa (III) POL: Ceny produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej (III)	<b>20</b> POL: Bezrobocie (III)	
<b>23</b> GER: Nastroje w biznesie IFO (III)	<b>24</b> CZ: Handel zagraniczny (III)	<b>25</b> POL: Ceny żywności (I poł. IV) USA: Zamówienia na dobra trwałe użytku (III)	<b>26</b> EUR: Posiedzenie EBC	<b>27</b>	

# Spojrzenie na gospodarkę

KATEGORIA	jednostka	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec	sierpień	wrzesień	październik	listopad	grudzień	styczeń	luty
<b>CENY</b>													
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (r/r)	%	10,3	9,8	10,0	10,2	11,6	10,7	10,3	9,9	9,3	8,5	7,4	6,6
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (m/m)	%	0,9	0,4	0,7	0,8	0,7	-0,3	1,0	0,8	0,4	0,2	0,8	0,1
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (r/r)	%	7,3	7,4	7,9	8,9	9,0	8,4	8,3	8,0	7,2	5,6	4,7*	4,2
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (m/m)	%	0,4	0,7	0,9	1,0	0,6	0,4	0,8	0,6	0,0	-0,9	-0,3*	0,1
Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej (r/r)	%	7,7	8,3	8,4	8,8	9,1	8,7	8,1	7,8	7,6	6,9	6,8	6,5
Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej (m/m)	%	0,9	1,1	0,7	0,7	0,4	0,5	0,2	0,5	0,4	0,2	0,4*	0,5
Kurs PLN/USD (r/r)	%	3,7	5,8	14,3	11,6	11,3	10,3	10,1	12,8	7,2	3,5	0,2	-1,0
Kurs PLN/USD (m/m)	%	-1,1	3,5	6,2	-2,2	-1,7	0,8	3,0	3,3	-1,6	-5,4	-4,7	-0,4
Kurs PLN/EUR (r/r)	%	-7,9	-6,6	-2,6	1,9	1,3	-5,9	-8,7	-9,8	-11,2	-8,1	-7,1	-7,7
Kurs PLN/EUR (m/m)	%	-3,3	1,3	1,8	2,4	-2,5	-2,9	-0,8	1,4	-1,7	-0,6	-0,4	-2,5
Wynagrodzenie realne brutto w sektorze przedsiębiorstw (r/r)	%	3,1	5,2	1,8	1,3	-2,2	1,1	0,4	0,5	0,8	-1,9	2,4	1,1
<b>SFERA REALNA</b>													
Produkt krajowy brutto (r/r)	%	6,0	-	-	5,2	-	-	3,3	-	-	2,4	-	-
Produkcja przemysłu (r/r)	%	6,8	5,3	12,1	13,4	7,8	9,2	5,0	7,1	4,7	-2,2	10,1	-0,1
Produkcja przemysłu (m/m)	%	11,6	-8,4	7,7	1,2	-6,9	6,1	5,0	2,1	-3,1	-1,4	-8,9	-2,7
Produkcja budowlano-montażowa (r/r)	%	4,2	-5,6	-0,6	1,2	-2,9	-2,1	-3,7	-1,7	-1,1	-6,9	-9,7*	-9,1
Produkcja budowlano-montażowa (m/m)	%	17,5	-0,1	16,8	11,6	-4,6	7,2	7,0	6,6	-17,6	40,3	-59,3	7,4
Sprzedaż detaliczna towarów <sup>a</sup> (r/r)	%	16,9	19,9	15,1	14,8	10,3	11,2	10,4	7,2	5,8	3,2	7,3	-0,2
Sprzedaż detaliczna towarów <sup>a</sup> (m/m)	%	17,2	2,2	-0,6	2,8	-0,7	1,4	-0,8	1,5	-3,4	20,8	-29,8	-1,7
Eksport w ujęciu celnym (r/r)	%	16,0*	21,1	24,0	34,6*	39,8*	29,2*	24,1*	26,7*	20,2	-	-	-
Eksport w ujęciu celnym (m/m)	%	5,5	-6,8	4,3	4,9*	0,7	-3,0*	10,3*	9,2*	-5,6	-	-	-
Import w ujęciu celnym (r/r)	%	12,2	13,5	31,7	24,1	21,5	15,9	8,2*	15,8*	2,8	-	-	-
Import w ujęciu celnym (m/m)	%	9,4	-8,0	16,6	-6,2	-1,1	-6,1	8,2*	13,6*	-7,6	-	-	-
<b>RYNEK PRACY</b>													
Liczba bezrobotnych	tys.	2 534	2 490	2 446	2 437	2 478	2 496	2 529	2 548	2 613	2 703	2 836	2 877
Stopa bezrobocia	%	14,0	13,8	13,6	13,6	13,8	13,9	14,0	14,1	14,5	15,0	15,6	15,8
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	tys.	5 308	5 301	5 292	5 295	5 284	5 271	5 269	5 274	5 247	5 199	5 184	5 189
Przeciętne wynagrodzenie brutto	PLN	1 992	2 067	1 988	2 049	2 036	2 051	2 088	2 089	2 160	2 350	2 069	2 075
Nominalny wzrost wynagrodzeń brutto (r/r)	%	13,7	15,5	12,0	11,5	9,2	11,9	10,7	10,4	10,2	6,4	9,9	7,7
<b>BUDŻET PAŃSTWA</b>													
Dochody budżetowe	mld PLN	31,0	40,9	51,8	64,2	74,8	86,2	98,0	110,5	123,0	135,7	11,6	21,0
Wydatki budżetowe	mld PLN	38,0	49,8	61,8	75,0	86,1	99,2	111,9	125,9	137,9	151,1	16,7	32,9
Wynik budżetu państwa	mld PLN	-6,9	-8,9	-10,0	-10,8	-11,3	-13,0	-14,0	-15,4	-14,9	-15,4	-5,1	-12,0
Zadłużenie krajowe budżetu państwa	mld PLN	141,9	-	-	143,7	-	-	153,4	-	-	-	-	-
Zadłużenie zagraniczne budżetu państwa	mld PLN	128,2	-	-	135,8	-	-	134,2	-	-	-	-	-



