

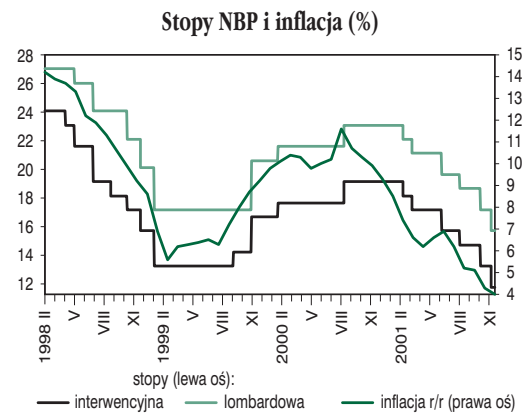
Gospodarka Polski – Rynki Finansowe

Grudzień 2001

nr 29

Główne tendencje w gospodarce

- Wydarzeniem miesiąca w listopadzie było zaprezentowanie projektu budżetu autorstwa Marka Belki. Projekt ten wydaje się małym krokiem we właściwym kierunku, czyli proponuje pewną racjonalizację wydatków budżetowych, szczególnie wydatków socjalnych. Niestety zakłada on znaczny wzrost obciążeń podatkowych, co może utrudnić ożywienie gospodarcze i przyczynić się do dalszego wzrostu bezrobocia. Krytycy budżetu, w tym Rada Polityki Pieniężnej, zapewne mają rację, twierdząc, że należało proponować głębsze i trwałe ograniczenie wydatków socjalnych i kosztów funkcjonowania administracji publicznej, jednak powstaje pytanie, czy taki budżet byłby akceptowalny przez zaplecze polityczne rządu i przez społeczeństwo. Już pierwszego dnia debaty budżetowej pod siedzibę Sejmu udały się pielęgniarki (zamrożenie płac), strajkują studenci (niższe dopłaty do przejazdów kolejowych), protest zapowiadają nauczyciele (zamrożenie Karty nauczyciela) i związki zawodowe (ograniczenie zasiłków przedemerytalnych). Posłowie SLD i PSL zapowiadają „rozmięczenie” budżetu w trakcie prac parlamentarnych. Należy pamiętać, że budżet na przyszły rok musi być przyjęty wraz z 18 ustawami okołobudżetowymi, bez uchwalenia tych ustaw oszczędności w wydatkach budżetu, głównie na cele socjalne, nie zostaną zrealizowane.
- Grudzień rozpoczął się od gwałtownych ataków polityków rządzącej koalicji na Radę Polityki Pieniężnej. Konflikt, który narastał od dwóch miesięcy, zaognia się pomimo znaczących obniżek stóp procentowych. U podstaw tego konfliktu leży brak cierpliwości polityków, którzy nie rozumieją, że od momentu obniżki stóp procentowych do znaczącego ożywienia w gospodarce musi upłynąć kilka kwartałów, a zatem już w połowie przyszłego roku, o ile tylko nie doświadczymy globalnej recesji, koniunktura gospodarcza w Polsce powinna się poprawić. Jednak dla wielu polityków to za późno, politycy chcą odczuwalnego ożywienia gospodarczego natychmiast, jeszcze przed wyborami samorządowymi planowanymi na wiosnę. Jest to możliwe, jednak obniżenie stóp procentowych do takiego poziomu, żeby ożywienie przyszło razem z pierwszymi przebieśnieniami, skutkowałoby silnym wzrostem inflacji i deficytu obrotów bieżących już w przyszłym roku i możliwym kryzysem finansowym w 2003 r.
- Jak długo złoty pozostanie mocny? To pytanie nurtuje wszystkich. Wydaje się, że kombinacja kilku negatywnych czynników może doprowadzić do znacznego osłabienia złotego rzędu 10-20 proc. Te czynniki to: spadek eksportu, atak na RPP, „rozmięczenie” budżetu Belki przez parlament i czynniki zewnętrzne, jak np. eskalacja kryzysu w Argentynie. Oczywiście nie wszystkie czynniki ryzyka muszą się zmaterializować i nie wszystkie jednocześnie, ale wydaje się, że w najbliższych tygodniach złoty powinien słabnąć.



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 skarbowych	7
Budżet państwa	8-11
Polityka pieniężna	12
Co słychać w banku centralnym	13-15
Przegląd międzynarodowy	16
Kalendarz makroekonomiczny	17
Spojrzenie na gospodarkę	18-19
Kontakty w Pionie Skarbu i Operacji Zagranicznych	20

Nie będzie znaczącego ożywienia gospodarczego w IV kwartale bieżącego roku. Pomimo większej niż wskazywały badania koniunktury produkcji przemysłowej i zapewne jednorazowego silnego wzrostu eksportu, przedsiębiorstwa cały czas zwalniają pracowników, oczekują spadku zarówno produkcji krajowej, jak i na eksport, i planują dalsze zwolnienia. Dodatkowo pomimo dwóch cięć stóp procentowych w październiku i listopadzie, w sumie o trzy punkty procentowe, złoty pozostaje mocny, ignorując zamieszanie polityczne związane z konfliktami w koalicji rządzącej i atakiem na bank centralny. Mocny złoty w połączeniu z możliwą recesją w Niemczech, będących odbiorcą 35 proc. naszego eksportu, i rosnącą bazą statystyczną w IV kwartale ub.r., może doprowadzić do spadku eksportu w najbliższych miesiącach. Wówczas w połączeniu z rosnącym ryzykiem zewnętrznym (bankructwo Argentyny) i wewnętrznym (atak na Radę Polityki Pieniężnej, „poprawianie” budżetu w Sejmie) może pojawić się presja na osłabienie złotego. Ponadto wydaje się, że celem ataku na RPP nie jest wymuszenie obniżki stóp procentowych, ale właśnie osłabienie złotego. I jeżeli złoty osłabłby trwale o 15-20 proc., wówczas presja na obniżki stóp procentowych ze strony polityków by zelżała lub wręcz znikła. Silna deprecjacja rozwiązuje wiele problemów rządu Leszka Millera. Po pierwsze, daje wysokie dochody z VAT (2/3 VAT pobiera się na granicy), tworzy więc miejsce na mniej bolesną naprawę finansów publicznych. Po drugie, PSL odejście wówczas od pomysłu wprowadzenia podatku importowego, co jest cały czas kością niezgody w koalicji, gdyż deprecjacja działa jak podatek importowy, czyli podraża dobra importowane. Eksporterzy nie tracą konkurencyjności, co prawda płacą więcej za komponenty z importu, ale uzyskują też więcej w eksporcie. Wielkim przegranym jest inflacja, ale wydaje się, że dla polityków inflacja jest rezydualna, tzn. przede wszystkim ma być wzrost gospodarczy i spadek bezrobocia, a czy inflacja będzie na poziomie 4 proc., 8 proc. czy 10 proc. nie ma to dla polityków znaczenia.

Taka polityka jest jednak nie do zaakceptowania dla Rady Polityki Pieniężnej, która jest konstytucyjnie odpowiedzialna za stabilność cen i słusznie uważa, że niska inflacja sprzyja wzrostowi gospodarczemu w długim okresie (co politycy sądzą o długim okresie, to wszyscy wiemy). Jednak wydaje się, że jedynym „bezkrywawym” wyjściem z obecnego konfliktu między rządem a bankiem centralnym jest właśnie silna deprecjacja złotego. Wówczas RPP zachowuje twarz i niezależność i może ustalać stopy procentowe zgodnie z najlepszą wiedzą i praktyką, a nie według grafika ustalonego przez polityków. Zmiana ustawy o NBP nie ma miejsca, a PSL odchodzi na dobre od pomysłu podatku importowego, co sprzyja atmosferze negocjacji z Komisją Europejską. Kosztem tego rozwiązania jest pewny wzrost inflacji w 2002 r. z powodu wyższych cen w imporcie, który jednak nie powinien być znaczny z powodu ciągle niskiego popytu, i przy odrobinie szczęścia inflacja zmieści się w celu RPP. W 2003 r., na skutek ożywienia gospodarczego i przyspieszenia napływu inwestycji bezpośrednich, złoty powinien się realnie umacniać i umożliwić osiągnięcie średniookresowego celu inflacyjnego poniżej 4 proc. w grudniu 2003.

Śpieszymy wyjaśnić, że jest nam jak najbardziej obca metoda ożywiania wzrostu gospodarczego i generowania dochodów budżetowych przez dewaluację złotego. Jednak jeżeli do wyboru mamy dwa możliwe scenariusze, jeden zapisany powyżej i drugi, w którym skład osobowy RPP powiększa się o 3 lub 6 osób w celu wymuszenia głębokich obniżek stóp procentowych i w którym wprowadza się podatek importowy, to uważamy, że należy wybrać mniejsze zło. Oczywiście o poziomie kursu walutowego decyduje przede wszystkim rynek. Jednak naszym zdaniem rynek walutowy prędzej czy później zda sobie sprawę, że polska gospodarka potrzebuje słabszego złotego albo wejdzie na ścieżkę, która prowadzi do wypadnięcia Polski z pierwszej grupy krajów przyjmowanych do UE w latach 2004-5.

Tab. 1. Wskaźniki inflacji

	06 2001	07 2001	08 2001	09 2001	10 2001	11 2001 P
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (m/m, %)	-0,1	-0,3	-0,3	0,3	0,4	0,3
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (r/r, %)	6,2	5,2	5,1	4,3	4,0	3,9
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (m/m, %)	-0,4	0,3	0,8	0,5	-0,4	-0,2
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (r/r, %)	0,9	0,6	1,0	0,7	-0,3	-0,5

Tab. 2. Wskaźniki aktywności

	05 2001	06 2001	07 2001	08 2001	09 2001	10 2001
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (m/m, %)	1,7	-1,3	0,5	2,9	-2,4	6,0
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (r/r, %)	4,3	0,2	1,5	3,0	1,3	5,8
Kredyty dla ludności (r/r, %)	22,1	-1,3	20,3	20,4	18,7*	16,5
Produkcja przemysłu (m/m, %)	3,1	-2,8	-1,4	5,6	0,6	7,7
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-0,9	-4,8	0,9	0,4	-3,8	1,4
Eksport, ceny bieżące (wg płatności, r/r, %)	2,7	3,3	3,2	15,3	-5,6*	13,1
Import, ceny bieżące (wg płatności, r/r, %)	9,9	-1,7	-3,8	1,1	-6,5*	10,6
Saldo obrotów towarowych (wg NBP, mld USD)	-1166	-902	-826	-1019	-889*	-1107
Saldo budżetu państwa (mld PLN)	-20,4	-18,7	-19,4	-21,0	-21,8	-24,6

Tab. 3. Gospodarka Polska

	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	9,0
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	5,5
Inflacja (koniec roku, %)	13,2	8,6	9,8	8,5	4,1
Stopa bezrobocia (koniec roku, %)	10,3	10,4	13,1	15,0	17,3
Deficyt obrotów bieżących / PKB (%)	-3,2	-4,2	-7,5	-6,2	-4,2
Dług publiczny / PKB (%)	47,2	43,2	43,0	42,3	44,6

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

Źródło: GUS, NBP, prognozy i szacunki własne



Tab. 4. Prognozy średniookresowe (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	13,90	16,50	10,4	9,2	8,5	7,2
WIBOR 3M	18,78	18,53	17,09	15,37	13,35	16,10	10,4	9,2	8,5	7,2
WIBOR 6M	18,92	18,02	16,50	15,03	12,65	15,55	10,4	9,2	8,5	7,2
WIBOR 12M	19,01	17,61	16,07	14,82	11,85	15,10	10,2	9,0	8,0	7,0
Stopa lombardowa	21,90	22,62	20,95	19,08	16,87	19,60	13,7	12,0	11,0	9,0
na koniec okresu	23,00	22,00	19,50	18,50	15,50	15,50	12,0	12,0	10,0	8,5
Stopa interwencyjna	17,90	18,62	16,95	15,08	12,87	15,60	10,2	9,0	8,3	7,0
na koniec okresu	19,00	18,00	15,50	14,50	11,50	11,50	9,0	9,0	7,5	6,5
Rentowności obligacji s										
2L (bid)	17,37	15,59	14,91	14,37	10,90	13,95	9,7	9,1	7,4	5,8
3L (bid)	16,20	14,54	14,36	14,20	10,80	13,48	9,6	9,0	7,4	5,7
5L (bid)	14,00	13,12	13,38	13,43	10,35	12,57	9,5	9,0	7,4	5,5
10L (bid)	11,79	10,46	11,22	11,81	9,45	10,73	8,8	7,8	6,0	5,0
Rentowności bonów sk										
13-tyg.	16,96	17,20	16,26	14,44	12,30	15,05	9,8	8,8	8,0	6,8
52-tyg.	17,77	17,02	15,70	14,67	11,60	14,75	9,8	9,2	7,4	6,0
Kursy walutowe										
USD/PLN	4,3465	4,0876	3,9895	4,2168	4,10	4,10	4,23	4,50	4,60	4,50
EUR/PLN	4,0110	3,7765	3,4884	3,7545	3,67	3,67	3,81	4,00	4,15	4,15
EUR/USD	0,9172	0,9240	0,8744	0,89	0,895	0,895	0,90	0,89	0,90	0,92
USD/PLN (koniec okresu)	4,1432	4,1000	3,9871	4,2367	4,11	4,11	4,35	4,65	4,60	4,40
EUR/PLN (koniec okresu)	3,8544	3,6170	3,3783	3,8810	3,70	3,70	3,92	4,10	4,15	4,15
EUR/USD (koniec okresu)	0,9303	0,8822	0,8473	0,9160	0,90	0,90	0,90	0,88	0,90	0,94
Wskaźniki makroekono										
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	0,9	2,4	3,4	5,0	6,0
Inflacja (r/r, %) (koniec okresu)	8,5	6,2	6,2	4,3	4,1	4,1	5,0	4,0	3,8	3,6
Inflacja (r/r, %)	10,1	6,7	6,6	4,9	4,0	5,5	4,4	4,5	3,8	3,7
Stopa bezrobocia (%) (koniec okresu)	15,0	15,9	15,8	16,3	17,3	17,3	18,5	18,8	18,2	17,6
Obroty bieżące /PKB (%) (koniec okresu)	-6,2	-5,3	-5,4	-4,5	-4,2	-4,2	-5,5	-6,0	-7,0	-8,0
Deficyt ekonomiczny/ /PKB (%)	-2,0	-	-	-	-	-5,0	-4,5	-4,2	-3,4	-3,0
Dług publiczny/ /PKB (%)	42,3	-	-	-	-	44,6	49,0	52,0	50,0	49,0

Data sporządzenia prognozy: 10 grudnia 2001r.

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

Mocny październik – czyżby światełko w tunelu?

Większość statystyk dotyczących polskiej gospodarki opublikowanych w ostatnim miesiącu, a reprezentujących wyniki październikowe, nie pasowała zasadniczo do dość ponurego obrazu, jaki wyląniał się z danych obserwowanych w poprzednich miesiącach.

