

# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

lipiec 2002

nr 36

### Droga do Euro(py)

■ **Dobiegają końca negocjacje o członkostwo Polski w Unii Europejskiej.**

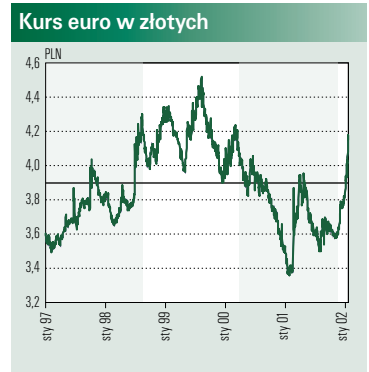
W ostatnim półroczu udało nam się rozwiązać wiele istotnych problemów, np. kwestie zakupu ziemi przez cudzoziemców w Polsce i podejmowania pracy przez Polaków w UE. Obecnie wkraczamy w decydującą fazę rozmów, w której na wiele lat określone zostaną warunki finansowe naszego udziału w Unii. Ze względu na niechęć krajów członkowskich do pokrycia kosztów poszerzenia będą to bardzo trudne rozmowy. Czy polskim negocjatorom uda się zakończyć rokowania do końca tego roku i Polska stanie się członkiem Unii w 2004 r.? W tym miesiącu analizujemy przebieg negocjacji i próbujemy określić najbardziej prawdopodobny scenariusz rozszerzenia UE. W kolejnych edycjach Makroskopu będziemy się nadal uważnie przyglądać temu procesowi. Ze szczególnym zainteresowaniem będziemy śledzić rozmowy prowadzone przez rząd i NBP w sprawie strategii wstępowania do Unii Gospodarczej i Walutowej.

■ **Zbliżająca się data wejścia Polski do Unii Europejskiej przybliży również (potencjalnie) nasze członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej.**

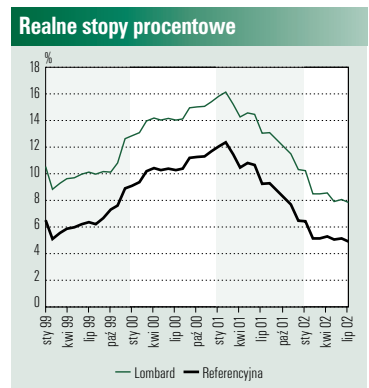
W związku z tym zagadnienia związane z procesem wprowadzenia w Polsce wspólnej waluty, towarzyszącymi im ewentualnymi przekształceniami w gospodarce, ścieżką zmian kursu walutowego na drodze do euro, prawdopodobną datą przystąpienia do EMU, stają się obiektem szczególnego zainteresowania zarówno dla polityków, ekonomistów, inwestorów rynku finansowego, jak i dużej części przedsiębiorców. W jednym z tematów miesiąca zamieszczonych w niniejszym numerze staraliśmy się omówić główne problemy związane ze zbliżającym się terminem wprowadzenia euro i prawdopodobne kierunki zmian na polskim rynku walutowym w trakcie tego procesu.

■ **Na przełomie czerwca i lipca wydarzeniem numer jeden była zmiana na stanowisku ministra finansów.**

Pierwsze słowa nowego ministra nie rozwiały wszystkich wątpliwości i wciąż niepewne jest jego stanowisko, jeśli chodzi o prowadzenie polityki kursowej oraz szczegółowe założenia budżetu na przyszły rok. O ile zapowiedziana jest kontynuacja polityki fiskalnej Marka Belki, nie wiemy, czy utrzymana zostanie jego reguła wzrostu wydatków oraz czy nie zobaczymy pokusy zwiększenia wydatków poza budżetem centralnym. W sekcji Pod lupą: Rząd i polityka staramy się odpowiedzieć na pytania związane zarówno z dymisją Marka Belki, jak i z możliwą polityką nowego ministra finansów. Mimo iż znaczenie przyjętego budżetu znacznie zmalało w chwili rezygnacji ministra finansów, przedstawiamy również omówienie przyjętych przez rząd założeń.



Źródło: BZ WBK



Źródło: BZ WBK

**W tym miesiącu:**

Tematy miesiąca ..... **2, 6**  
*Ostatnia prosta w negocjacjach...  
 Złoty na rozdrożach*  
 Gospodarka Polski ..... **12**  
 Pod lupą: Bank centralny ..... **16**  
 Pod lupą: Rząd i polityka ..... **22**  
 Monitor rynku ..... **29**  
 Przegląd międzynarodowy ..... **31**  
 Kalendarz makroekonomiczny ..... **33**  
 Dane i prognozy ekonomiczne ..... **34**

**Maciej Reluga**  
 Główny ekonomista  
 tel. (+48 22) 653 46 63, 586 17 20  
 maciej.reluga@bzbwbk.pl

**Piotr Bielski**  
 tel. (+48 22) 653 47 33, 586 17 21

**Piotr Bujak**  
 (+48 22) 586 17 21

**Aleksander Krzyżaniak**  
 (+48 22) 586 17 21

Na rynku finansowym:		28 czerwca 2002 r.	
stopa depozytowa NBP	<b>5,50</b>	WIBOR 3M	<b>8,97</b>
stopa referencyjna NBP	<b>8,50</b>	rentowność bonów skarb. 52-tyg	<b>8,35</b>
stopa lombardowa NBP	<b>11,50</b>	rentowność obligacji skarb. 5-letnich	<b>7,76</b>
		PLN/USD	<b>4,0418</b>
		PLN/EUR	<b>4,0091</b>
		EUR/USD	<b>0,9919</b>

## Ostatnia prosta przed metą czy przed ostrym zakrętem?

### Czy wszystko jest już przesądzone?

Oficjalne rozpoczęcie negocjacji o członkostwo Polski w Unii Europejskiej (UE) miało miejsce 30 marca 1998 r. W grudniu 2000 r. UE określiła kalendarz poszerzenia, przyjmując, że negocjacje z kandydatami zakończą się do końca 2002 r., a poszerzenie nastąpi z początkiem 2004 r. Nieco ponad rok temu, w czerwcu 2001 r., Polska pod względem zamkniętych rozdziałów negocjacyjnych zajmowała jedną z ostatnich pozycji wśród krajów kandydujących do UE. Po ostatniej sesji Międzyrządowej Konferencji Akcesyjnej w czerwcu br. pozostaje niewiele w tyle za liderami. Wyprzedziliśmy m.in. faworyzowane Węgry. W ubiegłym miesiącu na szczycie w Sewilli kraje „15” potwierdziły założony wcześniej kalendarz poszerzenia, a ponadto przyjęły stanowisko, że 10 krajów kandydackich, w tym Polska, przystąpi do UE jednocześnie w 2004 r. Wcześniej, najpóźniej 31 marca 2003 r., podpiszą one z UE traktaty akcesyjne. O tym, czy kandydaci przystąpią do UE w styczniu, czy np. w lipcu 2004 r., zadecyduje tempo prac deputowanych parlamentów krajów członkowskich nad ratyfikacją traktatów akcesyjnych. Czy oznacza to, że rzeczywiście uda się Polsce zakończyć negocjacje z krajami „15” do końca tego roku i znajdzie się ona w UE zgodnie z deklarowanym terminem, czyli na początku 2004 r.?

### Wiele już przeszliśmy...

Poprzedni rząd stosował twardą strategię negocjacyjną, nie spiesząc się z zamykaniem kolejnych rozdziałów rokowań i unikając podejmowania decyzji stanowiących zbyt duże ustępstwa wobec dość sztywnej postawy Komisji Europejskiej. Próbował negocjować „w pakietach” – ustępstwo w jednej dziedzinie za ustępstwo w innej. Po zmianie rządu w wyniku ubiegłorocznych wyborów doszło do przełomu i przyspieszenia rozmów w wielu obszarach negocjacyjnych. Rząd Leszka Millera postanowił stosować tzw. taktikę plasterków salami – zamykania jak najszybciej kolejnych rozdziałów negocjacji, a nawet ich części. Od objęcia władzy przez nowy rząd do chwili obecnej zamknięto rozmowy w 8 obszarach negocjacyjnych. Udało się przede wszystkim zakończyć rokowania w sprawie swobodnego przepływu osób oraz swobodnego przepływu kapitału, czyli rozwiązać drażliwe problemy podejmowania pracy przez Polaków w UE i nabywania ziemi przez cudzoziemców w Polsce. W sumie po ostatniej sesji negocjacyjnej Polska zamknęła rozmowy w 25 rozdziałach negocjacyjnych. Poniższa tabela pokazuje stan polskich negocjacji na tle wszystkich krajów kandydujących po czerwcowej sesji negocjacyjnej.

