

MAKROskop

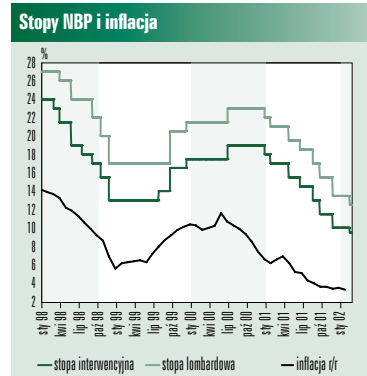
Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

maj 2002

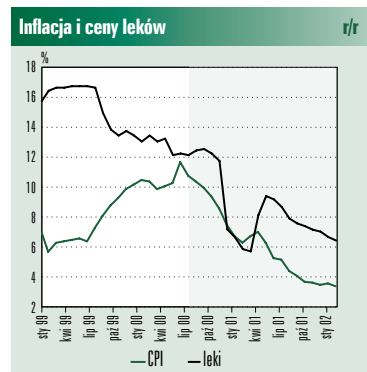
nr 34

Efekt Łapińskiego

- Rada Polityki Pieniężnej obniżyła podstawową stopę procentową w kwietniu o 50 pb. do 9,50 proc.** Tym samym po raz pierwszy w historii powojennej gospodarki rynkowej stopy procentowe osiągnęły poziom jednocyfrowy. Zarówno w komunikacie, jak i podczas konferencji prasowej bank centralny nie dał wyraźnego sygnału sugerującego zakończenie procesu obniżania stóp procentowych. W związku z tym rynki finansowe oczekują obniżki o 50 pb. do końca II kwartału – najprawdopodobniej w czerwcu – i około 100 pb. dalszych obniżek w drugiej połowie roku. Naszym zdaniem obniżka czerwcową jest dosyć prawdopodobna, natomiast oczekiwany wzrost inflacji w drugiej połowie roku może przyczynić się do utrzymania stopy interwencyjnej NBP na poziomie 9 proc. do końca roku.
- W dniach 22-24 maja odbędzie się w Sejmie pierwsze czytanie projektu zmiany Ustawy o NBP autorstwa PSL-UP.** Nasza prognoza stóp procentowych zakłada, iż żadne zmiany ustawowe ograniczające niezależność RPP bezpośrednio lub pośrednio (poprzez zwiększenie składu osobowego rady) nie wejdą w życie, albo na skutek braku poparcia większości sejmowej, weta prezydenta lub werdyktu Trybunału Konstytucyjnego. Jednak sama debata w Sejmie może prowadzić do wzrostu premii za ryzyko posiadania polskich aktywów i można oczekiwać większej zmienności na rynkach.
- W kwietniu przekonamy się, jakie skutki dla wskaźników ekonomicznych mają działania rządu.** Po pierwsze dochody budżetowe z podatku PIT powinny być wyższe na skutek „podatku Belki”, efektu zamrożonych progów i ograniczenia ulg. Po drugie dochody z podatków pośrednich zostaną zasilone przez wpływy z akcyzy na energię elektryczną. W końcu przekonamy się jaki jest „efekt Łapińskiego” dla inflacji. Minister zapowiadał spadek cen leków o 20% podczas gdy jedna z kas chorych wyliczyła, że dla przeciętnego pacjenta wzrost cen może wynieść 8%.
- Oszacowaliśmy, że tzw. „Efekt Łapińskiego”, czyli wprowadzenie nowej listy leków refundowanych może przyczynić się do wzrostu inflacji w kwietniu o ok. 0,2 pkt proc.,** jeśli GUS przyjmie „normalną” procedurę liczenia indeksu cen, tj. nie dokona zmian w składzie koszyka CPI w trakcie roku kalendarzowego. Nie wiemy dokładnie, jaka będzie metoda liczenia cen leków, jednak zgodnie z tym co udało się ustalić, GUS może próbować dostosować koszyk leków w CPI w reakcji na zmianę listy leków refundowanych. W przypadku najbardziej ekstremalnym może to sztucznie obniżyć inflację w kwietniu 0,4 pkt proc. Wydaje się jednak, że wynik końcowy polegał będzie na arbitralnym przyjęciu wariantu pośredniego. Skala dyskrecjonalności w obliczeniach GUS wydaje się coraz bardziej niepokojąca.



Źródło: GUS, NBP



Źródło: GUS

W tym miesiącu:

| | |
|------------------------------------|-----------|
| Tematy miesiąca | 2 |
| <i>Czy inflacja odbije w 2002?</i> | |
| <i>Koszt kredytów walutowych</i> | |
| Gospodarka Polski..... | 10 |
| Pod lupą: Bank centralny..... | 15 |
| Pod lupą: Rząd i polityka | 22 |
| Monitor rynku | 28 |
| Przegląd międzynarodowy..... | 30 |
| Kalendarz makroekonomiczny | 32 |
| Dane i prognozy ekonomiczne | 33 |

Krzysztof Rybiński

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

Piotr Bielski

Warszawa (+48 22) 653 47 33

Aleksander Krzyżaniak

Warszawa (+48 22) 586 17 21

Stawomir Nosal

Poznań (+48 61) 856 55 67

www.bzbwbk.pl

Na rynku finansowym:

30 kwietnia 2002 r.

| | | | | | |
|------------------------------|--------------|--|--------------|---------------|---------------|
| stopa depozytowa NBP | 6,50 | WIBOR 3M | 10,10 | PLN/USD | 3,9802 |
| stopa referencyjna NBP | 9,50 | rentowność bonów skarb. 52-tyg..... | 9,37 | PLN/EUR | 3,5910 |
| stopa lombardowa NBP | 12,50 | rentowność obligacji skarb. 5-letnich..... | 8,92 | EUR/USD | 0,9000 |

Majowy MAKROskop zawiera dwa tematy miesiąca. Po pierwsze analizujemy możliwe scenariusze inflacyjne w 2002 r. Okazuje się, że mniej więcej połowa wzrostu cen pozostaje poza kontrolą polityki pieniężnej i wynika z zewnętrznych szoków podaźowych oraz zmian w polityce podatkowej. Z analizy wynika, że jeżeli wszystkie czynniki podaźowe będą pomyślne, a złoty pozostanie mocny do końca roku, wówczas inflacja na koniec roku może być poniżej 3 proc. Jednak w scenariuszu wysokich cen ropy naftowej, słabego złotego i pewnego przyspieszenia wzrostu cen żywności inflacja może zbliżyć się do 5.5 proc. Co więcej, RPP w zasadzie nie może wiele zrobić, żeby istotnie zwiększyć prawdopodobieństwo realizacji danego scenariusza, choć może prowadzić taką politykę, która będzie zapobiegać odbiciu inflacyjnemu w 2003 r.

Kolejna analiza przedstawia ocenę kosztu kredytów złotych i walutowych w przeszłości i kreśli scenariusze na przyszłość. Została przedstawiona też analiza wrażliwości ceny kredytu na podstawowe parametry, z której wynika, że dla kosztu kredytu ryzyko stopy procentowej jest bardzo niskie w porównaniu do ryzyka walutowego.

Zapraszam do lektury. Ponieważ jest to ostatni MAKROskop, który miałem okazję współtworzyć dla Państwa, chciałem serdecznie podziękować za czas poświęcony lekturze i życzyć udanych decyzji inwestycyjnych w przyszłości.

Krzysztof Rybiński

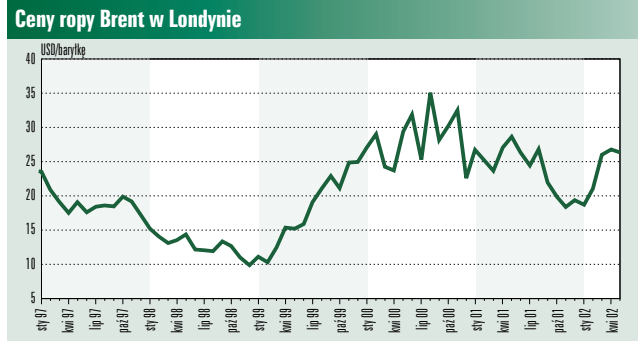
Czy inflacja odbije w 2002 roku?

- Czynniki podaźowe przyspieszą wzrost cen w drugiej połowie roku
- Najbardziej prawdopodobny scenariusz wskazuje, że wpływ ten może sięgać 2,7 pkt proc.
- Pozostawia to mało miejsca na dalsze rozluźnienie polityki pieniężnej w tym roku

Różnie dyspersja prognoz inflacyjnych

W ostatnim okresie mieliśmy do czynienia z narastającą rozbieżnością pomiędzy przewidywaniami rozwoju tendencji inflacyjnych w 2002 i 2003 r. Rosnące różnice widoczne były nie tylko pomiędzy analitykami rynkowymi, ale również pomiędzy głównymi ośrodkami decyzyjnymi polityki gospodarczej: bankiem centralnym i ministerstwem finansów. Różne scenariusze przewidywanego wzrostu inflacji prowadzą oczywiście do całkiem odmiennych wniosków odnośnie perspektyw polityki pieniężnej. Aby rozwiązać przynajmniej część wątpliwości w tym zakresie, poniżej postanowiliśmy przeanalizować trzy możliwe scenariusze rozwoju sytuacji inflacyjnej, zakładając trzy warianty zmian cen w obszarach, które są niezależne od polityki pieniężnej i szacując prawdopodobny wpływ tzw. szoków podaźowych na stopę inflacji CPI w roku 2002. Poniższa analiza

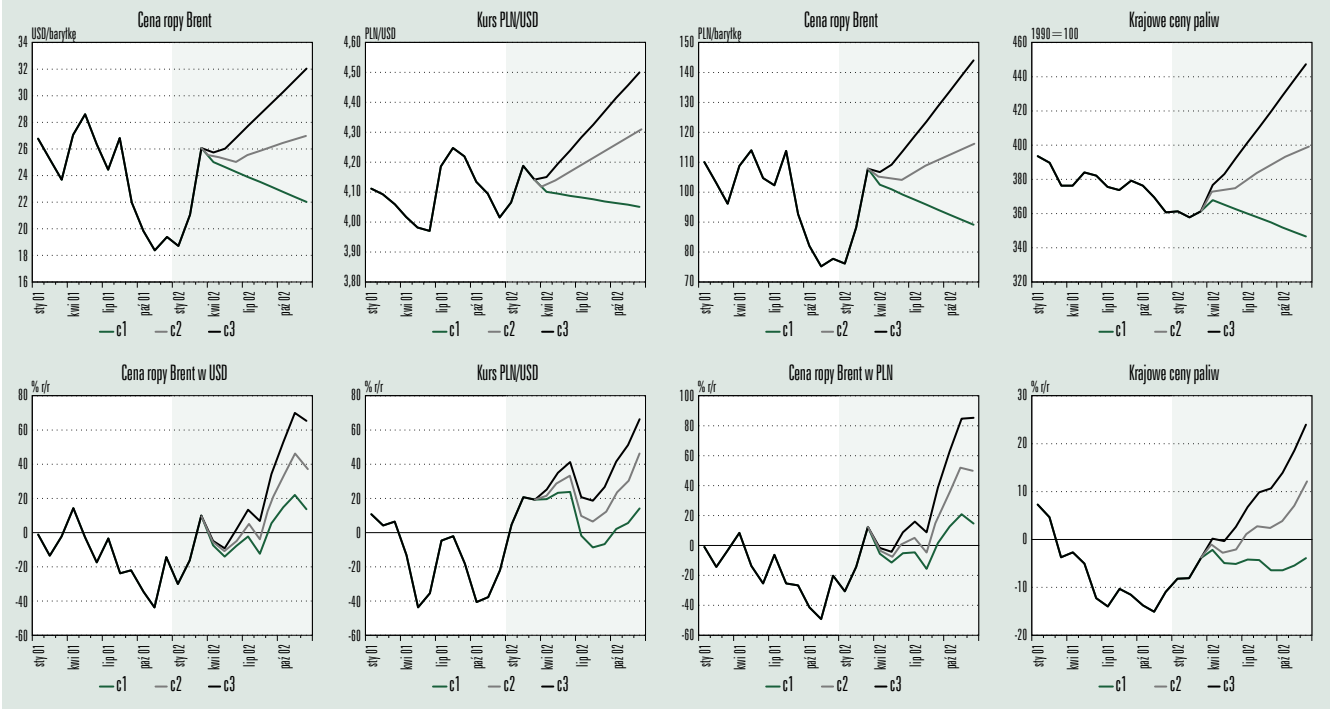
potwierdza naszą prognozę inflacyjną, która jest obecnie jedną z najwyższych na rynku. Stawia również pod znakiem zapytania dalsze obniżki stóp procentowych, zakładając, że średniookresowy cel inflacyjny w postaci CPI poniżej 4 proc. w 2003 r. pozostaje nadal aktualny.



Źródło: Reuters

Gorący temat: ceny ropy

Ostatnio obserwowane tendencje na rynku ropy naftowej dowodzą, że wcześniejsze prognozy stabilnych lub nieznacznie tylko rosnących cen paliw w 2002 r. są najprawdopodobniej całkowicie nieaktualne i należy się liczyć z dużo szybszym oraz mocniejszym szokiem podaźowym na tym rynku. Oczywiście nie posiadamy żadnego bardziej wyrafinowanego narzędzia do przewidywania cen ropy naftowej niż standardowy zestaw czarny kot i kryształowa kula, w związku z czym oparliśmy nasze obliczenia na analizie scenariuszowej, przyjmując trzy różne założenia odnośnie prawdopodobnego kształtowania się ceny ropy Brent na światowych rynkach w tym roku. Połączyliśmy te założenia z trzema różnymi wariantami kształtowania się kursu złotego do dolara amerykańskiego (kurs euro jest tu nieistotny, ponieważ transakcje paliwowe są rozliczane w USD). Następnie oszacowaliśmy możliwy wpływ każdego z tych scenariuszy na krajowe detaliczne ceny paliw. W tym celu oszacowaliśmy prostą regresję liniową krajowych cen paliw na światowe ceny ropy naftowej i kurs złotego do dolara. Zdajemy sobie sprawę, że jest to podejście dalekie od doskonałego, ponieważ np. pomija wpływ zmian podatku akcyzowego, monopolistyczną przewagę głównych producentów paliwa w Polsce itd. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę oszczędność zasobów i jedynie indykatorywny charakter naszej analizy, uznaliśmy oszacowaną zależność pomiędzy zmiennymi za wystarczające przybliżenie procesów kształtujących krajowe ceny detaliczne paliw w 2002 r. Nasz model sugeruje, że ceny te są znacznie bardziej wrażliwe na zmiany kursu walutowego niż na światowe ceny ropy naftowej (więcej szczegółów – patrz ramka metodologiczna na str. 5).

Trzy scenariusze wzrostu cen paliw


Uwaga: c1 – najbardziej optymistyczne założenia dla wszystkich zmiennych; c2 – scenariusz najbardziej prawdopodobny oparty na własnych prognozach; c3 – scenariusz katastroficzny.

Źródło: BZ WBK

Wykresy powyżej przedstawiają założenia i wyniki naszej analizy scenariuszowej odnośnie cen paliw. Aby ograniczyć ilość prezentowanych wyników, przedstawiliśmy tylko trzy z możliwych kombinacji, nazwane „c1”, „c2” i „c3”. Scenariusz „c2” opiera się na założeniach, które uważamy za najbardziej prawdopodobne, podczas gdy „c1” i „c3” przyjmują odpowiednio najbardziej optymistyczne i najbardziej pesymistyczne warianty rozwoju wydarzeń (z perspektywy inflacyjnej). W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że cena ropy naftowej pod koniec 2002 r. będzie wynosiła ok. 27 USD/baryłkę, czyli blisko górnej granicy docelowego przedziału OPEC 22-28 USD/baryłkę, m.in. za sprawą szybkiego ożywienia gospodarki światowej. Złoty ma z kolei osłabnąć do ok. 4,3 PLN/USD w grudniu, dzięki zawężającej się różnicy stóp procentowych, narastającej nierównowadze makroekonomicznej i zanikającym oczekiwaniom inwestorów na dalsze obniżki stóp procentowych. Dokonane obliczenia wskazują, że w tym najbardziej prawdopodobnym scenariuszu krajowe ceny paliw wzrosną prawie o 11 proc. r/r pod koniec 2002 r., co oznacza wkład na roczne tempo wzrostu CPI rzędu 0,4 proc. (uwzględniając wagę paliw w koszyku CPI na poziomie ok. 3,5 proc.).

Kolejne kawałki układanki

Oczywiście paliwa to nie jedyny czynnik, który prawdopodobnie przyczyni się do przyspieszenia wzrostu cen w drugiej połowie 2002 r., choć będzie z pewnością jednym z bardziej istotnych. W tabeli na następnej stronie zestawiliśmy razem wszystkie główne źródła „egzogenicznych” impul-

sów inflacyjnych w bieżącym roku. Ponownie zaprezentowaliśmy trzy scenariusze: dwa przypadki skrajne „c1”/„c3” bazujące na najbardziej optymistycznych/pesymistycznych założeniach dotyczących wszystkich wymienionych czynników, oraz najbardziej prawdopodobny scenariusz „c2” opierający się na naszych wewnętrznych prognozach.

Niektóre z przyjętych założeń mogą wymagać pewnego komentarza. Wzrost cen elektryczności konsumenci odczują w lipcu-sierpniu po tym, jak URE zezwoli dystrybutorom na zmianę taryf. Wg rzeczniaka URE wzrost cen nie powinien przekroczyć 10-11 proc. Ceny gazu zostały już podniesione na początku kwietnia i średnia podwyżka kosztów z tego tytułu dla przeciętnego gospodarstwa domowego miała wynieść ok. 10 proc. Najbardziej optymistyczny scenariusz zakłada, że wzrost ten był trochę niższy, podczas gdy scenariusz pesymistyczny („c3”) uwzględnia niewielką kolejną podwyżkę cen gazu na jesieni (zgodnie z przepisami taryfy mogą być rewidowane co pół roku). Koszty ogrzewania i ciepłej wody są pochodną cen elektryczności i paliw; ich wzrost został przyjęty arbitralnie, biorąc pod uwagę podwyżki w tych pierwszych obszarach. Podwyżki opłat za najem mieszkania i zimnej wody zostały oszacowane w scenariuszu „c2” przy bardzo konserwatywnych założeniach ograniczonego wzrostu cen w okresie marzec-maj i ich całkowitej stabilizacji przez resztę roku; w dwóch scenariuszach skrajnych odjęto/dodano 2 pkt proc. Wzrost cen leków w scenariuszu pesymistycznym „c3” został obliczony przy założeniu, że w kwietniu lekar-

stwa zdrożały średnio o 8 proc., tak jak sugerowały obliczenia jednej z kas chorych, a potem wykazały jedynie bardzo skromny wzrost przez resztę roku; w scenariuszu „c2” założyliśmy znacznie skromniejszą podwyżkę cen leków a wariant „c1” zakłada spadek cen leków w kwietniu o 10 proc. Rynek żywności jest obszarem, w którym możliwa jest największa dyskrecjonalność, z kolei waga w koszyku CPI jest najwyższa. Scenariusz najbardziej prawdopodobny „c2” odzwierciedla tutaj naszą aktualną prognozę wzrostu cen żywności, podczas gdy dwa warianty skrajne przyjmują założenie odpowiednio o bardzo umiarkowanej oraz o silnej interwencji na rynku (pokusa, aby zyskać przychylność elektoratu wiejskiego poprzez interwencje na rynku żywności, będzie trudna do odparcia w tym roku, w miarę jak zbliżają się jesienne wybory samorządowe).

Co z tego wynika?

Zestawione w tabeli obok liczby przedstawiają założone roczne stopy wzrostu poszczególnych kategorii, ich kontrybucję do wzrostu CPI i wynikową stopę inflacji (ostatni wiersz), przy założeniu, że wszystkie pozostałe komponenty inflacji pozostaną niezmiennione do końca roku. W obliczeniach wykorzystano system wag CPI z ubiegłego roku, ponieważ nowy nie został jeszcze udostępniony w szczegółach.

Jakie wnioski można wyciągnąć z powyższych obliczeń? Przede wszystkim taki, że praktycznie każda prognoza inflacyjna może zostać uzasadniona poprzez odpowiednią kombinację wyjściowych założeń. Ale nie jest to wniosek zbyt konstruktywny. Faktycznie, jeśli wszystko potoczy się wyjątkowo korzystnie, możemy zobaczyć stabilną lub nawet spadającą inflację do końca tego roku. Ale jak duże prawdopodobieństwo przypisałiby Państwo takiemu rozwojowi wydarzeń?

Uważamy, że należy przyjąć raczej bardziej ostrożne stanowisko. Kolumna „c2” reprezentująca nasz główny scenariusz pokazuje, że łączny efekt wszystkich szoków podaźowych na inflację sięga 2,7 pkt proc. Powoduje to wzrost CPI do 4,4 proc. w grudniu przy założeniu, że kontrybucja pozostałych komponentów wzrostu cen pozostanie niezmienniona na poziomie takim, jak zanotowano w lutym. Należy jednak mieć na uwadze, że obniżki stóp procentowych zaaplikowane do tej pory oznaczały faktycznie dość pokaźne rozluźnienie polityki pieniężnej. I byłoby raczej ryzykownym twierdzenie, że czynnik ten nie będzie miał zupełnie wpływu na przyspieszenie inflacji w kolejnych miesiącach (szczególnie jeśli jednocześnie zarzuca się zbyt restrykcyjnej polityce pieniężnej w przeszłości spowodowanie spowolnienia gospodarczego i nadmierne wyhamowanie inflacji). Prawdopodobnie zanudziliśmy już Państwa na śmierć wykresami pokazującymi zależność pomiędzy

opóźnionym wąskim agregatem pieniądza, opóźnionym wskaźnikiem MCI i stopą inflacji w Polsce. Jednak wypada podkreślić raz jeszcze: czynniki monetarne sugerują, że należy się liczyć z odbiciem „bazowego” komponentu inflacji w drugim półroczu 2002. W związku z tym wydaje się rozsądne zakładać, że pod koniec bieżącego roku inflacja będzie nawet wyższa niż ta sugerowana przez naszą symulację. Z tego właśnie powodu podtrzymujemy naszą prognozę inflacyjną ok. 4,7-4,8 proc. r/r na koniec bieżącego roku (zobacz wykres poniżej).

Podażowe impulsy inflacyjne w roku 2002 tab. 1

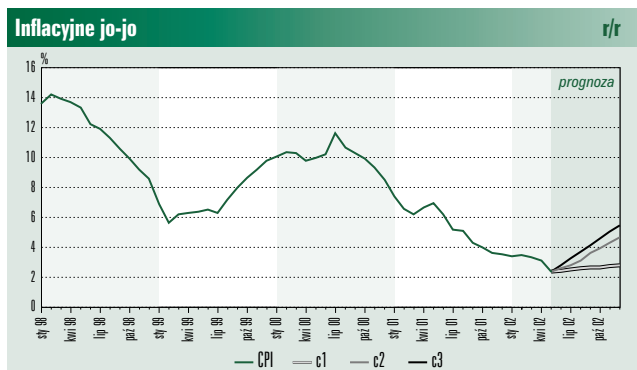
| rodzaj | udział w CPI 2001 | ostatnia wartość % r/r luty '02 | oszacowany wzrost % r/r w grudniu 2002 | | | kontrybucja do CPI % r/r | | | |
|--------------------------------|-------------------|---------------------------------|--|-------------|-------------|--------------------------|-------|------|------|
| | | | c1 | c2 | c3 | lutym '02 | c1 | c2 | c3 |
| paliwa | 3,5% | -8,0 | -3,9 | 10,7 | 24,0 | -0,28 | -0,14 | 0,37 | 0,83 |
| energia elektryczna | 3,4% | 11,6 | 9,0 | 10,0 | 11,0 | 0,39 | 0,30 | 0,34 | 0,37 |
| gaz | 2,0% | 6,5 | 7,5 | 10,0 | 15,0 | 0,13 | 0,15 | 0,20 | 0,30 |
| ogrzewanie i ciepła woda | 3,1% | 7,9 | 4,5 | 5,0 | 7,0 | 0,24 | 0,14 | 0,15 | 0,22 |
| najem mieszkania i zimna woda | 4,5% | 10,1 | 5,2 | 7,2 | 9,2 | 0,46 | 0,24 | 0,33 | 0,42 |
| leki | 2,9% | 6,6 | -8,0 | 5,0 | 10,5 | 0,19 | -0,23 | 0,15 | 0,31 |
| żywność i napoje bezalkoholowe | 29,7% | 2,2 | 2,2 | 3,8 | 4,5 | 0,65 | 0,65 | 1,13 | 1,34 |
| razem: | 49,1% | 3,6 | 2,3 | 5,4 | 7,7 | 1,79 | 1,11 | 2,67 | 3,78 |
| pozostałe komponenty | 50,9% | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 1,71 | 1,71 | 1,71 | 1,71 |
| CPI | | 3,50 | 2,82 | 4,38 | 5,49 | | | | |

Uwaga: c1 – najbardziej optymistyczne założenia dla wszystkich zmiennych;
 c2 – scenariusz najbardziej prawdopodobny oparty na własnych prognozach;
 c3 – scenariusz katastroficzny.

Źródło: BZ WBK

Półowa inflacji poza kontrolą polityki pieniężnej

Jeśli zsumujemy wagi czynników egzogenicznych w CPI wymienionych w tabeli powyżej, okazuje się, że ok. 50 proc. wzrostu cen konsumpcyjnych jest już zdeterminowane w tym roku lub co najwyżej w minimalnym stopniu zależy od krajowej polityki pieniężnej. Niektórzy mogą powiedzieć, że w takim przypadku obniżka stóp procentowych nie zaszkodzi inflacji aż tak bardzo, więc po co się wahać? Ale oczywiście jest zawsze druga strona medalu. Biorąc pod uwagę tak dużą odporność inflacji na zmiany krajowych stóp procentowych oraz długość opóźnień w mechanizmie transmisji monetarnej, dalsze rozluźnianie polityki pieniężnej obecnie, którego efekty nałożą się na zdeterminowane już podwyżki cen w drugim półroczu, byłoby raczej wyrefinowanym sposobem celowania w średniookresowy cel inflacyjny poniżej 4 proc. w 2003 r., szczególnie biorąc pod



Źródło: GUS, BZ WBK

uwagę, że możliwe jest wystąpienie kolejnych negatywnych szoków podażyowych.

