

MAKROskop

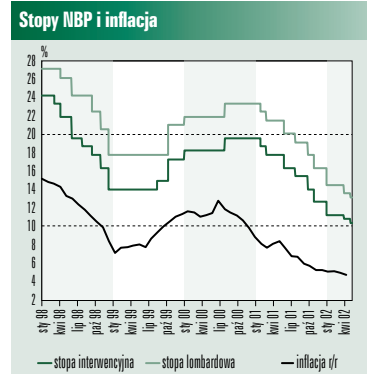
Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

czerwiec 2002

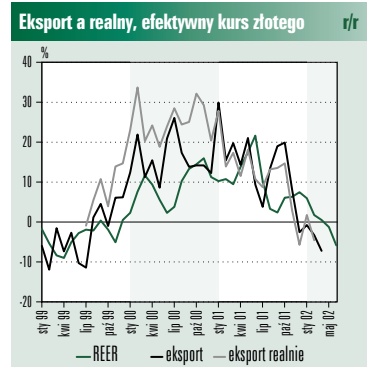
nr 35

Rysa na szkle

- Dane GUS za I kwartał 2002 r. wskazują na poprawę wyników finansowych i spadek poziomu zapasów w przedsiębiorstwach.** Zwracamy szczególną uwagę na te dane, ponieważ rosnące zyski oraz spadający poziom zapasów powinny być wskaźnikami wyprzedzającymi nadchodzącego ożywienia w zakresie inwestycji prywatnych. Podczas gdy w ostatnich trzech kwartałach gospodarkę wspierała konsumpcja prywatna, w kwietniu fundusz płac spadł r/r w ujęciu nominalnym i ponad 5 proc. w ujęciu realnym, co jasno wskazuje, że ożywienie gospodarki w drugiej połowie roku będzie trudne bez wzrostu inwestycji.
- Po kilku miesiącach napawających coraz większym optymizmem co do perspektyw powrotu gospodarki na ścieżkę wzrostu, kwiecień przyniósł spore rozczarowanie,** jako że istotna część z opublikowanych dla tego miesiąca statystyk nie wykazała praktycznie żadnej poprawy aktywności gospodarczej, sugerując, że faza spowolnienia gospodarczego może okazać się bardziej długotrwała niż można było przypuszczać. Znacznie słabiej od oczekiwań wypadły przede wszystkim informacje o sytuacji na rynku pracy, dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Wsparciem dla ożywienia gospodarczego nie były również dane nt. przebiegu procesów monetarnych (choć zmiana metody liczenia znacznie utrudniła ich interpretację). Wyraźnie poprawiły się też perspektywy inflacyjne.
- Z drugiej strony pojawiły się też – szczególnie pod koniec miesiąca – informacje pozytywne.** Wyniki badań koniunktury w przedsiębiorstwach i optymizmu wśród konsumentów po raz kolejny wykazały poprawę. Wpływy podatkowe do budżetu wyraźnie przyspieszyły, odzwierciedlając, jak się wydaje, polepszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw i ożywiony obrót handlowy. Wyraźną poprawę kondycji firm odnotował też GUS, ogłaszając wyniki finansowe przedsiębiorstw za I kwartał br. I wreszcie dane NBP wykazały bardzo istotny wzrost obrotów handlowych z zagranicą, zarówno po stronie eksportu, jak i importu.
- Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w maju stopy procentowe o kolejne 50 punktów bazowych, tym samym łączna skala redukcji stóp przez ostatnie 14 miesięcy sięgnęła 1000 pb.** Co więcej, po informacjach o bardzo silnym spadku cen żywności w maju i zweryfikowaniu w dół prognoz inflacyjnych nie tylko na maj, ale i na całą dalszą część roku, wydaje się bardzo prawdopodobne, że już w czerwcu RPP ponownie zredukuje stopy o 50 pb, co będzie trzecią z kolei obniżką.
- Trwa spór o siłę złotego. Rząd oczekuje od RPP podjęcia działań na rzecz osłabienia kursu, Rada uważa, że obecna polityka kursowa jest właściwa.** Uważamy, że rząd przy wsparciu prezydenta będzie dążył do zmiany reżimu kursowego na system kursu kierowanego. Wbrew pozorom widzimy tutaj pole do kompromisu, szczególnie w kontekście strategii wejścia do EMU.



Źródło: GUS, NBP



Źródło: GUS, BZ WBK

W tym miesiącu:

Tematy miesiąca	2
<i>Zbliża się cykl inwestycyjny</i>	
Gospodarka Polski	4
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	15
Monitor rynku	19
Przegląd międzynarodowy	21
Kalendarz makroekonomiczny	23
Dane i prognozy ekonomiczne	24

Piotr Bielski

Ekonomista

Warszawa (+48 22) 653 47 33
piotr.bielski@bzbwbk.pl

Aleksander Krzyżaniak

Warszawa (+48 22) 586 17 21

Sławomir Nosal

Poznań (+48 61) 856 55 67

www.bzbwbk.pl

Na rynku finansowym:

31 maja 2002 r.

stopa depozytowa NBP	6,00	WIBOR 3M	9,60	PLN/USD	4,0311
stopa referencyjna NBP	9,00	rentowność bonów skarb. 52-tyg.	9,00	PLN/EUR	3,7782
stopa lombardowa NBP	12,00	rentowność obligacji skarb. 5-letnich	8,55	EUR/USD	0,9334

Zbliża się cykl inwestycyjny

- Dodatnie wyniki finansowe firm w I kw. 2002
- Rosnące zyski mogą być wykorzystane na finansowanie inwestycji
- Spadek zapasów wyrobów gotowych
- Zbliża się cykl zapasy-inwestycje
- Nie będzie statystycznego efektu zapasów w danych o PKB za I kw. 2002

Firmy z powrotem na plusie

Główny Urząd Statystyczny opublikował dane za I kw. odnośnie dochodów oraz zapasów firm. Zwracamy szczególną uwagę na te dane, ponieważ rosnące zyski oraz spadający poziom zapasów powinny być wskaźnikami wyprzedzającymi nadchodzącego ożywienia w zakresie inwestycji prywatnych. Podczas gdy w ostatnich trzech kwartałach gospodarkę wspierała konsumpcja prywatna, w kwietniu fundusz płac spadł r/r w ujęciu nominalnym i ponad 5 proc. w ujęciu realnym, co jasno wskazuje, że ożywienie gospodarki w drugiej połowie roku będzie trudne bez wzrostu inwestycji.

Tabela 1 poniżej przedstawia spadek sprzedaży o 0,4 proc. r/r w ujęciu realnym, jednakże w tym samym czasie koszty spadły o ok. 1 proc. Proszę zauważyć, że osiągnięto w I kw. redukcję kosztów pomimo pewnego wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw. W rzeczy samej, proces redukcji liczby miejsc pracy przyspieszył z 4,5 proc. r/r w IV kw. 2001 do 4,8 proc. r/r w I kw. 2002. Spadek dochodów i kosztów r/r wynikał ze spadku dochodów finansowych (o 35 proc. r/r lub 2,5 mld zł) oraz kosztów finansowych (26 proc., 2,6 mld zł). Dochody i koszty z wyłączeniem składnika finansowego wzrosły odpowiednio o 1,1 proc. i 0,6 proc. r/r.

Dochody, koszty i wyniki finansowe przedsiębiorstw **tab. 1**

	przychody % r/r	PPI % r/r	przychody realne % r/r	koszty % r/r	fundusz płac % r/r	wynik finansowy brutto dzielony przez przychody (bez górnictwa)	wynik finansowy netto dzielony przez przychody (bez górnictwa)
1999 I	7,3	4,1	3,2	9,4	7,8	1,2	-0,2
1999 II	9,3	5,1	4,1	10,1	10,5	2,7	1,4
1999 III	9,2	5,9	3,3	10,9	11,6	1,3	0,0
1999 IV	13,2	7,5	5,8	13,5	12,2	1,5	0,3
2000 I	17,1	7,9	9,2	15,8	16,9	2,1	0,8
2000 II	19,8	8,1	11,7	20,2	12,7	1,7	0,8
2000 III	16,7	8,6	8,2	14,9	11,2	2,5	1,3
2000 IV	14,9	6,9	8,0	14,3	10,5	1,5	0,4
2001 I	7,1	4,2	2,9	8,1	9,4	1,2	0,1
2001 II	0,0	2,2	-2,2	0,3	7,3	1,4	0,5
2001 III	3,0	0,8	2,3	4,1	7,4	0,8	0,3
2001 IV	-0,2	-0,6	0,4	1,3	4,9	-0,7	-1,1
2002 I	-0,2	0,2	-0,4	-1,0	5,3	2,0	0,7

Źródło: GUS, BZ WBK

Sektor przedsiębiorstw z wyłączeniem górnictwa węgla kamiennego oraz brunatnego zanotował dodatnie wyniki, osiągając 2 proc. brutto oraz 0,7 proc. netto przychodów obliczanych jako współczynnik w odniesieniu do poziomu sprzedaży. Choć jeszcze za wcześnie mówić o nowym trendzie, zdecydowanie widzimy przerwę w procesie pogarszania się wyników finansowych przedsiębiorstw obserwowanym od ponad roku. Właściwie te lepsze wyniki zostały już potwierdzone wysokim poziomem zaliczek z tytułu podatku CIT według danych budżetowych za okres luty–kwiecień.

Spadające zapasy wyrobów gotowych, światło w tunelu

W Polsce zyski niepodzielone są kluczowym źródłem finansowania inwestycji. Według wstępnych danych o podaży pieniądza M3 zadłużenie przedsiębiorstw uległo obniżeniu w ujęciu nominalnym r/r w marcu i kwietniu, chociaż nie do końca wierzymy w jakość danych M3 opublikowanych przez bank centralny w związku z ostatnimi zmianami w metodologii. Jednakże nawet jeżeli dane o zadłużeniu są poprawne, wyższe zyski zapewnią środki finansowe dla przyszłych inwestycji, nie wspominając o opóźnionym efekcie spadających stóp procentowych na popyt na kredyty. Oczywiście aby inwestować, firmy muszą dostrzec oznaki ożywiającego się popytu.

Zapasy i należności **tab. 2**

% r/r	zapasy				roszczenia z tytułu dostaw	dług krótkoterminowy	
	materiały	produkcja w toku	wyroby gotowe	towary		kredyt bankowy	z tytułu dostaw
2000 I	13,3	13,0	5,7	19,1	17,8	18,6	21,5
2000 II	14,0	22,5	8,0	25,5	22,6	20,7	21,2
2000 III	13,6	20,4	16,6	15,6	19,3	18,5	16,1
2000 IV	7,7	22,0	12,0	8,1	15,5	21,5	11,0
2001 I	3,1	13,6	5,0	4,3	8,1	14,6	5,6
2001 II	-1,2	2,6	3,5	-2,8	1,8	11,1	2,6
2001 III	-4,4	2,4	0,3	-2,3	2,3	8,4	3,4
2001 IV	-7,7	1,0	-0,7	-2,7	1,2	2,2	0,2
2002 I	-5,8	-11,8	-6,7	1,6	3,4	15,0	4,0

Źródło: GUS, BZ WBK

W 2001 przychody ze sprzedaży ogółem wzrosły o 0,7 proc. r/r, tak więc wzrost o 1,1 proc. w I kw. 2002 to znaczna poprawa. Ponadto tabela 2 przedstawia podsumowanie informacji nt. stanu zapasów, które wskazują na jego poważny spadek w całej gospodarce. Zapasy wyrobów gotowych spadły o 6,7 proc. r/r, zaś produkcja w toku spadła o 11,8 proc. r/r. Ten znaczący spadek wymaga dalszego zbadania.

Największy udział w zapasach wyrobów gotowych (dalej zwanych ZWG) stanowią produkty żywnościowe oraz napoje – ich udział wyniósł 22 proc. w I kw. 2002 i był tylko nieznacznie wyższy niż w I kw. 2001. Udział ZWG w tym sektorze spadł o 4 proc. i podobną tendencję zaobserwowano w prawie wszystkich ważniejszych sektorach:

drzewnym (4-proc. udział, 8,8-proc. spadek w ZWG), przetwórstwie koksu i paliw (7 proc.; -15,6 proc. ZWG), produkcji maszyn (4,7 proc.; -6,8 proc. ZWG), mebli (3,8 proc.; -2,6 proc. ZWG), pojazdów (3,1; -27,4 proc. ZWG). Są tylko trzy wyjątki od tej ogólnej tendencji. ZWG w sektorze chemicznym (9,5-proc. udział w ZWG ogółem) oraz produkcji innych towarów (niemetalowych, niegumowych i nieplastikowych, udział 8,1 proc.) wzrosły odpowiednio o 6,8 oraz 5 proc. Innym wyjątkiem był sektor węgla kamiennego (udział 2,3 proc.) o wzroście ZWG wynoszącym 8,6 proc. r/r. Należy zauważyć, że ciężki przemysł chemiczny oraz sektor węgla brunatnego i kamiennego wykazały silny wzrost rentowności w I kw. 2002 (zyski netto w relacji do sprzedaży na poziomie odpowiednio 3,6 proc. oraz 1,8 proc.), podczas gdy produkcja innych wyrobów była na dużym minusie i wykazała stratę netto 4,6 proc.

Zapasy materiałów ciągle spadały, lecz tempo spadku trochę spowolniło, podczas gdy zapasy towarów do odsprzedaży przełamały ostry dwuletni trend spadkowy i w I kw. 2002 zanotowały wzrost. W większości można to przypisać handlowi hurtowemu oraz detalicznemu, które stanowią 69,6 proc. wszystkich zapasów towarów. Wydaje się, że krajowy sektor handlowy w końcu zareagował na ożywiony popyt konsumpcyjny, który przyspieszył z 1,5 proc. r/r na początku 2001 do ponad 3 proc. r/r w ostatnich dwóch kwartałach. Oczywiście trzeba tu brać pod uwagę, że święta Wielkiej Nocy przypadły wcześniej, co prawdopodobnie wpłynęło na nieco wyższy poziom zapasów w sektorze detalicznym.

Co interesujące, przy większych zyskach poziom gotówki w firmach pozostaje nadal wysoki – wykazuje on 15-proc. wzrost r/r po 17,2-proc. wzroście r/r w IV kw. 2001. Jednocześnie krótkoterminowe zadłużenie w bankach wzrosło o 15 proc. r/r w I kw. 2002 w porównaniu z jedynie 2-proc. wzrostem r/r w IV kw. 2001. No cóż, jest to tylko kredyt krótkoterminowy (tj. poniżej jednego roku), lecz na pewno nie wpasowuje się dobrze w sytuację spowolnienia kredytów komercyjnych, o której donosi bank centralny. Wzrost o 276 proc. r/r zanotowano w sektorze wydobywczym (niewęglowym), o 94,4 proc. r/r w sektorze chemicznym, o 113 proc. w produkcji sprzętu elektrycznego, 50 proc. w produkcji samochodów. W handlu hurtowym (13,3 proc. całego długu krótkoterminowego) kredyty spadły o 9,5 proc., podczas gdy w handlu detalicznym wzrosły o 107,8 proc. r/r (prawdopodobnie z powodu wcześniej przypadających świąt Wielkiej Nocy). Wreszcie trzeba zauważyć, że dług krótkoterminowy wynikający z nie zapłaconych faktur za usługi oraz dostawy wzrósł o 126,4 proc. r/r w krajowym sektorze transportu naziemnego i rurociągowy. Nie wiemy, który z dwóch państwowych monopolistów ma poważne problemy (PGNiG czy

PKP), jednakże nieuregulowane należności wzrosły z 1,8 mld zł do 4,1 mld zł w przeciągu zaledwie jednego roku.

Jak można zinterpretować wszystkie te dane?

Spadek zapasów wyrobów gotowych w całej gospodarce sugeruje, że klasyczny cykl zapasy-inwestycje jest tuż-tuż. Dlatego słabnący popyt konsumpcyjny wynikający ze spadku funduszu płac będzie kompensowany przez odbudowę zapasów, a następnie przez wzrost inwestycji. Zauważyliśmy również, że w odniesieniu do danych o PKB za I kw. 2002 prawie nie wystąpi „statystyczny efekt zapasów”. W I kw. 2001 obserwowaliśmy głęboką zapaść w stanie zapasów, lecz widzieliśmy także podobny spadek zamówień wobec już i tak niskich poziomów w I kw. 2002.

Gospodarka Polski

- Kwietniowe wyniki gospodarcze poniżej oczekiwań
- Jednak sygnały poprawy koniunktury wciąż się utrzymują
- Inflacja latem spadnie nawet do 2 proc. r/r

Słabe wyniki gospodarcze kwietnia – rysa na szkle?

Po kilku miesiącach napawających coraz większym optymizmem co do perspektyw powrotu gospodarki na ścieżkę wzrostu, kwiecień przyniósł spore rozczarowanie, jako że istotna część opublikowanych dla tego miesiąca statystyk nie wykazała praktycznie żadnej poprawy aktywności gospodarczej, sugerując, że faza spowolnienia gospodarczego może okazać się bardziej długotrwała niż można było przypuszczać. Znacznie słabiej od oczekiwań wypadły przede wszystkim informacje o sytuacji na rynku pracy, dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Wsparciem dla ożywienia gospodarczego nie były również dane nt. przebiegu procesów monetarnych (choćby zmiana metodyki liczenia znacznie utrudniła ich interpretację). Wyraźnie poprawiły się też perspektywy inflacyjne.

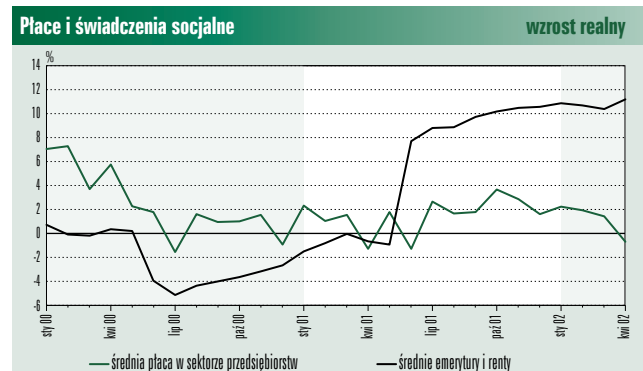
Z drugiej strony pojawiły się też – szczególnie pod koniec miesiąca – informacje dosyć pozytywne. Wyniki badań koniunktury w przedsiębiorstwach i optymizmu wśród konsumentów po raz kolejny wykazały poprawę. Wpływy podatkowe do budżetu wyraźnie przyspieszyły, odzwierciedlając, jak się wydaje, polepszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw i ożywiony obrót handlowy. Wyraźną poprawę kondycji firm odnotował też GUS, ogłaszając wyniki finansowe przedsiębiorstw za I kw. br. I wreszcie dane NBP wykazały bardzo istotny wzrost obrotów handlowych z zagranicą, zarówno po stronie eksportu jak i importu.