Stan negocjacji na dzień 28 czerwca 2002 r.

tab. 1

	Cypr	Litwa	Estonia	Słowenia	Łotwa	Słowacja	Czechy	Polska	Węgry	Malta	Bulgaria	Rumunia
swobodny przepływ towarów	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□
swobodny przepływ osób	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□
swoboda świadczenia usług	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□
swobodny przepływ kapitału	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□
prawo spółek	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
polityka konkurencji	■	■	■	■	□	□	□	□	□	□	□	□
rolnictwo	□	□	□	□	□	□	□	□	□	□	□	□
rybołówstwo	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
transport	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□
podatki	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□
unia gospodarcza i walutowa	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
statystyka	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
polityka społeczna	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
energia	■	■	□	■	■	■	■	■	■	■	□	□
polityka przemysłowa	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□
MSP	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
nauka i badania	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
edukacja i kształcenie	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
telekomunikacja	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□
polityka audiowizualna	■	■	■	■	■	■	■	■	□	■	■	□
polityka regionalna	■	■	■	□	■	□	■	□	□	□	□	□
ochrona środowiska	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□	□	□
ochrona konsumenta	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
wymiar sprawiedliwości i sprawy wewnętrzne	■	■	■	■	■	■	■	□	■	□	□	□
unia celna	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□	□	□
stosunki zewnętrzne	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
wspólna polityka zagraniczna i bezpieczeństwa	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
kontrola finansowa	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	□
finanse i budżet	□	□	□	□	□	□	□	□	□	□	□	□
instytucje	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
<b>razem:</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>12</b>

Źródło: Komisja Europejska

W najbliższym czasie Komisja Europejska prześle Radzie UE zalecenie zamknięcia z Polską negocjacji dotyczących „wymiaru sprawiedliwości i spraw wewnętrznych”, uznając w ten sposób, że polska granica wschodnia, która wkrótce będzie najdłuższym odcinkiem lądowej granicy wspólnoty, jest pod kontrolą. To jedyny rozdział rozmów, w którym poza dostosowaniem do prawa europejskiego chodziło głównie o zdobycie zaufania krajów „15”. Jeśli wszystkie one zgodzą się ze stanowiskiem Komisji Europejskiej, to rokowania w tym rozdziale zostaną zamknięte na najbliższej sesji negocjacyjnej 31 lipca br. Nie jest to jednak pewne. Zagrożeniem jest stanowisko Holandii i Francji, które zajmują najtwardsze stanowisko w kwestii kontroli nielegalnej imigracji oraz walki z praniem brudnych pieniędzy. Polska będzie więc zapewne musiała podjąć szereg zobowiązań do wypełnienia przed 1 stycznia 2004 r., czyli spodziewaną datą przystąpienia do wspólnoty. To samo spotkało jednak 9 pozostałych państw, które w tym czasie mają stać się członkami Unii. Wszystkie mimo to zamknęły już rozmowy o sprawach wewnętrznych i wymiarze sprawiedliwości.

Do września lub października br. możliwe jest zakończenie negocjacji w sprawie „polityki konkurencji”. W obszarze tym doszło ostatnio do zasadniczego postępu. Uzgodniono bowiem ramy porozumienia w sprawie dostosowania specjalnych stref ekonomicznych do unijnych zasad pomocy

państwa (Komisja Europejska widzi możliwość rekomendowania Radzie UE zakończenia rozmów z Polską w tej kwestii jeszcze w lipcu), a także opracowania programów restrukturyzacji hutnictwa zgodnie z unijnymi regułami konkurencji.

Nie wszystko może jednak pójść gładko. Główny negocjator Polski Jan Truszczyński zapowiedział ponowne otwarcie rozmów w zamkniętym tymczasowo rozdziale podatki. Do walki o niższy VAT w budownictwie ma dojść już w lipcu. Obecnie wydaje się już jednak, że oprócz warunków finansowych członkostwa nie ma poważniejszych przeszkód do zakończenia rokowań.

### **...ale najgorsze jeszcze przed nami**

Wszystkie problemy nie związane z warunkami finansowymi członkostwa mają zostać rozwiązane do szczytu „15” w Brukseli 24 i 25 października br. Początkowo zakładano ponadto, że właśnie podczas szczytu w Brukseli, na który nie zostaną zaproszeni przedstawiciele Polski i innych krajów kandydackich, przywódcy „15” ustalą oficjalne stanowisko Unii w obszarze warunków finansowych członkostwa: wielkość funduszy strukturalnych, dopłat dla rolników i funduszy na rozwój obszarów wiejskich oraz zasad płacenia składek przez nowe kraje członkowskie. Przez następne 6 tygodni, do szczytu Unii w Kopenhadze w połowie grudnia, kraje UE i Polska miały dojść do porozumienia w tej sprawie. Podkreślano, że jeśli do szczytu „15” w Brukseli 24 i 25 października kraje Unii nie ustalą propozycji warunków finansowych przyjęcia Polski do Wspólnoty, to zakończenie negocjacji z Polską w grudniu i przyjęcie jej do UE w 2004 r. będzie bardzo zagrożone. Obawiając się tego, już w połowie czerwca na posiedzeniu Parlamentu Europejskiego komisarz ds. poszerzenia Unii Guenter Verheugen mówił: „Trzeba jasno powiedzieć obywatelom Europy, że nie można za darmo otrzymać ogromnych korzyści wynikających z poszerzenia Unii. Tak, oczekuje się od nas solidarności. Leży w naszym interesie, aby się nią wykazać. Oczywiście koszty poszerzenia Unii powinny być wnikliwie przedyskutowane. Ale także koszty nieprzeprowadzenia poszerzenia Unii”. Jednak pod naciskiem Berlina nawet on zaczął nawoływać do odłożenia dyskusji w sprawie dopłat na później, wyrzekając się dotychczasowego stanowiska Komisji Europejskiej.

W rezultacie, na czerwcowym szczycie w Sewilli szefowie państw i rządów zobowiązali się, że wspólne stanowisko Unii w sprawie warunków finansowych poszerzenia powstanie dopiero pod koniec października lub na początku listopada, co ma związek z wyborami w Niemczech. Nowy rząd w Berlinie może się bowiem ukonstytuować po szczycie w Brukseli. Aby dojście do porozumienia z kandydatami w sprawach finansowych było możliwe w tak krótkim cza-

### **Najbardziej dramatyczny scenariusz**

Najwięksi pesymiści głoszą, że kraje „15” będą w stanie uzgodnić warunki finansowe poszerzenia Unii najprawdopodobniej dopiero podczas grudniowego szczytu w Kopenhadze. I tego samego dnia postawią Polskę i innych kandydatów przed dylematem: przyjmujecie naszą ofertę albo wypadacie z grupy państw, które w 2004 r. przystępują do wspólnoty. Odłożenie dyskusji do grudniowego szczytu w Kopenhadze oznaczałoby więc postawienie kandydatów, a zwłaszcza Polski, pod ścianą. Po prostu nie byłoby czasu na rokowania, bo opracowanie nowej pozycji Unii zajęłoby zbyt wiele czasu. Jeśli zaś treść traktatów nie będzie uzgodniona do końca roku, ze względu na czas potrzebny na ich ratyfikację poszerzenie UE w 2004 r. przestanie być realne. Aby „postraszyć” kandydatów, zapowiedziano ponadto, że na szczycie w Kopenhadze zostanie także przyjęty „nowy kalendarz poszerzenia” dla tych, którzy nie zakończą rokowań do końca roku. Byłby on wówczas wspólny dla Bułgarii i Rumunii, które chcą przystąpić do Unii najwcześniej w 2007 r.

Niedawno do takiej możliwości odniósł się szef polskiego MSZ Włodzimierz Cimoszewicz, mówiąc: „Nie pozwolimy się szantażować, że pociąg odjeżdża o 19.10. Odjedzie o 19.30. Nieszczęścia nie będzie”.

się, zmienić się będą musiały całkowicie zasady rozmów. Będą one prowadzone niemal bez przerwy w Brukseli przez naszego głównego negocjatora. Otrzyma on także daleko szersze upoważnienia niż obecnie i będzie w stałym kontakcie z szefem rządu. Nowy układ jest konieczny, ponieważ w ciągu kilku tygodni zapadną decyzje o ogromnych pieniądzech i warunkach finansowych członkostwa na wiele lat. Wiadomo jednak już w tej chwili, że w latach 2004-2006 wszelkie porozumienie musi się mieścić w ramach obecnego budżetu Unii na lata 2000-2006.

### **Schroeder nie chce podpisać rachunku**

Wszystko wskazuje na to, że jedyną, ale bardzo istotną przeszkodą w procesie akcesji Polski do UE pozostała kwestia warunków finansowych poszerzenia. To właśnie ostrzegający się spór o warunki finansowe członkostwa wpłynął na pojawienie się spekulacji o opóźnieniu poszerzenia przynajmniej o 1 rok. Pierwotnie wszystkie warunki finansowe członkostwa w UE, zgodnie z zobowiązaniem podjętym przez przywódców „15” w ramach kalendarza poszerzenia przyjętego w grudniu 2000 r., miały być przedstawione kandydatom do końca czerwca br. W tej chwili

wiemy już, że tak się nie stało. UE po raz pierwszy nie spełniła podjętych przez siebie zobowiązań. Nie określono przede wszystkim warunków finansowych integracji rolnictwa krajów kandydujących z unijnymi. Przywódcy „15” nie zaakceptowali na razie propozycji Komisji Europejskiej polegającej na stopniowym przyznawaniu kandydatom dopłat bezpośrednich. Według Komisji wielkość należnych kandydatom środków miałyby rosnąć z 25 proc. pełnych kwot w pierwszym roku członkostwa do 100 proc. po 10 latach. Brak akceptacji planów Komisji spowodowany został postawą Niemiec i Holandii. Państwa te nie chciały określić kwot przyznanych kandydatom w ramach dopłat bezpośrednich bez gwarancji, że ta forma będzie stopniowo likwidowana w całej Unii. Nie chcąc doprowadzić do kryzysu w rozmowach z kandydatami, przewodzący grupie „płatników netto” Niemcy zapewnili jednak, że w sprawie dopłat dojdzie do kompromisu. Zarówno lider CDU/CSU Edmund Stoiber, który obecnie prowadzi w sondażach, jak i niemieccy dyplomaci związani z obecnym rządem zapowiadają poparcie dla przyznania dopłat bezpośrednich proponowanych przez Komisję Europejską. Berlin chciał jednak zaczekać na propozycję Komisji Europejskiej dotyczącą Wspólnej Polityki Rolnej (WPR), która została przedstawiona 10 lipca br., oraz na rozstrzygnięcie wrześniowych wyborów do Bundestagu. Na razie więc, choć koszt poszerzenia Unii to tylko ułamek tego, co dostała była NRD, a nawet wcześniej Niemcy w ramach planu Marshalla, kanclerz Schroeder nie chce podpisać rachunku. Kraje kandydujące uzyskały jedynie od państw członkowskich zapewnienie, że dopłaty bezpośrednie są częścią prawa europejskiego, a więc w jakiejś wysokości należą się ich rolnikom.