Im wyżej wzlecisz, z tym większym hukiem spadniesz – mówi mądrość ludowa. Jednak stosowanie praw grawitacji do przewidywania inflacji w Polsce może być cokolwiek mylące. Co więcej, gdyby dokładniej przestudiować prawa Newtona, widać wyraźnie, że po szybkim spadku prawdopodobne jest mocne odbicie. A historia zmian CPI w Polsce w okresie ostatnich 3-4 lat dostarcza na to jasnych

dowodów. W tym roku mamy dobrą okazję zaobserwować kolejne odbicie inflacyjnego jo-jo.

Ramka metodologiczna

Dla miłośników ekonometrii załączamy streszczenie naszej prostej analizy regresji. Modelowaliśmy krajowe detaliczne ceny paliw w Polsce, używając miesięcznych danych cen ropy Brent w Londynie (USD/baryłkę) oraz średniego kursu złotego do dolara jako zmiennych objaśniających. Próba, na której oszacowano równanie, została ograniczona do okresu I 1998-III 2002, ponieważ wcześniej polski rynek paliw był w niemal całkowicie regulowany i ceny charakteryzowały się wyjątkową sztywnością w dół. Wszystkie trzy zmienne okazały się niestacjonarne oraz skointegrowane rzędu 1 – reszty z prostej regresji liniowej są stacjonarne, co potwierdza test ADF. Zdajemy sobie sprawę z ułomności przyjętej metodologii, jak np. problem pominiętych zmiennych. Całkowicie zaniedbaliśmy tutaj wpływ podatku akcyzowego, ceł, monopolistycznej przewagi największych producentów, które prawdopodobnie odpowiedzialne są za fakt, że oszacowany współczynnik przy kursie walutowym okazał się większy od jednego. Statystyka Durбина-Watsona wskazuje również na autokorelację reszt, co sugeruje, że oszacowane współczynniki mogą być obciążone. Niemniej jednak dla celów niniejszej analizy symulacyjnej zdecydowaliśmy się oprzeć wyliczenia cen paliw krajowych na oszacowanej zależności behawioralnej, w celu uniknięcia nadmiernej komplikacji obliczeń. Poniżej zamieszczamy oszacowane równanie:

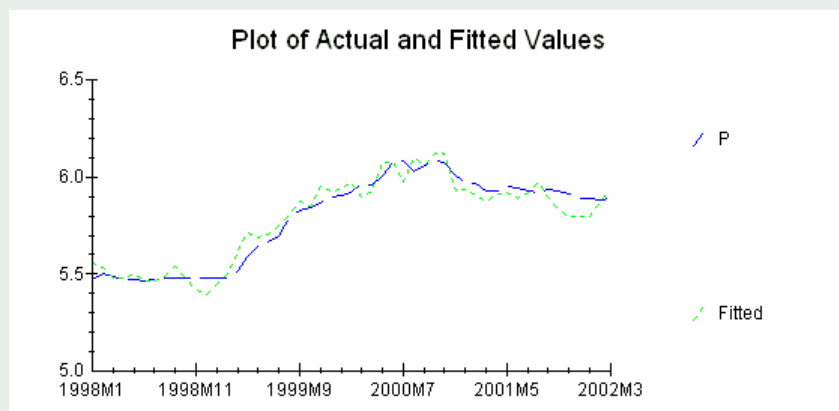
$$p_t = 3.1305 + .35226 * pb_t + 1.1648 * e_t + u_t$$

(.16468) (.047151) (.19630)

gdzie p_t reprezentuje krajowe ceny paliw, pb_t ceny ropy Brent w Londynie, e_t kurs złotego do dolara, a u_t reszty z równania, wszystkie zmienne w logarytmach. Liczby w nawiasach oznaczają odpowiednie błędy standardowe. Podstawowe statystyki równania przedstawiono poniżej:

| | | | | |
|----------------------------------|----------------|----------------|---------------|-----------------|
| R-Squared | .93396 | R-Bar-Squared | .93121 | |
| DW-statistic | 1.0658 | F-stat. | F(2, 48) | 339.4434 [.000] |
| A: Serial Correlation*CHSQ(12)= | 17.2370 [.141] | F(12, 36)= | 1.5316 [.158] | |
| B: Functional Form *CHSQ(1)= | .88527 [.347] | F(1, 47)= | .83025 [.367] | |
| C: Normality *CHSQ(2)= | 1.4770 [.478] | Not applicable | | |
| D: Heteroscedasticity*CHSQ(1)= | .12166 [.727] | F(1, 49)= | .11717 [.734] | |

A: Lagrange multiplier test of residual serial correlation
 B: Ramsey's RESET test using the square of the fitted values
 C: Based on a test of skewness and kurtosis of residuals
 D: Based on the regression of squared residuals on squared fitted values



Koszt kredytów walutowych

- Co wpływa na koszt kredytu walutowego?
- W jakich walutach najlepiej zaciągać kredyt?
- Koszty kredytów w ostatnich pięciu latach
- Perspektywy na przyszłość (2 warianty)
- Analiza wrażliwości kredytu na kurs walutowy i stopę procentową
- Wniosek: kredytobiorco, pamiętaj o ryzyku kursowym!

O podejmowaniu decyzji

Zawsze po podjęciu jakiejś decyzji trapi nas pytanie, czy aby była ona właściwa i najlepsza z możliwych. O ile wątpliwości, czy dobrze zrobiliśmy, kupując na dzisiejsze śniadanie bułkę zamiast chleba, przemijają stosunkowo szybko wraz z chwilą, gdy pieczywo znajdzie się w naszym żołądku, o tyle decyzje finansowe mogą mieć znacznie bardziej długotrwały wpływ na nasze samopoczucie, jako że skutki z nimi związane mogą decydować o jakości wielu naszych przyszłych śniadań.

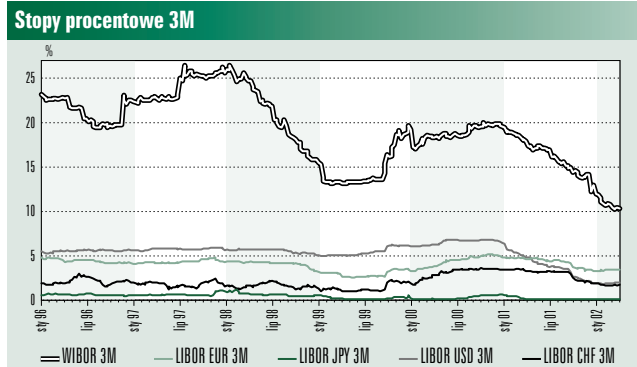
Każdego, kto zaciągnął w banku kredyt walutowy, nieustannie nęka troska o stabilność kursu walutowego. Jest to bowiem główny czynnik ryzyka, w dużej mierze decydujący o koszcie takiego kredytu. Zadłużanie się w walutach obcych okazuje się korzystne wówczas, gdy suma jego oprocentowania oraz skala deprecjacji złotego w stosunku do waluty kredytu jest niższa niż stopa oprocentowania kredytu złotowego. Niestety, w chwili zaciągania kredytu nie wiemy, jaki będzie przyszły kurs walutowy i o ile więcej złotych niż ich pożyczaliśmy będziemy musieli oddać przy spłacie. Trzeba jednak mieć na uwadze bardzo dużą różnicę pomiędzy stopami procentowymi w Polsce i w innych krajach, która sprawia, że dopiero przy znacznej deprecjacji złotego przestają się opłacać kredyty walutowe. Kredytobiorca musi rozważyć ryzyko i podjąć decyzję.

Co wpływa na koszt kredytu walutowego?

Najważniejsze znaczenie dla kosztu kredytu walutowego mają dwa czynniki – oprocentowanie oraz kurs walutowy. W niniejszej analizie zajmiemy się właśnie tymi dwoma czynnikami rynkowymi, pomijając inne koszty, jak marża banku, prowizje, opłaty itp.

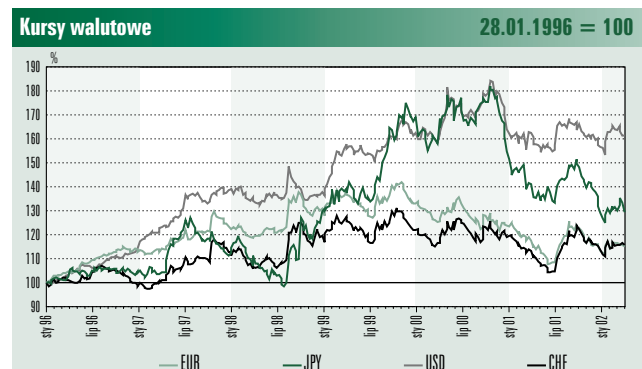
W Polsce 3-miesięczna stopa rynkowa WIBOR na początku 1998 r. przekraczała 25 proc. Po serii obniżek głównych stóp NBP (kluczowe znaczenie ma tu stopa interwencyjna) nastąpił jej spadek poniżej 15 proc., ale w 1999 r. powrót restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej spowodował WIBOR 3M znowu pod 20 proc. na koniec 2000 r.

Obecne poluzowanie polityki monetarnej przez RPP doprowadziło do znacznej redukcji stóp procentowych i spadku stopy interwencyjnej do 10 proc., ale w pozostałych analizowanych krajach również nastąpiły obniżki i polskie stopy są ciągle wyższe od nich o 7-10 pkt proc.



Źródło: Reuters

Na kolejnym wykresie przedstawiono, jak zmieniał się kurs złotego w stosunku do dolara, euro (przed 1999 r. – ecu), franka szwajcarskiego oraz jena. Za poziom 100 przyjęto kursy z 28 stycznia 1996 r. Pamiętając o tym, że dopiero od 12 kwietnia 2000 r. kurs polskiej waluty jest w pełni płynny (wcześniej istniał poszerzony stopniowo zakres dopuszczalnych wahań), widzimy, że przez ostatnie 6 lat najbardziej osłabił się złoty wobec dolara, w stosunku do jena nastąpiła bardzo silna deprecjacja w 2000 r., po czym doszło do korekty w roku następnym. Najbardziej stabilne okazały się kursy franka szwajcarskiego i wspólnej waluty europejskiej. Fakt ten wynika z bliskości geograficznej oraz nieodległej perspektywy wejścia Polski do Unii Europejskiej. Stąd wniosek, że zadłużając się w tych dwóch ostatnich walutach (CHF i EUR), można liczyć na większą stabilność kosztu obsługi kredytu.



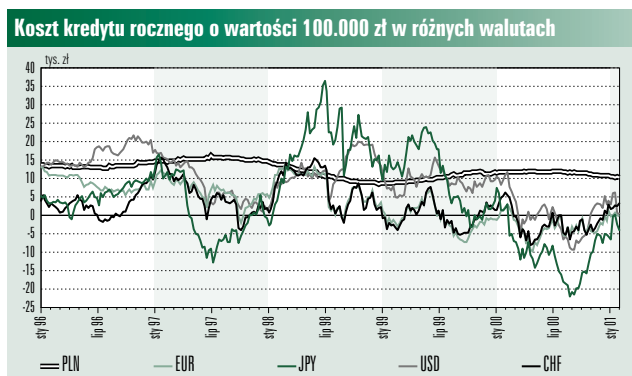
Źródło: Reuters, BZ WBK

Koszty kredytów w ostatnich pięciu latach

Spróbowaliśmy oszacować koszt kredytu w zależności od kształtowania się stóp procentowych oraz kursów walutowych. Do analizy przyjęliśmy kredyt roczny w kwocie 100 tys. zł oprocentowany na poziomie 3-miesięcznej stawki

rynkowej właściwej dla poszczególnych walut (dla uproszczenia pominęliśmy marżę bankową), spłacany kwartalnie. Stopa oprocentowania była zmienna, ustalana na początku każdego kwartału. Spłaty odbywały się pod koniec każdego kwartału i obejmowały kwoty kapitału oraz przypadające na dany kwartał odsetki wyrażone w złotych, czyli z uwzględnieniem zmiany kursu walutowego. Wprawdzie w rzeczywistości kredyty tego typu zaciągane są na dłuższy okres, ale mechanizm spłaty pozostaje taki sam. W analizie tej pomijamy również wartość pieniądza w czasie, porównując nominalne wartości spłat.

Poniższy wykres przedstawia, jak kształtował się historycznie koszt takiego kredytu zaciągniętego w złotówkach, dolarach, euro, frankach szwajcarskich i jenach.



Źródło: BZ WBK

Obliczony koszt mówi o tym, o ile więcej złotych musimy ostatecznie oddać, w porównaniu z kwotą zaciągniętego w danym dniu kredytu, wynoszącą 100 tys. złotych. Ponieważ raty spłacane kwartalnie uwzględniały część kapitału, nie należy się dziwić, że np. przy oprocentowaniu kredytu ponad 20 proc. ostateczny koszt całkowity wyszedł poniżej 15 proc. Zdajemy sobie sprawę, że taka uproszczona analiza nie uwzględnia w pełni wartości pieniądza w czasie, ale za to odzwierciedla sposób myślenia reprezentatywnej osoby, która na przykład decyduje się zaciągnąć kredyt hipoteczny. Z reguły taka osoba nie myśli w kategoriach wartości pieniądza w czasie, tylko jest zainteresowana, ile gotówki będzie musiała przeznaczyć w poszczególnych okresach na spłatę kredytu.

Oczywiście w przypadku kredytów złotych krzywa kosztu jest bardzo łagodna, gdyż nie mamy tu do czynienia z wahaniami kursu i o cenie decyduje wyłącznie stopa procentowa, której wahania są mniejsze. Całkowity koszt zadłużenia w polskiej walucie spadł z ponad 15 tys. zł dla kredytów zaciąganych w drugiej połowie 1998 r. do nieco ponad 10 tys. zł w przypadku ostatnich kredytów uwzględnionych w tej analizie, czyli tych zaciąganych rok temu. Najkorzystniejszym okresem na branie kredytów w złotych oka-

zał się początek 1999 r., kiedy „gotówkowy” koszt naszego kredytu był niższy niż 9 tys. zł.

Bardzo wyraźnie widoczny jest związek pomiędzy kosztem kredytu a kształtowaniem się kursu walutowego. W okresach silnej deprecjacji złotego koszt kredytu walutowego był wyższy, i to niekiedy znacznie, niż kredytu złotowego. Ryzyko, jakie wiąże się z kredytami walutowymi, można sobie doskonale uzmysłować, przyglądając się danym dotyczącym kosztów takich kredytów branych w latach 1998-1999. W związku z silną deprecjacją polskiej waluty wobec jena, jaka nastąpiła w 1999 r., całkowity koszt kredytu zaciągniętego w tej walucie w sierpniu 1998 r. wyniósł aż 36,5 tys. zł. Bardzo niekorzystne okazały się również kredyty dolarowe z przełomu lat 1998/1999 – ich całkowity koszt sięgał 20 tys. zł.

Rzecz jasna podejmując ryzyko możemy wiele stracić, ale też niekiedy sporo zyskać. Ponieważ stopy procentowe w Polsce były w ostatnim czasie znacznie wyższe niż w innych krajach, a pod koniec 2000 i w pierwszej połowie 2001 r. nastąpiło znaczne umocnienie złotego, kredyty walutowe zaciągane w roku 2000 okazały się bardzo korzystne. Siła aprecjacji polskiej waluty mogła doprowadzić do tego, że nawet uwzględniając wszystkie koszty dodatkowe w postaci opłat, prowizji i marż, koszt kredytu (przynajmniej tego hipotetycznego, który bierzemy pod uwagę) mógł być ujemny, a zatem klient de facto by na nim zarobił (!), czyli oddał do banku nominalnie mniej niż pożyczony ekwiwalent 100 tys. zł.

Kredytobiorcy w Polsce zdawali sobie w większości sprawę z opisanych powyżej uwarunkowań i wynikających z tego dla nich potencjalnych korzyści, w ostatnich latach w znacznym stopniu wykorzystywali więc możliwość zadłużania się w walutach obcych. Wydaje się, że decyzje te były trafne, przynajmniej jeśli chodzi o kredyty krótko- i średnioterminowe. Jak długo jednak sytuacja ta pozostanie bez zmian?

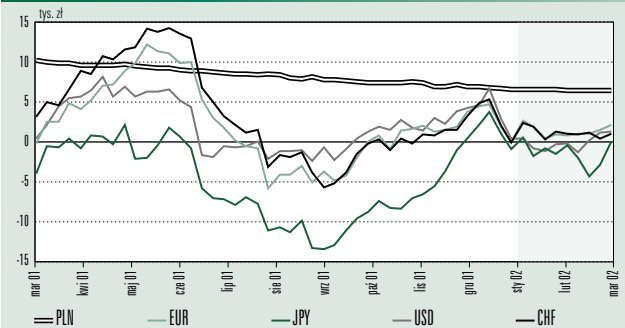
Perspektywy na przyszłość

Rozważając, czy zaciągane teraz kredyty walutowe okażą się korzystne, musimy przyjąć możliwe kształtowanie się rynkowych stóp procentowych oraz kursów walutowych. Pozostając przy owym modelowym kredycie rocznym, przeanalizowaliśmy dwa warianty rozwoju sytuacji:

- 1) stopy procentowe i kursy walutowe pozostają stabilne przez rok od momentu zaciągnięcia kredytu
- 2) następuje zmiana stóp procentowych i kursów walutowych w sposób następujący:
 - stopniowa deprecjacja złotego wobec wszystkich walut – w sumie o 10 proc. w ciągu roku
 - obniżka stóp procentowych w Polsce o 100 pb.
 - podwyżka stóp procentowych w USA o 50 pb.
 - pozostałe stopy stabilne

W pierwszym przypadku, gdy złoty wbrew licznym komentarzom ze wszystkich stron (rząd, RPP, ekonomiści) o jego przewartościowaniu pozostanie mimo wszystko silny, zadłużanie się w walutach obcych nadal pozostanie atrakcyjniejsze i tańsze niż kredyt złotowy. Jak widać na poniższym wykresie, przy takim założeniu niekorzystne okazują się kredyty zaciągnięte w euro i frankach szwajcarskich w maju i czerwcu ub.r., natomiast jeśli zadłużylibyśmy się dzisiaj, to niezależnie od tego, którą walutę obcą wybierzemy, powinniśmy skorzystać na takiej decyzji.

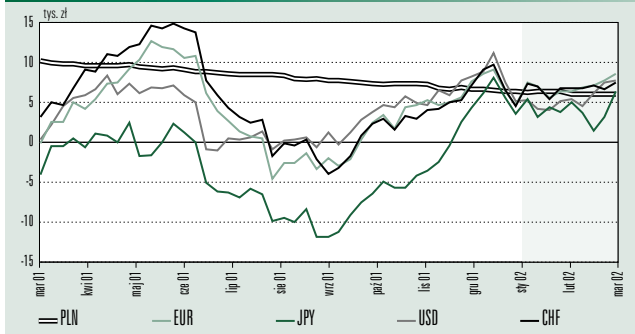
Koszt kredytu rocznego o wartości 100.000 zł w różnych walutach spłaty kwartalne – prognoza na rok do przodu przy stabilnych kursach



Źródło: BZ WBK

Sytuacja zmienia się jednak znacznie, jeśli przyjmiemy założenia opisane w drugim punkcie. Prognozowane zmiany stóp procentowych są niewielkie i mają tu marginalne znaczenie, natomiast bardzo istotny jest poziom deprecjacji polskiej waluty. Przyjęte 10 proc. to oczywiście dosyć dużo, bowiem kurs złotego musiałby osiągnąć za rok około 4,50 wobec dolara i 3,95 wobec euro. Nie można tego jednak wykluczyć, rozważając ryzyko związane z kredytami walutowymi, a o ukazanie potencjalnego ryzyka właśnie nam chodzi. Nie jest to zresztą sytuacja nieprawdopodobna. Rezultaty obliczeń przedstawia kolejny wykres.

Koszt kredytu rocznego o wartości 100.000 zł w różnych walutach spłaty kwartalne – prognoza na rok do przodu przy 10% deprecjacji PLN



Źródło: Reuters

Jak widać przy założeniu stopniowej deprecjacji, wyrównuje się już koszt kredytów walutowych i złotowych dla kredytów zaciąganych od końca ubiegłego roku. W poniższej tabelce zaprezentowano koszt kredytów zaciąganych obecnie w obu wariantach.

Całkowity koszt kredytu w kwocie 100 000 zł

tab. 2

| WALUTA | Wariant I | Wariant II |
|--------|-------------|-------------|
| PLN | 6 481,25 zł | 6 042,50 zł |
| USD | 1 268,75 zł | 7 752,27 zł |
| EUR | 2 125,00 zł | 8 556,45 zł |
| CHF | 1 072,92 zł | 7 450,94 zł |
| JPY | 65,63 zł | 6 392,49 zł |

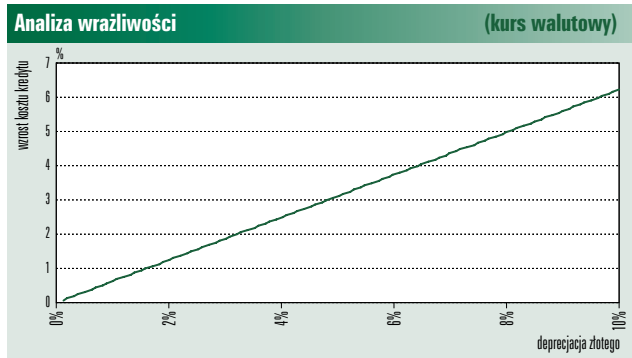
Źródło: BZ WBK

O ile w pierwszym wariantcie kredyt złotowy jest zdecydowanie najdroższy, to w drugim staje się najtańszy.

To ile można na tym stracić?

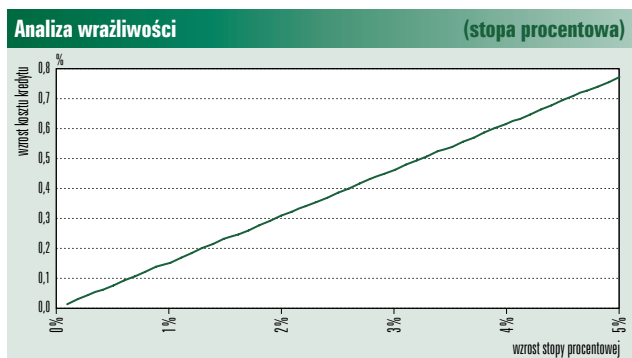
Zapewne wielu Czytelników niniejszej analizy zastanawia się, co praktycznie dla ich kieszeni oznacza ryzyko walutowe, o którym się mówi przy okazji kredytów zaciąganych w walutach obcych, tzn. o ile więcej złotych trzeba będzie zapłacić za kredyt, jeżeli złoty w okresie spłacania osłabi się. Aby odpowiedzieć na to pytanie, powróciliśmy ponownie do naszego kredytu o modelowej konstrukcji i policzyliśmy, jak wpłynie na jego koszt (rozumiany jako suma spłat) deprecjacja polskiej waluty. Przyjęto założenie, że oprocentowanie kredytu jest stałe, a w okresie roku nastąpi stopniowy spadek wartości złotego. W zależności od wielkości tego osłabienia policzono wzrost kosztu kredytu. Wyniki obliczeń przedstawia kolejny wykres. Jak już wcześniej napisaliśmy, nie można wykluczyć, że za rok złoty będzie o 10 proc. słabszy, a to spowoduje, że niezależnie od wielkości kredytu trzeba będzie oddać bankowi o 6,2 proc. więcej niż w przypadku, gdyby złoty pozostał na obecnym poziomie. Dużo to czy mało? No cóż, w przypadku kwoty 100 tys. zł i oprocentowaniu na poziomie 2 proc., przy 10 proc. deprecjacji polskiej waluty trzeba by zapłacić aż 6 300 zł więcej, a każdy 1 proc. osłabienia złotego będzie kosztować kredytobiorcę 630 zł. Ten sam kredyt oprocento-

wany na 10 proc. będzie kosztować o 6 500 zł więcej przy deprecjacji złotego o 10 proc.



Źródło: BZ WBK

Aby dowiedzieć się, jak wzrośnie koszt kredytu w przypadku wzrostu jego oprocentowania (co jest obecnie wysoce prawdopodobne w przypadku kredytów zaciąganych w walutach, ze względu na rozpoczynający się cykl globalnego zacieśniania monetarnego), odwróciliśmy założenia. Tym razem zakłada się stabilny kurs walutowy, natomiast koszt kredytu rośnie wraz ze wzrostem oprocentowania. Kolejny wykres zawiera wyniki obliczeń. Widać wyraźnie, że koszt kredytu jest znacznie mniej podatny na zmiany wywołane wzrostem stóp procentowych. Jeżeli w ciągu roku, na jaki zaciągany jest nasz modelowy kredyt, stopy procentowe wzrosną o 5 pkt proc., to jego koszt wzrośnie jedynie o 0,77 proc. Przekładając to na konkretne kwoty, przy 100 tys. zł kredytu taki wzrost oprocentowania oznaczać będzie 780 zł więcej do zapłaty niezależnie od początkowego oprocentowania.



Źródło: BZ WBK

Jak zatem widać, zmiany kursu walutowego mają znacznie większy wpływ na koszt kredytu niż zmiany jego oprocentowania. Dzieje się tak dlatego, że wyższa stopa procentowa powoduje, że musimy spłacać wyższe odsetki, a raty kapitałowe pozostają bez zmian. Natomiast w przypadku gdy zmienia się kurs walutowy, ma to wpływ zarówno na wysokość odsetek, jak również na raty kapitałowe – a to ze względu na ich wysokość która ma decydujący wpływ na koszt całkowity.

Wniosek: kredytobiorco, pamiętaj o ryzyku kursowym!

