

MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

kwiecień 2002

nr 33

Powoli, ale do przodu

■ Dane za IV kwartał opublikowane przez GUS wskazują na złą sytuację finansową firm.

Po raz pierwszy przedsiębiorstwa miały stratę brutto. Jednocześnie silny spadek zapasów wyrobów gotowych wskazuje, że gospodarka powoli wychodzi z dolka. Wsparciem dla tego procesu są dochody emerytów oraz skłonność gospodarstw domowych do utrzymania dotychczasowego poziomu życia za cenę obniżenia zasobów finansowych. Największym zagrożeniem dla nadchodzącego ożywienia jest trudna sytuacja na rynku pracy i kontynuacja zwolnień przez firmy po fatalnym finansowo IV kwartale.

■ Od kilku miesięcy trąbimy o nadchodzącym ożywieniu i coraz więcej sygnałów wskazuje, iż istotnie ożywienie jest tuż-tuż.

Wskaźniki i dane z USA powodują, iż z miesiąca na miesiąc następują rewizje wzrostu PKB na ten rok. Wskaźnik PMI dla UE prognozuje, że sektor wytwórczy zaczyna się rozwijać po kilku kwartałach spadków. W Polsce dochody budżetowe z VAT i CIT w lutym budżecie pokazują na lepszą sytuację finansową firm i na wzrost popytu krajowego. Informacje te są potwierdzone przez silny wzrost sprzedaży detalicznej w lutym o prawie 8 proc. r/r i poprzez niespodziewany wzrost produkcji przemysłowej. Oczekiwania firm są coraz bardziej optymistyczne, natomiast nastroje konsumentów załamały się gwałtownie w marcu na skutek działań rządu dotyczących listy leków refundowanych i możliwości dorabiania przez emerytów.

■ Nie było obniżki stóp procentowych w marcu i naszym zdaniem nie będzie również w kwietniu.

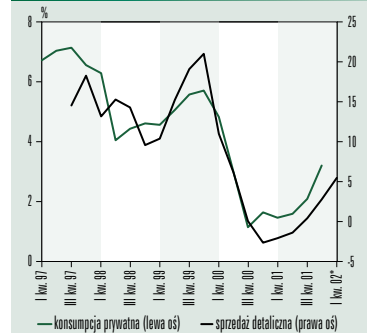
Wszystkie zagraniczne informacje, które pojawiły się od ostatniego spotkania RPP wskazują na silniejsze ożywienie gospodarcze i na wzrost ryzyka inflacji z powodu cen energii. Oczywiście skala przeniesienia się tego ryzyka do Polski zależy od kursu złotego: jeżeli pozostanie mocny, wówczas wpływ może być ograniczony. Jednak w komentarzach członków RPP przewija się ryzyko osłabienia złotego i troska o przyszlóroczny cel inflacyjny ustalony na mniej niż 4 proc. w grudniu 2003. Oczywiście kluczowe będą dane z krajowego podwórka. Ponieważ scenariusz inflacyjny na pierwsze półrocze mamy dobrze zdefiniowany, z inflacją na krótko poniżej 3 proc. w II kwartale, najważniejsze będą informacje dotyczące agregatów pieniężnych (w tym depozytów gospodarstw domowych) oraz rynku pracy. Kontynuacja spadku dynamiki depozytów może utwierdzić RPP, że stóp nie należy obniżać, z kolei przyspieszenie dynamiki spadku liczby miejsc pracy z lutowych 5 proc. r/r może skłonić RPP do delikatnej obniżki. Nasze prognozy wskazują na niskie depozyty i pewną poprawę na rynku pracy, stąd prognoza utrzymania stóp bez zmian.

Na rynku finansowym:

29 marca 2002 r.

stopa depozytowa NBP	6,50	WIBOR 3M	10,34	PLN/USD	4,1321
stopa referencyjna NBP	10,00	rentowność bonów skarb. 52-tyg	9,65	PLN/EUR	3,6036
stopa lombardowa NBP	13,50	rentowność obligacji skarb. 5-letnich	9,15	EUR/USD	0,8713

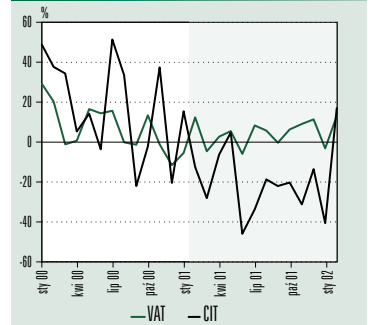
Konsumpcja prywatna a sprzedaż detaliczna r/r



* szacunek BZ WBK

Źródło: GUS, BZ WBK

Dochody budżetu z VAT i CIT r/r



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<i>Czy widzicie, jak nadchodzi?</i>	
Gospodarka Polski	7
Pod lupą: Bank centralny	15
Pod lupą: Rząd i polityka	21
Monitor rynku	24
Przegląd międzynarodowy	26
Kalendarz makroekonomiczny	28
Dane i prognozy ekonomiczne	29

Krzysztof Rybiński

Główny ekonomista
Warszawa (+48 22) 653 46 63
krzysztof.rybinski@bzwbk.pl

Piotr Bielski

Warszawa (+48 22) 653 47 33

Aleksander Krzyżaniak

Poznań (+48 61) 856 55 80

Stawomir Nosal

Poznań (+48 61) 856 55 67

Czy widzicie, jak nadchodzi?

- Maleje dynamika dochodów gospodarstw pracowniczych...
- ...podczas gdy fundusz emerytur rośnie bardzo szybko...
- ...a gospodarstwa domowe konsumują oszczędności
- Przedsiębiorstwa „krwawiły” w IV kwartale...
- ...ale zapasy wskazują na nadchodzące ożywienie
- Obniża się zadłużenie krótkoterminowe lub zmienia się jego klasyfikacja
- Za wcześnie mówić o ożywieniu w inwestycjach...
- ...ale coś jest na rzeczy

Maleje dynamika dochodów gospodarstw pracowniczych

Główny Urząd Statystyczny opublikował właśnie pełne dane za IV kwartał 2001, więc najwyższa już pora przyrzec się niektórym danym kwartalnym. Niniejsza analiza została podzielona na dwie części. Najpierw przyjrzymy się zatrudnieniu, płacom i emeryturom, potem przejdziemy do sektora przedsiębiorstw. Szczerze zachęcamy do przejrzenia tych paru stron, gdyż dane są bardzo ciekawe. Krótkoterminowa analiza rynku pracy jest zwykle ograniczona do sektora przedsiębiorstw, ze względu na dostępność danych w ujęciu miesięcznym. Tabela 1 ukazuje szerszy obraz. Przeciętne zatrudnienie obejmuje wszystkie sektory z wyjątkiem resortów spraw wewnętrznych i obrony (pssst, spalić przed przeczytaniem). GUS nie opublikował jeszcze szacunków zatrudnienia za IV kwartał 2001, więc przedstawiliśmy własne, jednak wszystkie pozostałe liczby w tej analizie są oparte na danych GUS lub NBP. Dane o zatrudnieniu ujawniają, że liczba miejsc pracy (wyluczając szarą strefę) zmniejszyła się o 700 tys. w ostatnich czterech latach, tuż przed wejściem na rynek pracy pokolenia wyżu demograficznego. Kolejna kolumna zawiera średnią miesięczną płacę w gospodarce w poszczególnych kwartałach (dane sprzed 1999 r. zostały ubruttowione) oraz fundusz płac, liczony jako średnie zatrudnienie razy średnia płaca razy trzy. Zmiany funduszu płac mogą wskazywać na zmiany dochodu w dyspozycji gospodarstw domowych, jeśli założyć stałe opodatkowanie. Roczna dynamika funduszu płac zmniejszyła się do 1 proc. w IV kwartale 2001, co oznacza jego realny spadek. Jest on wynikiem szybkiego zmniejszania się liczby miejsc pracy oraz spowolnienia dynamiki płac.

Seniorzy idą na zakupy

Zupełnie odmienną tendencję można zaobserwować w przypadku funduszu emerytur. Indeksacja z czerwca 2001 spowodowała jego gwałtowne przyspieszenie do 13 proc. r/r. Co ciekawe, w IV kwartale 1998 fundusz emerytur stanowił 48,4 proc. funduszu płac, a w IV kwartale 2001 stosunek ten osiągnął 52,7 proc. W pewien sposób jest to sprzeczne z powszechnym odczuciem, że emeryci to najbiedniejsza grupa. W ujęciu realnym powodziło im się całkiem nieźle przez ostatnie cztery lata, a już szczególnie dobrze w II poł. 2001. Oczywiście fundusz emerytur to nie wszystkie dochody tej grupy społecznej, bo trzeba by tu jeszcze dodać odszkodowania (za brak indeksacji w latach 1991-92 i z funduszu robotników przymusowych) oraz dodatkowe dochody tych którzy pobierają emerytury oraz pracują.

Zatrudnienie, fundusz płac i fundusz emerytalny **tab. 1**

kwartaly	przeciętne zatrudnienie mln	przeciętna płaca PLN	fundusz płac mln PLN	fundusz płac r/r proc.	fundusz emerytur mln PLN	fundusz emerytur r/r proc.
1998 I	8564	1483	38103		18448	
1998 II	8575	1502	38631		19290	
1998 III	8538	1536	39347		19591	
1998 IV	8446	1654	41914		20274	
1999 I	8387	1599	40220	5,6	20439	10,8
1999 II	8357	1659	41605	7,7	21127	9,5
1999 III	8289	1714	42622	8,3	22393	14,3
1999 IV	8335	1856	46417	10,7	22499	11,0
2000 I	8139	1869	45627	13,4	22590	10,5
2000 II	8106	1870	45469	9,3	22924	8,5
2000 III	8083	1906	46213	8,4	23567	5,2
2000 IV	8152	2052	50177	8,1	23592	4,9
2001 I	7896	2044	48408	6,1	24019	6,3
2001 II	7852	2007	47275	4,0	24655	7,6
2001 III	7791	2047	47851	3,5	26678	13,2
2001 IV	7850*	2153	50703	1,0	26734	13,3

* szacunek BZ WBK

Źródło: GUS, BZ WBK

Roczna dynamika obu funduszy (płac i emerytur) została pokazana w drugiej kolumnie tabeli 2. Po bardzo silnym roku 1999 przez większość kwartałów 2000 r. ten zmodyfikowany fundusz płac pozostawał w tyle za inflacją. Podobnie było aż do II kwartale 2001, jednak w III i IV kwartale dynamika roczna łącznego funduszu płac i emerytur wzrosła ponad stopę inflacji. Te wnioski mogą wymagać weryfikacji empirycznej. Piotr mówi, że zauważył ostatnio korki uliczne w pobliżu centrów handlowych w Warszawie. Możecie Państwo też sami zweryfikować, czy liczba starszych osób na zakupach w sklepach jest większa niż wynikałoby z ich udziału w rynku wynoszącego około 1/3.

Fundusz płac i emerytur a spożycie indywidualne **tab. 2**

kwartaly	łączny fundusz płac i emerytur	łączny fundusz płac i emerytur	inflacja	konsumpcja indywidualna	konsumpcja indywidualna nominalnie	stosunek obu funduszy do konsumpcji indywidualnej
	mln PLN	r/r %	r/r %	r/r proc.	mln PLN	%
1998 I	56550			85,245		66,3
1998 II	57921			85,561		67,7
1998 III	58938			88,980		66,2
1998 IV	62188			87,151		71,4
1999 I	60660	7,3	6,2	94,868	11,3	63,9
1999 II	62732	8,3	6,4	97,427	13,9	64,4
1999 III	65015	10,3	7,2	98,441	10,6	66,0
1999 IV	68916	10,8	9,2	99,738	14,4	69,1
2000 I	68216	12,5	10,3	109,533	15,5	62,3
2000 II	68393	9,0	10,0	109,992	12,9	62,2
2000 III	69779	7,3	10,8	110,184	11,9	63,3
2000 IV	73770	7,0	9,2	110,678	11,0	66,7
2001 I	72427	6,2	6,7	118,189	7,9	61,3
2001 II	71930	5,2	6,6	118,038	7,3	60,9
2001 III	74529	6,8	4,9	117,812	6,9	63,3
2001 IV	77437	5,0	3,7	118,716	7,3	65,2

Źródło: GUS, BZ WBK

Jeśli ktoś chce mieć szersze spojrzenie na tendencje spożycia indywidualnego, to nie wystarczy przeanalizować fundusze płac i emerytur. Pokazuje to ostanía kolumna tabeli 2. Choć to metodologicznie niepoprawne, podzieliśmy fundusz płac oraz emerytur przez konsumpcję indywidualną podawaną przez GUS. Tak jak oczekiwaliśmy, stosunek ten jest najwyższy w IV kwartale każdego roku, co odzwierciedla sezonowy wzrost płac, ale przez cztery lata postępuje jego spadek z 71,4 proc. w 1998 r. do 65,2 proc. w 2001. Pokazuje to, iż pozostałe źródła dochodów wyjaśniają coraz większą część konsumpcji. Część tej różnicy może być wyjaśniona przez różne zasiłki socjalne (odpowiadające blisko 20 proc. funduszu emerytur), które wzrastają na skutek wzrostu bezrobocia. Jednak oczywiście różnica ta może też wynikać z faktu, że zmienia się sytuacja materialna ludności. Przykładowo gospodarstwa domowe mogą wyglądać poziom konsumpcji, co skutkowałoby spadkiem zasobów finansowych, dla podtrzymania obecnego poziomu życia. W sytuacji bardzo płytkiego rynku kapitałowego i braku rynku hipotecznego dobrą miarą zmian zasobów finansowych ludności jest ich pozycja netto wobec banków. Oczywiście gospodarstwa domowe mogą zwiększyć konsumpcję, więcej pożyczając lub mniej oszczędzając.

Tabela 3 zawiera roczne zmiany oszczędności i zadłużenia ludności w sektorze bankowym oraz ich pozycji netto wobec sektora (zawierające zarówno złotowe jak i walutowe aktywa i pasywa).

Pozycja netto ludności wobec banków **tab. 3**

kwartaly	oszczędności	kredyty	pozycja netto	inflacja
	r/r %	r/r %	r/r %	r/r %
1999 I	27,4	35,8	25,8	6,2
1999 II	23,4	41,1	19,8	6,4
1999 III	20,8	47,6	15,2	7,2
1999 IV	15,2	53,0	7,0	9,2
2000 I	14,2	52,1	6,1	10,3
2000 II	18,5	79,4	3,9	10,0
2000 III	17,3	40,9	11,0	10,8
2000 IV	20,9	31,7	17,6	9,2
2001 I	20,1	25,7	18,4	6,7
2001 II	16,3	-1,3	23,6	6,6
2001 III	17,5	18,7	17,1	4,9
2001 IV	12,0	14,7	11,1	3,7
2002 luty	9,4	14,7	7,7	3,5

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Na początku 2000 r. aktywa netto gospodarstw domowych rosły wolniej od stopy inflacji. Później nastąpiło przyspieszenie i w połowie 2001 r. przekroczenie 18 proc. r/r, wobec około 6,5 proc. inflacji (wyniki za II kwartał 2001 są zaburzone na skutek „lewarowania się” przez osoby zapisujące się na akcje PKN w ofercie publicznej w II kwartale 2000, co zwiększyło kwotę kredytów i zmniejszyło zasoby finansowe netto). Druga połowa 2001 r. przyniosła nagle pogorszenie, które przyspieszyło jeszcze w początkach 2002 r. Oczywiście konieczna jest pewna korekta ze względu na „podatek Belki”, który spowodował pewne przesunięcie z lokat bankowych do funduszy inwestycyjnych, ale i wtedy aktywa netto wykazałyby tylko 10 proc. wzrostu r/r. Tak, to nadal sporo ponad 3,5 proc. inflacji, ale w ujęciu realnym dynamika aktywów netto zwołnła z około 12 proc. przed rokiem do 6 proc. na początku 2002 r. Ponieważ ostatnie obniżki stóp oraz wprowadzenie „podatku Belki” od 1 marca jeszcze nie wywarły wpływu na oszczędności i zadłużenie ludności, można oczekiwać kontynuacji tych trendów, podczas gdy w II poł. 2002 r. oczekiwane jest odbicie inflacji.

Powyższy wywód wskazuje, że gospodarstwa domowe podtrzymują konsumpcję, zmniejszając swoje zasoby finansowe netto. Wobec tego obawy RPP o niskie oszczędności są zaiste uzasadnione.

Przedsiębiorstwa krwawią...

Teraz zajmijmy się sektorem przedsiębiorstw. Na bazie formularzy F-01 GUS przedstawia podstawowe wskaźniki kwartalne w ujęciu narastającym. Jednak patrząc na te skumulowane dane, traci się z oczu dynamikę opisywanych procesów. Dlatego poniżej wyodrębniliśmy dane za poszczególne kwartały. Jesteśmy rzecz jasna świadomi, iż takie obliczenia mogą prowadzić do znacznych zniekształceń, ponieważ firmy raportują w ujęciu narastającym i nie wiemy, czy ich łączna sprzedaż od początku roku zawiera jakieś rewizje wcześniejszych danych kwartalnych czy też

nie. Mając to na uwadze, analizujemy poszczególne kwartały, a obraz, jaki się pojawia, wcale nam się nie podoba, nic a nic.

Przychody, koszty i wyniki finansowe przedsiębiorstw **tab. 4**

kwartały	przychody		przychody realnie min PLN	koszty r/r %	płace r/r %	wynik dzielony przez przychody (bez górnictwa)	
	r/r %	r/r %				brutto	netto
1999 I	7,3	4,1	3,2	9,4	7,8	1,2	-0,2
1999 II	9,3	5,1	4,1	10,1	10,5	2,7	1,4
1999 III	9,2	5,9	3,3	10,9	11,6	1,3	0,0
1999 IV	13,2	7,5	5,8	13,5	12,2	1,5	0,3
2000 I	17,1	7,9	9,2	15,8	16,9	2,1	0,8
2000 II	19,8	8,1	11,7	20,2	12,7	1,7	0,8
2000 III	16,7	8,6	8,2	14,9	11,2	2,5	1,3
2000 IV	14,9	6,9	8,0	14,3	10,5	1,5	0,4
2001 I	7,1	4,2	2,9	8,1	9,4	1,2	0,1
2001 II	0,0	2,2	-2,2	0,3	7,3	1,4	0,5
2001 III	3,0	0,8	2,3	4,1	7,4	1,4	0,3
2001 IV	-0,2	-0,6	0,4	1,3	4,9	-0,1	-0,9

Źródło: GUS, BZ WBK

Pierwsza kolumna tabeli 4 ukazuje roczną stopę wzrostu przychodów przedsiębiorstw. Po raz pierwszy w okresie transformacji dochody spadły w ujęciu nominalnym w IV kwartale 2001. Jednak w tym samym czasie ceny produkcji również spadły r/r, więc w ujęciu realnym nastąpił lekki wzrost przychodów o 0,4 proc. r/r. Najgorszy był II kwartał 2001, kiedy przychody spadły realnie o ponad 2 proc. r/r. „Bonanza” skończyła się definitywnie wraz z końcem 2000 r. A co z kosztami? Stojąc w obliczu niższych niż planowano przychodów, firmy skupiły się na redukcji kosztów. Koszty rosły w tempie 15-20 proc. r/r w 2000 r. i pomiędzy 0 a 4 proc. przez większość 2001. Co więcej, roczny wzrost kosztów w 2001 r. był znacznie niższy niż wzrost płac, co potwierdza, że niektóre firmy znacznie zredukowały zatrudnienie, podobnie jak i inne rodzaje kosztów. Nie wystarczyło to jednak, aby powstrzymać dramatyczne pogorszenie rentowności. Ostatnie dwie kolumny tabeli 4 przedstawiają wyniki finansowe brutto oraz netto jako stosunek do przychodów. Wyłączyliśmy sektor górniczy z tej analizy z wielu powodów. Przede wszystkim wyniki w górnictwie mają niewiele wspólnego z warunkami rynkowymi i w znacznym stopniu zależą od subsydiów podatkowych.

Przedsiębiorstwa nieźle sobie radziły od I do III kwartału 2000, w 2001 r. nieco przyhamowały, by przynieść straty w IV kwartale 2001. W IV kwartale nawet wynik brutto był ujemny, co nie miało miejsca przez ostatnie trzy lata, a prawdopodobnie również nigdy po 1992 r. Teraz łatwiej zrozumieć dlaczego firmy przyspieszały zwolnienia pracowników w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Była to prawdopodobnie paniczna reakcja na fatalne wyniki finansowe. Artykuły prasowe potwierdzają ten punkt widzenia dużą liczbą nagłówków o sektorze stoczniowym czy samochodowym.

...ale zapasy wskazują na nadchodzące ożywienie

Oczywiście analiza przepływów finansowych ujawnia tylko część prawdy. Teraz przyjrzymy się zapasom przedsiębiorstw oraz innym aktywom, krótkoterminowemu zadłużeniu, jak również ich planom inwestycyjnym.

Zapasy **tab. 5**

kwartały	materiały	produkcja w toku	wyroby gotowe	towary
	r/r %	r/r %	r/r %	r/r %
2000 I	13,3	13,0	5,7	19,1
2000 II	14,0	22,5	8,0	25,5
2000 III	13,6	20,4	16,6	15,6
2000 IV	7,7	22,0	12,0	8,1
2001 I	3,1	13,6	5,0	4,3
2001 II	-1,2	2,6	3,5	-2,8
2001 III	-4,4	2,4	0,3	-2,3
2001 IV	-7,7	1,0	-0,7	-2,7

Źródło: GUS, BZ WBK

Tabela 5 stanowi kontynuację ukazanego wcześniej obrazu redukcji kosztów. W IV kwartale 2001 r. zapasy materiałów obniżyły się o 7,7 proc. r/r w ujęciu nominalnym, produkcja w toku wzrosła zaledwie o 1 proc., a zapasy wyrobów gotowych spadły o 0,7 proc. r/r. Zapasy towarów (głównie w sektorze handlu krajowego) malały prawie 3 proc. r/r, ale IV kwartał 2001 nie był inny niż poprzednie, co odzwierciedla lepszą kondycję handlu detalicznego niż produkcji przemysłowej.

Dane te dają jednak pewną podstawę do przemyśleń. Podczas gdy gwałtownie rosnące zapasy wyrobów gotowych w II połowie 2000 roku ujawniały ryzyko nadchodzącej recesji, w IV kwartale 2001 spadek wyrobów gotowych może wskazywać na nadchodzące ożywienie. Oczywiście bez dokładnej znajomości deflatorów, które powinny być użyte, by przejść z ujęcia nominalnego do realnego, nie można wysnuwać żadnych jednoznacznych wniosków. Jednakże, o ile dane zaprezentowane w tabeli 4 były horrorem, tabela 5 oferuje nam rozgrzewający serce romans.

Splacę swoje długi, czyż nie?

Teraz spójrzmy szybko na dane o należnościach, roszczeniach, gotówce oraz krótkoterminowym zadłużeniu w tabeli 6. Powszechnie uważa się, iż firmy nie płacą sobie nawzajem, ale dane nie potwierdzają tego. Co prawda w 2000 r. nastąpił silny wzrost roszczeń oraz krótkoterminowego zadłużenia z tytułu dostaw (około 10 proc. ponad inflację) jednak w 2001 r. ten trend się odwrócił, a w II połowie 2001 spadały one w ujęciu realnym.