Mimo iż trzy badania koniunktury gospodarczej przeprowadzone w listopadzie sugerowały spadającą lub stabilną produkcję przemysłową w październiku w porównaniu z wrześniem, faktycznie wzrosła ona o 7,7 proc. m/m i 1,4 proc. r/r. Sprzedaż detaliczna zanotowała niespodziewanie silny wzrost na poziomie nominalnym 5,8 proc. r/r (z czego sprzedaż mebli, sprzętu RTV i gospodarstwa domowego wzrosła o 31,2 proc. r/r, a sprzedaż obuwia i odzieży o 20,7 proc. r/r). Nawet jeżeli skorygujemy ten wynik o dodatkowy dzień roboczy w październiku, nastąpił realny wzrost sprzedaży detalicznej w perspektywie dłuższej niż rok. Zaskakująco pozytywne (przynajmniej na pierwszy rzut oka) były również statystyki bilansu płatniczego podane przez NBP. Wpływy z eksportu wyniosły 2849 mln USD – o blisko jedną czwartą więcej niż miesiąc wcześniej i 13 proc. więcej niż w październiku ub.r. Imponująco zwiększył się również import, osiągając 3956 mln USD – niemal 25 proc. powyżej poziomu z września i o 10,5 proc. więcej niż przed rokiem.

Czy rzeczywiście ostatnie statystyki wskazują na początek nowego trendu i zapowiadają szybsze ożywienie gospodarcze w IV kwartale 2001 r.? Przyjrzyjmy się danym bliżej. Interpretację wyników października utrudnia fakt, iż miesiąc ten miał o 1 dzień roboczy więcej niż wrzesień i o 3 dni więcej niż październik przed rokiem. Z różnicą w liczbie dni roboczych można jednak sobie poradzić, analizując średnią z września i października, które łącznie miały tyle samo dni roboczych co w zeszłym roku. W obu tych miesiącach łącznie średnia produkcja przemysłowa zanotowała spadek o 1,1 proc. r/r w porównaniu ze spadkiem o 1,2 proc. r/r średnio w okresie czerwiec-sierpień (również o tej samej liczbie dni roboczych jak przed rokiem). Dlatego w październikowych danych widzimy tylko niewielką poprawę, jeśli w ogóle. Co więcej, w tym miesiącu miał miejsce ponad 100-proc. wzrost r/r produkcji i napraw statków – prawdopodobnie polskie stocznie sprzedały jakieś okręty. W zeszłym roku tak wysoki wzrost miał miejsce w grudniu. Dlatego istnieją dwie możliwości. Albo sprzedaż statków miała miejsce w tym roku wcześniej, albo była to transakcja „ekstra”, a kolejna sprzedaż będzie miała miejsce w grudniu. W pierwszym przypadku w grudniu wystąpi ok. 50-proc. spadek r/r w „pozostałym sprzęcie transportowym”, w drugim – produkcja pozostanie stabilna.

W analogicznym ujęciu znacznie mniej optymistyczne okazują się również dane bilansu płatniczego. W tym przypadku uśrednienie dwóch ostatnich miesięcy wydaje się tym bardziej uzasadnione, że we wrześniu po atakach terrorystów mogły mieć miejsce pewne zakłócenia i opóźnienia płatności, co podwyższyło wyniki października. Okazuje się, że wzrost obrotów towarowych w okresie wrzesień-październik wcale nie był tak imponujący: eksport zwiększył się średnio o 3,9 proc. r/r, a import 2,2 proc. r/r. Biorąc pod uwagę, że w okresie listopad-grudzień 2000 średni eksport wyniósł 2,7 mld USD, można oczekiwać, że w dwóch ostatnich miesiącach bieżącego roku wyniki eksportu mogą się pogorszyć w skali r/r.

Wydaje się więc, że wyjątkowo pozytywnych danych październikowych nie należy traktować jako oznaki ożywienia gospodarki krajowej, która mogłaby zaowocować przyspieszeniem wzrostu w kolejnych kwartałach, a raczej jako zjawisko jednorazowe. W kolejnych miesiącach główne wskaźniki gospodarcze powrócą więc pewnie do tendencji spadkowych. Może się zatem okazać, że światełko w tunelu... to nadjeżdżający pociąg.

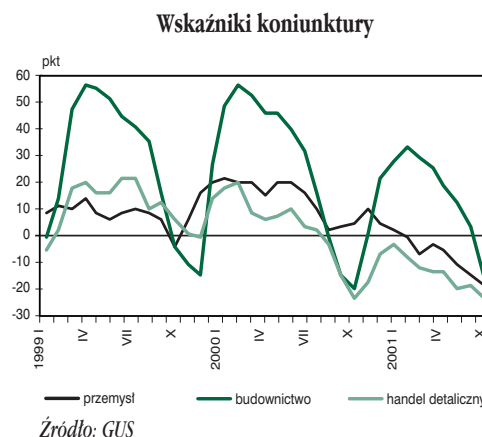
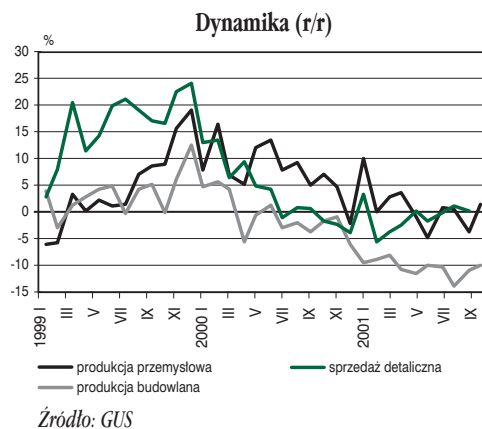
Podaż pieniądza wzrosła realnie o 8,6 proc. r/r

Podaż pieniądza wzrosła w październiku o 1,4 proc. m/m, natomiast jej dynamika roczna spadła do 13,1 proc. r/r z 14,3 proc. r/r we wrześniu. Realna roczna dynamika podaży pieniądza spadła w październiku do 8,6 proc. z 9,6 proc. miesiąc wcześniej. Dynamika kredytów gospodarstw domowych zmniejszyła się do 16,4 proc. r/r z 18,7 proc. po wrześniu, a dynamika depozytów ludności spadła do 16,8 proc. r/r z 19,0 proc. Spadła także dynamika kredytów

przedsiębiorstw z 8,4 proc. we wrześniu do 6,2 proc. w październiku.

Statystyki podaży pieniądza po dwóch dekadach listopada pokazały znaczny spadek depozytów ludności, wynikający prawdopodobnie z zamiany depozytów bankowych na inne formy aktywów finansowych, aby uniknąć „podatku Belki”. Ten trend był zapewne kontynuowany również przez ostatnią dekadę listopada, więc w całym miesiącu można oczekiwać obniżenia zasobu depozytów indywidualnych w systemie bankowym. Po stabilnym wzroście depozytów walutowych od końca września do 10 października z 12 mld USD do niemal 13 mld USD, obserwowaliśmy gwałtowny spadek w dniach 10-20 listopada, co również może odzwierciedlać masową relokację oszczędności w poszukiwaniu możliwości ucieczki przed opodatkowaniem odsetek.

Dane po dwóch dekadach listopada pokazały pewne odrodzenie kredytów, ale ich wolumen pozostaje niemal bez zmian w porównaniu z końcem września. Źródła kreacji pieniądza wskazują, że wykup długu wobec Brazylii został zaksięgowany pomiędzy 10 a 20 listopada. Aktywa zagraniczne netto spadły o 2,5 mld USD, ponieważ rząd pożyczyl 2,5 mld zł od NBP, który musiał sprzedać część swoich aktywów zagranicznych (np. amerykańskie obligacje skarbowe), aby móc pożyczyć rządowi dolary. W konsekwencji zadłużenie netto sektora budżetowego wzrosło gwałtownie pomiędzy 10 a 20 listopada. Całkowita podaż pieniądza spadła 20 listopada o ok. 2 mld zł w porównaniu z dwoma poprzednimi dekadami.





Bilans płatniczy: rekordowe obroty kantorowe

Deficyt obrotów bieżących osiągnął w październiku 672 mln USD w porównaniu z 852 mln USD przed rokiem i spadł do 4,2 proc. PKB z 4,4 proc. we wrześniu. O ile sam deficyt potwierdził mniej więcej oczekiwania rynku, dane bilansu płatniczego zaskoczyły wyjątkowym wzrostem obrotów towarowych (o czym powyżej), jak również rekordowo wysokim saldem obrotów niesklasyfikowanych. Ta ostatnia pozycja osiągnęła w październiku wartość 557 mln USD, najwięcej od sierpnia 1998 r. Wynik ten może odzwierciedlać trzy główne czynniki: po pierwsze, prawdopodobnie kontynuowana była odbudowa handlu z Rosją i Ukrainą (widoczna już od lipca br.); po drugie, w dwóch miesiącach po wakacjach tradycyjnie następuje wzrost wymiany kantorowej, w konsekwencji powrotu z zagranicy pracowników sezonowych wraz z zarobionymi pieniędzmi. W tym roku osób poszukujących zatrudnienia poza granicami mogło być więcej, w związku z szybko pogarszającą się sytuacją na krajowym rynku pracy, a dodatkowo gorsza kondycja finansowa gospodarstw domowych mogła zmniejszyć liczbę turystycznych wyjazdów zagranicznych i związaną z tym wymianę dewizową. Ostatnia hipoteza związana jest z perspektywą wprowadzenia podatku od odsetek. Przed końcem listopada wiele osób dokonywało zmian rodzaju rachunku bankowego, aby jak najkorzystniej ulokować środki na długi termin, co mogło spowodować zwiększoną wymianę środków walutowych na złote. Dodatkowo zapowiedź opodatkowania odsetek wraz z operacją wymiany walut europejskich na wspólną walutę w styczniu 2002 mogła skłonić część gospodarstw domowych, posiadających „w materacach” oszczędności dewizowe (np. marki niemieckie) do wymiany walut na złote. Środki te częściowo mogły trafić na rachunki złotowe, a w części zwiększyć zakupy konsumpcyjne w tym miesiącu. Potwierdzeniem takiej teorii mogą być zaskakująco pozytywne dane nt. sprzedaży detalicznej w październiku (głównie w grupie dóbr trwałego użytku) oraz przyspieszenie importu.

Inflacja osiągnęła średniookresowy cel RPP dwa lata przed czasem

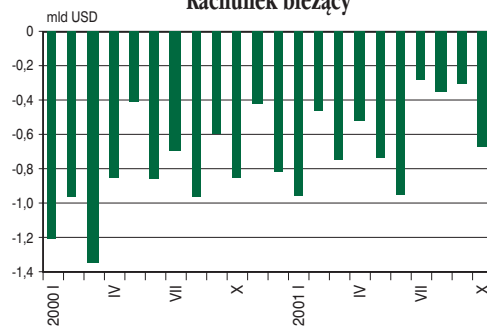
W październiku inflacja spadła do 4,0 proc., górnej granicy średnioterminowego celu inflacyjnego RPP na grudzień 2003. Wzrost cen żywności obniżył się z 3,1 proc. r/r we wrześniu do 3,0 proc., ceny paliw pokazały deflację 13,7 proc. wobec 11,4 proc. we wrześniu. Taki trend cen paliw nie będzie kontynuowany w 2002 r., choć jeszcze w listopadzie deflacja może się pogłębić. W listopadzie 2000 r. cena hurtowa benzyny spadła o 1,7 proc., a oleju napędowego wzrosła o 0,2 proc. W następstwie gwałtownego spadku ceny ropy naftowej w minionym miesiącu i silnego złotego należy oczekiwać, że detaliczne ceny paliw odnotują spadek jeszcze większy niż przed rokiem, co doprowadzi do jeszcze wyższej deflacji rocznej. Wskaźnik inflacji jest natomiast pchany w górę przez rosnące ceny usług: gorącej wody (1,9 proc. m/m), ogrzewania (1,9 proc. m/m).

Wstępne dane nt. cen żywności w listopadzie wskazują, że w tym miesiącu prawdopodobnie roczna stopa inflacji jeszcze nieznacznie się obniżyła, osiągając 3,9 proc. r/r. Oczekujemy, że będzie to jednak lokalne minimum wskaźnika CPI. W kolejnych miesiącach ceny zaczną przyspieszać, szczególnie na początku 2002 r., gdy wejdą w życie zmiany w podatkach pośrednich.

Inflacja bazowa kontynuuje spadek

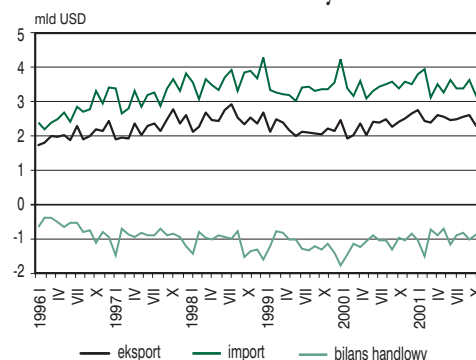
Wszystkie miary inflacji bazowej spadły w październiku. Tylko dwa z indeksów były niższe niż główna stopa inflacji: inflacja bazowa z wyłączeniem cen kontrolowanych i ta z wyłączeniem cen o największej zmienności. Warto zauważyć, że jeden z najważniejszych indeksów, 15-proc. średnia obciążta, spadł o 36 pb., czyli więcej niż stopa inflacji. Z kolei najmniejszy spadek zanotowano w przypadku inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych (i paliw) oraz inflacji netto. To sugeruje, że szybki spadek inflacji w coraz większej mierze odzwierciedla czynniki fundamentalne, a nie tylko pozytywne trendy cen żywności, paliw i cen regulowanych. Ogranicza to ryzyko odbicia inflacji w średnim terminie.