Główny wniosek z przeprowadzonej analizy jest taki, że podejmując decyzję o zaciągnięciu kredytu walutowego i widząc kusząco niskie jego oprocentowanie, trzeba zawsze pamiętać o ryzyku związanym z kursem walutowym. Jak wykazano, deprecjacja krajowej waluty może spowodować, że kredyt walutowy, który wydawał się zdecydowanie korzystniejszy od złotowego, w ostatecznym rozrachunku okaże się od niego kosztowniejszy. W chwili obecnej mamy sytuację taką, że polska waluta jest bardzo silna (19 kwietnia za 1 dolara płacono zaledwie 4,03 złotego), istnieje zatem pewien obszar do potencjalnego osłabienia. Z drugiej jednak strony w niedalekiej perspektywie Polska powinna znaleźć się w Unii Europejskiej, a potem również w strefie euro i te czynniki będą silnym wsparciem dla złotego. Wydaje się, że długoterminowe kredyty walutowe powinny okazać się tańsze od złotych w większości scenariuszy (poza scenariuszem kryzysu walutowego), zaś w okresie najbliższego roku spodziewana stopniowa deprecjacja złotego może spowodować, że te kredyty będą mniej atrakcyjne. Jednak ocena, jak duże jest ryzyko deprecjacji, musi być dokonana samodzielnie przez każdego kredytobiorcę. Można również próbować znaleźć odpowiedni moment na przewalutowanie kredytu. No cóż, na zakończenie nie pozostaje nam nic innego, jak życzyć Państwu trafnych decyzji.

Gospodarka Polski

- Dane ekonomiczne wciąż dostarczają mieszanych sygnałów o kondycji gospodarki
- Popyt konsumpcyjny pozostaje silny...
- ...ale przedsiębiorstwa wciąż nie inwestują
- Jednak coraz więcej jest oznak poprawy ogólnej koniunktury

Wciąż mieszane sygnały

Kolejny miesiąc dostarczył mieszanych sygnałów nt. kondycji gospodarki i perspektyw ożywienia aktywności ekonomicznej. Podobnie jak w poprzednich miesiącach badania ankietowe przedsiębiorstw jednomyślnie wskazywały na wzrost optymizmu biznesmenów, na oczekiwania ożywienia popytu i zwiększenie portfela zamówień. Po marcowej zapaści w kwietniu odbudował się optymizm konsumentów, ich ocena bieżącej sytuacji finansowej i skłonność do zakupów. Wyraźnie przyspieszyła dynamika sprzedaży detalicznej i ożywiła się akcja kredytowa dla osób prywatnych. Podatkowe wpływy do budżetu również wyraźnie przyspieszyły. Z drugiej jednak strony w marcu postępowała redukcja zatrudnienia, po raz pierwszy od bardzo dawna skurczył się nominalny fundusz płac w przedsiębiorstwach, dynamika produkcji przemysłowej powróciła w sferę wartości głęboko ujemnych po jednorazowym wysoku „na plus” w lutym, import wyraźnie pogłębił spadek w ujęciu rocznym, sugerując utrzymującą się słabość popytu inwestycyjnego, a należności systemu bankowego od podmiotów gospodarczych spadły w marcu o ponad 2,6 mld zł, w skali dotąd niespotykanej, jeśli pominąć specyfikę zachowania agregatów pieniężnych w grudniu.

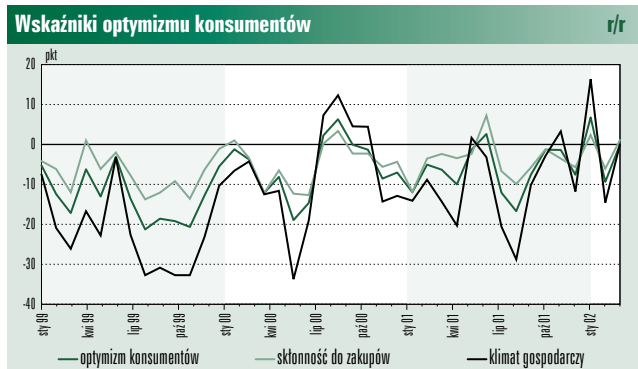
Poniżej przyjrzyjmy się szczegółom.

Kwiecień przyniósł poprawę nastrojów konsumentów

Według Demoskopu wskaźnik optymizmu konsumentów wzrósł w kwietniu o 7 pkt do 86 pkt (100 to poziom neutralny). Choć nadal więcej jest pesymistów niż optymistów, to wydaje się, iż nasza wcześniejsza hipoteza była prawdziwa. Argumentowaliśmy, że załamanie nastrojów w marcu wynikało z rządowych planów zredukowania dopłat do leków oraz wprowadzenia utrudnień przy zatrudnianiu emerytów. Wykres poniżej pokazuje, że WOK liczony r/r ponownie jest w neutralnym czy nawet pozytywnym obszarze – wskaźnik skłonności do konsumpcji wzrósł o 1,2 pkt r/r.

Demoskop podaje, że gospodarstwa domowe są bardziej optymistyczne jeśli chodzi o ich własną sytuację finansową niż w ocenach kondycji całej gospodarki. A ponieważ gospodarstwa domowe wiedzą znacznie więcej o swo-

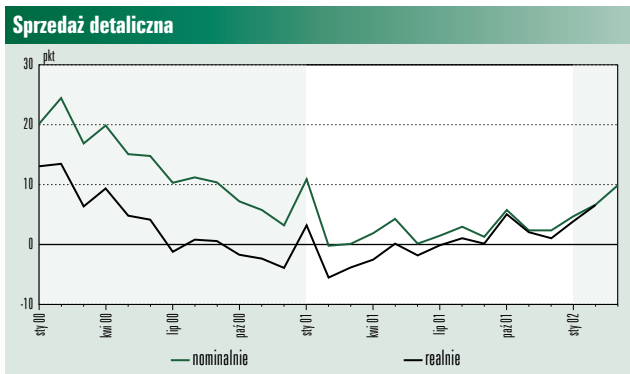
ich własnych finansach niżli o gospodarce w skali makro, skłaniamy się do przykładania większej wagi do wskaźnika skłonności do konsumpcji niż do wskaźnika ogólnego klimatu gospodarczego. Gospodarstwa domowe są znacznie częściej zdolne do oszczędzania części pieniędzy z bieżących dochodów, a po raz pierwszy od pół roku nastąpił znaczny wzrost udziału gospodarstw planujących zakupy dóbr trwałych. Demoskop uważa, że w kwietniu pojawiły się pierwsze oznaki ożywienia popytu. Teraz umieścimy to stwierdzenie w kontekście rosnącej o prawie 10 proc. r/r sprzedaży detalicznej już w marcu (patrz dalej) i wzrostu prywatnej konsumpcji o 3,2 proc. r/r w statystykach PKB za IV kwartał 2001.



Demoskop stwierdza, że oczekiwania inflacyjne obniżyły się zauważalnie po raz trzeci z rzędu, a skłonność do oszczędzania wzrosła i osiągnęła poziom notowany przed wprowadzeniem podatku Belki. Jest jednak zdecydowanie za wcześnie, by mówić, czy negatywny trend depozytów gospodarstw domowych zostanie zatrzymany (właściwie to badanie instytutu Pentor wykazało odwrotną tendencję – spadek depozytów i rosnący popyt na kredyt).

Sprzedaż detaliczna wzrosła, częściowo ze względu na Wielkanoc

Polacy lubią zakupy. Dane o sprzedaży detalicznej potwierdzają tę tezę. Dynamika nominalna r/r sprzedaży detalicznej przyspieszyła z 6,7 proc. w lutym (rewizja w dół z 7,7 proc.) do 9,9 proc. w marcu. W I kwartale 2002 sprzedaż detaliczna wzrosła nominalnie średnio o 7,1 proc. r/r, podczas gdy w IV kwartale 2001 tylko o 3,5 proc. Pamiętajmy, że inflacja średnioroczna spadła z 3,7 proc. w IV kwartale 2001 do 3,4 proc. w I kwartale 2002, co oznacza, że różnica ta w ujęciu realnym była jeszcze większa. Wydaje się, że konsumpcja prywatna, która wzrosła o 2,1 proc. r/r w III kwartale 2001 i o 3,2 proc. r/r w IV kw. 2001, jeszcze przyspieszyła w I kwartale br.



Źródło: GUS

Co ciekawe, sprzedaż detaliczna r/r wzrosła gwałtownie w marcu pomimo jednego dnia roboczego mniej w tym roku. Oczywiście natychmiast można oponować, że przy zyskujących rynek supermarketach, otwartych również w weekendy, kwestia ta jest nieistotna. Uważamy jednak, że ciągle ma to pewne znaczenie. Odnotowujemy, że dynamika roczna sprzedaży mebli, sprzętu AGD i RTV, leków oraz odzieży spadła w marcu w porównaniu z lutym. Jednocześnie sprzedaż samochodów spadła o 4 proc. r/r wobec -3,1 proc. w lutym (oczywiście trzeba pamiętać o napływie używanych samochodów importowanych w I kwartale 2002, których sprzedaż prawdopodobnie nie jest ujmowana w statystykach GUS, gdyż są to często transakcje pomiędzy osobami prywatnymi). W każdym razie, skoro wszystko obniżyło się w marcu, to dlaczego sprzedaż detaliczna ogółem wzrosła? Sądzymy, że wiarygodnym wyjaśnieniem mogą być święta wielkanocne, które wypadły dwa tygodnie wcześniej niż w 2001 roku i skutkowały znacznie większymi wydatkami na żywność niż w marcu 2001. Rzeczywiście, dynamika sprzedaży żywności przyspieszyła z 6,9 proc. w lutym do 18 proc. r/r w marcu. Tak, Polacy za bardzo się objadają na Wielkanoc, a statystyki ujawniają ten zwyczaj.

Co ciekawe, realny wzrost sprzedaży detalicznej w lutym okazał się silniejszy niż oczekiwano. Sprzedaż detaliczna wzrosła wówczas o 6,6 proc. r/r w ujęciu realnym, podczas gdy wzrost nominalny osiągnął 6,7 proc. Jeśli tak niski deflator odnosi się również do marca, to 9,9 proc. nominalnego wzrostu sprzedaży może przełożyć się na prawie 10 proc. wzrostu realnego, co byłoby najlepszym rezultatem od kwietnia 2000 r.

Ci, którzy mieli nadzieję, że dane sprzedaży detalicznej uczynią obraz ożywienia gospodarczego wyraźniejszym, z pewnością mogą czuć się zawiedzeni. Aby uzyskać „czysty” obraz, konieczna byłaby korekta o kilka dni roboczych, import samochodów używanych oraz wcześniejszą Wielkanoc, przy czym ta ostatnia korekta byłaby w kierunku przeciwnym do poprzednich dwóch. W sumie sądzymy, że jest stabilny trend (w danych sprzedaży detalicznej oraz PKB) sil-

nej i rosnącej konsumpcji indywidualnej, po której powinno nadejść odbicie w górę w cyklu zapasów, a potem wyższe inwestycje oraz zatrudnienie.

Bezrobocie stabilne w marcu, fundusz płac spada

Według GUS stopa bezrobocia rejestrowanego pozostała w marcu bez zmian na poziomie 18,1 proc. Poinformowano również, że zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 0,1 proc. m/m. Oba wskaźniki są bardziej optymistyczne niż w marcu 2001, kiedy stopa bezrobocia wzrosła o 0,2 proc., a zatrudnienie zmniejszyło się o 0,4 proc. m/m. Pomimo tego sytuacja na rynku pracy pozostaje ciągle bardzo ciężka, stanowiąc obecnie główne zagrożenie dla scenariusza ożywienia gospodarczego. W nadchodzących dwóch miesiącach możemy oczekiwać lekkiego spadku stopy bezrobocia dzięki sezonowemu wzrostowi liczby miejsc pracy poza przemysłem, chociaż w III kwartale, nastąpi odbicie, kiedy 900 tys. absolwentów wejdzie na rynek pracy. Pod koniec roku bezrobocie powinno osiągnąć 19 proc.

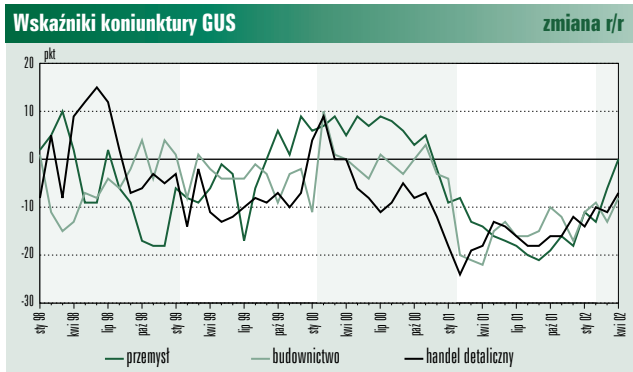
Średnia płaca w sektorze przedsiębiorstw wzrosła w marcu o 2,8 proc. m/m, a dynamika roczna obniżyła się do 4,8 proc. r/r z 5,5 proc. w lutym. Nominalny fundusz płac (przeciętne zatrudnienie razy średnia płaca) obniżył się więc w marcu o około 0,2 proc. r/r i był to pierwszy spadek w ostatnich latach. To są z pewnością dobre wieści dla firm, które mogą mniej płacić i redukować koszty pracy. Jednak to zła wiadomość dla prywatnej konsumpcji, która już teraz jest finansowana przez spadające oszczędności netto gospodarstw domowych, a ten proces nie może trwać wiecznie.

Koniunktura w kwietniu na poziomie sprzed roku, recesja odwołana

Wskaźniki koniunktury gospodarczej opublikowane przez GUS, są pierwszym dowodem wskazującym, dokąd gospodarka może pójść w II kwartale 02. I jak widać na następnym wykresie, w ujęciu rocznym koniunktura w przemyśle przetwórczym opuściła obszar ujemny, odwołując recesję. W budownictwie oraz handlu detalicznym wskaźniki koniunktury kontynuują wzrost, choć poprawa nie jest tak imponująca jak w przemyśle. W przetwórstwie indeks osiągnął -5 pkt (-9 w marcu, -5 przed rokiem), w budownictwie 7 (odpowiednio -3, 15), a w handlu detalicznym -16 (-23, -9).

Przechodząc do szczegółów, odnotowujemy, że firmy przetwórcze donoszą o poprawie zarówno popytu krajowego, jak i zagranicznego (choć łącznie nadal więcej firm mówi o pogorszeniu, to jednak mniej niż w marcu i podobna ilość jak przed rokiem). Oceny obecnej produkcji są bardziej optymistyczne niż w marcu, a oczekiwania dotyczące przyszłej produkcji również są optymistyczne. Jak zwykle smutną

informacją jest, że pracodawcy nadal planują zwolnienia, choć na mniejszą skalę niż przed miesiącem. Pamiętamy, że to ostatnie zdanie powtarzamy już od kilku miesięcy po każdej publikacji badania GUS i zastanawiamy się, kiedy firmy zaczną donosić o planach zwiększania zatrudnienia. Ankietowani oczekują pewnego wzrostu cen producenta w kolejnych miesiącach. Wyczuwamy tu wpływ akcyzy na prąd, ale może to też być wynik lepszego popytu krajowego, który przekłada się na wzrost siły narzucania cen przez producentów, trudno to w tej chwili rozstrzygnąć.



Źródło: GUS, BZ WBK

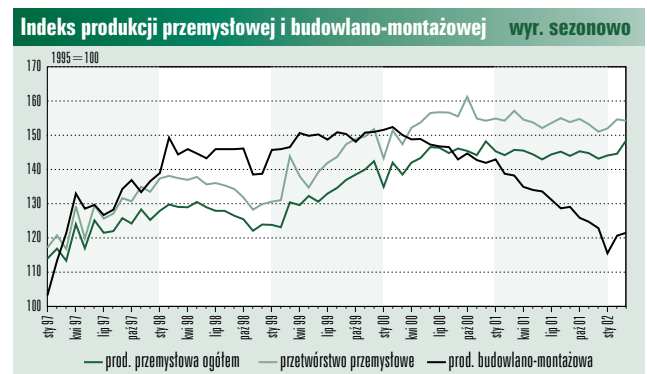
Budownictwo wykazuje sezonową poprawę warunków biznesowych. Co ciekawe, sektor oczekuje spadku cen produkcji w przyszłości i będzie nadal ograniczać zatrudnienie, ale wolniej niż miesiąc temu (znowu!).

W handlu detalicznym firmy donosiły o spadku m/m bieżącej sprzedaży, co łączymy z marcowym załamaniem optymizmu konsumentów. Ponadto pogorszyły się oczekiwania przyszłej sprzedaży, a indeks stał się ujemny. W ostatnich trzech latach kwiecień i maj były średnio lepsze niż marzec w ujęciu wolumenu sprzedaży (ceny stałe). Stąd odnotowujemy, że taki wynik może wskazywać na słabość popytu ludności w przyszłości albo może być tylko jednorazowym zachwianiem. Marcowe dane sprzedaży detalicznej powinny rzucić nieco więcej światła na to zagadnienie. Firmy handlowe będą kontynuować ograniczanie zatrudnienia, ale wolniej niż przed miesiącem (znowu!).

Produkcja przemysłowa znów na minusie

Produkcja przemysłowa wzrosła w marcu o 10,2 proc. m/m, a w ujęciu rocznym spadła o 3,2 proc. r/r. Liczby te są nieco niższe niż nasza prognoza i niż konsensus rynkowy, ale ze względu na niespójności w publikowanych przez GUS danych o produkcji przypadkowość prognoz jest bardzo duża. Można zatem powiedzieć, że różnica ta mieści się w przedziale dopuszczalnego błędu prognozy. W tym roku w marcu był jeden dzień roboczy mniej niż w analogicznym miesiącu 2001 r. Uwzględniając to, dynamika produkcji r/r była porównywalna jak w lutym. Jednakże należy być ostrożnym, gdyż taka prosta korekta nie jest zbyt wiarygodnym miernikiem, ponieważ dla niektórych sektorów

i przedsiębiorstw (jak np. huty) liczba dni roboczych nie ma wpływu na wielkość produkcji. W każdym razie uważamy, że dane o produkcji nie są takie złe, na jakie wydają się na pierwszy rzut oka. Potwierdził to indeks produkcji przemysłowej wyrównany sezonowo (1995=100), który GUS publikuje w miesięcznym „Biuletynie Statystycznym”. Wskaźnik ten wyraźnie wzrósł w marcu i był to największy wzrost od grudnia 2000. Był to również trzeci wzrost z rzędu, co sugeruje, że produkcja przemysłowa mogła zacząć odżywać i wychodzić z trendu horyzontalnego trwającego od drugiej połowy 2000 r. Roczna stopa wzrostu produkcji liczona na bazie tego indeksu osiągnęła 1,9 proc. r/r. Liczony przez GUS indeks wyrównany sezonowo eliminuje nie tylko efekty typowych śródrocznych wahań sezonowych, ale również uwzględnia liczbę dni roboczych i inne czynniki jednorazowe.



Źródło: GUS

Jednakże nasze obawy wzbudziła informacja o bardzo dużym spadku odnotowanym w marcu w sektorze produkcji maszyn i urządzeń elektrycznych (o 10,6 proc. r/r). W pierwszych dwóch miesiącach 2002 roku nastąpiła istotna poprawa w tym obszarze (wzrost o 3,9 proc. r/r w lutym), co sugerowało wzrost popytu ze strony przedsiębiorstw na dobra inwestycyjne. Ten nagły odwrót wymaga dokładniejszej analizy. Produkcja odbiorników radiowych, telewizyjnych oraz sprzętu telekomunikacyjnego również silnie spadła (-10,5 proc. r/r) po wzroście o 3,8 proc. r/r w lutym, sugerując osłabienie indywidualnego popytu konsumpcyjnego, co jednak jak na razie nie znalazło potwierdzenia w statystykach sprzedaży detalicznej.

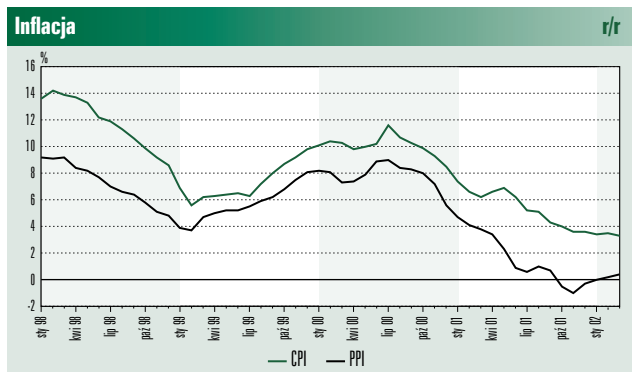
Produkcja w sektorze budowlanym pozostała w marcu bardzo słaba, spadając o 14,4 proc. r/r po spadku o 13,9 proc. w lutym. Oznacza to, iż w I kwartale br. nastąpiło pogorszenie produkcji budowlanej aż o 16,7 proc. r/r, znacznie głębsze niż -9,9 proc. r/r w IV kwartale 2001. Takie rezultaty nie pozwalają na zbyt wiele optymizmu, jeśli chodzi o prognozę inwestycji w środki trwałe na I kwartale 2002, chociaż nasza prognoza wzrostu PKB już antycypowała, że spadek inwestycji w I kwartale będzie głębszy niż w IV kwartale 2001.

Deficyt budżetowy po trzech miesiącach osiągnął 41,1 proc. planu

Deficyt budżetu osiągnął po I kwartale br. 16,43 mld zł, czyli 41,1 proc. planu całorocznego, dochody wzrosły do 21,6 proc. planu, a wydatki do 25,8 proc. W ujęciu rocznym dynamika dochodów ogółem nieco się pogorszyła w porównaniu z wyjątkowo silnym lutym, ale pozostała dość mocna; dynamika wydatków znacznie spadła, głównie w wyniku malejących kosztów obsługi zadłużenia oraz dużo niższego transferu do FUS. W marcu bardzo dobrze wyglądały wpływy podatkowe, zarówno z podatków pośrednich, jaki i dochodowych od osób prawych i osób fizycznych. Oczywiście w tym roku nie ma wpływów z UMTS, więc dochody jednostek budżetowych spadły o 70 proc. r/r. Ogólnie jednak I kwartał 2002 nie był zły, a biorąc pod uwagę, że niektóre podatki zaczną obowiązywać dopiero w kwietniu (od dochodów kapitałowych, akcyza na elektryczność), a zamrożenie progów podatkowych będzie powiększało wpływy z PIT w dalszej części roku, nie obawiamy się zbytnio o stronę dochodową budżetu.

Inflacja w dolnych rejonach oczekiwań

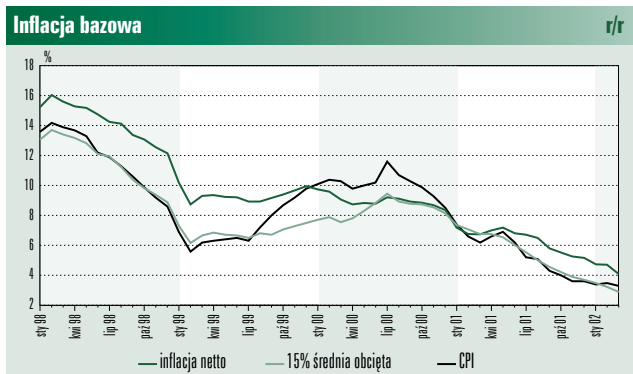
Inflacja wzrosła w marcu o 0,2 proc. m/m i 3,3 proc. r/r. Czy to niespodzianka? Raczej nie, mieściło się to w dolnych granicach oczekiwań rynku. Co jednak było nieco zadziwiające, to stosunkowo niski wzrost cen paliw. Nasze dane sugerują, że ceny hurtowe największej polskiej rafinerii PKN Orlen wzrosły w marcu prawie o 6 proc. m/m (5,9 proc. benzyna i 5,6 proc. olej napędowy). Dom maklerski Reflex, który monitoruje rynek paliw w Polsce, informował wcześniej o wzroście detalicznych cen paliw na stacjach benzynowych średnio o 2,6-3,0 proc. Tymczasem GUS podał, że w ubiegłym miesiącu ceny paliw wzrosły tylko o 1 proc. m/m. Nie znamy dokładnie techniki zbierania danych przez GUS, ale tak niski wzrost sugeruje, że dane te nie obejmują największych podwyżek, które miały miejsce w ostatnim tygodniu marca. Zgodnie z tym założeniem dane kwietniowe powinny być odpowiednio wyższe.



rzecz biorąc oczekujemy, że negatywne efekty przeważą, więc w kwietniu i maju będziemy obserwowali wskaźniki PPI i CPI podążające w przeciwnych kierunkach, gdyż CPI będzie spadać do rekordowo niskiego poziomu 2,5 proc. w maju dzięki niskiej bazie ubiegłorocznej.

Inflacja bazowa w marcu w dół, główny wskaźnik poniżej 3 proc.

Jak oczekiwano, wskaźniki inflacji bazowej spadły w marcu. Sądzymy, że dwa z nich będą ważne dla RPP. Po pierwsze, średnia obciążona, uważana za bardziej wiarygodną niż inne, spadła poniżej 3 proc. Po drugie, inflacja netto, spadła znacznie z 4,7 proc. do 4,1 proc. W ostatnich miesiącach komentarze z NBP często odnosiły się do inflacji netto wskazując, że jest ona znacznie powyżej CPI, a to sugeruje duże znaczenie cen paliw i żywności w spadku inflacji.



Źródło: GUS, NBP

Niespodzianka w podaży pieniądza

Tak jak oczekiwano, opublikowana nowa miara podaży pieniądza M3 w marcu wykazała znacznie mniejszy wzrost niż stara M2. Było to oczywiście związane z wprowadzeniem „podatku Belki” i ucieczką z oszczędnościami do lokat wolnych od podatku w listopadzie. W listopadzie 2001 r. około 11 mld zł depozytów złotych zostało przesuniętych z terminów krótszych do tych powyżej 24 miesięcy. Ponieważ definicja podaży pieniądza M3 nie zawiera w sobie tychże depozytów, M3 gwałtownie spadło. Roczna stopa wzrostu obniżyła się w listopadzie do 7,8 proc. z 11,5 proc.