Ogólna ocena sytuacji ekonomicznej zmieniła się o tyle, że modyfikacji uległa oczekiwana ścieżka inflacji na resztę roku, a moment pojawienia się wyraźnych i silnych oznak odwrócenia trendu w danych z realnej sfery gospodarki odsunął się nieco w czasie. Umożliwiło to kolejne rozluźnienie polityki pieniężnej przez bank centralny. Wciąż należy się spodziewać, że w drugiej połowie roku ujawnią się pełne efekty rozluźnienia polityki pieniężnej i stopniowej poprawy koniunktury światowej, które umożliwią przyspieszenie rozwoju gospodarczego w Polsce do powyżej 3 proc. r/r w IV kw. br.

Poniżej omawiamy najważniejsze z kwietniowych wyników gospodarczych.

Zatrudnienie i fundusz płac topnieją...

Serię rozczarowujących statystyk dotyczących kwietnia zapoczątkowały dane o płacach i zatrudnieniu. Średnia płaca w sektorze przedsiębiorstw wzrosła nominalnie tylko o 2,3 proc. r/r, podczas gdy w marcu stopa wzrostu była na poziomie 4,8 proc. r/r. Realne wynagrodzenie spadło o 0,7 proc. r/r. W tym samym czasie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 4,8 proc. r/r i tempo spadku liczby miejsc pracy było podobne jak w marcu. Nominalny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw po spadku o 0,2 proc. r/r w marcu, w kwietniu obniżył się gwałtownie o 2,6 proc. r/r. W ujęciu realnym fundusz płac spadł o ponad 5 proc. r/r. Rodzi to oczywiste pytanie, czy obserwowany od początku roku wzrost prywatnej konsumpcji może być podtrzymany. Jeżeli tempo redukcji zatrudnienia będzie kontynuowane, a nagłe spowolnienie płac okaże się trwałe, popyt konsumpcyjny może napotkać twarde ograniczenie budżetowe (stopy procentowe wprawdzie spadają, ale skłonność ludzi do zadłużania się w sytuacji zagrożenia bezrobociem może być ograniczona).



...ale nie w firmach państwowych i budżetówce

W tym miejscu należy zauważyć, że zagregowane dane nie dają pełnego obrazu zróżnicowania sytuacji na rynku pracy i sytuacji dochodowej gospodarstw domowych. Np. wg opublikowanej niedawno przez GUS „Informacji o sytuacji społeczno-gospodarczej kraju w I kw. 2002 r.” tempo wzrostu wynagrodzeń w pierwszych trzech miesiącach roku wyniosło 5,1 proc. r/r w sektorze prywatnym, podczas gdy w podmiotach własności Skarbu Państwa aż 17,5 proc. r/r. Co więcej, płaca w sektorze prywatnym była w I kw. o 16,8 proc. niższa niż w sektorze publicznym. Podczas gdy w przedsiębiorstwach prywatnych ma miejsce znaczny wzrost wydajności produkcji i obniżka jednostkowych kosztów pracy, co z pewnym opóźnieniem powinno stymulować inwestycje, firmy państwowe pozostają „odporne” na zmiany otoczenia gospodarczego i uwarunkowania koniunkturalne. Wzrost płac w sferze budżetowej wyniósł w I kw. 6,7 proc. r/r, a wzrost rent i emerytur 14,4 proc. r/r. Biorąc pod uwagę, że inflacja obniżyła się w tym czasie do

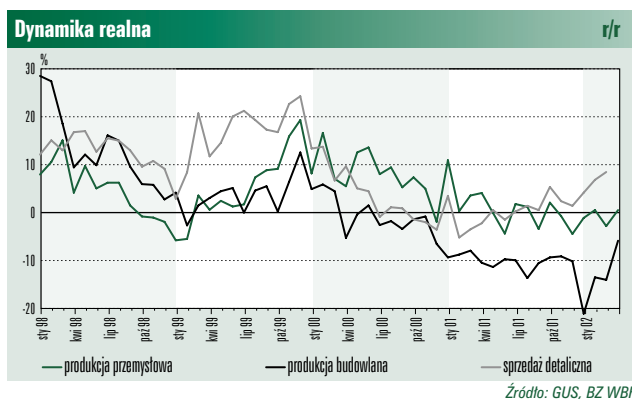
3,4 proc., wzrost siły nabywczej świadczeń socjalnych i wynagrodzeń pracowników sektora publicznego (stanowiących blisko połowę zatrudnionych ogółem) był więc nie najgorszy... jak na fazę spowolnienia.

Produkcja przemysłowa w stagnacji

W marcu dane nt. produkcji przemysłowej wyglądały źle. W kwietniu były faktycznie złe. GUS poinformował, że produkcja spadła o 4,4 proc. m/m i wzrosła tylko o 0,2 proc. r/r. Kwiecień 2002 liczył jeden dzień roboczy więcej niż rok wcześniej, a zatem tak niski wzrost r/r oznacza, iż dane skorygowane o ten czynnik musiały być głęboko na minusie – odwrotnie niż w marcu, kiedy produkcja spadła o 3,2 proc. r/r, ale po skorygowaniu o liczbę dni roboczych wzrost był dodatni. Przetwórstwo przemysłowe miało się niewiele lepiej, spadając o 3 proc. m/m i rosnąc 0,7 proc. r/r – w ujęciu wyrównanym również poniżej zera.

Potwierdzeniem słabości kwietniowych wyników był również publikowany przez GUS indeks produkcji sprzedanej przemysłu oczyszczony z sezonowości, który obniżył się w ujęciu rocznym o blisko 2 proc.

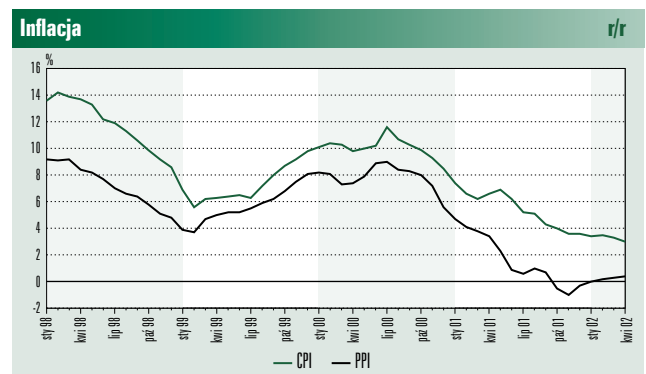
Należy oczekiwać, że dane nt. produkcji przemysłowej za maj ponownie nie zachwycą – prognozujemy spadek w ujęciu rocznym o ok. 3 proc. Będzie to jednak, podobnie jak w marcu, konsekwencją przede wszystkim mniejszej niż przed rokiem liczby dni roboczych. Niska dynamika produkcji zasili jednak prawdopodobnie listę argumentów, na które powoła się Rada Polityki Pieniężnej, ponownie obniżając w czerwcu stopy procentowe (patrz s.9).



Inflacja ciągle spada...

Stopa inflacji spadła w kwietniu do 3,0 proc. r/r z 3,3 proc. w marcu, zbliżając się do kolejnej bariery psychologicznej i bijąc kolejny rekord w polskiej historii po transformacji gospodarczej. Ceny konsumenta wzrosły o 0,5 proc. m/m, napędzane głównie przez skok cen paliw (3,1 proc. m/m), farmaceutyków (2,6 proc.) oraz energii (0,7 proc.). A jednak! „Efekt łapińskiego” zadziałał, choć jego siła była dość ograniczona w porównaniu z poprzednimi kalkulacjami kas cho-

rych (sugerowały one 8 proc. wzrostu cen). Niemniej faktem jest, że ceny leków nie spadły, jak obiecywał minister zdrowia. Wzrost mógł być nawet mocniejszy niż 2,6 proc., ponieważ nowa lista leków refundowanych została wprowadzona od 10 kwietnia, więc zapewne GUS pokazał jedynie 2/3 wzrostu cen w tym miesiącu, a pozostała 1/3 będzie dodana do wyniku majowego. Również wzrost cen gazu okazał się słabszy od oczekiwań, osiągając 0,7 proc. (nasza prognoza wynosiła 1 proc. m/m). Ale ponownie badanie GUS mogło nie uchwycić całego impulsu, ponieważ może on być rozłożony w czasie, więc reszta pokaże się w maju. Najważniejszy czynnik deflacyjny w kwietniu pochodził z rynku żywności, na którym ceny wzrosły 0,5 proc. m/m (około 0,2 proc. mniej niż pokazywały dane wstępne), a więc trzy razy mniej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego.



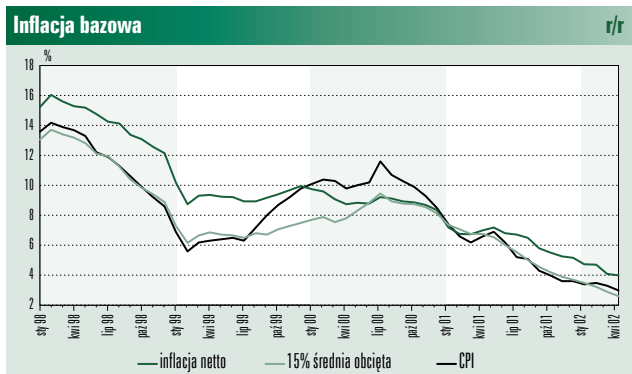
...a będzie jeszcze niżej

Proces spadku cen żywności nabrał w maju tempa, którego nikt się nie spodziewał. GUS poinformował, że ceny te spadły w drugiej połowie maja o 1,3 proc. m/m po spadku o 0,4 proc. w pierwszej połowie miesiąca. To daje w całym miesiącu ok. -0,8 proc. m/m. Ponieważ produkty żywnościowe mają niemal 30-proc. udział w koszyku konsumenta, łatwo sobie wyobrazić, jak silny wpływ na inflację one wywierają. Prognozujemy stopę inflacji w maju na poziomie 2,0-2,1 proc. r/r. A co więcej wydaje się, że nie będzie to jedyny miesiąc tak powolnego wzrostu cen. Dane wskazują, że ścieżka cen żywności w miesiącach letnich tego roku będzie zupełnie odmienna niż zwykle. Z powodu ogromnej nadpodaży na rynkach niemal wszystkich artykułów żywnościowych deflacja cen żywności zaczęła się w tym roku wcześniej i będzie głębsza niż zwykle. To sugeruje, że – w przeciwieństwie do dotychczasowych założeń – również w lipcu i czerwcu tempo CPI pozostanie bez zmian lub lekko spadnie (o 0,1 pkt proc.). Oczywiście w lipcu i sierpniu mogą już wkroczyć inne czynniki, jak interwencje na rynkach lub ochrona celna. Jest bowiem prawdopodobne, że rząd będzie próbował ustabilizować nieco ten trend. Tym niemniej nasza obecna prognoza pozostawia inflację bar-

dzo blisko poziomu 2 proc. r/r w okresie maj–lipiec. Trzy miesiące inflacji zbliżonej (lub nawet poniżej) do tej w strefie euro! To byłby ważny czynnik dla kształtujących politykę pieniężną. Czwarty kwartał przyniesie pewne przyspieszenie cenowe spowodowane podwyżkami cen administrowanych i nie zgadzamy się z prognozą inflacji Ministerstwa Finansów poniżej 3 proc. w grudniu. Jednakże wydaje się prawdopodobne, że inflacja zakończy bieżący rok nieco poniżej dolnego poziomu celu RPP.

Inflacja bazowa również w dół

Wskaźniki inflacji bazowej podążały w kwietniu za dynamiką CPI. Roczna dynamika spadła dla wszystkich pięciu wskaźników bazowych liczonych przez NBP. Co ważne, wskaźnik uważnie śledzony przez członków RPP, czyli 15-proc. średnia obciążona, spadł w tym samym stopniu co wskaźnik podstawowy (o 30 pb). W maju, gdy inflacja CPI zbliży się do 2 proc., 15-proc. średnia obciążona może być nawet poniżej tego poziomu. Inflacja netto (z wyłączeniem cen żywności i paliw) pozostaje znacząco ponad poziomem podstawowej inflacji, potwierdzając, że obecna dezinflacja w dużym stopniu jest wynikiem bardzo niskiej dynamiki cen żywności i paliw. Ale nawet ten wskaźnik osiągnął w kwietniu 4 proc. – dolny limit celu inflacyjnego RPP na 2002 r. Gdy w drugiej połowie roku trend inflacji odwróci się, większość wskaźników bazowych także zacznie rosnać, ale w międzyczasie będą stanowiły one kolejny argument za rozluźnieniem monetarnym.

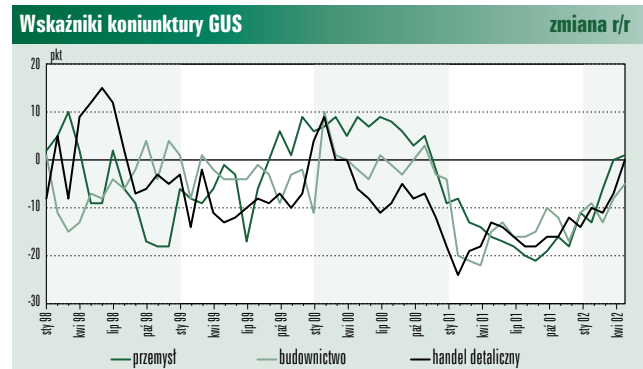


Źródło: GUS, NBP

Tymczasem koniunktura gospodarcza się poprawia...

Pomimo raczej słabych wyników produkcji przemysłowej w kwietniu, majowa koniunktura gospodarcza poprawiła się po raz kolejny. I co istotne, ponownie poprawa była odnotowana przez praktycznie wszystkie ośrodki badawcze zajmujące się tym tematem. Na uwagę zasługuje fakt, że przedsiębiorcy konsekwentnie od kilku miesięcy zgłaszają coraz szybszy napływ nowych zamówień, w tym przede wszystkim zamówień eksportowych. Sami Państwo możecie ocenić, jak się to ma do dramatycznego tonu nawoływania polityków do gwałtownego osłabienia kursu złotego.

Co więcej, coraz większa część przedsiębiorstw zainteresowana jest inwestycjami. Np. wg badania Pentora na zlecenie „Pulsu Biznesu” klimat inwestycyjny poprawił się w maju o 12 pkt m/m i choć bieżący wskaźnik nadal pozostaje ujemny, to wskaźnik oczekiwań osiągnął 6 pkt wobec -6 przed miesiącem. Wskaźnik Pentora i „Pulsu Biznesu” osiągnął poza tym po raz pierwszy od 14 miesięcy wartość dodatnią, opuszczając tym samym strefę dekoniunktury. Pozostałe indeksy pozostały na minusie, podążając jednak konsekwentnie w kierunku obszarów dodatnich.

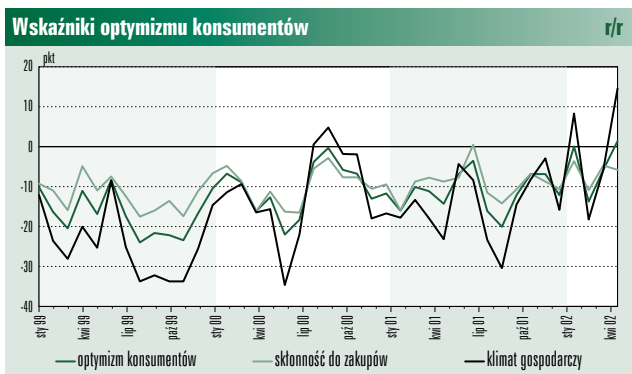


Źródło: GUS, BZ WBK

Najbardziej niepokojącą kwestią ostatnich badań koniunktury, w szczególności autorstwa GUS, jest to, że we wszystkich sektorach proces redukcji miejsc pracy będzie zapewne kontynuowany w takim tempie jak dotychczas, co jest nawet gorszym wynikiem niż w poprzednich miesiącach, kiedy firmy oczekiwały spowolnienia zwolnień. Nie jest to powód do optymizmu, biorąc pod uwagę sytuację na rynku pracy. Może to w konsekwencji zagrozić kontynuacji wzrostu popytu wewnętrznego. Spożycie indywidualne nie może być finansowane w nieskończoność z nagromadzonych oszczędności. To oczywiście musi również oznaczać silne odbicie stopy bezrobocia w drugiej połowie 2002 r., kiedy 900 tysięcy absolwentów wejdzie na rynek pracy. W obliczu jesiennych wyborów samorządowych rząd będzie mocno zdeterminowany, by osiągnąć jakiegokolwiek widoczne oznaki poprawy gospodarczej. Łatwo zgadnąć, co to oznacza dla polityki pieniężnej.

...wraz z optymizmem konsumentów

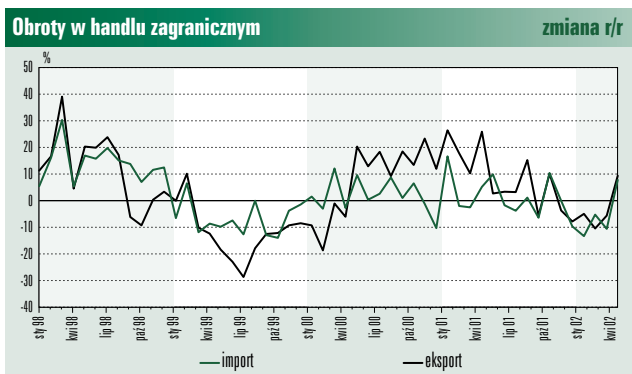
Według Demoskopu w maju optymizm konsumentów wzrósł o 3 pkt do 78 pkt. Wynikało to z lepszych ocen ogólnej sytuacji gospodarczej (8 pkt w górę), podczas gdy skłonność do zakupów spadła. Oczekiwania inflacyjne kontynuowały spadek i nawet obawy związane z wysokim bezrobociem wydają się zanikać, a jeszcze nie odczuliśmy dobrego wpływu nacjonalizacji Stoczni Szczecińskiej na nastroje. Według Pentora gwałtownie pogorszyły się nastroje rolników, ich wskaźnik spadł o 16 pkt. Demoskop podsumował, że należy oczekiwać protestów rolników.



Źródło: Ipsos-Demoskop

Rosną też obroty handlu zagranicznego...