Rachunek bieżący



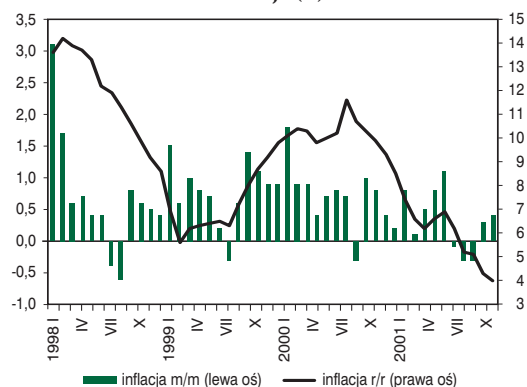
Źródło: NBP

Bilans handlowy



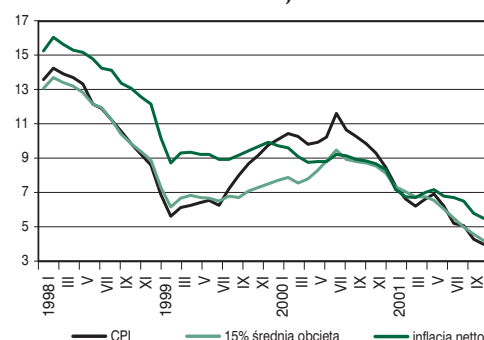
Źródło: NBP

Inflacja (%)



Źródło: GUS

CPI oraz inflacja bazowa



Źródło: GUS, NBP

Wyjątkowo mocny złoty

W listopadzie złoty pozostawał mocny. Odchylenie od starego parytetu centralnego wahało się w zakresie 9-11 proc. Silnej walucie krajowej sprzyjało kilka czynników. Po pierwsze, polski rynek dość dobrze oceniany był w ostatnich tygodniach przez inwestorów zagranicznych, darzących zaufaniem gabinetem uformowany po wyborach parlamentarnych i plan gospodarczy firmowany przez ministra Marka Belkę. Drugim czynnikiem były niezwykle silne – i jak się okazało, słuszne – oczekiwania na obniżkę stóp procentowych na listopadowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Rezultatem był napływ inwestycji portfelowych, głównie na rynek papierów dłużnych, któremu towarzyszyła również spadkowa tendencja na krzywej rentowności.

Mimo iż RPP obniżyła stopy 28 listopada o 150 pb., nie powstrzymało to optymizmu wobec złotego. W kolejnych dniach jego aprecjacja wręcz przyspieszyła, doprowadzając do 12-proc. odchylenia od parytetu w pierwszym tygodniu grudnia.

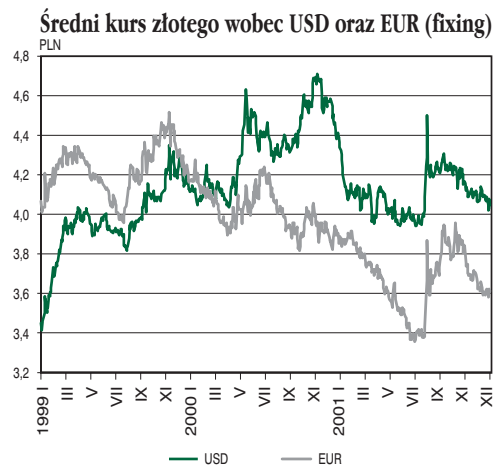
Coraz mocniejszy złoty jest najwyraźniej solą w oku rządzących polityków. Wicepremier i minister finansów Marek Belka wielokrotnie powtarzał w ostatnim okresie, że polskie przedsiębiorstwa potrzebują osłabienia waluty krajowej, by było możliwe ożywienie koniunktury gospodarczej. W tym kontekście należy interpretować nasilone od początku grudnia ataki polityków na Radę Polityki Pieniężnej, zapowiadające ograniczenie niezależności banku centralnego, jeżeli stopy procentowe nie będą dalej obniżane. Rynki finansowe, choć początkowo zinterpretowały te wypowiedzi jako istotny wzrost prawdopodobieństwa dalszego spadku stóp banku centralnego, co dodatkowo umocniło złotego, szybko uzewnętrzniły rosnący niepokój w związku z zaostrzającym się konfliktem RPP z rządem oraz w związku z pogorszeniem klimatu wokół rynków wschodzących ze względu na rosnące ryzyko kryzysu wypłacalności w Argentynie.

Silna złotówka wydaje się nie do utrzymania w dłuższym okresie, jeżeli nie z powodów ekonomicznych, to ze względu na prawdopodobne działania polityczne, zmierzające do poprawienia konkurencyjności polskiego eksportu (co jest ostatnio jednym z najczęściej powtarzanych haseł przez polityków zarówno koalicji, jak i opozycji). Trudno w tej chwili precyzyjnie przewidzieć moment odwrócenia trendu, jednak doświadczenie podpowiada, że momentem sprzyjającym gwałtownej zmianie sentymentów rynkowych jest publikacja danych ekonomicznych, odbiegających od oczekiwań. Dlatego większe osłabienie kursu może nastąpić wraz z pojawieniem się w kolejnych miesiącach znacznie mniej korzystnych statystyk handlu zagranicznego, w tym przede wszystkim osłabienia dynamiki eksportu.

Nowe instrumenty zarządzania płynnością

Narodowy Bank Polski poinformował pod koniec listopada, że od grudnia wprowadzi rozwiązania, które powinny ułatwić zarządzanie płynnością w bankach komercyjnych. Dostępne będą dwa nowe instrumenty: depozyt na koniec dnia i kredyt techniczny. Krok ten zmierza w kierunku ujednoczenia instrumentów polityki pieniężnej NBP z systemem stosowanym przez Europejski Bank Centralny. W związku z tym w grudniu pojawiła się nowa oficjalna stopa NBP: stopa depozytowa w wysokości 7,5 proc. Jest to oprocentowanie jednodniowego depozytu, który może złożyć każdy bank w NBP na koniec dnia roboczego w przypadku posiadania nadwyżki środków. Z kolei kredyt techniczny miałby być kredytem refinansowym udzielanym w ciągu dnia bankom potrzebującym chwilowego zasilenia w płynność, spłacanym przed końcem dnia roboczego i zabezpieczonym papierami wartościowymi.

Aby zredukować zmienność krótkoterminowej stopy rynku międzybankowego, NBP rozpoczął również publikowanie wymaganego w danym miesiącu stanu rezerwy obowiązkowej i codziennego stanu środków na rachunkach banków. Dodatkowo NBP zapowiedział, że będzie dążył do zmian legislacyjnych, które umożliwią bankom komercyjnym wykorzystanie instrumentów dłużnych NBP jako zabezpieczenia kredytu refinansowego.



Źródło: NBP, Reuters



Źródło: NBP, obliczenia własne



Źródło: Reuters



Stopy procentowe

W listopadzie sytuacja na rynku pieniężnym była dość niezwykła. Mimo obniżki stóp procentowych pod koniec października, dłuższe stawki (1M i powyżej) nie spadły, a nawet rosły (o 20 pb. – 12M i nawet 180 pb. – 1M). Z kolei stawki krótkie utrzymywały się na wysokim poziomie 16-17 proc., przy stopie interwencyjnej 13 proc. Przyczyną takiego stanu był ostry brak płynności w sektorze bankowym. W komunikacie NBP wydanym już po zakończeniu tej sytuacji stwierdzono, że główną przyczyną tego stanu było przeinwestowanie banków w bony pieniężne przed obniżką stóp w październiku. Naszym zdaniem przyczynił się do tego także rząd, który zmniejszył transfer środków do sektora bankowego, tworząc sobie zakładkę płynnościową na I kwartał 2002 r. W tej sytuacji, mimo zapadania bonów pieniężnych, banki cały czas nie posiadały wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej i windowały stawki na rynku. Dopiero spadek emisji bonów NBP do zera 26 listopada spowodował powrót stóp do normalnego poziomu.

To doświadczenie spowodowało, że NBP podjął działania mające ustabilizować stawki na przyszłość. Zwiększono przejrzystość rynku, publikując codziennie stan płynności sektora bankowego oraz wprowadzono lokatę overnight o oprocentowaniu 7,5 proc. Ten instrument pozwala bankom na utrzymywanie wyższej płynności, co widać wyraźnie w danych publikowanych przez NBP i co spowodowało, że stawki jednodniowe utrzymywały się na początku grudnia poniżej stopy interwencyjnej.

Bony skarbowe

W listopadzie oferta bonów skarbowych na czterech przetargach miała wartość 3,8 mld zł wobec 5,0 mld zł na pięciu aukcjach w październiku. Nie oferowano bonów 8- i 13-tyg. (miesiąc wcześniej łącznie 400 mln zł), aby nie zwiększać zapadalności SPW w bardzo trudnym pod tym względem I kwartale 2002, a zamiast tego zaoferowano bony 26-tyg. za 200 mln zł, które poprzednio sprzedano w czerwcu. Większość oferty stanowiły papiery 52-tyg. – 3,6 mld zł wobec 4,6 mld zł w październiku. Wobec obniżek stóp średnie wazone rentowności na przetargach spadły już piąty miesiąc z rzędu. Tym razem rentowność bonów 52-tyg. zmniejszyła się o 78 pb. do 11,74 proc. Średnia rentowność bonów 26-tyg. osiągnęła 12,14 proc., o 384 pb. mniej niż w czerwcu (od tego czasu RPP obciążyła stopy o 400 pb.). Na wszystkich aukcjach w listopadzie utrzymywał się dość wysoki popyt, a stosunek popytu do podaży był na poziomie zbliżonym do kilku ostatnich miesięcy, wynosząc 3,47.

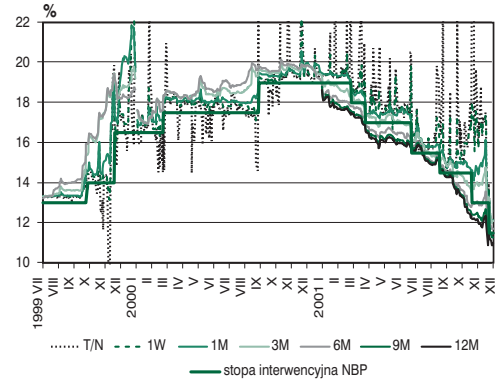
Przez pierwsze dwie dekady listopada rentowności na rynku wtórnym były stabilne – rynek nie dyskutował obniżki stóp. Dopiero tuż przed posiedzeniem RPP nastąpił lekki, a po decyzji Rady stosunkowo gwałtowny wzrost cen. Na koniec listopada w porównaniu z końcem października rentowności bonów były niższe o 95-125 pb.

Obligacje skarbowe

Na przetargu obligacji skarbowych 7 listopada nastąpił bardzo silny spadek średnich rentowności. Dla papierów 2L (OK 0803) wyniosła ona 10,40 proc. wobec 12,74 proc. 3 października, natomiast dla obligacji 5L (PS 1106) 9,76 proc. wobec 12,06 proc. przed miesiącem. Najwyższa w historii była łączna podaż papierów. Oferta wyniosła odpowiednio 1,8 mld oraz 2,1 mld zł. Jednak popyt był bardzo niski, jego stosunek do podaży wyniósł odpowiednio 0,8 i 1,4. Stąd papierów 2L sprzedano mniej niż oferowano. Wydaje się, że wysoka podaż zaskoczyła inwestorów i nie byli oni gotowi kupić aż tyle papierów. Na przetargu 21 listopada oferowano 900 mln zł obligacji 10L (DS 1110). Popyt był dość wysoki (2,6 mld zł), a średnia rentowność wyniosła 9,15 proc.

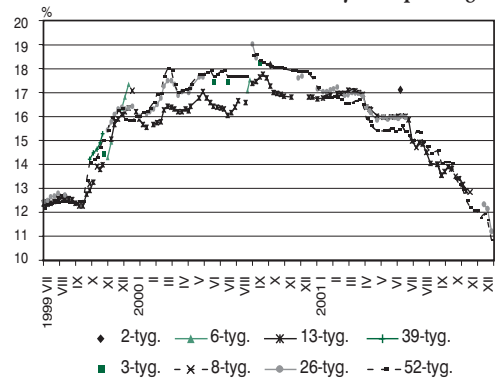
Na rynku wtórnym rentowności podlegały wahaniom. Początkowo kontynuowany był trend spadkowy z października, w oczekiwaniu kolejnej obniżki stóp procentowych. Po dobrych danych o inflacji nastąpiła przejściowa realizacja zysków i rentowności wzrosły o 50-60 pb. Później jednak popyt przed posiedzeniem RPP spowodował powrót do poprzednich poziomów. W skali miesiąca rentowności spadły o 55-90 pb.

Stawki WIBOR



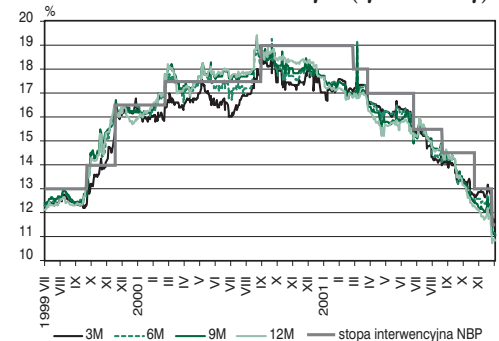
Źródło: BZ WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Średnia rentowność bonów skarbowych na przetargach



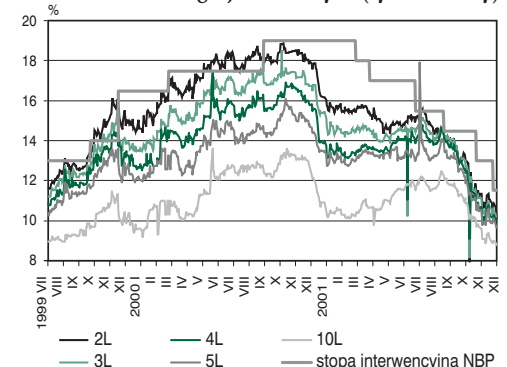
Źródło: BZ WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

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

Budżet 2002 – Belka machnął siekierą

Rząd zatwierdził projekt ustawy budżetowej na 2002 r. i przekazał go do parlamentu. W jakim kształcie budżet zostanie przyjęty, dowiemy się prawdopodobnie w lutym przyszłego roku. W trakcie prac z pewnością wiele elementów zostanie zmienionych, czego dowodzi np. już zadeklarowane wycofanie się rządu z podwyżki VAT w budownictwie, stąd z ostateczną oceną budżetu należałoby się trochę wstrzymać. Na razie możemy ocenić jedynie projekt w kształcie przedstawionym przez Radę Ministrów.

Najważniejsze liczby i założenia makroekonomiczne

W rządowym projekcie budżetu deficyt budżetowy w roku 2002 ustalono na poziomie 40 mld zł, przy dochodach 143,97 mld i wydatkach 183,97 mld. Deficyt budżetowy w relacji do PKB wyniesie 5,3 proc., w porównaniu z 4,5 proc. w roku 2001. W roku bieżącym oczekiwana jest druga nowelizacja budżetu, która ma zwiększyć deficyt o ok. 3,8 mld zł, ze względu na niższe od oczekiwań dochody i plan spłacenia części zaległych zobowiązań.

Kalkulacje budżetowe oparte są na założeniach makroekonomicznych zebranych w tabeli 5. Prognozy wydają się rozsądne, choć dość ostrożne, co stwarza pewien margines bezpieczeństwa, na wypadek gdyby nastąpiło dalsze globalne spowolnienie.

Istotne jest zawarte w dokumencie stwierdzenie, że jeżeli stan globalnej gospodarki okaże się gorszy niż założono i dochody będą niższe od planu, rząd nie będzie próbował ograniczyć deficytu za wszelką cenę, ale pozwoli na jego wzrost. Z drugiej strony szybsze ożywienie gospodarki nie powinno doprowadzić do wzrostu wydatków i w takim wypadku deficyt się ustabilizuje lub nawet zmniejszy w porównaniu z planem.