KATEGORIA	jednostka	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec	sierpień	wrzesień	październik	listopad	grudzień	styczeń	luty
<b>BILANS PŁATNICZY</b>													
Rachunek bieżący	mln USD	-1 344	-850	-401	-860	-701	-961	-592	-852	-416	-816*	-887	-
Saldo handlu zagranicznego w ujęciu płatniczym	mln USD	-1 241	-1 075	-894	-1 041	-1 042	-1 324	-972	-1 058	-858	-1 038*	-1 457	-
Eksport	mln USD	2 371	2 032	2 407	2 397	2 473	2 271	2 424	2 520	2 654	2 759*	2 489	-
Import	mln USD	3 612	3 107	3 301	3 438	3 515	3 595	3 396	3 578	3 512	3 797*	3 946	-
Saldo usług	mln USD	-202	-177	-105	-159	-131	-119	-90	-100	-104	-155*	-106	-
Niesklasyfikowane obroty bieżące	mln USD	218	398	324	337	309	350	420	485	295	340*	248	-
Rachunek kapitałowy i finansowy	mln USD	1 074	672	653	-165	343	725	357	2 192	528	351*	1 494	-
Inwestycje bezpośrednie	mln USD	430	449	310	363	488	169	242	4 653	537	570*	490	-
Inwestycje portfelowe	mln USD	1 598	131	20	90	232	-234	-72	-345	504	135*	794	-
<b>PODAŻ PIENIĄDZA</b>													
Podaż pieniądza	mld PLN	262	266	269	285	277	278	281	287	291	294	293*	295
Podaż pieniądza (r/r)	%	13,8	15,2	15,2	20,6	16,2	14,9	14,1	14,6	14,4	11,8	14,6*	14,5
Podaż pieniądza (m/m)	%	1,6	1,5	1,1	5,9	-2,7	0,3	1,0	2,4	1,3	1,1	-0,6*	0,9
Depozyty ogółem (r/r)	%	15,5	16,6	16,8	23,3	18,5	17,1	16,1	17,4	17,0	15,5	17,5*	17,0
Depozyty ogółem (m/m)	%	1,9	0,9	1,6	6,4	-3,1	0,5	1,1	3,0	1,7	1,1	0,1*	0,8
Kredyty dla osób fizycznych (r/r)	%	52,1	49,8	49,9	79,4	45,7	42,9	40,9	38,9	34,8	31,7	31,3	29,3
Kredyty dla osób fizycznych (m/m)	%	3,4	1,6	3,8	25,2	-15,0	2,5	3,0	2,3	1,2	2,1	0,2*	-0,4
Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r)	%	18,1	19,1	17,9	19,7	18,8	18,2	17,4	16,1	14,0	13,5	12,2*	11,9
Kredyty dla przedsiębiorstw (m/m)	%	0,9	2,0	0,6	2,2	0,1	1,4	2,3	1,4	0,4	-1,9	1,2*	0,8
<b>WSKAŹNIKI FINANSOWE</b>													
Średnie odchylenie od parytetu <sup>b</sup>		-6,2	-5,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Średni kurs USD <sup>c</sup>	PLN	4,0902	4,2347	4,4988	4,3994	4,3229	4,3593	4,4900	4,6369	4,5606	4,3143	4,1108	4,0925
Średni kurs EUR <sup>c</sup>	PLN	3,9507	4,0033	4,0758	4,1740	4,0684	3,9486	3,9152	3,9696	3,9035	3,8802	3,8648	3,7689
Średni kurs DEM <sup>c</sup>	PLN	2,0200	2,0469	2,0839	2,1341	2,0801	2,0189	2,0018	2,0296	1,9958	1,9839	1,9761	1,9270