O ile łatwo możemy wyjaśnić, co się stało w listopadzie, nie jest już takie oczywiste, co spowodowało gwałtowny spadek podaży pieniądza w marcu o 2 proc., czyli 6,6 mld zł. Można to pokazać księgowo: gotówka w obiegu zwiększyła się o 0,9 mld zł, a depozyty obniżyły się o 7,6 mld zł. Podczas gdy depozyty gospodarstw domowych wzrosły o 1,8 mld zł, depozyty niemonetarnych instytucji finansowych spadły o około 2,8 mld zł, a lokaty przedsiębiorstw zmniejszyły się o 4,4 mld zł! Rzeczywiście, w I kwartale przedsiębiorstwa zwykle zmniejszały swoje depozyty, ale ten trend nigdy nie był aż tak silny, jak w I kwartale 2002. Również depozyty instytucji niekomercyjnych (jak kościoły,

fundacje itp.) spadły w marcu o około 2,3 mld zł, czyli 23 proc. m/m – co nie wydarzyło się przez ostatnie 4 lata, za jakie mamy dane o M3. Dynamika roczna depozytów gospodarstw domowych spadła do 3,3 proc. z 3,9 proc. w lutym i 20,4 proc. r/r rok temu. Kredyty ludności przyspieszyły w marcu do 15,1 proc. r/r wobec 14,6 proc. w lutym, natomiast dynamika kredytów przedsiębiorstw obniżyła się z 4,4 proc. r/r w lutym do 2 proc. w marcu. Jednocześnie kredyty instytucji samorządowych i funduszy budżetowych przyspieszyły do 64,6 proc. r/r z 61 proc. w lutym. Dynamika zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego spowolniła do 18 proc. r/r z 31 proc. w lutym, częściowo w wyniku emisji euroobligacji, co zostało również zaksięgowane jako wzrost aktywów zagranicznych netto.

Co zatem stało się w marcu, co uzasadniałoby tak drastyczny spadek depozytów? Główny podejrzany – „podatek Belki” – został wprowadzony od 1 marca, więc miał niewielki wpływ na ten efekt. Wiarygodna hipoteza jest taka, że duża część depozytów w marcu została przesunięta z terminów poniżej 24 miesięcy do dłuższych i wypadły one ze statystyk M3. Nie znaleźliśmy dowodów na to, by te środki miały zostać przeniesione do innych typów aktywów finansowych (jak fundusze inwestycyjne lub obligacje rządowe). Mniejszy spadek starego agregatu M2 sugeruje, że rzeczywiście było jakieś przesunięcie na dłuższe depozyty, co mniej więcej w połowie wyjaśniałoby głęboki spadek podaży pieniądza M3. Również efekt kursowy nie tłumaczy marcowego spadku. W marcu złoty umocnił się nominalnie o 2 proc. wobec dolara, ale to stanowi zaledwie niecały 1 mld zł spadku depozytów, gdyż zobowiązania walutowe sektora bankowego są pięciokrotnie niższe niż zobowiązania złotowe. W każdym razie dynamika depozytów spadła z 6,1 proc. w lutym do zaledwie 1,6 proc. r/r w marcu. Jeśli nie może to być wytłumaczone poprzez przesunięcie w kierunku depozytów długoterminowych, to RPP może mieć ciężki orzech do zgryzienia.

Pod lupą: Bank centralny

- RPP obniżyła stopę interwencyjną do 9,5 proc.,
- Następną obniżką o kolejne 50 pb. prawdopodobna w czerwcu

25 kwietnia RPP obniżyła stopę interwencyjną z 10 proc. do 9,5 proc., lombardową z 13,5 proc. do 12,5 proc., stopa depozytowa pozostała na poziomie 6,5 proc. RPP utrzymała neutralne nastawienie. Zakres dokonanej redukcji stóp był mniejszy niż 100 pb. oczekiwanych i wycenionych już przez rynek, więc komentarze zaraz po decyzji wyraźnie pokazały, że są dalsze oczekiwania na cięcie stóp. A ponieważ inflacja powinna spadać do maja, wydaje się prawdopodobne, że RPP obniży stopę interwencyjną do 9 proc. w czerwcu, po opublikowaniu inflacji za maj.

Według „Pulsu Biznesu” wynik głosowania ponownie wyniósł 5:5 i głos Leszka Balcerowicza zdecydował o obniżce stóp. Rzeczywiście taki rezultat wydaje się wysoce prawdopodobny. Przy poprzednich trzech cięciach (po 150 pb.) zapewne „gołębie” z RPP chciały obniżki o 200 pb., a „jastrzębie” były za 100 pb. i głos prezesa uśrednił te oczekiwania. Możliwe, że „gołębie” chciały obniżyć stopy o 100 pb., a jastrzębie nie chciały zmiany stóp i Leszek Balcerowicz ponownie umożliwił kompromis. W każdym razie to tylko zgadywanie w oparciu o przeciek w „Pulsie Biznesu” (który może być błędny), pewni będziemy za sześć tygodni po oficjalnym ogłoszeniu wyników głosowania.

Na konferencję prasową poszedłem zobaczyć, jak decyzja zostanie ogłoszona. Pamiętam, że w styczniu po ostatnim ruchu o 150 pb. Balcerowicz na konferencji wystąpił bardzo silny sygnał, że cykl obniżania stóp jest bliski końca. 25 kwietnia tak nie było. Po prostu prezes NBP podkreślił, że przy jednocyfrowych stopach RPP nie może poruszać się z prędkością 150 pkt i trzeba zwolnić do 50. Opuszczając konferencję, byłem jeszcze bardziej pewny, że kolejne cięcie stóp o 50 pb. jest bliskie.

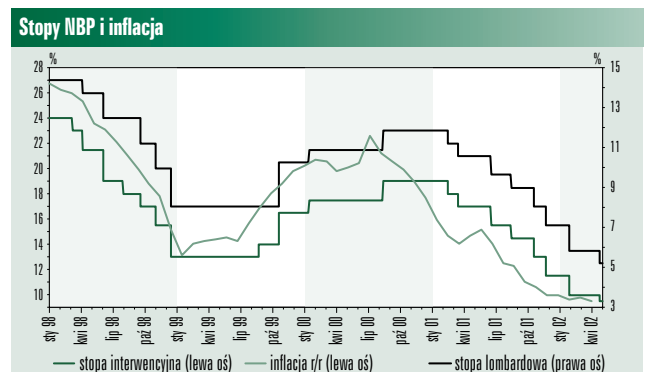
Prezes NBP przedstawił argumenty za i przeciw obniżce stóp w porównaniu z poprzednim miesiącem. Lista ta jest następująca:

za: zmniejszenie zagrożeń inflacyjnych, spadła rola czynników przejściowych w obniżaniu inflacji, spadek oczekiwań inflacyjnych, spowolnienie podaży pieniądza, spowolnienie kredytów dla firm

przeciw: wyższe prognozy cen ropy naftowej, niższa dynamika depozytów, wyższa dynamika kredytów dla ludności, wzrost sprzedaży detalicznej (choć nie ma pewności co do wpływu wczesnej Wielkanocy), nie w pełni ujawnił się wpływ wcześniejszych obniżek, znaczna obniżka oprocentowania kredytów dla firm i ludności od stycznia, doświadczenia zagraniczne w państwach, które obniżyły inflację z poziomów umiarkowanych do niskich.

Jeśli przypomnieć nasze wyliczenie argumentów przed posiedzeniem, to więcej było argumentów przeciw i również we wczorajszej prezentacji Balcerowicz poświęcił więcej czasu na argumenty przeciw obniżce. Wydaje się jednak, że RPP przywiązuje dużą wagę do spadku inflacji bazowej oraz oczekiwań inflacyjnych, co umożliwiło obniżenie stóp. Zauważamy, iż w komunikacie RPP zupełnie zignorowała wzrost oczekiwań inflacyjnych w przetwórstwie oraz sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach. Być może wynika to z niskiej wagi przykładanej do tych indeksów.

Podkreślamy naszą opinię, że prawdopodobnie RPP obetnie wszystkie stopy o 50 pb. w czerwcu. Jeśli dowody na ożywienie będą do tego czasu wyraźne, to może to być ostatnia obniżka w tym roku. Nie wykluczamy ponadto, że RPP może obniżyć stopę referencyjną o 25 pb., a lombardową o 50 pb., utrzymując bez zmian stopę depozytów, ale to mniej prawdopodobny wariant.



Źródło: BZ WBK

Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej

Kwiecień był bardzo obfity w publiczne wypowiedzi członków RPP i przedstawicieli NBP. W tym miesiącu zwrócimy uwagę na liczne prognozy które pojawiły się w tych wypowiedziach. Festiwal prognoz rozpoczął się od Bogusława Grabowskiego, który oczekuje bezrobocia na poziomie około 20 proc. w 2003 r., i sugeruje że jeżeli wszyscy wyjedziemy na narty w Alpy, to dolar będzie kosztował więcej niż 5 zł. Dariusz Rosati oczekuje wzrostu PKB w I kwartale na poziomie 0,5 proc. r/r, podał również prognozę wzrostu PKB w II kwartale w przedziale 1-1,5 proc., który następnie zawężił do 1-1,2 proc., a potem zmienił na 1 proc. lub nawet powyżej. W całym roku wzrost PKB według Rosatego przekroczy lub będzie blisko 2 proc., a w 2003 roku wyniesie 3,5 proc. Według Grzegorza Wójtowicza I kwartał nie będzie gorszy od IV. Prognozy inflacji rozpoczęły się od Dariusza Rosatego z oczekiwaniami 2,5 proc. inflacji w maju i pewnego wzrostu w drugiej połowie roku. Andrzej Bratkowski uważa, że inflacja w maju może spaść do 2-3 proc. z jakimś późniejszym odbiciem, ale w końcu roku może ukształtować się poniżej 4 proc. (dolnej granicy celu inflacyjnego), pod warunkiem braku szoków podaźowych. Grzegorz Wójtowicz oczekuje około 4 proc. inflacji, a Cezary Jozefiak prognozuje inflację w grudniu na poziomie nieznacznie przekraczającym 4 proc. Ponadto Andrzej Bratkowski oczekuje, iż ożywienie w drugiej połowie roku, choć powolne będzie prowadziło do pogorszenia deficytu obrotów bieżących do 4-5 proc. PKB.

Z braku oficjalnych prognoz banku centralnego pogląd dotyczący oczekiwań decydentów monetarnych można wyrobić sobie na podstawie wypowiedzi. Z powyższego podsumowania wynika, że w sprawie wzrostu gospodarczego oczekiwania są zbliżone, i wszyscy oczekują stopniowego ożywienia. Jednak istnieją pewne różnice w prognozach inflacji, wiceprezes NBP oczekuje w grudniu inflacji poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego, podczas gdy niektórzy członkowie rady widzą inflację w celu, choć blisko dolnej granicy.

| KTO, KIEDY, GDZIE | TREŚĆ WYPOWIEDZI |
|---|---|
| Bogusław Grabowski, członek RPP, gazeta.pl, 4.04 | <p>„Uważam, że wzrost gospodarczy będzie powoli przyspieszał, szczególnie od drugiego półrocza. Wszystkie czynniki, które miałyby prowadzić do gwałtownej poprawy, musiałyby ze swej natury być krótkookresowe, więc tym powolnym wychodzeniem z dolka nie powinniśmy się martwić.”</p> <p>„Nie, nie uważam, by interwencje na rynku walutowym były konieczne.”</p> <p>„Myślę, że [bezrobocie może wzrosnąć] do około 20 procent pod koniec 2003 r., ale wiele zależało będzie od działań rządu.”</p> <p>„Najważniejszy cel do wykonania to cel średniookresowy. Stopień jego realizacji będzie głównym kryterium oceny RPP. [...] RPP wielokrotnie powtarzała, że krótkookresowe, roczne cele inflacyjne mają charakter indykatorywny.”</p> <p>„Mam nadzieję, że jeśli do tego w ogóle dojdzie [nietrafienia w tegoroczny cel inflacyjny], to będzie to raczej poniżej.”</p> <p>„Myślę, że [wejście do EMU jest możliwe] w 2-3 lata po przystąpieniu do UE, ale decydujące w tym względzie będzie stanowisko polskiego rządu i jego skłonność do prowadzenia odpowiedniej polityki fiskalnej.”</p> <p>„Myślę, że [kurs złotego w momencie wejścia do ERM2 będzie] w relacji do koszyka walut na zbliżonym do obecnego.”</p> <p>PYT.: Czy wobec prawdopodobnego rozpoczęcia cyklu wzrostu stóp procentowych na świecie i wzrostu cen ropy w Polsce też czeka nas w tym roku podwyżka stóp?</p> <p>ODP.: „Miejmy nadzieję, że nie. Właśnie ostrożność w procesie obniżania stóp służyć miała zmniejszeniu prawdopodobieństwa konieczności podwyżek. [...] Dlatego też w momencie podnoszenia stóp przez np. EBC my być może nie będziemy musieli tego robić.”</p> <p>P: Kogo Pan widziałby w poszerzonej Radzie?</p> <p>O: „Mogę powiedzieć, kogo bym nie widział. Na pewno siebie.”</p> <p>P: Gdzie Pan spędzi wakacje?</p> <p>O: „Oczywiście w Alpach.”</p> <p>P: W Alpach? To Pan nakręca deficyt w C/A!</p> <p>O: „Jeżdżę w Alpy przede wszystkim po to, by osłabić złotego. [...] Jakbyśmy wszyscy wyjechali w Alpy, to dolar nie byłby po 5 zł, ale znacznie droższy.”</p> |
| Reuters, 10.04 | <p>„Rząd zaprzepaścił szansę przeforsowania ważnych reform tuż po wyborach.”</p> <p>„Trudny wprowadzenia takich reform mogłyby zostać łatwo zrzuczone na karb poprzedniego rządu lub banku centralnego. Jeżeli obcina się rękę kawałek po kawałku, ludzie zdadzą sobie w końcu sprawę, że to boli.”</p> <p>„Można to [strategię gospodarczą rządu] porównać do tortu z kilkoma jedynie rodzynkami, których smak może umknąć podniebieniu, jeżeli [reformy] nie zostaną szybko wprowadzone.”</p> <p>„Rząd będzie się teraz usilnie starał kontrolować deficyt budżetowy, by spełnić ostre kryteria akcesyjne UE.”</p> <p>„Polska może już mieć za sobą najgorsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego, ale średnioterminowe perspektywy wzrostu nie są wciąż najlepsze.”</p> <p>„Musimy zapłacić krótkoterminową cenę za osiągnięcie długoterminowego celu, jakim jest wysoki, stabilny wzrost.”</p> |
| Rzeczpospolita, 24.04 | <p>„Mamy potwierdzenie wcześniejszych danych o niskiej inflacji, mamy też pewne słabe symptomy ożywienia gospodarczego. Nie grozi nam na razie wzrost dynamiki cen. Musimy jednak brać pod uwagę fakt, że nasze decyzje skutkują na poziom inflacji w 2003 roku, kiedy będzie już w fazie ożywienia gospodarczego. Z tego punktu widzenia każdy kolejny miesiąc oznacza, że jesteśmy coraz bliżej końca procesu obniżania stóp procentowych.”</p> <p>„Od teraz skutki naszych decyzji będą już jednak miały znaczenie dla poziomu cen w 2003 roku.”</p> <p>„Jesteśmy coraz bliżej momentu, gdy zaczną ujawniać się skutki obniżek stóp procentowych przeprowadzonych od stycznia 2001 do stycznia 2002 [...]. Coraz bliżej też ożywienia gospodarczego.”</p> |
| Dariusz Rosati, członek RPP; PAP, 8.04 | <p>„W Polsce nie ma obecnie zagrożenia dla wzrostu gospodarczego, natomiast dla polityki pieniężnej niepokojące są tendencje dotyczące dynamiki depozytów i gotówki w obiegu, istotne są też ceny ropy naftowej.”</p> <p>„Kryzysu w polskiej gospodarce nie ma. PKB wciąż rośnie, liczę na to, że wzrost PKB w II kwartale wyniesie 1,0-1,5 proc.”</p> <p>„Interesuje nas między innymi rozwój sytuacji na rynku ropy naftowej.”</p> <p>„Chcemy także uzyskać więcej informacji na temat kształtowania się depozytów i gotówki, bo to są dwie dodatkowe niepokojące tendencje.”</p> <p>„Chcemy wiedzieć, jakie są tego przyczyny. Czy świadczy to o gwałtownym pozbywaniu się pieniędzy, czy jest to raczej przejściowe zjawisko. Pewnie w ciągu paru tygodni będziemy mieli jakąś orientację.”</p> <p>„O tym, że inflacja w maju będzie najniższa w całym roku, wiemy już od trzech miesięcy, więc to nie jest nowa wiadomość. Z tego punktu widzenia nasz ogólny nie uległ zmianie.”</p> |

- Reuters, G.Wyborcza, 19.04 Dane dotyczące produkcji przemysłowej są trochę gorsze niż oczekiwano, ale trzeba pamiętać, że marzec ma jeden dzień roboczy mniej niż w ubiegłym roku. Gdy to się uwzględni właściwie można mówić o pewnej stagnacji lub ewentualnie bardzo niewielkim wzroście.”
- „Produkcja wypadła nieco gorzej niż oczekiwano, inflacja wypadła też nieco gorzej niż oczekiwano, więc obie (nowe) informacje się troszkę znoszą.”
- „Co do cen produkcji przemysłowej to wzrost jest bardzo wyraźny i wyższy niż oczekiwano, głównie z powodu, jak sądzimy, wzrostu cen ropy. Trzeba czekać na kolejne dane miesięczne, żeby zobaczyć czy jest to jakaś trwała tendencja, czy efekt cen ropy.”
- „Jeśli chodzi o pierwszy kwartał nie zmieniam swej prognozy wzrost PKB w granicach 0,5 procent, a jeśli chodzi o drugi kwartał, cały czas oczekuję, że będzie to 1,0-1,2 procent.”
- „Wydaje się, że ożywienie minimalnie się opóźnia. Dane są nieco zaskakujące, gdyż obserwując wzrost sprzedaży detalicznej w styczniu i lutym, można było oczekiwać ożywienia w fabrykach. Ale to prawdopodobnie import i sprzedaż zapasów z magazynów zaspokajały potrzeby klientów. Po uwzględnieniu różnicy liczby dni roboczych możemy powiedzieć, że w przemyśle panuje stagnacja. W I kwartale PKB wzrosło o blisko 0,5 proc.”
- „Myślę, że powoli zbliżamy się do momentu odbicia. Już w II kwartale odczujemy bardzo wyraźną poprawę - wzrost gospodarczy skoczy do 1 proc., a może nawet powyżej tego poziomu. To właśnie w II kwartale uwidocznią się skutki poprzednich obniżek stóp procentowych. A w całym roku będziemy mieli 2 proc. wzrost PKB lub nawet nieco wyższy.”
- „Inflacja będzie jeszcze spadać do około 2,5 proc. w maju. Dopiero w drugiej połowie roku można oczekiwać wzrostu wskaźnika cen.”
- PAP, 19.04 „Ostatnie dane o inflacji i produkcji przemysłowej wskazują, że jest pewna przestrzeń do obniżki stóp i prawdopodobnie, jeżeli nic złego się nie stanie, być może jakieś decyzje zostaną podjęte. Ale trzeba zachować ostrożność, bo ciągle nie wiemy co z depozytami, co ze sprzedażą detaliczną.”
- „Uważam, że jeżeli jest miejsce na dalsze obniżki stóp, to te obniżki muszą być bardzo ostrożne. Ja nie widzę zagrożeń inflacyjnych na ten rok, ale jeśli chodzi o przyszły rok, to jeszcze nie możemy spać spokojnie. A te decyzje obecne będą miały większe znaczenie dla przyszłego roku.”
- „Nie można wykluczyć, że trzeba będzie podwyższać stopy, bo nigdy nie można wykluczyć załamania budżetu, albo np. szoku naftowego. Ale w tej chwili to jest dość nieprawdopodobny scenariusz.”
- „Podnosilibyśmy stopy, gdyby był zagrożony nasz cel inflacyjny na przyszły rok. Na przyszły rok mamy cel poniżej 4 proc., a będziemy go realizować w warunkach szybkiego przyspieszenia wzrostu gospodarczego.”
- „Stopa rezerw obowiązkowych może być obniżona od przyszłego roku, ale za to prawdopodobnie pozostałe 40 proc. obligacji z zamiany rezerw nie zostanie urynkowane. To na pewno nie jest decyzja na najbliższe 2-3 miesiące. Prawdopodobnie przymierzmy się do tego na jesieni, tak, żeby od przyszłego roku rezerwy były obniżone.”
- „Jestem zwolennikiem tego, żeby już nie ruszać obligacji śmieciowych. Na razie priorytetem jest obniżenie stopy rezerw obowiązkowych. Koszt obniżenia rezerw obowiązkowych do 2 proc. wynosi 600-800 mln zł. Będziemy też musieli oprocentować te 2 proc. To jest dodatkowym kosztem i uważam, że banki nie mają co liczyć na urynkowanie tych pozostałych 40 proc.”
- „Obecnie nadpłynność nie jest już problemem. Ta skala nie jest już duża.”
- „W NBP przeważa pogląd, że korzyści z przyjęcia wspólnej waluty w perspektywie 3-4 lat będą zdecydowanie większe, niż koszty. Myślę, że w rządzie dojrzewa pogląd, że lepiej jak najszybciej wejść do strefy euro. Stanowiska chyba się zbliżają.”
- „Założenia dotyczące wzrostu gospodarczego 1-3-5 są realne, nawet uważam, że w tym roku będzie więcej, niż 1 proc., myślę, że powinno być około 2 proc., a w przyszłym roku 3,5 proc. Polska ma szansę dużo szybciej wyjść z dołka, niż zakłada rząd.”
- „Wyraźniejsze efekty wcześniejszych obniżek stóp, powinny się ujawnić w II kw. Będzie rosło zainteresowanie banków w udzielaniu kredytów. To jest efekt odłożony o 6-9 miesięcy.”
- „Kwiecień jest ostatnim miesiącem tak masowej sprzedaży obligacji. Według profilu, który Ministerstwo Finansów sobie założyło luty i kwiecień były dwoma miesiącami o największej podaży. Zresztą deficyt w 80 proc. jest realizowany w I połowie roku. Tak, że im dalej, tym mniej obligacji, banki będą musiały przyciągać klientów.”
-
- Andrzej Bratkowski, wiceprezes NBP;
- PAP, Reuters, 11.04 „Inflacja lekko spadnie w tym roku, ale to jest dobra, a nie zła wiadomość. Może spaść pomiędzy 2-3 procent przed jakimś odbiciem. NBP teraz będzie chciało stabilizować inflację na obecnym poziomie.”
- „Jeżeli inflacja w 2002 roku spadnie poniżej celu Rady Polityki Pieniężnej z przyczyn innych niż monetarne, RPP nie zareaguje na tę sytuację.”
- „Nie ma uzasadnienia makroekonomicznego dla radykalnego ani systematycznego osłabiania się złotego.”
- „Nie liczymy na to, że obniżka stóp może pomóc w rozwiązaniu problemu silnego złotego. A sytuacja gwałtownej redukcji stóp byłaby trudna i dla gospodarki i dla budżetu.”
- „Niska inflacja i perspektywę ożywienia za granicą, które mogą przyczynić się do zwiększenia eksportu, mogą stworzyć pole manewru dla polityki pieniężnej.”
- „Jeśli jednak utrzymają się wysokie ceny ropy, to prognoza inflacji w grudniu poniżej celu jest zbyt optymistyczna.”
- „Po co ryzykować odbicie inflacji do powiedzmy, 10 proc. przez przyspieszenie wzrostu gospodarczego na parę miesięcy. W takiej sytuacji jeszcze raz musielibyśmy przejść przez bolesny proces dezinflacji.”
- „Polska powinna prowadzić politykę stopniowego pobudzania popytu krajowego, a nie nagłego jego wzrostu, gdyż mogłoby to prowadzić do gwałtownej zwwyżki cen.”
- PAP, 12.04 „Możliwe, że na koniec 2002 roku inflacja ukształtuje się na poziomie poniżej 4 proc., pod warunkiem, że ceny ropy spadną w miarę szybko i nie będzie negatywnych szoków podażowych ze strony cen żywności.”
- „3,1 proc. [wzrostu PKB w 2003 r.] założone przez rząd jest realne.”
- „Pozostaje niepewność, czy uda się utrzymać deficyt ekonomiczny na obecnym poziomie, przy założeniu, że płace mają wzrosnąć o 1 proc.”
- „Należy oczekiwać pogorszenia deficytu [obrotów bieżących]. Do utrzymania obecnego poziomu konieczne byłoby zwiększenie restrykcyjności polityki monetarnej, ale utrzymywanie tego poziomu nie wydaje się zasadne.”
- „Wydaje się, że ożywienie gospodarcze w II poł. roku choć powolne i ostrożne doprowadzi do pogorszenia deficytu do 4-5 proc. PKB.”
- PAP, 18.04 „Zarówno teoria integracji monetarnej, jak i prowadzone w NBP badania wskazują w sposób jednoznaczny, iż długookresowy bilans kosztów i korzyści związanych z przystąpieniem Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej będzie pozytywny.”
- „Przemawia to za nieodwlekaniem decyzji o przystąpieniu Polski do ERM II i UGW oraz ograniczeniem okresu uczestnictwa złotego w ERM II do wymaganych dwóch lat.”

„Polityka makroekonomiczna, w szczególności poziom restrykcyjności polityki fiskalnej, ma zasadniczy wpływ na tempo zbieżności w zakresie trzech z pięciu kryteriów z Maastricht, tzn. rozmiarów deficytu i zadłużenia sektora finansów publicznych, a także stabilności kursu walutowego, oraz istotny wpływ na to tempo w odniesieniu do pozostałych dwóch kryteriów: poziomu inflacji i długoterminowych stóp procentowych.”