Deficyt obrotów bieżących osiągnął w kwietniu 806 mln USD w porównaniu z 612 mln USD w marcu i 520 mln USD w kwietniu 2001. Był on większy niż oczekiwano, pomimo tego obroty handlowe okazały się zaskakująco dobre. Eksport wzrósł o 13,5 proc. m/m, a import o 12 proc. m/m, obie dynamiki roczne okazały się dodatnie (odpowiednio 9,4 proc. i 7,8 proc. r/r) po pięciu miesiącach głębokich spadków w ujęciu rocznym. RPP przywiązywała dość dużą wagę do tych danych, sugerując, że odzwierciedlają one nadchodzące ożywienie gospodarcze zarówno jeśli chodzi o popyt krajowy, jak i zagraniczny. Chociaż tak znaczny wzrost eksportu i importu po długim okresie stagnacji wygląda co najmniej podejrzanie i może odzwierciedlać jakieś jednorazowe zjawisko, przypominamy, że sygnały poprawy portfela zamówień eksportowych były odnotowywane przez polskie przedsiębiorstwa od co najmniej trzech-czterech miesięcy. A pewne sygnały odradzania się eksportu były już widoczne w danych marcowych, kiedy jego wzrost był wyraźnie lepszy niż wynikałoby to z sezonowości. Oczekujemy, że obroty handlowe będą się poprawiały w nadchodzących miesiącach, choć odrodzenie importu powinno być szybsze, prowadząc do pogłębienia deficytu handlowego. Również deficyt obrotów bieżących będzie się nieco powiększał, do ok. 5 proc. PKB pod koniec roku. Nadwyżka obrotów niesklasyfikowanych, odzwierciedlających handel przygraniczny, zwiększyła się tylko do 238 mln USD z 139 mln USD w marcu, podczas gdy oczekiwaliśmy przynajmniej 400 mln USD.



Źródło: NBP

...oraz podatkowe wpływy do budżetu

Kwietniowe dane o wykonaniu budżetu generalnie potwierdziły optymistyczne sygnały ożywiania aktywności gospodarczej. Deficyt budżetu państwa wzrósł do 50 proc. planu rocznego z 41,1 proc. przed miesiącem. Dochody osiągnęły niemal 30 proc. planu, wzrastając 2,2 proc. r/r (styczeń–kwiecień) wobec 3,5 proc. r/r zaplanowanych na cały rok. Wydatki (34,2 proc. planu) wzrosły o 4,1 proc. r/r, wolniej niż 7,1 proc. r/r zakładanych w planie. Wyniki dochodów potwierdzają wcześniejsze sygnały poprawy w sektorze przedsiębiorstw. Podatki pośrednie przyspieszyły do 9,7 proc. r/r w okresie styczeń–kwiecień oraz 21,2 proc. r/r w kwietniu. Chociaż trudno oddzielić efekt gospodarczego ożywienia od efektu nowo wprowadzonych podatków (akcyza na prąd, wyższe stawki VAT), ten skok zapewne częściowo odzwierciedla dobre wyniki sprzedaży detalicznej w marcu. Wpływy z CIT pozostają silne, wzrastając 14,1 proc. r/r narastająco oraz 15,3 proc. r/r w kwietniu, znacznie powyżej 4,2 proc. założonych na cały rok. Dochody z PIT były raczej słabe, zwłaszcza jeśli weźmiemy pod uwagę, że pełen efekt podatku od odsetek ujawnił się dopiero w tym miesiącu. Mogły się do tego przyczynić dwa czynniki: nominalny spadek funduszu płac oraz to, że wiele osób mogło zdecydować się na skorzystanie z ulg na zakup mieszkania, zanim zostały zlikwidowane. Generalnie dochody budżetu wyraźnie poprawiają się, pokazując dość optymistyczne perspektywy zrealizowania tegorocznego budżetu. Strona wydatków także wygląda porządnie, gdyż dynamika wydatków pozostaje pod kontrolą i poniżej planu. Jedynym niezwykle czynnikiem był silny wzrost kosztu obsługi długu krajowego (132,2 proc. w kwietniu), co zapewne wynikało z opóźnienia pewnych płatności marcowych (wynik za marzec był nadspodziewanie niski -52 proc. r/r).

Wydatki i dochody budżetowe, % r/r, narastająco **tab. 3**

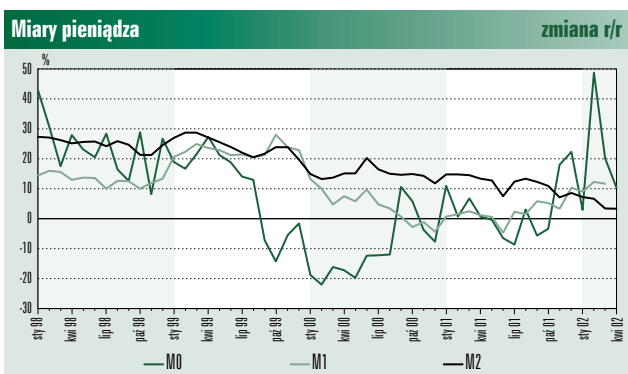
	XI 01	XII 01	I 02	II 02	III 02	IV 02	PLAN 2002
DOCHODY	3,9	3,4	-10,7	0,0	-1,0	2,2	3,4
podatki pośrednie	2,6	3,3	-3,2	3,9	6,0	9,7	10,9
CIT	-21,9	-20,9	-40,8	6,3	13,7	14,1	4,2
PIT	1,9	1,7	-5,0	-0,8	1,9	-0,5	13,5
dochody jednostek budżetowych	29,4	21,4	-47,3	-24,2	-43,4	-35,6	-31,4
cla importowe	-19,9	-19,6	-14,0	-8,9	-8,8	-9,4	-14,9
WYDATKI	12,8	14,5	3,1	5,3	2,3	4,1	7,1

Źródło: szacunki BZ WBK

Statystyki pieniężne zakłócone przez zmianę metodologii

Poczynając od marca, po tym jak bank centralny zmienił metodologię statystyk pieniężnych oraz standardy raportowania przez banki komercyjne, dane nt. podaży pieniądza oraz jej komponentów nie są zbyt wiarygodne (to raczej łagodne określenie). Dowiodły tego dane opublikowane przez NBP w kwietniu – przedstawione liczby całkowicie różnią

się od tego, co zobaczyliśmy miesiąc wcześniej, a różnice w poszczególnych składnikach (w porównaniu z wynikami sprzed miesiąca) sięgają kilkunastu(!) miliardów złotych. Wynika to prawdopodobnie z dwóch powodów: po pierwsze banki robią poważne błędy w swoich raportach sporządzanych według nowego schematu, a to zaburza wyniki z ostatnich miesięcy. Po drugie serie danych historycznych opublikowane przez NBP za pięć ostatnich lat są oparte na szacunkach banku centralnego i mogą być obciążone błędami. Jakość danych powinna się poprawiać z każdym miesiącem. Na razie jednak postanowiliśmy, że nie będziemy szczegółowo omawiać tych liczb. Jedyne, co może być warte wspomnienia to fakt, że dane te wskazują na mocne przyspieszenie kredytów gospodarstw domowych oraz dramatyczny spadek ich depozytów. Trudno jednak powiedzieć, czy to rzeczywiste trendy, czy kolejne błędy w obliczeniach NBP. Niepokojący jest również systematyczny wzrostowy trend wąskiego agregatu M1, który w poprzednich latach zwykle wyprzedzał odbicie inflacyjne.



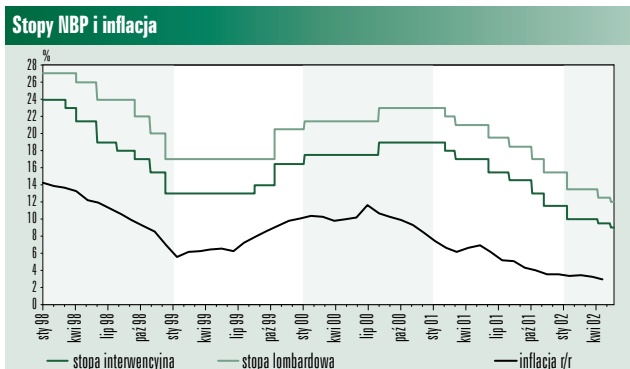
Źródło: NBP

Pod lupą: Bank centralny

- RPP obniżyła stopy procentowe o 50 pb, pokazując, że argumenty ekonomiczne znaczą więcej niż polityka
- Następną obniżka o kolejne 50 pb prawdopodobna już w czerwcu
- Balcerowicz lubi kompromisy – jak głosowali członkowie RPP w 2001 r.
- RPP jednogłośnie odrzuciła interwencje walutowe
- Rozmowy o strategii przed wejściem do strefy euro rozpoczęte

RPP ponownie obniżyła w maju stopy procentowe

W środę 29 maja Rada Polityki Pieniężnej obniżyła wszystkie stopy procentowe o 50 pb i podtrzymała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Od 30 maja główna stopa referencyjna wynosi 9 proc., stopa lombardowa 12 proc., redyskontowa 10,5 proc., a stopa depozytowa 6 proc. W związku z tym łączna skala redukcji stóp przez ostatnie 14 miesięcy – od początku cyklu poluzniania polityki pieniężnej – osiągnęła 1000 pb (w przypadku stopy lombardowej nawet 1100 pb). Chociaż nie oczekiwaliśmy, by decyzja ta została podjęta już w maju, należy podkreślić, że tym razem miała ona silne podstawy ze strony danych ekonomicznych. Okazało się, że te argumenty były znacznie ważniejsze dla członków RPP niż czynniki polityczne. To dobrze, bo stanowi to czytelny dowód ich rzeczywistej niezależności.



Oficjalny komunikat RPP wyjaśniający, decyzję wywołał, jak zawsze zresztą, mieszane odczucia. Z jednej strony RPP odnotowała wiele czynników wspierających pozytywny scenariusz niskiej inflacji, jak: poprawa oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, spadek miar inflacji bazowej, spowolnienie dynamiki wynagrodzeń oraz wzrostu cen żywności. Z drugiej strony generalny pogląd RPP na gospodarkę w dalszej części tego roku nie zmienił się. Zauważono nawet kilka nowych czynników potwierdzających nadchodzące ożywienie: znaczna poprawa wyników finansowych

przedsiębiorstw w I kw. 2002, poprawa w handlu zagranicznym, rosnące dochody podatkowe budżetu, poprawa w sektorze budowlanym. Komunikat nie dostarcza wskazówek pomocnych przy przewidywaniu, kiedy możliwe są następne zmiany stóp procentowych. Prawdę mówiąc, właściwie ten sam tekst mógłby zostać wykorzystany w czerwcu zarówno do umotywowania obniżki stóp, jak i jej braku. Co istotne, RPP stwierdziła, że antycypuje głęboki spadek inflacji w maju (choć nie wiadomo jak głęboki), więc teoretycznie, jeśli tempo wzrostu CPI zbliży się do ok. 2 proc. r/r, nie musi to być czynnikiem decydującym o kolejnym cięciu stóp. Niemniej jednak spadek inflacji w kwietniu został również określony jako „zgodny z oczekiwaniami” RPP, a jednocześnie wymieniony na liście argumentów wspierających majową obniżkę.

Będą kolejne obniżki

Po informacji o bardzo silnym spadku cen żywności w maju i zweryfikowaniu w dół prognoz inflacyjnych nie tylko na maj, ale i na całą dalszą część roku (patrz poprzednia sekcja), należy również rozważyć rewizję scenariusza stóp procentowych. Obecnie wydaje się bardzo prawdopodobne, że już w czerwcu RPP ponownie zredukuje stopy o 50 pb, co będzie trzecią obniżką z kolei. Kilka czynników wspierałoby taką decyzję, przede wszystkim wskaźnik inflacji może osiągnąć kolejną psychologiczną barierę (2 proc.). Potem prawdopodobnie pozostanie na tym poziomie (lub nawet nieco poniżej) przez następny kwartał. Po takim spadku inflacji, oczekiwania inflacyjne z pewnością również gwałtownie spadną. Dane o produkcji przemysłowej za maj będą wyglądały bardzo mizernie (prognozujemy spadek o ok. 3 proc. r/r) ze względu na mniejszą liczbę dni roboczych. Ponadto presja rynku na obniżkę stóp będzie bardzo intensywna. Mimo wszystko złoty jest ciągle dość mocny i pozostanie taki nawet po obniżce stóp procentowych o 50 pb, przyczyniając się do niskich cen w kolejnych miesiącach. Dlaczego więc nie 100 pb? Jest to możliwe, ale raczej nie za jednym strzałem. RPP wyraźnie sygnalizowała dwa miesiące temu, że przechodzi do mniejszych kroków, aby zmniejszyć oczekiwania rynku na dalsze cięcia, co okazało się zresztą skuteczne. Porzucenie teraz tego zobowiązania doprowadziłoby do zmarnowania tego, co już udało się uzyskać. Następną 50 pb byłoby możliwe w sierpniu lub wrześniu, szczególnie że w tym momencie RPP miałaby informację o tym, czy i na ile sytuacja na rynku żywności odwróci się wskutek interwencji państwa oraz pozna wstępne szacunki budżetowe na przyszły rok.

Balcerowicz lubi kompromisy

NBP opublikował „Raport o inflacji” za 2001 r. Pośród wielu interesujących kwestii zawartych w tym opracowaniu zamieszczono również dokładne wyniki głosowania nad stopa-

mi procentowymi w 2001 r. Zestawienie jest dość przydatne, gdyż pozwala nieco dokładniej przeanalizować proces decyzyjny RPP w ubiegłym roku. Rezultaty przedstawione są w tabeli. Mogą państwo z łatwością zidentyfikować członków RPP należących do obozu „gołębi”, oraz tych należących do „jastrzębi”. Dwie osoby wyróżniają się w zestawieniu: „super-jastrząb” Marek Dąbrowski, który nigdy nie głosuje za redukcją stóp, oraz „super-gołąb” Janusz Krzyżewski, zawsze popierający obniżki. Sposób głosowania prezesa NBP Leszka Balcerowicza sugeruje, że preferuje on kompromisy – w sytuacji gdy gołębie żądają redukcji, a jastrzębie są przeciwko, prezes wspiera obniżkę stóp, jednak w ograniczonej skali. Głos Balcerowicza przesądził o wyniku głosowania trzy razy (pośród siedmiu głosowań) w 2001 r.

Wyniki głosowań RPP nad zmianami stóp **tab. 4**

	II 150	II 100	III 100	V 200	V 100	VI 200	VI 150	VIII 100	X 200	X 100	X 150	XI 150
	tak		tak		tak		tak		tak		tak	
Balcerowicz	-	+	+	-	-	-	+	+	-	-	+	+
Dąbrowski	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Grabowski	-	+	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-
Józefiak	-	+	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-
Krzyżewski	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+
Łączkowski	-	+	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-
Pruski	-	+	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-
Rosati	+	-	+	+	+	+	-	+	+	-	+	+
Wójtowicz	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-	+	+
Ziółkowska	+	-	+	+	+	+	-	+	+	-	+	+

Źródło: Raport o inflacji za rok 2001, NBP

Rozmowy o strategii przed wejściem do strefy euro rozpoczęte

Istotne było również to, że przedstawiciele banku centralnego oraz minister Belka rozpoczęli debatę nad polską strategią walutową przed wejściem do ERM2 i EMU oraz ustalili dalsze terminy spotkań, by dyskutować tę kwestię. Jeśli wszystko pójdzie dobrze, istnieje szansa, że dojdą oni do porozumienia latem, być może w lipcu lub sierpniu. RPP potrzebuje tego porozumienia, aby ustalić swoją średnioterminową strategię na następne lata, a rząd, by zapewnić spokojne finansowanie budżetu. Mimo wszystko, aby osiągnąć kompromis i być wiarygodnym w dążeniu do szybkiego wstąpienia do EMU, Marek Belka powinien zrobić coś ze swoją średnioterminową strategią finansów publicznych, a wcześniej – z budżetem 2003. Czy jest to możliwe? Zobaczmy...

RPP jednogłośnie odrzuciła interwencje walutowe

Po podjęciu decyzji o obniżce stóp procentowych RPP spotkała się z Markiem Belką, by przedyskutować rządową propozycję zmian w polityce kursu walutowego. Minister finansów przybył w asyście trzech osób – Marka Wagnera, szefa kancelarii premiera, ministra pracy Jerzego Hausnera i wiceministra finansów Andrzeja Raczki. Spotkanie było bezowocne, jak można się było spodziewać. Podczas konferencji prasowej Leszek Balcerowicz podkreślił, że RPP jednogłośnie stwierdziła, iż obecny kurs płynny jest korzystny dla gospodarki i nie powinien być zmieniany czy modyfikowany. Powtórzył również, że cała kampania mająca na celu osłabienie złotego zapoczątkowana przez rząd jest nieuzasadniona, biorąc pod uwagę dobre wyniki polskiego eksportu w kwietniu, znaczną poprawę wyników finansowych polskich przedsiębiorstw w I kw. 2002 oraz fakt, że większość handlu zagranicznego jest rozliczana w euro, które obecnie umacnia się wobec złotego. Szczerze mówiąc najbardziej klarowna wiadomość z konferencji prasowej była taka, że RPP podoba się obecny reżim kursowy, nie uważa interwencji walutowych ani za skuteczne, ani pożądane, oraz że nie będzie dążyć do sztucznego osłabiania polskiej waluty.

Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej

W maju publiczne wypowiedzi przedstawicieli NBP były głównie odpowiedzią na rozpętaną przez rząd kampanię w sprawie kursu walutowego. Po pierwsze odpierali oni zarzut, że to polityka pieniężna prowadzona przez RPP jest najważniejszą przyczyną wzrostu wartości złotego. Członkowie Rady wskazywali raczej politykę rządu, a ściślej rzecz biorąc rekordową emisję papierów skarbowych w bieżącym roku jako główny czynnik wywołujący to niepożądane z punktu widzenia rządu zjawisko. Po drugie wszyscy przedstawiciele banku centralnego odrzucali pomysł ministra finansów Marka Belki, aby NBP zrezygnował z polityki nieinterweniowania na rynku walutowym i kontrolował kurs złotego poprzez interwencje. Ich zdaniem operacje te byłyby niespójne z przyjętą przez RPP polityką bezpośredniego celu inflacyjnego oraz istniejącym w Polsce systemem wolnych przepływów kapitałowych. Ponadto byłyby one także kosztowne i z góry skazane na niepowodzenie oraz naraziłyby kraj na ryzyko kryzysu walutowego.