Wyższe obciążenia podatkowe zwiększają dochody

Projekt rządu oparto na założeniu, że przychody w roku 2001 wyniosą 141,5 mld zł, czyli ok. 11 mld mniej niż przewidziano w lipcowej nowelizacji Bauca. Niedobór dochodów w 2001 r. wynika głównie ze znacznie niższych od planu dochodów podatkowych. Największy brak odnotowano w podatkach pośrednich (3,8 mld zł), podatku od osób prawnych (3,2 mld zł) i podatkach osobistych (2,1 mld zł).

W 2002 r. prognozuje się wzrost łącznych dochodów budżetu o 1,8 proc. (2,5 mld zł). Dochód z podatków ma wzrosnąć o 8,4 proc., tj. 10,4 mld zł, a pozostałe dochody silnie spadną (o 7,9 mld zł), głównie z powodu braku jednorazowych wpływów z roku 2001: opłat za koncesje UMTS i wyjątkowo wysokiego zysku NBP. Budżet zakłada, że podatki pośrednie wzrosną o 9,0 proc., dochody z PIT o 13,0 proc., a z CIT o 4,0 proc.

Gdy znamy te liczby, nasuwa się pytanie: w jaki sposób można osiągnąć wzrost dochodów o 10 mld zł przy zrewidowanych w dół i niższych niż w roku 2001 r. prognozach wzrostu PKB i inflacji. Wydaje się, że przyczyniło się do tego kilka czynników. Pierwszą sprawą jest znaczny wzrost obciążeń podatkowych w wyniku następujących zmian w systemie podatkowym:

- zmiany w ustawie o PIT: nowy podatek od kapitałowych dochodów ludności, zamrożenie skali podatkowej i likwidacja niektórych ulg, w sumie miałyby przynieść 4,3 mld zł dochodów;
- nowy podatek akcyzowy na energię elektryczną (2 gr na kWh), dający 2,3 mld zł oraz wzrost akcyzy na paliwa i tytoń;
- wzrost stawek VAT na niektóre towary i usługi, w tym artykuły dziecięce, rękodzieła artystyczne, czasopisma specjalistyczne, licencje oprogramowania, opony bieżnikowane, mieszkania kupowane u developerów.

Tab. 5. Założenia makroekonomiczne do budżetu

Wyszczególnienie		2000	2001 PW	2002 P
PKB (%)		104,0	101,2	101,0
Spożycie (%)		102,4	101,7	100,8
Akumulacja (%)		104,2	92,2	100,5
PKB w cenach bieżących (mld PLN)		685,6	728,9	764,8
Inflacja średnioroczna CPI (%)		10,1	5,5	4,5
Stopa bezrobocia (%)		15,1	17,3	18,5
PLN/USD	średnio w okresie	4,35	4,11	4,22
PLN/EUR	średnio w okresie	4,01	3,70	3,95
USD/EUR	średnio w okresie	0,92	0,90	0,94
Stopa operacji otwartego rynku (%)	średnio w okresie	19,0	12,0	9,0
Saldo obrotów bieżących do PKB (%)		-6,3	-4,7	-4,2

PW - prognoza wykonania; P - prognoza

Źródło: Ministerstwo Finansów, projekt budżetu 2002

W pierwotnej wersji projektu rząd zakładał też wzrost VAT na materiały i usługi budowlane i nowe mieszkania spółdzielcze, jednak wycofał się z tych zmian w ostatnich dniach. Efekt netto zmian w podatku VAT – razem z podwyżkami w budownictwie – określono w projekcie na 1,1 mld zł. Wycofanie się z podwyżki VAT w budownictwie ma natomiast kosztować ok. 1,3 mld zł. Według wicepremiera Belki dodatkowe dochody mają pochodzić ze zwiększenia planu transferu z zysku NBP i wyższych dochodów z podatku od odsetek. Wyjaśnienia te budzą pewne wątpliwości, szczególnie zaś nagle zwiększenie przewidywań co do zysku NBP.

Kolejnym fragmentem wzrostu dochodów budżetu jest zestaw założeń wskazujących na poprawę wydajności systemu podatkowego. Problem w tym, że część z tych założeń może oznaczać zyski jedynie na papierze, z małym prawdopodobieństwem realizacji. „Działania podejmowane w obszarze windykacji, egzekucji bieżących i zaległych należności podatkowych, jak i czynności w sferze sprawowania nadzoru, kontroli podatkowej i celnej oraz zapobieganie i zwalczanie przestępczości

Tabela 6. Dochody budżetu, mln zł

	2001 PW	2002 P
Łączne dochody	141,463	143,970
Dochody podatkowe	124,147	134,553
Podatki pośrednie	83,215	90,700
VAT	53,495	57,426
Akcyza	29,022	32,494
PIT	23,485	26,540
CIT	13,301	13,834
Dochody z cel	4,147	3,479
Dochody niepodatkowe	16,031	9,351
Wpłaty z zysku NBP	4,869	1,875
Dochody jednostek budżetowych	8,962	5,590
Dochody zagraniczne	1,285	0,066

PW - prognoza wykonania; P - prognoza

Źródło: Ministerstwo Finansów, projekt budżetu 2002



w tych obszarach”, „poprawa ściągalsności bieżącej podatku VAT” – to są hasła używane w omawianym dokumencie, które wyglądają dobrze, ale mogą być trudne do wprowadzenia w życie (jak to często bywało w latach poprzednich).

Podatku importowego nie ma w projekcie budżetu, zgodnie z tym co zapowiadali politycy i media. Jednak należy pamiętać, że PSL nalega na to rozwiązanie, nie ze względu na korzyści dla budżetu, ale ponieważ jest ono postrzegane jako najlepszy sposób na poprawienie konkurencyjności polskiego przemysłu (oczywiście niesłusznie). Dlatego duch podatku importowego może jeszcze wrócić w trakcie debaty sejmowej nad budżetem.

Cięcia wydatków: projekt Belki a „makulatura”

Aby zrozumieć, jak minister finansów osiągnął ok. 11 mld zł obniżki wydatków, warto porównać projekt Marka Belki z projektem budżetu przygotowanym przez poprzedni rząd. Jak pamiętamy, Belka nazwał ów projekt „makulaturą”, jednakże mimo to użyjemy go jako bazy do porównania. Poprzednia minister finansów Wasilewska-Trenkner założyła wydatki na poziomie 194,7 mld zł (choć my odnosimy się do tego projektu jako do „budżetu Buzka”).

Zacniemy od subsydiów i dotacji budżetowych, które stanowią 56,3 proc. wszystkich wydatków budżetowych. 46,2 proc. i 39,4 proc. wszystkich subsydiów trafi odpowiednio do funduszy budżetowych i samorządowych. Tabela 7 zawiera najważniejsze pozycje subsydiów budżetowych. Ogółem subsydia spadły o 5,8 proc., czyli o 6,4 mld zł w porównaniu z budżetem Buzka, co wyjaśnia ok. 60 proc. cięć wydatków.

Druga kolumna od prawej w tabeli 3 pokazuje, że cięcia zostały dokonane we wszystkich kategoriach, największe w Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (o 2,4 mld zł), Funduszu Pracy (0,7 mld zł) i w subsydiach oświatowych dla samorządów (o 0,8 mld zł). Zwłaszcza fundusze budżetowe były obiektami szczególnego zainteresowania, gdyż były one znacznymi pożyczkobiorcami z sektora bankowego i przyczyniały się do istotnego powiększania deficytu ekonomicznego. Czy cięcia wydatków dokonane przez Belkę są prawdziwe, czy – jak bywało w przeszłości – spowodują tylko rozbudowanie zobowiązań budżetu?

Spójrzmy na największą pozycję – FUS. Budżet Belki zakłada mniej więcej taki sam transfer do OFE (niższy o 100 mln zł), taką samą stopę ściągalsności 97,5 proc. (spadek z 97,8 proc. planowanych na 2001 r.). Wzrost założony w budżecie Buzka na poziomie 2,5 proc. r/r wydaje się rozsądny, ale mógłby być trudny do osiągnięcia, jeśli gospodarka spowolni do prognozowanego 1 proc. i firmy mające trudności z płynnością będą płaciły składki z opóźnieniem. Oba budżety zakładały taką samą liczbę emerytów, ale ponieważ inflacja w 2001 r. jest niższa niż zakładana przez projekt Buzka, całkowite płatności emerytalne w projekcie Belki wyniosły 87,94 mld zł wobec 88,1 mld zł w projekcie Buzka. Wydatki administracyjne FUS zostały ścięte z 2,9 mld zł w budżecie Buzka do 2,78 mld zł proponowanych przez Belkę, jednakże znaczne cięcia miały miejsce w rozmaitych funduszach socjalnych (zasiłki macierzyńskie, pogrzebowe, chorobowe), które zostały zaplanowane przez rząd Buzka na 9,32 mld zł i są obniżone w projekcie Belki do 8,43 mld zł. Wszystkie powyższe liczby wyjaśniają tylko w połowie poprawę w FUS. Druga połowa jest po stronie dochodów. W projekcie Buzka składki socjalne na FUS wyniosły 69,3 mld zł, podczas gdy w projekcie Belki wzrosły one do 70,3 mld zł. Biorąc pod uwagę założenia makroekonomiczne, wpływy ze składek powinny być raczej niższe (niższy nominalny fundusz płac niż w projekcie Buzka), uważamy więc tę poprawę za zagadkową. Jedyne wyjaśnienie, które wydaje się wiarygodne, brzmi następująco: ZUS (który administruje FUS) zebrał około 1 mld zł z opłat transferowych. ZUS planował użyć tych funduszy, by zapłacić zaległe składki do OFE. Ponieważ nowy minister finansów planuje zamienić zaległe zobowiązania składkowe na obligacje skarbowe, ten 1 mld zł zostanie uwolniony i zredukuje deficyt ZUS. Dlatego z 2,4 mld zł kosztów FUS około 1,4 mld zł wydaje się realne, a pozostały 1 mld zł może wynikać z innej formy płatności lub z kreatywnego księgowania.

A co z Funduszem Pracy? Projekt Belki zakłada o 0,7 mld zł niższe subsydia, pomimo że SLD twierdzi, że będzie wydawać znacznie więcej na aktywne formy walki z bezrobociem – przeciwnie – budżet Buzka zakładał 1,11 mld zł na aktywne formy,

Tab. 7. Dotacje budżetowe

	2001	2001	2002	2002	2:1	4:3	4:3	4:2
	Buzek	Belka	Buzek	Belka	%	%	mld	%
	1	2	3	4				
Ogółem	103,1	103,2	110,0	103,6	0,1	-5,8	-6,4	0,4
1. Dotacje dla samorządów								
subwencja oświatowe	22,1	22,1	23,1	22,3	0,0	-3,5	-0,8	0,9
dotacja na utrzymanie dróg	2,7	2,7	2,6	2,6	0,0	-2,3	-0,1	-5,2
2. Dotacje dla funduszy budżetowych								
FUS	44,7	44,8	51,3	47,9	0,1	-6,7	-3,4	6,9
OFE	26,4	26,4	29,9	27,5	0,0	-8,0	-2,4	4,2
KRUS	-	-	11,8	11,7	-	-0,8	-0,1	-
Fundusz Pracy	15,3	15,3	15,5	15,4	0,0	-0,6	-0,1	0,7
Fundusz Pracy	2,0	2,1	4,3	3,6	1,0	-16,3	-0,7	75,6
3. Dotacje dla samorządów								
gminy	13,6	13,9	11,2	10,8	2,2	-3,6	-0,4	-22,3
powiaty	4,1	4,3	3,3	3,2	4,9	-3,0	-0,1	-25,6
województwa	8,3	8,4	7,3	7,1	1,2	-2,7	-0,2	-15,5
województwa	1,2	1,3	0,7	0,4	8,3	-42,9	-0,3	-69,2
5. Inne subwencje i dotacje								
jednostki sektora publicznego	12,3	12,5	11,6	11,3	1,6	-2,6	-0,3	-9,6
jednostki sektora niepublicznego	10,5	10,7	10,2	10,1	1,9	-1,0	-0,1	-5,6
jednostki sektora niepublicznego	1,7	1,7	1,4	1,2	0,0	-14,3	-0,2	-29,4

Źródło: Ministerstwo Finansów, projekt budżetu 2002

Budżet państwa

podczas gdy budżet Belki zredukował je do 0,92 mld zł. Zasilki dla bezrobotnych spadły z 4,47 mld zł do 4,39 mld zł (liczba uprawnionych zmniejszyła się z 580 do 571 tys. osób), świadczenia przedemerytalne spadły z 4,3 mld zł do 4,19 mld zł (liczba uprawnionych spadła z 440 do 433 tys. osób). Powstaje następująca wątpliwość: projekt budżetu Belki zakłada niższy wzrost niż projekt Buzka, a w tym samym czasie liczba ludzi uprawnionych do świadczeń społecznych spada. Jeśli wynika to z zacieśniania kryteriów uprawniających, wówczas zobaczymy prawdziwe cięcia wydatków. Jeśli jednak te liczby są sztucznie заниżone, to wtedy Fundusz Pracy będzie musiał więcej pożyczać w przyszłym roku i deficyt ekonomiczny będzie wyższy.

Niestety nasza krótka analiza nie dostarcza jasnej odpowiedzi dotyczącej cięć: czy projekt Belki prezentuje w 100 proc. prawdziwe cięcia, czy wciąż pozostaną zobowiązania wynikające z nierealistycznych założeń. Jak pokazano, w obu przypadkach – FUS i Funduszu Pracy – niektóre założenia mogą być negatywnie zweryfikowane przez rzeczywistość i część cięć wydatków może skutkować inną metodą płacenia zobowiązań.

Dług publiczny gwałtownie wzrośnie, może powstać problem

Zaprezentujemy pokrótce założenia budżetowe dotyczące długu publicznego. W 2000 r. całkowity dług publiczny był równy 280,5 mld zł (z czego 9,4 mld zł to dług samorządów). Wzrośnie on do 314,6 mld zł w 2001 r. (14,5 mld zł) i do 361,3 mld zł w przyszłym roku (19,6 mld zł). Jako procent PKB, dług publiczny wzrośnie z 40,9 proc. w 2000 r. do 43,2 proc. w 2001 i 47,2 proc. w 2002. Podczas gdy poziom długu ciągle pozostaje niski w porównaniu do standardów europejskich (znacznie wyższy mają np. Belgia i Włochy), to tempo jego wzrostu może budzić obawy. Co więcej, kurs USD/PLN użyty w tych obliczeniach wynosił 4,1432 na 2000 r. i 4,27 na 2002 r., więc ten gwałtowny wzrost nie jest związany z deprecjacją kursu. Jeśli złoty doświadczy znacznej deprecjacji kursu w przyszłym roku, te liczby jeszcze bardziej się pogorszą

(35,9 proc. całego długu skarbu państwa jest w obcych walutach).