Wydaje się, że pomyślnie zakończenie rokowań w sprawie członkostwa Polski w UE zależeć będzie w istotnej mierze od porozumienia krajów „15” co do wizji przyszłości WPR. Najważniejszym elementem zaproponowanej przez Komisję Europejską reformy WPR jest stopniowe ograniczenie dopłat dla dużych farm (otrzymujących powyżej 5 tys. euro wsparcia rocznie) w dotychczasowych krajach członkowskich. Zagrożeniem dla poszerzenia UE byłaby sytuacja, w której nie doszłoby do porozumienia krajów „15” w sprawie reformy WPR. Do zasadniczego starcia dojdzie między Francją i Niemcami a Komisją Europejską. Paryż nie chce ograniczenia dopłat bezpośrednich (jest ich największym beneficjentem), a Berlin uważa, że budżet rolny UE należy zredukować (propozycja KE nie przewiduje wyraźnego zmniejszenia wydatków na rolnictwo).

Także w Polsce toczy się ożywiona debata nad warunkami finansowymi członkostwa Polski w UE. Niedawno minister spraw zagranicznych Włodzimierz Cimoszewicz powiedział, że rząd będzie dążył do ograniczenia przyznanych Polsce funduszy strukturalnych (13,8 mld euro w latach

2004-2006) na rzecz dopłat dla wsi. Fundusze wymagają bowiem współfinansowania z budżetu krajowego i przedstawiania projektów inwestycyjnych. Potwierdził to premier Miller, choć zaznaczył, że polskie władze nie wystąpiły jeszcze oficjalnie z taką propozycją do Komisji Europejskiej. W odpowiedzi na to jednak, w czasie ostatniej wizyty w Polsce, komisarz ds. poszerzenia UE powiedział, że dowolne przesuwanie środków w ramach budżetu Unii nie jest możliwe. Polskie stanowisko wydaje się racjonalne, ponieważ wykorzystanie środków unijnych, które uzależnione będą od realizacji określonych projektów współfinansowanych przez narodowy budżet, będzie dla Polski bardzo trudne. Dowodzą tego dotychczasowe trudności naszego kraju i innych państw kandydackich w wykorzystywaniu pieniędzy z unijnych programów pomocowych. Z uruchomionego w 2000 r. programu ISPA (rozwój wielkiej skali infrastruktury transportowej i ochrony środowiska) Polska wykorzystwała do tej pory zaledwie 7 proc. Jeszcze większe problemy będą z wykorzystaniem pieniędzy z uruchamianego właśnie w Polsce programu SAPARD, gdzie w grę wchodzi duża ilość małych projektów. Wykorzystanie tego programu w krajach, w których on już funkcjonuje (np. Litwa Łotwa, Estonia, Czechy), kształtuje się na bardzo niskim poziomie wynoszącym 3,6 proc. Tym bardziej prawdopodobne wydaje się, że strona polska będzie się starać wynegocjować większe dopłaty bezpośrednie w zamian za mniejsze fundusze strukturalne. Z pewnością stanowisko takie popierać będzie obecne w rządzie PSL. Jego szef, minister rolnictwa Jarosław Kalinowski podkreśla wciąż, że polska wieś musi mieć zagwarantowane równe warunki konkurencji z rolnictwem unijnym, co w praktyce sprowadza się do żądania przyznania Polsce pełnych dopłat bezpośrednich od pierwszego dnia członkostwa.

### **Czy referendum w Irlandii jest problemem?**

Oprócz problemów z ustaleniem warunków finansowych poszerzenia jest też inne zagrożenie dla poszerzenia UE w zakładanym terminie. Jest nim problem z ratyfikacją traktatu z Nicei. Wejście w życie traktatu obawiają się Irlandczycy. Ich opór, któremu dali wyraz w pierwszym referendum w tej sprawie, nie wiąże się jednak z niechęcią wobec rozszerzenia czy nawet reformą instytucjonalną Unii. Wynika raczej z niechęci Irlandczyków do tego, aby Unia przekształciła się w sojusz obronny i powołała armię europejską. Aby rozwiązać te obawy i zapewnić zwycięstwo zwolenników ratyfikacji w ponownym referendum w Irlandii, przywódcy „15” przyjęli na szczycie w Sewilli oświadczenie, które ma uspokoić Dublin. Gdyby to się nie udało, to klęska październikowego referendum ratyfikacyjnego w Irlandii oznaczać będzie konieczność renegocjacji tego

traktatu. Sytuacja taka mogłaby się również stać pretekstem do wstrzymania rozmów w kwestii poszerzenia. W rzeczywistości jednak nawet upadek traktatu z Nicei nie powinien opóźnić znacznie poszerzenia Unii, gdyż uregulowania dotyczące udziału nowych członków mogą być przeniesione z traktatu nicejskiego do traktatów akcesyjnych, a jedynie inne postanowienia traktatu z Nicei musiałyby być renegocjowane.

### **Komisja Europejska na tak...**

Zagrożeniem dla poszerzenia Unii o któryś z krajów kandydackich byłaby sytuacja, w której Komisja Europejska nie przedstawiłaby Radzie UE zalecenia zakończenia negocjacji z tym krajem. Dotychczasowa praktyka pokazuje, że pozytywna rekomendacja KE jest warunkiem koniecznym poszerzenia. Komisja postanowiła rozwiązać związane z tym wątpliwości. Zapowiedziano już, że w opublikowanym 16 października br. oficjalnym raporcie o postępach kandydatów Komisja zaleci przywódcom „15” przyjęcie do Unii jednocześnie 10 kandydatów. Rekomendacja Komisji jest jednak warunkowa i zależy od tego, czy polskie władze spojrzą „konstruktywnie i realistycznie” na unijną ofertę, czyli... zaakceptują bez zastrzeżeń stanowisko w komisji w kwestiach finansowych.

### **...ale czy polskie społeczeństwo za?**

Do niedawna poparcie społeczne dla przystąpienia Polski do UE stale rosło. Ostatnie sondaże opinii społecznej pokazały jednak, że zaczyna spadać (wśród tych, którzy deklarują chęć uczestnictwa w referendum z 75 proc. w kwietniu do 69 proc. w czerwcu br.). Według Eurobarometru „Rzeczpospolitej” od integracji odwrócili się głównie rolnicy, mieszkańcy wsi i wyborcy PSL (w pierwszych dwóch grupach jest już więcej przeciwników niż zwolenników akcesji), co dowodzić może, że na wizerunku Brukseli w polskim społeczeństwie nie najlepiej odbiło się zamieszanie w sprawie dopłat bezpośrednich dla polskiej wsi. Oznacza to, że jeśli warunki finansowe członkostwa zaproponowane Polsce przez Unię nie zmienią się, to poparcie dla naszego wejścia do UE może nadal się zmniejszać. Trudno jednak oczekiwać, że zmaleje tak bardzo, aby spowodować odrzucenie przez Polaków traktatu akcesyjnego. Choć poparcie dla rozszerzenia Unii jest zdecydowanie mniejsze w krajach członkowskich, to nie powinno w nich być problemów z ratyfikacją traktatów akcesyjnych. Decyzje w tej sprawie nie będą bowiem podejmowane przez społeczeństwa „15” w drodze referendum, lecz zadecydują o tym parlamenty tych państw (prawdopodobnie z wyjątkiem Irlandii).

### **Najbardziej prawdopodobny scenariusz**

Mimo problemów z poszerzeniem Unii, związanych zarówno z wewnętrznymi sporami o pieniądze, jak i z rozbież-

nością między oczekiwaniami Polski a ofertą krajów „15”, najbardziej prawdopodobne wydaje się, że Polska przystąpi do UE w lipcu 2004 r. Naszym zdaniem kalendarz poszerzenia będzie wyglądał następująco:

- 16 października br. Komisja Europejska wskaże, że warunki członkostwa spełnia 10 krajów kandydackich (wszystkie negocjujące obecnie z UE poza Bułgarią i Rumunią),
- 24-25 października br. na szczycie w Brukseli przywódcy „15” określą, które kraje kandydackie mogą zakończyć rokowania w tym roku (znajdzie się wśród nich Polska),
- na początku listopada br. kraje UE dojdą do porozumienia w kwestii warunków finansowych poszerzenia,
- 12-13 grudnia br. na szczycie w Kopenhadze dojdzie do zakończenia negocjacji z kandydatami (w tym z Polską),
- do marca/kwietnia 2003 r. nastąpi oficjalne podpisanie traktatów akcesyjnych,
- w lipcu 2004 r. Polska stanie się członkiem UE (kraje kandydackie będą mogły wcześniej wziąć udział w czerwcowych wyborach do Parlamentu Europejskiego).