KTO, KIEDY, GDZIE	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Dariusz Rosati, członek RPP; PAP, 8.05	<p>„Jesteśmy nadal za rynkowym kursem. Uważamy, że połączenie bezpośredniego celu inflacyjnego i kontrolowanego kursu jest niespójne, kosztowne i niewskazane.”</p> <p>„Jak najbardziej jestem gotowy do rozmowy na temat tego, w jaki sposób doprowadzić do sytuacji, w której kurs złotego bardziej odzwierciedlałby fundamenty, a nie spekulacyjny napływ kapitału w instrumenty Skarbu Państwa, jakie sprzedaje pan minister Belka.”</p> <p>„Aprecjacja złotego wynika z trzech powodów. Po pierwsze mamy efekt Balassy-Samulesona, czyli szybszy wzrost wydajności pracy, po drugie mamy napływ kapitału, po trzecie mamy wysokie stopy procentowe. Te trzy czynniki będą powodowały, że złoty będzie mocny. To może negatywnie wpływać na kondycję sektora eksportowego.”</p> <p>„Jednak podstawową przyczyną umocnienia złotego jest konieczność sfinansowania wysokich potrzeb pożyczkowych państwa. Napływ kapitału do Polski w ostatnich 3-4 miesiącach w wysokości 2 mld USD w 90 proc. jest napływem w obligacje skarbowe, które sprzedaje pan minister finansów, by sfinansować budżet. Gdybyśmy obniżyli stopy o dalsze 5 pkt, choćby teoretycznie, to i tak musiałby on finansować budżet i sprzedawać obligacje po takich cenach i rentownościach, by przyciągnąć kapitał.”</p> <p>„Wszystkie kraje, które przeszły przez kryzys walutowy miały w jakiś sposób kontrolowany kurs walutowy. Natomiast Polska jest jedynym krajem w regionie, który takiego kryzysu nie przeszedł i nie znam przypadku kryzysu w kraju, który ma płynny kurs.”</p>
Radio ZET, 9.05	<p>„Złoty tak jak byśmy patrzyli w tej chwili na bilans handlowy, na kształtowanie się eksportu i importu i na napływ autentycznych inwestycji bezpośrednich, takich nie związanych ze spekulacją, to złoty pewnie powinien być trochę słabszy, ale nie chcę powiedzieć o ile, bo to jest sprawa, którą powinien kształtować rynek.”</p>
Rzeczpospolita, 16.05	<p>„Mamy doświadczenia, że systematyczne interwencje są nieskuteczne i kosztowne, w sytuacji gdy rynek jest przekonany, że waluta będzie się wzmacniać. A Polska jest w takiej sytuacji. (...) Trwałe osłabienie złotego jest niemożliwe.”</p>
PAP, 16.05	<p>„Korytarze kursowe są niedobrym rozwiązaniem. Skłaniają do spekulacji i testowania granic przedziału wahań.”</p> <p>„My się sceptycznie odnosimy co do skuteczności systematycznych interwencji. Ponadto jeżeli miałyby one być sterylizowane, to są kosztowne, a jakby miały być niesterylizowane, to przy takiej skali napływu kapitału zapewne mielibyśmy bardzo szybko wzrost inflacji i utratę kontroli nad podażą pieniądza.”</p>
PAP, 29.05	<p>„To umocnienie złotego w ostatnim czasie ma się ku końcowi. Wydaje nam się, że mamy orientację co do przyczyn tego umocnienia. Tą główną przyczyną jest duża podaż papierów skarbowych. Więc spodziewamy się, że w następnych miesiącach podaż będzie się zmniejszać.”</p> <p>„Sygnały nadchodzące z danych o cenach żywności pokazują, że inflacja w maju może spaść poniżej 2,5 proc. To jest prawdopodobnie koniec okresu spadającej inflacji.”</p> <p>„W II połowie roku nastąpi lekkie przyspieszenie wskaźnika inflacji. Ostatnie dane wskazują, że inflacja na koniec roku ukształtuje się poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego.”</p>
Andrzej Bratkowski, wiceprezes NBP; PAP, 8.05	<p>„Moim zdaniem interwencja na rynku walutowym byłaby w obecnej sytuacji nieefektywna, bo zagrażałaby skuteczności polityki pieniężnej oraz groziła stratami finansowymi NBP i budżetu.”</p> <p>„To co się dzieje na rynku walutowym w tej chwili nie stwarza nowego zagrożenia, bo siła złotego wynika ze zmiany kursu euro wobec dolara, dla polskiej gospodarki najważniejszy jest kurs wobec euro. [...] Handlujemy przede wszystkim ze strefą euro, a część naszych kosztów importowych, relatywnie większa niż w eksporcie jest związana z dolarem, czyli ta zmiana kursów jest korzystna. To, co się działo w ostatnich tygodniach na rynku walutowym nie stwarza żadnego nowego zagrożenia.”</p> <p>„Z całą pewnością Ministerstwo Finansów ma też świadomość, że w znacznym stopniu kurs złotego jest silny, gdyż musimy finansować deficyt budżetowy, a udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu tego deficytu jest wysoki.”</p> <p>„Jeżeliby interpretować ten apel Belki jako wezwanie do zmiany mechanizmu kursowego, to NBP nie ma jeszcze jednoznacznego oficjalnego stanowiska, jaki mechanizm w przyszłości byłby najlepszy. [...] Ale wydaje mi się, że bank będzie raczej skłonny do wybierania jednego z końcowych rozwiązań, czyli pozostawienie obecnego systemu płynnego kursu, albo przejście do sztywnego kursu, przeciwko któremu minister finansów się już wypowiadał.”</p> <p>„Doświadczenia czeskie, interwencji banku centralnego przy niskich stopach procentowych i silnej presji aprecjacyjnej powinny być przestrożą dla zwolenników powrotu do form kursu sterowanego. Jedynym właściwie skutkiem tych interwencji było przejście od zysku banku centralnego do strat. Taki system jest nieefektywny i nie sądzę, żeby RPP zdecydowała się na wybór takiego mechanizmu kursowego. Mówimy tu o okresie od dziś aż do wejścia do ERM2. [...] Jest mało prawdopodobne, żeby RPP optowała za rozwiązaniem pośrednim pomiędzy kursem płynnym, albo przyjęciem stałego kursu złotego. [...] W końcowej formie sztywny kurs może mieć postać jednostronnej euroizacji, ale to jest raczej niemożliwe biorąc pod uwagę stanowisko UE w tej sprawie, to może być też currency board albo jakaś słabsza wersja niż currency board.”</p>
Leszek Balcerowicz, prezes NBP; PAP, 11.05	<p>„Jeśli kształtowanie się kursu złotego do dolara i euro porównamy z kursem czeskiej korony i węgierskiego forinta do dolara i euro, to okaże się, że te wszystkie waluty się umocniły. To są wspólne tendencje – oczekiwanie, że te trzy kraje wejdą do UE i będą jeszcze bardziej atrakcyjne. To jest pewien efekt uboczny spodziewanego sukcesu.”</p>
Reuters, 16.05	<p>„Problem złotego jest sprawą drugorzędą w porównaniu z reformami, sprawami fundamentalnymi, które będą wpływały na tempo naszego wzrostu nie przez rok czy dwa, ale systematycznie przez lata.”</p> <p>„Nie mamy do czynienia z aprecjacją, mamy do czynienia z epizodem, złoty jest obecnie słabszy niż średnio był w całym ubiegłym roku lub może na tym samym poziomie.”</p>
Reuters, 21.05	<p>„Chciałbym wszystkich zapewnić, a niektórych uspokoić, że NBP będzie nadal strażnikiem stabilności pieniądza.”</p>

- PAP, 23.05 „We wszystkich dobrze zbudowanych państwach świata bank centralny jest niezależny, aby mógł chronić ludzi przed inflacją. Pozbawienie niezależności banku centralnego miałyby wobec tego smak drożyny. A z drożyny nie rodzi się dobrobyt.”
- PAP, TVN, 29.05 „Rada Polityki Pieniężnej przedstawiła wyniki analiz dotyczące propozycji rządu i jednomyślnie uznała, że pozostawienie obecnego kursu walutowego jest korzystnym rozwiązaniem dla kraju.”
 „Umówiliśmy się jednocześnie z przedstawicielami rządu na robocze spotkania, które powinny być dobrą normą, a tematyka spotkań ma głównie dotyczyć strategii kursowej o wyraźnym powiązaniu z problematyką europejską, ściśle ze zmierzaniem do unii gospodarczej i walutowej.”
 „Nie widzę podstaw do twierzeń, które uznają złotego za przewartościowanego.”
 „Dla polskiego eksportu szczególnie istotny jest kurs złotego do euro, który jest obecnie słabszy niż był rok temu. Niezbyt zrozumiała jest kampania, żeby osłabić złotego.”
 „W moim przekonaniu należy kierować się tym, jak reaguje eksport. Dane z kwietnia pokazują, że eksport wyraźnie wzrósł. Wzrósł też import – co wskazuje, że w polskiej gospodarce najprawdopodobniej nastąpi ożywienie.”
 „Jeżeli działają bardzo potężne siły, które pchają złotówkę w kierunku wzmocnienia się (a są to oczekiwania większej stabilności i opłacalności inwestycji w związku z wejściem Polski do Unii, a także duże zapożyczanie się budżetu, co przyciąga kapitał portfelowy, to żadne interwencje nie są w stanie tego neutralizować. To doświadczenie międzynarodowe.”
 „Pierwszej siły nie możemy zneutralizować, bo przecież chcemy wejść do UE – opłaci się nam to; w przypadku drugiej – im więcej pożyczka budżet z banków tym mniej zostaje dla przedsiębiorców – nie mogą się więc rozwijać. RPP jest w tym przypadku jednomyślna – jeżeli występują potężne siły działające na rzecz wzmocnienia złotego, wtedy jakiegokolwiek interwencje są nieskuteczne.”
-
- Bogusław Grabowski, członek RPP;
 Reuters, 13.05 „W obecnej chwili uważam, że interwencja jest nie do przyjęcia.”
 „Nie stoi się przed pędzącym pociągiem.”
- PR3, 14.05 „Podstawową przyczyną [silnego złotego] jest polityka fiskalna.”
 „Ceny na usługi są w Polsce jeszcze znacznie niższe i będziemy mieli w procesie konwergencji tych cen dostosowywanie do cen na poziomie Unii będziemy mieli proces wzmocnienia polskiej waluty i tak będzie przez lata. [...] Złoty będzie coraz mocniejszy.”
 „Zmiana ilości członków w trakcie kadencji jest niczym innym, jak politycznym zamachem na niezależność banku centralnego.”
- Rzeczpospolita, 20.05 „Inwestorzy są przekonani, że złoty będzie się wzmocniał. W tej sytuacji interwencje są nieskuteczne.”
 „Zanim wprowadziliśmy [system kursu płynnego] w kwietniu 2000 roku, przez kilka miesięcy dyskutowaliśmy. Potem kilka miesięcy naszą propozycję rozważał rząd. Chyba nikt nie oczekuje, że teraz wrócimy do korytarza wahań po półgodzinnej rozmowie.”
-
- Wiesława Ziółkowska, członek RPP;
 PAP, 13.05 „Ja bym preferowała działanie za pomocą stóp procentowych tak, aby zahamować oczekiwania dalszych obniżek stóp. W tym momencie jest to najskuteczniejsze rozwiązanie, ale nie przesądzam, że jedyne i ostateczne.”
 „Nawet sam prezes NBP nie wie, czy interwencja byłaby skuteczna. Trzeba by było spróbować tego sposobu wpływania na kurs walutowy. Niewątpliwie złoty jest zbyt silny i nie odzwierciedla fundamentów polskiej gospodarki.”
 „Wolałabym, gdyby kształtował to rynek, ale jeśli okazuje się, że rynek przewartościowuje, ze względu na wysokość stóp, to lepiej może reagować stopami, a nie interwencją.”
- PAP, 28.05 „W maju inflacja wyniesie 2,5-2,7 proc., natomiast w czerwcu utrzyma się na poziomie z maja lub będzie lekko wyżej z uwagi na niską bazę ubiegłoroczną. W następnych miesiącach ze względu na efekt cen kontrolowanych inflacja może nieco wzrastać.”
 „Ożywienie w naszym kraju uzależnione jest m.in. od sytuacji zewnętrznej. W USA są oznaki ożywienia, chociaż różne bywają tego oceny. W gospodarce niemieckiej, z którą bardzo silnie powiązana jest Polska, ożywienia na razie nie ma. (...) Perspektywa poprawy sytuacji zewnętrznej i wzrostu naszego eksportu odsuwa się na kolejne kwartały.”
-
- Grzegorz Wójtowicz, członek RPP;
 Reuters, PAP, 14.05 „Doświadczenie uczy nas, że system wolnych przepływów kapitałowych musi mieć system wolnego kursu złotego. Nie można więc manipulować przy wolnym kursie złotego. [...] Propozycję rozmów ze strony rządu należy postrzegać jako koordynację polityki przygotowującą Polskę do wejścia do mechanizmu ERM-2. [...] Trudno dyskutować publicznie o zmianach w reżimie kursowym.”
 „Trzeba o tych sprawach bardzo poważnie dyskutować i widzieć je w układzie strategicznym, długofalowym.”
- Rzeczpospolita, 16.05 „Możemy zdecydować się na ustalenie kursu centralnego złotego wobec euro z szerokim przedziałem wahań, np. +/- 15 proc. Ale tylko w sytuacji, gdy będziemy absolutnie przekonani, że będziemy wkrótce w systemie ERM2, a potem zamienimy złotego na euro.”
- Reuters, 16.05 „Nabywanie obcych walut przez rząd na rynku jest mniej kosztowne niż interwencje NBP i może być bardziej efektywne.”
-
- Jerzy Pruski, członek RPP;
 Radio Zet, 21.05 „Każdy ekonomista wie, że radykalna obniżka stóp osłabiłaby złotego. Byłaby ona błędem w obecnej sytuacji.”
 „Czasami są bardzo specyficzne sytuacje, kiedy rozważa się interwencje walutową. W Polsce nie ma teraz takiej sytuacji.”
 „Nowelizacja ustawy o NBP będzie szkodliwa dla gospodarki.”
 „Minister finansów ma na uwadze krótki okres, jego celem jest prowadzić politykę, która doprowadzi do zwycięstwa w kolejnych wyborach.”
 „RPP jest wygodnym chłopcem do bicia.”
-
- Janusz Krzyżewski, członek RPP;
 PAP, 22.05 „Raczej wykluczałbym podjęcie decyzji nawet o nieznacznej obniżce stóp procentowych na majowym posiedzeniu.”
 „W polskiej sytuacji polityka stóp procentowych powinna brać pod uwagę nie tylko bieżące procesy, takie jak np. spadek inflacji w kwietniu do 3 proc., ale także je antycypować.”
 „Nie można wykluczyć, że pod koniec roku może dojść do podniesienia stóp procentowych, choć w taką ewentualność nie wierzę.”

Informacja z posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w dniach 28-29 maja 2002

W dniach 28-29 maja 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 instytutów 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.

W odpowiedzi na propozycje rządu Rada Polityki Pieniężnej przedyskutowała zasady funkcjonowania systemu kursowego w Polsce. Rada opowiedziała się za pozostawieniem systemu kursowego bez zmian.

I. Uwarunkowania zewnętrzne.

Od poprzedniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej nie zmieniły się prognozy wzrostu gospodarczego na świecie. Otoczenie zewnętrzne powinno sprzyjać ożywieniu gospodarczemu w Polsce.

- W gospodarce amerykańskiej widoczne są już symptomy ożywienia. Prawdopodobieństwo trwałości poprawy koniunktury zwiększają dane o kwietniowym przyroście zamówień na dobra trwałe użytku oraz lepsze perspektywy kształtowania się zysków przedsiębiorstw. Tak jak przed miesiącem wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych jest szacowany na 2,2 proc. w 2002 r. oraz 3,5 proc. w 2003 r.
- Ożywienie w gospodarce strefy euro będzie słabsze i wolniejsze niż w Stanach Zjednoczonych. Wzrost gospodarczy w strefie euro jest oceniany na 1,2 proc. w br. i 2,9 proc. w 2003 r., a w Niemczech odpowiednio na 0,9 proc. i 2,8 proc.

II. Produkcja, wzrost gospodarczy.

Ogólna ocena perspektyw wzrostu aktywności gospodarczej nie zmieniła się od poprzedniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej.

- Wiele informacji wskazuje na rosnące prawdopodobieństwo ożywienia gospodarczego:
 - Wyraźnie poprawiły się wyniki finansowe przedsiębiorstw. W I kw. br. osiągnęły one 1,7 mld zł zysku netto wobec 15,8 mln zł straty netto przed rokiem. Zyski przedsiębiorstw mogą posłużyć na finansowanie inwestycji.
 - W I kw. br. zapasy wyrobów gotowych w przedsiębiorstwach zmniejszyły się o 6,7 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku.
 - Po 5 miesiącach spadku wpływy z eksportu w kwietniu br. były o 9,4 proc. wyższe niż przed rokiem, co może potwierdzać opinie przedsiębiorców wyrażane w badaniach koniunktury o rosnącym popycie zagranicznym. Wzrosły też o 7,9 proc. wyplaty za import, co z kolei sygnalizowałoby ożywienie popytu krajowego.
 - Utrzymała się tendencja wzrostu sprzedaży detalicznej. W kwietniu br. była ona o 3,1 proc. wyższa niż przed rokiem, a w okresie styczeń–kwiecień 2002 r. o 5,2 proc. wyższa niż w analogicznym okresie 2001 r.
 - W okresie styczeń–kwiecień br. dochody z podatków były o 8,3 proc. wyższe niż przed rokiem. Dochody z podatków pośrednich wzrosły o 9,7 proc. (a w kwietniu o 21,2 proc. – co w części wynikało z wprowadzonych zmian systemowych, zwłaszcza akcyzy na energię elektryczną), a dochody z podatku dochodowego od osób prawnych o 14,1 proc.
 - W kwietniu br. wyraźnie zmniejszyła się skala spadku produkcji budowlano-montażowej. Po usunięciu czynników sezonowych była ona o 4,8 proc. niższa niż przed rokiem wobec spadku o 13,8 proc. w lutym i o 13,5 proc. w marcu br.
 - W maju br. dalszej poprawie uległy wyniki badań koniunktury. Ogólna ocena koniunktury w przetwórstwie przemysłowym jest zbliżona do kwietniowej oraz lepsza niż przed rokiem (choć nadal negatywna). Oceny bieżącej produkcji oraz przewidywania dotyczące przyszłego popytu i produkcji są pozytywne. Klimat koniunktury w budownictwie jest oceniany pozytywnie, lepiej niż w kwietniu, a w handlu detalicznym mniej pesymistycznie niż miesiąc temu.
- Jednocześnie dane o produkcji sprzedanej przemysłu wskazują, że gospodarka w tym dziale nie przeszła jeszcze do fazy ożywienia. W kwietniu br. – przy dłuższym o jeden dzień roboczy czasie pracy – produkcja przemysłu była o 0,2 proc. wyższa niż przed rokiem. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych zanotowano spadek produkcji o 0,9 proc. Utrzymuje się obserwowana od 13 miesięcy stabilizacja trendu produkcji sprzedanej przemysłu. Ponadto spadek dynamiki płac – choć korzystny dla przyszłej inflacji – może przyczynić się do ograniczenia tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego.

