

Gospodarka Polski – Rynki Finansowe

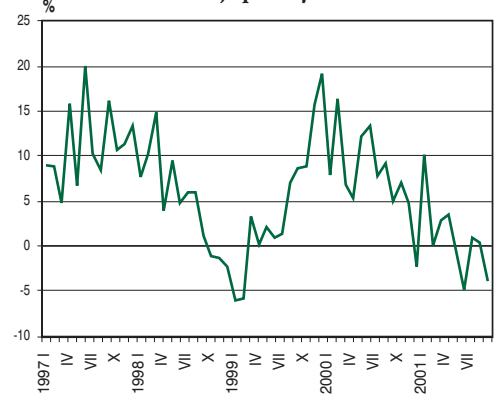
Listopad 2001

Nr 28

Główne tendencje w gospodarce

- Dane ekonomiczne i wyniki badań koniunktury publikowane w październiku sugerują dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej. Dynamika spadku zatrudnienia w ujęciu rocznym przyspieszyła z około 3 proc. średnio na początku roku do 4 proc. we wrześniu, produkcja przemysłowa spadła o 3,8 proc. r/r, obniżył się eksport i import, wzrosło bezrobocie, kurczyła się wartość wolumenu kredytów dla firm w pierwszych dwóch dekadach października. Co więcej, badania koniunktury pokazują dalszy spadek zamówień zarówno na kraj, jak i eksportowych, dalsze redukcje zatrudnienia i ograniczanie inwestycji przez firmy. Wydaje się, że na ożywienie oczekiwane w czwartym kwartale trzeba będzie jeszcze poczekać.
- Spowolnienie wzrostu gospodarczego a także sprzyjające czynniki podażowe pozwoliły na spadek inflacji do 4,3 proc. we wrześniu, oczekiwany jest dalszy spadek do 3,8-3,9 proc. w październiku. Obniżyły się również wskaźniki inflacji bazowej i oczekiwania inflacyjne, spowolniła dynamika wynagrodzeń. To pozwoliło na obniżenie stóp banku centralnego o 150 punktów bazowych. Wydaje się, że jeżeli rząd przedstawi rzetelny projekt budżetu, wówczas RPP, biorąc pod uwagę dalsze pogorszenie koniunktury i możliwość wystąpienia recesji w Polsce, obniży stopy procentowe w listopadzie o 100-150 pb. Taka obniżka pozwoliłaby na osłabienie złotego i być może na uniknięcie scenariusza zupełnego załamania eksportu w najbliższych kwartałach.
- W listopadzie parlament zdecyduje o nowelizacji ustawy podatkowej i o poziomie płac członków RPP. W trakcie debaty sejmowej ujawniły się znaczne różnice pomiędzy poszczególnymi partiami, nawet w koalicji rządowej, dotyczące zmian w PIT. Wydaje się, że utrzymanie pomysłu opodatkowania dochodów odsetkowych może ograniczyć skalę obniżek stóp procentowych lub odsunąć te decyzje w czasie, na co wskazywali członkowie RPP w swoich komentarzach. Natomiast nieunikniona decyzja o ograniczeniu płac w RPP i NBP może prowadzić do osłabienia złotego i wyprzedaży długich obligacji, jeżeli będzie się wiązała z dymisją kilku członków RPP lub bezpośrednim ograniczeniem niezależności banku centralnego
- Rynki finansowe będą oczekiwały na projekt budżetu na 2002 r., który prawdopodobnie będzie przedstawiony w końcu listopada. Istotne jest ograniczenie wydatków do 183 mld zł, deficytu do poniżej 40 mld zł, odejście od kreatywnego księgowania i upychania deficytu w funduszach okołobudżetowych. Wydaje się również, że ponownie pojawi się pomysł wprowadzenia podatku importowego, być może jako projekt poselski. Ataki na bank centralny i podatek importowy mogą utrudnić negocjacje z Unią Europejską.

Produkcja przemysłowa r/r



Źródło: GUS

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 skarbowych	7
Polityka fiskalna	8
Polityka pieniężna i ryzyko recesji	9
Polityka pieniężna i podaż pieniądza	10
Rynek pracy a inflacja	11
Przegląd międzynarodowy	12
Kalendarz makroekonomiczny	13
Spojrzenie na gospodarkę	14-15
Kontakty w Pionie Skarbu i Operacji Zagranicznych	16

Ostatnie dane ekonomiczne sugerują, że oczekiwane ożywienie gospodarcze w czwartym kwartale raczej nie będzie miało miejsca. Budownictwo już znajduje się w głębokiej recesji, zaś sprzedana produkcja przemysłu po głębokim spadku we wrześniu może jeszcze pogłębić te spadki w październiku. Sprzedaż detaliczna po pewnym ożywieniu w sierpniu ponownie wykazała około 3 proc. realnego spadku we wrześniu. Nawet koło napędowe polskiej gospodarki, jakim był eksport w tym roku, zaczęło pracować na wstecznym biegu we wrześniu i odnotowaliśmy znaczny spadek wpływów z tytułu eksportu w ujęciu rocznym i miesięcznym. Perspektywy dla eksportu są zresztą bardzo niedobre, firmy informują o spadku zamówień eksportowych, złoty pozostaje mocny względem euro, koniunktura u naszych głównych partnerów handlowych pogarsza się w zastraszającym tempie, zaś wskaźniki optymizmu konsumentów i producentów odnotowują historyczne minima. Pytanie o recesję w USA i być może również w Eurolandzie nie jest pytaniem „czy”, tylko pytaniem „jak długi i jak głęboki”. Obecny konsens rynkowy wskazuje na oczekiwane ożywienie gospodarcze w drugiej połowie przyszłego roku, bardzo niskie stopy procentowe, niskie ceny ropy naftowej i poluzowanie polityki fiskalnej. Jednak warto pamiętać, że obecna recesja jest przede wszystkim kryzysem zaufania, i jeżeli zaufanie konsumentów i inwestorów nie zostanie odbudowane w ciągu dwóch-trzech kwartałów, wówczas recesja może być dłuższa i głębsza, niż się może dzisiaj wydawać.

Polska gospodarka jest zupełnie nieprzygotowana na możliwość recesji. Automatyczny stabilizator w postaci zwiększenia deficytu budżetowego jest niedostępny, co więcej, aby uniknąć kryzysu finansowego, trzeba ten deficyt ograniczać. Gospodarka jest nieelastyczna, z wieloma sektorami, które nie są poddane siłom konkurencji wolnego rynku i ze skostniałym rynkiem pracy, który utrudnia firmom elastyczne reagowanie na spadek popytu. W sytuacji gdy na rynek pracy wielkimi krokami zmierzają kolejne pokolenia wyżu demograficznego, stopa bezrobocia rejestrowanego przekroczy wkrótce 18 proc., a mierzona według metodologii BAEL – 20 proc. najpóźniej w pierwszym kwartale przyszłego roku. Na skutek złego policy-mix złoty pozostaje mocny, gdyż inwestorzy zagraniczni w oczekiwaniu na dalsze cięcia stóp procentowych kupują polskie papiery skarbowe.

Wydaje się, że jedynie wspólne działanie rządu i banku centralnego może spowodować przerwanie tego błędnego koła luźnej polityki fiskalnej, wysokich stóp i mocnego złotego. Jeżeli minister finansów przedstawi wiarygodny projekt budżetu na przyszły rok, pozbawiony kreatywnego księgowania i „chowania śmieci pod dywan”, a także plan naprawy finansów państwa w średnim okresie, wówczas RPP prawdopodobnie obniży stopy procentowe jeszcze w listopadzie, a najpóźniej w grudniu o kolejne 100-150 pb. Złoty straci na wartości, co da nieco oddechu eksporterom i jednocześnie nie powinno przelożyć się na wzrost inflacji w sytuacji 20-procentowego bezrobocia i zagrożenia recesją. Niestety bardzo trudno podejmuje się decyzje o obniżce stóp procentowych w warunkach szantażu politycznego. Chociaż obecna debata o płacach RPP odbywa się niejako na życzenie Rady, to rynki finansowe, ale zapewne również Komisja Europejska będą bardzo uważnie obserwować, czy przy okazji nie zostanie ograniczona niezależność banku centralnego.

Tab. 1. Wskaźniki inflacji

	05 2001	06 2001	07 2001	08 2001	09 2001	10 2001 P
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (m/m, %)	1,1	-0,1	-0,3	-0,3	0,3	0,4
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (r/r, %)	6,9	6,2	5,2	5,1	4,3	3,9
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (m/m, %)	0,0	-0,4	0,3	0,8*	0,4	0,4
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (r/r, %)	2,3	0,9	0,6	1,0*	0,6	0,4

Tab. 2. Wskaźniki aktywności

	04 2001	05 2001	06 2001	07 2001	08 2001	09 2001
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (m/m, %)	4,0	1,7	-1,3	0,5	2,9	-2,4
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (r/r, %)	1,9	4,3	0,2	1,5	3,0	1,3
Kredyty dla ludności (r/r, %)	25,1	22,1	-1,3	20,3	20,4*	18,9
Produkcja przemysłu (m/m, %)	-7,7	3,1	-2,8	-1,4	5,6*	0,6
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,6	-0,9	-4,8	0,9	0,4*	-3,8
Eksport, ceny bieżące (wg płatności, r/r, %)	25,9	2,7	3,3	3,3	15,3*	-6,0
Import, ceny bieżące (wg płatności, r/r, %)	5,2	9,9	-1,7	-3,8	1,2*	-5,1
Saldo obrotów towarowych (wg NBP, mln USD)	-710	-1 166	-902	-825	-1 019*	-946
Saldo budżetu państwa (mld PLN)	-18,4	-20,4	-18,7	-19,4	-21,0	-21,8