### **Korzyści z członkostwa**

Pomijając fatalistyczne wizje eurosceptyków, dość powszechne są w Polsce oczekiwania, że członkostwo naszego kraju w UE automatycznie przyniesie szereg korzyści. Wśród nich wymienia się następujące:

- szybszy wzrost PKB i dochodów ludności
- wzrost stabilności otoczenia gospodarczego
- spadek ryzyka inwestycyjnego
- wzrost inwestycji (w tym zagranicznych)
- kreacja wymiany handlowej
- przepływ know-how i technologii
- osłabienie krajowych monopolii
- łatwiejszy przepływ czynników produkcji
- wzrost produktywności
- transfery finansowe i środki pomocowe

Za automatyczne korzyści dla Polski można uznać jedynie transfer środków finansowych z Brukseli. I tu jednak automatyzm nie jest pełny. Wiele zależy od tego, czy polska strona będzie w stanie przedstawić odpowiednie projekty inwestycyjne, a także współfinansować znaczną część kosztów ich realizacji (mówi się obecnie, że będzie to 15-25 proc.). Wykorzystanie pozostałych możliwości w znacznie większym stopniu zależeć będzie od polityki gospodarczej prowadzonej przez kolejne rządy w Polsce. Doświadczenia integracji europejskiej dowodzą, że jej następstwa mogą być odmienne w różnych krajach, mimo zbliżonych warunków wyjściowych. Jak duża jest rola krajowej polityki ekonomicznej, pokazują dobitnie przykłady olbrzymiego sukcesu Irlandii w ostatnich dekadach i zmarowanej w tym samym czasie szansy Grecji.

## Polska na drodze do Eurolandu: Złoty na rozdrożach

Zbliża się data wejścia Polski do Unii Europejskiej (UE). Przybliża to również (potencjalnie) nasze członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). W związku z tym zagadnienia związane z procesem wprowadzenia w Polsce wspólnej waluty, towarzyszącymi temu ewentualnymi przekształceniami w gospodarce, ścieżką zmian kursu walutowego na drodze do euro, prawdopodobną datą przystąpienia do EMU, stają się obiektem szczególnego zainteresowania zarówno dla polityków, ekonomistów, inwestorów rynku finansowego, jak i dużej części przedsiębiorców. W niniejszej analizie staraliśmy się omówić główne problemy związane ze zbliżającym się terminem wprowadzenia euro i prawdopodobne kierunki zmian na polskim rynku walutowym w trakcie tego procesu.

### Jaki system kursowy?

W ostatnim okresie wagi nabrały rozważania nt. tego, jaką strategię polityki kursowej powinna Polska przyjąć w okresie bezpośrednio poprzedzającym akcesję do UE oraz UGW. W maju zarysowała się różnica zdań w tym temacie pomiędzy NBP a Ministerstwem Finansów, zapoczątkowane zostały rozmowy pomiędzy obiema instytucjami i powołany specjalny zespół międzyresortowy do wypracowania wspólnego stanowiska. Zmiana na stanowisku ministra finansów i wicepremiera odpowiedzialnego za politykę gospodarczą wprowadziła dodatkowy element niepewności odnośnie przyszłej polityki kursowej, szczególnie że w swoich wcześniejszych artykułach prasowych Grzegorz Kołodko był zdecydowanym zwolennikiem dość rewolucyjnych rozwiązań w tym zakresie, a po objęciu urzędu nie odniósł się do swoich wcześniejszych propozycji.

W skrócie, trzy główne opcje dotyczące strategii polityki kursowej w drodze do Unii Gospodarczej i Walutowej przedstawiają się następująco:

- **Utrzymanie w pełni płynnego kursu złotego** do momentu wejścia do UE i przystąpienia do systemu ERM2 (ang. Exchange Rate Mechanism, czyli europejski mechanizm kursowy), następnie jak najszybsze wejście do strefy euro. Jest to oficjalne stanowisko przyjęte i ogłoszone przez Radę Polityki Pieniężnej w maju br.
- **Wprowadzenie systemu kierowanego kursu płynnego**, tj. ustalenie jeszcze przed wejściem do UE i ERM2 parytetu wobec euro (najprawdopodobniej poniżej rynkowej wartości złotówki) oraz określenie dopuszczalnego zakresu wahań kursu rynkowego (niekoniecznie symetrycznego względem parytetu i nieko-

niecznie jawnego); obrona dopuszczalnego przedziału zmienności poprzez interwencje walutowe NBP. Wg nieoficjalnych informacji była to propozycja rządu przedstawiona NBP w liście, który przekazał Marek Belka Leszkowi Balcerowiczowi w drugiej połowie maja.

- **Wprowadzenie systemu izby walutowej** (ang. currency board), tj. całkowite usztywnienie kursu złotego wobec euro połączone z automatyczną wymiennalnością tych walut po ustalonym kursie. Rozwiązaniu temu miałyby towarzyszyć skokowa dewaluacja kursu, tj. sztywny parytet złotego do euro zostałby wyznaczony znacznie poniżej rynkowej wartości złotówki. Jest to propozycja prof. Grzegorza Kołodki, opublikowana w połowie maja na łamach „Trybuny”. Zaproponowany wówczas kurs wobec euro miałby wynosić 4,35 zł za euro.

Nietrudno zauważyć, że każda z powyższych strategii oznacza całkiem inny rozwój wydarzeń na polskim rynku walutowym w ciągu najbliższych kilku lat i całkiem odmienne wnioski dla przedsiębiorców / inwestorów planujących transakcje dewizowe. Koncepcje po stronie rządowej<sup>1</sup> zmierzają do osiągnięcia dwóch celów: osłabienia bieżącej wartości złotego i usztywnienia / ograniczenia zakresu wahań jego kursu w okresie poprzedzającym wprowadzenie euro, co miałyby poprawić konkurencyjność polskich przedsiębiorstw, zapewnić impuls pro wzrostowy gospodarce i zneutralizować lub przynajmniej osłabić ogromną presję aprecjacyjną na naszą walutę związaną ze zbliżającym się członkostwem w UE i UGW. Z drugiej strony bank centralny jest skłonny pozostawić kształtowanie się kursu walutowego rynkowi, argumentując, że powstrzymanie aprecjacji złotego w najbliższych latach może być niezwykle trudne lub wręcz niemożliwe do zrealizowania, a w dodatku kosztowne i ryzykowne dla gospodarki. Jednym istotnym punktem wspólnym, który wydaje się krystalizować w dotychczasowej dyskusji nt. strategii kursowej przed wejściem do Eurolandu jest przekonanie, że Polska powinna dążyć do przyjęcia wspólnej waluty w najbliższym możliwym terminie.

<sup>1</sup>) Należy podkreślić, że ponieważ po objęciu stanowiska ministra finansów przez Grzegorza Kołodko nie padły jeszcze wypowiedzi w sprawie planowanej strategii gospodarczej, w tym nt. zamiarów co do polityki kursowej, trudno w tej chwili przesądzić, jakie będzie ostatecznie oficjalne stanowisko rządu w tej sprawie.

Pierwszym krokiem przy próbie przewidywania rozwoju sytuacji na polskim rynku walutowym w drodze do euro jest w tej sytuacji ocena, który z powyższych scenariuszy jest najbardziej prawdopodobny. **Z dzisiejszej perspektywy wydaje się, że największe szanse realizacji ma propozycja pierwsza, tj. utrzymanie obecnego reżimu kursowego do momentu wejścia złotego do systemu ERM2.** Pozostałe dwa rozwiązania, chociaż teoretycznie możliwe, wydają się mało prawdopodobne, a dodatkowo niewskazane ze względów ekonomicznych.

Państwa kandydujące do Unii Europejskiej mają swobodę wyboru reżimu kursowego w okresie poprzedzającym akcesję. Z tego powodu nie należy się spodziewać ostrego sprzeciwu instytucji unijnych w reakcji na sam pomysł wprowadzenia w Polsce kursu kierowanego czy nawet izby walutowej. Najprawdopodobniej jednak reakcja z ich strony nie byłaby zbyt przychylna, szczególnie w tym drugim przypadku. Z pewnością podkreślone zostałyby oficjalne stanowisko Rady ECOFIN z listopada 2000 r., stwierdzające, że system izby walutowej nie może być traktowany jako substytut systemu kursowego ERM2 na drodze do przyjęcia wspólnej waluty i że zalecany jest raczej dla małych otwartych gospodarek o wysokiej inflacji, zdyscyplinowanym budżecie i elastycznym rynku pracy (czyli nie dla Polski). Unia stwierdziłaby zapewne, że nasz kraj przyjmuje reżim sztywnego kursu wobec euro na własną odpowiedzialność i nie może liczyć na żadną pomoc w jego utrzymaniu ze strony ECB ani na gwarancję, że po wejściu do UE polska izba walutowa zostanie uznana za reżim zgodny z ERM2.

Znacznie większym problemem formalnym na drodze do zmiany polityki walutowej jest jednak stanowisko NBP, którego zgoda jest według obecnego stanu prawnego konieczna dla zmiany reżimu kursowego w Polsce. W połowie maja Rada Polityki Pieniężnej **jednogłośnie** uznała, że najbardziej korzystnym rozwiązaniem dla polskiej gospodarki jest utrzymanie obecnego systemu kursowego aż do momentu przystąpienia do ERM2 i wydaje się bardzo mało prawdopodobne, aby oficjalne stanowisko banku centralnego miało ulec zasadniczej zmianie w tej kwestii, co potwierdzają zresztą niedawne wypowiedzi członków RPP. Jeżeli rząd zmierzałby do zmiany reżimu kursowego wbrew NBP, musiałby rozważać daleko idące zmiany prawne, obejmujące zmianę Ustawy o NBP i – być może – również konstytucji (sama nowelizacja Ustawy o NBP mogłaby być nieskuteczna z powodu prawdopodobnego weta prezydenta Kwaśniewskiego lub skargi do Trybunału Konstytucyjnego). To z kolei byłoby procesem nie tylko długotrwałym, ale i ryzykownym politycznie. O ile sama zmiana reżimu kursowego w kraju kandydackim nie jest faktem, który mógłby wywołać gwałtowny protest UE,

zmiana taka dokonana wbrew bankowi centralnemu i poprzedzona zmianami systemowymi ograniczającymi niezależność tego banku spotkałaby się najprawdopodobniej z bardzo negatywnym odbiorem unijnych instytucji i postawiła Polskę w niekorzystnej sytuacji w trakcie ostatniej rundy negocjacji akcesyjnych. W najnowszym numerze miesięcznego biuletynu EBC wyraźnie podkreślono, że przyjęcie projektów nowelizacji Ustawy o NBP znajdujących się obecnie w Sejmie „znacznie utrudniłoby dalsze negocjacje członkowskie”.