Ministerstwo Finansów planuje przyspieszyć w 2001 r. emisje obligacji o stałym oprocentowaniu z 21,3 mld zł wartości nominalnej do 29,9 mld zł. W tym samym czasie emisja bonów skarbowych zmniejszy się z 10,8 mld zł netto w tym roku do 5,6 mld zł w roku przyszłym. Zauważamy również, że Ministerstwo Finansów planuje wydłużyć okres zapadalności długu publicznego, co może oznaczać większą podaż w segmencie 5L niż w segmencie 2L. Wydaje się, że ogłoszony plan przetargów potwierdza nasz pogląd o możliwej dysinwersji krzywej rentowności w przyszłym roku.

Dług zagraniczny również wzrośnie w przyszłym roku w ujęciu dolarowym o 964 USD. Dlatego wydaje się, że planowana emisja 750 mln EUR euroobligacji w I kwartale 2002 r. może być powiększona albo po niej będzie następną.

Minister finansów zakłada, że bank centralny będzie w przyszłym roku kontynuował sprzedaż obligacji skarbowych ze swojego portfela, co zwiększy podaż papierów skarbowych o 8,9 mld zł. Oczekuje się, że sektor bankowy kupi więcej długu niż w 2002 r., co może stanowić troskę RPP i w tym samym czasie wypychanie kredytu do sektora niefinansowego. Obcokrajowcy mają zwiększyć swój udział o 4,7 mld zł po wzroście o 5,4 mld zł w tym roku.

Tabela 8. Dług Skarbu Państwa (nominal, mln PLN)

Wyszczególnienie	XII 2000	XII 2001	XII 2002	2001 vs 2000	2002 vs 2001
Dług skarbu państwa	266 816,8	291 836,6	334 352,3	25 019,8	42 515,7
I. Krajowy dług SP	145 981,6	186 986,3	222 353,6	41 004,7	35 367,3
1. Dług z tytułu SPW	132 984,4	176 509,9	214 061,8	43 525,5	37 551,9
1.1 Rynkowe SPW	117 505,2	158 191,6	194 195,3	40 686,4	36 003,7
1.1.1 Bony skarbowe	23 442,3	34 263,8	39 900,0	10 821,5	5 636,2
1.1.2 Obligacje rynkowe	94 062,8	123 927,7	154 295,4	29 864,9	30 367,7
o oprocentowaniu stałym	75 411,8	96 719,2	126 644,2	21 307,4	29 925,0
o oprocentowaniu stałym	18 651,1	27 208,6	27 651,1	8 557,5	442,5
1.2 Obligacje oszczędnościowe	1 953,4	5 937,3	9 474,9	3 983,9	3 537,6
1.3 Nierynkowe SPW	13 526,8	12 381,0	10 391,9	-1 145,8	-1 989,1
2. Pozostały dług krajowy SP	12 997,2	10 476,4	8 291,7	-2 520,8	-2 184,7
II. Zadłużenie zagraniczne SP	120 835,2	104 849,3	111 998,7	-15 985,9	7 149,4
(w mln USD)	29 164,7	25 264,9	26 229,2	-3 899,8	964,3
1. Dług z tytułu SPW	22 536,9	24 110,7	31 641,1	1 573,8	7 530,4
2. Dług z tytułu kredytów	98 298,2	80 738,7	80 357,8	-17 559,5	-380,9
PLN/USD	4,1432	4,1500	4,2700	0,0	0,1

Źródło: Ministerstwo Finansów, projekt budżetu 2002



Belka machnął siekierą... ale odrąbał tylko drzazgę

Dla pełnej oceny wpływy projektu budżetu na gospodarkę kluczowy jest rozdział 9 uzasadnienia do ustawy budżetowej. Poniżej przedstawiamy szacunki deficytu ekonomicznego zawarte w tym rozdziale i zestawiamy trzy budżety przygotowane przez ministra Bauca (zdymisjonowanego przez byłego premiera Buzka), jego następczynię Wasilewską-Trenkner i obecnego ministra finansów Belkę.

Jasnym jest, że jedynym „jastrzębiem” budżetowym w tym towarzystwie był Bauc, ale jego plan był politycznie nie do przyjęcia. Budżety Wasilewskiej-Trenkner i Belki zakładają dużo wyższy deficyt ekonomiczny i nie podejmują zadania spłaty zobowiązań funduszy budżetowych (np. FUS i Funduszu Pracy), a budżet Belki robi to jedynie częściowo,

Narastający deficyt ekonomiczny z lat 2001-2002 w budżecie Belki jest o około 6,7 mld zł wyższy niż w budżecie Wasilewskiej-Trenkner, jednak należy pamiętać, że w tym ostatnim nominalny PKB ustalono na 740,2 mld i 794,6 mld zł odpowiednio w latach 2001 i 2002. W budżecie Belki jest to odpowiednio 728 mld i 764 mld zł. Łączna różnica za dwa lata to zatem 34,1 mld zł, co przekłada się na przychody niższe o 13,2 mld zł w całym sektorze finansów publicznych. Biorąc to pod uwagę, oceniamy, że Belka okroił dwuletni deficyt o jakieś 6,5 mld zł (13,2 mld minus 6,7 mld zł) w porównaniu z projektem poprzedniczki. Jest to z pewnością postęp, ale stosunkowo niewielki.

Druga rewizja budżetu 2001 to zagadka

Rząd zatwierdził i przesłał do parlamentu drugą rewizję budżetu na 2001 r. Wydatki budżetowe wzrosną o 3,8 mld zł z 181,6 mld zł do 185,4 mld zł. O tyle samo wzrośnie również deficyt budżetowy, osiągając 32,9 mld zł. „Celem projektowanej nowelizacji ustawy budżetowej na 2001 r. jest spłata zobowiązań powstałych wskutek niedoszacowania niektórych wydatków w roku 2001 oraz niektórych zobowiązań powstałych w latach 1998-2000, co spowoduje zmniejszenie skali zobowiązań pozostających do spłacenia w 2002 r.” – napisano w uzasadnieniu do projektu. Podwyższone wydatki obejmują: wypłaty premii gwarancyjnych od wkładów mieszkaniowych (1,3 mld zł) oraz wykup odsetek od kredytów mieszkaniowych (600 mln zł) – razem 1,9 mld zł (głównie dla PKO BP, ale także BGŻ); dotacja dla Funduszu Pracy – 600 mln zł; składki na ubezpieczenie zdrowotne za bezrobotnych bez prawa do zasiłku – 473,1 mln zł; oraz kilka mniejszych pozycji. Zdaniem ministra finansów zobowiązania ZUS wobec funduszy emerytalnych nie zostaną uregulowane, ponieważ sys-

tem komputerowy nie może zidentyfikować ile się komu należy. ZUS szacuje swój dług na 4-4,5 mld zł zaległych składek plus ok. 1-2 mld zł karnych odsetek.

Proponowana nowelizacja jest pewną zagadką. Rząd powiedział, że dochody budżetu w 2001 r. mogą spaść poniżej planu o ok. 2,5 mld zł. W takim wypadku rewizja budżetu powinna brać pod uwagę niższe dochody. Jednakże proponowana rewizja zawiera poprzedni poziom dochodów i zablokowane wydatki, a wzrost deficytu w 2001 r. wynika całkowicie z większych wydatków. To może sugerować, że dochody budżetu w ostatnich miesiącach roku będą wyższe niż oczekiwano (rzeczywiście ostatni wzrost sprzedaży detalicznej może zwiększyć dochody z podatku VAT) lub że ma miejsce jakieś „kreatywne” księgowanie.

Dotyczy to zresztą też przyszłorocznego budżetu. Np. Dariusz Rosati, członek RPP, był zdziwiony kiedy usłyszał, że kwota zysku NBP przekazana do budżetu zostanie zwiększona. Może to sugerować, że minister finansów jest lepiej poinformowany w kwestii bilansu NBP niż RPP. Jednak istnieje tylko jedna możliwość pojawienia się „zysku spadającego z nieba”. Wszystkie waluty kupione przez NBP w przeszłości są wycenione według średniej ceny nabycia powiedzmy 3,00 wobec dolara. Ostatnio rząd pożyczył od banku centralnego waluty na przedterminowy wykup „długu brazylijskiego”. Jeżeli ta pożyczka została zaksięgowana jako sprzedaż walut po bieżącym kursie, to przyniesie ona około 2 mld zł dodatkowego zysku. Oczywiście wszystkie liczby powyżej są przykładowe, ale pokazują, że mógł się pojawić nadzwyczajny zysk NBP.

Tabela 9. Deficyt ekonomiczny finansów publicznych

Saldo, mld zł	2000	2001 Bauc	2001 W-T	2001 Belka	2002 Bauc	2002 W-T	2002 Belka
Budżet państwa	-15,4	-29,1	-29,1	-32,7	-35,3	-40,0	-40,0
Samorządy terytorialne	-3,1	-3,1	-4,8	-4,8	-4,0	-5,0	-5,3
Sektor ochrony zdrowia	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fundusze budżetowe	-0,6	-0,2	-2,8	-3,3	2,6	-0,3	-0,9
Pozostałe jednostki budżetowe	0,3	-	0,4	0,4	-	0,5	0,5
Pozostałe elementy		0,6	0,3	-0,2	0,1	0,4	-0,5
Rekompensaty	-3,4	-2,5	-2,5	-2,5	-3,0	-3,0	-2,8
Drugi filar	7,5	11,0	9,6	9,1	15,3	11,8	11,7
bieżące transfery do OFE	7,5	10,6	-	-	11,9	-	-
zaległe transfery do OFE	-	0,4	-	-	3,3	-	-
Fundusz rezerwy demograficznej	-	-	-	-	2,4	0,2	0,2
Licencje UMTS	-	-2,7	-2,7	-2,7	-	-	-
Korekta środka specjalnego	-0,4	-	-	-	-	-	-
Deficyt ekonomiczny (mld zł)	-14,4	-26,0	-31,6	-36,5	-21,9	-35,4	-37,1
Deficyt ekonomiczny (% PKB)	-2,2	-3,5	-4,3	-5,0	-2,8	-4,4	-4,8

Źródło: projekty budżetu 2002 ministrów Bauca, Wasilewskiej-Trenkner i Belki

Pif! Paf! Załatwione

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła 28 listopada wszystkie podstawowe stopy procentowe o 150 pb. Stopa referencyjna NBP spadła do 11,5 proc., lombardowa do 15,5 proc., a redyskontowa do 14,0 proc. Była to druga obniżka z rzędu, po 150-punktowej redukcji w październiku, i szósta w tym roku. Łącznie od początku roku stopy spadły o 750 pb. RPP utrzymała nastawienie neutralne, co oznacza, że najprawdopodobniej następną zmianą stóp będzie obniżka, po tym jak wszystkie sześć tegorocznych obniżek łączyło się z utrzymaniem neutralnego nastawienia.

Komunikat RPP brzmi bardzo łagodnie. Wymienia głównie argumenty wspierające obniżkę stóp. Natomiast wskaźniki, które wypadły lepiej niż oczekiwano, przedstawia w sposób „gołębi”. Dla przykładu „produkcja przemysłowa była wyższa o 1,4 proc. r/r niż przed rokiem, ale spadła w porównywalnym czasie pracy” lub „przeciętna płaca wzrosła o 1,4 proc. realnie, ale spadł realny fundusz płac ze względu na malejące zatrudnienie”. RPP „zapomniała” wspomnieć o zaskakującym wzroście sprzedaży detalicznej w październiku i poprawie nastrojów konsumenckich w listopadzie.

Listopadowa decyzja RPP potwierdza naszą wcześniejszą opinię, że bardziej uzasadniona byłaby jednorazowa głębsza obniżka już w październiku. Tym bardziej że Rada sama przyznała, że ostatnia decyzja nie uwzględniała rządowego projektu budżetu na 2002 r., więc niewiele istotnych nowych informacji przemawiających za dalszym rozluźnianiem polityki pieniężnej pojawiło się od końca października.

Koniec cyklu rozluźniania... czy dopiero połowa?

Komentarze i wypowiedzi prezesa Leszka Balcerowicza i pozostałych członków RPP po listopadowej obniżce zdawały się sugerować, że na następne cięcie będzie trzeba poczekać przynajmniej kilka miesięcy. W komunikacie RPP pierwszy raz podkreślono pogrubioną czcionką, że łączna obniżka stóp w tym roku to 750 pb. i że pełny efekt tych cięć nie jest jeszcze odczuwalny. Bezpośrednio po posiedzeniu RPP podobne było też nasze stanowisko – uważaliśmy, że następne cięcie może nastąpić najwcześniej na posiedzeniu w marcu, a może nawet później, i najprawdopodobniej wyniesie 100 pb.

Ostatnie nasilenie presji politycznej wokół Rady Polityki Pieniężnej może jednak przynieść całkowitą rewizję założeń co do scenariusza stóp procentowych. Jeżeli potwierdzą się zamiary rozszerzenia Rady o 3 lub 6 członków o całkowicie „gołębi” nastawieniu, stopy procentowe będą prawdopodobnie obniżane dalej w szybkim tempie, ponieważ w najbliższych miesiącach nie będą jeszcze widoczne wyraźne sygnały ożywienia gospodarczego. A zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli koalicji właśnie szybkie odbicie jest im potrzebne, aby nie stracić poparcia w wiosennych wyborach samorządowych. W tej sytuacji wszelkie prognozy zmian stóp procentowych w perspektywie najbliższego roku są mało precyzyjne. Niemniej jednak oceniamy wyraźny wzrost prawdopodobieństwa zrealizowania się naszego scenariusza dysinwersji polskiej krzywej rentowności.

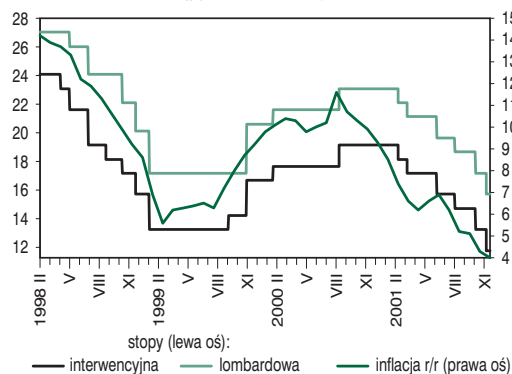
Zamiana obligacji NBP – prezent dla banków czy dla ich klientów?

RPP poinformowała po swoim ostatnim posiedzeniu, że w celu „złagodzenia negatywnego wpływu podatku od dochodów z kapitałów pieniężnych na oprocentowanie depozytów bankowych” rozważa zamianę obligacji NBP wyemitowanych w związku z obniżką rezerwy obowiązkowej w 1999 r. na obligacje „o wartości rynkowej”. Według Balcerowicza operacja ta, poprzez wzmocnienie finansowe polskich banków, powinna skłonić je do oferowania klientom wyższego oprocentowania. Wydaje się jednak, że trudno będzie „wymusić” na bankach tego typu zachowanie. Tym bardziej że operacja w minimalnym stopniu dotknie największego detalisty PKO BP, któremu udało się pozbyć obligacji

„inflacyjnych” rok temu, w ramach programu naprawczego.