III. Płace, świadczenia społeczne.

1. W porównaniu do sytuacji przed miesiącem zmniejszyły się roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach, co może sygnalizować spadek presji płacowej w gospodarce.
W kwietniu br. przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw było o 2,3 proc. wyższe niż przed rokiem, a w ujęciu realnym zanotowano spadek o 0,6 proc. W okresie styczeń–kwiecień 2002 r. przeciętna płaca w przedsiębiorstwach była o 4,5 proc. wyższa niż w analogicznym okresie ub.r., a realnie wzrost wyniósł 1,2 proc.
2. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w kwietniu o 0,3 proc. w porównaniu z marcem i było o 4,8 proc. niższe niż w kwietniu 2001 r. W kwietniu br. zanotowano sezonowy spadek liczby zarejestrowanych bezrobotnych. Stopa bezrobocia spadła z 18,1 proc. do 17,8 proc.

IV. Sytuacja w sektorze finansów publicznych.

Od poprzedniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej nie pojawiły się informacje skłaniające do zmiany oceny sytuacji w finansach publicznych zarówno w bieżącym, jak i w przyszłym roku.

- Dane o wykonaniu budżetu państwa wskazują, że nie widać większych zagrożeń dla realizacji ustawy budżetowej na rok 2002. Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych w 2002 r. utrzyma się jednak na bardzo wysokim poziomie (ok. 5 proc. PKB), co ma niekorzystny wpływ na gospodarkę. Skutkiem dużego deficytu i małych przychodów z prywatyzacji jest wysoka podaż papierów skarbowych niezbędna dla sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu, która powoduje:
 - ograniczenie możliwości finansowania rozwoju przedsiębiorstw;
 - napływ zagranicznego kapitału portfelowego lokowanego w obligacje rządowe, czym przyczynia się do umacniania kursu złotego nie wzmacniając zarazem – w odróżnieniu od bezpośrednich inwestycji zagranicznych – konkurencyjności gospodarki.

Ponadto opóźnienia w przekazywaniu przez ZUS należnych składek do otwartych funduszy emerytalnych (w okresie styczeń–kwiecień br. zrealizowano jedynie 24,2 proc. planu, a ZUS zapowiedział dodatkowe opóźnienia w okresie letnim) oraz sytuacja Funduszu Pracy mogą doprowadzić do zwiększenia deficytu ekonomicznego w br.

- Utrzymuje się niepewność co do finansów publicznych, w tym zwłaszcza skali deficytu w 2003 r. Podstawowym zadaniem przy konstruowaniu budżetu powinno być ograniczenie wydatków, tak aby można było wydatnie zmniejszyć deficyt finansów publicznych.

V. Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe.

W porównaniu do sytuacji przed miesiącem ocena wpływu czynników monetarnych na przyszłą inflację nie uległa jednoznacznym zmianom.

W kwietniu br. zanotowano dalszy spadek rocznej dynamiki podaży pieniądza. Tempo przyrostu podaży pieniądza (agregat M3) obniżyło się z 3,5 proc. w marcu do 3,4 proc. Dynamika agregatu M2 spadła z 8,4 proc. do 7,8 proc.

- W kwietniu br. depozyty złotowe gospodarstw domowych zmniejszyły się o 0,8 mld zł. Roczna dynamika depozytów gospodarstw domowych spadła z 3,2 proc. przed miesiącem do 2,2 proc. Przyczynami tego zjawiska są malejące tempo wzrostu dochodów ludności oraz obniżająca się opłacalność lokowania środków w systemie bankowym wynikająca z redukcji oprocentowania depozytów i wprowadzenia opodatkowania odsetek bankowych.
- Suma gotówki w obiegu zwiększyła się w kwietniu br. o 1,2 mld zł w porównaniu z marcem, a roczna dynamika wzrosła z 15,6 proc. do 16 proc. Utrzymuje się niepewność co do przyczyn i skutków inflacyjnych wysokiej dynamiki gotówki.
- Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych po znaczącym wzroście w marcu br. z 13,9 proc. do 17,7 proc., w kwietniu obniżyła się do 15,5 proc. Tempo przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw drugi miesiąc z rzędu pozostaje ujemne. W kwietniu br. spadek w skali roku wyniósł 1,3 proc. Dane na temat kredytów są prawdopodobnie zaburzone błędami banków w klasyfikacji kredytów w związku z wprowadzoną zmianą metodologii i nie w pełni obrazują zachodzące zjawiska ekonomiczne.

VI. Ceny, oczekiwania inflacyjne.

1. Miesięczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w kwietniu br. był niższy niż przed rokiem (0,5 proc. wobec 0,8 proc. przed rokiem). Wynikało to przede wszystkim z trzykrotnie niższego tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych (0,5 proc. wobec 1,5 proc. przed rokiem). Silnie wzrosły ceny paliw (o 3,1 proc. wobec braku zmian przed rokiem).

Roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się w kwietniu br. z 3,3 proc. do 3,0 proc. W maju jest przewidywany jego dalszy, głęboki spadek. Można oczekiwać, że w dalszej części roku nastąpi stopniowy wzrost inflacji do poziomu zbliżonego do dolnej granicy przedziału celu inflacyjnego na 2002 r.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu były w kwietniu br. o 0,4 proc. wyższe niż przed rokiem.

2. Obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej:
 - 15-proc. średnia obciążona z 2,9 proc. do 2,6 proc.;
 - inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych z 2,6 proc. do 2,5 proc.;
 - inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych i cen paliw z 2,9 proc. do 2,7 proc.;
 - inflacja po wyłączeniu cen kontrolowanych z 3,0 proc. do 2,6 proc.;
 - inflacja „netto” (po wyłączeniu cen żywności i cen paliw) z 4,1 proc. do 4,0 proc.
3. Od poprzedniego posiedzenia Rady nie zmieniły się prognozy kształtowania się cen ropy naftowej. Przewiduje się, że w II kwartale br. średnia cena ropy wyniesie 25 dolarów za baryłkę, a w całym 2002 r. – 23 dolary. W porównaniu do sytuacji przed miesiącem prognozuje się obecnie niższy wzrost cen żywności.
4. Od poprzedniego posiedzenia Rady znacznie poprawiły się oczekiwania osób prywatnych co do przyszłej inflacji. Znacząco spadł odsetek osób najbardziej pesymistycznych, które oczekują szybszego niż obecnie wzrostu cen. Zmniejszyła się też grupa przewidujących, że ceny będą rosły w tym samym tempie co dotychczas. Wzrósł natomiast odsetek osób najbardziej optymistycznych, oczekujących: spadku tempa wzrostu cen, że ceny za rok będą takie same jak teraz oraz że ceny będą niższe niż obecnie.

W maju br. obniżyła się stopa inflacji oczekiwanej przez analityków bankowych. Na koniec grudnia br. oczekują oni inflacji na poziomie 4,1 proc. (spadek o 0,3 pkt. proc. w porównaniu z kwietniem), a na kwiecień 2003 r. inflacji na poziomie 4,2 proc. (o 0,2 pkt. proc. mniej niż przed miesiącem).

VII. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej.

1. W porównaniu do sytuacji przed miesiącem pojawiły się następujące sygnały wskazujące na wzmocnienie czynników korzystnych dla niskiej inflacji:
 - nastąpiła wyraźna poprawa oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych oraz obniżyła się inflacja prognozowana przez analityków bankowych;
 - zgodnie z przewidywaniami obniżył się wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych;
 - spadły wszystkie miary inflacji bazowej, a roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu utrzymuje się na niskim poziomie;
 - zmniejszyła się dynamika płac, co może sygnalizować spadek presji płacowej w gospodarce;
 - obniżyły się prognozy wzrostu cen żywności.
2. Generalna ocena perspektyw wzrostu aktywności gospodarczej nie zmieniła się od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej.

Wiele informacji wskazuje na rosnące prawdopodobieństwo ożywienia gospodarczego:

- wyraźna poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw;
- spadek zapasów;
- utrzymanie prognoz wskazujących, że otoczenie zewnętrzne powinno sprzyjać ożywieniu gospodarczemu w Polsce;
- poprawa dynamiki płatności z tytułu eksportu i importu w kwietniu br.;
- utrzymanie tendencji wzrostu sprzedaży detalicznej;
- wyższe niż przed rokiem dochody podatkowe budżetu, zwłaszcza z podatków pośrednich i podatku dochodowego od osób prawnych;
- wyraźne zmniejszenie skali spadku w budownictwie;
- dalsza poprawa wyników badań koniunktury.

Jednocześnie dane o produkcji sprzedanej przemysłu wskazują, że gospodarka w tym dziale nie przeszła jeszcze do fazy ożywienia. Ponadto, spadek dynamiki płac – choć korzystny dla przyszłej inflacji – może przyczynić się do ograniczenia tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego.

3. Za ostrożnością w polityce monetarnej przemawiają:
 - niepewność co do skali deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych w 2002 r. i w 2003 r.;
 - niepewność co do kształtowania się cen ropy naftowej;
 - spadek dynamiki depozytów gospodarstw domowych;
 - utrzymywanie się wysokiej dynamiki gotówki i agregatu pieniężnego M1.

Należy także pamiętać, że pełne skutki dokonanych od lutego 2001 r. obniżek stóp procentowych łącznie o 9,5 pkt. proc. jeszcze się nie ujawniły.

4. Biorąc pod uwagę te argumenty Rada Polityki Pieniężnej postanowiła:
 - obniżyć minimalną stopę rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 9,5 proc. do 9 proc.;
 - obniżyć stopę redyskontową weksli z 11 proc. do 10,5 proc.;
 - obniżyć stopę kredytu lombardowego z 12,5 proc. do 12 proc.;
 - obniżyć stopę depozytową z 6,5 proc. do 6,0 proc.;
 - utrzymać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

VIII.

Następne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniach 25–26 czerwca.

Pod lupą: Rząd i polityka

- Rząd chce zmienić reżim kursowy w Polsce...
- ...i prosi o pomoc prezydenta Kwaśniewskiego
- Możliwe wcześniejsze przyjęcie systemu kursu kierowanego, zbliżonego do ERM2
- Modyfikacja reguły Belki: „inflacja + 2% + epsilon”
- Samoobrona wyrasta na drugą siłę polityczną w Polsce

Bitwa o złotego – niekończąca się opowieść

W połowie maja minister finansów Marek Belka przedstawił prezesowi NBP Leszkowi Balcerowiczowi rządową propozycję zmian reżimu kursowego. Oficjalna propozycja rządu nie jest znana, ale z wypowiedzi przedstawicieli ministerstwa wylania się kilka możliwości: (1) interwencje, aby zapobiec wzmocnieniu złotego powyżej pewnego poziomu, (2) korytarz kursowy, który pozostawi niewiele miejsca na nominalną aprecjację i dużo miejsca na deprecjację. Naszym zdaniem druga opcja jest najbardziej prawdopodobna. W komunikacie po nadzwyczajnym posiedzeniu 16 maja Rada napisała:

- * najlepszym rozwiązaniem dla Polski jest wejście do EMU tak szybko, jak to możliwe,
- * to wymaga ograniczenia deficytu finansów publicznych,
- * jeśli rząd chce osłabić złotego, powinien kupować waluty na spłatę zadłużenia na rynku, a nie z NBP,
- * zrównoważenie budżetu także pomogłoby wyeliminować trend nadmiernej aprecjacji złotego.

RPP spogląda na propozycję rządu z dwóch punktów: (1) jaki byłby jej wpływ na inflację, zwłaszcza w 2003 roku, (2) jak wpasowuje się ona do preferowanej przez RPP strategii wejścia do EMU tak szybko, jak to będzie możliwe. Z tego punktu widzenia propozycja rządu asymetrycznego korytarza jest dla RPP nie do zaakceptowania, bo wygenerowałyby impuls inflacyjny.

Powstał zatem spór prawny między rządem i bankiem centralnym. Stanisław Gomułka, doradca ministra finansów, stwierdził wyraźnie, że zdaniem rządu RPP ma prawo przedstawić opinię o zaproponowanej przez rząd strategii kursowej, ale nie ma prawa jej zawetować. Andrzej Jakubiak, szef departamentu prawnego NBP jest przeciwnego zdania i uważa, że wszystkie zmiany w polityce kursowej muszą być akceptowane przez obie strony ul. Świętokrzyskiej. Gomułka dodał, że w przypadku gdy pojawi się dyskusja prawna, parlament będzie musiał znowelizować ustawę o NBP, aby stała się precyzyjniejsza.

Jak wiemy, Rada Polityki Pieniężnej faktycznie nie zaakceptowała propozycji rządu dotyczącej zmiany polityki kursowej i osłabienia złotego. Prawdopodobnie rząd mimo wszystko nie ustanie jednak w staraniach, aby przeprowadzić zmiany. Jednak ministrowie nie mogą zmusić banku centralnego siłą do interwencji (mimo że pozbawili prezesa NBP ochrony osobistej). Premier Miller zwrócił się więc po pomoc w tej sprawie do prezydenta Kwaśniewskiego. 12 czerwca odbędzie się posiedzenie Rady Gabinetowej, na której premier zamierza się poskarżyć na trudności, jakie stwarza rządowi niewłaściwa polityka pieniężna oraz przewartościowana polska waluta. Chociaż prezydent Kwaśniewski powtarza ciągle, że będzie bronił konstytucji i nie poprze żadnych rozwiązań sprzecznych z nią albo niezgodnych z prawem europejskim, warto zauważyć, że on również uważa, że złoty jest znacznie przewartościowany, a polityka pieniężna nazbyt restrykcyjna. Jego doradcy ekonomiczni wprost sugerują, że NBP powinien prowadzić interwencje walutowe dla osłabienia złotówki. Dlatego, choć wydaje się, iż prezydent nie poprze wniosku o zwiększenie liczby członków RPP ani o dopisanie kolejnych celów polityki pieniężnej, może on popierać rozwiązania dążące do zmiany reżimu kursowego z kursu całkowicie płynnego (free float) na kurs płynny, kierowany (managed float).

Scenariusz jest więc następujący: albo uda się przekonać RPP do zmiany systemu kursowego, albo pozostanie zmienić ustawę o NBP, czyniąc rząd jedynym podmiotem odpowiedzialnym za ustalanie zasad kształtowania kursu walutowego. Członkowie RPP zakwestionowali zgodność tego ostatniego rozwiązania z konstytucją. Jednak możliwe jest, że prezydent podpisze taką nowelizację, a bank centralny zaskarży ją do Trybunału Konstytucyjnego, jednak aż do rozstrzygnięcia sprawy NBP będzie musiał interweniować na rynku, aby wykonać strategię kursową rządu. W takim wypadku pozostaje tylko zapiąć pasy.

Mimo wszystko uważamy jednak, że prawdopodobna jest również pierwsza opcja, tj. porozumienie w sprawach kursowych po dwóch stronach ul. Świętokrzyskiej. Warto zauważyć, że zarówno bank centralny, jak i Ministerstwo Finansów zgadzają się, że Polska powinna wstąpić do Europejskiej Unii Monetarnej tak szybko, jak to możliwe, oraz że najtrudniejszym okresem na tej drodze będą dwa lata, które każdy kraj kandydujący musi spędzić w mechanizmie walutowym ERM2. Najprawdopodobniej będziemy się sturali maksymalnie skrócić czas pomiędzy wejściem do UE a akcesem do EMU. Ale jak tu obejść te dwa lata w ERM2? Uważamy, że jedną z możliwości mogłoby być przyjęcie systemu analogicznego do ERM2 jeszcze przed wejściem do UE, a potem wynegocjowanie z UE, aby uwzględniono ten okres jako spełniający kryteria stabilizacji kursowej określone w traktacie z Maastricht. Pozostaje czekać

i sprawdzić, czy będzie to możliwe, ale nie będziemy zaskoczeni, jeśli okaże się, że latem zostanie zawarty kompromis pomiędzy bankiem centralnym a Ministerstwem Finansów w sprawie strategii wejścia do EMU, a podstawą tego porozumienia będzie przyjęcie systemu kursowego na kształt ERM2 np. od początku 2003 r.

Dlaczego rząd robi tyle hałasu wokół złotego?

Warto zrozumieć, dlaczego rząd robi cały ten hałas wokół silnego złotego. Mimo wszystko redukuje on przecież koszt obsługi długu zagranicznego i pozwala na głębsze obniżki stóp procentowych, co w konsekwencji zmniejsza koszt obsługi długu krajowego. Widzimy trzy powody. Jeden z nich obrazuje ostatnia decyzja rządu, by nacjonalizować Stocznnię Szczecińską. Wydaje się, że jest wiele przedsiębiorstw, które są w rękach państwowych i nie są zdolne do wystarczająco szybkiej restrukturyzacji, więc silny złoty prowadzi tam do strat i zwolnień. Dlatego słabszy złoty dałby tym firmom oddech i zapobiegł dalszym redukcjom zatrudnienia, co byłoby rezultatem bardzo pożądanym przez rząd przed wyborami. Po drugie, nieubłagana arytmetyka budżetowa sugeruje, że zasada Belki „inflacja + 1 proc.” będzie poważnie zagrożona w przyszłym roku a w celu uniknięcia znacznego wzrostu deficytu fiskalnego, rząd będzie potrzebował „niespodzianki inflacyjnej”. W końcu gwałtowny wzrost popularności Samoobrony przed jesiennymi wyborami samorządowymi spowoduje, że ministrowie Belka i Hausner będą mieli wielkie problemy, by przeforsować niepopularne cięcia wydatków socjalnych. A bez głębokich reform fiskalnych rząd potrzebuje krótkoterminowego bodźca wzrostu gospodarczego, aby dobrze wypaść w wyborach i by skleić budżet na 2003 r. Ceną za to byłaby wyższa inflacja w 2003 r., ale inflacja jest nisko na liście priorytetów naszych polityków.

Modyfikacja reguły Belki: „inflacja + 2 proc. + epsilon”

Minister Belka powiedział, że w przyszłym roku wydatki budżetu nie powinny przekroczyć 195 mld zł. Ponieważ inflacja na rok 2003 jest planowana na 3 proc., a wydatki w bieżącym roku to 185,1 mld zł, to prosta arytmetyka pokazuje, że wydatki wzrosną za rok o 2,3 proc. ponad planowaną inflację. Choć rozumiemy, że wypowiedź ministra Belki miała jedynie charakter indykacyjny, to wskazuje ona, że reguła Belki „inflacja + 1 proc.” nie będzie wyznacznikiem dla przyszłorocznych wydatków. Niespodzianka? Właściwie nie, bo tegoroczne wydatki także przekroczą regułę Belki. Właściwie trzeba by zaproponować zmodyfikowaną regułę Belki „inflacja + 2 proc. + epsilon”, gdzie epsilon jest rosnącą funkcją popularności Samoobrony.