Ponadto byłbym nieskończenie szczęśliwy, gdybym usłyszał jakieś sensowne wyjaśnienie dotyczące gór gotówki, na których, jak się wydaje, firmy siedziały w IV kwartale 2001. Nie był to efekt końca roku, bo widzimy wyniki w ujęciu r/r. Może to z powodu zaprzestania inwestycji? Cóż, dane PKB potwierdzają, że do pewnego stopnia tak

mogło być. Nie mamy tu dobrego wyjaśnienia, ale jeśli gospodarka się ożywi, a prezesi i dyrektorzy finansowi oraz ich koledzy z zarządów przekonają się, że nadszedł czas na rozwój, to gotówka się przyda. Stan gotówki raportowany przez firmy wykazuje silną korelację z depozytami firm w bankach. W lutym 2002 stopa wzrostu depozytów firm r/r spadła do 14 proc., co może oznaczać, że przedsiębiorstwa mają mniej gotówki niż w grudniu 2001, ale nadal dynamika pozostaje powyżej 10 proc.

W końcu, spójrzmy na różne rodzaje krótkoterminowego zadłużenia w tabeli 6. Wzrost kredytów bankowych faktycznie zanikł w IV kwartale. Cóż, jeśli firmy nie inwestują, a gotówki mają dość, to po co więcej pożyczać. Jednakże nieco dziwne zjawiska zaszły w pozostałych dwóch kategoriach: zaległych podatkach i składkach ZUS. Wygląda na to, że firmy płacą podatki terminowo, bo realny wzrost zaległości pozostaje niemal bez zmian. Jeszcze dziwniejsze rzeczy widzimy w zaległościach wobec ZUS. Radykalną poprawę w I kwartale 2001 można wytłumaczyć pomocą w spłacie składek, jaką otrzymały przedsiębiorstwa państwowe z budżetu. Jednak jeszcze szybsza poprawa w II połowie 2001 pozostaje zagadką. Jedno z możliwych wyjaśnień jest następujące: dane opisują zadłużenie krótkoterminowe (do 1 roku), więc po prostu duża część zaległości została zakwalifikowana jako długoterminowe i wypadła z tej statystyki. Ale nawet wówczas poprawa jest znacząca.

Należności i roszczenia, krótkoterminowe zadłużenie **tab. 6**

kwartały	naależności i roszczenia z tytułu dostaw		depozyty firm w sektorze bankowym mln PLN	kredyty bankowe		zadłużenie z tytułu dostaw		zadłużenie z tytułu podatków		zadłużenie krótkoterminowe wobec ZUS	
	r/r %	gotówka w obiegu r/r %		r/r %	r/r %	r/r %	brutto	netto	r/r %	r/r %	
2000 I	17,8	13,7	19,1	18,6	21,5	11,1	37,9				
2000 II	22,6	22,3	36,0	20,7	21,2	24,3	37,2				
2000 III	19,3	23,0	12,9	18,5	16,1	23,9	33,5				
2000 IV	15,5	9,5	3,7	21,5	11,0	7,8	24,5				
2001 I	8,1	12,0	8,3	14,6	5,6	17,3	6,6				
2001 II	1,8	4,6	-7,5	11,1	2,6	8,1	-1,8				
2001 III	2,3	5,2	10,3	8,4	3,4	4,2	-20,1				
2001 IV	1,2	17,2	18,6	2,2	0,2	4,5	-36,7				

Źródło: GUS, BZ WBK

Za wcześnie, by mówić o ożywieniu inwestycji...

Jak wszyscy wiemy, dla długoterminowego wzrostu potrzeba oszczędności i inwestycji. Oczywiście nie zapominamy o innowacjach technicznych, jednak jak dotąd niewiele jest oznak, że Polska da światu giganta high-tech, jak Finlandia Nokię, a przynajmniej przy takich niskich wydatkach na badania i edukację. Więc skupimy się na tradycyjnych czynnikach. Tabela 7 zawiera dynamikę r/r nominalnych wydatków na inwestycje (z jakichś powodów GUS nie liczy danych za I kwartał). Wygląda na to, że recesja w inwestycjach była rekordowa w IV kwartale 2001, co było wyraźnie widoczne w danych PKB kilka dni temu. Jednak ten trend

jest napędzany spadkiem popytu na nowe budynki oraz wydatków na flotę samochodową, które odpowiadały odpowiednio za 38 proc. i 8 proc. inwestycji w środki trwałe w IV kwartale 2001. Negatywna tendencja występuje również w inwestycjach w maszyny.

Roczne zmiany nominalnych nakładów inwestycyjnych **tab. 7**

kwartały	na środki trwałe	na budynki i budowle	na maszyny i urządzenia	na środki transportu
	r/r %	r/r %	r/r %	r/r %
2000 I-II	-9,5	-15,2	-4,9	-7,1
2000 III	-4,6	-15,5	-1,8	37,1
2000 IV	-5,2	-0,9	-7,3	9,8
2001 I-II	-5,6	-6,5	-4,6	3,7
2001 III	-20,5	-22,4	-12,7	-44,8
2001 IV	-27,8	-35,9	-14,9	-49,8

Źródło: GUS, BZ WBK

...ale coś jest na rzeczy

Jednak mroczna otchłań oddała się, jeśli spojrzeć na dane o nowych inwestycjach. W IV kwartale 2001 ich liczba wzrosła o 40 proc. r/r po trzech kwartałach stabilnego spadku. W porządku, wiem o tym, że ich szacowana wartość ciągle jeszcze jest niższa o 26 proc. r/r, ale w I połowie 2001 wzrost osiągnął 260 proc. r/r. Tak duże różnice mogą mieć przynajmniej dwa powody. Po pierwsze informacje te mogą być niewiarygodne, ale ekonomiści nienawidzą takich wniosków. Po drugie wysoki wzrost nowych inwestycji był związany z lepszymi wynikami finansowymi firm w 2000 r.

Inwestycje rozpoczęte **tab. 8**

kwartały	inwestycje rozpoczęte ogółem	szacunkowa wartość	udział we wszystkich inwestycjach	inwestycje rozpoczęte w przemyśle	szacunkowa wartość t.r. w przemyśle
	r/r %	r/r %	r/r %	r/r %	r/r %
2000 I-II	12,1	0,0	8,3	4,6	-35,0
2000 III	16,1	-66,3	11,9	-4,5	22,4
2000 IV	-16,1	24,4	27,3	21,1	-40,1
2001 I-II	-10,6	258,4	31,7	-87,8	-31,0
2001 III	-15,1	91,4	28,7	-7,1	1,1
2001 IV	40,3	-25,8	28,0	-45,1	67,2

Źródło: GUS, BZ WBK

Spójrzmy na udział nowych inwestycji w całości. Wiem, że to jak porównywanie jabłek i pomarańczy, ponieważ wydatki na wcześniej rozpoczęte inwestycje miały już miejsce w odpowiednim, minionym kwartale, a nowe inwestycje odnoszą się do szacunkowej wartości i do wydatków, które będą miały miejsce być może w odległej przyszłości. Ale mając to na uwadze, widzimy, że wolumen inwestycji rozpoczętych znacznie się zwiększył w 2001 r. w porównaniu z wydatkami. Oczywiście ciągle jesteśmy poniżej stopy 38 proc. odnotowanej w roku 1998, gdy inwestycje rozwijały się najdynamiczniej.

Nieco inny obraz wylania się z analizy sektora produkcji, gdzie liczba przedsięwzięć spadła, ale ich szacunkowa

wartość wzrosła o prawie 70 proc. Różnica wynika z sekcji „transport, gospodarka magazynowa i łączność”, która w 2000 r. planowała dokonanie nowych inwestycji na 9 mld 82 mln zł, a w 2001 tylko na 2 mld 483 mln zł. Co interesujące, w górnictwie węgla brunatnego i kamiennego wydatki inwestycyjne wzrosły o 7 proc. w 2001 r., a wartość planowanych nowych inwestycji zwiększyła się ponad dwukrotnie z 398 mln zł do 851 mln zł. Nie mamy informacji, czy to był węgiel brunatny, czy kamienny, ale dane te nasuwają pytanie o tempo restrukturyzacji sektora węglowego (czy kopalnie są zamykane, czy rozwijają się?).

Co widzisz, drogi Watsonie? – tak brzmiało słynne pytanie zadawane przez Sherlocka Holmesa. Cóż, wydaje się, że wiele wskaźników pozwala spodziewać się ożywienie (fundusz płac i emerytur razem wygląda dobrze w ujęciu realnym, gospodarstwa domowe oszczędzają mniej, aby utrzymać swój standard konsumpcji, zapasy wyrobów gotowych spadły i wydaje się, że planowane nowe inwestycje zanotowały silny wzrost w 2001 r.). Jednak dowody na to nie są zbyt przekonujące i będziemy musieli poczekać kilka miesięcy, zanim będzie można sformułować mocniejsze wnioski. Wiem, o czym Państwo teraz myślicie, widząc taką konkluzję po siedmiu stronach wypełnionych liczbami. Tak, ekonomia jest sztuką.

Gospodarka Polski

- PKB wzrósł zaledwie o 0,3 proc. r/r w IV kwartale 2001
- Pierwsze oznaki ożywienia w „realnych” danych
- Koniunktura coraz lepsza, czas na biznes nadchodzi
- Niekorzystne tendencje monetarne kontynuowane

Było gorzej, niż się wydawało...

W marcu poznaliśmy szacunki wzrostu gospodarczego w Polsce w ostatnim kwartale ubiegłego roku. I trzeba przyznać, że nie były to wyniki imponujące. Według GUS PKB wzrósł w IV kwartale 2001 r. tylko o 0,3 proc. r/r, podczas gdy oczekiwania rynku zawierały się w przedziale 0,4-0,6 proc. W tym samym czasie konsumpcja indywidualna zwiększyła się o 3,2 proc. r/r, a konsumpcja zbiorowa wzrosła (według naszych szacunków) o ok. 1,4 proc. r/r. Inwestycje zanotowały bezprecedensowy spadek o 14,3 proc. r/r, a udział eksportu netto we wzroście PKB pozostał bardzo duży. Dynamikę poszczególnych składowych PKB zestawiono w tabeli, a na wykresie została przedstawiona oszacowana kontrybucja poszczególnych komponentów wzrostu gospodarczego (w jakim stopniu zmiana danego komponentu wpłynęła na wzrost PKB).

Dwie rzeczy przychodzą na myśl podczas analizy ostatnich danych PKB i ich wpływu na obecną sytuację gospodarczą. Przede wszystkim te liczby opisują przeszłość – a pamiętajmy, że kilka dni temu wkroczyliśmy już w II kwartał 2002 r. Po drugie prognozy głównych składników PKB, które zakładały spadek inwestycji oraz przyspieszenie konsumpcji prywatnej, w dużej mierze się sprawdziły. Obraz gospodarki zarysowany przez dane z IV kwartału jest rzeczywiście nieco bardziej ponury, niż sobie to wszyscy wyobrażali, jednak najnowsze dane opublikowane w tym samym czasie sugerują, że od początku 2002 r. miała już miejsce pewna poprawa i statystyki za kolejne kwartały powinny być lepsze.

Sprzedaż detaliczna wzrosła w lutym o 7,7 proc. r/r, po 4,7 proc. odnotowanych w styczniu oraz 2,4 proc. w grudniu (patrz dalej), co wskazuje, że spożycie indywidualne nadal przyspiesza w I kwartale br. A należy pamiętać, iż pełen efekt ostatnich cięć stóp jeszcze się nie ujawnił. Dynamika wydatków publicznych także pozostaje wysoka na początku tego roku, szczególnie że niektóre wydatki zostały najprawdopodobniej przełożone z końca ubiegłego roku aby nie zwiększać deficytu. Te dwa czynniki będą głównymi czynnikami napędzającymi ożywienie gospodarcze na początku 2002 r. Jednak, ponieważ odbudowa zapasów zapewne

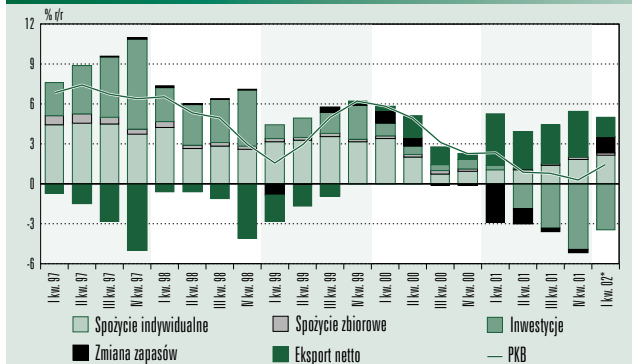
potrwa jakiś czas a wyniki handlu zagranicznego będą gorsze niż w 2001 r., to odbudowa wzrostu w pierwszej połowie tego roku będzie ograniczona, a poprawa będzie następować stopniowo. Tym niemniej nasza prognoza PKB na I kwartał 2002 wynosi aż 1,5 proc. r/r, ponieważ jest obciążona silnie dodatnią kontrybucją zapasów, wynikającą z wyjątkowo silnego spadku zapasów odnotowanego w I kwartale 2001. Jednak, szczerze mówiąc, nie jest jasne, jak GUS potraktuje wkład zapasów. Ostatnie niespójności w wynikach produkcji przemysłowej (patrz dalej) wyraźnie wskazują, iż GUS ma spory margines dyskrecjonalności w metodach przeliczania i prezentowania danych. Wyłączenie składnika zapasów z PKB obniżyłoby dynamikę wzrostu gospodarczego w tym kwartale o około 1 proc.

Produkt Krajowy Brutto, proc. r/r realnie tab. 9

	2000	2001				2001
		I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	
PKB	4,0	2,3	0,9	0,8	0,3	1,1
spożycie ogółem	2,4	1,2	1,3	1,8	2,8	1,8
spożycie indywidualne	2,6	1,5	1,6	2,1	3,2	2,1
spożycie zbiorowe	x	0,2	0,4	0,8	1,4	x
akumulacja	3,9	-13,1	-12,5	-14,2	-14,5	-13,8
inwestycje	2,7	1,5	-8,4	-13,6	-14,3	-10,2
zmiana zapasów	x	-316,7	-77,0	-26,0	-20,0	x
wartość dodana	3,7	2,1	0,8	0,6	0,1	0,9
przemysł	6,5	3,3	-1,3	-1,5	-2,5	-0,6
budownictwo	-0,7	-5,2	-8,0	-8,2	-8,0	-7,6
usługi rynkowe	4,2	3,5	3,7	4,1	4,2	3,9

Źródło: GUS, BZ WBK

Składowe wzrosty PKB



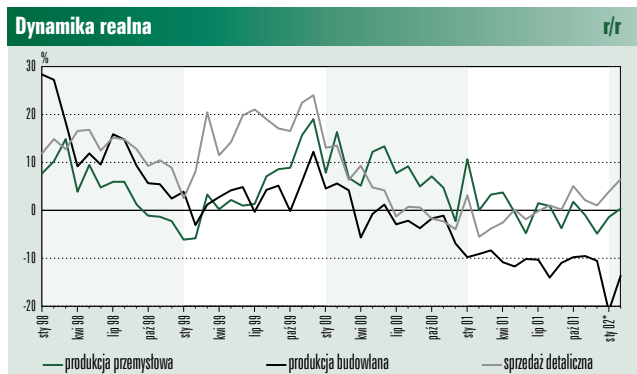
* szacunek BZ WBK

Źródło: GUS, BZ WBK

...ale wiele wskazuje na to, że idzie ku dobru

Mimo iż obraz końcówki ubiegłego roku maluje się w wyjątkowo ciemnych barwach, obserwacja napływających danych z kolejnych miesięcy uprawnia do nieco większego optymizmu. Prawdopodobnie zanudziliśmy już Państwa na śmierć ciągłym powtarzaniem, że widzimy nadchodzące ożywienie gospodarcze. Niezależnie od tego, czy nam uwierzycie czy nie, w marcu GUS dostarczył pierwsze czytelne potwierdzenie naszych przypuszczeń, oparte na rzeczywistych wynikach, a nie tylko na odpowiedziach ankietowych przedsiębiorców.

Produkcja przemysłowa w lutym ponownie była na plusie w ujęciu rocznym, po raz pierwszy od października 2001, notując wzrost o 0,4 proc. r/r po spadku o 1,4 proc. r/r w styczniu i -4,8 proc. r/r w grudniu. Co jeszcze bardziej interesujące i szczególnie obiecujące, poprawa była związana głównie z dobrymi wynikami w sektorze wytwórczym, którego produkcja zwiększyła się o 0,3 proc. r/r wobec zanotowanego w styczniu spadku o 2,7 proc. r/r. Nawet patrząc na roczną stopę wzrostu produkcji przemysłowej średnio w pierwszych dwóch miesiącach 2002 r., wniosek jest raczej optymistyczny: produkcja spadła w tym okresie tylko o 0,5 proc. r/r, gdy w listopadzie-grudniu było to -2,9 proc. r/r, co może oznaczać, że dno mamy już za sobą. Oczywiście po dobrych danych lutowych nie należy oczekiwać, że odbicie w następnych miesiącach będzie gwałtowne i definitywne. Jak już wcześniej wspominaliśmy, ożywienie w tym roku będzie stopniowe, więc w pierwszym półroczu zobaczymy tylko umiarkowane oznaki poprawy. Szczególnie w marcu produkcja może ponownie zejść na minus ze względu na mniejszą liczbę dni roboczych niż w 2001 r. Ale sygnał poprawy produkcji potwierdza, że poluzowanie polityki pieniężnej i fiskalnej już wkrótce ujawni w pełni swój wpływ na dane ekonomiczne i kolejne kroki w kierunku dalszego poluzowania staną się dyskusyjne.

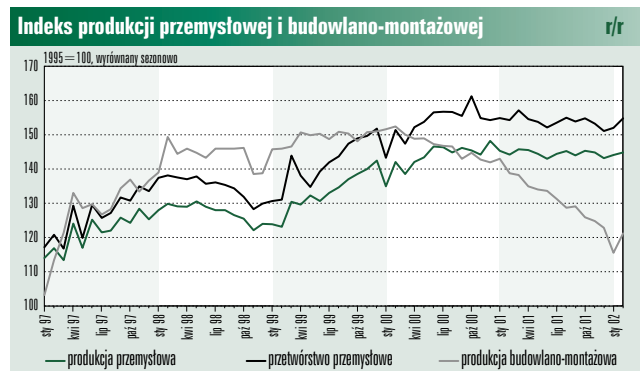


Jak wspomniano już wcześniej, sprzedaż detaliczna wzrosła w lutym o 7,7 proc. r/r (nominalnie). Choć wynik ten jest być może w pewnym stopniu zniekształcony przez „efekt łąpińskiego”, tzn. zwiększone zakupy leków z powodu pla-

Coś nie tak z dynamiką produkcji

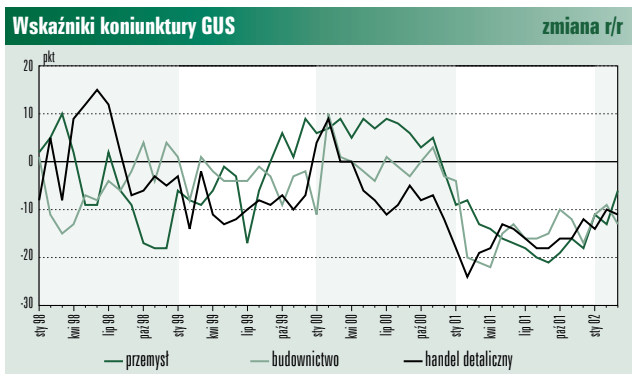
Warto zauważyć, że opublikowane przez GUS dane o produkcji przemysłowej za luty nie są wewnętrznie spójne. Ogłoszony spadek miesięczny produkcji o 2,1 proc. trudno pogodzić z roczną stopą wzrostu i indeksem produkcji (1995=100) opublikowanym w tym samym momencie. Przy indeksie 1995=100, wynoszącym w styczniu 133,8 i spadku produkcji o 2,1 proc. m/m, indeks w lutym powinien wynieść ok. 131, podczas gdy według GUS było to 132,5. Podobnie niższa powinna być też stopa wzrostu r/r. Dokładniejsza analiza wykazuje, że niezgodności pomiędzy dynamiką miesięczną i roczną skumulowane są w sekcji „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię, gaz i wodę”. Nie znamy powodów takich rozbieżności, ale stwarza to co najmniej dwa poważne problemy. Po pierwsze przy braku spójności pomiędzy miesięcznymi i rocznymi stopami wzrostu nie jest jasne, która liczba obrazuje rzeczywisty trend, a która jest nieprawdziwa (skłaniamy się ku temu, że bardziej wiarygodny jest wskaźnik r/r). Po drugie w tej sytuacji prognozowanie produkcji przemysłowej na kolejne miesiące bardziej niż kiedykolwiek przypomina zabawę we wróżkę z czarnym kotem i kryształową kulą (wypada zwrócić uwagę, że np. za luty niemal idealnie przewidzieliśmy miesięczny spadek produkcji o 2 proc., podczas gdy roczny wskaźnik był znacznie wyższy od naszych oczekiwań).

nowanych zmian w ich refundowaniu ogłoszonych przez ministra zdrowia, to jednak odzwierciedla silny i rosnący popyt konsumpcyjny. Świadczy o tym bardzo wysoki, dwucyfrowy wzrost zakupów dóbr trwałych (meble, AGD, RTV), odzieży i obuwia. Przyspieszenie wydatków gospodarstw domowych jest najprawdopodobniej konsekwencją silnego spadku stóp procentowych w zeszłym roku, chociaż nie bez znaczenia pozostają głębokie promocje cenowe w ostatnich miesiącach. Pamiętajmy też, że pełny wpływ redukcji stóp i opodatkowania odsetek od marca nie zostały jeszcze odzwierciedlone w tych danych.



Koniunktura coraz lepsza, nadchodzi czas na biznes

Dalszą poprawę sytuacji gospodarczej zapowiadają wyniki badań koniunktury. Według badań GUS marzec przyniósł oczekiwany wzrost wskaźników koniunktury we wszystkich trzech sektorach. Mimo iż wszystkie indeksy nadal pozostają na minusie, jak pokazuje wykres poniżej, dynamika r/r poprawiła się znacznie w przemyśle, nieco pogorszyła w handlu detalicznym i spadła w budownictwie. Zatem całościowy obraz jest niejasny. Koniunktura w przemyśle poprawia się w największym tempie, co dobrze rokuje marcowym wynikiem produkcji przemysłowej, chociaż oczekujemy lekkiego spadku r/r z powodu jednego dnia roboczego mniej w tym roku. Handel detaliczny ucierpiał w następstwie spadku optymizmu konsumentów, a budownictwo ciągle ma problemy ze względu na niski popyt inwestycyjny.