Tab. 3. Gospodarka Polski

	1997	1998	1999	2000	2001 P
Produkt Krajowy Brutto (ceny stałe, r/r, %)	6,8	4,8	4,1	4,0	1,3
Spożycie indywidualne (r/r, %)	6,9	4,9	5,4	2,4	2,0
Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %)	21,7	14,5	6,5	3,1	-4,0
Eksport, ceny stałe (r/r, %)	13,7	9,4	-2,6	16,0	8,5
Import, ceny stałe (r/r, %)	22,0	14,6	1,0	7,6	2,5
Inflacja (średniorocznie, %)	14,9	11,8	7,3	10,1	5,6
Inflacja (koniec roku, %)	13,2	8,6	9,8	8,5	4,3
Stopa bezrobocia (koniec roku, %)	10,3	10,4	13,1	15,0	17,8
Deficyt obrotów bieżących / PKB (%)	-3,2	-4,2	-7,5	-6,2	-4,8
Dług publiczny / PKB (%)	47,2	43,2	43,0	42,3	44,5

r/r – rok do roku; m/m – miesiąc do miesiąca; P – prognoza
* dane skorygowane

Źródło: GUS, NBP, prognozy i szacunki własne



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

Kategoria	2000	I kw. 2001	II kw. 2001	III kw. 2001	IV kw. 2001	2001	2002	2003	2004	2005
Stopy procentowe										
WIBOR 1M	18,50	19,03	17,44	15,61	14,50	16,65	10,6	8,8	7,3	5,9
WIBOR 3M	18,78	18,53	17,09	15,37	13,80	16,20	10,4	8,6	7,2	5,8
WIBOR 6M	18,92	18,02	16,50	15,03	13,00	15,65	10,2	8,4	7,0	5,6
WIBOR 12M	19,01	17,61	16,07	14,82	12,30	15,20	9,8	8,0	6,7	5,4
Stopa lombardowa	21,90	22,62	20,95	19,08	17,05	19,93	14,2	12,4	11,0	9,6
na koniec okresu	23,00	22,00	19,50	18,50	16,00	16,00	13,0	11,5	10,0	9,0
Stopa interwencyjna	17,90	18,62	16,95	15,08	13,05	15,93	10,2	8,4	7,0	5,6
na koniec okresu	19,00	18,00	15,50	14,50	12,00	12,00	9,0	7,5	6,0	5,0
Rentowności obligacji skarbowych										
2L (bid)	17,37	15,59	14,91	14,37	11,20	14,00	8,8	7,7	6,5	6,2
3L (bid)	16,20	14,54	14,36	14,20	11,00	13,50	8,6	7,6	6,4	6,1
5L (bid)	14,00	13,12	13,38	13,43	10,30	12,60	8,0	7,2	6,2	5,9
10L (bid)	11,79	10,46	11,22	11,81	9,50	10,75	7,5	6,8	5,9	5,6
Rentowności bonów skarbowych										
13-tyg.	16,96	17,20	16,26	14,44	12,10	15,00	10,5	8,6	7,2	5,7
52-tyg.	17,77	17,02	15,70	14,67	11,60	14,75	10,4	8,4	7,1	5,6
Kursy walutowe										
USD/PLN	4,3465	4,0876	3,9895	4,2168	4,12	4,10	4,31	4,55	4,72	4,78
EUR/PLN	4,0110	3,7765	3,4884	3,7545	3,73	3,69	3,92	4,05	4,25	4,40
EUR/USD	0,9172	0,9240	0,8744	0,89	0,905	0,898	0,91	0,89	0,90	0,92
USD/PLN (koniec okresu)	4,1432	4,1000	3,9871	4,2367	4,18	4,18	4,40	4,70	4,75	4,80
EUR/PLN (koniec okresu)	3,8544	3,6170	3,3783	3,8810	3,80	3,80	3,95	4,15	4,32	4,46
EUR/USD (koniec okresu)	0,9303	0,8822	0,8473	0,9160	0,91	0,91	0,90	0,88	0,91	0,93
Wskaźniki makroekonomiczne										
Realny PKB (r/r, %)	4,0	2,3	0,9	0,8	1,2	1,3	2,0	3,5	4,7	5,0
Prod. przemysł. (r/r, %)	7,1	4,4	-0,7	-0,7	0,6	0,8	2,4	3,4	5,0	6,0
Inflacja (r/r, %) (koniec okresu)	8,5	6,2	6,2	4,3	4,3	4,3	4,8	4,2	4,0	3,6
Inflacja (r/r, %)	10,1	6,7	6,6	4,9	4,1	5,6	4,4	4,5	4,2	3,7
Stopa bezrobocia (%) (koniec okresu)	15,0	15,9	15,8	16,3	17,8	17,8	18,8	18,5	17,5	16,0
Obroty bieżące /PKB (%) (koniec okresu)	-6,2	-5,3	-5,4	-4,5	-4,8	-4,8	-5,5	-6,0	-6,0	-6,5
Deficyt ekonomiczny/ /PKB (%)	-2,0	-	-	-	-	-4,3	-4,4	-3,9	-3,6	-2,8
Dług publiczny/ /PKB (%)	42,3	-	-	-	-	44,5	50,0	52,0	50,0	49,0

Data sporządzenia prognozy: 8 listopada 2001 r.

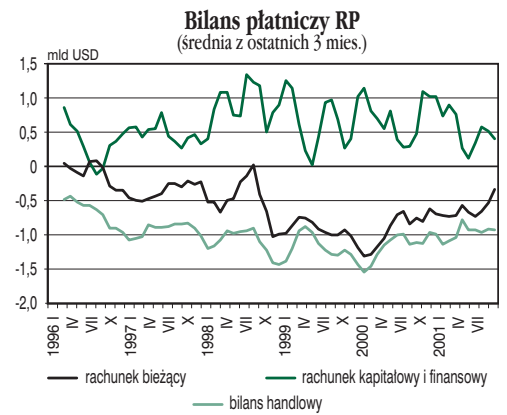
Uwaga: Prognoza informacyjna, może ulec zmianie przy zmianie sytuacji makroekonomicznej

Niski deficyt obrotów bieżących potwierdza słabość gospodarki

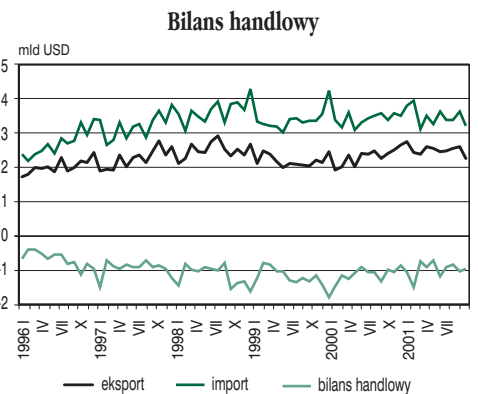
Wrześniowy deficyt na rachunku bieżącym sięgnął 360 mln USD, znacznie poniżej oczekiwanych 600 mln USD. Deficyt za ostatnie dwanaście miesięcy w relacji do PKB obniżył się do 4,3 proc. z 4,5 proc. w sierpniu. Deficyt w handlu rejestrowanym spadł z 1042 mln USD w sierpniu i 974 mln USD we wrześniu 2000 do 946 mln USD. Obroty niesklasyfikowane, których część odzwierciedla polski handel przygraniczny, wykazały nadwyżkę 439 mln USD. Podczas gdy obroty niesklasyfikowane w okresie lipiec-wrzesień zazwyczaj wykazują sezonowy wzrost, tym razem jednak wydaje się, że rozwijający się handel przygraniczny jest rezultatem ożywienia gospodarczego w Rosji i na Ukrainie i dlatego może być sygnałem początku nowego trendu wzrostu eksportu nierejestrowanego.

Podczas gdy na pierwszy rzut oka dane stanowią wsparcie dla złotego, bliższe przyjrzenie się rachunkowi bieżącemu prowadzi do odwrotnej konkluzji. Eksport rósł energicznie przez pierwsze osiem miesięcy bieżącego roku, częściowo dzięki bardzo niskiej bazie w zeszłym roku. Jednak we wrześniu zarówno eksport, jak i import odnotowały rekordowe spadki o ponad 5 proc. r/r, znacznie większe niż mogłoby to wynikać z krótszego o jeden dzień roboczy miesiąca w porównaniu z wrześniem 2000. Uwagę zwraca szczególnie dramatyczny spadek eksportu. Dane bazujące na płatnościach za wrzesień odzwierciedlają aktywność w handlu za lipiec-sierpień, dlatego nie mają nic wspólnego z ostatnim gwałtownym spadkiem aktywności gospodarczej i pogorszeniem nastrojów w biznesie w Niemczech ani z atakami terrorystycznymi na USA 11 września. Jak pokazaliśmy na wykresie, indeks Ifo, odzwierciedlający nastroje wśród niemieckich biznesmenów, wydaje się wiodącym indeksem dla polskiego eksportu. Rzeczywiście, do Niemiec trafia 35 proc. polskiego eksportu. Dlatego ostatni głęboki spadek niemieckiego indeksu Ifo może zwiastować dalsze pogarszanie się polskiego eksportu. W tej sytuacji, w połączeniu z wysoką bazą z zeszłego roku, eksport może odnotować znaczny, dwucyfrowy spadek dynamiki rocznej w czwartym kwartale 2001. To mogłoby prawdopodobnie zaszkodzić nastrojom inwestorów w większym stopniu niż pozytywny wpływ niskiego rocznego deficytu obrotów bieżących. Warto pamiętać o jeszcze jednym czynniku. Duże firmy, szczególnie te zagraniczne, kumulują swoje walutowe przepływy handlowe i często raportują bankowi centralnemu tylko przepływy netto. Jeśli ten tzw. netting wzrósł we wrześniu, np. z powodu niepewności wywołanej atakami terrorystycznymi, wówczas zarówno eksport, jak i import będą niedoszacowane.

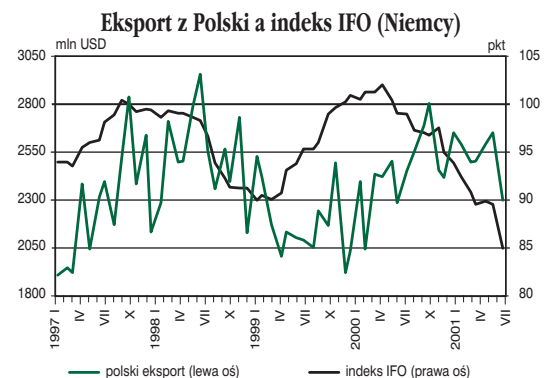
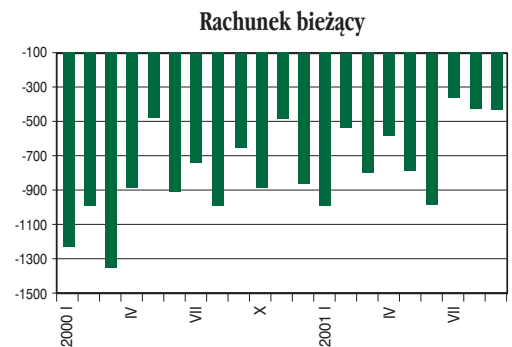
Jest teraz jasne, że eksport nie będzie dłużej motorem wzrostu gospodarczego, a w połączeniu ze złymi perspektywami dla popytu krajowego dynamika PKB również w czwartym kwartale może pozostać mizerna. Ze wzrostem o ok. 1 proc. r/r w trzecim kwartale i być może niewielką poprawą w kwartale czwartym, dane za cały 2001 rok mogą być w najlepszym razie bliskie 1,5 proc. Jest to górna granica przedziału 1,2-1,5 proc. prognozowanego przez ministra finansów Marka Belkę, przedstawionego w tym tygodniu.