Średnia stawka WIBOR T/N <sup>c</sup>		17,92	17,64	17,33	17,73	17,87	17,31	18,84	19,74	20,07	19,50	19,73	19,82
WIBOR 1M <sup>c</sup>	%	18,17	18,15	18,13	18,13	18,05	18,24	19,39	19,47	19,65	19,83	19,44	19,33
WIBOR 3M <sup>c</sup>	%	18,44	18,34	18,60	18,55	18,51	19,12	19,55	19,68	19,75	19,67	18,97	18,61
Średnia rentowność bonów skarbowych 3M <sup>c</sup>	%	16,56	16,72	17,01	16,49	16,48	17,38	18,17	17,53	17,44	17,60	17,12	17,29
Średnia rentowność bonów skarbowych 12M <sup>c</sup>	%	17,57	17,31	17,86	17,85	17,76	18,34	18,65	18,41	18,31	18,01	17,23	16,97
Średnia rentowność obligacji skarbowych 2L <sup>c</sup>	%	16,56	16,85	17,78	18,02	17,77	18,27	18,11	18,54	18,23	17,20	15,68	15,48
Średnia rentowność obligacji skarbowych 10L <sup>c</sup>	%	10,42	10,56	11,89	12,46	12,53	12,72	12,40	13,24	13,06	11,50	10,44	10,23
<b>PARAMETRY POLITYKI PIENIĘŻNEJ</b>													
Stopa interwencyjna	%	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Stopa redyskontowa	%	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5
Stopa lombardowa	%	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0
Miesięczna stopa dewaluacji <sup>b</sup>	%	0,3	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters, szacunki własne



## WIELKOPOLSKI BANK KREDYTOWY SA

### Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych WBK SA

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach do 21.03.2001, zostało przygotowane przez

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

**Arkadiusz Krześniak** – Główny Ekonomista, tel. 0 61 856 58 23

**Aleksander Krzyżaniak** – Asystent, tel. 0 61 856 55 80

**Sławomir Nosal** – Asystent, tel. 0 61 856 44 57  
fax 0 61 856 55 65, e-mail: ekonomia@wbk.com.pl lub imie.nazwisko@wbk.com.pl

Serwis ekonomiczny w Internecie: [www.wbk.pl](http://www.wbk.pl)  
Komentarz makroekonomiczny w serwisie Reuters: WBKECON

### DEPARTAMENT OPERACJI ZAGRANICZNYCH

**Dorota Bernatowicz** – Dyrektor Departamentu  
tel. 0 61 856 48 20, fax 0 61 856 48 28, e-mail: dorber@wbk.com.pl

### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

**Tadeusz Kopec** – Dyrektor Departamentu  
tel. 0 61 856 50 10, fax 0 61 856 55 65

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

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

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

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