Źródło: GUS, BZ WBK

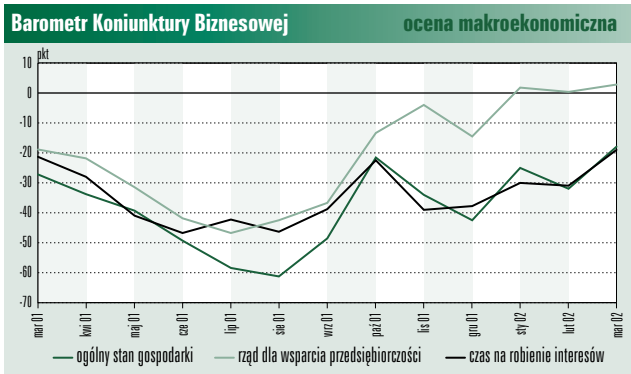
W opinii firm sektora produkcyjnego popyt wewnętrzny poprawił się w marcu, a popyt zagraniczny nie zmienił się. Ankietowani oczekują dalszej poprawy popytu w kolejnych miesiącach. Ceny producenta mogą się trochę obniżyć w najbliższym czasie, przedsiębiorcy planują redukcje zatrudnienia w podobnym tempie jak oczekiwali tego w ubiegłym miesiącu. 13 proc. badanych przedsiębiorstw nie planuje żadnych inwestycji w nadchodzących 12 miesiącach, w marcu 2001 r. odsetek ten wynosił 18 proc. 62 proc. firm planuje nowe inwestycje w porównaniu z 51 proc. rok temu. 92 proc. respondentów podało zysk zatrzymany jako źródło finansowania inwestycji, 36 proc. zaciągnie kredyt w banku, a 12 proc. jest zainteresowanych leasingiem. Budownictwo wykazało wg GUS sezonową poprawę koniunktury, ale sytuacja pozostaje nadal nie najlepsza. Choć planowane zwolnienia są mniejsze niż przed miesiącem, nadal 33 proc. zapytanych przedsiębiorców ma zbyt duże możliwości produkcyjne wobec planowanego popytu w I połowie roku, a tylko 6 proc. doniosło o zbyt małym zatrudnieniu. Ponadto firmy tego sektora oczekują dalszego spadku cen w budownictwie. Przedsiębiorstwa handlu detalicznego informowały o wyższej sprzedaży i poprawiającej się sytuacji finansowej. Pierwszy raz od czerwca 2001 r. prognozy sprzedaży są optymistyczne.

Firmy chcą zwiększać zamówienia i oczekują wzrostu cen detalicznych w tempie podobnym do oczekiwań w lutym. Redukcje zatrudnienia mogą być ograniczone.

Wskaźnik WML (polski odpowiednik PMI, liczony przez NTC Research) wzrósł w marcu do 45,9 pkt z 45,5 w lutym, po raz dziewiętnasty z rzędu pozostając poniżej neutralnego poziomu 50 pkt, co oznacza kontynuację regresu w sektorze wytwórczym. Menedżerowie logistyki sygnalizowali wzrost nowych zamówień, w tym eksportowych, co dobrze wróży perspektywom produkcji, szczególnie jeśli uwzględnimy zgłaszany spadek zapasów wyrobów gotowych. Niemniej jednak poprawie nastrojów towarzyszy wzrost oczekiwań inflacyjnych: ten indeks wzrósł w marcu do 48,6 z 43,4 przed miesiącem, co zdaniem autorów badania może sugerować niespodziankę inflacyjną w marcu. Zatrudnienie nadal spadało w marcu, chociaż w tempie wolniejszym niż w poprzednich miesiącach.

Wskaźnik wyprzedzający dla polskiej gospodarki, liczony przez Marię Drozdowicz, wzrósł w ostatnim miesiącu o 0,4 pkt, co również potwierdza tezę o nadchodzącym ożywieniu, chociaż cały czas wskazuje, że dynamika tego ożywienia może być niewielka.

Ostatnio na rynku pojawił się nowy wskaźnik koniunktury, obliczany przez Instytut Pentor na zlecenie „Pulsu Biznesu”. Badanie to ma krótką historię (zapoczątkowano je w marcu 2001 roku), ale dostarcza bardzo wiele szczegółowych informacji o sytuacji w gospodarce oraz oczekiwaniach przedsiębiorców. Indeks ogólny koniunktury był w marcu nadal na minusie, osiągając $-2,8$, w porównaniu z $-9,0$ w lutym i $-1,8$ w marcu 2001, ale według Pentora poprawa powinna nastąpić i wskaźnik wyjdzie na plus po raz pierwszy od początku prowadzenia tego badania. Co ciekawe, ocena makroekonomiczna sformułowana przez firmy była lepsza niż rok temu, ogólna ocena gospodarki wyniosła -18 pkt (w porównaniu z $-27,2$ w marcu 2001), a indeks „czas na robienie interesów” osiągnął -19 ($-21,3$). Jednocześnie rząd był oceniany pozytywnie za kreowanie środowiska wspierającego przedsiębiorczość – wskaźnik ten wyniósł $2,8$ pkt, podczas gdy rok temu $-18,9$. Oczywiście tak wysoka ocena rządu związana jest z nadziejami, że rządowy program „Przed wszystkim przedsiębiorczość” nie pozostanie na papierze, lecz uzyska poparcie większości parlamentarnej. Z drugiej strony (pamiętajcie, że jesteśmy ekonomistami, więc zawsze będzie jakieś „z drugiej strony”) sytuacja mikroekonomiczna firm poprawia się bardzo powoli. Ogólna sytuacja przedsiębiorstw została oceniona na $4,3$ pkt wobec $-2,8$ w lutym i $8,6$ w marcu 2001, a konkurencyjność firm na rynku krajowym na $11,0$ pkt w porównaniu z $5,8$ w lutym i $21,1$ rok temu.



Co wynika z tych wszystkich badań koniunktury? Wyniki po raz kolejny można podsumować słowami „jest źle, ale nie tak źle jak miesiąc temu”. I choć koniunktura jest nadal gorsza niż przed rokiem, to różnica jest niewielka. Złe wiadomości nadal nadchodzą z rynku pracy, bo firmy planują dalsze zwolnienia, choć mniejsze niż miesiąc temu. Dobre wiadomości to plany inwestycyjne, ponieważ więcej firm szuka nowych możliwości inwestowania. Wszystko to potwierdza naszą opinię, że ożywienie nadchodzi. A głównym zagrożeniem dla naszego scenariusza jest kontynuowanie redukcji zatrudnienia. Rządowa nowelizacja kodeksu pracy jest naprawdę potrzebna, i to jak najszybciej.

Rynek pracy ciągle słabszy od oczekiwań

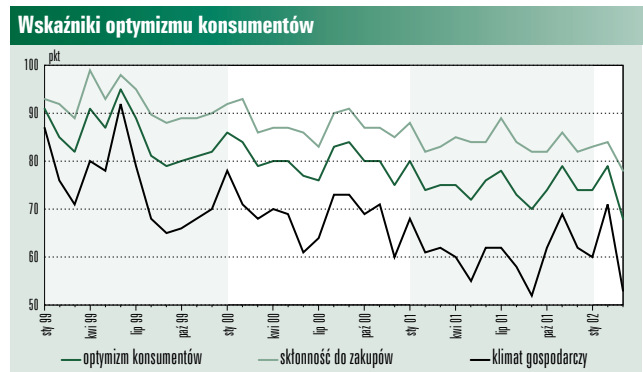
Ożywienia gospodarczego nie widać jak na razie zupełnie w danych z rynku pracy. Opublikowane przez GUS statystyki za luty okazały się słabsze niż oczekiwano, nie wykazały żadnego spowolnienia spadku zatrudnienia. Średnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się o 0,2 proc. m/m i 5 proc. r/r, osiągając najniższy poziom od początku procesu transformacji w Polsce, nawet uwzględniając zmianę metodologii GUS w 2000 r. Tendencja ta stanowi największe zagrożenie dla trwałości ożywienia gospodarczego, gdyż szybko rosnąca liczba bezrobotnych osłabia konsumpcję nawet pomimo tego, że coraz niższe stopy procentowe i poprawiające się oczekiwania co do perspektyw sytuacji gospodarczej zachęcają do zwiększania bieżących wydatków kosztem oszczędności.

Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw pozostało w lutym prawie bez zmian m/m i wzrosło o 5,5 proc. r/r. Wraz ze spadającym zatrudnieniem przekłada się to na bardzo ograniczony wzrost nominalnego funduszu płac o 0,3 proc. r/r. Realny fundusz płac obniżył się o 3,3 proc. r/r.

Mniejszy optymizm konsumentów: rysa na szkle?

Podkreślmy jeszcze raz: postępujący spadek zatrudnienia i brak sygnałów poprawy na rynku pracy w najbliższym okresie stanowią najpoważniejsze zagrożenie dla scenariusza odbicia gospodarczego w tym roku, gdyż mogą sku-

teczenie podciąć wątłe korzenie ożywiającego się popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych.



W tym kontekście dosyć nieciekawie wyglądają ostatnie wyniki badań nastrojów konsumentów przeprowadzone przez Ipsos-Demoskop. Wskaźnik Optymizmu Konsumentów za marzec spadł o 11 pkt wobec lutego, skłonność do konsumpcji o 6 pkt, a ocena klimatu gospodarczego aż o 18 pkt. Według instytutu do głównych przyczyn zwiększenia pesymizmu zaliczyć należy kumulację niekorzystnych informacji ze strony rządu i gospodarki. Starcie rządu i związków zawodowych w sprawie kodeksu pracy oraz nagłośnione problemy finansowe dwóch wielkich stocznii, grożące zwolnieniami, zwiększyły obawy pracowników o stabilność zatrudnienia. Propozycje ograniczenia zatrudniania emerytów oraz zmian zasad refundacji leków wystraszyły grupę najstarszych konsumentów. Dodatkowo nastroje wszystkich silnie pogorszył konflikt między rządem a RPP, a od 1 marca ludność zaczęła płacić podatek od dochodów odsetkowych, co skutkuje wzrostem ilości respondentów sądzących, iż oszczędzanie nie ma sensu. Co również ważne, Adam Małysz nie zdołał zdobyć złota w Salt Lake City. Na szczęście w marcu poprawiły się oceny sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Nadal jedynie 9 proc. respondentów jest w stanie oszczędzać, ale odsetek tych, których na to nie stać, spadł. Może to oznaczać, że marcowy spadek optymizmu nie jest początkiem trendu. Niemniej rząd ma materiał do przemyslenia. Jeżeli będzie nadal straszyć duże grupy (emeryci) albo podkopywać zaufanie ludzi do instytucji państwa (np. atakując NBP) to negatywne tendencje obserwowane w marcu mogą się powtórzyć.

Jeśli chodzi o zachowania konsumentów, to otrzymaliśmy niedawno kolejny niepokojący sygnał. W rozmowie z osobą, która wie wszystko o rynku czekolady, dowiedzieliśmy się, że sprzedaż czekolady wypadła słabo w pierwszych miesiącach tego roku. Ponieważ nie trzeba zaciągać kredytu, żeby kupić batonik, konsumpcja czekolady z reguły dodatnio koreluje się z dochodami do dyspozycji gospodarstw domowych. A zatem czekolada sugerowałaby, że dochody osobi-

ste w I kwartale nie wyglądały zbyt różowo. Oczywiście te dane nie wpisują się dobrze w nasz scenariusz ożywienia gospodarczego, ale wskazują na największy czynnik ryzyka dla tego scenariusza. Jeżeli spadek zatrudnienia w tempie 5 proc. rocznie będzie się utrzymywał, a dynamika płac spowolni, to wówczas gdy wyższe ceny gazu i energii elektrycznej odchudzą budżety domowe w drugiej połowie roku, może nastąpić spowolnienie prywatnej konsumpcji. To z kolei ograniczyłoby dynamikę ożywienia w drugiej połowie roku. Czas pokaże, w międzyczasie zjedźmy batonik, żeby pomóc statystykom.

Przychody budżetu państwa potwierdzają ożywienie

Powróćmy jednak do wiadomości bardziej optymistycznych, których w ostatnich tygodniach jest zdecydowanie więcej od tych niekorzystnych. Po fatalnym styczniu w lutym zanotowano spore wpływy podatkowe do budżetu. Poniższe dwie tabele prezentują zmiany procentowe r/r w dochodach i wydatkach budżetu w porównaniu z planem na 2002 r. Pierwsza tabela przedstawia dane skumulowane (czyli np. styczeń-wrzesień w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku), w drugiej zawarto dynamiki r/r dla poszczególnych miesięcy.

Przychody i wydatki budżetu **tab. 10**

% r/r narastająco	IX 01	X 01	XI 01	XII 01	I 02	II 02	plan '02
DOCHODY	5,0	4,6	3,9	3,4	-10,7	0,0	3,4
Pod. pośrednie	1,4	2,0	2,6	3,3	-3,2	3,9	10,8
CIT	-20,5	-20,4	-21,9	-20,9	-40,8	6,3	4,2
PIT	1,5	1,6	1,9	1,7	-5,0	-0,8	13,5
Dochody jednostek budżetowych	40,1	36,3	29,4	21,4	-47,3	-24,2	
Cła importowe	-20,4	-19,4	-19,9	-19,6	-14,0	-8,9	-14,9
WYDATKI	11,4	11,4	12,8	14,5	3,1	5,3	7,1
Obsługa długu kraj.	11,6	12,5	12,5	24,6	6,7	43,0	
Obsługa długu zagr.	-7,6	-12,4	-11,9	-11,7	-22,9	117,2	
Dotacje do Funduszu Pracy	161,5	145,1	154,7	216,0	101,9	150,3	
Dotacje do KRUS	13,7	12,9	12,7	12,6	7,7	4,0	
Dotacje do FUS	32,2	31,1	42,0	35,1	57,8	20,6	
Dotacje dla samorządów	13,0	12,8	13,9	13,8	3,3	3,9	

Źródło: szacunki BZ WBK na podstawie danych Ministerstwa Finansów

Po pierwszych dwóch miesiącach budżet nadal nie nadąża za planem. Dochody są nominalnie stabilne w porównaniu z planowanym wzrostem o 3,4 proc., ale jednocześnie wydatki również rosną wolniej, niż zakładał plan całoroczny. Jednakże same dochody podatkowe z VAT i CIT w lutym były znacznie wyższe niż planowano. Wpływy z PIT poprawią się z czasem, kiedy zacznie oddziaływać podatek od odsetek i zamrożenie progów podatkowych. Od kwietnia podskoczą też wpływy akcyzowe, gdy producenci energii zaczną odprowadzać 2 grosze za każdą wygenerowaną kilowatogodzinę.

Po lutym deficyt budżetowy osiągnął 34,3 proc. całorocznego planu w porównaniu z 42 proc. średnio w latach 1999-2001.

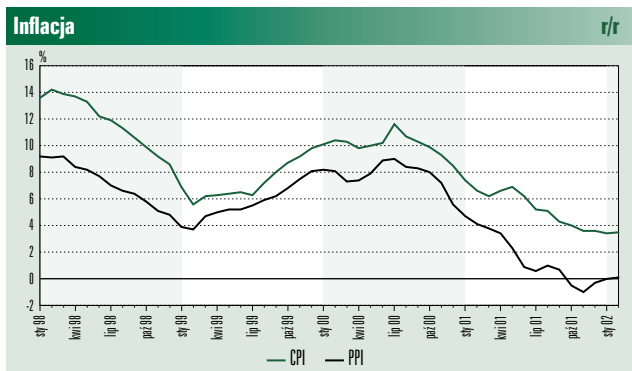
Przychody i wydatki budżetu **tab. 11**

% r/r w miesiącu	IX 01	X 01	XI 01	XII 01	I 02	II 02	plan '02
DOCHODY	6,3	2,1	-2,5	-1,4	-10,7	13,3	3,4
Pod. pośrednie	-0,4	6,2	9,0	11,3	-3,2	13,0	10,8
CIT	-22,2	-20,3	-31,4	-13,6	-40,8	16,9	4,2
PIT	3,2	2,0	3,8	0,5	-5,0	4,8	13,5
Dochody jednostek budżetowych	105,4	-1,2	-36,5	-26,4	-47,3	44,0	
Cła importowe	-22,2	-10,9	-24,2	-16,5	-14,0	-4,2	-14,9
WYDATKI	5,0	11,9	26,9	32,1	3,1	7,6	7,1
Obsługa długu kraj.	-0,6	18,0	11,8	234,4	6,7	74,4	
Obsługa długu zagr.	-26,0	-35,4	10,8	-2,7	-22,9	372,8	
Dotacje do Funduszu Pracy	-26,4	-52,1	373,7	1390,4	101,9	198,3	
Dotacje do KRUS	13,2	7,4	10,3	12,1	7,7	-0,7	
Dotacje do FUS	16,2	23,4	164,4	-21,9	57,8	-12,4	
Dotacje dla samorządów	9,1	9,9	28,6	12,1	3,3	4,4	

Źródło: szacunki BZ WBK na podstawie danych Ministerstwa Finansów

Inflacja niska teraz, przyspieszy w II połowie roku

Czyż to nie miłe? Inflacja w lutym pozostała niska – tylko 3,5 proc. r/r i 0,1 proc. m/m. A w styczniu okazała się jeszcze niższa, tj. 3,4 proc. r/r (wstępny szacunek wynosił 3,5 proc.). Widocznie nowy system wag w 2002 r., liczony na bazie struktury wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych z 2001 r. spowodował obniżenie stopy inflacji o ok. 0,1 proc. Szczerze mówiąc, jest to trudne do wytłumaczenia. Jeśli spojrzeć na nowe wagi na 2002 r., zmieniły się one w znacznej mierze zgodnie z naszymi oczekiwaniami: największy spadek wag zanotowano w kategoriach, które wykazały w ubiegłym roku wzrost cen poniżej średniej (żywność i napoje bezalkoholowe, odzież i obuwie, wyposażenie mieszkania i dobra trwałego użytku), natomiast w grupie z największymi wzrostami cen (koszty użytkowania mieszkania i nośniki energii) waga istotnie wzrosła. Biorąc to pod uwagę, można by oczekiwać, że stopa inflacji liczona według nowego systemu wag powinna być raczej wyższa, a nie niższa od poprzedniej. Tymczasem wyliczenia GUS wyraźnie wskazują na coś innego.

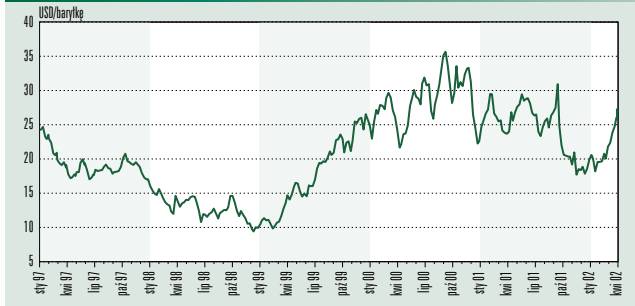


Źródło: GUS

Niska inflacja wpłynęła na oczekiwania rynku co do dalszego poluzowania polityki pieniężnej w krótkim okresie. Sądzymy jednak, że nie należy się zbytnio zachwycać tymi danymi, gdyż to oczywiście nie przejściowo niska inflacja będzie miała wpływ na decyzje RPP, lecz raczej trendy inflacyjne średnio- i długoterminowe. Każdy już wie od jakiegoś czasu, że stopa inflacji będzie rekordowo niska w pierwszej połowie tego roku i 0,1-0,2 pkt proc. nie czyni tu wielkiej różnicy. Ważne jest natomiast jak duże będzie odbicie w kolejnych miesiącach i kwartałach. My ciągle widzimy silny trend wzrostowy inflacji w czerwcu-lipcu, który poniesie inflację w kierunku 5 proc. pod koniec roku. Będzie to wynikiem zarówno czynników strony podażowej, jak i poluzowania monetarnego i fiskalnego.

Ceny ropy naftowej wzrosły o ponad 20 proc. już w marcu i prawdopodobnie będą rosły nadal w drugiej połowie roku, kiedy nadejdzie ożywienie w światowej gospodarce. Od kwietnia zaczną obowiązywać wyższe opłaty za gaz. URE zaaprobował nowe taryfy gazowe, co dla ogromnej wię-

Ceny ropy Brent w Londynie



Źródło: Reuters

kości gospodarstw domowych oznacza wzrost kosztów o niemal 10 proc.; przedsiębiorstwa będące znacznymi konsumentami gazu ziemnego będą za niego płacić o około 10 proc. mniej. Od kwietnia również wyższy VAT na niektóre produkty i usługi dołoży małą cegiełkę do wzrostu inflacji. I w końcu akcyza na energię podwyższy stopę inflacji od lipca. Należy przypomnieć, że ostatnie zmiany wag w koszyku CPI powinny wzmocnić wpływ podwyżek cen gazu i energii elektrycznej, ponieważ udział grupy „użytkowanie mieszkania i nośniki energii” zwiększył się o 0,6 pkt proc. Aha, proszę nie zapominać o rynku żywności. Jak dotąd zachowuje się on bardzo przyzwoicie, ale im bliżej wyborów samorządowych, tym większa będzie pokusa, aby zaskarbić sobie większe poparcie elektoratu wiejskiego poprzez bardziej aktywną politykę interwencyjną na rynku rolnym. W tym samym czasie luźniejsza polityka monetarna i fiskalna zacznie się przekładać na zmiany wskaźników ekonomicznych w drugim półroczu. Prezentowaliśmy już kilkakrotnie wykresy, pokazujące opóźnione oddziaływanie rozluźnienia monetarnego na CPI. Pamiętajmy również, że w I kwartale 2002 deficyt budżetu państwa osiągnie ok. 11 proc. PKB.

Przewidujemy, że w marcu stopa inflacji pozostanie na poziomie 3,5 proc., podtrzymywana przez ceny żywności i paliw, ale w kolejnych dwóch miesiącach obniży się aż do ok. 2,5 proc. za sprawą rekordowo wysokiej bazy odniesienia w ubiegłym roku.

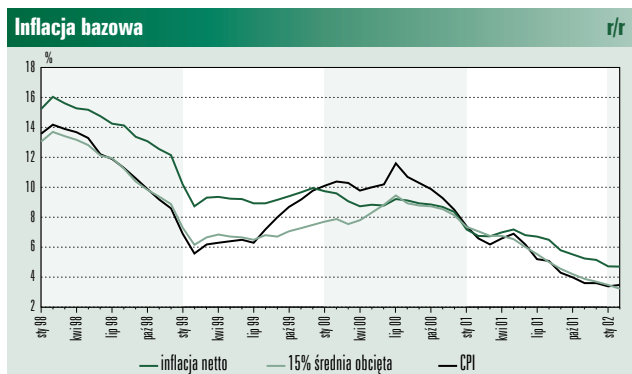
Ceny producenta niemal bez zmian

Ceny produkcji przemysłowej pozostały w lutym bez zmian wobec stycznia oraz wzrosły jedynie o 0,1 proc. r/r. Są to dobre dane, przynajmniej z punktu widzenia presji inflacyjnej. Jednak trzeba mieć na uwadze, że PPI zacznie rosnąć już w marcu i kwietniu z powodu gwałtownego wzrostu cen paliw i nowego podatku akcyzowego na prąd. Do końca roku PPI powinien dojść do około 3 proc. r/r.

Spadek większości miar inflacji bazowej w lutym, inflacja netto stabilna

Po dwóch miesiącach przerwy spowodowanych zmianą wag NBP opublikował wskaźniki inflacji bazowej. Kontynu-

owały one spadek zarówno w styczniu jak i w lutym i jeden ze wskaźników (z wyłączeniem najbardziej zmiennych cen) spadł poniżej 3 proc.