RPP zwraca dużą uwagę na oszczędności prywatne, więc ewentualne negatywne następstwa wprowadzenia podatku od odsetek będzie dla przyrostu tych oszczędności w przyszłym roku jednym z argumentów ograniczających możliwość dalszych obniżek stóp procentowych (o ile skład Rady nie zostanie jednak gruntownie zmieniony).

Stopy NBP i inflacja (%)

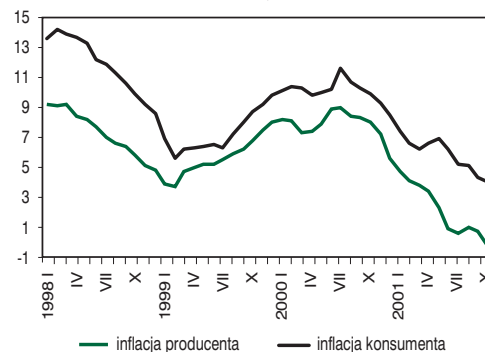


Źródło: NBP

Realna stopa procentowa (na podstawie stopy interwencyjnej)



Inflacja (%)



Źródło: GUS

Co sływać w banku centralnym



Zestawienie wypowiedzi przedstawicieli NBP i RPP

Bogusław Grabowski, członek RPP

30.10, PAP

„Proponowany podatek od oszczędności jest bardzo szkodliwy, ponieważ zwiększając rozbieżność pomiędzy oprocentowaniem depozytów i kredytów, zmniejsza skłonność do oszczędzania. Wprowadzenie podatku od zysków z lokat bankowych ograniczy skalę redukcji stóp procentowych banku centralnego.

Ewentualna redukcja stóp procentowych nie przełożyłaby się automatycznie na ożywienie gospodarcze. Wpływ wyższego popytu krajowego na wzrost gospodarczy ograniczony będzie niższą dynamiką eksportu, w związku ze spowolnieniem gospodarki światowej. W III kwartale tempo wzrostu gospodarczego nie będzie niższe niż w II kw., gdy wyniosło 0,9 proc. W całym roku wyniesie 1,5-1,7 proc.”

Dariusz Rosati, członek RPP

31.10, Reuters, PAP

„Dane są lepsze niż rynek oczekiwał. Potwierdza to trend spadkowy deficytu obrotów bieżących. Ale martwi to, że po raz pierwszy od maja 2000 r. eksport rok do roku spadł.

Wynika to z pogorszenia sytuacji gospodarczej naszych partnerów handlowych i słabości naszej gospodarki. Jest zatem poprawa, ale przy spadku dynamiki eksportu i importu.

Dane te mogą umocnić złotego, ale z drugiej strony inne dane ekonomiczne powinny raczej osłabiać naszą walutę. Nie zmieniam mojej prognozy, że deficyt obrotów bieżących będzie poniżej 5 proc. PKB pod koniec tego roku”.

Dariusz Rosati, członek RPP

5.11, czat internetowy

gazeta.pl

„Osobiście uważam, że cel inflacyjny RPP nie byłby zagrożony, gdyby stopy procentowe były obecnie niższe o 200-300 pb., ale jednorazowa obniżka tej skali mogłaby mieć negatywne skutki dla oszczędności i inflacji”.

„Prognozowany spadek inflacji w październiku do 3,9 proc. w relacji rocznej zwiększa przestrzeń do obniżki stóp procentowych”.

„W dalszym ciągu obszarem niepewności pozostaje jednak tegoroczny i przyszłoroczny budżet”.

Dariusz Rosati, członek RPP

6.11, PAP

„To prawda, że 40 mld zł deficytu budżetowego zostało utrzymane, ale chyba deficyt ekonomiczny będzie wyższy”.

Cezary Józefiak, członek RPP

20.11, Gazeta Wyborcza

„Stwierdzam, że następuje dalsze rozluźnienie polityki fiskalnej”.

Dariusz Rosati, członek RPP

20.11, Rzeczpospolita

„Jesteśmy gotowi do działań. Na razie musimy się dokładnie zapoznać z projektem budżetu, ale pierwsze informacje są dość zachęcające. Możliwość obniżki stóp procentowych istnieje, jeśli projekt budżetu na 2002 rok będzie spełniał nasze oczekiwania. Chodzi przede wszystkim o rozsądne rozmiary deficytu budżetowego i nieukrywanie go w żadnym innym miejscu budżetu. Ważne jest też, czy cięcie wydatków budżetowych służy trwałemu uzdrowieniu finansów publicznych, czy jest tylko działaniem doraźnym. Rada Polityki Pieniężnej wielokrotnie dawała do zrozumienia, że jej decyzje zależą w tej chwili przede wszystkim od budżetu, bo nie widać zagrożeń inflacyjnych z innych stron. Chciałbym tylko zauważyć, że publiczne zgłaszanie tego typu oczekiwań przez rząd stawia RPP w niezręcznej sytuacji. Bo każda nasza decyzja będzie interpretowana jako reakcja na oczekiwania ministra finansów. Lepiej dać nam możliwość obiektywnej analizy sytuacji”.

„Prognozy wzrostu PKB w III i IV kw. 2001 r. wynosiły odpowiednio 0 proc. i 0,5 proc. Na razie jestem skłonny zrewidować IV kw. do 0 proc. Na koniec 2001 r. wzrost PKB wyniesie 1,5-2 proc.”

20.11, PAP

„Dane o produkcji przemysłowej w październiku są lepsze niż oczekiwaliśmy. Nie jest aż tak źle, jak się spodziewaliśmy. Trzeba poczekać jeszcze na wyniki kolejnych miesięcy. Oczekuję pod koniec roku zatrzymania tych spadkowych tendencji”.

„Jest możliwość obniżenia stóp procentowych, bo one są wciąż wysokie. To może być – przykładowo – jeden, dwa czy trzy procent w ciągu najbliższych miesięcy. Ale premier nie może wyznaczać nam skali tej obniżki, bo stawia nas w trudnej sytuacji. Rynek od razu zareaguje: „O, ugięli się”.

21.11, Gazeta Wyborcza

„Wciąż nie znamy deficytu ekonomicznego budżetu. Na razie ten deficyt został zarysowany na poziomie 4,6-4,8 proc. PKB – to duży deficyt. Jednak dla mnie osobiście traci on swoje przerażające wymiary w zestawieniu ze stagnacją popytu krajowego w tym i w przyszłym roku”.

„W projekcie budżetu 2002 deficyt ekonomiczny oszacowano na około 4,8 proc. PKB. Ta część budżetu nie została do końca oszacowana. Deficyt ekonomiczny na poziomie 4,8 proc. PKB, wobec poniżej 4 proc. w 2001 oznacza rozluźnienie polityki fiskalnej. Nie boję się jednak tego, ponieważ mamy recesję popytu krajowego w 2001 r. i nawet tak duży deficyt ekonomiczny nie zdołał doprowadzić do wzrostu popytu krajowego”.

22.11, Reuters, PAP

„Nie mam innej prognozy niż większość analityków, ciągle liczę na to, że nie będziemy mieć spadku PKB, że to będzie w granicach 0,1 proc. w I kw. 2002 r., a w II kwartale może już być lepiej”.

Janusz Krzyżewski, członek RPP

21.11, PAP

„Nie można wykluczyć, że jest pole do zmiany stóp procentowych, ale nie w tak hazardowej wysokości jak proponuje rząd. (...) Inflacja mogłaby się znaleźć wtedy w granicy 10 proc., co więcej, wcześniej mogłaby tę barierę przekroczyć. Stąd niepokój płynący jest duży”.

„Jesteśmy w tej chwili po redukcji stóp łącznie o 600 pb. i one będą się nawarstwiać i będą miały negatywny skutek dla inflacji przez dłuższy czas, czyli w okresie od 5 do 10 miesięcy. Należy także pamiętać, że luzowanie polityki pieniężnej jest wolniej widoczne niż jej zaostrzenie”.

„Nie mogę jednak odpowiadać za całą RPP. Jestem natomiast pełen niepokoju i ostrożności, niektórzy uważają, że ta ostrożność jest jeszcze bardziej potrzebna”.

„Trzeba pamiętać, że mimo ostatnich trudności, jakie wynikły między bankiem centralnym a rządem, jesteśmy po tej samej stronie, a nie po przeciwnej”.

„Z jednej strony wzywa się do obniżki stóp procentowych, a jednocześnie pokazuje się, że inflacja będzie niska. Gdybyśmy jednak mieli obniżyć stopy, to inflacja nie byłaby tak niska i zapewniam, że ten ruch 300 pb. byłby bardzo kosztowny dla budżetu.”

Co sływać w banku centralnym

Wiesława Ziółkowska, członek RPP

21.11, PAP

„Założenia budżetowe są rzetelnie przygotowane. Widoczny jest jednak pesymizm, większy niż oczekiwaliśmy. Ten pesymizm ma w sobie więcej realizmu”.

„Należy jednak pamiętać, że nie tylko on [budżet] przesądza o wysokości stóp”.

„Moim zdaniem przedstawiony projekt budżetu na 2002 rok pozwala na obniżkę stóp procentowych”.

„Oczekiwania rządu w sprawie stóp procentowych są realne”.

22.11, PAP

„W budżecie słusznie założono, że na koniec roku stopa wyniesie 12 procent, co moim zdaniem jest realne. Przewidywania, że w 2002 roku będzie to 9 procent, jest realne. Ani optymistyczne, ani konserwatywne.”

23.11, Reuters

„Jeżeli sytuacja międzynarodowa się pogorszy, będziemy musieli wesprzeć inwestycje, by nie doprowadzić do sytuacji recesyjnej”.

„Przyrost kredytów jest nadal wolniejszy, natomiast wartość depozytów ustabilizowała się. Wszystkie te czynniki wskazują, że nie osiągnęliśmy jeszcze dna”.

„Niski wzrost płac i duże bezrobocie będą ograniczać konsumpcję, która mogłaby ewentualnie wzrosnąć w wyniku liberalizowania polityki monetarnej”.

„Także wydatki sektora publicznego będą ograniczone, więc obniżka stóp powinna przede wszystkim pomóc inwestycjom.”

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

Radio Zet 22.11

„Ten budżet generalnie jest potwierdzeniem tego, co powiedziane było wcześniej, czyli on nie stanowi nowej informacji. Poprzednio (...) powiedzieliśmy wyraźnie że jedną z przesłanek dla tej decyzji jest to, że wydatki budżetu, które wyniosą 183 mld zł, a deficyt nie będzie większy niż 40 mld zł. Czyli uzyskaliśmy potwierdzenie”.

„Dobrze, że przyjęto ostrożne założenia odnośnie tempa wzrostu i inflacji w przyszłym roku. (...) Dobrze, że budżet zakłada niższy przyrost wydatków niż poprzedni projekt. Niepokoi mnie deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych, który jest wysoki”.

„[Decydując o poziomie stóp] będziemy patrzeć nie tylko na budżet, ale też na tendencje w gospodarce, wskaźniki monetarne, jak kształtują się kredyt i oszczędności. Będziemy patrzeć jak będzie się kształtowała inflacja”.

„Musimy być bardzo ostrożni w naszej polityce pieniężnej, by inflacja ustabilizowała się na obecnym niskim poziomie, a później spadła”.

Bogusław Grabowski, członek RPP

26.11, PAP

„Przy obniżce stóp procentowych w skali, o jakiej mówił pan premier, uwzględniając opodatkowanie podatkiem od dochodów kapitałowych, mieliśmy po takiej obniżce ujemne realne stopy procentowe od depozytów”.

„Obecnie w sektorze bankowym stopy od 12M lokat są 8-9 proc. Obniżka o 3 pkt. proc. powodowałaby, że stopy wyniosą 5-6 proc. Nawoływanie Rady o pozostawienie zwrotu netto z oszczędności na ujemnym poziomie doprowadziłoby do dekapitalizacji skumulowanych oszczędności”.

„Wydaje mi się, że efekt inflacyjny z tego powodu [wzrostu VAT w budownictwie] będzie, ale nie powinien on być nadmierny. Skutkiem tego będzie spadek popytu na usługi budowlane, mieszkania. Jestem przekonany, że równoważenie stawek VAT jest absolutnie niezbędnym zabiegiem i najlepszą formą zdobywania dochodów do budżetu”.

„Podnoszenie VAT i wprowadzenie akcyzy na energię elektryczną będzie czynnikiem przyspieszającym ceny. Trudno teraz ocenić, jaki to będzie stopień, bo najbardziej inflację przyspieszają zwiększone stawki VAT na produkty i usługi, które mają stosunkowo sżywny popyt. Mieszkania i usługi budowlane nie charakteryzują się sżywnym popytem”.

„Projekt budżetu na 2002 r. nie zakłada istotnego zmniejszenia deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych poniżej poziomu z tego roku, czyli oszczędności sektora finansów publicznych się nie zwiększą. Opodatkowanie dochodów z oszczędności i nawoływanie do gwałtownej obniżki stóp procentowych dodatkowo zmniejszy oszczędności sektora prywatnego. (...) Nie widać żadnego mechanizmu, który miałby sprowadzać gospodarkę na ścieżkę trwałego wzrostu gospodarczego, bo nie przewiduje się w projekcie budżetu zmniejszenia deficytu ekonomicznego, a więc nie przewiduje się zmniejszenia ujemnych oszczędności sektora finansów publicznych.”

Grzegorz Wójtowicz, członek RPP

26.11, Rzeczpospolita

„Od ostatniego posiedzenia rady wydarzyło się niewiele nowego”.

„Nie pojawiły się nowe zagrożenia dla procesu zwalczania inflacji. A gospodarka światowa słabnie, co dodatkowo zaszkodzi Polsce”.

„To [podatek od odsetek] jest dla nas największy znak zapytania.”

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

28.11, PAP

konferencja prasowa

„Uważam, że ta obniżka doprowadziła stopy do takiego poziomu, który powinien być stabilny przez niekrótki czas.”

„Mówiąc wprost: byłoby błędem wierzyć w prawo serii [kolejnych obniżek stóp]”.

„Za bardzo pozytywne uznaliśmy to, że w założeniach budżetu rząd przyjął takie ustalenia odnośnie inflacji, które są całkowicie zgodne z wcześniej przyjętą strategią polityki pieniężnej zakładającą inflację w roku 2003 poniżej 4 proc”.

„NBP i RPP rozważają możliwość zamiany obligacji NBP wyemitowanych w związku z obniżką stopy rezerwy obowiązkowej w 1999 roku na obligacje wartości rynkowej”.