Gdybyśmy mieli uszeregować możliwe strategie polityki kursowej w Polsce poprzedzające nasze wstąpienie do strefy euro według prawdopodobieństwa ich wystąpienia, zestawienie wyglądałoby następująco:

Reżim kursowy	Prawdopodobieństwo
Kurs w pełni płynny	70 proc.
Kurs płynny kierowany	20 proc.
Izba walutowa	10 proc.

Warto podkreślić raz jeszcze, że pisząc ten tekst, nie znamy obecnego stanowiska rządu i nowego ministra finansów w kwestii polityki kursowej. Praca wspólnego zespołu NBP i Ministerstwa Finansów powołanego w celu wypracowania wspólnej strategii kursowej stoi pod znakiem zapytania, tym bardziej że jego przewodniczący ze strony ministerstwa Andrzej Raczek prawdopodobnie odejdzie z resortu w najbliższych tygodniach. Wydaje się jednak, że pole manewru nowego ministra w tej kwestii jest stosunkowo ograniczone, głównie przez obowiązujące ramy prawne, zbliżającą się końcową fazę negocjacji członkowskich i stosunkowo krótki czas pozostały do przystąpienia do UE.

### Kiedy do euro?

Terminarz wprowadzania w Polsce wspólnej waluty zależy będzie od szeregu czynników. Najistotniejsze ramy czasowe określone są przez regulacje i procedury prawa europejskiego. Zgodnie z tymi zapisami nowi członkowie Unii Europejskiej będą domyślnie zobowiązani do tego, aby docelowo przyjąć wspólną walutę europejską, chociaż przepisy nie narzucają żadnego specyficznego terminu, w którym należy wystąpić o włączenie do Eurolandu. Wstąpienie do strefy euro będzie możliwe jednak pod warunkiem wypełnienia tzw. kryteriów konwergencji nominalnej (określonych w traktacie z Maastricht, patrz ramka poniżej), co z kolei determinuje pewne minimalne ograniczenia czasowe, których nie sposób będzie ominąć.

Największe wymagania czasowe narzuca kryterium kursowe.

Aby skalkulować minimalny czas potrzebny Polsce na przebrnięcie przez procedury kwalifikacyjne i wprowadzenie wspólnej waluty, przeanalizujemy po kolei wszystkie etapy na drodze do euro.

### Kryteria konwergencji nominalnej według traktatu z Maastricht:

- **zbieżności monetarnej** – średnioroczna stopa inflacji nie powinna być wyższa niż 1,5 pkt proc. powyżej średniej w trzech krajach członkowskich UGW o najniższej inflacji
- **stóp procentowych** – rentowność długoterminowych obligacji skarbowych nie powinna być wyższa niż 2 pkt proc. powyżej średniej w tych samych trzech krajach członkowskich UGW
- **zbieżności fiskalnej** – deficyt finansów publicznych nie powinien być wyższy niż 3 proc. PKB
- **długu publicznego** – relacja długu publicznego do PKB nie powinna przekraczać 60 proc.
- **kursowe** – traktat z Maastricht wymaga utrzymania stabilności kursu walutowego wobec euro przez okres przynajmniej 2 lat; domyślnie poprzez stabilność kursu rozumiana jest obecność waluty danego kraju w systemie kursowym ERM2

Zakładając, że uda się zamknąć na czas negocjacje członkowskie (do końca br.) i proces ratyfikacji traktatów akcesyjnych przez parlamenty krajów UE przebiegnie w miarę sprawnie, można oczekiwać, że Polska (wraz z pozostałymi 9 krajami kandydackimi) stanie się oficjalnym członkiem Unii Europejskiej na początku (najpóźniej w połowie) 2004 r. W takim układzie włączenie złotego do systemu ERM2 możliwe będzie w drugiej połowie 2004 r. lub na początku 2005 r. (o akcesję do ERM2 można wystąpić dopiero będąc już członkiem UE, a decyzja nie jest automatyczna, procedura wymaga osobnej analizy dla każdego kraju; trudno więc oczekiwać, żeby włączenie waluty do ERM2 było możliwe natychmiast po przystąpieniu do UE). Kryterium stabilności kursowej oznacza, że okres między wstąpieniem do ERM2 a wprowadzeniem euro ma wynosić przynajmniej dwa lata. Zakładając zatem scenariusz najbardziej optymistyczny, tzn. że bezpośrednio po upływie tego dwuletniego okresu Komisja Europejska wyda pozytywną opinię, stwierdzającą, że Polska spełnia wymogi zbieżności, kwalifikując ją na członka strefy euro, wprowadzenie wspólnej waluty jest możliwe na początku roku 2007 (z ewentualnym poślizgiem o pół roku). Warto odnotować, że włączenie Polski do strefy euro nie oznacza

automatycznie pojawienia się u nas w obiegu europejskich monet i bilonu, ponieważ prawdopodobny jest 1-2-letni okres przejściowy, w trakcie którego euro wkroczy jedynie do obiegu bezgotówkowego<sup>2</sup>.

Powyższy scenariusz, który należy uznać za najbardziej optymistyczny, podsumowuje tabela poniżej.

Kiedy	Kolejny etap
I połowa 2004	wejście Polski do UE, wystąpienie o zgodę na włączenie złotego do ERM2
1 stycznia 2005	wprowadzenie złotego do systemu ERM2
II połowa 2006	ocena kryteriów zbieżności nominalnej i decyzja o włączeniu Polski do UGW (na podstawie danych za 2005 r.)
1 stycznia 2007	wejście Polski do UGW, wprowadzenie euro w obiegu bezgotówkowym

Warto zauważyć, że tempo postępów Polski na drodze do euro zależało będzie w dużym stopniu od kierunku i jakości krajowej polityki gospodarczej. W powyższych rozważaniach przyjęliśmy, że polski rząd i bank centralny realizować będą najbardziej prawdopodobną z wymienionych wcześniej strategii kursowych, tj. utrzymanie całkowicie płynnego kursu walutowego aż do przystąpienia do systemu ERM2. Dodatkowo zakładamy, że obydwie instytucje dążyć będą do maksymalnego skrócenia okresu przejściowego pomiędzy wejściem do UE a przyjęciem wspólnej waluty. Taka deklaracja padła jak na razie wyłącznie ze strony NBP. Stanowisko Ministerstwa Finansów i rządu w tej kwestii, którego można się spodziewać w ciągu najbliższych miesięcy (być może nawet tygodni), może istotnie wpłynąć na oczekiwania dalszego rozwoju wydarzeń. W szczególności wydaje się, że wprowadzenie w Polsce izby walutowej na krótko przed przystąpieniem do Unii Europejskiej mogłoby wydłużyć konieczny okres utrzymania stabilności kursowej, ponieważ Komisja Europejska mogłaby uznać, że przy systemie o braku dopuszczalnych wahań kursu dwa lata nie wystarczą, by stwierdzić czy określony parytet wobec euro można uznać za optymalny i możliwy do utrzymania w dłuższym okresie (nie wydaje się zresztą, żeby parytet na poziomie 4,35 zł za euro był dla UE akceptowalny). Tym bardziej że sygnały napływające do tej pory ze strony instytucji unijnych, m.in. Europejskiego Banku Centralnego, sugerują, że generalnie nie są one zwolennikami zbyt szybkiego włączania walut nowych krajów członkowskich do obszaru Unii Gospodarczej i Walutowej.

<sup>2</sup> patrz: Krzysztof Jakubiszyn „Jak szybko do euro?” Gazeta Bankowa, 9-15 lipca 2002

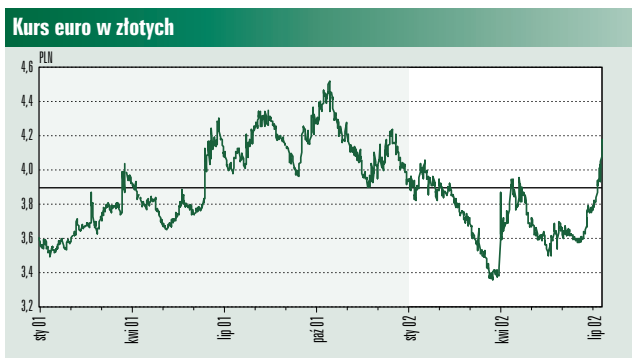


**W drodze do euro: złoty pod presją rynku**

Decydującą rolę w kształtowaniu się rynkowego kursu złotego w najbliższych latach będą miały procesy i zjawiska związane z akcesją do Unii Europejskiej i Unii Gospodarczej i Walutowej. Z tym że wraz ze zbliżaniem się daty włączenia Polski do strefy euro prawdopodobnie tracić na znaczeniu będą czynniki fundamentalne i ekonomiczne, natomiast znacznie silniejszy stanie się wpływ czynników administracyjno-politycznych. Wyznacznikami na ścieżce, którą poruszać się będzie polska waluta, będą dwa punkty: centralny parytet złotego wobec euro ustalony w momencie przystąpienia do systemu ERM2 oraz ostateczny i nieodwołalny sztywny kurs wymiany, po jakim przeliczona będzie nasza waluta przy wejściu do strefy euro.