Źródło: GUS, NBP

Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych maleją

Według badania opublikowanego przez Ipsos-Demoskop oczekiwania inflacyjne polskich gospodarstw domowych poprawiły się nieco w marcu. Indeks odzwierciedlający odsetek respondentów spodziewających się spadku inflacji w przyszłości zwiększył się, osiągając drugi najwyższy poziom w ciągu ostatnich dwóch lat. Indeks powyżej 100 pkt oznacza, że większość respondentów oczekuje spadku inflacji, a poniżej tej wartości, że opinia publiczna spodziewa się wzrostu inflacji. Widocznie bardzo niska obecnie inflacja wraz z antyinflacyjną reputacją, jaką zyskał sobie bank centralny w opinii publicznej (niezależnie od tego, czy to prawda, czy nie) mają silny wpływ na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. Dobrze. Koszty utrzymania inflacji pod kontrolą będą w przyszłości niższe, a ryzyko odbicia inflacyjnego wywołanego szokami podażowymi spodziewanymi w II połowie roku nieco zmalało. Będzie to jeden z czynników wspierających argumenty „gołębi” w Radzie Polityki Pieniężnej. Mimo wszystko to nadal za mało, aby oczekiwać redukcji stóp w kwietniu. Pamiętajmy, że oczekiwania inflacyjne są zmiennie i silnie uzależnione od bieżącej sytuacji, mogą więc zacząć rosnąć, jak tylko nastąpi wzrost wskaźnika inflacji w II połowie br.

Podaż pieniądza spowalnia, niekorzystne tendencje kontynuowane

Podaż pieniądza wzrosła w lutym o 0,2 proc. m/m i 11,4 proc. r/r w porównaniu z odpowiednio -1,9 proc. i 12,3 proc. miesiąc wcześniej. „Zgodnie z oczekiwaniami” – to najważniejszy komentarz. Jak już wielokrotnie powtarzaaliśmy, kluczową zmienną do obserwacji jest dynamika depozytów ludności, która w ostatnich miesiącach wykazuje silny trend spadkowy. Ściśle rzecz biorąc, najważniejsza jest pozycja oszczędności netto gospodarstw domowych, tj. całość depozytów ludności (złotowych i walutowych) minus kredyty ludności. Ale suma złotych depozytów osób

fizycznych ma największą wartość i w ostatnim czasie to właśnie jej zmiany kreowały cały trend.

Niepokojące tendencje w sferze monetarnej są kontynuowane: wzrost depozytów złotych ludności jest coraz słabszy – wyniósł w lutym 7,9 proc. r/r wobec 11,7 proc. w grudniu i 20,2 proc. w lipcu 2001. Jednocześnie gotówka w obiegu przyspieszyła do 16,7 proc. r/r z 12 proc. w grudniu i tylko 0,6 proc. w lipcu. Zmiana w strukturze oszczędności gospodarstw domowych na bardziej płynne aktywa jest wyraźna i gwałtowna. W ciągu pierwszej dekady marca złote depozyty ludności zwiększyły się tylko o 0,2 proc., a w ujęciu r/r wzrosły o 6,8 proc.

Podaż pieniądza

tab. 12

m/m	%	0,1	0,2	-0,2	1,0	-1,9	-0,9	-0,5
podaż pieniądza	mld zł	329,40	329,17	327,91	331,1	328,54	331,63	332,79
pieniądz krajowy		276,24	276,12	274,65	276,48	274,75	277,26	280,08
gotówka w obiegu		39,68	37,93	37,24	38,29	36,76	38,24	38,71
depozyty złote		236,56	238,19	237,42	238,20	237,99	239,02	241,37
osób prywatnych		175,37	175,06	173,47	174,86	173,44	171,77	172,90
podmiotów gosp.		61,19	63,13	63,95	63,34	64,55	67,25	68,48
depozyty walutowe	mld PLN	53,16	53,05	53,26	54,60	53,79	54,37	52,71
depozyty walutowe	mld USD	12,77	12,62	12,80	12,92	12,92	13,64	13,30
aktywa zagr. netto	mld PLN	135,30	136,36	134,86	138,91	135,65	133,34	131,80
aktywa zagr. netto	mld USD	32,51	32,43	32,41	32,88	32,58	33,45	33,25
należności od sektora niefin.		222,90	224,27	224,78	224,03	223,66	224,29	221,13
wobec osób prywatnych		55,01	55,24	55,64	55,30	55,26	55,71	54,80
wobec podmiotów gosp.		167,89	169,03	169,14	168,73	168,40	168,58	166,33
zadłużenie sektora budżet.		69,04	67,76	65,36	68,96	66,06	63,58	69,07

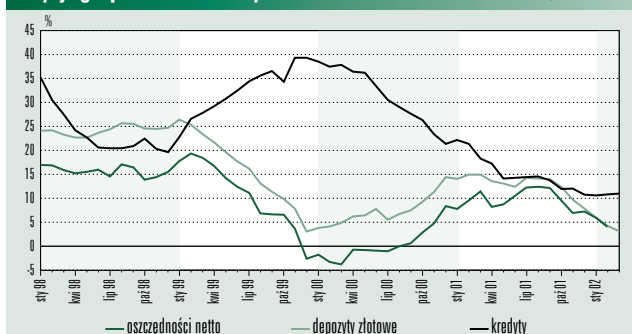
Źródło: NBP, BZ WBK

Oszczędności netto gospodarstw domowych również coraz bardziej spowalniają (patrz wykres), mimo że jak na razie dynamika kredytów ludności również wykazuje trend spadkowy. Wydaje się, że spowolnienie przyrostu kredytów konsumpcyjnych osiągnęło już swój dołek, więc w kolejnych miesiącach większe zapożyczanie się pogłębi jeszcze erozję oszczędności prywatnych.

Naszym zdaniem może to prowadzić do wzrostu wydatków konsumpcyjnych w nadchodzących miesiącach. A pamiętajmy, że w lutym nie obowiązywał jeszcze podatek od dochodów odsetkowych, jego negatywny wpływ na prywatne oszczędności odnotujemy w pełni dopiero w kolejnych miesiącach.

Pozycja gospodarstw domowych wobec banków

r/r realnie



Źródło: BZ WBK

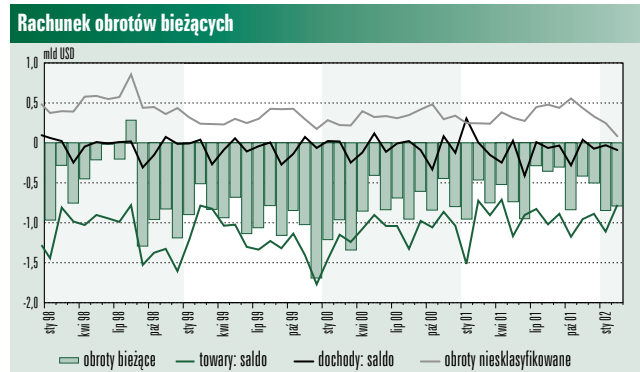
Ani kredyty ludności, ani przedsiębiorstw nie wykazały jak do tej pory oznak poprawy. Pomimo tego należy pamiętać, że kredyty gospodarstw domowych rosną nadal w stosunkowo niezłym tempie: w lutym było to 14,7 proc. r/r nominalnie i 10,6 proc. r/r realnie. Uważamy, że ostatnie trendy monetarne stanowią dla RPP jeden z głównych argumentów przeciwko redukcji stóp procentowych w najbliższym czasie.

Deficyt obrotów bieżących wysoki, obroty handlowe maleją

Lutowy deficyt obrotów bieżących zaskoczył nie tylko swoją wartością, ale również faktem, że przewyższył poziom deficytu handlowego. Taka sytuacja miała miejsce tylko trzy razy w ciągu ostatnich pięciu lat, zwykle w miesiącu, w którym następowały znaczne płatności długu zagranicznego. Tym razem główną przyczyną był bilans obrotów niesklasyfikowanych.

Deficyt obrotów bieżących wyniósł w lutym 789 mln USD w porównaniu z 847 mln USD w poprzednim miesiącu. Jak wspomniano, główny czynnik, który to spowodował, to nadwyżka w obrotach niesklasyfikowanych, która osiągnęła zaledwie 84 mln USD – najniższy poziom od przynajmniej pięciu lat, ponad czterokrotnie niższy niż średnia wartość przez ostatnie 12 miesięcy. Po drugie, eksport okazał się niższy niż przewidywano, spadając 4,6 proc. m/m i 7,9 proc. r/r. Wraz z relatywnie dobrym importem (spadek w lutym o 12,9 proc. m/m był nieco mniejszy niż zwykle w tym miesiącu, a dynamika roczna poprawiła się do -4,4 proc. z -13,4 proc. miesiąc temu) przyczyniło się to do większego deficytu handlowego.

Rekordowo mała nadwyżka obrotów niesklasyfikowanych nie jest zapewne powodem do wielkich zmartwień, gdyż odzwierciedla przede wszystkim jednorazowe zjawiska – nadzwyczaj wysoki popyt na euro w rezultacie ogromnego importu używanych samochodów przed podwyżką akcyzy oraz drugą rundę dostosowywania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw po wprowadzeniu euro do obiegu. Można oczekiwać, że w nadchodzących miesiącach nastąpi poprawa, ponieważ import używanych samochodów powinien praktycznie zamierać, a popyt na euro ustabilizuje się. Ważniejszą kwestią jest spowolnienie eksportu przy stosunkowo dobrym imporcie. Najwyraźniej eksport ze znacznym opóźnieniem reaguje na sytuację gospodarczą naszych głównych partnerów handlowych i możemy w pełni doświadczyć konsekwencji spowolnienia gospodarki europejskiej, która osiągnęła dno w IV kwartale 2001 r. Choć ostatnio pojawiły się widoczne oznaki ożywienia w strefie euro, wpływ tego na nasze obroty handlowe będzie opóźniony i w najbliższym czasie nie należy spodziewać się żadnej istotnej poprawy dynamiki eksportu.



Źródło: NBP

Z drugiej strony odpowiedź importu na ożywienie popytu wewnętrznego powinna być znacznie szybsze i ostatnio zanotowane dobre dane sprzedaży detalicznej powinny zwiększyć import już w następnych miesiącach.

Wszystko wskazuje na to, że w najbliższym czasie perspektywy nierównowagi zewnętrznej nie będą zbyt różowe. Trend spadkowy relacji deficytu obrotów bieżących do PKB prawdopodobnie się zakończył – w lutym nastąpił wzrost tego wskaźnika do ok. 4,1 proc. z 3,9 proc. w poprzednim miesiącu. Pod koniec roku deficyt ten może przekroczyć 4,5 proc. PKB, co zwiększyłoby podatność Polski na zmiany nastrojów inwestorów, szczególnie że pokrycie deficytu obrotów bieżących bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi powinno spaść w tym roku.

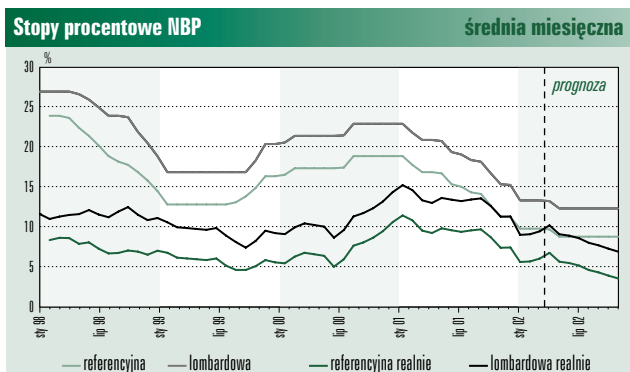
Pod lupą: Bank centralny

- Stopy procentowe bez zmian
- „Minutes” Wiesławy Ziółkowskiej sugerują, że ponownie zdania podczas spotkania RPP były podzielone
- Nie oczekujemy zmiany stóp procentowych w kwietniu

Stopy bez zmian, RPP wskazuje na lepsze otoczenie zewnętrzne i podaż pieniądza

„Zgodnie z oczekiwaniami” to ponownie najlepsze podsumowanie wyniku ostatniego posiedzenia RPP. Rzeczywiście, sama decyzja, konferencja prasowa oraz treść oficjalnego komunikatu po posiedzeniu nie mogły zaskoczyć, biorąc pod uwagę ostatnie tendencje w otoczeniu gospodarczym oraz na scenie politycznej.

Przejdźmy do komunikatu. Nie wiemy, czy kolejność rozdziałów odzwierciedla ważność opisywanych czynników dla decyzji Rady, ale w tym miesiącu różni się ona od poprzednich komunikatów. Na samym początku RPP podkreśliła, że ożywienie w gospodarce światowej będzie zapewne szybsze i silniejsze, niż wcześniej przewidywano. Nastąpi ono nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale także w strefie euro, w tym szczególnie u naszego głównego partnera handlowego, Niemiec. W konsekwencji cykl poluzniania polityki pieniężnej na świecie zapewne już się zakończył, a prawdopodobieństwo, iż seria podwyżek stóp procentowych zacznie się już w II połowie 2002 znacznie wzrosło. To z kolei – czytamy w komunikacie – może doprowadzić do zmniejszenia się różnicy stóp procentowych między Polską a zagranicą, a więc i spadku zainteresowania inwestorów Polską oraz osłabienia złotego, a przynajmniej zapobieżenia aprecjacji.



Uwaga metodyczna: Stopy realne obliczone przy założeniu adaptacyjnych oczekiwań inflacyjnych (dyskontowane bieżącą inflacją) Źródło: NBP, BZ WBK

Co więcej, globalne ożywienie napędza ceny ropy naftowej, które w ostatnich tygodniach przekroczyły 25 USD za baryłkę. To przełoży się na ceny paliw w kraju i stopę inflacji. W drugiej części komunikatu RPP wskazuje na

lepsze od oczekiwań wyniki w sferze realnej gospodarki – lepszą produkcję przemysłową, wysoką sprzedaż detaliczną, poprawę koniunktury i przyspieszające przychody podatkowe, co wraz z faktem, że pełne efekty ostatnich obniżek stóp procentowych jeszcze się nie ujawniły, może sugerować, że stopniowe ożywienie jest już bliskie. Kolejna sekcja opisuje stan rynku pracy. I nawet tam, choć obraz jest nieciekawym, dostrzegamy „jastrzębi” wniosek, iż niższy realny dochód w dyspozycji gospodarstwa domowych w I kwartale 2002 może znacznie zmniejszyć skłonność do oszczędzania, gdy konsumpcja pozostanie raczej silna.

Inne obszary głębokiej troski Rady to:

- Sytuacja w finansach publicznych: prognozowany deficyt ekonomiczny pozostaje na wysokim poziomie 5 proc., przyczyniając się do wysokich stóp długoterminowych i silnego złotego pogarszając perspektywy finansów prywatnych firm.
- Podaż pieniądza: jej dynamika pozostaje stosunkowo duża, analizy NBP pokazują, że dynamika M2 przekraczająca 10 proc. zdarza się bardzo rzadko w państwach o niskiej inflacji. Przyspiesza gotówka w obiegu, a depozyty ludności zwalniają. Zadłużenie netto rządu rośnie bardzo szybko. Wszystko to może zagrozić stabilizacji inflacji w przyszłości.

Tendencje cenowe i oczekiwania inflacyjne zostały wspomniane na końcu komunikatu. Przypominamy to, co pisaliśmy jakiś czas temu, że pozostałe czynniki (np. dynamika depozytów) mogą powiedzieć więcej o przyszłej polityce RPP niż bieżące trendy inflacyjne. Wyraźnie odzwierciedla to fakt, iż obecna rekordowo niska inflacja jest nie do utrzymania w średnim okresie. Właściwie niemal wszyscy spodziewają się, że inflacja osiągnie dno w maju, a potem odbije w II połowie roku. My prognozujemy inflację w maju 2,5-2,6 proc. i potem wzrost do 4,8-4,9 proc. w grudniu. Nawet przy niższych oczekiwaniach na koniec roku RPP stoi przed sporym wyzwaniem. Zdaje sobie sprawę, że obecne decyzje co do stóp procentowych wpłyną na inflację w początkach 2003 r. (Leszek Balcerowicz powiedział na konferencji, iż stopy wpływają na aktywność gospodarczą z 4-6-miesięcznym opóźnieniem, a na stopę inflacji po 8-10 miesiącach). Jednocześnie Rada wydaje się być na tyle zdeterminowana, aby osiągnąć cel średniookresowy (poniżej 4 proc.) na 2003 r. A w 2003 r. inflacja prawdopodobnie wejdzie w trend wzrostowy. Jakikolwiek poluznienie teraz przyspieszy inflację w I poł. 2003 jeszcze bardziej. Przy postępującym stopniowym ożywieniu gospodarczym i braku oznak zwiększania restrykcyjności polityki fiskalnej szanse na odwrócenie takiego trendu inflacji są bardzo ograniczone, przynajmniej bez żadnego zacieśnienia monetarnego. Sądzymy, że świadomość tego faktu między członkami RPP rośnie, co widać w komunikacie oraz ostatnich wypowiedziach (nawet członków frakcji „gołębi”). Sądzymy, że kolejne poluznienie może nastąpić najwcześniej w maju

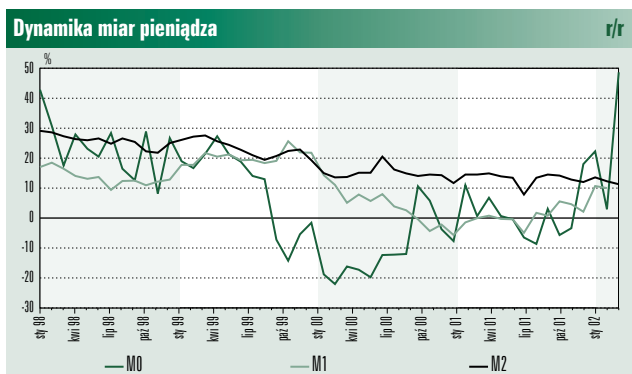
lub czerwcu, i to tylko jeżeli wskaźniki ekonomiczne w kolejnych miesiącach nie pokażą żadnych sygnałów ożywienia.

Zmiana w statystyce podaży pieniądza

NBP zapowiedział, iż zamierza zmienić definicję podaży pieniądza, aby była ona zgodna ze standardami Europejskiego Systemu Banków Centralnych. NBP ma zamiar wprowadzić nową miarę szerokiego pieniądza M3. Metody liczenia podstawowych agregatów zostaną również zmienione. Nowe miary zostaną zastosowane pierwszy raz dla danych marcowych (publikacja 12 kwietnia). Rozumiemy, że te zmiany są konieczne na ścieżce w kierunku UE i EMU. Jednak mamy nadzieję, że NBP dostarczy przeliczone i porównywalne szeregi czasowe wg nowych definicji. W przeciwnym razie jakiegokolwiek próby ilościowej analizy transmisji monetarnej w Polsce stałyby się ponownie praktycznie niewykonalne.

prace w Sejmie nad wnioskiem przeciw niezależności Rady mogłyby opóźnić lub osłabić proces negocjacji.

W ostatni czwartek przed świętami szefowie dwóch klubów sejmowych: Unii Pracy Janusz Lisak i Samoobrony Andrzej Lepper wystali listy do marszałka Sejmu Marka Borowskiego, w których domagają się, aby już na najbliższym posiedzeniu Sejmu 4-5 kwietnia w porządku obrad znalazły się projekty nowelizacji ustawy o NBP złożone przez oba kluby. Przypomnijmy, że w podobnym tonie wypowiadał się szef klubu PSL Zbigniew Kuźmiuk. Ostatnie wypowiedzi marszałka Borowskiego nie dają jasnej odpowiedzi, jak szybko może dojść do debaty nad nowelizacją ustawy o NBP.



Źródło: NBP, BZ WBK

Sejm przyjął uchwałę wzywającą RPP do zmiany polityki pieniężnej

Sejm przyjął uchwałę oskarżającą NBP o prowadzenie nadmiernie restrykcyjnej i nieodpowiedzialnej polityki pieniężnej, która rujnuje gospodarkę kraju, przeszkadza we wzroście gospodarczym i służy jedynie bogaceniu się sektora bankowego. Uchwała wzywa RPP do wypełnienia konstytucyjnego zadania wspierania polityki rządu, a nie wyłącznie koncentrowania się na walce z inflacją. Politycy usilnie starają się lansować „właściwe” poglądy na temat obecnej sytuacji gospodarczej wśród opinii publicznej.

Dopóki szanse na znówelizowanie ustawy o NBP nie są duże, rynki będą zwracać jedynie ograniczoną uwagę na te gierki. A jak na razie te szanse są niewielkie, bo prezydent Kwaśniewski powtórzył znowu, że nie poprze zmian, które ograniczą niezależność NBP. Niemniej cała ta historia może być postrzegana w kontekście negocjacji z UE. W zeszłym miesiącu byliśmy świadkami reakcji opinii międzynarodowej na napięcie polityczne wokół NBP. Przedstawiciele MFW, kończący misję w Polsce, stwierdzili, iż presja polityczna na RPP powinna natychmiast się skończyć. Zdania ECB i Komisji Europejskiej są takie same. Powstaje więc pytanie, czy

Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej i „minutes” Wiesławy Ziółkowskiej

Publiczne wypowiedzi członków RPP w marcu koncentrowały się na kilku tematach. Po pierwsze wyrażali przekonanie, że widać pewne sygnały poprawy koniunktury, chociaż skala ożywienia jest na razie niepewna i trudna do oszacowania. Po drugie wyrażali przekonanie o wzroście inflacji w drugiej połowie roku. Po trzecie wskazywali, iż problemem nie jest osiągnięcie celu inflacyjnego w 2002 r, lecz rok później, a także utrzymanie niskiej inflacji w długim okresie. W tym kontekście przewijała się teza, iż proces obniżek stóp procentowych jest prawie zakończony.

Z ogólnego tonu wypowiedzi wyróżnia się zdecydowanie ton wypowiedzi Wiesławy Ziółkowskiej po marcowym posiedzeniu RPP. W zasadzie w krótkiej formie przedstawiła pierwsze „minutes” ze spotkania Rady. Widać wyraźniej, że Wiesława Ziółkowska jest zwolennikiem dalszym obniżek stóp procentowych, lecz nie znalazła wystarczająco dużo zwolenników obniżek podczas spotkania RPP. W marcowych komentarzach zdecydowanie przeważały głosy „jastrzębi”.