Źródło: NBP, obliczenia własne



Źródło: NBP



Źródło: NBP, Reuters, obliczenia własne



Inflacja spadła do 4,3 proc. r/r

Dane o inflacji we wrześniu potwierdzają słabnącą koniunkturę. Inflacja spadła do 4,3 proc. r/r z 5,1 proc. w sierpniu, znacznie poniżej oczekiwań rynkowych, które kształtowały się na poziomie 4,6 proc. Inwestorzy odebrali spory spadek inflacji jako bardzo korzystny dla długiego końca krzywej rentowności. Z pewnością mają rację w krótkim okresie, jednak byłibyśmy ostrożni w średnim okresie. Inflacja konsumenta spadła głównie dzięki bardzo niskim cenom żywności (2,9 proc. r/r) i znacznej deflacji cen paliw (-11,4 proc. r/r). Te pozytywne czynniki podażowe najprawdopodobniej nie potrważą długo, więc po spadku inflacji w październiku należy się spodziewać umiarkowanego wzrostowego trendu inflacji w kolejnych kwartałach. Dlatego też bardzo pozytywny trend krzywej rentowności powinien być wykorzystany do skrócenia średniego okresu zapadalności trzymanych papierów skarbowych.

Jeśli chodzi o dalsze perspektywy inflacyjne, to biorąc pod uwagę bardzo słabą aktywność gospodarczą w październiku, niewielki wzrost cen żywności (tylko 0,4 proc. m/m) oraz spadek cen paliw, uważamy, że miesięczna inflacja wyniesie około 0,3 proc., co doprowadzi do spadku inflacji rocznej do poziomu 3,8-3,9 proc. Ministerstwo Finansów oczekuje natomiast 4 proc. inflacji w październiku i 4,2 proc. w grudniu.

Inflacja bazowa kontynuuje spadek

Inflacja bazowa liczona po wyłączeniu cen kontrolowanych spadła z 4,8 proc. r/r w sierpniu do 4,1 proc. we wrześniu, inflacja netto (z wyłączeniem cen żywności i paliw) obniżyła się z 6,5 proc. w sierpniu do 5,8 proc., natomiast 15-proc. średnia obciążona spadła z 5 proc. do 4,6 proc. Wszystkie miary inflacji bazowej spadły we wrześniu mniej niż wskaźnik inflacji. Zwraca uwagę fakt, że inflacja netto jest aż o 1,5 proc. wyższa niż CPI, co potwierdza naszą tezę, że gwałtowny spadek inflacji był możliwy dzięki korzystnym czynnikom podażowym, a mianowicie niskim cenom żywności i paliw, które prawdopodobnie przyczynią się do dalszego obniżenia inflacji w październiku.

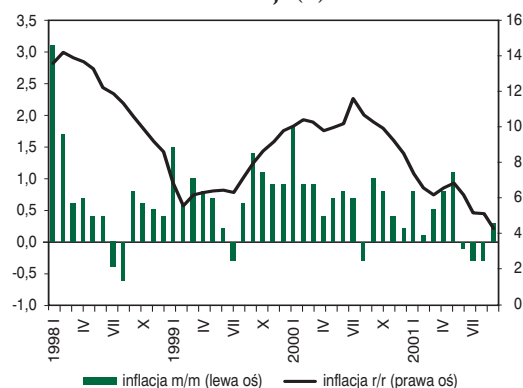
Produkcja przemysłowa we wrześniu poniżej oczekiwań

Produkcja przemysłowa sezonowo wzrosła we wrześniu o 0,6 proc. m/m, ale spadła o 3,8 proc. r/r, znacznie poniżej oczekiwań rynku, które kształtowały się na poziomie -1,1 proc. Wrzesień miał wprawdzie o jeden dzień roboczy mniej, ale nawet jeśli uwzględnimy ten fakt produkcja przemysłowa spadła o ok. 1,5 proc. r/r. Tylko 9 spośród 29 branż przemysłu zanotowało roczny wzrost. Najlepszy wynik odnotowano w dziale wytwarzanie i zaopatrywanie w energię, wodę i gaz (o 11,7 proc.) oraz w produkcji sprzętu RTV (9,8 proc.). Największy spadek miał miejsce w przemyśle samochodowym (inne środki transportu -41 proc. r/r, pojazdy -18 proc. r/r). To potwierdza wstępne informacje, że wiele małych firm współpracujących z wielkimi gigantami przemysłu samochodowego może wkrótce upaść.

Produkcja budowlana nadal bardzo silnie spada. Po spadku o 13,9 proc. r/r w sierpniu, we wrześniu zanotowała spadek o 11 proc.

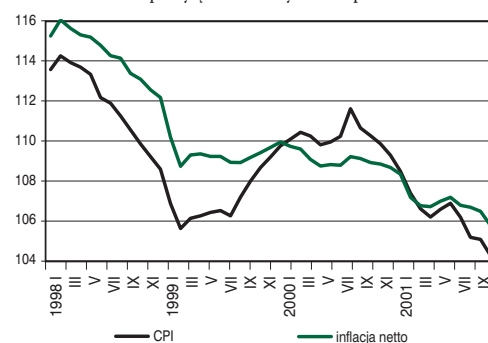
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły we wrześniu o 0,4 proc. m/m, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W ujęciu rocznym nastąpił spadek inflacji producenta do 0,6 proc. z 1,0 proc. w sierpniu.

Inflacja (%)



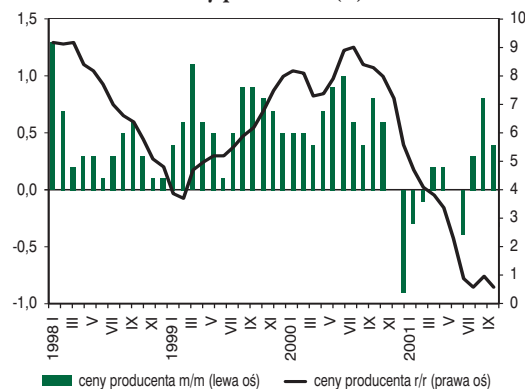
Źródło: GUS

CPI oraz inflacja netto
po wyłączeniu cen żywności i paliw



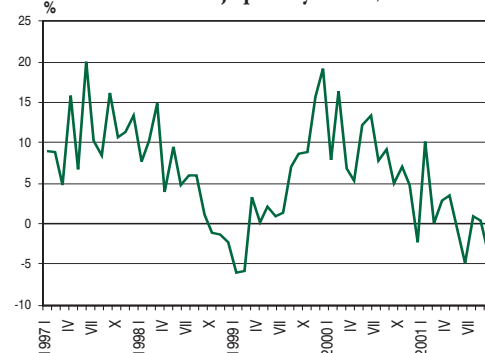
Źródło: GUS, NBP

Ceny producenta (%)



Źródło: GUS

Produkcja przemysłowa r/r



Źródło: GUS

Złoty umocnił się o 4 proc., ale ryzyko deprecjacji rośnie

W październiku złoty pozostawał w trendzie wzrostowym. Odchylenie od starego parytetu na początku października wynosiło nieznacznie powyżej 6 proc., a w ostatnich dniach ubiegłego miesiąca przekroczyło 10 proc. Średni kurs dolar/złoty wyniósł w październiku 4,1365 wobec 4,2213 we wrześniu, natomiast średni euro/złoty wyniósł 3,7486 wobec 3,8451 miesiąc wcześniej. W analizowanym miesiącu złoty był najsłabszy 2 października, a najmocniejszy 26 października. Główne przyczyny umacniania się złotego w październiku to:

- duże zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskimi papierami skarbowymi ze względu na wysokie stopy procentowe i perspektywę ich rychłego obniżenia przez RPP (dane makroekonomiczne wciąż wskazują na niski poziom aktywności gospodarczej);
- pozytywny odbiór przez rynek planu ratowania finansów publicznych przedstawionego przez nowego ministra finansów Marka Belkę.

Oczekiwania na dalsze cięcia stóp procentowych mogą w dalszym ciągu umacniać złotego w najbliższym okresie, chociaż wydaje się, że trend spadkowy dochodowości papierów skarbowych w segmencie 5 lat dobiegł końca i rynek już wycenia zarówno spadek inflacji poniżej 4 proc. w październiku, jak i redukcję stóp procentowych o 150 pb. w listopadzie. A zatem naszym zdaniem zyski z długich pozycji złotych są już bardzo ograniczone, natomiast znacznie rośnie ryzyko osłabienia złotego. Należy wspomnieć możliwość recesji w polskim przemyśle, spadek eksportu i ryzyko polityczne: atak na bank centralny i kruche zaplecze polityczne obecnego rządu.

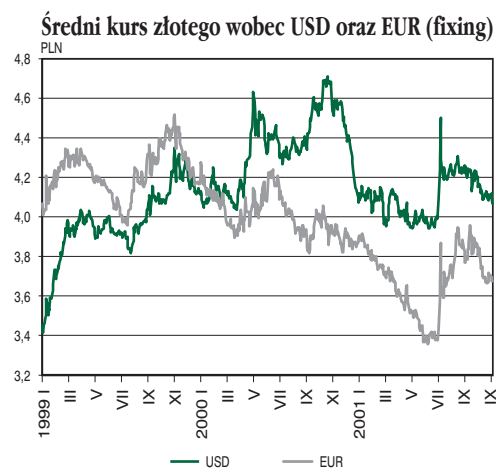
Jednym z ważniejszych czynników ryzyka, na który zwracamy uwagę, pozostanie Argentyna. Już w końcu października sytuacja w tym kraju spowodowała dużo zamieszania na rynkach wschodzących. Mimo iż rząd Argentyny przedstawił plan zamiany zadłużenia, agencje Fitch i S&P oceniły go jako „równoznaczny z niewypłacalnością”. Na razie złoty ignoruje czynnik Argentyny, ale może on stać się istotny w sytuacji gdy, zmaterializują się inne czynniki.

Dolar umacnia się wobec euro

Mimo złych danych ekonomicznych z USA, wskazujących na recesję, dolar zachowuje się nadzwyczaj stabilnie. Ataki terrorystyczne z 11 września spowodowały, że dolar tylko w krótkim okresie tracił wobec euro. Już w październiku pozostawał w lekkim trendzie wzrostowym. Kolejno publikowane złe dane dla USA powodowały tylko wzrost oczekiwań na dalsze cięcia stóp przez Fed. Pod koniec września za dolara płacono 92 centy, a miesiąc później nieznacznie powyżej 89 centów.

Euro nie poradziło sobie z przełamaniem tego niekorzystnego dla siebie trendu, gdyż także gospodarki europejskie nie potrafiły się obronić przed spowolnieniem. W dodatku decyzje Europejskiego Banku Centralnego - najczęściej sprzeczne z oczekiwaniami rynku - osłabiały euro, a polityka ECB jest odbierana jako „nienadążanie za zmianami”.