Podczas gdy przedstawiciele Ministerstwa Finansów nie publikują żadnych informacji o przyszłorocznym budżecie, zmiany legislacyjne postępują. „Rzeczpospolita” poinformowała o planowanych zmianach w systemie indeksacji emerytur. Miałyby one być indeksowane do inflacji z roku poprzedniego, a nie planowanej. Ponadto miałyby one wzrastać ponad inflację w tempie 0,2 razy realny wzrost wynagrodzeń. Przypomnijmy, że Jarosław Bauc stracił posadę ministra finansów częściowo dlatego, że zaproponował zamrożenie emerytur. Obecnie minister Belka także dotknął tej wrażliwej kwestii, więc rynki powinny uważnie przyjrzeć się reakcji premiera Millera, w końcu emeryci to 7,5 mln głosów a wybory samorządowe już niedługo.

Według informacji „Rzeczpospolitej” zgodnie z planowaną nowelizacją ustawy o finansach publicznych, wszystkie środki, które mogą być sklasyfikowane jako pomoc zagraniczna nie będą zawarte w klasyfikacji budżetowej i w konsekwencji limity wydatków nie obejmą wydatków finansowanych ze środków UE. Ponadto także środki współfinansujące polskich podmiotów nie będą zawarte w tym limicie. Tak więc mamy nie tylko zmodyfikowaną regułę Belki, ale także część wydatków publicznych wyłączoną poza tak zdefiniowany limit. Oczywiście to jedynie plany, ale jesteśmy coraz bardziej zaniepokojeni, że polityka budżetowa stanie się nieprzejrzysta i zupełnie nieprzewidywalna. Nie ma żadnego celu deficytu, nie wiemy jaka zasada wyznacza wydatki i możemy tylko zgadywać, jakie wydatki publiczne nie będą ograniczone przez i tak już bardzo płynną regułę.

Samoobrona wyrasta na drugą siłę polityczną w Polsce

Przypomnijmy ostatnie badanie opinii publicznej Pentora, które pokazało spadek popularności SLD-UP do 33 proc. i wzrost poparcia dla Samoobrony do 18 proc. W ubiegłym maju kolejne badanie potwierdziło, że nie był to błąd statystyczny. Według PBS, gdyby wybory odbyły się w maju, koalicja SLD-UP uzyskałaby 35 proc. poparcia (spadek z 43 proc. w marcu i 39 proc. w kwietniu), a Samoobrona byłaby druga z 17 proc. poparcia (wzrost odpowiednio z 11 proc. i 13 proc.). Platforma Obywatelska zajęłaby trzecie miejsce z poparciem 13 proc., dalej PSL z 9 proc., LPR 9 proc. i PiS 8 proc. A Samoobrona dopiero zaczęła swoją agresywną kampanię wyborczą, więc trend wzrostowy może być kontynuowany, czyniąc Samoobronę drugą siłą polityczną w Polsce. Teraz jest już jasne, dlaczego SLD chce ożywienia wzrostu tak szybko, jak to możliwe.

Wypowiedzi członków rządu i polityków

Zapewne będzie dla wielu dużym zaskoczeniem, że w majowych wypowiedziach polityków wcale nie konieczność obniżenia przez RPP stóp procentowych była tematem numer jeden. Rząd i koalicja znaleźli bowiem nowy sposób na wyciągnięcie gospodarki polskiej ze stanu zapaści – osłabienie zbyt mocnej obecnie złotówki. Niestety, tak jak w przypadku stóp procentowych, również w sprawie kursu walutowego rząd nie może podjąć decyzji sam, więc podobnie jak w poprzednich miesiącach politycy głównie kierowali swoje prośby i groźby w kierunku Rady Polityki Pieniężnej. Ponadto warto zwrócić uwagę na Nieliczne informacje na temat projektu budżetu na przyszły rok, choć zwykle w maju każdego roku był to temat szeroko dyskutowany. Wydaje się więc, że rację miał cytowany przez nas anonimowy przedstawiciel resortu finansów, mówiący o trudnościach z ograniczeniem przyszłorocznego deficytu.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Andrzej Raczko, wiceminister finansów; Puls Biznesu, 6.05	<p>„Zasada im szybciej, tym lepiej w dalszym ciągu obowiązuje [odnośnie przystąpienia Polski do EMU]. Nie ma tutaj różnicy między nami a NBP. [...] Obie strony uważają, że jeżeli się znajdziemy w strefie euro szybko, to będzie to z pożytkiem dla obu stron. [...] Kryterium inflacyjne, tak jak długu publicznego, wydaje się być w zasięgu ręki, ale pozostaje kwestia długoterminowych stóp procentowych oraz poziomu deficytu budżetowego.”</p> <p>„Kurs walutowy [w momencie wejścia do EMU] musi być na poziomie zapewniającym stabilny wzrost gospodarczy. Wiemy, że z punktu widzenia długofalowej równowagi gospodarczej, zważywszy na istniejącą skalę deficytu obrotów bieżących, złoty obecnie jest przewartościowany. [...] Wchodząc do ERMII, Polska powinna zdewaluować złotego [...] jednak musimy problem skali dewaluacji dokładnie rozważyć.”</p> <p>„Jeśli zmieścimy się w harmonogramie to emisja polskich obligacji w USA odbędzie pod koniec pierwszego półrocza. [...] Bardzo orientacyjnie to będzie kwota zbliżona do tej która była zapisana w komentarzu do ustawy budżetowej. Tam jest zapisane 800 mln USD.”</p> <p>„Od emisji w Japonii nie odżegnywałbym się na 100 proc. [...] Niewątpliwie długofalowym celem jest wejście na ten rynek.”</p> <p>„Nie wykluczamy, że w sprzyjających okolicznościach emisja obligacji 20-letnich będzie wcześniej niż na jesieni. Nie przywiązujemy się ściśle do terminu. [...] My chcemy zrobić z obligacji 20-letnich obligację benchmarkową. Nie będzie to obligacja, której emisja zaczęła się kwotą 400 mln zł i na takiej kwocie się skończy. [...] Jak rynek ten produkt zaakceptuje, to należy go sprzedawać.”</p>
Marek Belka, wicepremier, minister finansów; PAP, Reuters, 8.05	<p>„Silny złoty stał się przekleństwem polskiej gospodarki. [...] Złoty musi być słabszy. Rząd powinien być przygotowany do podjęcia inicjatywy w sprawie polityki kursowej. Opowiadam się za dyskusją z bankiem centralnym.”</p> <p>„Jedną z prób podjęcia dyskusji na temat osłabienia złotego było moja aluzja na temat możliwej jednorazowej dewaluacji złotego. Do tej pory nie było jeszcze regularnej dyskusji na ten temat.”</p> <p>„Zamiast koncentrować się na celach inflacyjnych, powinniśmy skoncentrować, nie pomijając oczywiście całkowicie inflacji, na celach polityki kursowej. To jest największe makroekonomiczne wyzwanie dla rządu.”</p> <p>„Płynny kurs to najlepsze zabezpieczenie przed kryzysem walutowym, ale z drugiej strony umożliwia też znaczne umocnienie złotego.”</p> <p>„Jestem bardzo krytyczny w stosunku do błędnej i chybionej polityki monetarnej prowadzonej przez NBP. [...] RPP kupia się tylko na konwergencji monetarnej, a nie bierze pod uwagę realnej konwergencji gospodarek.”</p>
Gazeta Wyborcza, 9.05	<p>„NBP, i RPP wiedzą, że między usztywnionym a upłynnionym kursem są warianty pośrednie, które funkcjonują w różnych krajach. Wiele banków narodowych stosuje różne rodzaje rynkowej interwencji. U nas mówi się teraz, że taka interwencja byłaby kosztowna, ale zbyt mocny złoty jest bardziej kosztowny. I prezes Balcerowicz, i wszyscy moi koledzy z Rady uważają, że złoty jest zbyt silny, a jednocześnie mówią, że nic nie można zrobić. A ja się pytam: a próbowaliście? Nie wiemy na ile taka interwencja byłaby nieefektywna, bo jej nie stosowaliśmy! Rozpocząłem dyskusję na ten temat, bo inicjatywa w tej sprawie należy do rządu. Zgodnie z prawem w zakresie polityki kursowej potrzebne jest jednak wspólne działanie rządu i RPP.”</p>
PAP, Reuters, 10.05	<p>„Gdyby dolar kosztował 4,25-4,30, to byłby to poziom zarówno bezpieczny z punktu widzenia stabilności inflacji, jak i dający pewien oddech eksporterom.”</p> <p>„Sytuacja jest dość jasna, polityka pieniężna jest potężnym czynnikiem, który wpływa na kształtowanie się złotego, bo decyduje o krótkoterminowych przepływach kapitału. Jeżeli w tej sprawie RPP nie widzi pola manewru, to istnieje zawsze możliwość powrotu do sprawy reżimu kursowego, czy też szerzej – polityki kursowej w ramach istniejącego reżimu kursowego. [...] Bez uzgodnień z RPP nie ma takiej możliwości.”</p>
Reuters, PAP, 14.05	<p>„Rada ministrów zobowiązuje ministerstwo finansów do przedłożenia zmian w zasadach ustalania stosunku złotego do walut obcych i skierowania tych propozycji do RPP. Propozycje idą w kierunku odejścia od zasady nieingerowania na rynku i przyjęcia zasady regulowania kursu złotego mając na celu niedopuszczenie do jego nadmiernej aprecjacji.”</p> <p>„Porozumienie dotyczące zmian musi być wynikiem obopólnej zgody. [...] Jest wiele wariantów i to będzie przedmiotem rozmów. [...] Wynik tych dyskusji może być różny. Także taki, że można przyjąć takie zasady, które nie będą publicznie ujawniane. [...] Może być na przykład nieujawnione pasmo. Chodzi o to, żeby rynek zgadywał, żeby wzrosło ryzyko kursowe. [...] Myślę, że nie byłoby właściwe powracanie do pomysłu pełzającej dewaluacji złotego.”</p>
Reuters, 15.05	<p>„Podzielał pogląd, że wiarygodność RPP obecnie nie istnieje. Trudno być wiarygodnym, jeżeli jest się do tego stopnia przywiązany do nadmiernej restrykcyjnej polityki monetarnej.”</p> <p>„Nie możemy ignorować faktu, że gospodarka ma poważne problemy, a w Polsce zachodzą głębokie procesy deflacyjne. Dlatego apeluję do RPP, by przedefiniowała swoją strategię.”</p> <p>„Było przedwczesnym przejście do bezpośredniego celu inflacyjnego jako jedyne filaru polityki pieniężnej.”</p> <p>„W krótkim okresie dewaluacja nie wchodzi w rachubę, choć może okazać się przydatną opcją kiedy Polska wejdzie do systemu walutowego ERM-2. [...] Jedna sprawa to polityka krótkoterminowa, a druga to nasza strategia wobec UE i Unii Monetarnej i tu sprawy wyglądają już inaczej, choć nie da się ich od siebie zupełnie oddzielić. Sądzę, że możemy wymyślić system, który zbliży nas do ERM-2. [...] Jest w interesie Polski, by wchodząc do ERM-2 a potem strefy euro, kurs złotego był niski. Mogę sobie nawet wyobrazić sytuację, w której nasi partnerzy z UE doradzają nam dewaluację.”</p> <p>„Trzymam kciuki za wzmocnienie euro. Czuliłbym się lepiej przy złotym wartym cztery do euro, zakładając, że euro wróci do paritetu do dolara.”</p>
Gazeta Wyborcza, 20.05	<p>Pyt: „Czy może Pan zdradzić coś więcej [o budżecie 2003]?”</p> <p>Odp: „Na razie nie. Mogę tylko powiedzieć że brakuje nam kilku miliardów, byśmy zamknęły się w przyjętych założeniach jeśli chodzi o limit wydatków. Jednak sytuacja jest o wiele lepsza niż na jesieni ubiegłego roku.”</p>
Radio Zet, 23.05	<p>„Osłabienie złotego o 15 proc., to byłoby za dużo, to byłoby niebezpieczne zarówno z punktu widzenia ożywienia inflacji i konsekwencji w postaci wyższych stóp procentowych, jak i losów tych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, które są zadłużone w dolarach i w euro.”</p> <p>„Rząd nie wyszedł z taką inicjatywą [usztywnienia kursu walutowego], wyszliśmy z inną inicjatywą, uważając, że ta jest zbyt ryzykowna.”</p>
PAP, 27.05	<p>„[W 2003 r.] wydatki będą niższe [niż 195 mld złotych]; to zależy od tempa inflacji i tego, jak będą realizowane wydatki w br.”</p> <p>„Pozbawienie RPP jej uprawnień jako takie jest niezgodne z zapisem w Konstytucji.”</p> <p>„Ostatnia wypowiedź prezesa NBP Leszka Balcerowicza wskazuje, że być może mamy do czynienia z próbą zmiany celu inflacyjnego. Będę musiał zapytać go o to.”</p>
Radio Zet 29.05	<p>„To było spotkanie merytoryczne i dobre, aczkolwiek nie przyniosło spektakularnych rozwiązań, wyników w tym sensie, że RPP stoi na stanowisku, że należy utrzymać obecny system polityki kursowej.”</p> <p>„Z kolei rząd nie wyraził poparcia dla propozycji RPP dotyczącej interwencji przez ministra finansów na rynku walutowym.”</p>

„Postanowiliśmy spotykać się regularnie.”

„Przeszliśmy do dyskusji na temat polityki kursowej w kontekście integracji europejskiej.”

Leszek Miller, premier;
PAP, Reuters, 8.05

„Mimo, że poprawę sytuacji w swoich portfelach zaczniemy odczuwać przede wszystkim w przyszłym roku – już dziś możemy z większym optymizmem patrzeć w przyszłość.”

„Wkroczyliśmy na ścieżkę zrównoważenia finansów publicznych i wyprowadzenia ich ze stanu zapaści.

„Powstają warunki dla odmrożenia płac w sferze budżetowej oraz do przyszłorocznej waloryzacji emerytur i rent, które – niestety – w roku obecnym wzrosną niewiele.”

„Rząd oczekiwałby bardziej odważnej obniżki stóp procentowych, także urealnienia pozycji złotego, bardziej aktywnego zachowania się NBP w tej sprawie. [...] Przewartościowana pozycja złotego utrudnia bardzo działania polskich eksporterów. W tej sprawie powinna być bardzo bliska współpraca rządu i RPP, bo chodzi o dobro gospodarki.”

Reuters, 13.05

Radio Zet, Reuters, 19.05

„Jestem tego samego zdania co wicepremier Belka, że kurs złotego powinien być na poziomie 4,25-4,30 do dolara.”

„Jeżeli by się okazało, że ostatnia próba, którą podjęliśmy [by przekonać NBP do osłabienia złotego] nie spotka się z pozytywną reakcją i RPP pozostanie głucha na błagania polskich przedsiębiorców, to wydaje mi się, że nie będzie innego wyjścia jak po prostu zwiększyć liczbę członków RPP”.

„Nowelizacja jest przesadzona [...]. Podejrzewam, że do tego projektu zostaną dołączone inne i komisja sejmowa z tych wszystkich będzie starała się zrobić jeden projekt.”

Jacek Piechota, minister gospodarki;

PAP, 5.05

„Według różnych szacunków, mówi się najczęściej o tym, że wartość złotówki jest przeszacowana dzisiaj o około 20 proc. Ministerstwo alarmuje RPP i NBP, że przeszacowanie złotówki zagraża rentowności polskiego eksportu. Polityka realizowana przez Radę zachęca inwestorów finansowych do lokowania w Polsce swoich środków, a w efekcie prowadzi do wzmocnienia polskiej waluty, co dla naszego eksportu jest po prostu zabójcze.”

Aleksander Kwaśniewski, Prezydent;

PAP, 8.05

„NBP powinien podjąć działania na rzecz osłabienia złotego, który jest obecnie zbyt mocny, co stanowi przeszkodę dla eksporterów.”

„W sprawie kursu złotego będę rozmawiał z prezesem Balcerowiczem. Jestem za używaniem instrumentów ekonomicznych, a nie politycznych w tej mierze.”

„Polscy eksporterzy w tej chwili znaleźli się na granicy rentowności. Mocny złoty może okazać się największą przeszkodą dla polskich eksporterów.”

„RPP tak kształtuje swoją politykę, że niektóre wskaźniki makroekonomiczne bardzo nas cieszą na przykład inflacja, natomiast przewartościowany złoty jest problemem.”

„Rada obniża stopy, ale niezbyt głęboko. Jednak zmiany idą we właściwym kierunku. Choć ostatnie obniżki są poważne, to jednak jeszcze jakieś pole manewru pozostało. Wierzę, że RPP po właściwych analizach podejmie odpowiednie kroki. Powinny one być jednak poważniejsze i bardziej pomagały polskiemu eksportowi.”

Anonimowy przedstawiciel

PAP, 9.05

ministerstwa finansów;
„Trudno będzie ograniczyć nominalny deficyt budżetu państwa w przyszłym roku. Zmniejszenie deficytu wymagałoby zmniejszenia zadłużenia. Na wcześniejszy wykup długu zagranicznego, jak to było w przypadku długu wobec Brazylii, w tym roku raczej nie ma co liczyć. Zmniejszenie długu może jedynie nastąpić przez jego rolowanie.”

Witold Orłowski, doradca Prezydenta;

PAP, Radio ZET, 13.05

„Uważam, że potrzebne jest wypracowanie przez rząd opinii, co należy zrobić i zakomunikowanie tego RPP. Zgodnie z wszelkimi zapisami rząd może i powinien wystąpić z tego typu inicjatywą i reagować w zależności od zachowania RPP.”

„Z niewiadomych powodów bank centralny doszedł do wniosku, że jest jedyną instytucją, która ma decydować o tym. To jest wbrew duchowi ustawy i nie ma nic wspólnego z niezależnością banku centralnego. To jest sprawa interpretacji ustawy, która zabiera rządowi ewidentnie przysługujące mu prawo decydujące w kwestii ustalania strategii kursowej.”

„Nasza sytuacja gospodarcza byłaby korzystniejsza, gdyby złoty kosztował 4,30, a nie 4 za dolara.”

TVN, 23.05

„Nie wiem, co zrobi prezydent. Ja będę doradzał, aby prezydent zapytał Trybunał Konstytucyjny o zgodność [nowelizacji ustawy o NBP] z Konstytucją.”