KTO, KIEDY, GDZIE	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Bogusław Grabowski, członek RPP ISB, 8.03	<p>„W pierwszym półroczu, będą drobne fluktuacje, inflacja będzie się wahała się pomiędzy 3 proc., a nawet poniżej, 3 proc. a 4 proc. Ze względów statystycznych inflacja w maju może spaść poniżej 3 proc.”</p> <p>„Inny rozkład sezonowych zmian cen np. żywności, czy cen urzędowych może wpływać na zmianę poziomu inflacji, ale nie należy się tym emocjonować. Takie niewielkie zmiany sezonowe nie mogą wpływać na decyzje Rady Polityki Pieniężnej. Trzeba się patrzeć na dłuższy trend inflacyjny.”</p> <p>„Od drugiego półrocza możemy spodziewać się powolnego permanentnego wzrostu inflacji, na koniec roku do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym Rady Polityki Pieniężnej.”</p> <p>„Od II półrocza będziemy mieli efekt luźniejszej polityki pieniężnej w postaci wyższej dynamiki popytu. [...] Polityka fiskalna nie jest bardziej ostrzejsza, restrykcyjna niż w zeszłym roku.”</p> <p>„Nie można dopuścić, żeby trend wzrostowy inflacji był trwały i żeby jego głównym czynnikiem był wzrost popytu. RPP musiałby w takim wypadku reagować zaostrzeniem polityki pieniężnej na przełomie roku 2002/2003 tak żeby wykonać cel średniokresowy.”</p> <p>„Koszt zaostrzenia polityki pieniężnej byłby dla wzrostu gospodarczego byłby bardzo wysoki i przypadałby na lata 2003/2004, które będą kluczowe ze względu na reformę finansów publicznych oraz proces integracji Polski z Unią Europejską.”</p>
PAP, 19.03	<p>„Myślę, że wzrost PKB w tym roku wyniesie co najmniej 1,5 proc.”</p> <p>„Wyraźniejsze skutki obniżek stóp z października, listopada i stycznia będą widoczne w II poł. roku. Ten efekt już zaczyna być widoczny w postaci szybko spadającej dynamiki depozytów w sektorze bankowym i wyhamowania spadku dynamiki kredytów.”</p> <p>„Przyspieszenie inflacji w II poł. roku będzie spowodowane zwiększeniem popytu wewnętrznego, głównie na skutek luźniejszej polityki pieniężnej i odwracania się szoków podaźowych, które sprzyjały szybkiemu spadkowi inflacji w ubiegłym roku.”</p> <p>„Zaczynamy się cieszyć, że po dwóch miesiącach nie ma zagrożeń dla realizacji budżetu, który jednak był budżetem przetrwania i nie rokuje większych szans na 2003 rok, jeżeli nie zostanie wsparty poważnymi zmianami w finansach publicznych, zmierzającymi do ograniczenia wydatków.”</p> <p>„Deficyt budżetu na poziomie 5,2 proc. jest możliwy i realny. Natomiast myślę, że cały czas bardzo trudnym zadaniem będzie ograniczenie deficytu ekonomicznego poniżej 5 proc. w tym roku. Tu zagrożenia istnieją, ale trudno je szczegółowo monitorować, bo nie mamy danych.”</p> <p>„Zagrożenia mogą się pojawić w finansach publicznych poza budżetem państwa, szczególnie w zadłużaniu się jednostek sektora finansów publicznych, ochrony zdrowia, czy niektórych funduszy i samorządów w sektorze bankowym.”</p>
Dariusz Rosati, członek RPP PAP, 14.03	<p>„Dane o podaży pieniądza w lutym są trochę niższe od oczekiwań rynku i nie przynoszą żadnych niespodzianek. Jednak są to sygnały, które mogą świadczyć o pojawiającym się ożywieniu w gospodarce, ale także o spadku skłonności do oszczędzania i jakimś impulsie inflacyjnym w ciągu najbliższego pół roku.”</p> <p>„Mamy potwierdzenie wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu. Ta tendencja trwa już od dłuższego czasu i to nas niepokoi, gdyż oznacza to, że ludzie trzymają więcej gotówki, a to z kolei może oznaczać większe wydatki, ale także większą inflację.”</p> <p>„Potwierdziła się znów tendencja spowolnienia wzrostu depozytów. Łącznie mamy utrzymanie się dwóch wskaźników: wzrost gotówki i spadek tempa wzrostu depozytów. Myślę, że te tendencje się utrzymają jeśli potwierdzi się, że mamy do czynienia z powolnym przyspieszaniem wzrostu gospodarczego, co jest moim zdaniem bardzo prawdopodobne. Wtedy też będziemy widzieli wzrost kredytów.”</p>
Reuters, 25.03	<p>„Widać, że sektor budżetowy mocniej uczestniczy w kreacji kredytów niż podmioty gospodarcze.”</p> <p>„Z każdą obniżką zbliżamy się do granicy, poniżej której stopy nie powinny spadać. Nie wiem czy ta granica to 8, 9, 10, czy też 7 procent, ale pewna granica istnieje.”</p> <p>„Dobre dane o sprzedaży detalicznej, wzroście wpływów z podatków pośrednich oraz słabnącym eksporcie oznaczają, że ożywienie jest już blisko. [...] W 2002 roku wzrost gospodarczy wyniesie 2,0-2,5 procent.”</p> <p>„Konsumpcja będzie napędzać gospodarkę w 2002 roku. W ubiegłym roku wydatki były ograniczane z powodu złych perspektyw gospodarczych. Jednak obecnie poziom oszczędności zmniejszył się, ponieważ ludzie bronią poziomu konsumpcji.”</p> <p>„Zwiększenie konsumpcji doprowadzi do wzrostu deficytu obrotów bieżących do około 4,0-4,5 procent (z 3,9 procent w styczniu) co doprowadzi do łagodnego osłabienia złotego w ciągu kolejnych trzech miesięcy.”</p> <p>„Polska musi pogodzić się z wyższym deficytem obrotów bieżących i nie ma w tym niebezpieczeństwa.”</p> <p>„Restrykcyjna polityka pieniężna i zmiany cen kontrolowanych pozwolą RPP osiągnąć założony cel obniżenia inflacji poniżej czterech procent w 2003 roku.”</p> <p>„Wskaźnik inflacji, który od połowy 2000 roku spadł o ponad osiem punktów procentowych do 3,5 procent obecnie, wzrosł do powyżej czterech procent w ostatnim kwartale 2002 roku. Natomiast w 2003 roku ma ustabilizować się poniżej czterech procent. [...] Wyższa inflacja pod koniec tego roku nie powinna doprowadzić do podwyżki stóp procentowych. [...] Nie spodziewam się podwyżki stóp procentowych przed końcem naszej kadencji w 2004 roku, chyba że stanie się coś nadzwyczajnego.”</p>

„Niski poziom indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI), który od końca 2001 roku oscyluje w okolicach zera, oraz wysokie bezrobocie i niska inflacja, nadal tworzą warunki do kolejnej redukcji stóp.”

„Istnieją argumenty przemawiające za ostrożną polityką monetarną, szczególnie ostatni znaczny wzrost wskaźnika podaży pieniądza.”

„Jeśli tym razem RPP nie zdecyduje się obniżyć stóp. Natychmiast rozpoczną się prace nad ustawą. Rząd tego potrzebuje. [...] Ostatecznie nie dojdzie do uchwalenia tej ustawy, ale myślę że może dojść do rozpoczęcia formalnych prac nad ustawą. Co więcej, Sejm może ją przyjąć. Taki scenariusz jest ciągle jak najbardziej możliwy.”

„Miller wie doskonale, że w końcu nie może tego zrobić (poprzec ustawy). Ostatnia rzecz, której by chciał premier to konflikt z Unią. No i w miarę poprawy sytuacji gospodarczej presja będzie malała. Pozytywne sygnały z gospodarki zmniejszą napięcie i myślę, że w końcu do przyjęcia ustawy nie dojdzie.”

Wiesława Ziółkowska, członek RPP;

PAP, 21.03

„Jeszcze istnieje pole dla obniżki stóp. Trafniejsze byłoby wcześniejsza obniżka stóp, gdyż im bardziej będziemy odkładali w czasie tę decyzję, to tym większe będą oczekiwania na obniżkę a także większe ryzyko aprecjacji złotego. [...] Chcielibyśmy, żeby sytuacja waluty była ustabilizowana, a nie kształtowana napływem kapitału liczącego na obniżki stóp.”

„Za obniżką stóp przemawia ciągle powolny wzrost w sferze realnej, malejące tempo wzrostu eksportu oraz brak przyrostu kredytów dla osób fizycznych. Przeciw obniżce przemawia natomiast przyspieszenie przyrostu podaży pieniądza oraz nieujawnione skutki dotychczasowych obniżek.”

„Nie można wykluczyć, że PKB w I kwartale będzie mniejsze niż 0,3 proc. [...] Nie ma przesłanek, że tendencja spadku PKB się odwróciła, a raczej są przesłanki, że wzrost PKB będzie się utrzymywał nadal na niskim poziomie.”

RMF FM, 28.03

„Zwolennicy obniżki stóp procentowych operowali głównie argumentami, że obecna inflacja jest bardzo niska – 3,5 procenta – i w następnym miesiącu będzie prawdopodobnie jeszcze niższa, a w maju nawet 2,5 procenta.”

„Ilość argumentów świadczy, jeśli policzy się te argumenty, że przeważają argumenty za obniżką stóp procentowych, natomiast do poszczególnych argumentów, poszczególni członkowie Rady przywiązują różny ciężar gatunkowy i widzą różne obciążenie niepewnością. Zwyciężyła ta opcja, która uważa, iż te argumenty przemawiające przeciwko obniżce stóp procentowych, są argumentami o większym ciężarze gatunkowym.”

„Ja nie odczuwam [presji politycznej]. Gdybym ją odczuwała, to musiałabym uznać, że Rada jest ciałem politycznym.”

„Tak. Stopa procentowa w Polsce jest bardzo wysoka, z tym, że trzeba pamiętać również o tym, że nie tylko bank centralny ma wpływ na wysokie oprocentowanie kredytów. Oprocentowanie zawyża również fakt, iż budżet państwa zadłuża się i to zadłużenie netto szybko rośnie. Rząd sprzedaje rządowe papiery wartościowe, aby znaleźć popyt – o wysokiej rentowności. W ten sposób banki są zainteresowane bardziej lokowaniem pieniędzy w tych korzystnych papierach wartościowych aniżeli w udzielaniu kredytów dla podmiotów gospodarczych.”

Leszek Balcerowicz, prezes NBP;

Radio ZET, 28.03

„Było i jest wiele względów, które zachęcają do bardzo dużej ostrożności – po to, żeby nie zaprzepaścić tego, czym ludzie są przecież zainteresowani: stanu bliskiego stabilności. Nikt nie chce, żeby ceny znów zaczęły rosnąć, żeby była drożyna, niepewność.”

„Pewne skutki wcześniejszych obniżek są już widoczne. Na przykład, oprocentowanie kredytów zaczyna spadać i najniższe oprocentowanie kredytów, które jeszcze w lutym 2001 roku wynosiło dziewiętnaście procent, mówię o kredytach dla przedsiębiorstw, teraz jest niższe niż 11 proc. [...] Ale z drugiej strony – i o tym trzeba pamiętać – spada oprocentowanie depozytów.”

„Mogę tylko powiedzieć, że Rada i ja osobiście, tak jak do tej pory, nie będziemy traktować nacisków politycznych jako argumentów, bo jesteśmy konstytucyjnie zobowiązani do tego, żeby podejmować decyzje na podstawie analiz ekonomicznych. Tyle.”

„Są pewne sygnały, które mogłyby świadczyć o rysującym się początku ożywienia. Ja mówię specjalnie ostrożnie, dlatego że zawsze jest sporo niepewności. Nawet w krajach o gospodarce rynkowej prawie nigdy nie udaje się przewidzieć tego dokładnego początku [cyklu], bo gospodarka jest takim organizmem bardzo skomplikowanym. Ale mogę powiedzieć, że w ciągu tego miesiąca owych sygnałów pozytywnych trochę przybyło.”

„W normalnej gospodarce jeżeli prognozuje się wzrost popytu to jest wskazówka na rzecz tego, żeby zachować ostrożność w obniżce stóp.”

„My chcielibyśmy uniknąć właśnie sytuacji, w której obniżki stóp okazałyby się nadmierne i dlatego należałoby je potem podwyższać. Lepiej zachować taką jednolitą tendencję i doprowadzić do punktu, w którym potem nie należy już podwyższać stóp. Chociaż oczywiście nigdy nie można tego wykluczyć, ale lepiej byłoby tego uniknąć.”

Jerzy Pruski, członek RPP;

Reuters, 22.03

„Sprzedaż detaliczna i koniunktura gospodarcza pokazują pewne oznaki ożywienia. Najprawdopodobniej osiągnęliśmy dołek, lub nawet go minęliśmy. Jednak nie dysponujemy danymi PKB kwartał-do-kwartalu aby to potwierdzić.”

Puls Biznesu, 29.03

„Efekty poprzednich cięć jeszcze nie są w pełni widoczne.”

„Mamy dziś pewną stabilizację inflacji. Przewidujemy, że w najbliższym czasie ona będzie utrzymywała się na niskim poziomie. Natomiast w końcówce roku możemy obserwować pewne odreagowanie – wzrost inflacji. Teraz problem polega na tym, żeby w gospodarce utrzymać stosunkowo niską inflację w dłuższym okresie.”

„Jej dynamikę [produkcji przemysłowej] w lutym okazała się lepsza od oczekiwań, jednocześnie obserwowaliśmy wysoką dynamikę sprzedaży detalicznej. W związku z tym są sygnały, że po gwałtownej obniżce stóp na przełomie 2001 i 2002 roku należałoby teraz wykazać pewną ostrożność, przez pewien czas uważnie obserwować sytuację na rynku.”

„Wielokrotnie już zwracałem uwagę na to, że perspektywa rządu jest zupełnie inna od spojrzenia Rady Polityki Pieniężnej. We wszystkich krajach na świecie jest tak, że rządy mają ogłęd na sytuację w krótkim okresie.”

INFORMACJA Z POSIEDZENIA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIACH 26-27 MARCA 2002

W dniach 26-27 marca 2002 r. odbyło się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Rada zapoznała się z materiałami przygotowanymi przez zarząd i departamenty NBP oraz materiałami informacyjnymi i analitycznymi Ministerstwa Finansów, banków oraz instytucji badawczych. Na tej podstawie Rada omówiła sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, sferze realnej gospodarki oraz tendencje w zakresie płac i świadczeń społecznych, w sektorze finansów publicznych, w zakresie podaży pieniądza, kredyty i stóp procentowych oraz kształtowanie się cen i oczekiwań inflacyjnych.

I. Uwarunkowania zewnętrzne.

1. W ostatnim okresie pojawiły się dane wskazujące, że ożywienie w gospodarce światowej nastąpi szybciej i będzie silniejsze niż wcześniej oczekiwano. Jest to dobra informacja dla perspektyw polskiego eksportu i rozwoju gospodarki, natomiast antyinflacyjny wpływ koniunktury zewnętrznej może być słabszy, niż wcześniej przewidywano.
2. W Stanach Zjednoczonych wskaźnik popytu kół biznesu (PMI) w przemyśle wzrósł w lutym br. do 54,7, najwyższego poziomu od kwietnia 2000 r., przy czym składnik obrazujący nowe zamówienia przekroczył 60. W połączeniu z zanotowanym w ubiegłym miesiącu najwyższym od czerwca 2000 r. wzrostem produkcji przemysłowej, zwiększeniem stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w przemyśle (do 74,8 proc. z 74,5 proc. w styczniu i 74,4 proc. w grudniu) oraz faktem, że przepływy dóbr kapitałowych w styczniu br. były znacząco wyższe niż średnio w IV kwartale ub.r. – zwiększa to szanse wzrostu nakładów inwestycyjnych w gospodarce amerykańskiej. Dane te sprawiły, że pomimo spadku wskaźnika zaufania konsumentów, utrzymywania wysokiego poziomu zadłużenia gospodarstw domowych i deficytu na rachunku obrotów bieżących, w marcu br. prognozy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych zwiększono do 1,3-2,6 proc. PKB (z 1,3-1,9 proc. przed miesiącem). Wg. najnowszych danych indeks zaufania konsumentów w Stanach Zjednoczonych wzrósł z 95 przed miesiącem do 110,2 w marcu br. W 2003 r. oczekuje się wzrostu na poziomie 3,5-4,4 proc. PKB.
3. Pomimo ciągle słabych wyników gospodarczych, w ostatnim okresie pojawiły się dane wskazujące na przyszłą poprawę koniunktury w strefie euro. Po wyraźnym wzroście w lutym br. (do 88,5), indeks nastrojów przedsiębiorstw niemieckich (IFO) ponownie zwiększył się znacząco w marcu (do 91,8) i osiągnął najwyższy poziom od kwietnia 2001 r. W lutym br. poprawił się również wskaźnik popytu kół biznesu strefy euro (do 48,6 z 46,3 przed miesiącem i 42,9 w październiku 2001 r.) oraz indeks zaufania europejskich konsumentów. Obecne prognozy wskazują, że tempo wzrostu w gospodarce europejskiej będzie zwiększało się w ciągu roku (z poziomem bliskiego zero w I kwartale do ok. 2,5 proc. w IV kwartale br.). W całym roku PKB w strefie euro wzrośnie w br. o 1,1 proc., a w 2003 r. o 2,9 proc.
4. W związku z poprawą perspektyw koniunktury, w porównaniu z poprzednim miesiącem zwiększyło się prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki w II połowie roku. Może to obniżyć, poprzez zmniejszenie różnicy w poziomie stóp procentowych, skłonność inwestorów zagranicznych do lokowania kapitału portfelowego w Polsce, co przyczyniłoby się do osłabienia kursu złotego, a przynajmniej przeciwdziałało jego aprecjacji. Jako pierwszy decyzję o zaostrożeniu polityki pieniężnej podjął na ostatnim posiedzeniu szwedzki Riksbank.
5. W marcu br. – w wyniku zwiększenia prognoz popytu na ropę w związku z lepszymi perspektywami wzrostu gospodarczego na świecie, wzrostu napięcia między Stanami Zjednoczonymi a Irakiem oraz decyzji OPEC o utrzymaniu produkcji na dotychczasowym poziomie – ceny ropy na rynkach światowych wzrosły do poziomu 25 dolarów za baryłkę. Sytuacja ta skłania do weryfikacji w górę dotychczasowych prognoz kształtowania się cen ropy. Nieaktualne wydają się być dotychczasowe prognozy wskazujące, że cena ropy w I półroczu wyniesie 18 dolarów za baryłkę (obecnie średnia prognoz rynkowych przewiduje, że będzie to 21 dolarów). Oznaczać to będzie prawdopodobnie wzrost cen paliw na rynku krajowym i odwrócenie obserwowanego dotychczas hamującego wpływu cen paliw na inflację.

II. Produkcja, wzrost gospodarczy.

1. W 2001 r. tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 1,1 proc. Dynamika PKB zmniejszała się w kolejnych kwartałach (z 2,3 proc. w I kwartale do 0,3 proc. w IV kwartale). Popyt krajowy obniżył się o 2 proc., przy czym spadek popytu pogłębiał się w kolejnych kwartałach (z 1,3 proc. w I kwartale do 2,9 proc. w IV kwartale). Spożycie indywidualne wzrosło w całym 2001 r. o 2,1 proc., a dynamika tej kategorii zwiększała się z kwartału na kwartał (z 1,5 proc. w I kwartale do 3,2 proc. w IV kwartale). Głównym czynnikiem hamującym wzrost PKB był spadek nakładów brutto na środki trwałe, który wyniósł w ubiegłym roku 10,2 proc.
2. W lutym br. produkcja sprzedana przemysłu była o 0,4 proc. wyższa niż przed rokiem, podczas gdy przewidywano jej spadek o ok. 0,8 proc.
3. Lepsze niż oczekiwano dane o produkcji sprzedanej przemysłu, w połączeniu z:
 - * wynikami badań koniunktury w marcu br. wskazującymi na poprawę zarówno bieżącego, jak i oczekiwanego w najbliższym okresie popytu i produkcji oraz sprzedaży towarów w przedsiębiorstwach handlowych (w marcu br. prognozy sprzedaży nie są negatywne po raz pierwszy od czerwca 2001 r.);
 - * danymi o sprzedaży detalicznej (wzrost o 4,7 proc. w styczniu i o 7,7 proc. w lutym br. w porównaniu z analogicznymi miesiącami ub.r.);
 - * wyższymi niż w lutym ub.r. dochodami z podatków pośrednich i podatku dochodowego od osób prawnych, które są najbardziej wrażliwe na koniunkturę gospodarczą;
 - * lepszymi perspektywami sytuacji gospodarczej na świecie;
 - * oraz faktem, że pełne skutki obniżek stóp procentowych jeszcze się nie ujawniłymogą sugerować, że powinno nastąpić stopniowe ożywienie gospodarcze. Jednak w wyciąganiu zdecydowanych wniosków należy poczekać na potwierdzenie pozytywnych trendów w kolejnych miesiącach.

III. Płace, świadczenia społeczne.

1. Stale pogarsza się sytuacja na rynku pracy – w lutym br. stopa bezrobocia wzrosła do 18,1 proc. W badaniach koniunktury przedsiębiorcy zapowiadali dalsze redukcje zatrudnienia w najbliższych miesiącach, jednak wyraźnie niższe niż wynikało to z ocen wyrażonych w styczniu br. Nadzieje na stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy daje przyjęcie przez rząd projektu uelastycznienia prawa pracy. Jest to bardzo ważna, pozytywna część programu rządowego.
2. W okresie styczeń-luty br. przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw było o 5,7 proc. wyższe niż w analogicznym okresie ub.r., a wzrost w ujęciu realnym wyniósł 2,2 proc.
3. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w lutym br. o 0,2 proc. w porównaniu ze styczniem. W porównaniu z okresem luty-styczeń 2001 r. przeciętne zatrudnienie było niższe o 5 proc., co przy wzroście przeciętnej płacy realnej o 2,2 proc. oznacza spadek siły nabywczej łącznych dochodów uzyskiwanych z pracy w przedsiębiorstwach.
4. Przeciętna emerytura i renta pracownicza była w okresie styczeń-luty br. wyższa o 14,6 proc. niż w analogicznym okresie 2001 r., a jej siła nabywcza zwiększyła się o 10,8 proc. Podobnej skali wzrost dotyczy również rent i emerytur rolniczych. Jednak w połączeniu:
 - * ze spadkiem liczby emerytów i rencistów
 - * faktem, że w analogicznym okresie ub.r. wypłacono jednorazowe wyrównanie za zbyt niską waloryzację świadczeń w 2000 r.,w I kwartale br. spodziewany jest spadek łącznych dochodów uzyskiwanych z tytułu rent i emerytur.
5. Powyższe dane sugerują, że w I kwartale br. mogą zmniejszyć się realnie dochody do dyspozycji. W tej sytuacji, prawdopodobny względnie wysoki wzrost spożycia indywidualnego, oznaczać będzie spadek skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych. W następnych kwartałach 2002 r. prognozuje się stopniowe przyspieszenie tempa wzrostu dochodów do dyspozycji.

IV. Sytuacja w sektorze finansów publicznych.

1. W lutym br. poprawiła się sytuacja dochodowa budżetu państwa – wpływy podatkowe były o 12,7 proc. wyższe niż przed rokiem. W okresie styczeń-luty dochody budżetu ukształtowały się na poziomie zbliżonym do zanotowanego w analogicznym okresie 2001 r., a dochody podatkowe były o 3,2 proc. wyższe. Stopień wykończenia deficytu budżetowego wyniósł po lutym 34,3 proc. limitu zaplanowanego w uchwalonej Ustawie budżetowej na rok 2002.
2. Jednakże według obecnych prognoz deficyt ekonomiczny w 2002 r. utrzyma się na bardzo wysokim poziomie (5 proc. PKB), zbliżonym do zanotowanego w 2001 r.
3. Wysoka podaż papierów skarbowych niezbędna dla sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu – wynik dużego deficytu i małych przychodów z prywatyzacji:
 - * przyczynia się do utrzymywania wysokiego poziomu długoterminowych rynkowych stóp procentowych;
 - * ogranicza możliwości finansowania rozwoju przedsiębiorstw;

* wywołuje napływ zagranicznego kapitału portfelowego lokowanego w obligacje rządowe, czym przyczynia się do umacniania kursu złotego nie wzmacniając zarazem – w odróżnieniu od bezpośrednich inwestycji zagranicznych – konkurencyjności gospodarki.
Dlatego konieczne jest podjęcie zdecydowanych działań dla obniżenia deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych.

V. Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe.

1. Tempo wzrostu podaży pieniądza ogółem (M2) w skali roku obniżyło się do 11,4 proc. z 12,3 proc. w styczniu br. Z analiz przeprowadzonych w NBP wynika, że występowanie dynamiki podaży pieniądza przekraczającej 10 proc. w krajach o niskiej inflacji było zjawiskiem bardzo rzadkim.
2. Gotówka w obiegu (poza kasami banków) wzrosła w lutym br. o 1,2 mld zł (o 3,2 proc.) w porównaniu ze stanem na koniec stycznia. Dynamika w skali roku wzrosła z 15 proc. w styczniu br. do 16,7 proc. Przyczyny tego zjawiska i jego możliwe skutki dla inflacji wymagają dalszego, dokładnego rozpoznania.
3. Dalszemu zmniejszeniu (z 9,6 proc. w styczniu br. do 7,9 proc.) uległo roczne tempo przyrostu depozytów złotych osób prywatnych.
W styczniu i lutym br. miesięczne tempo przyrostu bankowych depozytów złotych jest zdecydowanie niższe niż w analogicznych okresach lat ubiegłych. Dostępne informacje wskazują, że mniejsza dynamika depozytów bankowych w br. nie jest związana z kierowaniem środków w alternatywne formy oszczędzania – przyrost aktywów funduszy inwestycyjnych i wielkość sprzedaży obligacji powróciły do poziomu notowanego przed listopadem ub.r.
Dynamika depozytów walutowych gospodarstw domowych wzrosła do 16,8 proc. z 16,3 proc. przed miesiącem. Jednak przyrost sumy depozytów walutowych w wyrażeniu złotowym nastąpił przy spadku stanu środków na tych rachunkach w ujęciu dolarowym i wynikał z deprecjacji kursu złotego.
4. W lutym br. dynamika kredytów dla osób prywatnych wzrosła z 14,4 proc. w styczniu br. do 14,7 proc. Tempo przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw w skali roku obniżyło się z 5,2 proc. do 4,7 proc. w lutym br.
5. Duży niedobór dochodów budżetu przy niewielkich wpływach z prywatyzacji powoduje wzrost potrzeb pożyczkowych sektora publicznego. W lutym br. zadłużenie netto sektora budżetowego w systemie bankowym wzrosło o 3,2 proc., a dynamika dwunastomiesięczna wyniosła 50 proc. Luty był kolejnym miesiącem zwiększenia się roli sektora budżetowego w kreacji pieniądza ogółem. Relacja zadłużenia netto sektora budżetowego do M2 wzrosła z 15,4 proc. w lutym 2001 r. i 20,3 proc. w styczniu br. do 20,7 proc.
6. W lutym br. w reakcji na styczniową obniżkę podstawowych stóp procentowych NBP banki przeprowadziły znaczne korekty oprocentowania depozytów i kredytów. Przeciętne oprocentowanie depozytów złotych osób prywatnych zostało zredukowane z 7,7 proc. w styczniu br. do 6,6 proc. (najmniejszym zmianom podlegało oprocentowanie rachunków oszczędnościowo-rozrachunkowych – ROR). Znacznie obniżone zostało oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla osób prywatnych – średnio o 1,6 pkt. proc. i był to najgłębszy spadek od początku 2001 r. Skala redukcji średniego oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych była zbliżona do odnotowanej w styczniu br. i wyniosła ok. 0,5 pkt. proc. W ciągu ostatniego roku wzrosło zróżnicowanie oprocentowania kredytów oferowanego przez banki komercyjne: w lutym 2001 r. oprocentowanie 1-rocznego kredytu dla podmiotów gospodarczych wahało się w przedziale 19,4 – 24,4 proc., podczas gdy w lutym br. od 10,9 do 20,7 proc.
7. Obserwowane ostatnio tendencje w zakresie kształtowania się agregatów monetarnych:
 - * utrzymujące się wysokie tempo przyrostu podaży pieniądza,
 - * spadek dynamiki depozytów,
 - * wzrost dynamiki gotówki w obiegu,mogą w przyszłości utrudniać stabilizowanie i dalsze obniżanie inflacji.

VI. Ceny, oczekiwania inflacyjne.

1. Wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w skali roku wyniósł w lutym br. 3,5 proc., czyli nieznacznie powyżej wielkości odnotowanej w ubiegłym miesiącu (3,4 proc.). Na wzrost CPI najsilniej oddziaływał wzrost cen związanych z użytkowaniem mieszkania i nośników energii, natomiast hamująco na inflację wpływały ceny odzieży i obuwia oraz przede wszystkim spadające ceny paliw.
2. W ciągu kilku najbliższych miesięcy jest prawdopodobny dalszy spadek wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Najniższy poziom powinien zostać osiągnięty w maju br., co będzie spowodowane tzw. efektem bazy, czyli wyjątkowo wysokim wzrostem cen w maju 2001 r., który wynikał głównie z zaburzenia w sezonowości cen owoców oraz znacznej podwyżki cen leków i opłat za abonament telefoniczny. Obecne prognozy przewidują stopniowy wzrost wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w dalszej części roku.
3. W lutym 2002 r. – w porównaniu ze styczniem – większość miar inflacji bazowej w ujęciu dwunastomiesięcznym obniżyła się, a inflacja „netto” (po wyłączeniu cen żywności i cen paliw) utrzymała się na poziomie obserwowanym przed miesiącem (4,7 proc.):
 - * 15 proc. średnia obciąża z 3,5 proc. do 3,2 proc.;
 - * inflacja po wyłączeniu cen kontrolowanych z 3,2 proc. do 3,1 proc.;
 - * inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności z 2,9 proc. do 2,8 proc.
 - * inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw z 3,4 proc. do 3,3 proc.Kształtowanie się wskaźnika inflacji „netto” powyżej CPI potwierdza tezę o korzystnym wpływie na inflację wyłączenia w tym wskaźniku grup towarów, czyli żywności i paliw. Tendencja spadkowa pozostałych miar inflacji bazowej wskazuje jednak, że obserwowany spadek inflacji dotyczy wszystkich głównych grup towarów i usług konsumpcyjnych i nie jest spowodowany jedynie czynnikami potencjalnie przejściowymi.
4. W lutym br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były o 0,1 proc. wyższe niż przed rokiem. W IV kwartale 2001 r. utrzymywała się spadkowa tendencja cen produkcji sprzedanej przemysłu, natomiast w styczniu 2002 r. ceny te ukształtowały się na tym samym poziomie co w styczniu ub.r.
5. Zmiany, które nastąpiły w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety Demoskopu w marcu br. wskazują na dalszą, choć bardzo nieznaczną poprawę oczekiwań osób prywatnych co do kształtowania się inflacji w przyszłości. Z jednej strony po wyraźnym spadku przed miesiącem nieznacznie wzrósł odsetek osób przewidujących, że ceny będą rosły szybciej niż dotychczas. Z drugiej strony, wzrosła grupa osób oczekujących, że za 12 miesięcy ceny będą niższe niż obecnie. Należy jednak pamiętać, że obserwowana poprawa i następnie stabilizacja korzystnej struktury oczekiwań inflacyjnych następowała w sytuacji stopniowego spadku inflacji. Istnieje ryzyko, że pojawienie się impulsów inflacyjnych może doprowadzić do szybkiego odwrócenia tej korzystnej dla przyszłej inflacji tendencji. Stopa inflacji oczekiwana przez analityków bankowych zarówno w grudniu br., jak i w horyzoncie 11 miesięcy utrzymała się na poziomie sprzed miesiąca (4,6 proc.).

VII. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej.

1. W ostatnim okresie:
 - * inflacja utrzymuje się na stosunkowo niskim poziomie;
 - * dalszemu obniżeniu uległy miary inflacji bazowej, wskazując, że niższa inflacja nie wynika jedynie z korzystnego kształtowania się cen potencjalnie przejściowych, choć niezaprzeczalny jest pozytywny wpływ niższego wzrostu cen żywności i spadku cen paliw;
 - * korzystna dla przyszłej inflacji jest stabilizacja oczekiwań inflacyjnych zarówno analityków bankowych, jak i osób prywatnych; w przypadku tych ostatnich należy pamiętać, że korzystne zmiany w strukturze oczekiwań zachodziły w sytuacji spadającej inflacji i możliwe jest odwrócenie tej tendencji w momencie pojawienia się impulsów inflacyjnych.
2. Za ostrożnością w polityce monetarnej przemawiają:
 - * fakt, że pełne skutki dokonanych od lutego 2001 r. do stycznia 2002 r. obniżek stóp procentowych łącznie o 9 pkt. proc. jeszcze się nie ujawniły;
 - * kształtowanie się agregatów monetarnych, zwłaszcza spadek dynamiki depozytów, wzrost dynamiki gotówki w obiegu, utrzymujące się wysokie tempo przyrostu podaży pieniądza, co może w przyszłości utrudniać stabilizowanie i dalsze obniżanie inflacji;
 - * ryzyko utrzymywania zbyt luźnej polityki fiskalnej i niekorzystnego wpływu tej sytuacji na przyszłe procesy gospodarcze, w tym inflacyjne;
 - * poprawa perspektyw sytuacji gospodarczej na świecie, która choć korzystna dla polskich eksporterów i wzrostu gospodarczego oznacza mniejsze niż wcześniej przewidywano oddziaływanie antyinflacyjne;
 - * pojawiające się informacje, które mogą sugerować, że następuje stopniowe ożywienie w gospodarce;
 - * obserwowany w marcu br. wzrost cen ropy na rynkach światowych oraz podniesienie prognoz kształtowania się jej cen, co prawdopodobnie doprowadzi do wzrostu cen paliw na rynku krajowym.

Biorąc pod uwagę te argumenty Rada Polityki Pieniężnej postanowiła nie zmieniać stóp procentowych NBP i utrzymać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

IX. Następane posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniach 24-25 kwietnia 2002 r.

Pod lupą: Rząd i polityka

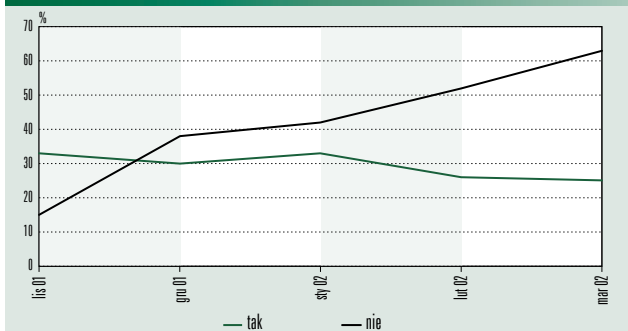
- Poparcie dla rządu znacznie spadło w marcu...
- ...co rodzi pytanie o poparcie polityczne dla społecznie niepopularnych reform...
- ...tym bardziej że związki zawodowe zapowiadają ostre protesty już wkrótce

Poparcie dla rządu spadło w marcu

Według OBOP, w marcu spadło poparcie społeczne dla rządu. 25 proc. respondentów było zwolennikami gabinetu Leszka Millera, a 63 proc. badanych wyrażało o nim negatywne opinie. Premier jest postrzegany lepiej niż cały rząd, ale po raz pierwszy od wyborów przeważały oceny negatywne (40 proc. wobec 39 proc. pozytywnych). Ten ranking popularności jest zapewne pod dużym wpływem wielu wydarzeń, które miały miejsce w marcu. Chodzi tu m.in. o podatek od odsetek, który wszedł w życie 1 marca, zredukowaną listę leków refundowanych, co wywołało dużo hałasu w mediach, oraz plany rządu, by ograniczyć możliwość jednoczesnego zarobkowania i pobierania emerytury.

Nawet jednak biorąc pod uwagę te czynniki, widać wyraźny trend wskazujący na to, że rząd SLD-UP-PSL traci poparcie naprawdę szybko. A 11 kwietnia stanie w obliczu protestów związków zawodowych przeciwko planowanej liberalizacji kodeksu pracy, co zada kolejny cios popularności rządu. Dlatego jawi się istotne pytanie, jak długo rząd będzie chciał pozostać na ścieżce reform. Przypominamy, że dyskusja o przyszłorocznym budżecie jeszcze się nie zaczęła, a według naszych szacunków cięcia w wydatkach socjalnych w budżecie na przyszły rok będą musiały być znacznie głębsze niż te przeprowadzone przez ministra finansów w 2002 r. Teraz postawmy to wszystko w kontekście wrześniowych wyborów samorządowych...

Czy popierasz działalność rządu SLD-UP-PSL?



Źródło: OBOP

Wydarzenia na scenie politycznej, kodeks pracy i ustawa o NBP

Scena polityczna w marcu była zdominowana przez kilka wydarzeń: zamknięcie dwóch politycznie drażliwych rozdziałów w negocjacjach z UE, kwestia łączenia emerytury i wynagrodzenia przez emerytów, lista i limity leków refundowanych, a także propozycja rządu dotycząca nowelizacji kodeksu pracy. Jak zwykle gorąco było też wokół RPP.

Wydaje się, że w pierwszej połowie kwietnia najgorętszym tematem będzie nowelizacja kodeksu pracy. Po fiasku rozmów w Komisji Trójstronnej rząd przedłożył swój projekt pod obrady Sejmu, natomiast związki zawodowe nie zgadzają się z wieloma zapisami tego projektu. W szczególności protestują przeciw możliwości wypowiedzania układów zbiorowych, wprowadzeniu tańszych godzin nadliczbowych, ale także kwestionują oczywistą dla ekonomistów tezę, że większa elastyczność rynku pracy pozwoli na zmniejszenie bezrobocia, szczególnie tego, które jest najdotkliwsze społecznie, czyli bezrobocia długoterminowego.

Na 11 kwietnia OPZZ zapowiedziało protesty, przed końcem kwietnia protestować będzie również „Solidarność”. Smutna ta nasza polska rzeczywistość. W krajach które odniosły sukces w obniżaniu bezrobocia (Irlandia, Holandia, Hiszpania) związki zawodowe podpisały porozumienia z partnerami społecznymi, zgodziły się na uelastycznienie rynku pracy (szczególnie dla młodych ludzi) i na ograniczenie żądań płacowych. W Polsce niestety związki zawodowe nie wykazują takiej woli, a w atmosferze konfliktu społecznego reform robić się po prostu nie da.

Być może w drugiej połowie kwietnia powróci temat nowelizacji ustawy o NBP, na razie projekt autorstwa PSL-UP został przekazany do Sejmowej Komisji Europejskiej w celu sprawdzenia zgodności z prawem unijnym. Nie martwimy się o cel polityki pieniężnej, w UE bank centralny ma przede wszystkim dbać o niską inflację, inne cele są podrzędne. Jednak kwestia zwiększenia składu osobowego RPP prawdopodobnie nie stoi w sprzeczności z prawem unijnym, chociaż ta propozycja z kolei wydaje się niekonstytucyjna. Tak czy inaczej debata nad zmianą ustawy o NBP może ponownie wywołać emocje na rynku i wpłynąć na wycenę aktywów finansowych.

Wypowiedzi członków rządu

Przedstawiciele rządu coraz większą wagę przywiązują obecnie do problemu bezrobocia, dostrzegając pojawiające się zagrożenia, zwłaszcza nadchodzący wyż demograficzny. Proponowane rozwiązania nie przysparzają mu jednak poparcia społecznego, o czym przekonały ostatnie sondaże. Trwają ataki przedstawicieli koalicji rządzącej na Radę Polityki Pieniężnej. PSL i Unia Pracy dążą do znowelizowania ustawy o NBP. SLD również krytykuje RPP, żąda obniżenia stóp procentowych (nawet o 5 pkt proc.), ale obawia się wprowadzać zmiany prawne, widząc związane z tym zagrożenia (np. gwałtowne załamanie kursu złotego). Rynki uspokaja prezydent Aleksander Kwaśniewski, który obiecuje stać na straży konstytucji, zapowiadając weto do ustawy istotnie zmieniającej rolę RPP.

KTO, KIEDY, GDZIE	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Jerzy Hausner, minister pracy; PAP, Reuters, 4.03	„Mamy sytuację spadającej koniunktury i czekając na odwrócenie tej tendencji musimy pamiętać o 900 tysiącach absolwentów, z których prawie 500 tysięcy może się zarejestrować (w tym roku) jako bezrobotni.” „Nawet przy jednoprocentowym wzroście PKB możemy osiągnąć poziom bezrobocia 19,7-19,9 procent. Rząd nie chce jednak do tego dopuścić, więc chce działać aktywnie na rzecz tworzenia nowych miejsc pracy.” „Rząd rozważa m.in. wprowadzenie częściowych ograniczeń w zatrudnianiu emerytów i rencistów po to, by wolne miejsca zajęli poszukujący pracy.” „W lutym bezrobocie nieznacznie wzrosło do poziomu 18,1 proc. To jest zgodne cyklem wieloletnim. (...) W najbliższym miesiącach powinna nastąpić sezonowa poprawa na rynku pracy.” „Mam nadzieję, że od jesieni bezrobocie już nie będzie rosło.”
PR 3, PAP, 20.03	„Marzec zapowiada się jako kolejny miesiąc wzrostu bezrobocia, na koniec tego miesiąca bezrobocie wzrośnie do 18,2 proc.”
Aleksander Kwaśniewski, Prezydent RP; Radio ZET, 5.03	„Ja przestrzegam przed konfliktem pomiędzy rządem a NBP. Odpowiedzialność za tą sytuację ponoszą obie strony, również NBP.” „Będę obrońcą porządku konstytucyjnego.”
PAP 14.03	„Ustawa, która by istotnie zmieniła zasady działania i kształt działania Rady Polityki Pieniężnej jest błędna i jej popierać nie będę.” „Nam potrzeba dobrej współpracy między władzą rządową a RPP, żeby pomóc polskiej gospodarce.”
PAP, 27.03	„Uważam, że dyskusja nad ustawą o NBP i ewentualne zmiany kształtu Rady będą tylko kłopotem dla gospodarki i przedsiębiorców, a nie pomocą. Przyczyni się to do zaostrzenia konfliktu i stanowisk oraz zwiększy wstrzeźliwość w podejmowaniu decyzji przez RPP.” „Byłoby źle, gdyby miało być tak: nie ma obniżki stóp, zaczyna się znowu dyskusja o miejscu i roli banku centralnego – to w niczym nie pomoże, to tylko zaszkodzi.” „Nie zmieniam niczego ze swojego stanowiska. Uważam, że bank centralny ma pozycję gwarantowaną konstytucją. Ja jestem gwarantem konstytucji i będę oczywiście na tej pozycji stał”.
Marek Dyduch, sekretarz generalny SLD; RMF FM 5.03	Pyt: O ile Rada powinna obniżyć, aby Sojusz wycofał się z poparcia dla tej ustawy? Odp: Około 5 procent. Obniżanie po jednym procencie powoduje, że banki nie reagują na taką decyzję.
Zbigniew Kuźmiuk, przewodniczący klubu PSL; Rzeczpospolita 14.03	„Gdyby rząd po analizie wpływów za pierwszy kwartał doszedł do wniosku, że wpływy są niewystarczające, doskonałym źródłem dodatkowych dochodów może być podatek importowy, w znaczący sposób poprawiający płynność budżetu.”
PAP, 27.03	„Nie mamy innego wyjścia, jak tylko domagać się od marszałka Sejmu wprowadzenia tego projektu ustawy pod obrady Sejmu. Nie wiem, czy to uda się na pierwszym posiedzeniu po Świętach, ale powinno to się udać w terminie następnym.” „Mija już trzy i pół miesiąca od momentu złożenia projektu. Wprawdzie marszałek ma sześć miesięcy, żeby projekt wprowadzić pod obrady Sejmu, ale jest już najwyższy czas, abyśmy rozpoczęli procedowanie.” „Mam nadzieję, że w tej sprawie będzie również determinacja Unii Pracy. Spotkamy się zaraz po Świętach z przewodniczącym klubu UP Lisakiem i na ten temat będziemy rozmawiali.”
Marek Belka, wicepremier, minister finansów; Reuters, PAP, 14.03	„Przez ostatni rok złoty był mocny, ponieważ z powodu przeprowadzanych procesów prywatyzacyjnych, jak na przykład Telekomunikacji, napływał kapitał zagraniczny. Tak więc obecnie możemy się spodziewać jakiegoś naturalnego osłabienia.” „Z punktu widzenia eksporterów, kilkuprocentowe osłabienie byłoby i korzystne i bezpieczne.”
PAP, 27.03	„Jakkolwiek na miejscu eksporterów nie byłbym zbyt optymistyczny, ponieważ osłabienie to może nie być zbyt silne, ani zbyt głębokie.” „Do ERM2 można wejść wcześniej lub później po kursie rynkowym lub innym. Jedną z opcji wejścia do ERM2 jest początkowa dewaluacja złotego.” „Dzisiaj tak naprawdę nie ma manewru. Nie ma opcji odejścia od kursu płynnego, ale można wyobrazić sobie system ograniczonej interwencji.” „Jesteśmy po trzech miesiącach realizacji budżetu, który jest zgodny z planem. Jest nawet pewna nadwyżka. Wszystko może się jednak zdarzyć.” „Mamy nadzieję, że druga połowa roku będzie lepsza niż pierwsza, może nastąpić quasi ożywienie, interesuje mnie dynamika w całym roku, czy nastąpi jej poprawa z kwartału na kwartał.” „Pierwszy kwartał może wyglądać bardzo dobrze dzięki znaczącemu przyrostowi zapasów.” „W Polsce obecnie mamy do czynienia z głęboką nierównowagą o charakterze deflacyjnym. Pokazuje to wskaźnik inflacji, ale też wskaźnik rachunku obrotów bieżących.” „Mamy do czynienia z lawinowo postępującą deflacją.”
Jacek Piechota, minister gospodarki; PR 3, 14.03	„Uchwała nie narusza niezależności banku centralnego czy RPP, nie zmienia niczego w regulacjach ustawowych czy konstytucyjnych. Natomiast parlament ma prawo i nie można mu tego odmówić, wyrazić swój pogląd w kwestii oceny czy RPP swoimi decyzjami sprzyja realizacji strategii gospodarczej rządu i ożywieniu gospodarczemu, a to ożywienie gospodarcze jest nam niezmiernie potrzebne.”

„Ja myślę, że wszystko za tym przemawia [że RPP w najbliższym czasie obniży stopy procentowe] i myślę, że Rada musi brać pod uwagę fakt, że wciąż trudno mówić o ożywieniu gospodarczym, rentowność naszych eksporterów gwałtownie spada. [...] Tak że RPP musi uwzględnić wszystkie te fakty, chociaż też – i to trzeba przyznać – musi się kierować faktem takim, że dzisiaj zadłużenie polskich przedsiębiorstw w zdecydowanej większości jest nominowane w walutach obcych, więc wszystkie te elementy Rada musi wziąć pod uwagę.”

„Uelastycznienie przepisów prawa pracy to kolejny element niezbędny w naszej ocenie do ożywienia sytuacji gospodarczej, przede wszystkim sektora małych i średnich firm. Problem polega tutaj na tym, że związki zawodowe nie reprezentują tego właśnie sektora. [...] Tymczasem już 50 proc. PKB tworzone jest w sektorze małych i średnich firm.”