Większe zaufanie do dolara wynika też z tego, że inwestorzy wierzą w pozytywne efekty polityki monetarnej i fiskalnej i liczą, że gospodarka amerykańska jako pierwsza dźwignie się z recesji i że nastąpi to już w pierwszej połowie 2002 r.



Źródło: NBP, Reuters



Źródło: NBP, obliczenia własne



Źródło: Reuters



Stopy procentowe

W październiku nastąpił znaczny spadek stawek WIBOR w dłuższych terminach (1M i powyżej). Stopy procentowe rynku pieniężnego obniżyły się stopniowo w miarę zbliżania się posiedzenia RPP (24-25 października), na którym oczekiwano decyzji o obniżeniu stóp NBP. Po zgodnej z tymi oczekiwaniami decyzji Rady nastąpiła pewna stabilizacja stawek rynkowych na poziomie o 70 do 145 pb. niższym w porównaniu ze stanem na koniec września. Mniejszy spadek odnotowano w krótszych terminach, gdyż krótkie stawki spadały silnie już we wrześniu, dyskontując wówczas cięcie stóp, na które jednak Rada się nie zdecydowała. Ponadto głębszy spadek w dłuższych terminach wynika z faktu, że rosła nadzieje na znaczne obniżenie podstawowych stóp procentowych w perspektywie dwóch trzech kwartałów.

Krótkie stawki WIBOR (jednodniowe i SW) utrzymywały się w październiku na stosunkowo wysokim poziomie. Stawki O/N i T/N przez większość miesiąca oscylowały wokół 16 proc., a więc znacząco wyżej od poziomu operacji NBP. Niska płynność w sektorze bankowym była wynikiem determinacji banków do ulokowania jak największej ilości środków w bonach pieniężnych jeszcze przy wyższych stopach, gdy ich obniżenie było praktycznie przesądzone. Dodatkowo pod koniec miesiąca, w okresie rozliczenia rezerwy obowiązkowej, krótkie stawki WIBOR wzrosły powyżej 21 proc.

Bony skarbowe

W październiku oferta bonów skarbowych na pięciu przetargach miała wartość 5,0 mld zł wobec 3,8 mld zł na czterech aukcjach we wrześniu. Podaż bonów 8- i 13-tyg. była na poziomie zbliżonym do września, natomiast znacznie zwiększono podaż papierów 52-tyg. do 4,6 mld zł z 3,2 mld zł. Wobec obniżania stóp procentowych średnie ważone rentowności uzyskane na przetargach spadły już czwarty miesiąc z rzędu. Rentowności bonów 8- i 13-tyg. zmniejszyły się o około 70 pb. do odpowiednio 12,78 proc. i 13,09 proc., a rentowność bonów 52-tyg. była niższa aż o 137 pb., osiągając 12,52 proc. Wobec niemal pewnego cięcia stóp NBP popyt na aukcjach był wysoki. Stosunek popytu do podaży był dość wysoki, wynosząc 3,46, choć nieco niższy niż we wrześniu (3,86), kiedy jednak znacznie niższa była podaż.

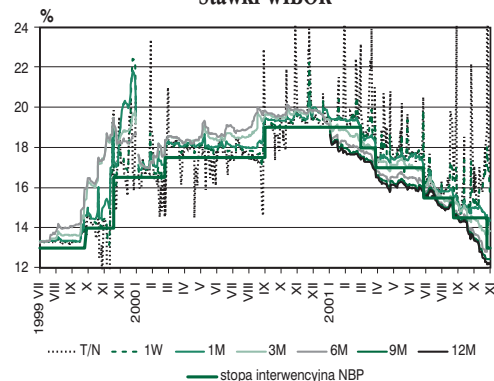
Na rynku wtórnym przez większość miesiąca rentowności bonów spadały w oczekiwaniu na posiedzenie RPP. Po decyzji Rady nastąpił jeszcze spadek o 20-30 pb., a potem rentowności ustabilizowały się. Na koniec października, w porównaniu z końcem września, rentowności bonów były niższe o 70-125 pb.

Obligacje skarbowe

Na przetargu obligacji skarbowych 3 października nastąpił silny spadek średnich rentowności. Rentowność papierów 2-letnich (OK 0803) wyniosła 12,74 proc. wobec 13,99 proc. 5 września, natomiast obligacji 5-letnich (PS 0506) była na poziomie 12,06 proc. wobec 13,02 proc. przed miesiącem. Podaż obligacji minimalnie zwiększono do 2,0 mld zł dla papierów 2-letnich oraz 600 mln zł dla 5-letnich. Wysokie było zainteresowanie oboma rodzajami obligacji ze strony inwestorów przewidujących cięcie stóp NBP, w tym zwłaszcza inwestorów zagranicznych. Stosunek popytu do podaży wyniósł odpowiednio 2,9 i 5,1. Na przetargu 10 października zaoferowano obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ 0811) o wartości 400 mln PLN. Przy wysokim jak na te obligacje popycie (915 mln zł) średnia cena wyniosła aż 1005,96 za 1000.

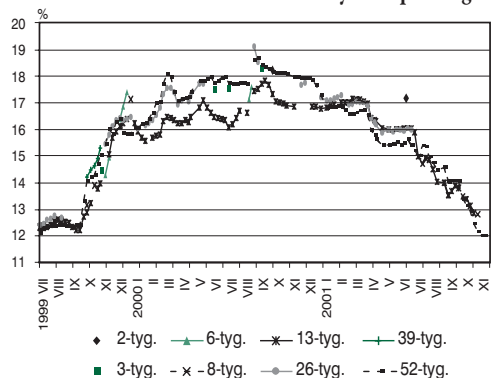
W październiku na rynku wtórnym krzywa rentowności w sektorze obligacji jeszcze lekko spłaszczyła się na skutek malejących spreadów. Na krótszym końcu rentowności spadły o 170-180 pb., natomiast w dłuższych terminach o 140 pb.

Stawki WIBOR



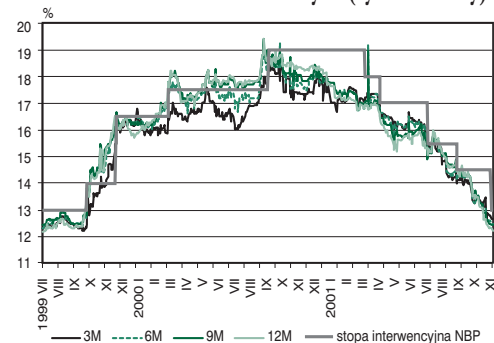
Źródło: BZ WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Średnia rentowność bonów skarbowych na przetargach



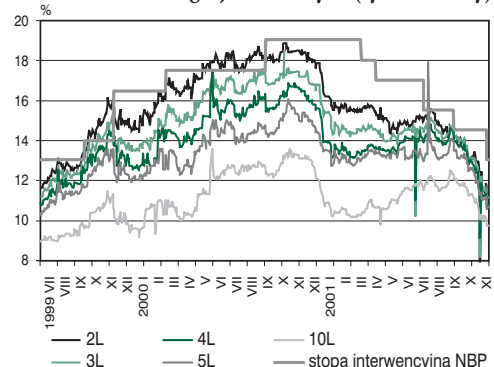
Źródło: BZ WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Rentowność bonów skarbowych (rynek wtórny)



Źródło: BZ WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Rentowność obligacji skarbowych (rynek wtórny)



Źródło: BZ WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Konieczna głęboka nowelizacja budżetu na 2002 r.

Minister finansów Marek Belka zapowiedział, że autopoprawka do projektu budżetu na 2002 r., którą przedstawi nowy rząd, będzie tak głęboka, że de facto będzie to całkiem nowy projekt. Minister Belka bardzo krytycznie odniósł się do budżetu przesłanego przez rząd Jerzego Buzka do parlamentu. W jego ocenie zawiera on przeszacowany plan dochodów i niewystarczające cięcia wydatków. Belka zapowiedział wprowadzenie większych cięć i ustalił limit wydatków budżetu centralnego na 183 mld zł wobec planowanych w roku bieżącym 173 mld zł. Projekt budżetu ma być gotowy do 20 listopada.

Rząd zablokował tegoroczne wydatki na 8,5 mld zł

Nowy rząd zablokował tegoroczne wydatki w wysokości 8,5 mld zł, czyli 1,2 proc. PKB. Z tej kwoty 2,1 mld zł zostanie uszczuplone w rezerwach celowych, a 6,4 mld zł w wydatkach na administrację centralną. Największe pozycje to:

- Fundusz Ubezpieczeń Społecznych otrzyma mniej o 2,15 mld zł,
- Ministerstwo Obrony Narodowej - mniej o 0,95 mld zł,
- różne formy pomocy socjalnej - mniej o 0,55 mld zł,
- szkolnictwo wyższe i nauka - mniej o 0,53 mld zł.

Minister finansów oszacował, że całkowity niedobór przychodów budżetu państwa wyniesie 11 mld zł, czyli więcej niż założono to w nowelizacji z lipca. Dlatego albo ministerstwo będzie musiało zwiększyć cięcia wydatków o dodatkowe 2,5 mld zł, albo deficyt będzie przesunięty na następny rok, tak jak to było na przełomie lat 2000/2001. Największą część cięć wydatków stanowią subsydia do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Może to wynikać albo z niższych transferów do funduszy emerytalnych, albo z większego zadłużenia ZUS w systemie bankowym. W obu przypadkach całkowity możliwy wzrost deficytu ekonomicznego finansów publicznych będzie podobny i wyniesie 4,65 mld zł (2,15+2,5), czyli 0,6 proc. PKB. Ponadto należy pamiętać o prawdopodobnym wzroście zobowiązań państwa w przyszłym roku wynikającym z tegorocznych cięć w wysokości 2 mld zł (0,25 proc.). Te informacje potwierdzają nasz szacunek, że cięcia wydatków przez rząd dadzą w rezultacie spadek deficytu ekonomicznego o 0,5-0,6 proc. PKB.

Deficyt budżetowy wzrósł we wrześniu do 21,8 mld zł

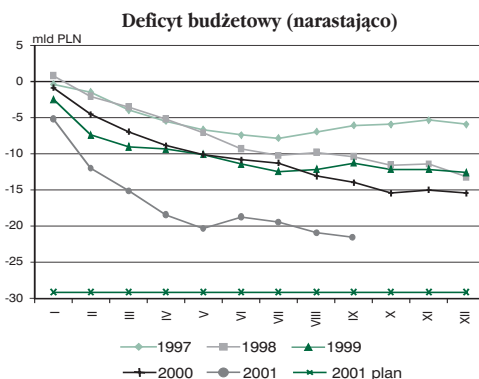
We wrześniu deficyt budżetowy wzrósł do 21,8 mld zł wobec 20,9 mld zł w sierpniu. Po dziewięciu miesiącach zrealizowano 74,9 proc. całorocznego planu (po nowelizacji). Należy jednak pamiętać, że we wrześniu wpłynęło 1 mld zł z tytułu opłat za licencje UMTS, które to nie pojawią się już w kolejnych miesiącach br. Według szacunku Ministerstwa Finansów deficyt budżetowy po październiku wzrośnie do około 24,6 mld zł, czyli 84,4 proc. całorocznego planu, a w listopadzie ma on osiągnąć 96,8 proc. planu. W grudniu może dojść do kolejnej nowelizacji budżetu.