„Operacja ta ma na celu takie wzmocnienie finansowe banku, aby można było przynajmniej w części złagodzić negatywny wpływ podatku od dochodów z kapitałów pieniężnych na oprocentowanie depozytów bankowych dla ludzi. Mam nadzieję, że ta decyzja w stosownym czasie zostanie podjęta”.

„Jest dla mnie bardzo ważnym, aby maksymalnie złagodzić wpływ podatku od odsetek na gospodarstwa domowe. (...) Musimy troszczyć się o oszczędności.”

Jerzy Pruski, członek RPP

28.11, PAP

„Redukcja stóp procentowych świadczy o tym, że ryzyko niezrealizowania celu inflacyjnego w przyszłym roku nie jest duże”.

„Ewentualne odbicie inflacyjne w przyszłym roku nie powinno być na tyle duże, że trzeba byłoby podnosić stopy procentowe.”

Grzegorz Wójtowicz, członek RPP

28.11, PAP

„W ciągu trzech-czterech miesięcy można będzie ocenić wpływ obniżek stóp procentowych na gospodarkę”.

„Nie należy oczekiwać obniżek stóp procentowych na każdym posiedzeniu.”

Co sływać w banku centralnym



„Mniej więcej w styczniu lub lutym można będzie rozjaśnić obszary niepewności. Istotną informacją będą dane o PKB, których oczekujemy w końcu grudnia. Poza tym istotny będzie rozwój sytuacji zewnętrznej”.
„Szacuję, że w tym roku deficyt spadnie do poziomu 4-4,5 proc., a w przyszłym roku nie powinien przekroczyć 5 proc. PKB.”

Bogusław Grabowski, członek RPP

30.11, PAP

„W najbliższym czasie Rada Polityki Pieniężnej zaprosi pana premiera Leszka Millera i wicepremiera Marka Belkę na spotkanie, na którym będziemy chcieli posłuchać jakie mają poglądy dotyczące polityki gospodarczej w najbliższych latach”.
„Ten budżet jest tak upolityczniony, że ja nie widziałem jeszcze takiego budżetu. Nie w zakresie liczb, ale w zakresie sformułowań. Nigdy nie było takiej krytyki, że wszystkiemu winne minione cztery lata rządów. Przecież to jest absurdałne”.
„[Ten budżet] ma niewiele zmian strukturalnych w finansach publicznych. Jest wiele dochodów o charakterze jednorazowym, czy przejściowym jak na przykład zamrożenie progów podatkowych, czy podatek akcyzowy od energii elektrycznej, bo nie wyobrażam sobie, aby taka forma podatku była utrzymywana zbyt długo.”

Dariusz Rosati, członek RPP

30.11, PAP

„Takiego wzrostu [eksportu] na poziomie 13 proc. już w listopadzie nie będzie. Nie należy jednak również oczekiwać załamania eksportu w kolejnych miesiącach”.
„Dane o imporcie pokazują, że z naszą gospodarką nie jest źle. Taki wzrost importu to dobra informacja.”

Grzegorz Wójtowicz, członek RPP

30.11, PAP

„Deficyt na rachunku obrotów bieżących po październiku spadł do 4,2 proc. PKB z 4,4 proc. PKB po wrześniu. W kolejnych miesiącach nie należy się jednak spodziewać dalszej poprawy na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB.”

Bogusław Grabowski, członek RPP,

3.12, PAP

„Będą to obligacje o zmiennym oprocentowaniu, przybliżonym do rentowności rocznych bonów skarbowych”.
„Chcemy, żeby obligacje miały oprocentowanie zmienne, bo przy stałym oprocentowaniu banki byłyby zbyt mocno obciążone ryzykiem stopy procentowej. Przyczyni się to do tego, że te obligacje nie będą konkurowały silnie z emitowanymi przez Skarb Państwa obligacjami. Skarb Państwa coraz częściej emituje instrumenty dłużne o stałym oprocentowaniu”.
„Jest to zamienianie już zamrożonych aktywów na długie instrumenty. W związku z powyższym nie jest to zwiększenie podaży papierów wartościowych na rynku, wprost przeciwnie, dochodowość z tych obligacji wzrośnie, podobnie jak elastyczność w zarządzaniu aktywami banków”.
„W polskiej bankowości istnieje duża rozbieżność, tzw. spread między oprocentowaniem depozytów i kredytów. Sytuacja taka jest znacznie gorsza niż w gospodarce czeskiej i węgierskiej. Banki mają także większą skłonność do szybszego obniżania oprocentowania depozytów niż kredytów, należy tę tendencję zmienić. (...) Należy także ograniczać koszty parafiskalne wynikające z wysokich i nieoprocentowanych rezerw, a także z nierynkowo oprocentowanych obligacji wyemitowanych za obniżenie rezerw dwa lata temu”.
„Chcemy przeprowadzić zamianę obligacji jak najszybciej, najprawdopodobniej w najbliższych miesiącach po gruntownym przedyskutowaniu tego problemu. (...) Szczegóły nie są jeszcze wypracowane, będziemy je wypracowywali w najbliższych tygodniach. O rezultatach poinformujemy zainteresowane banki i uczestników rynku.”

Andrzej Bratkowski, wiceprezes NBP

4.12 PAP

„Jest teraz miejsce, po skumulowanej w tym roku obniżce stóp procentowych, w wyniku której doszliśmy do poziomu, który nie jest ekstremalnie wysoki, na działanie bardzo ostrożne, co nie oznacza, że ta polityka jest góry zdeterminowana. W polityce stóp procentowych nie ma prawa serii. (...) Moim zdaniem jest mało prawdopodobna taka częstotliwość podejmowania decyzji dotyczących zmian parametrów jak w ostatnich miesiącach. (...) Jest problem niepewności co do skutków dotychczasowych silnych ruchów i właśnie ta potrzeba przezorności towarzyszy większości członków RPP”.
„Obawy, że nastąpi odbicie inflacyjne w przyszłym roku świadczą o tym, że musimy być niesłychanie ostrożni, jeśli chodzi o politykę stóp procentowych. (...) Nie chodzi o to, że inflacja może odbić, ale o to, że oczekiwania inflacyjne są w dalszym ciągu bardzo silne, bo w zasadzie nie ma żadnego powodu, żeby inflacja odbiła”.
„Prawdopodobne jest, że inflacja na koniec tego roku spadnie do poziomu 3,9-4,5 proc. wobec 8,5 proc. w grudniu ub.r. (...) W listopadzie poziom inflacji powinien być zbliżony do poziomu inflacji w październiku, gdy wyniosła 4 proc.”
„Moim zdaniem wzrost gospodarczy w III kw. br. będzie na poziomie podobnym jak w II kw., czyli około 1 proc. W IV kw. wierzymy w to, że będzie trochę lepiej niż w III, ale spektakularnej poprawy nie będzie. (...) Wzrost gospodarczy w całym roku można szacować na ok. 1,5 proc.”
„Międzynarodowa sytuacja gospodarcza bardzo ogranicza możliwości wyraźnej poprawy wzrostu gospodarczego polskiej gospodarki. (...) Moim zdaniem szacunki Ministerstwa Finansów wzrostu PKB w przyszłym roku są bardzo ostrożne. (...) Jednak wejście w recesję z ujemnym wzrostem jest bardzo mało prawdopodobne. Raczej stagnacja na niższym poziomie i większe ożywienie w drugim półroczu”.
„Deficyt obrotów bieżących spadnie w tym roku do 4,0-4,5 proc. z 6,3 proc. w roku ubiegłym. Nie spodziewam się dalszej poprawy w bilansie, ale również nie oczekuję dramatycznego pogorszenia. (...) W sytuacji, gdy dane o bilansie płatniczym nie wskazują na poprawę nie można wykluczyć niewielkiego osłabienia złotego, o kilka procent”.
„Pozyskanie ponad 10 mld zł z tegorocznych prywatyzacji jest mało prawdopodobne, choć nie jest w 100 proc. wykluczone”.
„Jest pewna szansa na to, żeby w przyszłym roku nastąpiła obniżka rezerw obowiązkowych i oprocentowanie rezerw. (...) Powodem obniżenia rezerw jest dążenie do zmniejszenia luki pomiędzy oprocentowaniem depozytów i kredytów. (...) Decyzja o zamianie obligacji nierynkowych na rynkowe papiery wartościowe jest pierwszym krokiem. Zobaczmy jakie będą jego efekty i kto się na to zdecyduje.”

Wiesława Ziółkowska, członek RPP,

4.12, PAP

„Spadek depozytów nie jest niepokojący. Deponenci przenoszą swoje oszczędności w papiery dłużne Skarbu Państwa, które są bardziej rentowne i są bardziej stabilnym elementem oszczędzania”.
„Te rozwiązania [przenoszenie pieniędzy do funduszy inwestycyjnych] byłyby dobre, bo także inwestowanie pieniędzy w różnej formie, a nie tylko deponowanie ich w bankach komercyjnych, przynosi zyski”.
„Do tej pory jej [tendencji spadku depozytów] nie obserwowano, niewykluczone, że się zacznie.”

Przegląd międzynarodowy

Dane makroekonomiczne dla USA z ubiegłego miesiąca nie zmieniają obrazu gospodarczego i potwierdzają, że gospodarka PKB znajduje się w głębokiej recesji. Prawdopodobna jest jeszcze jedna obniżka stóp procentowych przez Fed do końca roku PKB w USA spadł w III kwartale o 1,1 proc. kw/kw, tj. w najszybszym tempie od początku 1991. Zyski przedsiębiorstw zmniejszyły się o 7,1 proc. w porównaniu z II kwartałem. Produkcja przemysłowa w październiku obniżyła się o 1,1 proc. m/m i był to trzynasty z rzędu miesiąc spadkowy, a wykorzystanie mocy produkcyjnych zmalało do 74,8 proc. Deficyt handlowy USA we wrześniu skurczył się do poziomu najniższego od marca 1999, tj. 18,69 mld USD, za sprawą nadzwyczaj niskiego eksportu i importu. W listopadzie wskaźnik zaufania amerykańskich konsumentów spadł do 82,2 pkt z 85,3 pkt w poprzednim miesiącu

NBER – amerykański arbiter od cykli koniunkturalnych – zadeklarował, że recesja rozpoczęła się w marcu 2001. Okres rozwoju gospodarczego trwał dokładnie 10 lat i miał swój początek w marcu 1991, był to jak dotąd najdłuższy okres.

W minionym miesiącu pojawiło się kilka pozytywnych informacji z USA, ale to jeszcze za mało do wyciągania wniosków. Np. zamówienia na dobra trwałe nieoczekiwanie wzrosły w październiku o 12,8 proc. m/m za sprawą sektorów: lotnictwo i sprzęt obronny. Indeks NAPM skoczył w listopadzie do 44,5 z 39,8 miesiąc wcześniej i był to jak dotąd jeden z największych miesięcznych wzrostów. Znacznie lepsza od oczekiwań była też październikowa sprzedaż detaliczna, na co wpłynęły specjalne promocje i zachęty do kupna nowych samochodów.

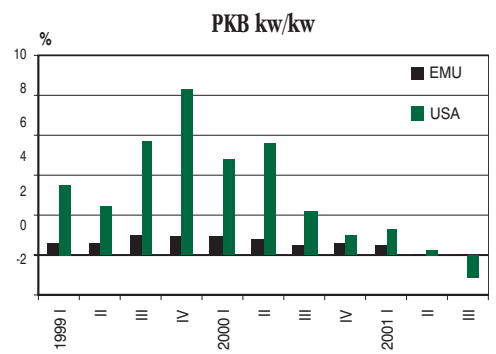
Dynamika PKB w strefie euro – która kurczy się systematycznie od II kwartału 2000 – w III kwartale wyniosła 1,3 proc. r/r i 0,1 proc. kw/kw. i była najniższa od II kwartału 1996. Komisja Europejska prognozuje, że w IV kwartale PKB strefy euro spadnie o 0,2 proc. kw/kw. OECD zrewidowało prognozę PKB dla strefy euro do 1,6 proc. z wcześniejszych 2,6 proc.

Produkcja przemysłowa w strefie euro spadła we wrześniu o 0,5 proc. m/m i o 0,6 proc. r/r. Deficyt na rachunku obrotów bieżących obniżył się do 1,3 mld euro. Roczne tempo wzrostu podaży pieniądza (M3) w strefie euro przyspieszyło w październiku do 7,4 proc. wobec 6,9 proc. we wrześniu.

Indeks PMI, obrazujący kondycję sektora przemysłowego w strefie euro, wzrósł w listopadzie do 43,6 pkt z 42,9 pkt w październiku. Analitycy spodziewali się, że PMI spadnie do 42,7 pkt. Jednak pomimo lekkiej poprawy listopad był ósmym miesiącem z rzędu, kiedy indeks znajduje się poniżej poziomu 50 pkt, co oznacza, że sytuacja w przemyśle europejskim jeszcze się nie poprawia.

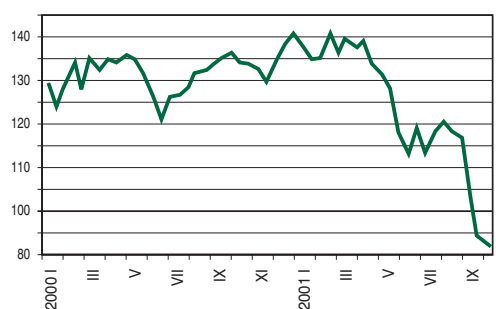
PKB Niemiec spadł o 0,1 proc. kw/kw w III kwartale br. i wzrósł o 0,3 proc. r/r. Indeks IFO w październiku odnotował 8-letnie minimum, obniżając się do 84,7 pkt. Zdaniem analityków w najbliższym czasie nie ma szans na poprawę nastrojów przedsiębiorców.

Zarówno w USA, jak i EMU słabnie presja inflacyjna. W USA CPI r/r obniżył się w październiku do 2,1 proc. – najniższego poziomu od lipca 1999. Inflacja w strefie euro wyniosła w listopadzie 2,1 proc. r/r – najmniej od maja 2000.