Leszek Miller, premier;

TVP1, 19.03

„Rząd nie może czekać. Tym bardziej nie mogą czekać bezrobotni. Postanowił zatem projekt niezbędnych zmian skierować do Sejmu. Zwlekanie z tym byłoby nieodpowiedzialnością.”

„W ciągu ostatnich czterech lat w Polsce siedmiokrotnie spadło tempo wzrostu gospodarczego i przybyło ponad milion bezrobotnych. To jeden z bardziej widocznych dramatycznych skutków rządów prawicy.”

Jarosław Kalinowski, wicepremier, minister rolnictwa;

PAP, 19.03

„Propozycje Komisji Europejskiej są sprzeczne z fundamentalnymi zasadami jednolitego rynku. Główną wadą obecnych propozycji jest ogromna skala różnicowania poziomów wsparcia rolnictwa w warunkach jednolitego rynku.”

„Wskutek tego polscy rolnicy wypierani byłiby z rynku nie dlatego, że byłiby mniej wydajni, lecz dlatego, że ich konkurenci uzyskiwaliby wsparcie finansowe z budżetu UE.”

„Nawet czasowe zróżnicowanie warunków konkurencji mogłoby doprowadzić do nieodwracalnych skutków w postaci utraty rynków i pogłębienia luki technologicznej.”

Marek Pol, wicepremier, minister infrastruktury;

PAP, 27.03

„Informacja o tym, że Rada Polityki Pieniężnej trwa w swojej restrykcyjnej wersji tej polityki, jest bardzo złą informacją nie tylko dla rządu, ale dla nas wszystkich.”

„To jest informacja o tym, że nadal złotówka będzie nadwartościowa, a kredyty nadal będą należeć do najdroższych w Europie. Nadal te elementy, które powinny pobudzić polską gospodarkę – dostępniejszy kredyt i większe szanse w eksporcie – nie będą występowały.”

„Ten cel – inflacja zakładana, która jest najkorzystniejsza dla Polski, bo tak wówczas kreowano ten program – wynosi 5 proc. Działania RPP dzisiaj, polegające na utrzymywaniu restrykcyjnej polityki monetarnej, odbywają się w czasie, kiedy inflacja jest wyraźnie niższa.”

„W krajach, w których banki normalnie reagują w takich sytuacjach, z reguły stopy maleją, czasem bardzo szybko, czasem nawet do ujemnych realnych wartości. [...] U nas nadal utrzymują się bardzo wysokie stopy procentowe banku centralnego, co z całą pewnością wpływa bardzo mocno na utrzymywanie się bardzo drogiego kredytu.”

Marek Sawicki, wiceprezes PSL;

Reuters, Rzeczpospolita, 28.03 „PSL uważa szybkie obniżenie realnych stóp procentowych NBP za jedno z głównych celów partii w koalicji rządowej z SLD-UP.”

„RPP jest wciąż uparta. Uważamy, że jest to naruszanie porozumienia z rządem i jesteśmy przekonani, że marszałek Sejmu uruchomi proces legislacyjny.”

Janusz Wojciechowski, wicemarszałek Sejmu;

Gazeta Wyborcza, 28.03

„RPP w swoich wypowiedziach nie zostawia złudzeń – nie ma co liczyć na zmianę jej restrykcyjnej polityki monetarnej.”

„Nawet gdyby teraz Rada obniżyła stopy, to my go [projektu zmian ustawy o NBP] nie wycofalibyśmy. Chcemy po prostu inaczej określić jej zadania na przyszłość.”

Marek Borowski, marszałek Sejmu;

Polskie Radio, 28.03

„Zacznijmy od tego, że ta decyzja Rady rzeczywiście jest rozczarowująca i podzielam poglądy wszystkich tych, którzy w takim duchu się wypowiadają.”

„Nic by się nagle nie stało, gdyby stopy spadły. [...] Utrzymywanie ich przez dwa miesiące, jest – chcę powiedzieć delikatnie – zbytnią ostrożnością. To trudno zrozumiałe.”

„Dzisiaj jest tak, że tej polityki Rady nie rozumie już praktycznie większość poważnych ekonomistów. Nie da się tego uzasadnić właściwie żadnym poważnym argumentem.”

„Rada podejmuje trochę decyzję na zasadzie: wy nas krytykujecie, to my pokażemy, że nie ulegamy naciskom politycznym i zrobimy inaczej.”

„Trzeba się zawsze zastanawiać, czy lekarstwo, które się chce zastosować, jak np. zmiana ustawy, nie będzie groźniejsze od samej choroby.”

„[Nowelizacja ustawy o NBP] to jest jakaś ostateczność, która może być podjęta, kiedy wszyscy wokół mają świadomość, że nie ma możliwości żadnego porozumienia się, że wszystko zmierza ku przepaści. Więc jeżeli do takiej oceny dojdzie [...] a nadto zostaną zbadane skutki takiej decyzji, bo trzeba się liczyć z różnymi skutkami. Nie mówię w tej chwili o skutkach prawnych, ale o skutkach ekonomicznych. [...] Dzisiaj jest na przykład tak, że wiele przedsiębiorstw, niestety, z powodu mocnego złotego zadłużyło się w bankach zagranicznych, czyli wzięło kredyty dewizowe. Trzeba policzyć wszystkie skutki, na przykład gwałtownej zmiany kursu. Jest potrzebna zmiana kursu, ale nie gwałtowna. Jeżeliby miała wystąpić gwałtowna, a działania prawne tego typu mogłyby to spowodować, to wówczas wszystkie przedsiębiorstwa, które splacają przecież te kredyty, znalazłyby się w bardzo trudnej sytuacji. Więc tu trzeba zrobić rachunki – również i ekonomiczne, nie tylko polityczne.”

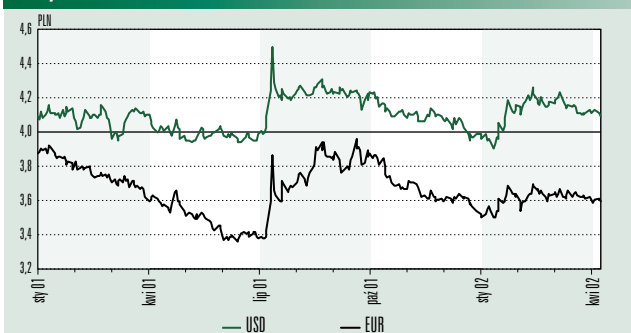
Monitor rynku

- Złoty pozostaje silny
- Spokój na rynku, niewielki przedział dziennych wahań kursu
- Stabilizacja kursu złotego w przedziale 4,10-4,15 PLN za USD
- Osłabienie nastąpi dopiero po obniżce stóp, w maju lub czerwcu
- Nowy instrument finansowy: obligacje 20-letnie
- Rośnie spread pomiędzy obligacjami 2L i 5L
- Spadek popytu na polskie obligacje

Złoty stabilny w ostatnim czasie

W ostatnim okresie na polskim rynku walutowym niewiele się dzieje. Złoty pozostaje silny i stosunkowo stabilny, zakres jego dziennych wahań jest bardzo niewielki, zwykle nie przekracza dwóch groszy. Prawie od miesiąca polska waluta pozostaje w przedziale 4,10-4,15 w stosunku do dolara z lekką tendencją na umacnianie się. Gdy tylko pojawiały się nieco wyższe poziomy i waluty obce stawały się trochę droższe, inwestorzy natychmiast wykorzystywali to do ich sprzedaży. Z drugiej strony bariera 4,10 za USD stanowiła dla złotego bardzo silny poziom oporu, który bronił się przez całą drugą połowę marca. Dopiero na początku kwietnia, przed samą aukcją obligacji skarbowych nastąpiło jego przebicie i umocnienie do 4,09 za USD. Niewykluczone jednak, że ruch ten okaże się chwilowy, bowiem w porównaniu z sytuacją, jaka miała miejsce przed poprzednimi przetargami, tym razem umocnienie złotego było niewielkie, podobnie zresztą jak popyt na polskie papiery. W najbliższym czasie złoty może zatem ponownie wrócić do przedziału 4,10-4,15 PLN za USD i pozostawać w nim do czasu, aż pojawią się inne czynniki, które spowodowałyby ruch w którymś kierunku. Jeśli nic specjalnego się nie wydarzy, to czynnikiem takim może okazać się dopiero obniżka stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Powinna ona spowodować osłabienie polskiej waluty. W naszej ocenie nie stanie się to jednak w kwietniu, lecz w maju lub nawet dopiero w czerwcu, kiedy RPP zobaczy spadek inflacji w maju poniżej 3 proc. r/r.

Kursy walutowe



Źródło: BZ WBK

W kwietniu pierwsza aukcja obligacji 20-letnich

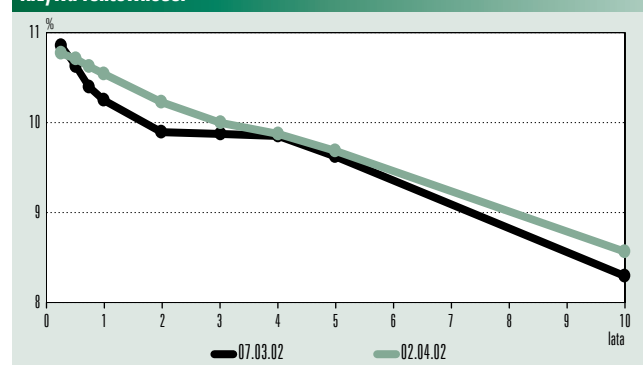
Kwietniowa aukcja obligacji 10-letnich została odwołana, a zamiast tego ministerstwo wyemituje obligacje 20-letnie

o stałym oprocentowaniu 5,75 proc. Przetarg odbędzie się 17 kwietnia, a podaż zostanie ogłoszona przed 15 kwietnia. Wydaje się, że fundusze emerytalne oraz zagraniczni inwestorzy grający na konwergencję dostaną w końcu to, czego chcieli – duration. Oczywiście aby obligacje te (nazwane WS0922) stały się poważnym instrumentem, potrzebna jest płynność, dlatego nie będziemy zdziwieni, widząc ofertę przekraczającą 1 mld zł. Następną aukcją obligacji 20-letnich odbędzie się na przełomie II i III kwartału. W kwietniu Ministerstwo Finansów dokona płatności odsetek oraz rat kapitałowych długu wewnętrznego na 6,8 mld zł.

Krzywa rentowności w górę, rośnie spread 2-5 lat

Przez ostatni miesiąc krzywa rentowności przesunęła się w górę w sektorach od 6 miesięcy do 3 lat oraz na 10 latach. W przypadku bonów 3M rentowności spadły o 5 pb., a rentowności obligacji 4- i 5-letnich pozostały stabilne. Rośnie spread pomiędzy papierami 2- i 5-letnimi – obecnie wynosi już 35 pb., podczas, gdy jeszcze na początku lutego krzywa była tu idealnie płaska. Wynika to z mniejszego zainteresowania inwestorów papierami 2-letnimi, wolą oni bowiem kupować krótsze i wyżej od nich oprocentowane bony skarbowe, przewidując dalsze redukcje stóp procentowych w tym roku. Ponadto w marcu odmiennie niż w lutym wyglądała struktura podaży papierów 2- i 5-letnich (odpowiednio 2,0 i 1,8 mld zł wobec 2,0 i 2,9 mld zł w poprzednim miesiącu), co również wpływa na kształt krzywej.

Krzywa rentowności

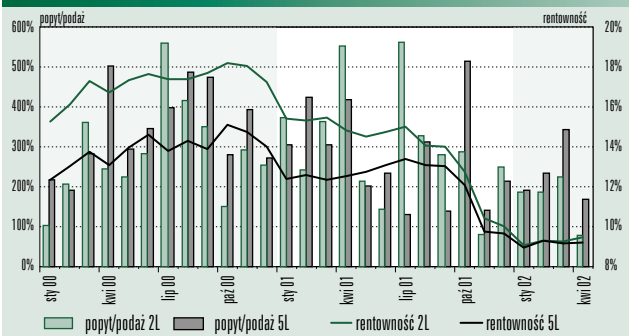


Źródło: BZ WBK

Spadek popytu na polskie obligacje

Tendencje te były kontynuowane na aukcji kwietniowej. Tym razem podaż obligacji 2-letnich była znacznie większa niż 5-letnich (2,5 mld zł wobec 1,2 mld zł). Okazało się jednak, że zapotrzebowanie na rynku było znacznie mniejsze. Inwestorzy zgłosili popyt tylko na 2,03 mld zł obligacji 2-letnich. W przypadku obligacji 5-letnich popyt przekraczał podaż, ale również nie był zbyt duży – 1,93 mld zł przy ofercie wynoszącej 1,2 mld zł. Ostatecznie sprzedano 1756,5 mln zł obligacji 2-letnich oraz wszystkie zaoferowane papiery pięcioletnie. Całkowity popyt, który w pierwszych trzech miesiącach br. wynosił średnio 10 mld zł, tym razem nie osiągnął 4 mld zł.

Jak pokazano na wykresie, tak niski stosunek popytu do podaży (w przypadku obligacji 2-letnich wyniósł on 77 proc.) jest bardzo rzadki i miał miejsce tylko w listopadzie 2001 r. oraz do pewnego stopnia w styczniu 2000. Równocześnie

Popyt, podaż i rentowność obligacji 2L i 5L


Źródło: BZ WBK

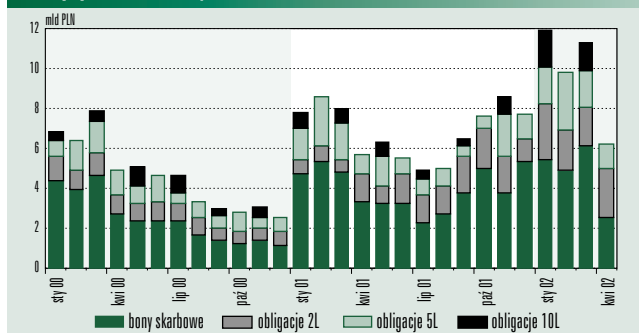
następowała wówczas zmiana trendu. Po słabej aukcji w styczniu rentowności rozpoczęły „czas niedźwiedzia” na rynku obligacji, który trwał przez cały 2000 r. Listopad 2001 zakończył z kolei dobry „czas byka” na rynku, rozpoczęty w sierpniu 2001. Chociaż rentowności kontynuowały spadek przez dwa kolejne miesiące, była to raczej okazja do realizacji zysków, a nie dalszych zakupów.

Dlatego wyniki ostatniego przetargu wywołują pytanie, czy rodzi się poważniejszy problem i Ministerstwo Finansów zacznie odczuwać ograniczenia w możliwości finansowania deficytu w nadchodzących miesiącach, czy też był to tylko jednorazowy efekt wynikający z przedłużenia urlopów po Wielkanocy. Rentowności na kwietniowej aukcji znacznie wzrosły, osiągając 9,496/9,446 proc. (maks./śr.) dla papierów dwuletnich i 9,231/9,204 proc. dla pięcioletnich. Wydaje się, że Ministerstwo Finansów odrzuciło wszystkie oferty kupna, które zmuszałyby je do zaakceptowania rentowności powyżej 9,50 proc. w segmencie dwóch lat. Przebiecie tej granicy mogłoby otworzyć obligacjom dwuletnim drogę do marszu w kierunku 10 proc., co jest zgodne ze zrewidowanymi ostatnio oczekiwaniami obniżek stóp procentowych. Rynki teraz poważnie zastanawiają się, czy mamy koniec cyklu poluzowywania, czy też nastąpi jeszcze jakieś dostrajanie.

Oczywiście konsensus, podobnie jak prognozy NBP, wskazuje na spadek inflacji w maju poniżej 3 proc., co będzie wspierać rynek obligacji, ale każdy wie, że będzie to tylko krótkoterminowe, przed wzrostem inflacji w drugiej połowie roku, i powinno być wykorzystane do realizacji zysków. Jest jeszcze za wcześnie na ostateczne wnioski, szczególnie przed przetargiem obligacji 20-letnich planowanym na

17 kwietnia. Może fundusze emerytalne zdecydowałyby zredukować swój popyt na obligacje dwuletnie i zaczekać na aukcję papierów 20-letnich. Należy również brać pod uwagę, że sygnały nadchodzącego ożywienia czynią oczekiwaną stopę zwrotu z akcji bardziej atrakcyjną relatywnie do obligacji, przy założeniu że giełdowe firmy będą partycypować w tym ożywieniu.

Nasi dealerzy skłaniają się obecnie w kierunku scenariusza stabilizacji w najbliższych dniach lub nawet tygodniach. I mogą mieć rację tak długo, jak długo inflacja roczna i deficyt obrotów bieżących w stosunku do PKB pozostaną poniżej poziomu 4 proc. Jednakże obie te liczby powinny przekroczyć tę granicę w drugiej połowie br. Wydaje się, że rynek obligacji nie zaoferuje zbyt wysokiej stopy zwrotu w tym roku, a istnieje duże ryzyko strat w drugiej jego połowie.

Podaż papierów skarbowych


Źródło: Ministerstwo Finansów

Oferta bonów skarbowych w marcu

mln zł

data przetargu	oferta (sprzedaż)			
	13-tyg.	26-tyg.	52-tyg.	suma
04.03.2002	–	400 (400)	800 (800)	1200 (1200)
11.03.2002	–	300 (300)	900 (900)	1200 (1200)
28.03.2002	–	200 (200)	1000 (1000)	1200 (1200)
25.03.2002	100 (100)	–	1300 (1300)	1400 (1400)
29.03.2002	100 (97,52)	–	1000 (1000)	1100 (1097,52)
Suma	200 (197,52)	900 (900)	5000 (5000)	6100 (6097,52)
08.04.2002	100	–	600	700
15.04.2002	100	–	700	800
22.04.2002	–	100	900	1000
Suma	200	100	2200	2500

Źródło: Ministerstwo Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2002 r.

miesiąc	I przetarg						II przetarg				
	data	obligacje	oferta (mln zł)	sprzedaż (mln zł)	obligacje	oferta (mln zł)	sprzedaż (mln zł)	data	obligacje	oferta (mln zł)	sprzedaż (mln zł)
styczeń	09.01	OK1203	2 800	2 800	PS1106	1 900	1 900	16.01	DS1110	1 800	1 800
luty	06.02	OK1203	2 000	2 000	PS1106	2 900	2 900	13.02	DZ0811	500	495,5
marzec	06.03	OK1203	2 000	2 000	PS1106	1 800	1 800	20.03	DS1110	1 400	1 400
kwiecień	03.04	OK0404	2 500	1756,5	PS1106	1 200	1 200	10.04	DZ0811	–	–
maj	08.05	OK0404	–	–	PS0507	–	–				
czerviec	05.06	OK0404	–	–	PS0507	–	–	12.06	DZ0811	–	–
lipiec	03.07	OK0404	–	–	–	–	–	17.07	DS1110	–	–
sierpień	07.08	OK0804	–	–	PS0507	–	–	14.08	DZ0811	–	–
wrzesień	04.09	OK0804	–	–	PS0507	–	–	18.09	DS1110	–	–
październik	02.10	OK0804	–	–	PS0507	–	–	09.10	DZ0811	–	–
listopad	06.11	OK0804	–	–	PS1107	–	–	20.11	DS1112	–	–
grudzień	04.12	OK1204	–	–	–	–	–	11.12	DZ0811	–	–

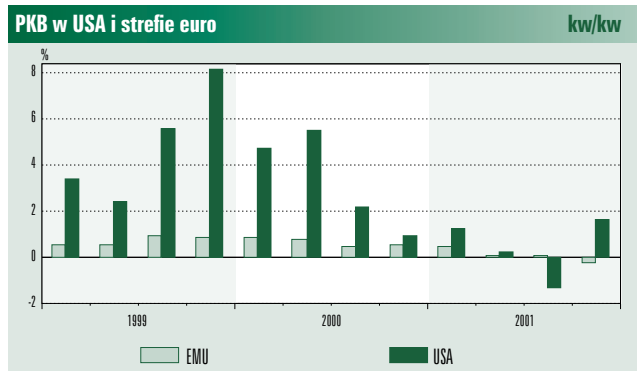
Źródło: Ministerstwo Finansów

Przeгляд międzynarodowy

- Nadchodzi ożywienie gospodarcze w USA i strefie euro
- Stopy procentowe bez zmian, choć Fed zmienił nastawienie na neutralne
- Wskaźniki aktywności nadal rosną
- Wzrost cen ropy naftowej

PKB krajów strefy euro spadł w IV kwartale 2001 r. o 0,2 proc. kw/kw i wzrósł o 0,6 proc. r/r. Dane te były zgodne z oczekiwaniami. Inwestycje zmniejszyły się o 0,8 proc., a wydatki konsumpcyjne wzrosły tylko o 0,1 proc. Eksport ze strefy euro spadł w IV kwartale 2001 o 0,9 proc., a import o 1,1 proc. W całej Unii Europejskiej PKB spadł o 0,1 proc. kw/kw i wzrósł o 0,8 proc. r/r. W ocenie Komisji Europejskiej spowolnienie w gospodarce europejskiej już się zakończyło, choć ożywienie będzie następować powoli. Również ekonomiści Europejskiego Banku Centralnego uważają, że na ostatni kwartał ubiegłego roku przypadło dno cyklu koniunkturalnego.

Wzrost gospodarczy w USA wyniósł w IV kwartale 2001 r. 1,7 proc. Dane te zostały skorygowane w górę z 1,4 proc. podanych poprzednio (a pierwsza publikacja mówiła o 0,2 proc.).



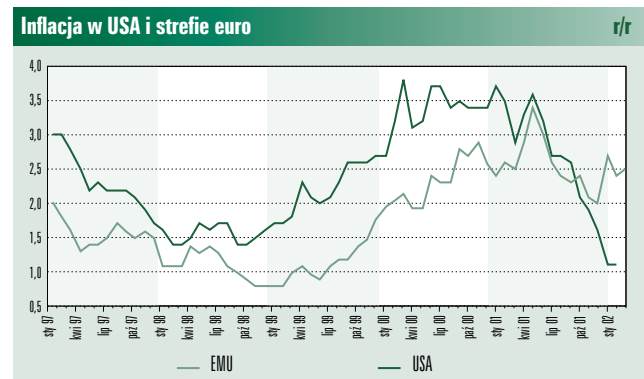
Według Międzynarodowego Funduszu Walutowego światowa gospodarka uniknęła recesji i obecnie zaczyna przyspieszać. W opinii MFW ożywienie w Europie zacznie się później i będzie słabsze niż w USA.

Europejski Bank Centralny stwierdził tymczasem, że gospodarka strefy euro osiągnęła już dno i pod koniec bieżącego roku powróci do wysokiego tempa wzrostu. Wedle szacunków ECB powinien zostać wówczas osiągnięty długoterminowy potencjał wzrostowy, który wynosi 2-2,5 proc. rocznie. Jednocześnie ECB powtórzył opinię, iż inflacja w strefie euro znajduje się pod kontrolą i w najbliższych miesiącach powinna spaść poniżej wyznaczonego przez bank poziomu 2 proc.