Propozycja podwyżki podatków

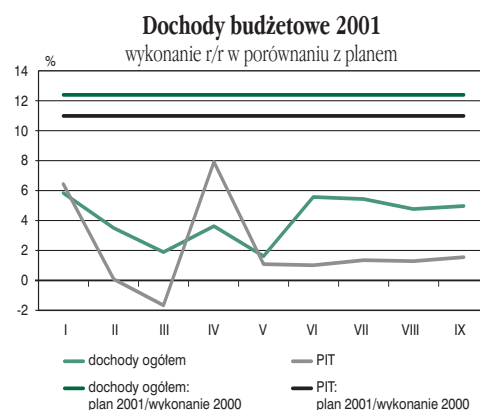
Nowy rząd przedstawił swój projekt zmian ustaw podatkowych. Jego główne założenia to: zamrożenie na dwa lata progów podatkowych, wprowadzenie 20 proc. podatku od dochodów z odsetek od wszystkich aktywów finansowych za wyjątkiem oszczędności w funduszach emerytalnych oraz zniesienie niektórych ulg podatkowych. Cały pakiet ma przynieść w przyszłym roku 4,3 mld zł przychodów do budżetu. Rząd musi się spieszyć, ponieważ ustawy muszą być podpisane i opublikowane do 30 listopada. Projekt ten napotka wiele przeszkód, gdyż przeciwnie są mu wszystkie partie opozycji parlamentarnej, związek zawodowy „Solidarność”, liczne uwagi zgłosiły także koalicyjne PSL (wprowadzenie dodatkowej stawki 50 proc. dla bogatych) i UP (opodatkowanie zysków giełdowych). Ponadto mogą się opóźnić prace w komisji sejmowej. Przed dwoma laty, gdy rządząca koalicja AWS-UW próbowała uchwalić obniżkę podatku dochodowego od osób fizycznych, zostało to skutecznie opóźnione przez posła SLD Macieja Manickiego, który złożył mnóstwo poprawek w rodzaju „zastąpić przecinek średnikiem”. Obecnie opozycja może wykorzystać tę samą sztuczkę, a rządzące SLD-UP-PSL mają teraz mniej czasu niż AWS-UW dwa lata temu. Oczywiście tym razem koalicjantom sprzyja prezydent, a minister finansów to jego były doradca.

Uważamy, że istnieje możliwość nieprzyjęcia pakietu podatkowego Belki w części lub w całości. Jakie wobec tego są warianty alternatywne? Je-

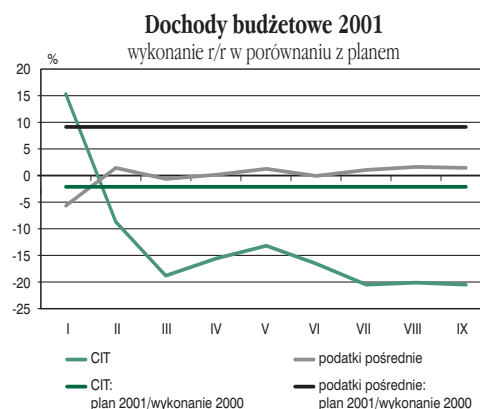
śli opozycja odniesie sukces i przetrzyma projekt w Sejmie tak długo, że termin 30 listopada nie zostanie dotrzymany, to minister finansów będzie jeszcze mógł podnieść stawkę podstawową w podatku VAT z 22 proc. do 24 proc. lub wprowadzić 2-proc. podatek importowy, co da taki sam efekt fiskalny. Empiryczne badania ekonomiczne wskazują, że spośród dostępnych wariantów z „menu podatkowego Belki” wyższa stawka VAT byłaby najmniej szkodliwa dla perspektyw wzrostu polskiej gospodarki w długim okresie.



Źródło: Ministerstwo Finansów



Źródło: Ministerstwo Finansów, obliczenia własne



Źródło: Ministerstwo Finansów, obliczenia własne



Polityka pieniężna i ryzyko recesji

RPP obniżyła wszystkie stopy o 150 pb.

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła 25 października wszystkie stopy procentowe o 150 pb. Stopa interwencyjna (28-dniowych operacji otwartego rynku) spadła do 13,0 proc., stopa redyskonta weksli do 15,5 proc., a stopa lombardowa do 17,0 proc. RPP utrzymała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej, co teoretycznie oznacza, że następna zmiana stóp może być zarówno w dół, jak i w górę. Jednakże biorąc pod uwagę fakt, że RPP obniżyła w tym roku stopy już pięć razy, każdorazowo pozostawiając neutralne nastawienie, uważamy, że w praktyce takie nastawienie Rady oznacza dla rynku, że następna redukcja stóp jest bliska.

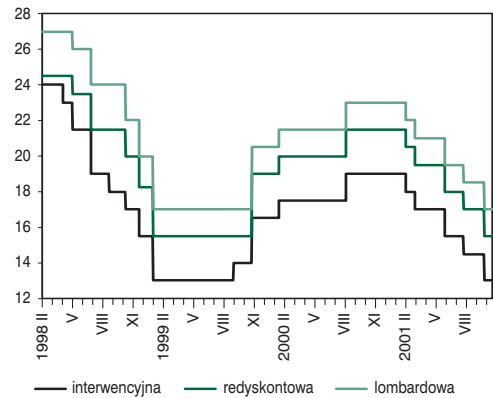
Rynki prawdopodobnie zastanawiają się, dlaczego obniżka wyniosła 150 pb. Sądzimy, że tak jak w kilku przypadkach w przeszłości, konsensus rynkowy wynoszący 150 pb. miał pewien wpływ na decyzję RPP. Z powodu silnych szoków zewnętrznych - ataków terrorystycznych, wojny, wybuchu „paniki wąglikowej”, żaden model ekonomiczny czy ekonometryczny nie odpowie na pytanie, jaka byłaby właściwa reakcja stóp procentowych. Dlatego też decyzja była prawdopodobnie oparta znacznie bardziej na „wewnętrznych przekonaniach” i teorii ekonomii niż na precyzyjnych szacunkach. A w takim przypadku jest po prostu znacznie bezpieczniej dla Rady nie odchodzić się zbyt od konsensusu rynkowego. Jeśli okaże się, że decyzja o pozostawieniu stóp na zbyt wysokim poziomie była błędna, wówczas RPP zawsze będzie mogła bronić się, że wszyscy się mylili (takich argumentów używano już w przeszłości).

Dokąd więc zdążamy? Komunikat RPP ogólnie stwierdza, że nie ma ryzyka dla procesu dezinflacji ze strony popytowej i że również czynniki ze strony podażowej (ceny paliw) zdają się podtrzymywać proces dezinflacji. RPP nawet „zapomniała” wspomnieć o cenach żywności, jej ulubionym czynniku ryzyka strony podażowej. Nie ma zagrożenia dla inflacji ze strony agregatów monetarnych. Jedynym komentarzem o nieco „jastrzębim” zabarwieniu jest uwaga, że inflacja producenta przyspieszyła w ostatnich miesiącach. RPP zauważa też, że „miary inflacji bazowej sugerują, że ostatni spadek inflacji nie był wywołany tylko czynnikami krótkotrwałymi”. RPP również wspomina spadające oczekiwania inflacyjne. Można by od razu zapytać: skoro obraz inflacji jest tak różowy, to dlaczego tylko 150? Naszym zdaniem odpowiedź jest następująca: RPP obecnie mniej obawia się o inflację, ale pozostaje zaniepokojona o skłonność do oszczędzania, co wynika z planu wprowadzenia podatku od dochodów odsetkowych. Dlatego jeśli rząd wycofa się z tego pomysłu oraz podtrzyma obietnicę ograniczenia przyszłorocznych wydatków budżetowych do 183 mld zł i deficytu do 40 mld zł, bez „twórczego budżetowania”, to wówczas kolejna obniżka o 100-150 pb. będzie pewna w tym roku, prawdopodobnie w listopadzie.

Ryzyko recesji sugeruje cięcia stóp w listopadzie

Tak jak tego oczekiwaliśmy, wyniki badania koniunktury GUS potwierdziły rezultaty wcześniejszych badań Instytutu Rozwoju Gospodarczego i wskazały na dalsze spowolnienie gospodarcze. W październiku wskaźnik koniunktury w przemyśle spadł do -18 punktów, przy 13 proc. ankietowanych przedsiębiorstw oczekujących poprawy i 31 proc. wskazujących na dalsze pogorszenie.

Stopy NBP (%)



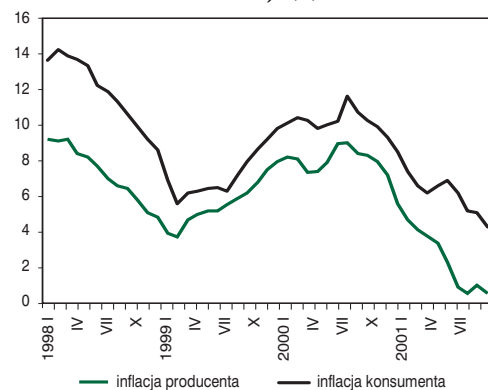
Źródło: NBP

Realna stopa procentowa (na podstawie stopy interwencyjnej)



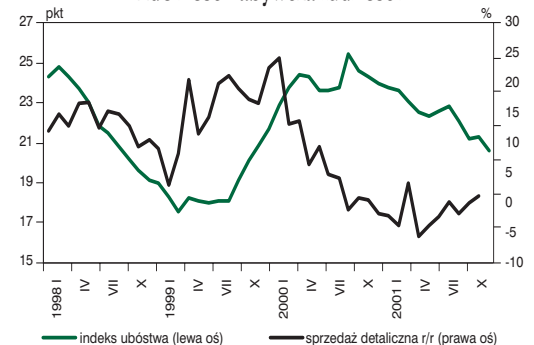
Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne

Inflacja (%)



Źródło: GUS

Zdolność nabywcza ludności



Źródło: GUS, obliczenia własne

Polityka pieniężna i podaż pieniądza

Październikowy wskaźnik koniunktury w przemyśle był na poziomie najniższym dla tego miesiąca w ostatnich siedmiu latach. Firmy donosiły, że w reakcji na malejący popyt kontynuowały ograniczanie bieżącej produkcji i oczekują dalszego zmniejszenia popytu w przyszłości, a oczekiwania te były bardziej pesymistyczne niż we wrześniu. Niestety GUS nie przedstawił żadnej informacji o zamówieniach eksportowych, ale jesteśmy zdania, że wykazywane zmniejszenie popytu odzwierciedla także malejący popyt zewnętrzny.