„Podstawowym czynnikiem brany pod uwagę przy określeniu parytetu złotego w stosunku do euro w momencie przystąpienia Polski do ERM II będzie rynkowy kurs złotego.”

„Warto podkreślić, iż decyzja o ustaleniu kursu parytetowego z chwilą wejścia do ERM II będzie wspólną decyzją rządu i NBP, i musi być uzgodniona z Unią Europejską. Należy zatem liczyć się z tym, iż będzie ona uwzględniać wyniki badań empirycznych, prowadzonych w NBP i innych ośrodkach analitycznych, zmierzających do ustalenia tzw. kursu równowagi, nie zawsze tożsamego z kursem określanym przez siły rynkowe.”

„Długość okresu niezbędnego do uzyskania gotowości do uczestnictwa Polski w UGW - czyli spełnienia kryteriów konwergencji - jest ściśle związana z oczekiwanym w najbliższych latach stopniem restrykcyjności polityki fiskalnej.”

„Dotychczas brak oficjalnego stanowiska rządu w odniesieniu do preferowanej ścieżki czasowej akcesji do UGW. Jednocześnie przedstawiona w strategii gospodarczej prognoza deficytu budżetu państwa w 2006 r. na poziomie 3,9 proc. PKB, zgodna z tzw. scenariuszem rozwojowym, oznacza, iż w średnim okresie niski poziom dyscypliny fiskalnej stanowi może przeszkodę na drodze do wypełnienia fiskalnego kryterium zbieżności.”

„Ich spełnienie [kryteriów z Maastricht w zakresie poziomu inflacji i deficytu sektora finansów publicznych] warunkuje możliwość uzyskania wymaganej zbieżności w zakresie pozostałych kryteriów.”

„Kluczem do zmniejszenia kosztów procesu dezinflacji są reformy strukturalne, takie jak: uelastycznienie rynku pracy, modyfikacje w istniejącym systemie negocjacji płacowych, demonopolizacja branż odpowiedzialnych za uporczywość inflacji, kontynuacja prywatyzacji, szczególnie sektorów zamkniętych na zagraniczną konkurencję, oraz zacieśnienie polityki fiskalnej, umożliwiające zmniejszenie restrykcyjności polityki monetarnej i szybkie odbudowanie popytu inwestycyjnego.”

Grzegorz Wójtowicz, członek RPP;

Reuters, 11.04

„Już II kwartał zacznie pokazywać skutki poprzednich obniżek. Będzie to widać po czynnikach mających wpływ na PKB, szczególnie po inwestycjach w środki trwałe i po eksporcie netto.”

Reuters, PAP, 15.04

„Było robocze spotkanie na ten temat i wiemy już jak się pytać panów z departamentu statystyki. Nie mamy wątpliwości, że wiemy o co pytać. Będziemy więc mogli właściwie interpretować te dane.”

„Nie jest to zaskoczeniem [inflacja w marcu], ostatnie przewidywania opiewały na podobny poziom wskaźnika cen konsumpcyjnych. Mamy po prostu okres stabilizacji. Od pięciu miesięcy mamy inflację zbliżoną do mniej więcej 3,5 proc.”

„Nastąpiła stabilizacja inflacji na niskim poziomie, więc polityka antyinflacyjna dała rezultat.”

„Prawdopodobieństwo spadku inflacji przez najbliższe dwa miesiące istnieje. Natomiast jest wiele pytań co do dalszej przyszłości. Wyrokowanie co do konkretnej inflacji w miesiącach letnich jest trudne. Prawdopodobnie jednak nie będzie tak dobrze, jak było w zeszłym roku.”

„Jeśli chodzi o inflację całoroczną to duże jest prawdopodobieństwo, że wyniesie ona około czterech procent w końcu roku, czyli w granicach dolnego krańca celu przyjętego na ten rok.”

„Bieżąca inflacja nie jest wystarczającym argumentem, aby dokonywać zmian stóp procentowych. Polityka pieniężna dotyczy przyszłości, a inflacja jest tylko jednym z czynników branych pod uwagę przy podejmowaniu decyzji o zmianie stóp procentowych.”

Reuters, 18.04

„W moim przekonaniu nie tylko kwestia dynamiki ale i zmian strukturalnych jakie występują w przemyśle pozwalają na bardzo, bardzo umiarkowany optymizm. (...) Gospodarka nie hamuje już, ale jest w siodle. Jeszcze z tego siodła nie wyszła, ale prawdopodobnie nie będzie się pogarszać.”

PAP, 22.04

„Informacje, którymi ostatnio nas obdarzano dotyczące produkcji przemysłowej, przebiegu płatności z zagranicą, sytuacji budżetowej wskazują, że sytuacja gospodarcza nie pogarsza się i z pewnością gospodarka jest jeszcze w siodle, ale zmierza do wyjścia z siodła.”

„Mam nadzieję, że pierwszy kwartał będzie nie gorszy niż czwarty ubiegłego roku, a w drugim pojawią się pierwsze wyraźniejsze oznaki ożywienia.”

„Wydaje mi się, że jest dane o sprzedaży detalicznej to kolejny dowód na ożywienie gospodarcze. Dane te są pozytywne.”

„Skutki obniżek powoli będą widoczne. Zobaczymy, jak ukształtuje się popyt na kredyt. Od ostatniego posiedzenia RPP utrwały się pewne tendencje, takie jak stabilizacja, inflacja, przy braku jednocześnie zagrożeń, jeśli chodzi o wzrost inflacji.”

Leszek Balcerowicz, prezes NBP;

PAP, 12.04

„Jeżeli potraktować te 3 proc. [inflacja średnioroczna założona przez rząd na 2003 r.] jako cel, to można powiedzieć, że byłoby to zgodne z wyznaczonym przez RPP dużo wcześniej średniookresowym celem inflacyjnym, który zakłada inflację na koniec 2003 roku poniżej 4 proc.”

„Przy takim ujęciu, można by to potraktować jako wyraz współpracy między rządem a NBP w realizacji tego celu.”

„Oczywiście osiągnięcie tego celu wymaga odpowiedniej polityki makroekonomicznej zarówno fiskalnej i monetarnej.”

PAP, Rzeczpospolita, 20.04

„Warunkiem [obniżki stóp procentowych] musi być trwałe obniżenie inflacji, a więc również oczekiwania społeczeństwa, że inflacja znowu nie wzrośnie.”

„Wszyscy moi rozmówcy interesowali się utrzymaniem niezależności polskiego banku centralnego, którą traktują jako bardzo istotną sprawę dla każdego kraju.”

„Informacje o różnych zapowiedziach legislacyjnych docierają oczywiście do całego świata i pytano mnie tutaj, jaki będzie ciąg dalszy.”

„Recesja w Japonii i wahania cen ropy naftowej to czynniki komplikujące ten w miarę optymistyczny scenariusz.”

„Z gospodarki docierają mieszane sygnały wskazujące zarówno na ożywienie jak i jego brak.”

„Dane o dynamice produkcji nie odbiegały znacząco od oczekiwań. Pamiętajmy, że w marcu tego roku był o jeden dzień roboczy mniej niż w marcu roku poprzedniego.”

Pyt: Czy można oczekiwać dalszego obniżania stóp procentowych?

Odp: Decyzje będą podejmowane, jak zawsze, z wzięciem pod uwagę wszystkich istotnych informacji. Ważnym kryterium będzie to, żeby nie narazić na szwank tego co już udało się zrobić, tzn. sprowadzenia inflacji do niskiego poziomu, bo byłaby to niedźwiedzia przysługa dla rozwoju gospodarczego.

PAP, Reuters, 25.04

„Nie składam żadnych deklaracji, ale trzeba patrzeć i pamiętać o skali dotychczasowych obniżek, które są bardzo znaczące. [...] To jest istotny sygnał dla rynków finansowych.”

„Ta obniżka niesie pewien sygnał, że dzięki głębokim poprzednim obniżkom, łącznie doszliśmy do takiego poziomu stóp, w którym polityka monetarna musi posługiwać się o wiele mniejszymi dozami niż poprzednio.”

„Prawdopodobne jest osiągnięcie inflacji w tym roku w dolnym przedziale celu inflacyjnego. Co więcej chcielibyśmy ustabilizować tak niski poziom cen.”

„Podejmujemy decyzje kierując się również średniookresowym celem inflacyjnym RPP poniżej 4 proc. w 2003 roku.”

Wiesława Ziółkowska, członek RPP;

PAP, 12.04

„Nie ma ryzyka wzrostu inflacji. Gdyby rosły gwałtownie dochody ludności, a spadały depozyty, to byłoby takie zagrożenie, ale sytuacja dochodowa ludności nie jest dobra.”

„Depozyty spadły i jak się jeszcze uwzględni zmiany kursów, w przypadku depozytów walutowych, to utrzymują się na tym samym poziomie. Podobnie jest z kredytami.”

„[Wzrost wartości gotówki] to może być efekt zmiany walut na euro. Jest kwestia szarej strefy. Poza tym ROR-y są w większości realnie ujemnie oprocentowane, więc korzystniej jest utrzymywać gotówkę. Ale też w związku ze spadkiem płynności i wzrostem liczby firm niewypłacalnych, większość transakcji w małych firmach realizowane jest w gotówce.”

„Depozyty podmiotów gospodarczych w ostatnim okresie spadły, co może potwierdzić tezę, że przedsiębiorstwa żądają gotówki za towar.”

PAP, 15.04

„To są bardzo korzystne dane dla gospodarki. Z tego wynika, że konflikt na Bliskim Wschodzie nie przyniósł - póki co - negatywnych skutków dla cen ropy naftowej.”

„Jest to sygnał, że mamy do czynienia nie z sezonową obniżką cen, ale z tendencją i to jest rzecz dobra. Każde zmniejszenie tempa wzrostu cen jest brane pod uwagę przy decyzjach o polityce monetarnej.”

Cezary Józefiak, członek RPP;

Gazeta Wyborcza, 13.04

„Nie [budżet nie stwarza warunków dla obniżki stóp], bo co byśmy dobrego nie powiedzieli o tym budżecie, to nadal deficyt ekonomiczny w tym roku wynosi pięć procent PKB. To jest tyle, co w zeszłym roku, a przecież uważaliśmy go za katastrofalny. Pamiętajmy, że w 2000 był o połowę mniejszy.”

„W tym roku powszechnie oczekuje się ożywienia w gospodarce. A to oznacza wzrost cen, co nie sprzyja obniżce stóp.”

„Prognoza inflacyjna ministra Belki jest zbyt optymistyczna.”

„Należy liczyć się ze wzrostem cen gazu, elektryczności i cen żywności. Wielką niewiadomą są też ceny ropy, ostatnio pnące się w górę z powodu eskalacji trudnego do rozwiązania konfliktu na Bliskim Wschodzie.”

„Ponadto, jeśli idzie o tzw. agregaty pieniężne, czyli podaż pieniądza, to ze względu m.in. na potrzeby pożyczkowe rządu rośnie ona szybciej niż wzrost produktu krajowego brutto plus wzrost cen. A jeśli tak się dzieje, to można obawiać się impulsu inflacyjnego.”

PAP, 19.04

„Ja myślę, że inflacja przebiega mniej więcej zgodnie z oczekiwaniami. Wszyscy są teraz pod wrażeniem, że do maja inflacja rzeczywista będzie spadała. Podzielam tę opinię.”

„Powinniśmy dbać o to, by w drugiej połowie roku nie wzrosły oczekiwania inflacyjne.”

„W II poł. roku, kiedy są przewidziane pewne zmiany cen regulowanych, energii, gazu i podatku akcyzowego, inflacja będzie rosła. Zupełną niespodzianką są też ceny paliw.”

„Inflacja na koniec roku będzie nieznacznie wyższa niż 4 proc.”

„Nie wiadomo, na czym opierał się zwiększony popyt konsumpcyjny, który nastąpił w I kw. Dochody konsumpcyjne raczej nieco spadły, a popyt konsumpcyjny wzrósł. (...) To sugerowałoby, że zmniejszyły się oszczędności. Zmniejszenie to może wynikać z braku opłacalności inwestowania wskutek wprowadzenia podatku od depozytów i niskich stóp depozytowych banków.”

„Jeżeli podaż pieniądza rośnie szybciej niż produkcja razy ceny, to zawsze może się zamienić w impuls inflacyjny. Zachowanie się agregatów pieniężnych wymaga ostrożności w polityce pieniężnej.”

Jerzy Pruski, członek RPP;

Reuters, 15.04

„Inflacja nam się stabilizuje. W najbliższym okresie ta inflacja wciąż powinna być niska, choć w marcu w stosunkowo niewielkim stopniu odzwierciedlał się wzrost cen paliw, ale on najprawdopodobniej zostanie uwidoczniiony w danych kwietniowych.”

„Stabilizują nam się oczekiwania inflacyjne (...) Ten trend stabilny czy lekko zniżkowy powinien utrzymać się w pierwszej połowie roku, natomiast w drugiej połowie roku powinniśmy oczekiwać przyspieszenia.”

Krzysztof Jakubiszyn, doradca prezesa NBP;

PAP, 23.04

„Przy założeniu, że do Unii Europejskiej Polska wstąpi w 2004 roku, najwcześniejszym technicznie możliwym terminem wstąpienia do unii gospodarczej i walutowej jest 1 stycznia 2006 roku. Uważam to zupełnie za niemożliwe m.in. z powodu niemożliwości spełnienia kryteriów zbieżności.”

„jednak ostateczna decyzja dotycząca przyjęcia Polski do EMU będzie należała do Unii, a obecne przepisy pozwalają na dosyć elastyczne interpretowanie warunków spełnienia kryteriów zbieżności.”

„Przykładem tego może być fakt, że zaledwie 2 państwa z 11 wprowadzających do swego systemu euro spełniały wszystkie kryteria konwergencji. Unia może uznać, że trend dochodzenia do wymaganych kryteriów jest właściwy i może przyjąć Polskę do EMU nawet bez konieczności spełnienia wszystkich kryteriów.”

„Prawdopodobne jest, że parytet złotego do euro w momencie przystąpienia do mechanizmu walutowego ERM II będzie niższy maksymalnie o 10 proc. od rynkowego kursu z dnia wejścia do tego mechanizmu

„Jeśli w momencie wejścia do ERM II kurs złotego pozostanie na obecnym poziomie, to wtedy zwiększa się prawdopodobieństwo dewaluacji. [...] Jeśli rynek obniży kurs złotego, to im głębiej to będzie szło, tym bardziej oddala się wariant rządowej dewaluacji.”

„Gdyby okazało się, że mamy do czynienia z odpływem kapitału, to nie sądzę, żeby dokonano dewaluacji, bo pogarsza ona warunki funkcjonowania dla kapitału zagranicznego. Trudno dzisiaj dokładnie powiedzieć, w jakich okolicznościach dewaluacja mogłaby nastąpić.”

Informacja z posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w dniach 24-25 kwietnia 2002

W dniach 24-25 kwietnia 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, kredytu i stóp procentowych oraz kształtowanie się cen i oczekiwań inflacyjnych.

I. Uwarunkowania zewnętrzne.

1. Dane, które pojawiły się od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, wskazują wyraźniej niż miesiąc temu, że rozpoczyna się ożywienie w gospodarce światowej:
 - w Stanach Zjednoczonych w marcu br. zanotowano najwyższy od maja 2000 r. wzrost produkcji sprzedanej przemysłu (o 0,7 proc.), zwiększyło się wykorzystanie mocy wytwórczych w przemyśle, wzrósł indeks zaufania konsumentów; średnia prognoza wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w 2002 r. zwiększyła się w porównaniu z marcem br. o 0,5 pkt proc. (do 2,2 proc. PKB);
 - nieznacznie (o 0,1 pkt proc.) wzrosła też średnia prognoza wzrostu w strefie euro (do 1,2 proc. PKB); w przypadku Niemiec pozostała ona na poziomie 0,9 proc.
2. W ostatnim okresie powiększyło się ryzyko wzrostu cen ropy na rynkach światowych, co miałoby negatywne skutki dla przyszłej inflacji oraz dla ożywienia gospodarczego na świecie. W wyniku zwiększenia się ryzyka politycznego na Bliskim Wschodzie i w Wenezueli, ceny ropy w marcu i kwietniu br. wyraźnie wzrosły. Sytuacja ta doprowadziła do kolejnego wzrostu prognozowanej ceny ropy naftowej. Obecnie średnia prognoz rynkowych przewiduje, że cena baryłki wyniesie w 2002 r. przeciętnie 23 dolary (o 1,5 dolara więcej niż przed miesiącem). Należy podkreślić, że obecne prognozy cen ropy są obciążone ogromną niepewnością i zawierają się w przedziale od 19,5 do 40 dolarów za baryłkę.

II. Produkcja, wzrost gospodarczy.

1. Sygnały płynące z polskiej gospodarki nie są jednoznaczne. Część danych wskazuje, że powinno nastąpić stopniowe ożywienie gospodarcze.
2. Poprawę sytuacji sygnalizują:
 - wzmocnienie się - trwającej od paru miesięcy - tendencji wzrostu sprzedaży detalicznej; po rocznym wzroście o 4,7 proc. w styczniu i o 6,7 proc. w lutym br., w marcu zanotowano wzrost o 9,9 proc. (w części wynikał on z przesunięcia w bieżącym roku z kwietnia na marzec zakupów świątecznych);
 - wzrost - drugi miesiąc z rzędu - dynamiki kredytów konsumpcyjnych (z 14,4 proc. w styczniu i 14,6 proc. w lutym do 15,1 proc. w marcu br.);
 - wyższe niż przed rokiem dochody podatkowe budżetu w okresie styczeń-marzec (o 6,2 proc.), w tym zwłaszcza z podatku dochodowego od osób prawnych (o 13,7 proc.) oraz podatków pośrednich (o 6,0 proc.), które są najbardziej wrażliwe na koniunkturę gospodarczą;
 - dalsza poprawa wyników badań koniunktury w kwietniu br.;
 - w przetwórstwie przemysłowym oceny bieżącej produkcji oraz przewidywania dotyczące przyszłego popytu i produkcji są pozytywne; lepsze niż przed miesiącem - choć nadal negatywne - są oceny bieżącego popytu;
 - poprawiły się również w porównaniu z marcem br. ogólne wskaźniki koniunktury w budownictwie (do +7) i w handlu detalicznym (do -16), choć są niższe niż w analogicznym miesiącu 2001 r.
3. Do ostrożności w prognozowaniu ożywienia skłania:
 - produkcja sprzedana przemysłu, która była w marcu br. o 3,2 proc. niższa niż przed rokiem; choć należy pamiętać, że w bieżącym roku marzec miał o jeden dzień roboczy mniej niż w 2001 r.;
 - produkcja budowlano-montażowa, która była o 14,4 proc. niższa niż w marcu 2001 r. (przed miesiącem skala spadku wyniosła 13,9 proc.)

III. Płace, świadczenia społeczne.

1. Sytuacja w zakresie zatrudnienia powinna ograniczać presję płacową w gospodarce. W marcu br. stopa bezrobocia utrzymała się na obserwowanym przed miesiącem poziomie 18,1 proc. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w marcu br. było o 0,1 proc. niższe niż przed miesiącem, a w porównaniu z okresem styczeń-marzec 2001 r. obniżyło się ono o 4,8 proc. W badaniach koniunktury przedsiębiorcy zapowiadali dalsze redukcje zatrudnienia w najbliższych miesiącach, jednak niższe niż przewidywali w marcu br.
2. W okresie styczeń-marzec br. przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw było o 5,3 proc. wyższe niż w analogicznym okresie ub.r., a wzrost w ujęciu realnym wyniósł 1,8 proc. (wobec wzrostu o 5,7 proc. nominalnie i 2,2 proc. realnie w okresie styczeń-luty br.).
3. Marcowe dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniach są zbieżne z założeniami przyjętymi do prognozy dochodów do dyspozycji, która przewiduje, że w I kwartale br. mogą zmniejszyć się one w wyrażeniu realnym.

IV. Sytuacja w sektorze finansów publicznych.

1. Dotychczasowe wykonanie budżetu państwa, przewidywana stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej oraz dodatkowe dochody wynikające z wchodzących w życie zmian podatkowych wskazują, że nie widać większych zagrożeń dla realizacji Ustawy budżetowej na rok 2002.
2. Jednak nie zmienia to faktu, że deficyt finansów publicznych utrzyma się w 2002 r. na bardzo wysokim poziomie (ok. 5 proc. PKB). Będzie to miało niekorzystny wpływ na gospodarkę. W sytuacji dużego deficytu i małych przychodów z prywatyzacji, rząd - dla sfinansowania wysokich potrzeb pożyczkowych - musi emitować znaczną ilość papierów skarbowych. W I kwartale br. suma nowych emisji bonów skarbowych wyniosła 6,7 mld zł (o 116,1 proc. więcej niż w analogicznym okresie 2001 r.), a obligacji skarbowych 12 mld zł (o 128,7 proc. więcej niż w I kwartale 2001 r.). Przyczynia się to do utrzymywania wysokiego poziomu długoterminowych rynkowych stóp procentowych oraz ogranicza możliwości finansowania rozwoju przedsiębiorstw. Ponadto napływ zagranicznego kapitału portfelowego lokowanego w obligacje rządowe jest czynnikiem powodującym umacnianie się kursu złotego bez równoczesnego wzmocnienia konkurencyjności gospodarki.
3. Utrzymuje się niepewność co do kształtu budżetu państwa i innych części sektora finansów publicznych w 2003 r. Podstawowym zadaniem przy konstruowaniu budżetu powinno być ograniczenie wydatków, tak aby można było wydatnie zmniejszyć deficyt finansów publicznych i - dzięki temu - zredukować natężenie niekorzystnych dla rozwoju gospodarki oddziaływań, o których mowa wyżej.

V. Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe.

1. W porównaniu do sytuacji z poprzedniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej zmniejszyła się skala zagrożeń dla przyszłej inflacji ze strony czynników monetarnych:
 - roczne tempo wzrostu podaży pieniądza (agregat M3) obniżyło się z 7,2 proc. w lutym do 3,1 proc. w marcu br.; zmniejszyła się również (z 11,5 proc. do 8,6 proc.) dynamika podstawowej dotychczas miary podaży pieniądza (M2);
 - spadła roczna dynamika gotówki w obiegu (z 16,7 proc. przed miesiącem do 15,6 proc.);
 - tempo przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw w skali roku obniżyło się do 4,4 proc. przed miesiącem do 2,0 proc.
2. Jednocześnie utrzymuje się spadkowa tendencja rocznej dynamiki depozytów gospodarstw domowych (z 5,4 proc. w lutym br. do 3,5 proc.). Ponadto, marzec był drugim z rzędu miesiącem, w którym wzrosła roczna dynamika kredytów dla osób prywatnych (z 14,4 proc. w styczniu i 14,6 proc. w lutym do 15,1 proc.).
3. W marcu br., w reakcji na styczniową redukcję stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej, banki dokonały dalszych obniżek oprocentowania kredytów. Przy jednoczesnym utrzymaniu oprocentowania depozytów na poziomie sprzed miesiąca, oznacza to obniżenie marż banków komercyjnych. Przeciętne oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych zostało zmniejszone o 0,5 pkt proc. w porównaniu z lutym br. Wyraźnie - o 1,2 pkt proc. w porównaniu z lutym br. i o 2,8

pkt proc. od grudnia 2001 r. - banki obniżyły też oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla osób prywatnych. Przeciętne oprocentowanie depozytów złotych osób prywatnych nie uległo zmianie.

Łącznie od lutego 2001 r., w reakcji na obniżenie przez RPP stopy referencyjnej o 9 pkt proc., banki zmniejszyły przeciętne oprocentowanie:

- depozytów osób prywatnych o 7,7 pkt proc. do 6,7 proc.;
- kredytów dla osób prywatnych o 4,9 pkt proc. do 18 proc.;
- depozytów przedsiębiorstw o 6,8 pkt proc. do 7,1 proc.;
- kredytów dla przedsiębiorstw o 6,8 pkt proc. do 14,1 proc.

VI. Ceny, oczekiwania inflacyjne.

1. Roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł w lutym br. 3,3 proc., czyli o 0,2 pkt proc. mniej niż przed miesiącem. W ciągu najbliższych miesięcy jest prawdopodobny dalszy spadek wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Najniższy poziom powinien zostać osiągnięty w maju br. W dalszej części roku jest przewidywany stopniowy wzrost wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, który będzie wynikać m.in. ze wzrostu cen kontrolowanych.
2. Maleje rola czynników o charakterze potencjalnie przejściowym w spadku inflacji. Świadczy o tym fakt, że w marcu br. obniżyły się wszystkie roczne miary inflacji bazowej, a najbardziej wskaźnik inflacji „netto”:
 - inflacja „netto” (po wyłączeniu cen żywności i cen paliw) z 4,7 proc. do 4,1 proc.;
 - inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw z 3,3 proc. do 2,9 proc.;
 - 15 proc. średnia obcięta z 3,2 proc. do 2,9 proc.;
 - inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności z 2,8 proc. do 2,6 proc.;
 - inflacja po wyłączeniu cen kontrolowanych z 3,1 proc. do 3,0 proc.
3. W marcu br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były o 0,4 proc. wyższe niż przed rokiem. W IV kwartale 2001 r. utrzymywała się spadkowa tendencja cen produkcji sprzedanej przemysłu, natomiast od stycznia 2002 r. widoczna jest lekka tendencja wzrostowa wskaźnika PPI.
4. Ceny w przetwórstwie przemysłowym były nadal niższe niż przed rokiem (o 1,0 proc.), ale skala spadku uległa zmniejszeniu (w listopadzie 2001 r. spadek wynosił 3,1 proc.). Ciągłe wysokie wzrosty cen występuje w zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz i wodę (o 6,4 proc.) oraz w górnictwie i kopalnictwie (o 5,2 proc.). Są to sekcje, w których wynagrodzenia należą do najwyższych w sektorze przedsiębiorstw (w I kwartale br. wyniosły one 3501,7 zł w górnictwie oraz 2933,7 zł w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię, gaz i wodę wobec średniej we wszystkich przedsiębiorstwach na poziomie 2211,0 zł). Dodatkowo w I kwartale br. roczna dynamika wynagrodzeń w tych przedsiębiorstwach była wyższa od średniej w przedsiębiorstwach (7,5 proc. w górnictwie i 6,4 proc. w zaopatrywaniu w energię, podczas gdy średni wzrost płac w przedsiębiorstwach wyniósł 5,3 proc.).