Reuters, 24.05

„To, czy polityka kursowa powinna się znajdować całkowicie w gestii rządu, czy całkowicie w gestii banku, to jest rzecz dyskusyjna. W różnych krajach są różne rozwiązania. [...] Ale jest absolutnie jasne, że nie ma prawa istnieć sytuacja, w której polityka kursowa jest bezpańska.”

Stanisław Gomułka, doradca ministra finansów;

Gazeta Wyborcza, 17.05

„Do kompetencji rządu należy ustalanie polityki kursowej. Radzie przedstawia się propozycję do konsultacji, RPP formułuje uwagi, a rząd może je wziąć pod uwagę. O polityce kursowej decyduje sam.”

„[Rząd] jest zdeterminowany, żeby swoje propozycje wprowadzić w życie. Jeśli Rada zinterpretuje ten fragment ustawy inaczej, to będzie spór prawny. Rząd i parlament będą musiały się nad tym zastanowić. Być może ustawodawca będzie musiał sprecyzować treść ustawy.”

„Gdyby NBP ograniczył operacje otwartego rynku, to i cel byłby wypełniony, i złoty słabszy. [...] Oczywiście [mogłoby grozić wzrostem inflacji], ale przecież Rada ma rezerwę inflacyjną dzięki temu, że przestrzeliła swój cel.”

Jarosław Kalinowski, wicepremier, minister rolnictwa;

PR 3, 23.05

„Ja jestem zwolennikiem jeszcze dalej idących zmian. [...] Za tym, żeby rząd, zgodnie z zapisem ustawy, bardziej ofensywnie wpływał na politykę kursową. Jest taki zapis, że rząd kształtuje politykę kursową w porozumieniu z RPP. Gdyby się udało w parlamencie doprowadzić do zmiany, do takiego zapisu, że rząd prowadzi tę politykę, po zasięgnięciu opinii – to wtedy byłoby dobrze.”

„Nie może być tak, że grupa kilku osób zamknęła się w wieży z kości słoniowej i udaje, że nie widzi tego, co się w gospodarce dzieje.”

Marek Borowski, marszałek Sejmu;

PR1, 24.05

„Oczywiście można na przykład inaczej ułożyć charakter stosunków między NBP a rządem. Przykładowo – w sprawie polityki kursowej można to inaczej zapisać, można trochę inaczej zapisać cel czy sposób wspierania polityki rządu przez NBP. Tutaj istnieją pewne możliwości. [...] Ia ustawa to nie są kamienie, tablice, których nie można ruszyć, aczkolwiek trzeba się przy tym poruszać z pewną ostrożnością, to nie ulega wątpliwości.”

Marek Pol, wicepremier, minister infrastruktury;

PiG, 27.05

„Uważamy, że Rada jest dość monotonna, jeśli chodzi o reprezentowane w jej składzie kierunki ekonomiczne. Myślę, że szersze grono, a więc i szerszy wachlarz poglądów ekonomicznych wzbogaci RPP.”

Dariusz Szymczycha, doradca Prezydenta;

PAP, Reuters, 29.05

„Prezydent będzie bronił niezależności NBP”

„Prezydent może zawetować nowelizację ustawy o NBP lub zaskarżyć ją do Trybunału Konstytucyjnego.”

„Weto prezydenckie może nie być potrzebne, ponieważ Kwaśniewskiemu prawdopodobnie udało się przekonać premiera Millera, by nie popierał on parlamentarnego projektu.”

Marek Wagner, szef kancelarii premiera;

Gazeta Wyborcza, 3.06

„Koniec z zamrożeniem płac dla sfery budżetowej. Waloryzacja musi być, nie mówimy, że już od marca, ale będzie. Będą też pieniądze dla emerytów i rencistów, bo w tym roku ich świadczenia wzrosły niewiele. Dlatego chcemy wprowadzić waloryzację w marcu i brać pod uwagę nie tylko inflację, ale także wzrost płac.”

Monitor rynku

- Złoty pod wpływem sporów o reżim kursowy
- Krzywa rentowności przesunęła się znacznie w dół
- Rynek dyskontuje już kolejne obniżki stóp procentowych
- Duże zainteresowanie na aukcji obligacji

Złoty pod wpływem sporów o reżim kursowy

W ubiegłym miesiącu kurs złotego znajdował się pod wpływem sporów prowadzonych pomiędzy rządem a bankiem centralnym, dotyczących tego, jaki ma być reżim kursowy w Polsce. Pod koniec kwietnia euro kosztowało mniej niż 3,60 zł, a za dolara płacono 7 maja tylko 3,95 zł. Potem jednak zaczęła przynosić efekty wywierana przez polityków presja na osłabienie złotego. Było to związane z rosnącą niepewnością rynku co do poczynań rządu, który zamierzał zmienić politykę kursu walutowego z całkowicie płynnego (free float) na płynny regulowany (managed float). W rezultacie polska waluta wyraźnie osłabła, osiągając 17 maja poziom 4,13 zł za dolara i 3,78 zł za euro. Wówczas też złoty był najsłabszy w stosunku do parytetu walutowego – odchylenie wynosiło 8,6 proc. po silniejszej stronie w porównaniu z 12,3 proc. pod koniec kwietnia. Po bardzo słabych danych o produkcji przemysłowej w kwietniu opublikowanych przez GUS 20 maja, inwestorzy uwierzyli w rychłą obniżkę stóp procentowych przez RPP, co zaowocowało zakupami papierów skarbowych i umocnieniem polskiej waluty. Ponownie zarysowała się tendencja na aprecjację złotego. Na początku czerwca odchylenie od parytetu osiągnęło 9,5 proc. i ustabilizowało się na tym poziomie. Na rynkach światowych waluta europejska wzmocniła się w stosunku do amerykańskiej, przekraczając w pierwszym tygodniu czerwca poziom 94 centów. W związku z tym złoty pozostając stabilny względem euro (ok. 3,75-3,80 zł/dol.), umocnił się stopniowo wobec dolara, osiągając 6 czerwca 4,01 zł/dol.

Kursy walutowe



Źródło: BZ WBK

Odchylenie złotego od parytetu



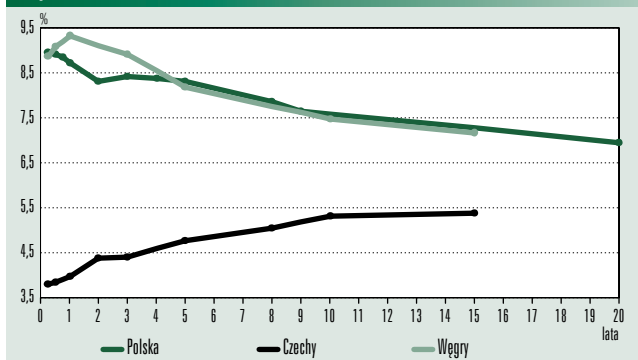
Źródło: BZ WBK

Krzywa rentowności przesunęła się znacznie w dół

Już po publikacji danych o produkcji przemysłowej nastąpił znaczny spadek rentowności papierów skarbowych wzdłuż całej krzywej o kilkanaście punktów bazowych. Kolejny ruch w dół o 20-30 pb był skutkiem dokonania przez RPP obniżki stóp procentowych. Na tym jednak się nie skończyło, gdyż rynek prawie natychmiast zaczął dyskontować kolejne obniżki w najbliższym czasie. Szczególnie silnym impulsem okazał się zaskakująco duży spadek cen żywności w maju. Spowodował on zejście rentowności o kilkanaście do 20 pb. w ciągu jednego popołudnia. Ponadto pewną rolę odegrał duży niezaspokojony popyt pozostały po aukcji obligacji. Na przestrzeni ostatniego miesiąca krzywa rentowności obniżyła się na całej swej długości średnio o 60-70 pb. Najbardziej spadła rentowność obligacji dwuletnich – o 80 pb, natomiast na długim końcu spadki były mniejsze: rentowność papierów DS1110 obniżyła się o 45 pb, a dwudziestolatki straciły 20 pb.

W Polsce i na Węgrzech główna stopa procentowa znajduje się od niedawna na takim samym poziomie 9 proc. Jak widać na wykresie, w krótszych terminach polska krzywa rentowności znajduje się obecnie dużo niżej niż węgierska: w sektorze rocznym różnica wynosi 60 pb, a w trzyletnim 50 pb. W dłuższych terminach obie krzywe kształtują się tak samo. Zarówno w Polsce, jak i na Węgrzech krzywe rentowności mają nachylenie negatywne, co oznacza oczekiwania inwestorów na obniżenie stóp procentowych. W Czechach krzywa jest normalna (tzn. rosnąca) i w cało-

Krzywa rentowności

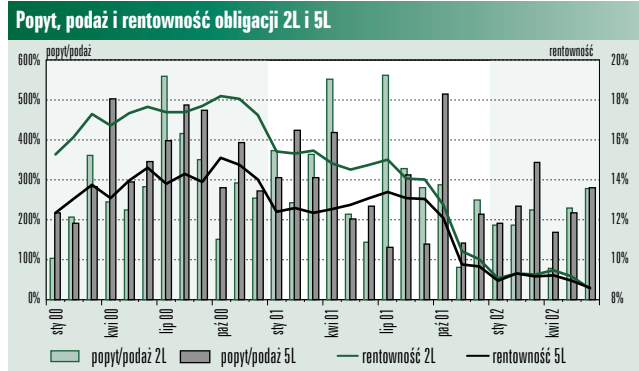


Źródło: BZ WBK

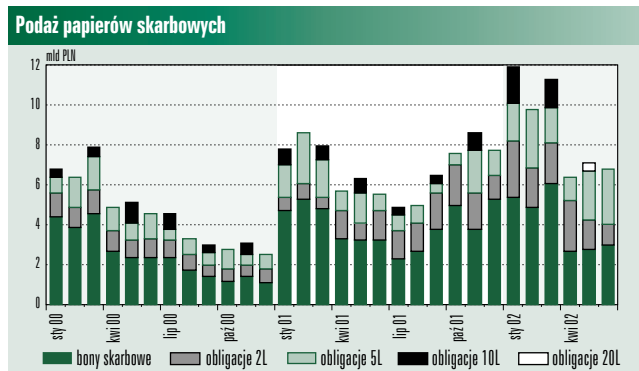
ści przebiega powyżej poziomu 3,75 proc. wyznaczonego przez podstawową stopę procentową.

Duże zainteresowanie na aukcji obligacji

Podczas ostatniej aukcji obligacji skarbowych, która odbyła się 5 czerwca, Ministerstwo Finansów sprzedało wszystkie zaoferowane papiery: 1,0 mld zł obligacji dwuletnich (OK0404) oraz 2,8 mld zł pięcioletnich (PS0507). Popyt zgłoszony przez inwestorów był wysoki – podobnie jak w lutym i marcu br. przekroczył 10,5 mld zł osiągając łącznie 10,623 mld zł. Choć wielkość oferty była zdecydowanie inna w obu przypadkach, to zarówno dla obligacji dwu-, jak i pięcioletnich popyt był 2,8 raza wyższy od podaży. Było oczywiste, że po obniżce stóp procentowych dokonanej przez RPP w maju rentowności będą niższe niż przed miesiącem. Tak też się stało, przy czym znacznie mniejsza podaż papierów dwuletnich spowodowała silniejszy spadek ich rentowności (o 60 pb) niż obligacji pięcioletnich (o 36 pb). W rezultacie rentowność obligacji dwuletnich była niższa od pięcioletnich o 5 pb.



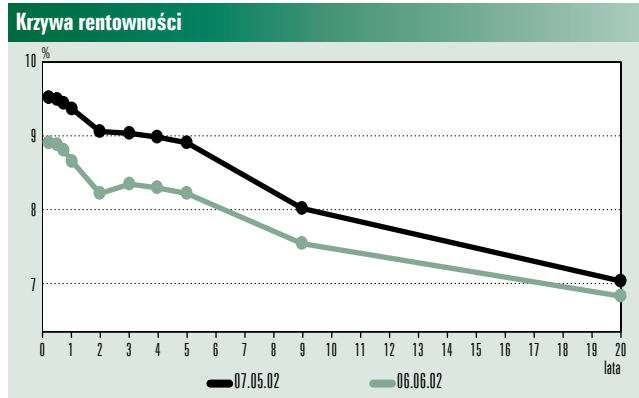
Źródło: BZ WBK



Źródło: Ministerstwo Finansów

Oferta bonów skarbowych w maju i czerwcu					mln zł
data przetargu	oferta (sprzedaż)			suma	
	13-tyg.	26-tyg.	52-tyg.		
06.05.2002	100 (100)	–	600 (599,86)	700 (699,86)	
13.05.2002	–	–	600 (600)	600 (600)	
20.05.2002	–	–	700 (700)	700 (700)	
27.05.2002	–	–	800 (800)	800 (700)	
Suma	100 (100)	–	2700 (2699,86)	2800 (2799,86)	
03.06.2002	–	–	600 (600)	600 (600)	
10.06.2002	–	–	500 (500)	500 (500)	
17.06.2002	–	–	900	900	
24.06.2002	100	–	900	1000	
Suma	100 (100)	–	2900	3000	

Źródło: Ministerstwo Finansów



Źródło: BZ WBK

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)	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	1 756,5	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	1 000	1 000	PS0507	2 800	2 800	–	–	–	–	
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	–	–	–	–	–	–	–	–	–	

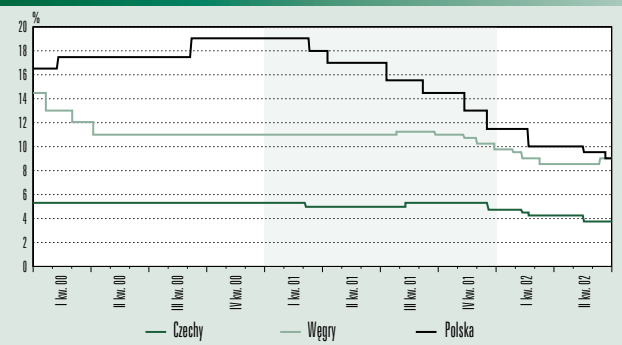
Źródło: Ministerstwo Finansów

Przeгляд międzynarodowy

- Stopy procentowe na Węgrzech takie jak w Polsce
- Inflacja w strefie euro osiągnęła poziom 2 proc. – górny pułap celu ECB
- Zarówno w USA, jak i w strefie euro rosną wskaźniki aktywności

Bank centralny Węgier podniósł w maju podstawową stopę procentową o 50 pb do 9,0 proc. Podwyżka ta była wynikiem wzrostu ryzyka przyspieszenia inflacji wywołanego podwyżkami płac, cen paliw oraz zbyt luźną polityką budżetową. Decyzja ta zaskoczyła analityków, którzy spodziewali się, że bank centralny poczeka z takimi posunięciami na czytelniejszy obraz sytuacji inflacyjnej. W ten oto sposób stopy procentowe na Węgrzech są takie same jak w Polsce. Główna stopa procentowa w Czechach jest natomiast znacznie niższa i wynosi 3,75 proc.

Stopy procentowe w Europie Centralnej



Źródło: Reuters

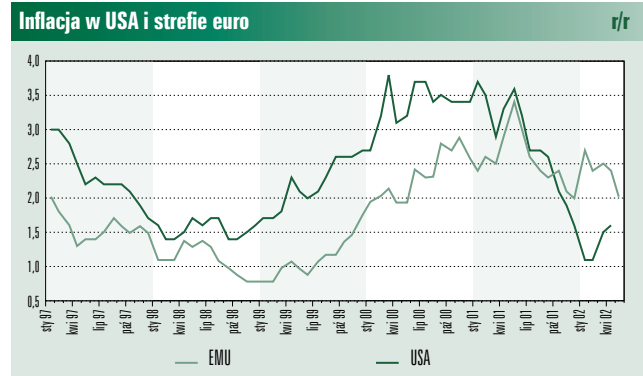
Inflacja w strefie euro spadła w kwietniu do 2,4 proc. r/r z 2,5 proc. w marcu, jednak była wyższa niż to wynikało ze wstępnych szacunków, które wskazywały na 2,2 proc. W ujęciu m/m CPI wyniósł 0,5 proc., wobec wstępnych szacunków na poziomie 0,3 proc. Spośród państw strefy euro najwyższą inflację w kwietniu miała Irlandia (5,0 proc.), a najniższą Niemcy i Austria (1,6 proc.). Ponadto opublikowane zostały szacunki wpływu wprowadzenia euro do obiegu na ceny konsumpcyjne. Według oceny Eurostatu operacja ta przełożyła się w I kw. na wzrost stopy inflacji o 0,16 pkt proc.

Inflacja w strefie euro spadła w maju do 2,0 proc. r/r z 2,4 proc. w kwietniu. Spadek ten był głębszy niż oczekiwano – konsensus rynkowy wskazywał na 2,1 proc. Tym samym wskaźnik inflacji osiągnął górny pułap celu wyznaczonego przez Europejski Bank Centralny.

W Niemczech opublikowane zostały wstępne szacunki inflacji w maju, na poziomie 0,1 proc. m/m oraz 1,2 proc. r/r. Oznacza to dość znaczny spadek rocznego wskaźnika inflacji z 1,6 proc. w kwietniu, podczas gdy rynek ocze-

kiwał spadku do 1,4 proc. Niemcy mają nadal najniższą inflację w całej strefie euro.

Inflacja w Stanach Zjednoczonych wyniosła w kwietniu 0,5 proc. m/m, nieco powyżej oczekiwań rynków, po 0,3 proc. w marcu. Wskaźnik inflacji r/r wzrósł do 1,6 proc. z 1,5 proc. w marcu. Inflacja bazowa po odliczeniu cen energii i żywności wyniosła w kwietniu 0,3 proc. m/m.



Źródło: Reuters

Wstępne dane pokazały, że dynamika PKB Stanów Zjednoczonych w I kw. br. była najwyższa od niemal dwóch lat, choć nieco słabsza od wcześniejszych szacunków oraz oczekiwań, wynosząc 5,6 proc. kw/kw. W podanej wcześniej informacji przyspieszonej oceniano ją na 5,8 proc., natomiast analitycy spodziewali się rewizji w górę do 6,0 proc. Do korekty w dół przyczynił się niższy wzrost wydatków konsumentów oraz wyższy spadek inwestycji firm.

Wzrost PKB strefy euro w I kw. 2002 r. osiągnął 0,2 proc. kw/kw oraz 0,1 proc. r/r.

PKB Francji wzrósł w I kw. br. o 0,4 proc. kw/kw. Ponadto zrewidowano dane o dynamice PKB w IV kw. ub.r. do -0,4 proc. kw/kw z -0,3 proc. podanych wcześniej. Wynik z pierwszego kwartału oznacza, że gospodarka francuska rozwijała się w tym okresie szybciej od innych czołowych gospodarek strefy euro, tj. Niemiec i Włoch.