W budownictwie sytuacja nadal pogarszała się, a wskaźnik koniunktury spadł do -4 pkt, poziomu nie widzianego w październiku przez ostatnie osiem lat. W handlu detalicznym wskaźnik nie zmienił się, ale pozostaje na pesymistycznym poziomie -22 pkt.

Firmy wszystkich trzech sektorów zapowiadały dalsze ograniczanie zatrudnienia, oczekując kontynuacji pogarszania się własnej sytuacji finansowej i w wielu przypadkach oczekując wolniejszego wzrostu, a nawet spadku swoich cen.

Oba badania koniunktury nakreśliły obraz nadchodzącej recesji. Budownictwo już jest w tym stanie, a obecnie sektor przemysłu wydaje się też jej doświadczać. Podkreślamy, że mimo trzech dni roboczych więcej w październiku oba badania wskazują na spadek produkcji przemysłu m/m, a to oznacza, że po spadku o 3,8 proc. r/r we wrześniu produkcja sprzedana przemysłu może spaść o około 6 proc. r/r w październiku.

Przed ostatnim posiedzeniem RPP uważaliśmy za uzasadnioną głębszą obniżkę stóp. Jesteśmy przekonani, że nasza ocena była słuszna i że istnieje potrzeba obniżenia stóp procentowych w listopadzie o następnie 150 pb., nawet jeśli kształt budżetu na przyszły rok nie będzie znany.

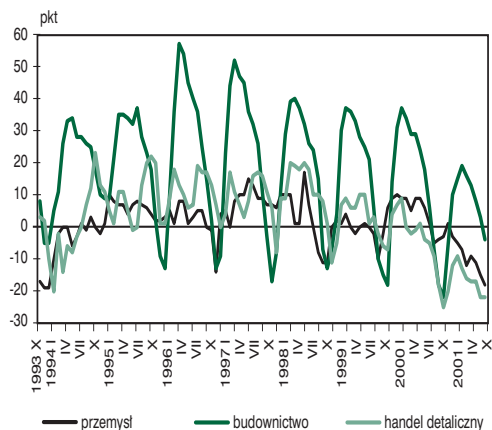
Podaż pieniądza wzrosła we wrześniu realnie o 10 proc. r/r

Podaż pieniądza wzrosła we wrześniu o 0,9 proc. m/m oraz 14,5 proc. r/r, wobec wzrostu o odpowiednio 1,3 proc. i 14,6 proc. miesiąc wcześniej. Oznacza to realnie 10-proc. roczny wzrost. W okresie styczeń-wrzesień podaż pieniądza wzrosła o 9,2 proc. wobec 6,8 proc. wzrostu w analogicznym okresie ubiegłego roku. Dynamika kredytów dla ludności zwolniła do 18,9 proc. r/r z 20,4 proc. r/r w sierpniu, a dynamika depozytów ludności również lekko zmniejszyła się z 19,9 proc. do 19,3 proc. r/r. Szybki wzrost podaży pieniądza jest jedynym argumentem, który może sugerować ostrożne obniżanie stóp procentowych, gdyż może stanowić zagrożenie dla inflacji w sytuacji, gdy z jakichś powodów spadnie popyt na pieniądz, ale w wypadku niskiej inflacji i wysokiego bezrobocia nie przewidujemy takiej ewentualności. Co więcej, w październiku podaż pieniądza rośnie wolniej.

Po dwóch dekadach października: podaż pieniądza zmniejsza się, kredyty przedsiębiorstw nadal spadają

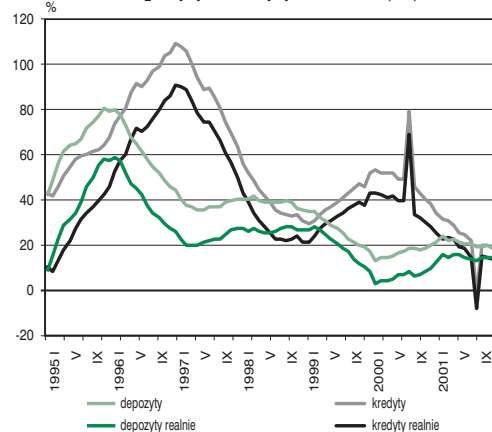
Dane o podaży pieniądza po dwóch dekadach października wciąż potwierdzają nasz pogląd, że aktywność gospodarcza w czwartym kwartale nie zanotuje zauważalnego odbicia. W pierwszych 20 dniach października kredyty dla przedsiębiorstw kontynuowały spadek. Można by argumentować, że firmy obniżyły swoje lewarowanie wobec oczekiwanej głębokiej obniżki stóp procentowych 25 października i musimy poczekać, aż będą dostępne pełne miesięczne dane, by przetestować tę hipotezę. Zauważamy również, że depozyty gospodarstw domowych pozostają bardzo zmienne i tej kategorii należy się uważnie przyglądać, gdyż obecnie wydaje się ona głównym przedmiotem troski RPP. Tak jak oczekiwaliśmy, po gwałtownym wzroście zadłużenia netto sektora budżetowego w pierwszej dekadzie października, w drugiej dekadzie spadło ono o 8 mld zł, głównie dzięki 3,7 mld zł dochodów ze sprzedaży TP SA.

Wskaźniki koniunktury



Źródło: GUS

Depozyty i kredyty ludności (r/r)



Źródło: NBP, obliczenia własne



Spadek zatrudnienia przyspiesza, wynagrodzenia umiarkowanie wzrosły

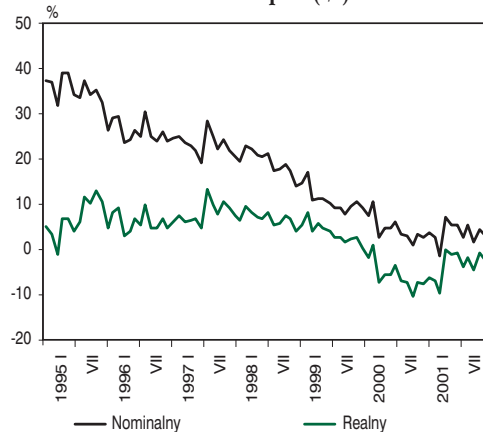
Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu sezonowo wzrosło o 1,1 proc. m/m, jednak dynamika roczna zwołała do 6,2 proc. z 6,8 proc. w sierpniu. Przy oczekiwanej inflacji 4,6 proc. oznacza to, że realna płaca we wrześniu była wyższa o 1,6 proc. niż przed rokiem. Jednakże w tym samym czasie zatrudnienie w przedsiębiorstwach nadal spadało, a spadek ten nawet przyspieszył z 3 proc. r/r średnio w trzech kwartałach 2001 do 4 proc. we wrześniu. Stąd realna dynamika funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i średniej płacy) pozostaje ujemna mimo gwałtownie malejącej inflacji, co nie wspiera ożywienia gospodarczego. Obawiamy się tego przyspieszenia spadku zatrudnienia, które może oznaczać, że na ożywienie gospodarcze należy jeszcze poczekać.

Wykres obok ilustruje tę kwestię. W okresie 1995-1999 roczna dynamika funduszu płac była dodatnia, co wspierało popyt wewnętrzny. W roku 2000 kontynuacja spadku zatrudnienia wraz z niespodzianką inflacyjną doprowadziły do znacznej erozji funduszu płac, co niewątpliwie było jednym z kluczowych czynników powodujących obecne spowolnienie gospodarcze. Z kolei w roku 2001 mimo gwałtownego spadku inflacji realny fundusz płac spadał, głównie z powodu kontynuacji, a nawet przyspieszenia tempa spadku zatrudnienia. Proces ten prawdopodobnie będzie trwał jeszcze przez jakiś czas, jako że pewne dowody wskazują, iż małe i średnie przedsiębiorstwa produkujące na rzecz firm motoryzacyjnych mogą być zmuszone do zaprzestania działalności w przyszłym roku. Stąd wydaje się, że presja inflacyjna ze strony wynagrodzeń jest niska. Należy jednak pamiętać, że w tym samym czasie wzrosła znacznie siła nabywcza emerytów, a realne emerytury wzrosną w bieżącym roku o niemal 5 proc. r/r. Uważa się, że ta grupa charakteryzuje się wysoką skłonnością do konsumpcji i stąd należy oczekiwać, że konsumpcja indywidualna grupy około 9,5 mln ludzi wzrośnie i częściowo zrekompensuje odwrotne efekty niższego funduszu płac przedsiębiorstw.

Rynek pracy nie będzie stwarzał zagrożeń dla procesu obniżania inflacji w przyszłym roku

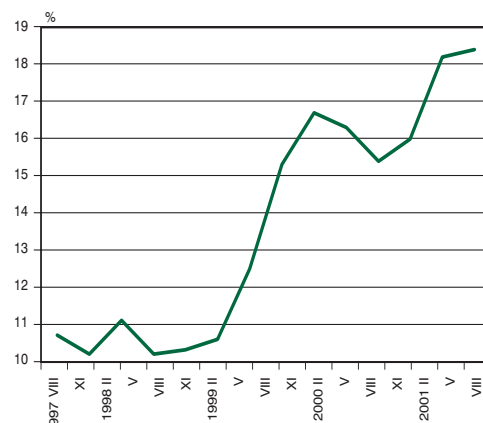
Wydaje się, że ostatnie spowolnienie tempa wzrostu płac nominalnych, połączone ze wzrostem bezrobocia, kurczeniem się liczby miejsc pracy i najniższą w historii polskiej transformacji inflacją będzie miało następujący skutek. Wiele kontraktów płacowych zawieranych w końcu roku na następny rok będzie przewidywało niski lub wręcz zerowy wzrost w przyszłym roku. Wobec oczekiwanego dalszego spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, fundusz płac prawdopodobnie prawie nie wzrośnie w ujęciu nominalnym i z pewnością spadnie w ujęciu realnym. Dochody do dyspozycji obniżą się jeszcze bardziej na skutek podwyżki podatku PIT i podatku od odsetek z lokat bankowych. A zatem wydaje się, że popyt konsumpcyjny pozostanie mocno ograniczony, nawet jeżeli nastąpi pewien wzrost popytu na kredyt ze strony gospodarstw domowych. W takiej sytuacji nawet jeżeli wystąpią negatywne szoki podażowe (wzrost cen paliw) lub deprecjacja złotego, jest raczej mało prawdopodobne, aby prowadziło to do wzrostu oczekiwań inflacyjnych i przełożyło się na silny wzrost inflacji bazowej.