Wynika to z faktu, że w sekcjach tych dominuje własność państwowa i brakuje konkurencji. Zamiast poprawy efektywności, przedsiębiorstwa przerzucają nadmierne i rosnące koszty na klientów. Działania takie powodują wzrost kosztów przedsiębiorstw, co osłabia ich konkurencyjność. Ponadto ograniczają wydatki konsumentów na zakup innych towarów i usług. Jedno i drugie nie sprzyja trwałemu rozwojowi gospodarki.

5. Zmiany, które nastąpiły w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety Demoskopu w kwietniu br., wskazują na dalszą poprawę oczekiwań osób prywatnych co do kształtowania się inflacji w przyszłości. Wzrósł odsetek respondentów oczekujących, że ceny będą rosły wolniej niż obecnie (o 0,5 pkt proc.) lub utrzymają się na obecnym poziomie (o 2,3 pkt proc.). Spadła liczebność pozostałych grup ankietowanych, w tym tych najbardziej pesymistycznych, oczekujących, że ceny będą rosły szybciej niż dotychczas (o 0,8 pkt proc.). Obserwowana poprawa i następnie stabilizacja korzystnej struktury oczekiwań inflacyjnych następowała w sytuacji stopniowego spadku inflacji. Istnieje niebezpieczeństwo, że pojawienie się impulsów inflacyjnych może doprowadzić do odwrócenia tej korzystnej dla przyszłej inflacji tendencji.

Stopa inflacji oczekiwana przez analityków bankowych zarówno w grudniu br., jak i w perspektywie 11 miesięcy obniżyła się o 0,2 pkt proc. (do 4,4 proc.) w porównaniu do sytuacji sprzed miesiąca.

VII. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej.

1. W porównaniu do sytuacji przed miesiącem pojawiły się następujące sygnały wskazujące na osłabienie zagrożeń inflacyjnych:
 - wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych uległ dalszemu zmniejszeniu;
 - obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej, a najbardziej wskaźnik inflacji „netto”, co wskazuje, że maleje rola czynników o charakterze potencjalnie przejściowym w spadku inflacji;
 - nastąpiła poprawa oczekiwań inflacyjnych zarówno analityków bankowych, jak i osób prywatnych;
 - zmniejszyła się skala zagrożeń dla przyszłej inflacji ze strony czynników monetarnych: wyraźnie obniżyła się dynamika podaży pieniądza oraz zmniejszyło się tempo przyrostu gotówki w obiegu oraz kredytów dla przedsiębiorstw;
 - utrzymuje się trudna sytuacja na rynku pracy, która powinna ograniczać presję płacową.
2. Sygnały co do wzrostu polskiej gospodarki nie są jednoznaczne. Część danych wskazuje, że powinno następować stopniowe ożywienie gospodarcze. Dla długofalowego rozwoju zasadnicze znaczenie ma poprawa stanu finansów publicznych, restrukturyzacja obecnego sektora przedsiębiorstw publicznych, reforma rynku pracy.
3. Za ostrożnością w polityce monetarnej przemawiają:
 - wzrost cen ropy na rynkach światowych oraz dalsze podniesienie prognoz kształtowania się jej cen;
 - spadek dynamiki depozytów;
 - wzrost - drugi miesiąc z rzędu - dynamiki kredytów dla osób prywatnych;
 - wzmocnienie się - trwającej od paru miesięcy - tendencji wzrostu sprzedaży detalicznej;
 - ryzyko utrzymywania zbyt luźnej polityki fiskalnej i niekorzystnego wpływu tej sytuacji na przyszłe procesy gospodarcze, w tym inflacyjne;
 - poprawa perspektywy sytuacji gospodarczej na świecie, która - choć korzystna dla polskich eksporterów i wzrostu gospodarczego - będzie mniej korzystnie niż wcześniej przewidywano oddziaływać na wielkość inflacji.

Należy także pamiętać, że pełne skutki dokonanych od lutego 2001 r. do stycznia 2002 r. obniżek stóp procentowych łącznie o 9 pkt proc. jeszcze się nie ujawniły.

Biorąc pod uwagę te argumenty, Rada Polityki Pieniężnej postanowiła:

- obniżyć minimalną stopę rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 10 proc. do 9,5 proc.
- obniżyć stopę redyskontową weksli z 12 proc. do 11 proc.
- obniżyć stopę kredytu lombardowego z 13,5 proc. do 12,5 proc.
- pozostawić na niezmiennym poziomie stopę depozytową (6,5 proc.)
- utrzymać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

IX.

Następne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniu 16 maja 2002 r. w celu przyjęcia Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 r. oraz Sprawozdania z działalności NBP w 2001 r., a kolejne w dniach 28-29 maja 2002 r.

Pod lupą: Rząd i polityka

- Pierwsze czytanie nowelizacji ustawy o NBP 22-24 maja...
- ...oczekujemy skierowania projektu do komisji i gorącej atmosfery debaty...
- ...co może prowadzić do wzrostu ryzyka i zmienności na rynkach...
- ...jednak ograniczenie niezależności banku centralnego jest mało prawdopodobne

Zmiana ustawy o NBP, pierwsze czytanie 22-24 maja

Parlamentarna komisja europejska stwierdziła, że oba projekty nowelizacji Ustawy o NBP są niezgodnie z prawem unijnym. Co więcej, marszałek Marek Borowski wspominał, że według analiz sejmowych projekt Samoobrony jest sprzeczny z konstytucją i prawdopodobnie nie będzie procedowany. Jednak projekt autorstwa PSL-UP zostanie skierowany pod obrady Sejmu i pierwsze czytanie odbędzie się 22-24 maja. Atmosfera niedawnej debaty o polityce pieniężnej wskazuje, że również podczas debaty o nowelizacji Ustawy o NBP można oczekiwać bardzo ostrych wypowiedzi. Najprawdopodobniej projekt ustawy zostanie w pierwszym czytaniu skierowany do komisji, w której zostaną z niego usunięte zapisy sprzeczne z prawem unijnym, takie jak zobowiązanie RPP do ograniczania bezrobocia i wspierania wzrostu gospodarczego. Jednak otwartą sprawą pozostaje kwestia zwiększenia składu osobowego RPP, mogą też pojawić się inne „złote” pomysły, jak na przykład dalsze ograniczenie wynagrodzeń członków rady, które już i tak zostały zmniejszone o połowę.

Trudno przewidzieć, jak zakończy się proces legislacyjny w Sejmie, wiele zależy od stanowiska SLD. Oczywiście jeżeli w najbliższych tygodniach dojdzie do znacznego i trwałego osłabienia złotego, wówczas projekt może nie uzyskać poparcia większości sejmowej, bo przecież rządowi chodzi o słabszą złotówkę, a presja na RPP jest tylko środkiem prowadzącym do tego celu. Ale nawet jeśli projekt poparcie uzyska, to wydaje się, że prezydent Kwaśniewski skieruje nowelizację do Trybunału Konstytucyjnego w celu weryfikacji, czy zwiększenie liczby członków RPP w trakcie kadencji jest zgodne z konstytucją.

Tak czy inaczej, prawdopodobieństwo, iż cały proces legislacyjny zakończy się zmianami prowadzącymi de facto do ograniczenia niezależności RPP jest niewielkie. Chociaż nie można wykluczyć rezygnacji niektórych „jastrzębi” z członkostwa w radzie po uchwaleniu zmian przez Sejm, a przed wydaniem werdyktu przez Trybunał Konstytucyjny.

Polska na pierwszej stronie „Financial Times”

Rzadko się zdarza, aby artykuł o Polsce znalazł się na pierwszej stronie „FT”. Tym razem był to artykuł na temat decyzji rządu o odstąpieniu od umowy sprzedaży akcji PZU konsorcjum Eureka. Wygląda na to, że rząd popiera zamiar ministra skarbu, aby utrzymać kontrolę nad PZU, największym polskim ubezpieczycielem, zwłaszcza w odniesieniu do decyzji strategicznych, jak np. to gdzie PZU inwestuje swoje aktywa i kto zarządza firmą. Pozostaje otwartą kwestią, jakie będą konsekwencje takiej decyzji. Przykładowo może ona skomplikować negocjacje z UE, gdyż rząd Holandii może być mniej skłonny do zaakceptowania trudnych kompromisów lub zgodzenia się na wiele okresów przejściowych, których chce Polska.

Rząd ogranicza zatrudnianie emerytów

W kwietniu rząd pracował nad pakietem ustaw, które mają pomóc w walce z bezrobociem. Przyjęte rozwiązanie zakłada siedmiokrotną podwyżkę składki na Fundusz Pracy płaconej przez pracodawcę od wynagrodzeń emerytów. Ponadto rząd chce zakazać zatrudniania emeryta w jego macierzystej firmie przez dwa lata po odejściu na emeryturę. Minister pracy Jerzy Hausner powiedział, że te zmiany pozwolą ograniczyć liczbę bezrobotnych o 100 tys. w ciągu 6-12 miesięcy. No cóż, wyjątkowa sytuacja wymaga wyjątkowych rozwiązań. Być może jednak warto zauważyć, że mogą one okazać się mniej korzystne niż się wydaje. Po pierwsze jeżeli mówimy o tworzeniu warunków dla zatrudniania pokolenia szczytu demograficznego, wchodzącego w tym roku na rynek pracy, to zapewne ograniczenie zatrudnienia emerytów nie pomoże tak bardzo, jako że zwykle nie starają się oni o te same posady co młodzi ludzie. Po drugie przyjęte zmiany mogą spowodować wzrost jednostkowych kosztów pracy w przedsiębiorstwach, ograniczając popyt na pracę.

Sprawa do przemyslenia

„Gazeta Wyborcza” poinformowała, że premier Miller oraz marszałek Sejmu Borowski starli się podczas posiedzenia klubu SLD. Ich poglądy różniły się co do trzech kwestii: czy parlament powinien zakazać koncentracji prywatnego kapitału w mediach, czy należy rozwiązać Senat i czy NBP powinien być zmuszany przez polityków do wspierania wzrostu gospodarczego. To starcie powinno być rozpatrywane w szerszym kontekście szoku, jaki nastąpi na polskiej scenie politycznej w 2005 r. Aleksander Kwaśniewski zakończy swoją drugą kadencję prezydencką i możliwe, że będzie chciał pozostać aktywnym politykiem w kraju (inna opcja to z pewnością kariera międzynarodowa). Jeśli pozostanie aktywnym politykiem w kraju, pojawia się coraz więcej głosów sugerujących, że może zechcieć zbudować silną partię gotową stworzyć zagrożenie dla dominacji SLD.

A biorąc pod uwagę jego ponad 70-procentowe poparcie, cel ten jest z pewnością możliwy do zrealizowania.

Powstaje również pytanie o sukcesę po Kwaśniewskim. Teraz wydaje się, że to Leszek Miller będzie kandydatem SLD na urząd prezydenta w 2005 r., podczas gdy Marek Borowski mógłby ubiegać się o tą godność z rekomendacji prezydenta Kwaśniewskiego. To na razie tylko political fiction, ale te czynniki polityczne będą z czasem stawały się coraz ważniejsze. Zatem jeśli w przyszłości pojawi się więcej sporów pomiędzy prezydentem Kwaśniewskim a premierem Millerem, wspomniany powyżej scenariusz może stać się rzeczywistością.

Trzeba zweryfikować ścieżkę długoterminowego wzrostu dla Polski

Czy gospodarka może wzrastać szybko przy wysokich podatkach? Jest to możliwe, ale bardzo trudne. A czy gospodarka może wzrastać szybko przy podatkach wysokich i rosnących? Nie, to jest niemożliwe. No to rozważmy decyzje rządu dotyczące podatków. Progi podatkowe zostały zamrożone w bieżącym roku, a niektóre ulgi zniesione, co doprowadziło do wyższej efektywnej stopy podatkowej. Rząd wprowadził podatek od dochodów z odsetek, akcyzę na elektryczność oraz podniósł niektóre stawki VAT. Rząd planuje podnieść koszt zatrudnienia emeryta, co praktycznie jest podatkiem od jego dochodu. W ubiegłym tygodniu media doniosły, że od nowego roku minister finansów chce zmieniać system podatkowy, wprowadzając stawki 0 proc. oraz 12 proc. (utrzymując obecne 19 proc., 30 proc. oraz 40 proc.) oraz obniżając progi podatkowe, co obniży obciążenie najbiedniejszych ale bardziej obciąży bogatszych. Budżet ma na tych zmianach zyskać, więc ogólny ciężar podatkowy wzrośnie. Wreszcie minister zdrowia zapowiedział podniesienie składki zdrowotnej z 7,75 proc. dochodu do 9 proc. w ciągu następnych czterech lat. Ponieważ ostatnie zmiany legislacyjne zamroziły kwotę składki, która może być odpisana od podatku, oznacza to wzrost stawki podatku od dochodów o 1,25 pkt proc. w ciągu czterech lat. Co także ważne, w ciągu dwóch lat VAT na żywność pójdzie w górę z 0 proc. lub 3 proc. do 7 proc. Można zapytać, na co przeznaczone będą pieniądze z tych podatków? No cóż, przy takich ciężarach podatkowych gospodarce trudno będzie się rozwijać, więc dużo środków trzeba będzie wydać na pomoc społeczną oraz zasiłki dla bezrobotnych.

Rząd zachęca do inwestowania

Rząd zatwierdził w połowie kwietnia pakiet ustaw, który powinien uprościć system podatkowy oraz zredukować biurokrację i koszty pracy ponoszone przez przedsiębiorców. Decyzja ta jest częścią programu „Przed wszystkim przedsiębiorczość” i została dobrze odebrana przez przed-

siębiorców. Rząd zdecydował, że 30 proc. wartości nowo zakupionych maszyn i narzędzi może być traktowane jako koszty i będzie redukowało obciążenia podatkowe. Zdaniem ministra finansów jest to solidna ulga podatkowa i oczywiście rząd ma nadzieję, że spowoduje to wzrost wydatków inwestycyjnych. Badania ekonomiczne dowiodły, że zachęty podatkowe są rzeczywiście silnym narzędziem w wielu krajach na świecie. Pierwszy dobrze znany przykład takiego badania pochodzi z XVIII wieku, kiedy car Rosji Piotr Wielki podarował dożywotnie zwolnienie z cła holenderskiemu okrętowi, który jako pierwszy statek zawiał do Sankt Petersburga. Jednostka ta pływała potem przez następne sto lat, trzy razy dłużej niż średnio okręty w tamtych czasach, tylko dlatego, aby korzystać z otrzymanego zwolnienia podatkowego. Ten przykład pokazuje, że ulgi i zwolnienia podatkowe powodują wypaczenia w decyzjach inwestycyjnych. Podobnie podatkowe ulgi inwestycyjne mogą prowadzić do wypaczonych decyzji inwestycyjnych, np. można sobie wyobrazić maszynę, która mogłaby jeszcze działać przez jakiś czas, ale zachęta podatkowa spowoduje jej wcześniejszą niż optymalna wymianę, co byłoby niewłaściwą alokacją zasobów. Dlatego ekonomiści często rekomendują, że znacznie efektywniejsze jest redukowanie stawek podatkowych niż ustanawianie selektywnych ulg podatkowych.

SLD-UP traci poparcie, partie chłopskie zyskują

Według CBOS w kwietniu SLD z poparciem 33 proc. (o 2 proc. mniej niż w marcu) było najpopularniejszą partią. PSL miało 12 proc. poparcia (+3 proc.), PO także 12 proc. (+2 proc.), a PiS 11 proc. (bez zmian). Następne są Samoobrona z 10 proc. oraz LPR z 6 proc. popularności. UP, koalicjant SLD otrzymała w sondażu 4 proc. poparcia. Według sondażu przeprowadzonego przez instytut PBS w dniach 13-14 kwietnia, poparcie dla koalicji SLD-UP spadło do 39 proc. z 43 proc. w marcu, Samoobrona znalazła się na drugim miejscu z 13 proc. poparcia (wzrost o 2 proc.), Platforma Obywatelska otrzymała 12 proc. głosów poparcia (spadek o 1 proc.), a popularność PSL wzrosła o 2 proc. do 11 proc. PiS miało 9 proc., a LPR 8 proc. poparcia. Te rankingi popularności stają się coraz ważniejsze, ponieważ mogą wpływać na postawę PSL, szczególnie jeśli zacznie rywalizację ze swoim głównym konkurentem – Samoobroną.

Sondaż Demoskopu pokazuje niską popularność PSL

Według Demoskopu w kwietniu SLD-UP było najpopularniejszą partią z poparciem 32 proc., po nim PO i PiS z 11 proc. poparcia, Samoobrona zdobyła 10 proc., antyeuropejska LPR cieszyła się poparciem 5 proc., natomiast koalicjant SLD-UP PSL jedynie 4 proc., poniżej progu wyborczego 5 proc. Czym tu się niepokoić, można zapytać, przecież wybory do Sejmu w 2005 r. To prawda, ale wybory samorządo-

we odbędą się jesienią i jeśli Samoobrona zdecydowanie wygra na wsi z PSL, to jego istnienie będzie zagrożone. Z tak niskimi notowaniami retoryka PSL stanie się pewnie bardziej populistyczna, a stanowisko co do rozdziału rolnictwo tak twarde jak bicepsy Schwarzeneggera w czasach „Conana Barbarzyńcy”.

Polacy nie popierają działań rządu

W kwietniu poparcie dla rządu spadło po raz kolejny. Liczba przeciwników gabinetu wzrosła do 45 proc. z 39 proc. w marcu, a liczba zwolenników osiągnęła 33 proc. (wzrost o 2 proc.). 47 proc. respondentów uważa, że polityka gospodarcza rządu nie tworzy warunków do ożywienia gospodarki, natomiast 33 proc. ma przeciwny pogląd. Te rankingi będą nabierały coraz większego znaczenia wraz ze zbliżającymi się wyborami samorządowymi.

Rząd nakazuje funduszom emerytalnym inwestować w kraju

Pierwsza zasada każdego zarządzającego portfelem mówi „nie wkładaj wszystkich jajek do jednego koszyka”. Ci, którzy znają model Markovitza (Nobel w ekonomii), wiedzą, że dywersyfikacja aktywów przynosi dobre wyniki przy zredukowanym ryzyku. Niestety te argumenty nie są dostrzegane przez rząd, który zdecydował o utrzymaniu niskiego 5-proc. limitu inwestycji funduszy emerytalnych za granicą. Aktywa funduszy emerytalnych wzrastają o jakieś 750 mln zł miesięcznie, a jedyny rynek, na którym podaż rośnie w podobnym tempie, to obligacje skarbowe. Taka decyzja czyni łatwiejszym finansowanie deficytu budżetu, ale naraża przyszłych emerytów na wyższe ryzyko ze względu na silne ograniczenie dywersyfikacji aktywów.

Wypowiedzi członków rządu i polityków

W kwietniu najczęściej pojawiającym się tematem w wypowiedziach polityków była nadal polityka pieniężna. Niemal każdy członek rządu, udzielając wywiadu w końcu dochodził do tego zagadnienia i mówił, że jego zdaniem stopy procentowe powinny być obniżone. Minister Marek Belka wyrażał przy tej okazji nadzieję, że obniżka zostanie przeprowadzona w sposób, który pozwoli na osłabienie złotego, które jego zdaniem przyniesie wiele korzyści gospodarce. Z kolei doradca ekonomiczny prezydenta Witold Orłowski bronił obecnej polityki RPP a także jej niezależności. Warto także zwrócić uwagę na komentarze premiera Leszka Millera na temat wejścia Polski do Unii Europejskiej, w tym zwłaszcza na jego stwierdzenie, że jeżeli polskie społeczeństwo opowie się przeciw akcesji do UE, to jego rząd poda się do dymisji.

| KTO, KIEDY, GDZIE | TREŚĆ WYPOWIEDZI |
|---|--|
| Jerzy Hausner, minister pracy; PAP, 4.04 | <p>„Zamiarem rządu jest pobudzanie przedsiębiorczości, obniżenie kosztów pracodawców oraz ogólna poprawa sytuacji na rynku pracy korzystna dla pracodawców i pracowników oraz dla bezrobotnych.”</p> <p>„Celem rządu nie było i nie jest narzucenie jednej stronie niekorzystnych dla niej zmian.”</p> <p>„Jeśli porozumienie z partnerami społecznymi nie jest możliwe, nie można osiągnąć w tej ważnej sprawie kompromisu, rząd musi działać, bo byłby słusznie oskarżony o zaniechanie, niereagowanie na dramatyczną sytuację na rynku pracy, uznany zostałby za nieodpowiedzialny i niewiarygodny.”</p> <p>„Chociaż nie udało się osiągnąć porozumienia w sprawie Kodeksu Pracy, nie ustanie wola kontynuowania dialogu.”</p> <p>„Rząd będzie zabiegał o to, aby rzetelnie rozpatrując poszczególne rozwiązania uchwalił możliwie szybko zmiany, które usuną archaiczne i nieprzystające do realiów rozwiązania i stworzą pracodawcom możliwość efektywnego wprowadzenia przepisów.”</p> |
| PAP, 17.04 | <p>„Nowelizacja [prawa pracy] zorientowana jest głównie na częściowe usunięcie tych przepisów, które przeszkadzają dziś rozwojowi przedsiębiorczości. Nowelizacja nastawiona jest na to, by zdjąć pewne ciężary z pracodawców, by poprawić kondycję finansową przedsiębiorstw bez rezygnowania z ochrony pracowników.”</p> <p>„Prawo pracy nie przystaje do warunków tworzącej się gospodarki i dlatego też istnieje potrzeba zasadniczej zmiany modelu prawa pracy, która respektowałaby znacznie większą wolność gospodarczą oraz regulowała stosunki cywilnoprawne.”</p> |
| Leszek Miller, premier; Reuters, 8.04 | <p>„Konflikty społeczne utrudnią proces przystąpienia do Unii Europejskiej, tym bardziej iż na ostatnie miesiące tego roku zaplanowano ostatnią, ale najtrudniejszą część negocjacji członkowskich.”</p> <p>„Obecnie największe obawy budzą kwestie kosztów rozszerzenia, szczególnie w aspekcie wyborów we Francji i Niemczech. W związku z wyborami w tych krajach nie należy się raczej spodziewać żadnych wiążących decyzji dotyczących budżetu UE do października.”</p> <p>„Rząd jest zdeterminowany, aby Polska przystąpiła do Unii z dniem 1 stycznia 2004 roku na warunkach możliwie najlepszych dla naszego kraju. [...] Polska nie potrzebuje ze strony Unii Europejskiej stałej pomocy, ale raczej bodźca, który przyspieszy modernizację.”</p> <p>„My na prawdę mamy wielki potencjał, dobrze wykształcone kadry, wielki zapał i optymizm, gotowość do ciężkiej pracy. Ale mamy też poważne zaległości - rolnictwo, czy przemysł ciężki, których nie da się modernizować bez pomocy z zewnątrz. [...] Polska jest tygrysem, ale trzeba mu dać jeść.”</p> <p>„To jest dla nas kwestia tak ważna i przesądzająca o przyszłości Polski, że jeżeli referendum byłoby przegrane, to oznaczałoby, że w jakiejś części jest to przegrana rządu, a przegrany rząd powinien podać się do dymisji.”</p> <p>„Ja jestem optymistą, z jednego zasadniczego powodu - jestem głęboko przekonany o mądrości mojego narodu. Dlatego to referendum będzie referendum wygranym.”</p> <p>„Uważam, że możemy zakończyć negocjacje w tym roku. Ten rok jest jednak trudny z uwagi na wybory w niektórych krajach Piętnastki. Ponadto jest szczególnie ważny, bo zaczyna się najpoważniejsza dyskusja o pieniądzu.”</p> <p>„Nie chcę się wypowiadać precyzyjnie, bo zaraz będę oskarżony, że ingeruję w niezawisłość banku centralnego. Uważam jednak, że stopy powinny być obniżone. I trzeba je obniżyć, bo bez tego nie uda się zrealizować planu gospodarczego.”</p> <p>„Jeżeli ktoś uznaje, że bank centralny jest jak katedra, do której trzeba się tylko modlić, to ja nie podzielam tego poglądu. [...] Poza tym jak się patrzy na wyniki głosowania, to widać, że to gremium jest silnie spolaryzowane. To wyraźnie pokazuje, że Rada we własnym gronie nie jest przekonana do własnej polityki.”</p> <p>„Myślę, że kolejny ruch należy do Sejmu. Sejm ma poczucie zignorowania, a żaden Parlament tego nie lubi. [...] Za jakiś czas parlament, który przyjął specjalną uchwałę zapyta, czy RPP ignoruje parlament, czy też zamierza w jakiś sposób spełnić oczekiwania?”</p> |
| PAP, 24.04 | <p>„Spodziewamy się tego co zawsze, to znaczy obniżenia stóp procentowych. Konsekwentnie wyrażam nadzieję, że RPP przyłączy się do wysiłku rządu i parlamentu na rzecz wprowadzenia do polskiej gospodarki impulsów rozwojowych. [...] Możemy tylko apelować do Rady, chociaż zauważam też, że polityka pieniężna staje się niezrozumiała także dla zewnętrznych obserwatorów.”</p> |
| PAP, 25.04 | <p>„[na spotkaniu z MFW] Właśnie wskazano na to, że są zbyt wysokie stopy procentowe.”</p> <p>„Jedna jaskółka wiosny nie czyni, zwłaszcza, że taka rachityczna. [...] Oczywiście, że oczekiwałem większej, jak większość przedsiębiorców, dla których drogi kredyt przeszkadza w prowadzeniu działalności gospodarczej.”</p> <p>„Wygląda na to, że RPP nie wie dokładnie, czy wesprze działania ratujące gospodarkę, czy też nie przyłączy się do tych działań. Zobaczymy, co będzie dalej.”</p> |
| Witold Orłowski, doradca Prezydenta; Radio ZET, 8.04 | <p>„Nie mam wątpliwości, że do bezrobocia - bo oczywiście robienie głównego winowajcy z RPP jest nieporozumieniem - przyczyniła się polityka pieniężna sprzed dwóch lat, z roku 2000. Wtedy ona pobiła. W ciągu ostatnich 12 miesięcy, mimo stałej retoryki przeciwnej, jest bardzo wyraźny wysiłek Rady Polityki Pieniężnej na rzecz obniżenia stóp procentowych. W końcu one spadły o połowę. Myślę, że jeszcze jest jakieś pole do obniżenia, ale nie należy również ludziom wmawiać, że tutaj tkwi jakaś niesłychana rezerwa, którą można z miejsca uruchomić. Dalsze obniżki stóp procentowych są, moim zdaniem, możliwe, i są pożądane, ale to już są niewielkie obniżki i one na pewno nie zdecydują o tym, jak będzie wyglądała polska gospodarka. Jest natomiast nadzieja, że gospodarka w ciągu kilku kwartałów zareaguje na te obniżki, które zostały dokonane w ciągu ostatnich 12 miesięcy, bo takie są mniej więcej opóźnienia reakcji gospodarki czy wzrostu gospodarczego na obniżenie stóp procentowych.”</p> <p>„Trzeba bowiem pamiętać o jednym: jeśli Narodowemu Bankowi Polskiemu zabierzemy niezależność, efektem tego najprawdopodobniej będzie wzrost inflacji, który trzeba będzie dusić za cenę dalszego wzrostu bezrobocia.”</p> |

Stanisław Gomułka, doradca ministra finansów;

Reuters, PAP, 9.04

„Deficyt budżetowy w przyszłym roku będzie nieco niższy niż w tym roku. Jednak znaczące zaostrenie polityki fiskalnej może mieć miejsce jedynie, gdy wzrost gospodarczy przyspieszy.”