*Jaki parytet EUR/PLN?*

Z dotychczasowej dyskusji nt. docelowego poziomu kursu złotego do euro, który byłby najwłaściwszy dla polskiej gospodarki, niełatwo wyłonić jednoznaczną konkluzję. Niezwykle trudno jest wyznaczyć optymalny poziom kursu przy pomocy metod numerycznych, a ewentualne wyniki szacunków i symulacji są z reguły niezwykle wrażliwe na przyjmowane założenia wyjściowe. Wydaje się, że jako punkt orientacyjny dla dalszych rozważań można przyjąć argumentację jednego z członków RPP Dariusza Rosatiego zaprezentowaną w marcu br., wg której sztywny kurs złotego do euro mógłby odpowiadać średniemu kursowi rynkowemu z ostatnich kilku lat, skorygowanemu o wpływ dużych transakcji prywatyzacyjnych oraz efekt Harroda-Balassy-Samuelssona. Ponieważ kurs złotego na przestrzeni ostatnich lat, pomimo dużej zmienności, nie charakteryzował się żadnym trwałym trendem, daje to zdaniem prof. Rosatiego podstawy, by twierdzić, że średnia z ostatnich dwóch lat mogłaby być dobrym wyznacznikiem poziomu równowagi. Oznaczałoby to (w obecnych warunkach) docelowy parytet wobec euro na poziomie ok. 3,8-3,9 zł za euro.



Źródło: BZ WBK

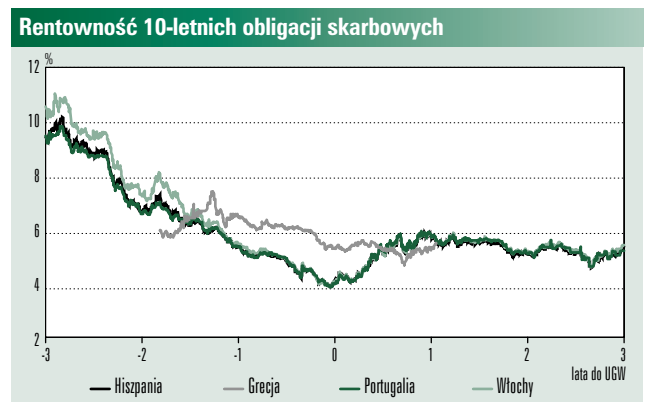
Przy przewidywaniu przyszłego poziomu parytetu należy jednak, oprócz tendencji historycznych, uwzględnić rów-

nież ostatnio obserwowany trend szybkiej aprecjacji euro na rynkach światowych, który powinien zostać odzwierciedlony w ostatecznym przeliczniku złotego wobec waluty europejskiej (zakładając, że tendencja wzmocnienia euro na świecie będzie trwała). Z tego powodu uważamy, że docelowy kurs wejścia do strefy euro można założyć na poziomie ok. 4,0-4,1 zł za euro (ok. 5 proc. słabszy od poziomu wspomnianego powyżej).

*Pod naporem aprecjacji*

Zanim jednak dojdzie do ostatecznego usztywnienia kursu, złoty będzie podlegał rynkowym fluktuacjom, w ramach – jak powiedziano wcześniej – najpierw kursu całkowicie płynnego, a następnie w systemie ERM2. W tym okresie polska waluta uzależniona będzie w głównej mierze od sił rynkowych i czynników ekonomicznych. Podczas funkcjonowania mechanizmu ERM2 wahania kursu będą jednak ograniczone szerokością dopuszczalnego pasma odchyłeń od parytetu centralnego, określonego dla Polski (standardowym pasmem w ERM2 jest  $\pm 15$  proc., jednak każdy kraj ma możliwość wynegocjowania węższego zakresu; nie wiadomo, jakie będzie stanowisko Polski w tej sprawie). Wśród najważniejszych determinantów, które będą kształtować wartość złotówki, zdecydowaną przewagę zyskają najprawdopodobniej siły sprzyjające aprecjacji:

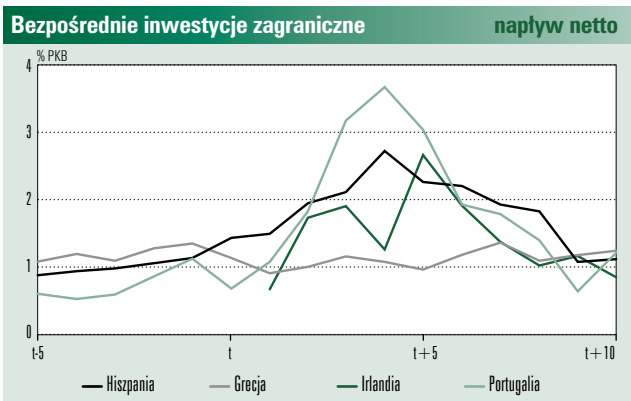
- Napływ kapitału portfelowego – oczekiwania na szybkie wejście Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej, z czym wiąże się konieczność spełnienia nominalnych kryteriów zbieżności (w szczególności spadek długoterminowych stóp procentowych), przyciągały będą kapitał międzynarodowy na polski rynek papierów dłużnych. Proces gry na konwergencję (ang. convergence play) może istotnie przybrać na sile po przystąpieniu Polski do UE, które uwiarygodni scenariusz szybkiej akcesji do Eurolandu.



Źródło: Datastream

- Napływ inwestycji bezpośrednich – można oczekiwać, że po przyjęciu Polski do Unii Europejskiej i włączeniu polskiej gospodarki w struktury jednolitego rynku nastąpi wyraźne przyspieszenie napływu bezpośred-

nich inwestycji zagranicznych. Wiąże się to z procesem tzw. konwergencji realnej, tj. szybszego wzrostu realnego PKB i siły nabywczej w krajach nadganiających luki rozwojowe, co z kolei przyciąga kapitał zagraniczny. Doświadczenia innych krajów europejskich przystępujących do wspólnoty w poprzednich latach wskazują, że zjawisko to jest z reguły bardzo silne i osiąga maksymalne natężenie w okresie 3-4 lat po wstąpieniu do UE.



t – rok przystąpienia kraju do UE: 1973 Irlandia, 1981 Grecja, 1986 Hiszpania i Portugalia. Źródło: MFW, BZWBK

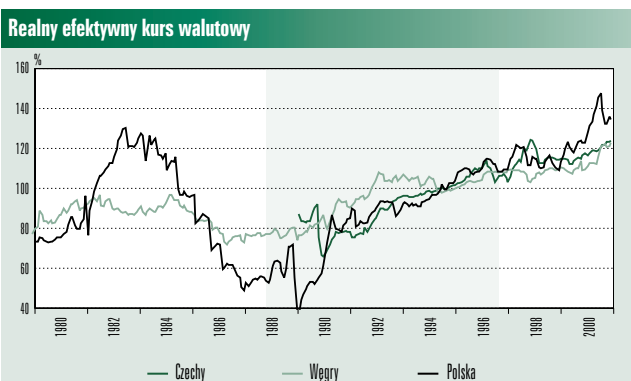
- Napływ funduszy pomocowych – Polska ma być beneficjentem netto przystąpienia do UE pod względem przepływów finansowych, co oznacza, że do podmiotów krajowych (publicznych i prywatnych) będą napływały znaczące kwoty z unijnych funduszy pomocowych (fundusz strukturalny, spójności, programy restrukturyzacji rolnictwa), które przynajmniej w części mogą przepływać przez krajowy rynek walutowy. Warto jednak zaznaczyć, że dla dużej części tych środków znajdzie się przeciwwaga w postaci kwot, jakie Polska będzie musiała zapłacić w ramach spłaty długu zagranicznego w kolejnych latach.
- Efekt Harroda-Balassy-Samuelssona, zgodnie z którym różnice we wzroście produktywności pracy w Polsce i w krajach rozwiniętych prowadzić powinny do aprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego (deflowanego CPI) w procesie nadganiań luki rozwojowej, będzie prawdopodobnie – w sytuacji obniżania bądź

stabilizacji inflacji, wymuszonej procesem zbieżności konwergencji nominalnej – prowadził do wzmocnienia nominalnego kursu złotego; realna aprecjacja kursu walutowego, obserwowana w krajach naszego regionu od początku transformacji (patrz wykres poniżej), powinna przyspieszyć wraz z przyspieszeniem konwergencji realnej po włączeniu gospodarek do UE i struktur wspólnego rynku.