Fundusz płac (r/r)



Źródło: GUS, obliczenia własne

Stopa bezrobocia wg BAEL



Źródło: GUS, obliczenia własne

Dane makroekonomiczne z minionego miesiąca nie pozostawiają cienia wątpliwości, że gospodarka amerykańska znalazła się na progu recesji. PKB Stanów Zjednoczonych w trzecim kwartale br. spadło o 0,4 proc. kw/kw po wzroście o 0,3 proc. w kwartale poprzednim. Jest to pierwszy spadek PKB od ponad 8 lat. Produkcja przemysłowa w USA obniżyła się we wrześniu o 1,0 proc. m/m i był to dwunasty z rzędu miesiąc spadku. Wykorzystanie mocy produkcyjnych zmniejszyło się do 75,5 proc. z 76,4 proc. miesiąc wcześniej i był to poziom najniższy od czerwca 1983.

Dramatycznie pogarszają się nastroje konsumentów i indeksy koniunktury. Indeks zaufania konsumentów spadł do 85,5 pkt. w październiku i znalazł się na poziomie najniższym od lutego 1994 r. Wydatki konsumentów zmniejszyły się we wrześniu aż o 1,8 proc. m/m i był to największy spadek od 14 lat. Nie ulega wątpliwości, że na spadek zaufania konsumentów ma wpływ pogarszająca się sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia wzrosła w październiku o pół punktu procentowego do 5,4 proc. – najwyższego poziomu od prawie pięciu lat. NAPM obniżył się do 39,8 pkt – najniższego poziomu od lutego 1991 – co wskazuje na dalsze kurczenie się produkcji przemysłowej, a indeks wskaźników wyprzedzających w USA wykazał się spadkiem największym od stycznia 1996 roku.

Ryzyko dalszego słabnięcia gospodarki USA skłoniło Fed do trzeciej od czasu wrześniowych ataków obniżki stóp procentowych o pół punktu procentowego do 2,00 proc. – najniższego poziomu od 1961 roku. Fed zapowiedział też, że jest gotowy dalej redukować koszty pieniądza. Listopadowa obniżka była dziesiątą obniżką stóp w tym roku.

Również w czwartym kwartale gospodarkę USA czekają trudne czasy z ujemną dynamiką PKB łącznie, a długość i głębokość recesji jest obecnie trudna do przewidzenia, choć większość analityków oczekuje pewnego ożywienia począwszy od drugiego kwartału 2002.

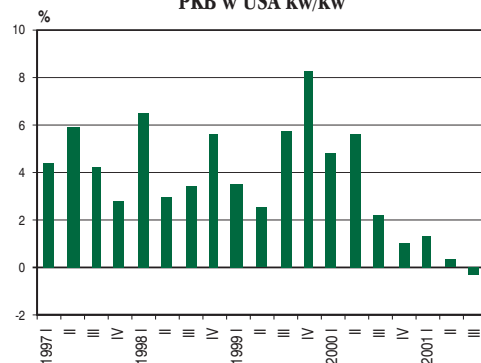
Kłopoty gospodarcze nie omijają również strefy euro. Indeksy PMI obliczane przez agencję Reuters dla gospodarek europejskich testowały w październiku historyczne minima. Indeks Ifo spadł we wrześniu do najniższego od 8 lat poziomu 85,0 pkt. Nastroje pogarszają się również wśród przedsiębiorców francuskich i włoskich (wskaźnik optymizmu odnotował największy spadek od blisko 40 lat).

Zarówno USA, jak i strefa euro nie są zagrożone wystąpieniem presji inflacyjnej. Spowolnienie gospodarcze i prognozy wskazujące na zmniejszenie popytu na ropę pchają ceny tego surowca w dół, co jednak może w najbliższym czasie spowodować, że państwa OPEC zdecydują o redukcji wydobycia ropy.

W reakcji na drastyczne pogorszenie koniunktury EBC obniżył stopy procentowe o 50 pb. we wrześniu i o kolejne 50 pb. na początku listopada, choć w międzyczasie EBC zademonstrował swoją niezależność, opóźniając obniżkę po naciskach polityków.

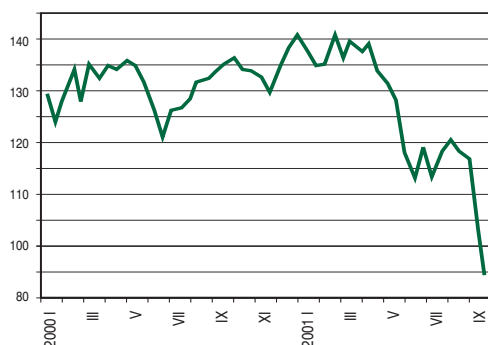
Politycy, Komisja Europejska, OECD itp. rewidują w dół prognozy wzrostu gospodarczego. Np. analitycy EIU oczekują, że PKB w USA w tym roku wzrośnie zaledwie o 1,1 proc. a w roku przyszłym o 1,4 proc. Rząd niemiecki zrewidował w dół prognozę wzrostu PKB na 2001 r. do 0,75 proc. i na 2002 r. do 1,25 proc. Niewykluczone, że wkrótce będą miały miejsce kolejne rewizje obniżające oczekiwane tempo wzrostu.

PKB w USA kw/kw



Źródło: Reuters

Indeks zaufania konsumentów do gospodarki USA



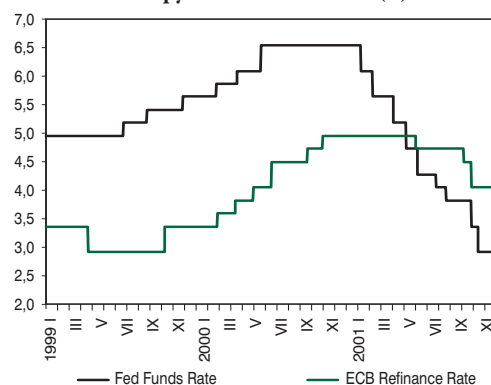
Źródło: Reuters

EMU: indeks PMI



Źródło: Reuters

Stopy w USA i strefie euro (%)



Źródło: FED, ECB



Kalendarz makroekonomiczny listopad / grudzień 2001					
Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek	
5 listopada POL: Ceny żywności (II poł. X) EUR: Inflacja ustępna (X)	6 GER: Bezrobocie (X) EUR: Bezrobocie (IX) EUR: Ceny producenta (IX) EUR: Wskaźniki koniunktury (X) USA: Posiedzenie Fed	7 POL: Koniunktura w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym (X) POL: Wybrane pozycje bilansu NBP (X) POL: Oficjalne aktywa rezerwowe (X) GER: Zamówienia w przemyśle (IX) EUR: Sprzedaż detaliczna (VIII)	8 GER: Produkcja przemysłowa (IX) EUR: PKB (II kw.) EUR: Posiedzenie ECB	9 USA: Ceny producenta (X)	
12	13 GER: Rachunek bieżący (IX) GER: Bilans handlowy (IX) FRA: Inflacja ustępna (X)	14 POL: Podaż pieniądza (X) USA: Sprzedaż detaliczna (X)	15 POL: Inflacja (X) POL: Budżet państwa (X) FRA: Produkcja przemysłowa (IX) ITA: Produkcja przemysłowa (IX) ITA: PKB (III kw.)	16 POL: Plac i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (X) ITA: Inflacja (X) EUR: Inflacja (X) USA: Inflacja (X) USA: Produkcja przemysłowa (X)	
19 POL: Produkcja przemysłowa (X) POL: Ceny producenta (X) EUR: Produkcja przemysłowa (IX)	20 POL: Bezrobocie (X) USA: Handel zagraniczny (IX)	21 GER: Nastroje w biznesie IFO (X)	22 FRA: Inflacja (X) EUR: Posiedzenie ECB	23 POL: Ceny żywności (I poł. XI) FRA: PKB (III kw.)	
26	27 POL: Posiedzenie RPP GER: PKB (III kw.)	28 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) EUR: Podaż pieniądza (X) EUR: Handel zagraniczny (IX)	29 ITA: Inflacja ustępna (XI) USA: Zamówienia na dobra trwałego użytku (X)	30 POL: Bilans płatniczy (X) POL: Handel zagraniczny wg płatności (X) FRA: Bezrobocie (X) FRA: Ceny producenta (X) ITA: Ceny producenta (X) EUR: PKB (III kw.)	
3 grudnia	4 POL: Ceny żywności (II poł. XI) EUR: Wskaźniki koniunktury (XI) EUR: Bezrobocie (X) EUR: Ceny producenta (X) EUR: Sprzedaż detaliczna (IX)	5 POL: Koniunktura w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym (XI) GER: Bezrobocie (XI)	6 GER: Zamówienia w przemyśle (X) EUR: Posiedzenie ECB	7 POL: Wybrane pozycje bilansu NBP (XI) POL: Oficjalne aktywa rezerwowe (XI) GER: Produkcja przemysłowa (X) USA: Bezrobocie (XI)	