„Ministerstwo finansów zakłada, że deficyt ekonomiczny spadnie do około 3,6 procent PKB w 2003 roku z 4,9 procent zakładanego na ten rok. Natomiast deficyt budżetowy spodziewany jest na poziomie około pięciu procent PKB, wobec 5,3 procent w tym roku.”

„Wysokie bezrobocie oraz niska presja płacowa będzie trzymać w ryzach inflację w przyszłym roku. Średnioroczna inflacja jest spodziewana na poziomie trzech lub poniżej trzech procent wobec prognozy ministerstwa na ten rok w wysokości 3,4 procent.”

„Wkraczamy w nową sferę polityki gospodarczej z bezrobociem na poziomie około 20 procent. To wymaga nowego sposobu myślenia - przez najbliższe dwa lata musimy się martwić o stronę popytową nie podaźową.”

„Jeśli tylko stopa bezrobocia spadnie do 15 procent lub mniej wkroczymy w następną fazę, kiedy będziemy musieli znów niepokoić się takimi rzeczami jak presja inflacyjna czy oszczędności.”

„W wyniku tego, deficyt budżetowy musi być duży w przyszłym roku (...) jednak ministerstwo finansów planuje lekko zmniejszyć go w porównaniu z tym rokiem.”

„Wraz z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego zwiększą się też wpływy podatkowe. Realizacja założeń, że wydatki budżetowe będą rosnąć o poziom inflacji plus jeden procent pozwoli zmniejszy deficyt budżetowy.”

„Średnioterminowy plan rządowy nie jest spójny z szybkim tempem dochodzenia do euro.”

„Rząd jest skupiony na tegorocznym i przyszłorocznym budżecie, ale spodziewam się, że ten błąd będzie naprawiony. Po tym jak wzrost odbije w przyszłym roku, spodziewam się dużej rewizji w średnioterminowym celu budżetowym, która umożliwi Polsce sprostać kryteriom fiskalnym potrzebnym do wejścia do strefy euro w 2007 roku”

„Wzrost gospodarczy przyspieszy w przyszłym roku do około trzech procent z około 0,9-1,2 procent w tym roku. Szacuję, że wzrost Produktu Krajowego Brutto w pierwszym kwartale 2002 roku był bliski zera, jednak w czwartym kwartale wyniesie na 1,9-2,2 procent.”

„Ten trend lekkiego ożywienia wzrostu, który będzie wspomagany przez konsumpcję prywatną, będzie kontynuowany w 2003 roku. W ostatnim kwartale przyszłego roku wzrost może wynieść nawet pięć procent.”

„Ale nawet jeśli wzrost gospodarczy odbije, fakt, że firmy produkują znacznie mniej niż wynosi ich potencjał, będzie wystarczającym powodem by powstrzymać spadek bezrobocia aż do 2004 roku.”

„Bezrobocie będzie rosnąć nawet jeśli PKB wzrośnie o cztery procent ze względu na duże rezerwy. Oczywiście jeśli nowe prawo pracy przejdzie, mniej miejsc pracy zostanie straconych, ale główny wpływ liberalizacji będzie w pełni odczuwalny dopiero po kilku latach.”

„Możliwe ograniczenie deficytu budżetowego w przyszłym roku będzie niewielkie. [...] Deficyt ekonomiczny mógłby spaść w 2003 roku do 3,6 proc. z 4,8 proc. planowanego na ten rok, głównie dzięki zwiększonym wpływom składek do otwartych funduszy emerytalnych. Ale Unię Europejską, z punktu widzenia negocjacji o wejście do EMU, dużo bardziej interesuje deficyt budżetowy. Niezbędne jest ograniczenie go poniżej 3 proc. Jeżeli Polska nie chce odsunąć za bardzo wejścia do EMU, to trzeba już od przyszłego roku rozpocząć zabiegi o zmniejszenie tego deficytu.”

„Nominalnie deficyt [w 2003 r.] nadal będzie bliski 40 mld zł.”

„Nawet biorąc pod uwagę dużą ostrożność RPP przy obniżaniu stóp procentowych, w tym roku możliwe są jeszcze dwie obniżki stóp procentowych.”

„Myszę, że rynek wymusi na RPP w tym roku jeszcze dwie jednoprocetowe obniżki stóp procentowych i to w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Potem będzie przerwa i czas na wyjaśnienie niepewności co do cen ropy naftowej i wyników rolnictwa. Jeżeli nie będzie poważnego odbicia inflacyjnego, to NBP może rozważyć dalsze obniżenie stóp procentowych w I połowie przyszłego roku.”

Reuters, 15.04

„Kwiecień może mało się różnić od marca, ale w najbliższych miesiącach trend dezinflacyjny się utrzyma.”

„Jest duża niewiadoma co do drugiego półrocza, ale pod koniec roku sądzę, że inflacja osiągnie poziom zdecydowanie poniżej czterech procent, w grudniu między 3,0 a 3,5 procent.”

Marek Belka, wicepremier, minister finansów;

PAP, 10.04

„Liczymy zarówno na obniżkę stóp procentowych, jak i na taki sposób jej przeprowadzenia, który wykluczyłby oczekiwania na dalsze cięcia, co pozwoliłoby na kilkuprocentowe osłabienie złotego i dało pewien oddech eksporterom.”

„Na razie realizacja dochodów budżetowych jest dobra. [...] W gruncie rzeczy jestem zadowolony, bo gdy zaczęliśmy obniżać nasze prognozy inflacyjne, to naturalne było, że z punktu widzenia dochodów budżetu powinno to skutkować negatywnie, a na razie takiego efektu nie widać.”

„Szacujemy wzrost [w I kw. br.] na poziomie pół procenta. Gospodarka jest w stanie stagnacji. Jedyłą siłą, która może napędzać gospodarkę od II półrocza może być popyt wewnętrzny.”

„W 2003 roku inflacja średnioroczna może być bliska 3 proc. Jeżeli jakiegokolwiek odbicie inflacyjne może nastąpić, to dopiero od 2004 r., ale już z bardzo obniżonego poziomu. Nie widzę tej pary w gospodarce i czynników, które mogłyby do odbicia inflacyjnego doprowadzić. [...] W związku z tym przestrzeń do obniżki stóp procentowych oczywiście istnieje.”

Reuters, PAP, 14.03

„Według wstępnych wyników deficyt sektora finansów publicznych wyniósł 5,3 proc. PKB, a deficyt ekonomiczny 4,8 proc. PKB. Jest to wzrost wobec 2000 roku, ale i tak jest mniejszy, niż sądziliśmy.”

„Sytuacja finansów publicznych jest pod kontrolą i pozostanie, jeśli będziemy trzymać się zasady umiarkowanego wzrostu wydatków państwa.”

„Nie zakładamy aby deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych w roku przyszłym był większy niż w tym roku.”

„Dla gospodarki byłoby dobrze gdyby nastąpiło pewne osłabienie złotego. Gwałtowna dewaluacja złotego byłaby jednak niebezpieczna. Poziom 4,25-4,30 złotego za dolara nie zagraża stabilności cen, a daje oddech eksporterom.”

„Według wstępnych szacunków, które sporządziliśmy w ministerstwie finansów wzrost PKB w pierwszy kwartał wyniósł 0,5 proc., a właściwie 0,4 do 0,6 proc., w tym zakresie. W całym roku będzie to zaledwie jeden procent.”

„Nie zmieniamy naszej prognozy dotyczącej wzrostu PKB, to jest trzy procent, konkretnie mówiąc 3,1 proc.”

„Ta głęboka nierównowaga [deflacyjna] przejawia się we wzroście bezrobocia, spadku inwestycji i inflacji. Po raz piąty nie trafimy w cel inflacyjny.”

Rzeczpospolita, 16.04

„Wejście Polski do EMU jest realne w 2007 r.”

„Rentowność obligacji 20-letnich stanie się już teraz wyznacznikiem kosztu pieniądza w pierwszym okresie polskiej obecności w unii walutowej. Nie zadowolony nas rentowność na poziomie 7,6 proc.”

„Przed wejściem do unii monetarnej złoty powinien być na starcie zdewaluowany w stosunku do obecnego kursu rynkowego o 8-10 proc.”

„Inflacja pod koniec roku wyniesie 3,3-3,5 proc.”

- Radio ZET, 16.04 „Ubiegłoroczny deficyt budżetowy sięgnął 5,2 proc. PKB a deficyt ekonomiczny 4,7 proc. Gdyby go jednak mierzyć tak jak Eurostat, wyniósłby tylko 3,7 proc.”
- „W sytuacji zagrożenia niepokojami społecznymi musimy odpowiedzieć, przesuując obciążenia podatkowe na grupy zamożniejsze. [...] Szczegóły propozycji zmian podatkowych nie zostały jeszcze ostatecznie ustalone, ale zmiany mają być neutralne dla budżetu.”
- „Jestem gorącym zwolennikiem wprowadzenia tej stawki zerowej.”
- Puls Biznesu, 23.04 „Te propozycje są dla budżetu neutralne. Jeśli nawet zmniejszamy niektóre obciążenia podatkowe, to ich konsekwencją będzie pobudzenie aktywności gospodarczej, co zrekompensuje ubytki budżetowe. Budżet będzie więc beneficjentem tych zmian, bo gospodarka dostanie impuls rozwojowy.”
- RMF FM, 30.04 „Dziś interwencja rynkowa wcale nie jest prosta, co nie znaczy, że niemożliwa. Dlatego rozmawiamy o jednorazowej operacji, związanej z bliskim wejściem do Unii Europejskiej. To jest czas na podjęcie ważnej decyzji i szansa na złapanie oddechu. Gdybyśmy dzisiaj porozumieli się po obu stronach Świętokrzyskiej co do potrzeby kilkuprocentowej deprecjacji złotego, jego kurs by spadł.”
- „Nie ma wątpliwości, że RPP powinna jeszcze w tym roku obniżyć stopy procentowe. Rynek ocenił ostatnią obniżkę jako wstęp do kolejnej i zareagował natychmiastowym umocnieniem złotego, co jest niedobre.”
-
- Andrzej Raczek, wiceminister finansów;
Reuters, 18.04 „Aukcja [obligacji 20-letnich] pokazała, że rynek ma wiele zaufania do polskiej gospodarki oraz do naszej strategii wejścia do EU i później do strefy euro.”
- „Maksymalna zaakceptowana rentowność na przetargu wyniosła 7,24 proc. a minimalna 7,18 proc., co sygnalizuje, że oferty były zbliżone pomimo inauguracyjnego charakteru aukcji.”
- „Popyt ze strony polskich instytucji finansowych dominował na aukcji ale to było oczekiwane. Wyniki aukcji przekonały nas żeby sprostać oczekiwaniom rynku, więc można się spodziewać większej oferty, ale nie mogę podać więcej szczegółów na tak długi okres naprzód.”
-
- Marek Borowski, marszałek Sejmu;
Radio ZET, 25.04 „Zwrócę się do autorów tej nowelizacji, żeby jeszcze raz przemyśleli, czy podtrzymają swoją determinację w tej kwestii.”
- „Zdarzało się w przeszłości, że były negatywne opinie, mimo to Sejm rozpatrywał i na przykład zmieniał pewne zapisy pod wpływem właśnie takiej opinii. Ja nie mogę tego wykluczyć także i w tej chwili.”
- „Rząd przygotował projekt ustawy nowelizujący ustawę o NBP [...] z dostosowaniem funkcjonowania centralnego banku do reguł europejskich. Ta ustawa zostanie poddana pierwszemu czytaniu i będą nad nią prace w komisjach. I oczywiście jak zawsze w takich przypadkach, może być także uzupełniana o jakieś propozycje posłów. Trudno mi więc powiedzieć, czy posłowie zgłoszą takie poprawki. Pewnie zgłoszą, bo jeśli są przekonani o ich słuszności, to pewnie je zgłoszą.”

Monitor rynku

- Umocnienie złotego wobec dolara, silne euro
- Jaki będzie reżim kursowy w Polsce?
- 17 kwietnia odbyła się pierwsza w Polsce aukcja obligacji 20-letnich
- Krzywa rentowności w dół, choć nadal jest wyżej niż w Czechach i na Węgrzech
- Rynek oczekuje kolejnej obniżki o 50 pb. w ciągu najbliższych dwóch miesięcy
- Na majowej aukcji obligacji popyt był znacznie wyższy niż w kwietniu

Umocnienie złotego wobec dolara, silne euro

W ubiegłym miesiącu złoty dość znacznie umocnił się w stosunku do waluty amerykańskiej. 7 maja za jednego dolara płacono już tylko 3,95 zł. Z kolei w stosunku do waluty europejskiej złoty nieco osłabł, ponieważ euro dość znacznie zyskało na światowych rynkach walutowych – 7 maja jego kurs w stosunku do dolara doszedł do poziomu 0,9190. Licząc siłę polskiej waluty odchyleniem od starego parytetu, nastąpiło umocnienie do 12,3 proc. po silniejszej stronie pod koniec kwietnia wobec 10,6 proc. na koniec marca.

Odchylenie złotego z parytetu



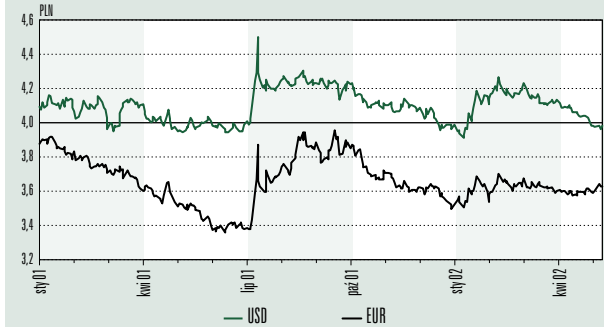
Źródło: BZ WBK

Presja na silny złoty w kwietniu związana była z silnymi oczekiwaniami inwestorów na obniżkę stóp procentowych. Ponieważ redukcja była mniejsza niż się spodziewano i wyniosła tylko 50 pb., nie zanikły oczekiwania na dalsze obniżanie stóp procentowych. Złoty pozostanie prawdopodobnie silny aż do następnej obniżki stóp, która powinna nastąpić w czerwcu i być już ostatnią w tym roku. Deprecjacja możliwa jest dopiero w drugiej połowie roku.

Jaki będzie reżim kursowy w Polsce?

Minister finansów Marek Belka rozpoczął ostatnio dyskusje o tym, jaki reżim kursowy powinien zostać przyjęty w Polsce. Stwierdził on, że należy porzucić ideę określania bezpośredniego celu inflacyjnego i przejść do reżimu ustalania docelowego kursu walutowego. Zasugerował, że powinno to zostać zrobione poprzez przyjęcie szerokiego przedziału wahań ze znacznie zdeprecjonowanym parytetem centralnym. W tym kontekście zwrócił też uwagę na potrzebę

Kursy walutowe

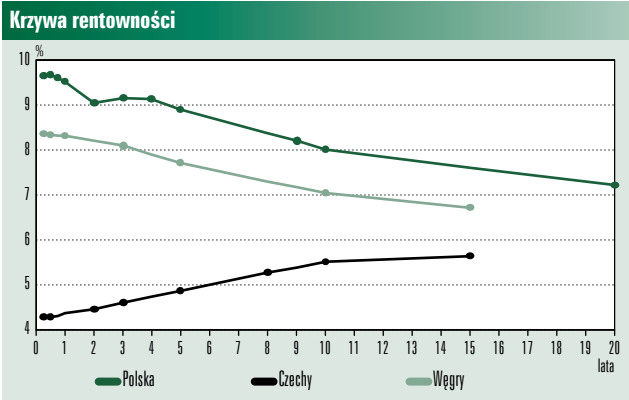


Źródło: BZ WBK

10-proc. dewaluacji polskiej waluty. Jak już wielokrotnie podkreślaliśmy, podstawowym celem rządu jest osłabienie złotego, a presja na bank centralny, by obniżył stopy procentowe, to tylko narzędzie do osiągnięcia tego celu. Od kiedy SLD doszedł do władzy, stopy procentowe spadły o 500 pb, a złoty pozostał silny, zatem rząd planuje teraz uciec się do innego sposobu osłabienia złotego. Dlatego oczekujemy, że w najbliższym czasie rząd zwróci się do RPP z propozycją zmiany reżimu kursowego. Czy Rada to zaakceptuje? Ostatnie komentarze członków RPP i wiceprezesa NBP sugerują, że bank centralny nie będzie preferował rozwiązań pośrednich. Dlatego jeśli rząd zechce kursu stałego lub zarządzanego, bank centralny, jeśli już, będzie optował za najbardziej wiarygodnym zakotwiczeniem, czyli reżimem izby walutowej (currency board) wobec euro. Należy jednak pamiętać, że jednym z warunków wstępnych do przyjęcia izby walutowej jest rozsądna i przejrzysta polityka fiskalna i strukturalna. Widzieliśmy już na przykładzie Argentyny, że system izby walutowej poniósł fiasko z powodu braku takiej rozważnej polityki. Uważamy, że z deficytem fiskalnym na poziomie 5 proc. i spowalniającą prywatyzacją przyjęcie systemu izby walutowej mogłoby spowodować znaczne ryzyko. Oczywiście ryzyko byłoby jeszcze większe w przypadku zwykłego reżimu kursu stałego, który daje jeszcze mniejszą wiarygodność.

Pierwsza aukcja obligacji 20-letnich

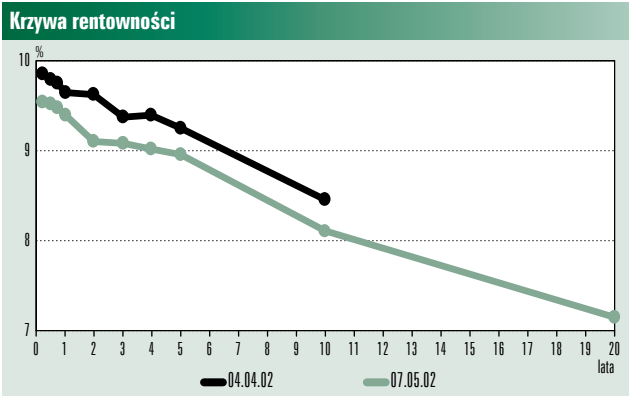
Wyniki pierwszego na polskim rynku finansowym przetargu 20-letnich obligacji skarbowych (17 kwietnia) okazały się bardzo zadowalające dla Ministerstwa Finansów. Popyt był bardzo wysoki (6,5 raza wyższy od podaży), więc bez trudu sprzedano całą ofertę, a średnia rentowność ukształtowała się na poziomie dużo niższym od oczekiwań wyrażonych przed aukcją przez ministra finansów. Średnia rentowność osiągnęła 7,215 proc., a maksymalna 7,243 proc. Podaż tych obligacji była niewielka (tylko 400 mln zł), więc są one na razie mało płynne. Jak widać na następnym wykresie, krzywa rentowności polskich papierów skarbowych nadal znajduje się na wyższym poziomie niż na Węgrzech czy w Czechach.



Źródło: BZ WBK

Krzywa rentowności przesunęła się w dół

Przez ostatni miesiąc krzywa rentowności obniżyła się na całej swej długości o około 30 pb. Największy spadek (o 52 pb.) nastąpił w przypadku obligacji 2-letnich. Spadek rentowności postępował właściwie przez cały kwiecień, ponieważ rynek był bardzo zdecydowany w swoich oczekiwaniach na obniżkę stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Spodziewano się redukcji stopy interwencyjnej o 100 pb. i taki ruch dyskutowano w cenach papierów skarbowych. Kiedy okazało się, że obniżka wyniosła tylko 50 pb., nastąpiła korekta i wzrost rentowności o około 10 pb., ale był on krótkotrwały, gdyż niemal natychmiast pojawiły się oczekiwania na kolejną obniżkę o 50 pb. w ciągu najbliższych dwóch miesięcy. Rentowność nowego 20-letniego benchmarku była bardzo stabilna na rynku wtórnym (7,12-7,15 proc.), bo jest to na razie papier nieplłynny.



Źródło: BZ WBK

Na majowej aukcji obligacji popyt był znacznie wyższy niż w kwietniu

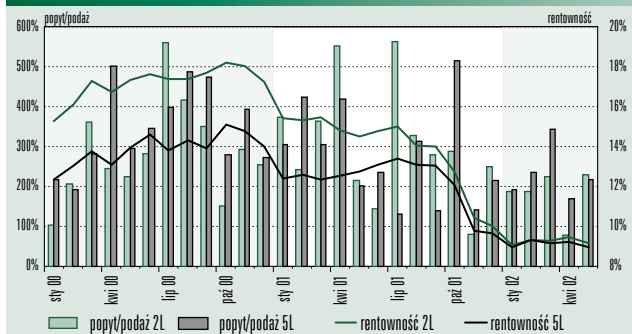
Podczas aukcji obligacji skarbowych, która odbyła się 8 maja, Ministerstwo Finansów sprzedało wszystkie zaoferowane papiery: dwuletnie o wartości 1,5 mld zł oraz pięcioletnie warte 2,4 mld zł. W przeciwieństwie do poprzedniej aukcji z kwietnia, tym razem popyt był stosunkowo wysoki i osiągnął łącznie 8,65 mld zł. Zarówno dla obligacji dwu-, jak i pięcioletnich popyt dwukrotnie przekroczył podaż. W przypadku papierów dwuletnich zdarzyło się to po raz pierwszy w tym roku, ale i podaż była w maju niższa niżli w poprzednich miesiącach. Wysoki popyt oraz przede wszystkim fakt, że ostatnio obniżono stopy procentowe, spowodowały spadek rentowności odpowiednio o 28 i 22 pb. w porównaniu z poprzednim przetargiem. Poziomy te były zgodne z oczekiwaniami rynku. W tym miesiącu jest to jedyna aukcja obligacji, jako że nie odbędzie się przetarg papierów dziesięcioletnich.

Oferta bonów skarbowych w kwietniu i maju mln zł

| data przetargu | oferta (sprzedaż) | | | |
|----------------|-------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| | 13-tyg. | 26-tyg. | 52-tyg. | suma |
| 08.04.2002 | 100 (100) | — | 600 (600) | 700 (700) |
| 15.04.2002 | 100 (100) | — | 700 (700) | 800 (800) |
| 22.04.2002 | — | 100 (100) | 900 (900) | 1000 (1200) |
| Suma | 200 (200) | 100 (100) | 2400 (2400) | 2700 (2700) |
| 06.05.2002 | 100 (100) | — | 600 (599,86) | 700 (699,86) |
| 13.05.2002 | — | — | 600 | 600 |
| 20.05.2002 | — | — | 700 | 700 |
| 27.05.2002 | — | — | 800 | 800 |
| Suma | 100 (100) | — | 2700 | 2800 |

Źródło: Ministerstwo Finansów

Popyt, podaż i rentowność obligacji 2L i 5L



Źródło: BZ WBK

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 | WS0922 | 400 | 400 |
| maj | 08.05 | OK0404 | 1 500 | 1 500 | PS0507 | 2 400 | 2 400 | — | — | — | — |
| czerwiec | 05.06 | OK0404 | — | — | PS0507 | — | — | — | — | — | — |
| lipiec | 03.07 | OK0404 | — | — | — | — | — | 17.07 | DS1110 | — | — |
| sierpień | 07.08 | OK0804 | — | — | PS0507 | — | — | — | — | — | — |
| wrzesień | 04.09 | OK0804 | — | — | PS0507 | — | — | 18.09 | DS1110 | — | — |
| październik | 02.10 | OK0804 | — | — | PS0507 | — | — | — | — | — | — |
| listopad | 06.11 | OK0804 | — | — | PS1107 | — | — | 20.11 | DS1112 | — | — |
| grudzień | 04.12 | OK1204 | — | — | — | — | — | — | — | — | — |

Źródło: Ministerstwo Finansów

Przeгляд międzynarodowy

- Stopy procentowe bez zmian: w USA 1,75 proc., w strefie euro 3,25 proc.
- Silny wzrost PKB w USA o 5,8 proc. w I kwartale 2002, głównie dzięki odbudowywaniu zapasów przez przedsiębiorstwa
- W drugiej połowie roku inflacja w strefie euro może obniżyć się poniżej 2 proc. jak planował ECB

Na posiedzeniu, które odbyło się 7 maja, amerykański Fed, zgodnie z oczekiwaniami większości analityków, pozostawił stopy procentowe bez zmian. Stopa funduszy federalnych pozostała na poziomie 1,75 proc. – poziomie najniższym od ponad 40 lat. W komunikacie Fed zwrócił uwagę, że mimo utrzymywania się aktywności gospodarczej w USA skala wzrostu popytu w nadchodzących miesiącach jest nadal niepewna. Ponadto napisano, że istnieje równowaga między ryzykiem inflacji i recesji. Kolejne posiedzenie Fed zaplanowano na 25-26 czerwca.