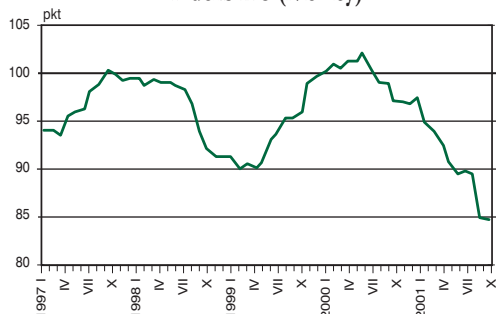
Źródło: Reuters

Indeks zaufania konsumentów do gospodarki USA



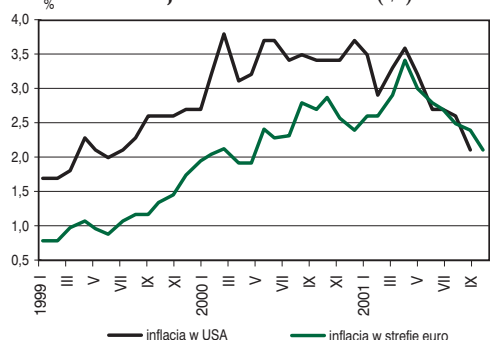
Źródło: Reuters

Indeks IFO (Niemcy)



Źródło: NBP, Reuters, obliczenia własne

Inflacja w USA i strefie euro (r/r)



Źródło: Reuters



Kalendarz makroekonomiczny grudzień 2001 / styczeń 2002				
Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
3 grudnia EUR: PMI (XI) USA: NAPM (XI)	4 POL: Ceny żywności (II poł. XI) EUR: Nastroje w gospodarce (XI) EUR: Bezrobocie (X) EUR: Ceny producenta (X)	5 POL: Koniunktura w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym (XI) GER: Bezrobocie (XI) EUR: Wskaźnik koniunktury (XI) EUR: Sprzedaż detaliczna (IX)	6 GER: Zamówienia w przemyśle (X) EUR: Posiedzenie ECB USA: Zamówienia w przemyśle (X)	7 POL: Wybrane pozycje bilansu NBP (XI) POL: Oficjalne aktywa rezerwowe (XI) GER: Produkcja przemysłowa (X) GER: Inflacja (XI) USA: Bezrobocie (XI)
10	11 USA: Posiedzenie Fed	12 GER: Rachunek bieżący (X) GER: Bilans handlowy (X)	13 USA: Ceny producenta (XI) USA: Sprzedaż detaliczna (XI)	14 POL: Podaż pieniądza (XI) POL: Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (XI) FRA: Produkcja przemysłowa (X) ITA: Produkcja przemysłowa (X) USA: Inflacja (XI) USA: Produkcja przemysłowa (XI)
17 POL: Inflacja (XI) POL: Budżet państwa (XI) GER: Nastroje w biznesie IFO (XI)	18 POL: Posiedzenie RPP POL: Produkcja przemysłowa (XI) POL: Ceny producenta (XI) ITA: Inflacja (XI) EUR: Inflacja (XI) EUR: Produkcja przemysłowa (X)	19 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) USA: Handel zagraniczny (X)	20 POL: Bezrobocie (XI) FRA: Inflacja (XI) ITA: PKB (III kw.) EUR: Posiedzenie ECB	21 EUR: Handel zagraniczny (X)
24	25 Boże Narodzenie	26 Boże Narodzenie FRA: Ceny producenta (XI)	27 ITA: Bezrobocie (X)	28 POL: Ceny żywności (I poł. XII) POL: Bilans płatniczy (XI) POL: Handel zagraniczny wg płatności (XI) FRA: Bezrobocie (XI) ITA: Ceny producenta (XI) EUR: Podaż pieniądza (XI) USA: Zamówienia na dobra trwałe użytku (XI)
31	1 stycznia Nowy Rok	2	3 POL: Ceny żywności (II poł. XII) ITA: Inflacja ustępna (XII) EUR: Inflacja ustępna (XII) EUR: Bezrobocie (XI) EUR: Posiedzenie ECB	4 USA: Bezrobocie (XII)

Spojrzenie na gospodarkę

Kategoria	jednostka	grudzień	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec	sierpień	wrzesień	październik	listopad
CENY													
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (r/r)	%	8,5	7,4	6,6	6,2	6,6	6,9	6,2	5,2	5,1	4,3	4,0	-
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (m/m)	%	0,2	0,8	0,1	0,5	0,8	1,1	-0,1	-0,3	-0,3	0,3	0,4	-
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (r/r)	%	5,6	4,7	4,1	3,8	3,4	2,3	0,9	0,6	1,0	0,7*	-0,3	-
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (m/m)	%	-0,9	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,3	0,8	0,5*	-0,4	-
Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej (r/r)	%	6,9	6,8	6,5	5,7	5,0	4,5	3,8	3,6	3,4	3,2	3,1	-
Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej (m/m)	%	0,2	0,4	0,4	0,1	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,1	0,4	-
Kurs USD/PLN (r/r)	%	3,5	0,2	-1,0	-0,7	-5,1	-11,5	-9,7	-3,2	-2,6	-6,0	-10,9	-10,2
Kurs USD/PLN (m/m)	%	-5,4	-4,7	-0,4	-0,8	-1,0	-0,9	-0,3	5,4	1,4	-0,6	-2,0	-0,9
Kurs EUR/PLN (r/r)	%	-8,1	-7,1	-7,7	-6,5	-10,3	-14,5	-18,8	-11,5	-3,2	-1,8	-5,7	-6,8
Kurs EUR/PLN (m/m)	%	-0,6	-0,4	-2,5	-2,0	-2,8	-2,9	-2,8	6,2	6,2	0,6	-2,7	-2,8
Wynagrodzenie realne brutto w sektorze przedsiębiorstw (r/r)	%	-1,9	2,4	1,1	1,6	-1,3	1,8	-1,3	2,7	1,7	1,8	3,7	-
SFERA REALNA													
Produkt krajowy brutto (r/r)	%	2,4	-	-	2,3	-	-	0,9	-	-	-	-	-
Produkcja przemysłu (r/r)	%	-2,2	10,1	0,1	2,9	3,6	-0,9	-4,8	0,9	0,4	-3,8	1,4	-
Produkcja przemysłu (m/m)	%	-1,4	-8,9	-2,5	14,7	-7,8	3,1	-2,8	-1,4	5,6	0,6	7,7	-
Produkcja budowlano-montażowa (r/r)	%	-6,9	-9,7	-9,1	-8,2	-10,8	-11,7	-10,0	-10,3	-13,9	-10,9*	-10,0	-
Produkcja budowlano-montażowa (m/m)	%	40,3	-59,3	7,4	18,6	-2,9	15,5	13,8	-4,9	2,8	10,7	7,8	-
Sprzedaż detaliczna towarów (r/r)	%	3,2	10,9	-0,2	0,1	1,9	4,3	0,2	1,5	3,0	1,3	5,8	-
Sprzedaż detaliczna towarów (m/m)	%	20,8	-27,6	-1,7	17,5	4,0	1,7	-1,3	0,5	2,9	-2,4	6,0	-
Eksport w ujęciu celnym (r/r)	%	18,6	29,9	13,5	17,9	10,5*	6,5*	-1,7*	-0,7*	10,1*	9,3*	-	-
Eksport w ujęciu celnym (m/m)	%	-8,5	1,1	-0,5	9,6	-12,6*	0,4*	-2,9*	1,7*	7,4*	9,7*	-	-
Import w ujęciu celnym (r/r)	%	3,7	14,5	-3,1	2,8	1,3*	-12,0	-10,0*	-2,4*	0,9*	-2,6*	-	-
Import w ujęciu celnym (m/m)	%	-2,9	-11,0	-4,2	16,1	-9,4*	1,3*	-4,2*	7,3*	-3,0*	4,4*	-	-
RYNEK PRACY													
Liczba bezrobotnych	tys.	2703	2 836	2 877	2899	2 878	2 841	2 849	2 872	2 893	2 920	2 944	-
Stopa bezrobocia	%	15,1	15,7	15,9	16,1	16,0	15,9	15,9	16,0	16,2	16,3	16,4	-
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	tys.	5 199	5 184	5 189	5 170	5 156	5 135	5 121	5 097	5 074	5 060	5 044	-
Przeciętne wynagrodzenie brutto	PLN	2 350	2 069	2 075	2 149	2 176	2 163	2 148	2 199	2 192	2 218	2 252	-
Nominalny wzrost wynagrodzeń brutto (r/r)	%	6,4	9,9	7,7	7,9	5,2	8,8	4,9	8,0	6,9	6,2	7,8	-
BUDŻET PAŃSTWA													
Dochody budżetowe	mld PLN	135,7	11,6	21,0	31,6	42,4	52,6	67,8	78,9	90,3	102,8	115,6	-
Wydatki budżetowe	mld PLN	151,1	16,7	32,9	46,7	60,8	73,0	86,5	98,3	111,3	124,6	140,3	-
Wynik budżetu państwa	mld PLN	-15,4	-5,1	-12,0	-15,1	-18,4	-20,4	-18,7	-19,4	-21,0	-21,8	-24,6	-
Zadłużenie krajowe budżetu państwa	mld PLN	146,0	149,1	152,2	155,0	157,3	160,2	160,3	163,0	165,6	170,4	-	-
Zadłużenie zagraniczne budżetu państwa	mld PLN	120,8	119,0	120,6	118,2	113,3	112,2	111,2	119,4	122,0	121,4	-	-



Kategoria	jednostka	grudzień	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec	sierpień	wrzesień	październik	listopad
BILANS PŁATNICZY													
Rachunek bieżący	mln USD	-816	-956	-463	-751	-520	-737	-948	-287	-354	-304*	-672	-
Saldo handlu zagranicznego w ujęciu płatniczym	mln USD	-1 038	-1 516	-724	-908	-710	-1 166	-902	-826	-1 019	-889*	-1 107	-
Eksport	mln USD	2 759	2 430	2 392	2 614	2 559	2 472	2 477	2 556	2 616	2 287*	2 849	-
Import	mln USD	3 797	3 946	3 116	3 522	3 269	3 638	3 379	3 382	3 635	3 176*	3 956	-
Saldo usług	mln USD	-155	-118	-86	-83	-62	-68	-64	-95	-62	-27*	-42	-
Niesklasyfikowane obroty bieżące	mln USD	340	248	243	239	385	315	274	451	478	439	557	-
Rachunek kapitałowy i finansowy	mln USD	351	1 368	984	-29	-212	538	699	738	313	512*	1 045	-
Inwestycje bezpośrednie	mln USD	570	482	394	349	520	329	602	447	360	500*	1 252	-
Inwestycje portfelowe	mln USD	135	799	710	891	-177	-471	-304	70	141	-235*	280	-
PODAŻ PIENIĄDZA													
Podaż pieniądza	mld PLN	294	293	296	301	303	305	308	315	319	321	325	-
Podaż pieniądza (r/r)	%	11,7	14,6	14,6	14,9	14,0	13,5	8,0	13,5	14,6	14,3*	13,0	-
Podaż pieniądza (m/m)	%	1,1	-0,6	1,0	1,9	0,7	0,7	0,8	2,3	1,3	0,7*	1,3	-
Depozyty ogółem (r/r)	%	15,5	17,5	17,1	16,8	16,1	15,5	9,1	15,4	16,3	15,5*	13,7	-
Depozyty ogółem (m/m)	%	1,0	0,1	0,9	1,7	0,4	1,0	0,5	2,5	1,3	0,4*	1,4	-
Kredyty dla osób fizycznych (r/r)	%	31,7	31,3	29,4	25,7	25,1	22,1	-1,3	20,3	20,4	18,7*	16,5	-
Kredyty dla osób fizycznych (m/m)	%	2,1	0,2	-0,3	0,4	1,1	1,3	1,2	3,6	2,5	1,5*	0,4	-
Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r)	%	13,5	12,2	12,0	11,7	9,5	8,4	7,1	9,2	9,2	8,4*	6,4	-
Kredyty dla przedsiębiorstw (m/m)	%	-1,9	1,2	0,9	0,6	0,0	-0,4	0,9	2,1	1,4	1,6*	-0,5	-
WSKAŹNIKI FINANSOWE													
Średnie odchylenie od parytetu	%	-5,0	-7,4	-8,8	-10,1	-11,8	-13,7	-15,0	-9,9	-6,6	-6,5	-8,6	-10,7
Średni kurs USD	PLN	4,3143	4,1108	4,0925	4,0599	4,0175	3,9807	3,9705	4,1859	4,2459	4,2185	4,1332	4,0943
Średni kurs EUR	PLN	3,8802	3,8648	3,7689	3,6952	3,5904	3,4856	3,3894	3,5998	3,8218	3,8450	3,7425	3,6389
Średni kurs DEM	PLN	1,9839	1,9761	1,9270	1,8893	1,8357	1,7822	1,7330	1,8405	1,9541	1,9659	1,9135	1,8605
Średnia stawka WIBOR T/N	%	19,50	19,73	19,82	19,33	18,56	17,91	17,78	15,99	17,19	15,96	17,65	16,50
WIBOR 1M	%	19,83	19,44	19,33	18,36	17,45	17,50	17,38	16,11	15,73	14,99	14,81	14,61
WIBOR 3M	%	19,67	18,97	18,61	18,01	17,17	17,22	16,88	16,01	15,35	14,74	14,01	13,91
Średnia rentowność bonów skarbowych 3M	%	17,60	17,12	17,29	17,20	16,44	16,24	16,12	15,26	14,23	13,81	13,04	12,75
Średnia rentowność bonów skarbowych 6M	%	17,84	17,43	17,09	17,16	16,36	16,21	16,03	15,29	14,38	13,93	12,87	12,36
Średnia rentowność bonów skarbowych 9M	%	17,91	17,40	17,15	17,01	16,11	15,84	15,81	15,32	14,65	14,02	12,80	12,09
Średnia rentowność bonów skarbowych 12M	%	18,01	17,23	16,97	16,85	15,80	15,67	15,61	15,38	14,61	14,01	12,64	11,80
Średnia rentowność obligacji skarbowych 2L	%	17,20	15,68	15,48	15,60	14,59	14,92	15,22	15,13	14,40	13,57	11,36	11,00
Średnia rentowność obligacji skarbowych 5L	%	13,93	13,08	12,92	13,33	13,47	13,38	13,29	13,85	13,50	12,92	11,32	10,13
Średnia rentowność obligacji skarbowych 10L	%	11,50	10,44	10,23	10,68	10,61	11,30	11,74	11,87	11,97	11,57	10,31	9,19
PARAMETRY POLITYKI PIENIĘŻNEJ													
Stopa interwencyjna	%	19,0	19,0	19,0	17,0	17,0	17,0	15,5	15,5	14,5	14,5	13,0	11,5
Stopa redyskontowa	%	21,5	21,5	21,5	19,5	19,5	19,5	18,0	18,0	17,0	17,0	15,5	14,0
Stopa lombardowa	%	23,0	23,0	23,0	21,0	21,0	21,0	19,5	19,5	18,5	18,5	17,0	15,5

* 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 10.12.2001, zostało przygotowane przez:

WYDZIAŁ ANALIZ EKONOMICZNYCH

Krzysztof Rybiński – Główny Ekonomista Banku

tel. 0 22 653 46 63

e-mail: krzysztof.rybinski@bzwbk.pl

Piotr Bielski – tel. 0 22 653 47 33

Barbara Kołcio – tel. 0 71 370 26 27

Aleksander Krzyżaniak – tel. 0 61 856 55 80

Sławomir Nosal – tel. 0 61 856 55 67

fax: 0 61 856 55 65

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

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

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Paul Polaczek – tel. 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 Glowacki 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

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 25 87, 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.