Z opublikowanego ostatnio raportu Komisji Europejskiej wynika, że gospodarka światowa jest bliska ożywienia. Zdaniem komisji, mimo że z USA nadchodzą optymistyczne sygnały, to perspektywy światowej gospodarki są jeszcze niepewne. Wśród czynników ryzyka wymieniono wysokie zadłużenie amerykańskich konsumentów, pogorszenie stanu gospodarki Japonii, kryzys w Argentynie oraz niebezpieczeństwo wzrostu cen ropy naftowej.

Zgodnie z oczekiwaniami na posiedzeniu 19 marca Fed pozostawił bez zmian stopy procentowe. Fed Funds Rate jest więc nadal na poziomie 1,75 proc. Zmienione zostało nastawienie w polityce monetarnej na neutralne, co jest sygnałem, że cykl poluzniania zakończył się i w ciągu kilku miesięcy można się spodziewać wzrostu stóp. Niektórzy gracze na rynku oczekują takiego ruchu już na posiedzeniu Fed w czerwcu.

W lutym inflacja w Stanach Zjednoczonych wyniosła 0,2 proc. m/m, zgodnie z oczekiwaniami rynków. W skali roku inflacja pozostała na poziomie 1,1 proc. Lutowa inflacja w strefie euro była nieco niższa niż wskazywały pierwsze szacunki. Wyniosła ona 0,1 proc. m/m oraz 2,4 proc. r/r, podczas gdy dane wstępne były wyższe w obu przypadkach o 0,1 pkt proc. Z kolei według wstępnych szacunków inflacja w marcu wzrosła do 2,5 proc. r/r, podczas gdy oczekiwano spadku do 2,3 proc.



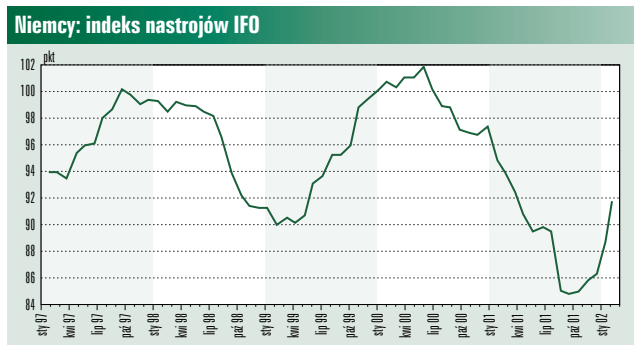
ECB poinformował, że tempo wzrostu podaży pieniądza M3 w strefie euro obniżyło się w lutym do poziomu 7,4 proc. r/r z 7,9 proc. w styczniu. Spadek ten był większy niż oczekiwano – średnie prognozy wynosiły 7,6 proc. Średnia z ostatnich trzech miesięcy spadła do 7,8 proc. z 8,0 proc. miesiąc wcześniej. Ustalony przez ECB pożądany poziom, który nie prowadzi do wzrostu presji inflacyjnej, to 4,5 proc. Nadwyżka podaży pieniądza wynika zdaniem ECB z nadmiernego napływu inwestycji portfelowych wywołanego niepewną sytuacją gospodarczą na świecie.

Zamówienia na dobra trwałe w USA wzrosły w lutym o 1,5 proc. m/m, wobec 1,3 proc. po korekcie w styczniu. Rynki oczekiwały zwiększenia liczby zamówień w lutym o 1 proc.

Zapasy przedsiębiorstw amerykańskich zwiększyły się w styczniu o 0,2 proc. po spadku o 0,5 proc. w grudniu. Na obecnym etapie cyklu koniunkturalnego może to oznaczać, że firmy przygotowują się na rychły wzrost popytu, co potwierdza scenariusz nadchodzącego ożywienia.

Produkcja przemysłowa w USA wzrosła w lutym o 0,4 proc. m/m. Dane te były lepsze niż oczekiwano. Wzrost miesięczny okazał się największy od czerwca 2000 r.. Wykorzystanie mocy produkcyjnych amerykańskich firm zwiększyło się do 74,8 proc. z 74,5 proc. w styczniu. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrosły o 0,2 proc. po wzroście o 0,1 proc. w styczniu. Bazowa inflacja PPI liczona po odliczeniu cen żywności i energii pozostała bez zmian.

W marcu, piąty miesiąc z rzędu, indeks nastrojów niemieckich przedsiębiorców IFO odnotował wzrost, wynosząc 91,8 pkt wobec 88,5 pkt w lutym. Ponadto drugi miesiąc z rzędu poprawa była dużo silniejsza od oczekiwań, które były na poziomie 90,4 pkt. Osiągając poziom najwyższy od 11 miesięcy, indeks IFO dał wyraźny sygnał, że największa gospodarka europejska wychodzi z recesji. Tym niemniej marcowa poprawa niemal w całości była wynikiem lepszych oczekiwań na przyszłość.



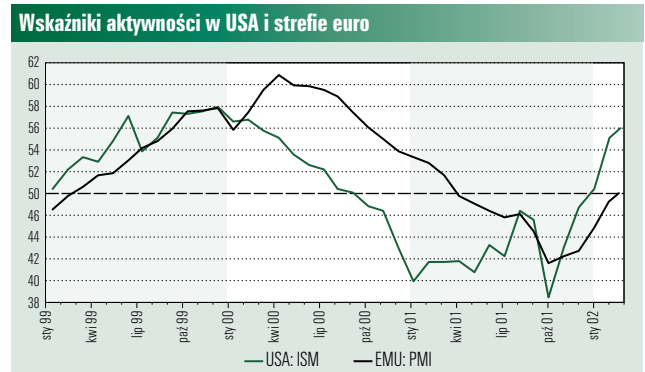
Źródło: Reuters

Indeks PMI obrazujący kondycję sektora przemysłowego w strefie euro wzrósł w marcu piąty miesiąc z rzędu do 50 pkt z 48,6 pkt w lutym. Po raz pierwszy od roku został osiągnięty poziom będący granicą oddzielającą regres od rozwoju. Nie spełniły się jednak oczekiwania, że bariera ta zostanie już tym razem przekroczona – prognozowano wskaźnik na poziomie 50,2 pkt.

W marcu wskaźnik zaufania konsumentów amerykańskich do gospodarki skoczył do 110,2 pkt ze zrewidowanych w górę 95,0 pkt w lutym. Prognozy zapowiadały wzrost indeksu do 98,8 pkt. Marcowy poziom jest najwyższy od sierpnia ub.r., a poprawa wynika zarówno ze wzrostu składnika oczekiwań na przyszłość, jak i wskaźnika oceny bieżącej sytuacji.

Indeks nastrojów amerykańskich konsumentów liczony przez Uniwersytet Michigan wzrósł w marcu znacznie silniej niż przewidywano – aż do 95,7 pkt z 90,7 w lutym (średnia prognoz wynosiła 92,9 pkt). Jest to kolejna już oznaka nadchodzącego ożywienia w gospodarce USA.

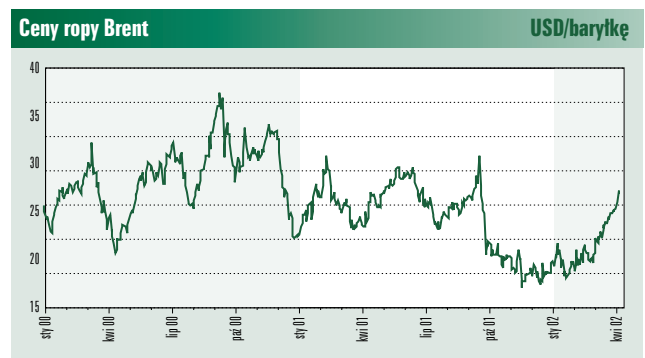
Institut ISM również dostarczył dowodu, że gospodarka USA podnosi się z recesji. Indeks ISM (poprzednio NAPM) wzrósł w marcu do 55,6 pkt z 54,7 wobec oczekiwań rynku 54,3. ISM stwierdził, że producenci dostrzegają możliwość wzrostu cen, a część niewykorzystanych mocy wraca do użycia. Institut dodał, że po okresie niskich cen energii ponownie stają się one problemem.



Źródło: Reuters

Kraje eksportujące ropę naftową zrzeszone w kartelu OPEC zamierzają utrzymać w tym półroczu dotychczasowe limity wydobycia tego surowca na poziomie 21,7 mln baryłek dziennie przy potencjale produkcyjnym wyższym o ponad 5 mln. Celem organizacji jest utrzymanie ceny za baryłkę ropy w przedziale 22-28 dolarów. Zwiększenie wydobycia ma nastąpić dopiero wtedy, gdy nastąpi ożywienie gospodarki światowej, które spowoduje wzrost popytu na paliwo i co za tym idzie wyższe ceny.

W wyniku zaogniającego się konfliktu Izraela z Palestyną Irak wezwał wszystkie kraje arabskie do użycia jako broni ropy naftowej. Apel ten został poparty przez Iran, który stwierdził, iż byłaby to skuteczna metoda, aby przekonać kraje Zachodu do wywarcia presji na Izrael w celu wycofania się z zajętych terytoriów palestyńskich. I choć pozostałe kraje arabskie nie poparły tego apelu, to wydaje się, że okres znacznie wyższych cen energii jest przed nami. Na początku kwietnia cena baryłki ropy Brent przekroczyła 27 USD, a w USA cena w transakcjach futures przebiła na pewien czas 28 USD, poziom najwyższy od sierpnia ub.r. W marcu światowe ceny ropy naftowej wzrosły blisko o 24 proc. m/m, a w pierwszych dniach kwietnia podskoczyły o kolejne 7-8 proc. Porównując to z detalicznymi cenami paliw w Polsce, zauważyć można jeszcze duży potencjał podwyżek, zwłaszcza gdyby złoty nieco stracił w wyniku malejących oczekiwań cięcia stóp w kwietniu i rosnącej presji politycznej na NBP. Według danych biura maklerskiego Reflex ceny detaliczne paliw wzrosły w marcu średnio o około 2,6 proc. m/m, a w ostatnim tygodniu marca wzrost wyniósł 5 proc. m/m.



Źródło: Reuters

Najważniejsze wydarzenia i wskaźniki w tym miesiącu

<i>Poniedziałek</i>	<i>Wtorek</i>	<i>Środa</i>	<i>Czwartek</i>	<i>Piątek</i>
1 kwietnia USA: ISM (mar)	2 EMU: PMI (mar) EMU: Inflacja wstępna (mar) USA: Zamówienia w przemyśle (lut)	3 POL: Przetarg obligacji OK0404 i PS 1106 (2,5 i 1,2 mld PLN) EMU: Koniunktura (mar) EMU: Nastroje w biznesie (mar) EMU: Bezrobocie (lut) EMU: Ceny producenta (lut)	4 EMU: Posiedzenie ECB EMU: Produkcja przemysłowa (sty) EMU: Sprzedaż detaliczna (sty)	5 POL: Ceny żywności (II poł. mar) GER: Zamówienia w przemyśle (lut) USA: Bezrobocie (mar)
8 POL: Przetarg bonów skarbowych (700 mln PLN)	9 GER: Bezrobocie (mar)	10	11 EMU: PKB (IV kw.)	12 POL: Podaż pieniądza (mar) FRA: Inflacja wstępna (mar) FRA: Produkcja przemysłowa (lut) USA: Ceny producenta (mar) USA: Sprzedaż detaliczna (mar)
15 POL: Przetarg bonów skarbowych (800 mln PLN) POL: Inflacja (mar) POL: Deficyt budżetu (mar) POL: Płace i zatrudnienie (mar) ITA: Produkcja przemysłowa (lut)	16 GER: Produkcja przemysłowa (lut) ITA: Inflacja finalna (mar) USA: Inflacja (mar)	17 POL: Przetarg obligacji WS0922 EMU: Inflacja finalna (mar)	18 POL: Produkcja przemysłowa (mar) POL: Ceny producenta (mar) POL: Koniunktura (kwi) EMU: Produkcja przemysłowa (lut)	19 EMU: Handel zagraniczny (lut)
22 POL: Bezrobocie (mar) POL: Przetarg bonów skarbowych (1,0 mld PLN)	23	24 POL: Posiedzenie RPP FRA: Inflacja finalna (mar)	25 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) GER: Nastroje w biznesie IFO (kwi)	26 POL: Ceny żywności (I poł. kwi) EMU: Podaż pieniądza (mar)
29	30 POL: Bilans płatniczy (mar) EMU: Inflacja wstępna (kwi) EMU: Bezrobocie (mar) EMU: Sprzedaż detaliczna (lut)	1 maja Święto Pracy	2 ITA: Inflacja wstępna (kwi)	3 Święto Konstytucji EMU: Nastroje w biznesie (kwi) EMU: Ceny producenta (mar) USA: Bezrobocie (mar)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Terminarz publikacji danych w 2002 r.

	Sty	Lut	Mar	Kwi	Maj	Cze	Lip	Sie	Wrz	Paź	Lis	Gru
Posiedzenie RPP	29-30	26-27	26-27	23-24 ^a	28-29 ^a	25-26 ^a	30-31 ^a	27-28 ^a	24-25 ^a	29-30 ^a	26-27 ^a	17-18 ^a
Inflacja	15	15 ^b	15 ^c	15	15	17	15	16 lub 19	16	15	15	16
Ceny producenta	18	19	18	18	20	19	17	20	18	17	20	18
Produkcja przemysłowa	18	19	18	18	20	19	17	20	18	17	20	18
Płace brutto, zatrudnienie	15	14	14	15	17	18	12	14	13	14	18	13
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy	31	28	28	30	29	28	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	12	14	14	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	5	7	7	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	7 ^d i 21 ^e	20	20	18	21	19	18	22	19	18	21	19
Ceny żywności, 1-15	-	8 ^e i 27 ^f	27	26	27	27	26	27	27	25	27	30
Ceny żywności, 16-30	3	8	8	5	7	6	5	6	6	7	6	6

a) wg wstępnego harmonogramu, b) dane wstępne; c) dane ostateczne (styczeń, luty); d) za grudzień 2001; e) za styczeń 2002; f) za luty 2002

Źródło: GUS, NBP

Wskaźniki miesięczne

		lut 01	mar 01	kwi 01	maj 01	cze 01	lip 01	sie 01	wrz 01	paź 01	lis 01	gru 01	sty 02	lut 02	mar 02	kwi 02
															<i>prognoza</i>	
PKB	% r/r	x	2,3	x	x	0,9	x	x	0,8	x	x	0,3	x	x	1,5	x
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,0	3,3	3,8	-0,4	-4,7	1,5	0,9	-3,7	1,8	-1,0	-4,8	-1,4	0,4	-2,8	5,6
Sprzedaż detaliczna***	% r/r	-0,2	0,1	1,9	4,3	0,2	1,5	3,0	1,3	5,8	2,4	2,4	4,7	7,7	x	x
Stopa bezrobocia	%	15,9	16,1	16,0	15,9	15,9	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	17,4	18,0	18,1	18,2	18,0
Płace brutto**	% r/r	7,7	7,9	5,2	8,8	4,9	8,0	6,9	6,2	7,8	6,6	5,3	5,7	5,5	5,3	5,1
Eksport (wg NBP)	mln USD	2 392	2 614	2 559	2 472	2 477	2 556	2 616	2 287	2 778	2 555	2 540	2 308	2 202	2 312	2 381
Import (wg NBP)	mln USD	3 116	3 522	3 269	3 638	3 379	3 382	3 635	3 176	3 953	3 509	3 430	3 418	2 978	3 425	3 390
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-724	-908	-710	-1 166	-902	-826	-1 019	-889	-1 175	-954	-890	-1 110	-776	-1 113	-1 009
Rachunek bieżący	mln USD	-463	-751	-520	-737	-948	-287	-354	-304	-838	-417	-500	-847	-789	-735	-774
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-12,0	-15,1	-18,4	-20,4	-18,7	-19,4	-21,0	-21,8	-24,6	-27,7	-32,6	-6,9	-14,0	-18,0	x
Inflacja (CPI)	% r/r	6,6	6,2	6,6	6,9	6,2	5,2	5,1	4,3	4,0	3,6	3,6	3,4	3,5	3,4	3,2
Geny produkcji (PPI)	% r/r	4,1	3,8	3,4	2,3	0,9	0,6	1,0	0,7	-0,5	-1,0	-0,3	0,0	0,1	0,8	1,1
Podaż pieniądza	% r/r	14,6	14,9	14,0	13,5	8,0	13,5	14,6	14,3	13,0	12,1	13,7	12,3	11,4	9,4	9,6
Depozyty	% r/r	17,1	16,8	16,1	15,5	9,1	15,4	16,3	15,5	13,7	12,4	13,9	12,0	10,8	9,1	9,0
Kredyty	% r/r	15,6	14,6	12,7	11,3	5,0	11,6	11,7	10,7	8,7	8,4	7,6	7,3	7,0	7,0	7,2
USD/PLN	PLN	4,09	4,06	4,02	3,98	3,97	4,19	4,25	4,22	4,13	4,09	4,01	4,06	4,19	4,14	4,15
EUR/PLN	PLN	3,77	3,70	3,59	3,49	3,39	3,60	3,82	3,85	3,74	3,64	3,58	3,59	3,64	3,63	3,63
Stopa interwencyjna*	%	19,00	17,00	17,00	17,00	15,50	15,50	14,50	14,50	13,00	11,50	11,50	10,00	10,00	10,00	10,00
WIBOR 3M	%	18,61	18,01	17,17	17,22	16,88	16,01	15,35	14,73	14,01	13,91	12,29	11,04	10,60	10,32	10,25
Stopa lombardowa*	%	23,00	21,00	21,00	21,00	19,50	19,50	18,50	18,50	17,00	15,50	15,50	13,50	13,50	13,50	13,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	16,97	16,85	15,80	15,67	15,61	15,38	14,61	14,01	12,64	11,80	10,66	9,62	9,68	9,62	9,70
Rentowność obligacji 2L	%	15,48	15,60	14,59	14,92	15,22	15,13	14,40	13,57	11,36	11,00	10,70	9,11	9,37	9,32	9,55
Rentowność obligacji 5L	%	12,92	13,33	13,47	13,38	13,29	13,85	13,50	12,92	11,32	10,13	9,91	8,91	9,26	9,11	9,25
Rentowność obligacji 10L	%	10,23	10,68	10,61	11,30	11,74	11,87	11,97	11,57	10,31	9,19	8,92	8,25	8,34	8,25	8,45

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

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Wskaźniki kwartalne i roczne

		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1001	2001	3001	4001	1002	2002
							<i>prognoza</i>						<i>prognoza</i>	
PKB	mld PLN	472,4	553,6	615,1	685,6	722,3	770,0	830,0	165,6	176,6	179,9	200,3	170,0	184,3
PKB	% r/r	6,8	4,8	4,1	4,0	1,1	1,9	3,5	2,3	0,9	0,8	0,3	1,5	1,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	11,5	3,5	3,6	6,8	-0,2	3,0	3,4	4,5	-0,7	-0,8	-2,6	-1,3	1,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	6,8	2,6	4,0	1,0	0,4	x	x	-3,1	-0,2	1,2	3,7	x	x
Stopa bezrobocia*	%	10,3	10,4	13,1	15,1	17,4	19,0	19,0	16,1	15,9	16,3	17,4	18,2	17,8
Płace realne brutto	% r/r	5,9	3,3	4,7	1,0	3,3	0,4	1,5	2,5	0,8	2,5	1,3	1,2	1,0
Eksport (wg NBP)	mln USD	27 229	30 122	26 347	28 256	30 276	31 728	34 000	7 436	7 508	7 459	7 873	6 822	7 216
Import (wg NBP)	mln USD	38 549	43 842	40 727	41 424	41 955	43 992	47 000	10 584	10 286	10 193	10 892	9 821	10 411
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-11 320	-13 720	-14 380	-13 168	-11 679	-12 263	-13 000	-3 148	-2 778	-2 734	-3 019	-2 999	-3 195
Rachunek bieżący	mln USD	-4 309	-6 862	-11 558	-9 946	-7 075	-8 380	-9 150	-2 170	-2 205	-945	-1 755	-2 371	-2 088
Rachunek bieżący	% PKB	-3,0	-4,3	-7,4	-6,3	-4,0	-4,6	-5,0	-4,9	-5,2	-4,2	-4,0	-4,1	-4,0
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-5,9	-13,2	-12,5	-15,4	-32,6	-40,0	-42,0	-15,0	-18,8	-21,9	-32,6	-18,0	-28,0
Deficyt budżetowy*	% PKB	-1,2	-2,4	-2,0	-2,2	-4,5	-5,2	-5,1	-9,1	-2,2	-1,7	-5,3	-10,6	-5,4
Inflacja	% r/r	14,9	11,8	7,3	10,1	5,5	3,6	4,5	6,7	6,6	4,9	3,8	3,4	2,9
Inflacja*	% r/r	13,2	8,6	9,8	8,5	3,6	4,9	4,0	6,2	6,2	4,3	3,7	3,4	2,8
Ceny produkcji	% r/r	12,2	7,3	5,7	7,8	1,6	1,2	2,5	4,2	2,2	0,8	-0,6	0,3	1,3
Podaż pieniądza	% r/r	30,3	25,8	23,2	14,9	13,4	8,6	11,0	14,7	11,8	14,1	12,9	11,0	9,3
Depozyty	% r/r	33,0	28,8	24,7	17,0	14,9	8,3	10,5	17,1	13,6	15,7	13,3	10,6	8,8
Kredyty	% r/r	44,6	29,3	28,3	23,0	11,1	8,8	15,0	15,4	9,7	11,3	8,1	7,1	7,7
USD/PLN	PLN	3,28	3,49	3,97	4,35	4,09	4,22	4,50	4,09	3,99	4,22	4,08	4,13	4,19
EUR/PLN	PLN	3,71	3,92	4,23	4,01	3,67	3,74	4,00	3,78	3,49	3,76	3,66	3,62	3,67
Stopa interwencyjna*	%	23,50	15,50	16,50	19,00	11,50	9,00	9,00	18,00	15,50	14,50	11,50	10,00	9,00
WIBOR 3M	%	23,93	21,34	14,73	18,78	16,08	9,71	9,20	18,53	17,09	15,37	13,45	10,65	9,40
Stopa lombardowa*	%	27,00	20,00	20,50	23,00	15,50	12,50	12,00	22,00	19,50	18,50	15,50	13,50	12,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	23,44	18,59	12,95	17,77	14,77	9,40	9,20	17,02	15,70	14,67	11,72	9,64	9,50
Rentowność obligacji 2L	%	23,47	18,08	12,41	17,37	13,91	8,70	8,60	15,59	14,91	14,37	10,83	9,27	9,30
Rentowność obligacji 5L	%	21,03	15,83	10,87	14,00	12,59	8,60	8,50	13,12	13,38	13,43	10,45	9,09	9,05
Rentowność obligacji 10L	%	x	x	9,60	11,79	10,74	7,90	7,80	10,46	11,22	11,81	9,48	8,28	8,25

* stan na koniec okresu

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK



Bank Zachodni WBK S.A.

PION SKARBU

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 4.04.2002, zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

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. W. 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
Żaneta Czerniak	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
Piotr Żagań	0 22 653 46 66

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
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 „MAKROskop Polska gospodarka i rynki finansowe” stanowi wyłączną własność Banku Zachodniego WBK S.A. i bez zgody Pionu Skarbu BZ WBK S.A. nie może być przedrukowywany, powielany lub w jakikolwiek inny sposób rozpowszechniany. Niniejszy biuletyn został zatwierdzony do druku przez Pion Skarbu BZ WBK S.A.

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



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group