Spojrzenie na gospodarkę

Kategoria	jednostka	listopad	grudzień	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec	sierpień	wrzesień	październik
CENY													
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (r/r)	%	9,3	8,5	7,4	6,6	6,2	6,6	6,9	6,2	5,2	5,1	4,3	-
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (m/m)	%	0,4	0,2	0,8	0,1	0,5	0,8	1,1	-0,1	-0,3	-0,3	0,3	-
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (r/r)	%	7,2	5,6	4,7	4,1	3,8	3,4	2,3	0,9	0,6	1,0*	0,6	-
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (m/m)	%	0,0	-0,9	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,3	0,8*	0,4	-
Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej (r/r)	%	7,6	6,9	6,8	6,5	5,7	5,0	4,5	3,8	3,6	3,4*	3,2	-
Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej (m/m)	%	0,4	0,2	0,4	0,4	0,1	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2*	0,1	-
Kurs USD/PLN (r/r)	%	7,2	3,5	0,2	-1,0	-0,7	-5,1	-11,5	-9,7	-3,2	-2,6	-6,0	-10,9
Kurs USD/PLN (m/m)	%	-1,6	-5,4	-4,7	-0,4	-0,8	-1,0	-0,9	-0,3	5,4	1,4	-0,6	-2,0
Kurs EUR/PLN (r/r)	%	-11,2	-8,1	-7,1	-7,7	-6,5	-10,3	-14,5	-18,8	-11,5	-3,2	-1,8	-5,7
Kurs EUR/PLN (m/m)	%	-1,7	-0,6	-0,4	-2,5	-2,0	-2,8	-2,9	-2,8	6,2	6,2	0,6	-2,7
Wynagrodzenie realne brutto w sektorze przedsiębiorstw (r/r)	%	0,8	-1,9	2,4	1,1	1,6	-1,3	1,8	-1,3	2,7	1,7	1,8	-
SFERA REALNA													
Produkt krajowy brutto (r/r)	%	-	2,4	-	-	2,3	-	-	0,9	-	-	-	-
Produkcja przemysłu (r/r)	%	4,7	-2,2	10,1	0,1	2,9	3,6	-0,9	-4,8	0,9	0,4	-3,8	-
Produkcja przemysłu (m/m)	%	-3,1	-1,4	-8,9	-2,5	14,7	-7,8	3,1	-2,8	-1,4	5,6	0,6	-
Produkcja budowlano-montażowa (r/r)	%	-1,1	-6,9	-9,7	-9,1	-8,2	-10,8	-11,7	-10,0	-10,3	-13,9	-11,0	-
Produkcja budowlano-montażowa (m/m)	%	-17,6	40,3	-59,3	7,4	18,6	-2,9	15,5	13,8	-4,9	2,8	10,7	-
Sprzedaż detaliczna towarów ^a (r/r)	%	5,8	3,2	10,9	-0,2	0,1	1,9	4,3	0,2	1,5	3,0	1,3	-
Sprzedaż detaliczna towarów ^a (m/m)	%	-3,4	20,8	-27,6	-1,7	17,5	4,0	1,7	-1,3	0,5	2,9	-2,4	-
Eksport w ujęciu celnym (r/r)	%	24,0	18,6	29,9	13,5*	17,9	9,4	6,2*	-2,1*	-1,4*	5,5	-	-
Eksport w ujęciu celnym (m/m)	%	-3,6	-8,5	1,1	-0,5	9,6	-13,5	1,1*	-3,0*	1,4*	3,7	-	-
Import w ujęciu celnym (r/r)	%	3,7	3,7	14,5	-3,1	2,8	0,9	-12,0*	-10,1*	-2,7*	-0,7	-	-
Import w ujęciu celnym (m/m)	%	-7,0	-2,9	-11,0	-4,2	16,1	-9,8	1,6	-4,2*	7,1*	-4,2	-	-
RYNEK PRACY													
Liczba bezrobotnych	tys.	2 613	2 703	2 836	2 877	2 899	2 878	2 841	2 849	2 872	2 893	2 920	-
Stopa bezrobocia	%	14,5	15,1	15,7	15,9	16,1	16,0	15,9	15,9	16,0	16,2	16,3	-
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	tys.	5 247	5 199	5 184	5 189	5 170	5 156	5 135	5 121	5 097	5 074	5 060	-
Przeciętne wynagrodzenie brutto	PLN	2 160	2 350	2 069	2 075	2 149	2 176	2 163	2 148	2 199	2 192	2 218	-
Nominalny wzrost wynagrodzeń brutto (r/r)	%	10,2	6,4	9,9	7,7	7,9	5,2	8,8	4,9	8,0	6,9	6,2	-
BUDŻET PAŃSTWA													
Dochody budżetowe	mld PLN	123,0	135,7	11,6	21,0	31,6	42,4	52,6	67,8	78,9	90,3	102,8	-
Wydatki budżetowe	mld PLN	137,9	151,1	16,7	32,9	46,7	60,8	73,0	86,5	98,3	111,3	124,6	-
Wynik budżetu państwa	mld PLN	-14,9	-15,4	-5,1	-12,0	-15,1	-18,4	-20,4	-18,7	-19,4	-21,0	-21,8	-
Zadłużenie krajowe budżetu państwa	mld PLN	-	146,0	-	-	155,0	-	-	160,3	-	-	-	-
Zadłużenie zagraniczne budżetu państwa	mld PLN	-	120,8	-	-	118,2	-	-	111,2	-	-	-	-



Kategoria	jednostka	listopad	grudzień	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec	sierpień	wrzesień	październik
BILANS PŁATNICZY													
Rachunek bieżący	mln USD	-420	-816	-956	-463	-751	-520	-737	-948	-285	-355*	-360	-
Saldo handlu zagranicznego w ujęciu płatniczym	mln USD	-861	-1 038	-1 516	-724	-908	-710	-1 166	-902	-825	-1 019*	-946	-
Eksport	mln USD	2 652	2 759	2 430	2 392	2 614	2 559	2 472	2 477	2 557	2 617*	2 276	-
Import	mln USD	3 513	3 797	3 946	3 116	3 522	3 269	3 638	3 379	3 382	3 636*	3 222	-
Saldo usług	mln USD	-105	-155	-118	-86	-83	-62	-68	-64	-95	-60*	-24	-
Niesklasyfikowane obroty bieżące	mln USD	295	340	248	243	239	385	315	274	451	478	439	-
Rachunek kapitałowy i finansowy	mln USD	528	351	1 359	964	-33	-143	525	636	574	318*	314	-
Inwestycje bezpośrednie	mln USD	537	570	486	383	343	535	321	604	447	358*	518	-
Inwestycje portfelowe	mln USD	504	135	788	699	891	-177	-471	-304	70	142*	242	-
PODAŻ PIENIĄDZA													
Podaż pieniądza	mld PLN	291	294	293	296	301	303	305	308	315	319*	321	-
Podaż pieniądza (r/r)	%	14,4	11,8	14,6	14,6	14,9	14,0	13,5	8,0	13,5	14,6	14,5	-
Podaż pieniądza (m/m)	%	1,3	1,1	-0,6	1,0	1,9	0,6	0,7	0,8	2,3	1,3*	0,9	-
Depozyty ogółem (r/r)	%	17,0	15,5	17,5	17,1	16,8	16,1	15,5	9,1	15,4	16,3	15,8	-
Depozyty ogółem (m/m)	%	1,7	1,1	0,1	0,9	1,7	0,4	1,0	0,5	2,5	1,3	0,6	-
Kredyty dla osób fizycznych (r/r)	%	34,8	31,7	31,3	29,4	25,7	25,1	22,1	-1,3	20,3	20,4*	18,9	-
Kredyty dla osób fizycznych (m/m)	%	1,2	2,1	0,2	-0,3	0,4	1,1	1,3	1,2	3,6	2,5	1,7	-
Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r)	%	14,0	13,5	12,2	12,0	11,7	9,5	8,4	7,1	9,2	9,2*	8,5	-
Kredyty dla przedsiębiorstw (m/m)	%	0,4	-1,9	1,2	0,9	0,6	0,0	-0,4	0,9	2,1	1,4*	1,7	-
WSKAŹNIKI FINANSOWE													
Średnie odchylenie od parytetu	%	-2,4	-5,0	-7,4	-8,8	-10,1	-11,8	-13,7	-15,0	-9,9	-6,6	-6,5	-8,6
Średni kurs USD	PLN	4,5606	4,3143	4,1108	4,0925	4,0599	4,0175	3,9807	3,9705	4,1859	4,2459	4,2185	4,1332
Średni kurs EUR	PLN	3,9035	3,8802	3,8648	3,7689	3,6952	3,5904	3,4856	3,3894	3,5998	3,8218	3,8450	3,7425
Średni kurs DEM	PLN	1,9958	1,9839	1,9761	1,9270	1,8893	1,8357	1,7822	1,7330	1,8405	1,9541	1,9659	1,9135
Średnia stawka WIBOR T/N	%	20,07	19,50	19,73	19,82	19,33	18,56	17,91	17,78	15,99	17,19	15,96	17,65
WIBOR 1M	%	19,65	19,83	19,44	19,33	18,36	17,45	17,50	17,38	16,11	15,73	14,99	14,81
WIBOR 3M	%	19,75	19,67	18,97	18,61	18,01	17,17	17,22	16,88	16,01	15,35	14,74	14,01
Średnia rentowność bonów skarbowych 3M	%	17,44	17,60	17,12	17,29	17,20	16,44	16,24	16,12	15,26	14,23	13,81	13,06
Średnia rentowność bonów skarbowych 6M	%	17,78	17,84	17,43	17,09	17,16	16,36	16,21	16,03	15,29	14,38	13,93	12,89
Średnia rentowność bonów skarbowych 9M	%	17,97	17,91	17,40	17,15	17,01	16,11	15,84	15,81	15,32	14,65	14,02	12,83
Średnia rentowność bonów skarbowych 12M	%	18,31	18,01	17,23	16,97	16,85	15,80	15,67	15,61	15,38	14,61	14,01	12,67
Średnia rentowność obligacji skarbowych 2L	%	18,23	17,20	15,68	15,48	15,60	14,59	14,92	15,22	15,13	14,40	13,57	11,36
Średnia rentowność obligacji skarbowych 5L	%	15,10	13,93	13,08	12,92	13,33	13,47	13,38	13,29	13,85	13,50	12,92	11,37
Średnia rentowność obligacji skarbowych 10L	%	13,06	11,50	10,44	10,23	10,68	10,61	11,30	11,74	11,87	11,97	11,57	10,35
PARAMETRY POLITYKI PIENIĘŻNEJ													
Stopa interwencyjna	%	19,0	19,0	19,0	19,0	17,0	17,0	17,0	15,5	15,5	14,5	14,5	13,0
Stopa redyskontowa	%	21,5	21,5	21,5	21,5	19,5	19,5	19,5	18,0	18,0	17,0	17,0	15,5
Stopa lombardowa	%	23,0	23,0	23,0	23,0	21,0	21,0	21,0	19,5	19,5	18,5	18,5	17,0

* dane skorygowane,

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



Bank Zachodni WBK S.A.

PION SKARBU I OPERACJI ZAGRANICZNYCH

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach otrzymanych do 8.11.2001, zostało przygotowane przez:

WYDZIAŁ ANALIZ EKONOMICZNYCH

Krzysztof Rybiński – Główny Ekonomista Banku

tel. 0 22 653 46 63

e-mail: krzysztof.rybinski@bzwbk.pl

Barbara Kołcio – Analityk, tel. 0 71 370 26 27

Aleksander Krzyżaniak – Analityk, tel. 0 61 856 55 80

Sławomir Nosal – Analityk, tel. 0 61 856 55 67

fax: 0 61 856 55 65

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

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

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Paul Polaczek – 0 61 856 55 73

Poznań

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

Piotr Kinastowski

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

Juliusz Szymański 0 61 856 58 25

Grzegorz Głowacki 0 61 856 58 25

Katarzyna Kamińska 0 61 856 58 25

Marzenna Urbańska 0 61 856 58 25

Waldemar Polowczyk 0 61 856 58 14

Robert Król 0 61 856 58 14

Zbigniew Mańke 0 61 856 58 14

Hanna Nowak 0 61 856 58 14

Adam Wandzilak 0 61 856 58 14

Warszawa

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

Maciej Jędrzejak 0 22 653 46 70

Jarosław Górski 0 22 653 46 57

Tomasz Dziedzic 0 22 653 46 67

Wrocław

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

Krzysztof Pietrkiewicz

tel. 0 71 370 26 63, fax 0 71 370 26 22

Maciej Błęcki 0 71 370 26 63

Rafał Czyż 0 71 370 25 25

Jerzy Rybczak 0 71 370 24 26

Aleksandra Skiba 0 71 370 24 86

Anna Tarnacka 0 71 370 26 24

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

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