Po stronie czynników mogących osłabiać kurs złotego mogą się pojawiać:

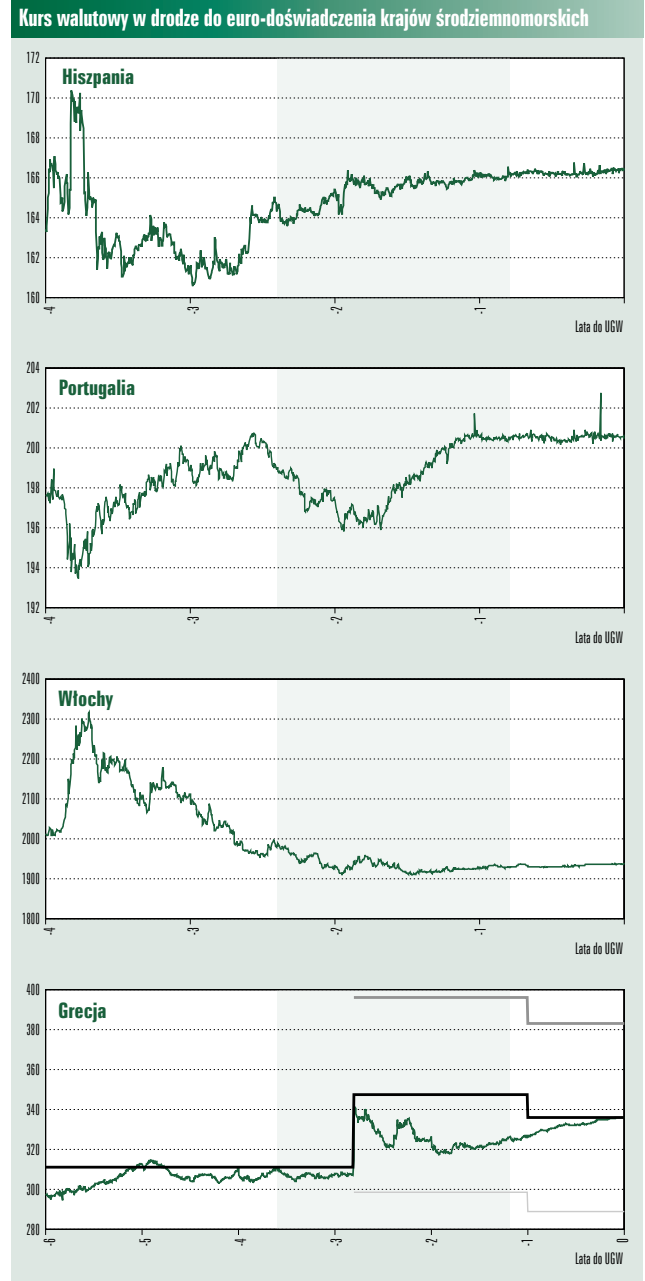
- Interwencje walutowe NBP – w przypadku gdyby rządowi udało się przekonać bank centralny o słuszności takiego działania, NBP mógłby podjąć interwencje na rynku, skupując waluty obce; należy podkreślić, że prawdopodobieństwo takiego scenariusza w okresie funkcjonowania systemu kursu w pełni płynnego uznajemy za bardzo ograniczone, a efekty interwencji byłyby prawdopodobnie umiarkowanie silne i krótkotrwałe, bez wpływu na kierunek trendu w dłuższym okresie. Po wprowadzeniu złotego do ERM2 interwencje walutowe byłyby znacznie bardziej prawdopodobne, szczególnie gdyby kursu rynkowy zbliżał się do granicy dopuszczalnego pasma wahań.
- Działania polityków zmierzające do sztucznego osłabienia kursu – przy braku porozumienia z NBP w sprawie interwencji i bardzo ograniczonych możliwościach prawnych administracyjnego wpływu na kurs prawdopodobne są działania rządu / parlamentu zbliżone do tego, co można było obserwować w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy funkcjonowania gabinetu Leszka Millera, oddziałujące na kurs złotego głównie poprzez wprowadzenie niepewności wśród inwestorów. Efekt tych poczynań trudno ocenić, jednak raczej nie należy się spodziewać trwałej reakcji rynku.
- Błędy krajowej polityki gospodarczej osłabiające przekonanie rynków finansowych o możliwości szybkiego włączenia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej. Wyraźne odsunięcie w czasie członkostwa w Eurolandzie, np. na skutek niemożności spełnienia któregoś z kryteriów zbieżności nominalnej (np. deficytu budżetowego czy długu publicznego) może spowodować wycofanie inwestorów portfelowych z rynku i atak spekulacyjny na złotego. Skutki takiego wydarzenia byłyby znacznie głębsze i bardziej długotrwałe od dwóch powyższych wariantów.

Podsumowując, spodziewamy się, że w okresie bezpośrednio poprzedzającym wejście Polski do Unii Europejskiej oraz pomiędzy wejściem do ERM2 a wprowadzeniem euro na polskim rynku walutowym dominować będą siły sprzyjające aprecjacji złotego. Pierwszym punktem orienta-



Źródło: MFW

cyjnym dla kursu rynkowego w perspektywie najbliższych lat będzie parytet centralny wynegocjowany przy wprowadzeniu złotego do ERM2. Uwzględniając wspomniane w poprzedniej sekcji argumenty oraz kształtowanie się kursu złotego wobec euro na przestrzeni ostatnich lat, uważamy, że parytet ten może zostać wyznaczony na poziomie pomiędzy 4,0 a 4,2 zł za euro. Jednak przez cały okres pobytu polskiej waluty w systemie ERM2 rynkowa wartość złotego powinna utrzymywać się powyżej poziomu wyznaczonego jako parytet. Jeżeli odchylenie to będzie istotne, możliwe, że przy ustalaniu ostatecznego sztywnego kursu wobec euro przed wejściem do UGW Unia Europejska będzie dążyła do rewaluacji parytetu, podobnie jak miało to miejsce w przypadku Grecji (patrz wykres). Niemniej jednak kurs wejścia polskiej waluty do strefy euro na poziomie 4,0-4,1 zł za euro wydaje się realistyczny.



Źródło: Datastream

## Gospodarka Polski

- Większość danych zgodnie z oczekiwaniami
- Ożywienie gospodarcze wciąż niejasne
- Brak presji inflacyjnej, ceny żywności dołują

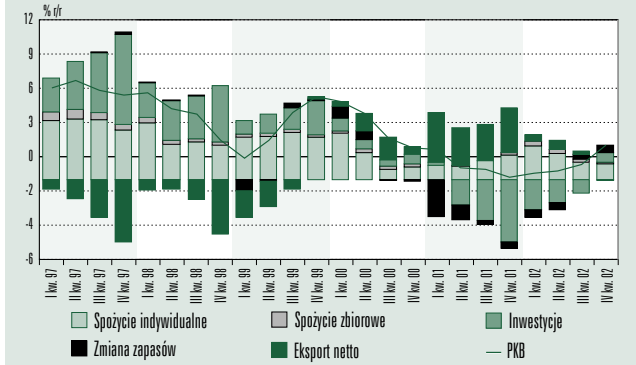
### PKB już nie dołuje

W zeszłym miesiącu GUS opublikował wstępne szacunki PKB za I kwartał br. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami dane te pokazały, że nie nastąpiło dalsze pogorszenie sytuacji gospodarczej. Można wręcz stwierdzić, że sytuacja się nieco poprawiła, gdyż wzrost PKB zwiększył się do 0,5 proc. r/r z 0,2 proc. odnotowanych w ostatnim kwartale roku poprzedniego. Spożycie prywatne i zbiorowe również przyspieszyły do odpowiednio 3,5 proc. i 2,0 proc. (z 3,3 proc. oraz 1,4 proc. w IV kwartale), a szczególnie godnym odnotowania jest fakt, że inwestycje w środki trwałe nie pogłębiły spadku, osiągając -13,3 proc. wobec -13,5 proc. w kwartale poprzednim. Stąd popyt krajowy pozostał bez zmian w ciągu trzech pierwszych miesięcy 2002 r., po czterech kolejnych kwartałach spadku w 2001 r.

Szacunkowa kontrybucja poszczególnych składników PKB do łącznego wzrostu gospodarczego pokazuje, że główną siłą napędzającą wzrost PKB była konsumpcja indywidualna. To dobrze, ale jeśli spojrzeć na majowe dane o sprzedaży detalicznej (sprzedaż zwolniła do 1,8 proc. r/r z 3,1 proc. w kwietniu i 9,9 proc. w marcu) i na wyniki ostatniego badania nastrojów konsumenckich, to staje się jasne, że w tym roku nastąpić może spowolnienie wzrostu prywatnej konsumpcji. Na szczęście jednak dane GUS pokazują, że jednocześnie stan popytu zewnętrznego był stosunkowo dobry – oszacowany przez nas wkład eksportu netto do dynamiki PKB pozostał dodatni w I kwartale, mimo dramatycznego spadku obrotów handlu zagranicznego na początku 2002 r. Spodziewamy się, że ten czynnik będzie nadal wspierał wzrost gospodarczy. Kwietniowe dane zarówno GUS, jak i NBP wskazywały na silne ożywienie polskiego eksportu, co może oznaczać, że wkład eksportu netto w najbliższym czasie pozostanie dodatni. Należy jednak zauważyć, że oczekiwane przez nas przyspieszenie inwestycji, choć połączone z delikatnym spowolnieniem konsumpcji prywatnej, doprowadzi do zwiększonego popytu na import (zużycie pośrednie, dobra inwestycyjne). Efektem tego może być negatywny wpływ eksportu netto na wzrost gospodarczy pod koniec bieżącego roku.