Dynamika PKB Niemiec w I kw. br. wyniosła 0,2 proc. kw/kw oraz -1,2 proc. r/r. Wzrost w skali kwartału, po dwóch kolejnych kwartałach spadku, był wynikiem mocnego wzrostu eksportu o 1,9 proc. kw/kw, w porównaniu ze spadkiem o 1,1 proc. w kwartale poprzednim, a więc to ożywienie zostało wywołane popytem zewnętrznym.

W marcu produkcja przemysłowa strefy euro wzrosła o 0,5 proc. m/m, silniej od oczekiwanego przez rynek 0,1 proc. Natomiast w skali roku nastąpił spadek o 2,9 proc., co było dokładnie zbieżne z prognozami.

Produkcja przemysłowa w USA wzrosła w kwietniu o 0,4 proc. m/m, dokładnie tak jak przewidywali analitycy. Wykorzystanie mocy produkcyjnych zwiększyło się do 75,5 proc. z 75,3 proc. przed miesiącem.

Zamówienia na dobra trwałe w Stanach Zjednoczonych wzrosły w kwietniu o 1,1 proc. m/m, znacznie silniej od spodziewanych przez rynki 0,4 proc. Dodatkowo dane za marzec zrewidowano do 0,2 proc. z -0,5 proc. podanych wcześniej. Tak wysoka kwietniowa dynamika była napędzana zwyżką sprzedaży samochodów, na które popyt był najwyższy od ponad trzech lat.

W Stanach Zjednoczonych sprzedaż detaliczna wzrosła w kwietniu o 1,2 proc. m/m. Był to najwyższy wzrost od października ub.r., znacznie wyższy od oczekiwanych przez rynek 0,7 proc. Reakcją na te mocne dane było chwilowe wzmocnienie się dolara wobec euro. Wcześniej dolar osłabiał się wobec obaw, czy uda się utrzymać wysokie tempo wzrostu w gospodarce USA. Tymczasem te dane stanowiły sygnał, że wspomniane obawy były bezpodstawne, a ponadto, że rośnie prawdopodobieństwo bliskich podwyżek stóp procentowych przez Fed.

Indeks IFO obrazujący nastroje wśród niemieckich przedsiębiorców wzrósł w maju do 91,5 pkt z 90,5 pkt przed miesiącem. Wzrost ten był daleko większy niż oczekiwano, bowiem rynki spodziewały się 90,6 pkt. Majowe dane pokazały, że ożywienie w niemieckiej gospodarce postępuje, a kwietniowy spadek indeksu był jednorazowym odchyleniem od trendu.

Indeks PMI obrazujący aktywność w przemyśle wytwórczym strefy euro wzrósł w maju do 51,5 pkt z 50,7 pkt w kwietniu, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Tym samym umocnił się on powyżej poziomu 50 pkt, oddzielającego poprawę koniunktury od pogorszenia. Indeks dla gospodarki Niemiec – największej gospodarki strefy euro – wzrósł do 49,8 pkt z 49,1 pkt przed miesiącem, także zgodnie z oczekiwaniami. Jak widać przemysł niemiecki dopiero zbliża się do granicy oddzielającej wzrost od spadku. Analogiczny indeks dla gospodarki Stanów Zjednoczonych ISM wzrósł w maju dużo silniej od oczekiwań do 55,7 pkt (oczekiwane 54,1 pkt) z 53,9 pkt w kwietniu, oddalając się znacznie od granicy 50 pkt.

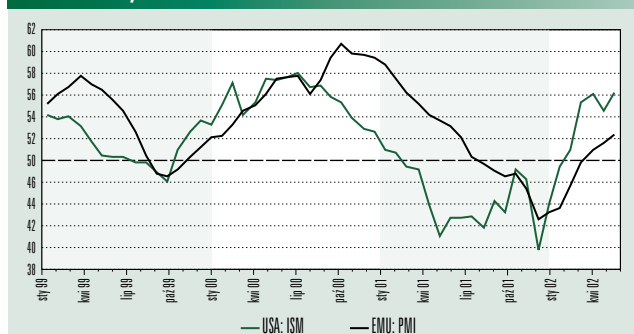
W Bazylei odbywało się w maju spotkanie prezesów 10 najważniejszych banków centralnych. W oświadczeniu dla

dziennikarzy stwierdzili oni, że niewątpliwie zarówno Stany Zjednoczone, jak i strefa euro mają za sobą dołek koniunktury i wyraźne są tam oznaki ożywienia gospodarczego. Ponadto w ich ocenie w obu tych gospodarkach inflacja znajduje się pod kontrolą.

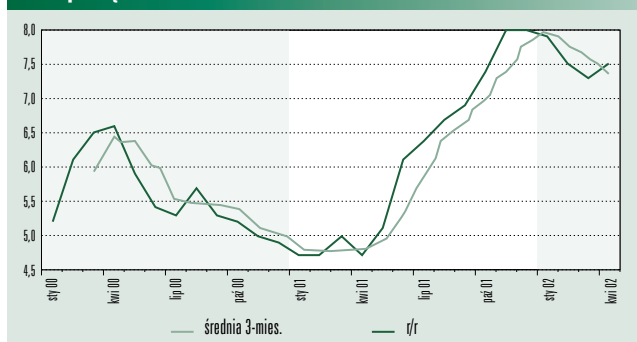
Indeks nastrojów amerykańskich konsumentów opracowany przez Uniwersytet Michigan wzrósł w maju do 96,9 pkt z 93 pkt w kwietniu.

Podczas wystąpienia przed komisją ds. gospodarki i polityki monetarnej prezes Europejskiego Banku Centralnego Wim Duisenberg powiedział, że ECB ma pewność, że strefa euro jest obecnie w fazie ożywienia gospodarczego, ale jednocześnie trudno jest ocenić siłę tego trendu, co wprowadza element niepewności w prognozy inflacyjne. Duisenberg podkreślił, że inflacja przewyższa oczekiwania ECB, bowiem od 23 miesięcy nie spadła poniżej zakładanego przez ECB pułapu 2 proc. i zasugerował, że bank może wkrótce podnieść stopy procentowe.

Tempo wzrostu podaży pieniądza w strefie euro zwiększyło się niespodziewanie w kwietniu do 7,5 proc. z 7,3 proc. w marcu, podczas gdy oczekiwano kolejnego spadku do 7,1 proc. Średnia z ostatnich trzech miesięcy obniżyła się z 7,6 proc. do 7,4 proc., ale nadal pozostaje znacznie wyższa od wyznaczonego przez ECB poziomu referencyjnego 4,5 proc. (przyrost podaży pieniądza na tym poziomie nie prowadzi do zwiększenia presji cenowej). ECB stwierdził, że kwietniowy wzrost podaży pieniądza wynikał z niepewnej sytuacji ekonomicznej na świecie. Dane te stanowią argument za restrykcyjną polityką pieniężną, ale nie powinny w istotny sposób wpłynąć na decyzję ECB w sprawie stóp procentowych i w najbliższym czasie stopy pozostaną zapewne bez zmian.

Wskaźniki aktywności w USA i strefie euro


Źródło: Reuters

Podaż pieniądza w strefie Euro


Źródło: Reuters

W kwietniu w Stanach Zjednoczonych wydatki konsumentów wzrosły o 0,5 proc. m/m, a dochody zwiększyły się o 0,3 proc. m/m, wobec oczekiwań na poziomie odpowiednio 0,7 proc. oraz 0,3 proc. Wskaźnik zaufania konsumentów do gospodarki osiągnął w maju 109,8 pkt, odnotowując solidny wzrost ze zrewidowanych w dół 108,5 pkt w kwietniu. Rynki spodziewały się w maju 109,0 pkt.

Najważniejsze wydarzenia i wskaźniki w tym miesiącu

<i>Poniedziałek</i>	<i>Wtorek</i>	<i>Środa</i>	<i>Czwartek</i>	<i>Piątek</i>
3 czerwca POL: Przetarg bonów skarbowych (600 mln PLN) EMU: Ceny producenta (kwi) EMU: PMI (maj) USA: ISM (maj)	4 EMU: Bezrobocie (kwi) EMU: Koniunktura (maj) EMU: Nastroje w biznesie (maj)	5 POL: Przetarg obligacji OK0404 i PS0507 (1,0 i 2,8 mld PLN)	6 POL: Ceny żywności (II poł. maj) GER: Zamówienia w przemyśle (kwi) EMU: Posiedzenie ECB	7 GER: Bezrobocie (maj) USA: Bezrobocie (maj)
10 POL: Przetarg bonów skarbowych (500 mln PLN) ITA: PKB (I kw.)	11 GER: Produkcja przemysłowa (kwi)	12 FRA: Inflacja wstępna (maj)	13 FRA: Produkcja przemysłowa (kwi) USA: Ceny producenta (maj)	14 POL: Podaż pieniądza (maj) ITA: Produkcja przemysłowa (kwi)
17 POL: Przetarg bonów skarbowych (900 mln PLN) POL: Inflacja (maj) POL: Deficyt budżetu (maj) ITA: Inflacja finalna (maj)	18 POL: Place i zatrudnienie (maj) EMU: Inflacja finalna (maj) USA: Inflacja (maj)	19 POL: Produkcja przemysłowa (maj) POL: Ceny producenta (maj) POL: Koniunktura (cze) EMU: Produkcja przemysłowa (kwi)	20 EMU: Handel zagraniczny (kwi) USA: Handel zagraniczny (kwi)	21 POL PKB (I kw.) POL: Bezrobocie (maj)
24 POL: Przetarg bonów skarbowych (1 mld PLN)	25 POL: Posiedzenie RPP FRA: Inflacja finalna (maj) USA: Posiedzenie Fed	26 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) USA: Posiedzenie Fed (decyzja)	27 POL: Ceny żywności (I poł. cze) EMU: Podaż pieniądza (maj) USA: PKB (I kw.)	28 POL: Bilans płatniczy (maj) ITA: Inflacja wstępna (cze)
1 lipca POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI (cze) EMU: Sprzedaż detaliczna (kwi) USA: ISM (cze)	2 EMU: Bezrobocie (maj) EMU: Koniunktura (cze) EMU: Nastroje w biznesie (cze)	3 EMU: Ceny producenta (maj)	4 GER: Zamówienia w przemyśle (maj)	5 FRA: PKB (I kw.) USA: Bezrobocie (cze)

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	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
Place 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	30	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	12	14	14	12	14	13	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	5	7	7	5	7	6	-	-	-
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

		kwi 01	maj 01	cze 01	lip 01	sie 01	wrz 01	paź 01	lis 01	gru 01	sty 02	lut 02	mar 02	kwi 02	maj 02	cze 02
															progniza	
PKB	proc. r/r	x	x	0,9	x	x	0,8	x	x	0,2	x	x	1,5	x	x	1,0
Produkcja przemysłowa	proc. r/r	3,8	-0,4	-4,7	1,5	0,9	-3,7	1,8	-1,0	-4,8	-1,4	0,2	-3,1	0,2	-3,1	1,0
Sprzedaż detaliczna***	proc. r/r	1,9	4,3	0,2	1,5	3,0	1,3	5,8	2,4	2,4	4,7	6,7	9,9	3,1	x	x
Stopa bezrobocia	proc.	16,0	15,9	15,9	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	17,4	18,0	18,1	18,1	17,8	17,5	17,5
Płace brutto**	proc. r/r	5,2	8,8	4,9	8,0	6,9	6,2	7,8	6,6	5,3	5,7	5,5	4,8	2,3	2,4	4,1
Eksport (wg NBP)	mln USD	2 559	2 472	2 477	2 556	2 616	2 287	2 778	2 555	2 540	2 308	2 141	2 467	2 800	2 660	2 740
Import (wg NBP)	mln USD	3 269	3 638	3 379	3 382	3 635	3 176	3 953	3 509	3 430	3 418	2 952	3 148	3 525	3 490	3 594
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-710	-1 166	-902	-826	-1 019	-889	-1 175	-954	-890	-1 110	-811	-681	-725	-830	-855
Rachunek bieżący	mln USD	-520	-737	-948	-287	-354	-304	-838	-417	-500	-847	-820	-612	-806	-420	-725
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-18,4	-20,4	-18,7	-19,4	-21,0	-21,8	-24,6	-27,7	-32,6	-6,9	-13,7	-16,4	-20,0	-24,0	-26,0
Inflacja (CPI)	proc. r/r	6,6	6,9	6,2	5,2	5,1	4,3	4,0	3,6	3,6	3,4	3,5	3,3	3,0	2,0	2,0
Geny produkcji (PPI)	proc. r/r	3,4	2,3	0,9	0,6	1,0	0,7	-0,5	-1,0	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,1
Podaż pieniądza M3	proc. r/r	13,4	12,8	7,5	12,4	13,4	12,3	11,0	7,2	8,7	7,3	6,7	3,5	3,4	-	-
Depozyty	proc. r/r	15,4	14,6	8,6	14,0	14,9	13,3	11,5	7,0	8,3	6,4	5,5	2,0	1,7	-	-
Kredyty	proc. r/r	12,2	10,9	4,8	11,5	11,8	11,5	9,7	8,9	9,3	9,0	8,8	7,1	6,4	-	-
USD/PLN	PLN	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	4,05	4,03
EUR/PLN	PLN	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	3,71	3,79
Stopa interwencyjna*	proc.	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	9,00	8,50
WIBOR 3M	proc.	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	9,88	9,30
Stopa lombardowa*	proc.	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	12,00	11,50
Rentowność bonów 52-tyg.	proc.	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	9,29	8,60
Rentowność obligacji 2L	proc.	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	8,95	8,40
Rentowność obligacji 5L	proc.	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	8,78	8,35
Rentowność obligacji 10L	proc.	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	8,02	7,70

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

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Wskaźniki kwartalne i roczne

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	1 kw. 01	2 kw. 01	3 kw. 01	4 kw. 01	1 kw. 02	2 kw. 02	3 kw. 02
						<i>prognoza</i>						<i>prognoza</i>		
PKB	mld PLN	553,6	615,1	685,0	721,6	770,0	830,0	165,4	176,5	179,6	200,0	170,0	184,3	194,1
PKB	proc. r/r	4,8	4,1	4,0	1,0	1,9	3,5	2,3	0,9	0,8	0,2	1,5	1,0	1,5
Produkcja przemysłowa	proc. r/r	3,5	3,6	6,8	-0,2	2,5	3,4	4,5	-0,7	-0,8	-2,6	-1,6	-0,6	4,8
Sprzedaż detaliczna realnie	proc. r/r	2,6	4,0	1,0	0,4	x	x	-3,1	-0,2	1,2	3,7	5,8	x	x
Stopa bezrobocia*	proc.	10,4	13,1	15,1	17,4	19,0	19,0	16,1	15,9	16,3	17,4	18,1	17,5	18,2
Płace realne brutto	proc. r/r	3,3	4,7	1,0	3,3	0,7	1,5	2,5	0,8	2,5	1,3	2,1	1,0	-0,5
Eksport (wg NBP)	mln USD	30 122	26 347	28 256	30 276	32 542	34 000	7 436	7 508	7 459	7 873	6 916	8 200	7 999
Import (wg NBP)	mln USD	43 842	40 727	41 424	41 955	44 104	47 000	10 584	10 286	10 193	10 892	9 518	10 609	11 369
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-13 720	-14 380	-13 168	-11 679	-11 562	-13 000	-3 148	-2 778	-2 734	-3 019	-2 602	-2 409	-3 370
Rachunek bieżący	mln USD	-6 862	-11 558	-9 946	-7 075	-9 159	-9 150	-2 170	-2 205	-945	-1 755	-2 279	-1 950	-2 529
Rachunek bieżący	proc. PKB	-4,3	-7,4	-6,3	-4,0	-4,9	-4,4	-4,9	-5,2	-4,2	-4,0	-4,1	-3,9	-4,6
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-13,2	-12,5	-15,4	-32,6	-40,0	-42,0	-15,0	-18,8	-21,9	-32,6	-16,4	-26,0	x
Deficyt budżetowy*	proc. PKB	-2,4	-2,0	-2,2	-4,5	-5,2	-5,1	-9,1	-2,2	-1,7	-5,3	-9,7	-5,2	x
Inflacja	proc. r/r	11,8	7,3	10,1	5,5	2,9	4,0	6,7	6,6	4,9	3,8	3,4	2,3	2,5
Inflacja*	proc. r/r	8,6	9,8	8,5	3,6	3,9	4,0	6,2	6,2	4,3	3,7	3,3	2,0	3,0
Ceny produkcji	proc. r/r	7,3	5,7	7,8	1,6	0,9	2,5	4,2	2,2	0,8	-0,6	0,2	0,6	0,8
Podaż pieniądza	proc. r/r	25,3	24,6	15,2	11,9	-	-	14,7	11,8	14,1	12,9	5,8	-	-
Depozyty	proc. r/r	28,4	26,4	17,2	13,2	-	-	17,1	13,6	15,7	13,3	4,6	-	-
Kredyty	proc. r/r	30,0	28,6	24,7	11,3	-	-	15,4	9,7	11,3	8,1	8,3	-	-
USD/PLN	PLN	3,4937	3,9675	4,3465	4,0939	4,09	4,02	4,0876	3,9895	4,2168	4,0805	4,1303	4,05	4,04
EUR/PLN	PLN	3,9231	4,2270	4,0110	3,6685	3,76	3,96	3,7765	3,4884	3,7551	3,6549	3,6199	3,70	3,81
Stopa interwencyjna*	proc.	15,50	16,50	19,00	11,50	8,00	8,00	18,00	15,50	14,50	11,50	10,00	8,50	8,00
WIBOR 3M	proc.	21,34	14,73	18,78	16,08	9,40	8,40	18,53	17,09	15,37	13,45	10,65	9,79	8,67
Stopa lombardowa*	proc.	20,00	20,50	23,00	15,50	11,00	11,00	22,00	19,50	18,50	15,50	13,50	11,50	11,00
Rentowność bonów 52-tyg.	proc.	18,59	12,95	17,77	14,77	8,81	8,20	17,02	15,70	14,67	11,72	9,64	9,10	8,30
Rentowność obligacji 2L	proc.	18,08	12,41	17,37	13,91	8,53	7,80	15,59	14,91	14,37	10,83	9,27	8,860	8,20
Rentowność obligacji 5L	proc.	15,83	10,87	14,00	12,59	8,43	7,80	13,12	13,38	13,43	10,45	9,09	8,72	8,10
Rentowność obligacji 10L	proc.	x	9,60	11,79	10,74	7,76	7,30	10,46	11,22	11,81	9,48	8,28	7,97	7,50

* 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 11.06.2002, zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

Piotr Bielski – Ekonomista

tel. 0 22 653 47 33

e-mail: piotr.bielski@bzwbk.pl

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