Alan Greenspan w swoim wystąpieniu w Kongresie USA stwierdził, że w dalszym ciągu nie bardzo wiadomo, w którym kierunku podąży gospodarka amerykańska po wybiciu się z zeszłorocznej recesji. Rynki odebrały to wystąpienie jako zapowiedź utrzymania stóp procentowych bez zmian w najbliższym okresie.

Również Europejski Bank Centralny pozostawia na razie stopy procentowe bez zmian. Stopa refinansowa, główna stopa procentowa, wynosi nadal 3,25 proc. ECB potwierdził, że cykl poluzowywania polityki pieniężnej został zakończony. Prezes ECB Wim Duisenberg stwierdził, że inflacja w strefie euro jest pod kontrolą i powinna spaść poniżej wyznaczonego poziomu 2 proc., choć istnieje pewne ryzyko związane ze wzrostem cen ropy naftowej. W najbliższym czasie nie zanoszą się jednak na podwyżkę stóp procentowych przez ECB.

W ostatnim kwartale 2001 r. PKB w strefie euro spadł o 0,2 proc., licząc kwartał do kwartału, i wzrósł o 0,6 proc. r/r. Dane te były zgodne z opublikowanymi wcześniej danymi wstępnymi. Komisja Europejska podała swoje prognozy

wzrostu gospodarczego na II kwartał 2002 r. na poziomie 0,4-0,7 proc. kw/kw.

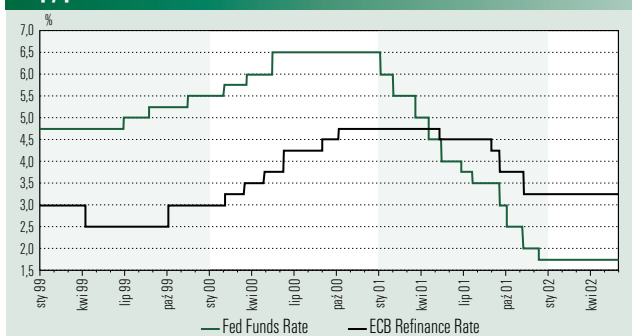
Główny ekonomista ECB Otmar Issing stwierdził, że gospodarki strefy euro wrócą na ścieżkę potencjalnego wzrostu szybciej niż oczekiwano. Według niego każdy wzrost ważnej ceny, takiej jak na przykład ceny ropy, zostawia po sobie ślad, ale póki co nie ma powodów do ogłaszania alarmu. Issing wydawał się bardziej zmartwiony silnymi żądaniami płacowymi ze strony związków zawodowych w Niemczech.

Komisja Europejska opublikowała swój raport o sytuacji gospodarczej Unii Europejskiej oraz 13 krajów kandydujących. Zdaniem komisji wzrost gospodarczy całej UE wyniesie w 2002 r. 1,5 proc., natomiast strefy euro 1,4 proc. W 2003 r. w obu przypadkach może to być 2,9 proc. Stosunkowo niewielki będzie w tym roku wzrost PKB Niemiec (0,8 proc.), natomiast w przyszłym nastąpi przyspieszenie do 2,7 proc. Według szacunków komisji, inflacja w strefie euro będzie wyższa niż tegoroczny cel wyznaczony przez Europejski Bank Centralny na poziomie 2 proc. Prognoza KE zakłada 2,2 proc. inflacji w tym i 2,0 proc. w przyszłym roku.

Po Komisji Europejskiej, swoje prognozy zaprezentowało również OECD. Tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro ma być powolne w pierwszej połowie 2002 r. i nabrać przyspieszenia w drugiej połowie, wraz z poprawą koniunktury w USA. PKB w USA ma wzrosnąć w tym roku o 2,5 proc., a w strefie euro o 1,3 proc. (2,9 proc. w 2003 r.). Zdaniem OECD ECB nie będzie na razie podwyższał stóp procentowych, choć inflacja drugi rok z rzędu przekroczy zakładany poziom 2 proc. i wyniesie 2,1 proc. (2,4 proc. w pierwszym półroczu i 1,8 proc. w drugim). Główna stopa refinansowa (obecnie 3,25 proc.) może według OECD wzrosnąć dopiero pod koniec br, a w drugiej połowie 2003 przekroczyć 4 proc. Amerykański Fed może zdaniem organizacji podnosić stopy już w połowie tego roku, a do końca przyszłego roku stopa funduszy federalnych może wzrosnąć do 4,25 proc. z obecnych 1,75 proc.

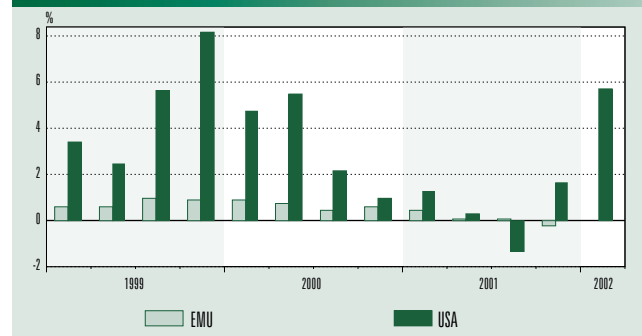
Według informacji przyspieszonej, wzrost gospodarczy w USA wyniósł w I kwartale br. 5,8 proc. kw/kw, czyli dużo więcej niż optymistyczne oczekiwania rynku na poziomie 4,8 proc. Była to najwyższa dynamika PKB w USA od IV kwartału 1999, a tak wysoki wzrost wynikał głównie z odbudowywania zapasów przez firmy, a także rosnących wydatków kon-

Stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Reuters

PKB w USA i strefie euro



Źródło: Reuters

sumentów. Oczekuje się, że w kolejnym kwartale dynamika PKB będzie już niższa, bo zakończy się proces wyrównywania zapasów.

W opinii wiodących niemieckich instytutów ekonomicznych, z początkiem 2002 r. gospodarka Niemiec weszła w okres ożywienia. Zdaniem analityków wzrost PKB największej gospodarki strefy euro wyniesie w tym roku 0,9 proc., a w przyszłym 2,4 proc. Szybsze tempo wzrostu gospodarczego ma spowodować spadek bezrobocia w drugiej połowie br. Prognoza niemieckiego rządu zakłada jak dotąd wzrost PKB na poziomie 0,75 proc. W raporcie podkreślono również potrzebę redukcji wydatków budżetowych o ok. 16 mld euro w latach 2003-2004, aby sprostać unijnym kryteriom odnośnie deficytu budżetowego.

Tymczasem ożywienie gospodarcze zaczyna się nie tylko za zachodnią granicą Polski, ale i za wschodnią. Prezydent Białorusi Aleksander Łukaszenka postawił przed gospodarką tego kraju nie lada wyzwanie – ma ona wypracować w ciągu trzech najbliższych lat wzrost gospodarczy na poziomie 40 proc., co pozwoli na dwuipółkrotną podwyżkę płac. Przy tak ambitnie wyznaczonym celu ścieżka wyznaczona przez ministra Belkę dla gospodarki Polski na nadchodzące trzy lata (1-3-5 proc.) wydaje się jakże wątpliwa. Oczywiście baza w Polsce jest wyższa, a ponadto polski rząd nie koryguje danych publikowanych przez urząd statystyczny.

Inflacja w USA wyniosła w marcu 0,3 proc. m/m, czyli mniej niż wynosiły oczekiwania rynku, które ukształtowały się na poziomie 0,5 proc. W ujęciu r/r nastąpił wzrost wskaźnika inflacji do 1,5 proc. w marcu z 1,1 proc. w lutym. Inflacja bazowa liczona z wyłączeniem cen żywności i energii wyniosła w marcu 0,1 proc. wobec 0,3 proc. w lutym.

Inflacja w strefie euro wyniosła w kwietniu 2,2 proc. r/r, czyli dokładnie tyle, ile oczekiwał rynek. Oznacza to spadek wskaźnika CPI z 2,5 proc. w marcu. Eurostat poinformował również, że sprzedaż detaliczna w strefie euro wzrosła w lutym o 0,5 proc. m/m i 1,3 proc. r/r. Dane te okazały się lepsze niż prognozowano.

W opinii Ernsta Welteke, prezesa Bundesbanku i członka Rady ECB, inflacja w strefie euro spadnie do pożądanego poziomu poniżej 2 proc., choć prawdopodobnie nie wcześniej niż w drugiej połowie roku. W kwietniu wskaźnik inflacji CPI osiągnął 2,2 proc. Welteke wymienił takie zagrożenia

dla ożywienia gospodarki europejskiej, jak ostatni wzrost cen ropy naftowej oraz wyniki negocjacji płacowych w Niemczech. Dodał również, że ożywienie w Europie będzie stymulowane przez gwałtowne przyspieszenie wzrostu w USA

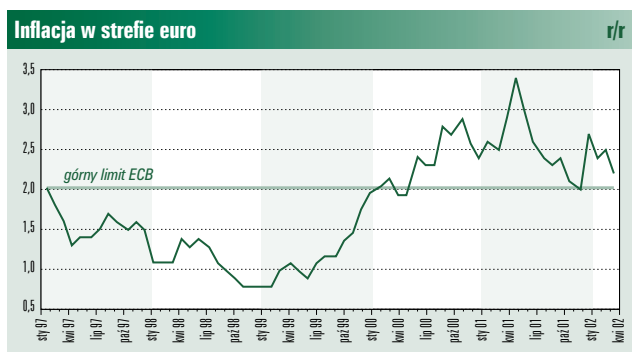
Prezes Europejskiego Banku Centralnego Wim Duisenberg zapowiedział, że ECB będzie interweniował, jeśli nastąpi taki spadek euro, który zacznie zagrażać stabilności cen w strefie euro. Jego zdaniem waluta europejska ma potencjał by się wzmocnić. Duisenberg powtórzył również tezę głoszoną ostatnio przez przedstawicieli amerykańskiego Fed, że deficyt USA na rachunku obrotów bieżących sięga już 4 proc. PKB jest nie do utrzymania w dłuższym okresie. Szef ECB skrytykował ponadto amerykańskie cła na import stali.

Zgodnie z oczekiwaniami stopa bezrobocia w strefie euro pozostała w marcu na poziomie 8,4 proc. Z kolei bezrobocie we Francji zwiększyło się do 9,1 proc. z 9,0 proc. w lutym, podczas gdy oczekiwano, że pozostanie bez zmian. Najniższe bezrobocie w strefie euro ma Holandia (2,4 proc.), a najwyższe Hiszpania (12,9 proc.).

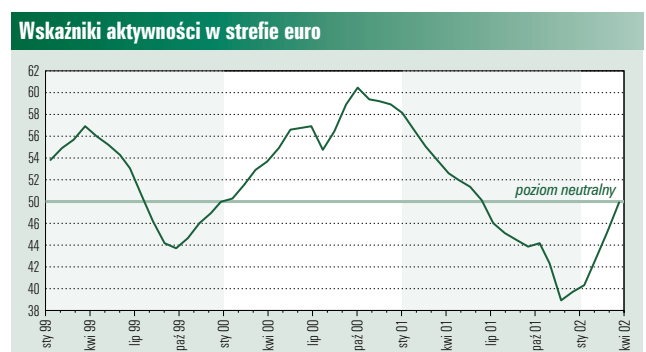
Stopa bezrobocia w USA wzrosła w marcu do 5,7 proc. z 5,5 proc. w lutym. Oczekiwano nieco mniejszego wzrostu bezrobocia – do 5,6 proc.

Indeks Ifo obrazujący nastroje wśród niemieckich przedsiębiorców nieoczekiwanie spadł w kwietniu do 90,5 pkt z 91,5 pkt w marcu, podczas gdy spodziewano się lekkiego wzrostu do 92,1 pkt. Spadek ten jest zapewne tylko korektą po pięciu miesiącach wzrostu, szczególnie silnego w marcu. Prezes instytutu Ifo podkreślił, że nastroje pogorszyły się tylko w branży handlowej.

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).



Źródło: Reuters



Źródło: Reuters

Najważniejsze wydarzenia i wskaźniki w tym miesiącu

| <i>Poniedziałek</i> | <i>Wtorek</i> | <i>Środa</i> | <i>Czwartek</i> | <i>Piątek</i> |
|---|---|---|--|--|
| 29 kwietnia | 30 POL: Bilans płatniczy (mar) EMU: Inflacja wstępna (kwi) EMU: Bezrobocie (mar) EMU: Sprzedaż detaliczna (lut) USA: Zaufanie konsumentów (kwi) | 1 maja Święto Pracy USA: ISM (kwi) | 2 ITA: Inflacja wstępna (kwi) EMU: Posiedzenie ECB EMU: PMI (kwi) USA: Zamówienia w przemyśle (mar) | 3 Święto Konstytucji EMU: Nastroje w biznesie (kwi) EMU: Ceny producenta (mar) USA: Bezrobocie (kwi) |
| 6 POL: Przetarg bonów skarbowych (700 mln PLN) EMU: Koniunktura (kwi) | 7 POL: Ceny żywności (II poł. kwi) GER: Bezrobocie (kwi) GER: Zamówienia w przemyśle (mar) EMU: PKB (IV kw.) USA: Posiedzenie Fed | 8 POL: Przetarg obligacji OK0404 i PS 0507 (1,5 i 2,4 mld PLN) EUR: Produkcja przemysłowa (mar) | 9 | 10 USA: Ceny producenta (kwi) |
| 13 POL: Przetarg bonów skarbowych (600 mln PLN) | 14 POL: Podaż pieniądza (kwi) FRA: Inflacja wstępna (kwi) | 15 POL: Inflacja (kwi) POL: Deficyt budżetu (kwi) FRA: Produkcja przemysłowa (mar) ITA: Produkcja przemysłowa (mar) ITA: PKB (I kw.) USA: Inflacja (kwi) | 16 POL: Posiedzenie RPP ITA: Inflacja finalna (kwi) EMU: Inflacja finalna (kwi) | 17 POL: Płace i zatrudnienie (kwi) EMU: Produkcja przemysłowa (mar) USA: Handel zagraniczny (mar) |
| 20 POL: Przetarg bonów skarbowych (700 mln PLN) POL: Produkcja przemysłowa (kwi) POL: Ceny producenta (kwi) POL: Bezrobocie (kwi) EMU: Handel zagraniczny (mar) | 21 POL: Koniunktura (maj) | 22 | 23 GER: PKB (I kw.) | 24 FRA: PKB (I kw.) FRA: Inflacja finalna (kwi) USA: PKB (I kw.) |
| 27 POL: Przetarg bonów skarbowych (800 mln PLN) POL: Ceny żywności (I poł. maj) | 28 POL: Posiedzenie RPP EMU: Sprzedaż detaliczna (mar) | 29 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) POL: Bilans płatniczy (kwi) ITA: Inflacja wstępna (maj) | 30 Boże Ciało EMU: PKB (I kw.) | 31 EMU: Inflacja wstępna (maj) EMU: Podaż pieniądza (kwi) |

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 | 24-25 | 28-29 | 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 | 31 | 30 | - | - | - | - |
| Podaż pieniądza | 14 | 14 | 14 | 12 | 14 | 14 | 12 | 14 | - | - | - | - |
| Bilans NBP | 7 | 7 | 7 | 5 | 7 | 7 | 5 | 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 | kwi 01 | maj 01 | cze 01 | lip 01 | sie 01 | wrz 01 | paź 01 | lis 01 | gru 01 | sty 02 | lut 02 | mar 02 | progniza | |
|---------------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|
| | | | | | | | | | | | | | | | kwi 02 | maj 02 |
| PKB | proc. r/r | 2,3 | x | x | 0,9 | x | x | 0,8 | x | x | 0,3 | x | x | 1,5 | x | x |
| Produkcja przemysłowa | proc. r/r | 3,3 | 3,8 | -0,4 | -4,7 | 1,5 | 0,9 | -3,7 | 1,8 | -1,0 | -4,8 | -1,4 | 0,2 | -3,2 | 5,1 | -3,8 |
| Sprzedaż detaliczna*** | proc. r/r | 0,1 | 1,9 | 4,3 | 0,2 | 1,5 | 3,0 | 1,3 | 5,8 | 2,4 | 2,4 | 4,7 | 6,7 | 9,9 | x | x |
| Stopa bezrobocia | proc. | 16,1 | 16,0 | 15,9 | 15,9 | 16,0 | 16,2 | 16,3 | 16,4 | 16,8 | 17,4 | 18,0 | 18,1 | 18,1 | 17,9 | 17,7 |
| Płace brutto** | proc. r/r | 7,9 | 5,2 | 8,8 | 4,9 | 8,0 | 6,9 | 6,2 | 7,8 | 6,6 | 5,3 | 5,7 | 5,5 | 4,8 | 4,6 | 4,6 |
| Eksport (wg NBP) | mln USD | 2 614 | 2 559 | 2 472 | 2 477 | 2 556 | 2 616 | 2 287 | 2 778 | 2 555 | 2 540 | 2 308 | 2 141 | 2 480 | 2 356 | 2 332 |
| Import (wg NBP) | mln USD | 3 522 | 3 269 | 3 638 | 3 379 | 3 382 | 3 635 | 3 176 | 3 953 | 3 509 | 3 430 | 3 418 | 2 952 | 3 150 | 3 119 | 3 181 |
| Bilans handlowy (wg NBP) | mln USD | -908 | -710 | -1 166 | -902 | -826 | -1 019 | -889 | -1 175 | -954 | -890 | -1 110 | -811 | -670 | -763 | -848 |
| Rachunek bieżący | mln USD | -751 | -520 | -737 | -948 | -287 | -354 | -304 | -838 | -417 | -500 | -847 | -820 | -637 | -562 | -403 |
| Deficyt budżetowy (narastająco) | mld PLN | -15,1 | -18,4 | -20,4 | -18,7 | -19,4 | -21,0 | -21,8 | -24,6 | -27,7 | -32,6 | -6,9 | -14,0 | -16,4 | -19,2 | -22,0 |
| Inflacja (CPI) | proc. r/r | 6,2 | 6,6 | 6,9 | 6,2 | 5,2 | 5,1 | 4,3 | 4,0 | 3,6 | 3,6 | 3,4 | 3,5 | 3,3 | 3,1 | 2,6 |
| Geny produkcji (PPI) | proc. r/r | 3,8 | 3,4 | 2,3 | 0,9 | 0,6 | 1,0 | 0,7 | -0,5 | -1,0 | -0,3 | 0,0 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,5 |
| Podaż pieniądza M3 | proc. r/r | 14,9 | 13,7 | 13,2 | 7,8 | 12,8 | 13,8 | 12,7 | 11,5 | 7,7 | 9,1 | 7,8 | 7,2 | 3,1 | 4,0 | 4,0 |
| Depozyty | proc. r/r | 16,7 | 15,6 | 15,1 | 8,8 | 14,4 | 15,3 | 13,7 | 12,0 | 7,6 | 8,8 | 7,0 | 6,1 | 1,6 | x | x |
| Kredyty | proc. r/r | 14,1 | 12,2 | 10,9 | 4,8 | 11,5 | 11,8 | 11,5 | 9,7 | 8,9 | 9,3 | 9,0 | 8,8 | 7,3 | x | x |
| USD/PLN | PLN | 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 | 4,06 | 4,06 |
| EUR/PLN | PLN | 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 | 3,59 | 3,70 |
| Stopa interwencyjna* | proc. | 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 | 9,50 | 9,50 |
| WIBOR 3M | proc. | 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 | 10,20 | 9,90 |
| Stopa lombardowa* | proc. | 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 | 12,50 | 12,50 |
| Rentowność bonów 52-tyg, | proc. | 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 | 9,56 | 9,40 |
| Rentowność obligacji 2L | proc. | 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 | 9,22 | 9,00 |
| Rentowność obligacji 5L | proc. | 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 | 9,02 | 8,85 |
| Rentowność obligacji 10L | proc. | 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 | 8,19 | 8,00 |

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

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Wskaźniki kwartalne i roczne

| | | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 1 kw. 01 | 2 kw. 01 | 3 kw. 01 | 4 kw. 01 | 1 kw. 02 | 2 kw. 02 |
|-----------------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| PKB | mld PLN | 472,4 | 553,6 | 615,1 | 685,6 | 721,6 | 770,0 | 830,0 | 165,6 | 176,6 | 179,9 | 200,3 | 170,0 | 184,3 |
| PKB | proc. 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 | proc. r/r | 11,5 | 3,5 | 3,6 | 6,8 | -0,2 | 3,0 | 3,4 | 4,5 | -0,7 | -0,8 | -2,6 | -1,6 | 0,8 |
| Sprzedaż detaliczna realnie | proc. r/r | 6,8 | 2,6 | 4,0 | 1,0 | 0,4 | x | x | -3,1 | -0,2 | 1,2 | 3,7 | 6,7 | x |
| Stopa bezrobocia* | proc. | 10,3 | 10,4 | 13,1 | 15,1 | 17,4 | 19,0 | 19,0 | 16,1 | 15,9 | 16,3 | 17,4 | 18,1 | 17,7 |
| Płace realne brutto | proc. 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 | 29 300 | 34 000 | 7 436 | 7 508 | 7 459 | 7 873 | 6 929 | 7 091 |
| Import (wg NBP) | mln USD | 38 549 | 43 842 | 40 727 | 41 424 | 41 955 | 40 950 | 47 000 | 10 584 | 10 286 | 10 193 | 10 892 | 9 520 | 9 576 |
| Bilans handlowy (wg NBP) | mln USD | -11 320 | -13 720 | -14 380 | -13 168 | -11 679 | -11 650 | -13 000 | -3 148 | -2 778 | -2 734 | -3 019 | -2 591 | -2 485 |
| Rachunek bieżący | mln USD | -4 309 | -6 862 | -11 558 | -9 946 | -7 075 | -9 028 | -9 150 | -2 170 | -2 205 | -945 | -1 755 | -2 304 | -1 705 |
| Rachunek bieżący | proc. PKB | -3,0 | -4,3 | -7,4 | -6,3 | -4,0 | -4,9 | -5,0 | -4,9 | -5,2 | -4,2 | -4,0 | -4,1 | -3,8 |
| 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 | -16,4 | -25,0 |
| Deficyt budżetowy* | proc. PKB | -1,2 | -2,4 | -2,0 | -2,2 | -4,5 | -5,2 | -5,1 | -9,1 | -2,2 | -1,7 | -5,3 | -16,4 | -4,7 |
| Inflacja | proc. r/r | 14,9 | 11,8 | 7,3 | 10,1 | 5,5 | 3,5 | 4,5 | 6,7 | 6,6 | 4,9 | 3,8 | 3,4 | 2,8 |
| Inflacja* | proc. r/r | 13,2 | 8,6 | 9,8 | 8,5 | 3,6 | 4,8 | 4,0 | 6,2 | 6,2 | 4,3 | 3,7 | 3,3 | 2,9 |
| Ceny produkcji | proc. r/r | 12,2 | 7,3 | 5,7 | 7,8 | 1,6 | 1,0 | 2,5 | 4,2 | 2,2 | 0,8 | -0,6 | 0,3 | 0,7 |
| Podaż pieniądza | proc. r/r | 30,3 | 25,3 | 24,6 | 15,2 | 12,3 | x | x | 14,7 | 11,8 | 14,1 | 12,9 | 6,0 | x |
| Depozyty | proc. r/r | 33,0 | 28,4 | 26,4 | 17,2 | 13,6 | x | x | 17,1 | 13,6 | 15,7 | 13,3 | 4,9 | x |
| Kredyty | proc. r/r | 44,6 | 30,0 | 28,6 | 24,7 | 11,3 | x | x | 15,4 | 9,7 | 11,3 | 8,1 | 8,4 | x |
| USD/PLN | PLN | 3,28 | 3,49 | 3,97 | 4,35 | 4,09 | 4,18 | 4,50 | 4,09 | 3,99 | 4,22 | 4,08 | 4,13 | 4,09 |
| EUR/PLN | PLN | 3,71 | 3,92 | 4,23 | 4,01 | 3,67 | 3,75 | 4,00 | 3,78 | 3,49 | 3,76 | 3,66 | 3,62 | 3,68 |
| Stopa interwencyjna* | proc. | 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 | proc. | 23,93 | 21,34 | 14,73 | 18,78 | 16,08 | 9,71 | 9,20 | 18,53 | 17,09 | 15,37 | 13,45 | 10,65 | 10,00 |
| Stopa lombardowa* | proc. | 27,00 | 20,00 | 20,50 | 23,00 | 15,50 | 12,00 | 12,00 | 22,00 | 19,50 | 18,50 | 15,50 | 13,50 | 12,00 |
| Rentowność bonów 52-tyg. | proc. | 23,44 | 18,59 | 12,95 | 17,77 | 14,77 | 9,40 | 9,20 | 17,02 | 15,70 | 14,67 | 11,72 | 9,64 | 9,40 |
| Rentowność obligacji 2L | proc. | 23,47 | 18,08 | 12,41 | 17,37 | 13,91 | 8,95 | 8,60 | 15,59 | 14,91 | 14,37 | 10,83 | 9,27 | 9,40 |
| Rentowność obligacji 5L | proc. | 21,03 | 15,83 | 10,87 | 14,00 | 12,59 | 8,80 | 8,50 | 13,12 | 13,38 | 13,43 | 10,45 | 9,09 | 8,90 |
| Rentowność obligacji 10L | proc. | x | x | 9,60 | 11,79 | 10,74 | 8,00 | 7,80 | 10,46 | 11,22 | 11,81 | 9,48 | 8,28 | 8,05 |

* 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 9.05.2002, 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 22 586 17 21

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