Fakt, że spadek inwestycji w środki trwałe nie pogłębił się w I kwartale br. może dobrze wróżyć na resztę roku. Spodziewamy się, że roczna stopa spadku inwestycji zmniejszą

### Kontrybucja składowych we wzroście PKB



Źródło: GUS, BZ WBK

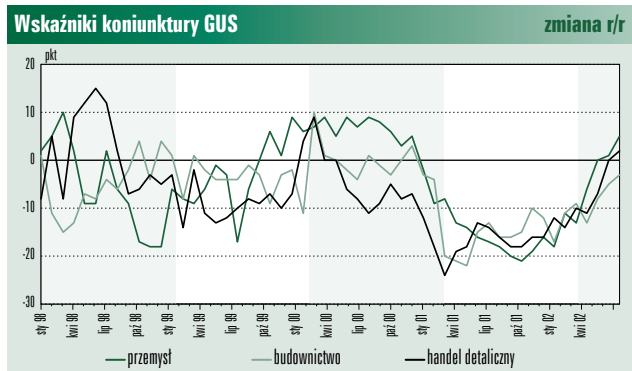
szy się jeszcze w dwóch kolejnych kwartałach, a w IV kwartale nastąpi nawet umiarkowany wzrost w ujęciu r/r. Wczesne sygnały poprawy zainteresowania działalnością inwestycyjną były już pokazywane przez firmy w ostatnich badaniach koniunktury. Obniżka stóp procentowych, która nastąpiła w ostatnich kwartałach, będzie czynnikiem wspierającym choć nie decydującym. Perspektywa wprowadzenia części rządowego pakietu „Przedewszystkim przedsiębiorczość” i liberalizacji kodeksu pracy, obniżenie podatku od osób prawnych powinno również wpływać pozytywnie na działalność inwestycyjną. Nie bez znaczenia pozostanie również efekt niskiej bazy statystycznej roku poprzedniego.

Dane GUS pokazały, że nie nastąpił „efekt zapasów”, o którym wielokrotnie wspominaliśmy. Spadek zapasów w I kwartale 2002 okazał się jeszcze głębszy niż rok wcześniej i w wyniku tego ten składnik miał negatywny wkład do dynamiki PKB. Zauważmy jednak możliwą konsekwencję tego faktu: jeśli proces pozbywania się zapasów trwa już od ponad roku, to firmy mogą pozbyć się ich zupełnie już całkiem niedługo. Wtedy będzie trzeba je odbudować w obliczu rosnącego popytu zagranicznego i delikatnego ożywienia aktywności inwestycyjnej. Właśnie takie założenie przyjmujemy na drugą połowę 2002 r.

### Stagnacja koniunktury i produkcji

Wskaźniki wyprzedzające dla polskiej gospodarki nie potwierdziły tendencji zapoczątkowanych w I kwartale, pozostając właściwie bez zmian drugi miesiąc z rzędu, co może wskazywać, że tendencje pro wzrostowe odnotowane w polskiej gospodarce na początku roku tracą swą moc. Wskaźnik obliczony przez Marię Drozdowicz z Bureau for Investments and Economic Cycles pokazał, że napływ nowych zamówień do firm pogorszył się w maju po dynamicznym wzroście z początku roku. Ten sygnał potwierdził wyniki innych badań koniunktury publikowanych ostatnio (przez GUS i IRG-SGH), pokazujących wczesne ostrzeżenie, że pewna poprawa aktywności gospodarczej w przemyśle, która zaczęła się właśnie urzeczywistniać, może być nie-

trwała. Jest to ważne zwłaszcza dlatego, że jednocześnie badanie zapowiada niewielkie szanse na ożywienie popytu krajowego w najbliższym czasie, ze względu na spadek skłonności konsumentów do wydatków, stagnację płac realnych i brak poprawy na rynku pracy. Lepszą stroną jest kondycja eksportu, który pozostaje mocny, oraz fakt, że firmy nadal donoszą o szybkiej poprawie sytuacji finansowej. Jednakże ogólny obraz wynikający z badania jest dość ponury, co jest raczej zjawiskiem nowym po kilku miesiącach gwałtownej poprawy średnioterminowych perspektyw gospodarczych, odzwierciedlanej przez wzrost wskaźnika wyprzedzającego.



Źródło: GUS, BZ WBK

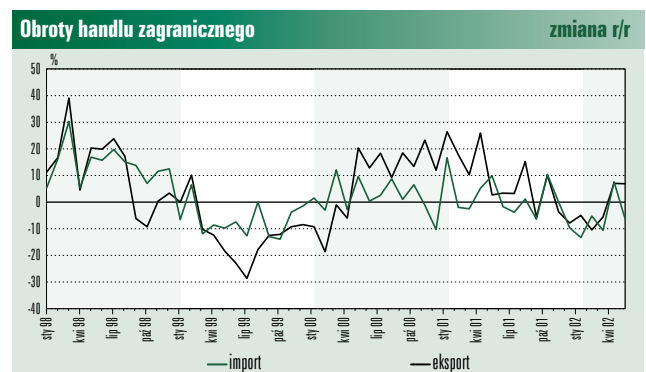
Również badanie przeprowadzone wśród gospodarstw domowych przez Ipsos-Demoskop pokazało niezbyt pomyślne rezultaty. Indeks optymizmu konsumentów spadł nieco po dwóch miesiącach imponującego wzrostu. Najbardziej niepokojące są jednak szczegóły raportu. Instytut poinformował, że udział gospodarstw domowych, które planują zakupy dóbr trwałych, dramatycznie spadł w czerwcu. Konsumenci są sparaliżowani perspektywą dalszego pogorszenia na rynku pracy. Autorzy badania uważają, że widać silną zależność pomiędzy obawami o zatrudnienie a skłonnością do konsumpcji, co stanowi raczej pesymistyczną konkluzję, biorąc pod uwagę kontynuację procesu redukcji liczby miejsc pracy w sektorze przedsiębiorstw. Badanie wykazało, że optymizm gospodarstw domowych gwałtownie spadł wskutek konfliktu z rządem z bankiem centralnym, co również nie przepowiada nic dobrego na przyszłość.

Niezbyt optymistyczne tendencje zostały potwierdzone w danych produkcji przemysłowej, która w maju spadła o 1,6 proc. m/m i 4,1 proc. r/r, znacznie bardziej niż oczekiwał rynek (prognozowano średnio spadek o 1,8 proc. r/r), chociaż należy stwierdzić że dynamika produkcji w maju została zaniżona ze względu na mniejszą o 1 liczbę dni roboczych w porównaniu z poprzednim rokiem. Ale nawet biorąc pod uwagę ten czynnik, dane o produkcji nie wykazują żadnych oznak ożywienia w sektorze przemysłowym

– produkcja pozostaje w stagnacji od początku 2001 r. Na pocieszenie można powiedzieć, że rezultat ten mógł być dodatkowo zaniżony przez fakt, że kilka największych przedsiębiorstw z sektorów przeżywających trudności wstrzymywało ostatnio produkcję z powodu problemów finansowych (np. szczecińska stocznia). Ta ostatnia hipoteza znajduje pewne potwierdzenie w danych GUS – jeden z najgłębszych spadków produkcji wystąpił w sektorze „pozostały sprzęt transportowy” (-28,7 proc. r/r). Wierzymy, że sytuacja w przemyśle powinna się stopniowo poprawiać w kolejnych miesiącach, szczególnie jeśli odnotowane w kwietniu ożywienie w handlu zagranicznym okaże się trwałe. Dynamika produkcji już w czerwcu powinna być znowu dodatnia, gdyż liczba dni roboczych nie będzie zaniżać wyników.

### Handel zagraniczny – ruch w interesie

W maju deficyt obrotów bieżących osiągnął 484 mln USD, deficyt handlowy 785 mln USD, a nadwyżka obrotów niesklasyfikowanych wzrosła do 316 mln USD. Jednocześnie NBP zrewidował w dół dane za kwiecień: deficyt obrotów bieżących obniżono do 643 mln USD z poprzednio podanych 806 mln USD. Tak jak oczekiwaliśmy, dane potwierdziły, że ożywienie obrotów handlowych odnotowane w kwietniu zarówno przez NBP, jak i GUS nie było zjawiskiem jednorazowym. Eksport oraz import pozostały w maju znacznie powyżej średnich poziomów odnotowanych w I kwartale 2002, chociaż spadły nieco w porównaniu z kwietniem. Dobre dane o handlu zagranicznym w ostatnich dwóch miesiącach prawdopodobnie odzwierciedlają ożywienie popytu zewnętrznego, będące konsekwencją stopniowej poprawy koniunktury gospodarczej u naszych głównych partnerów handlowych. Sądzimy, że ten pozytywny trend będzie kontynuowany, gdyż wspierać go będzie nie tylko nadchodzące ożywienie gospodarcze w krajach UE, lecz także obserwowana ostatnio aprecjacja euro, polepszająca konkurencyjność naszych eksporterów na europejskich rynkach. Mimo wszystko jednak trzeba pamiętać, że w ostatnich dwóch miesiącach polscy przedsiębiorcy byli mniej optymistyczni w swoich ocenach wzrostu popytu zewnętrznego.



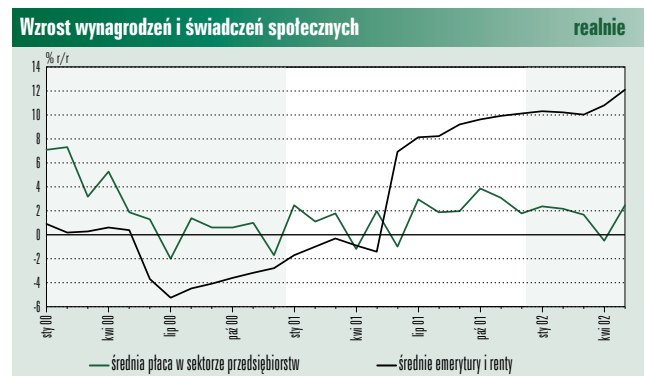
Źródło: NBP

Dane handlu zagranicznego GUS za kwiecień opublikowane w zeszłym miesiącu okazały się nawet lepsze od sugerowanego w danych NBP silnego wzrostu obrotów handlowych. Eksport wręcz eksplodował w kwietniu: 21,4 proc. r/r wobec -7,3 proc. zanotowanych w marcu i -3,8 proc. r/r średnio w I kwartale 2002. Jednocześnie import wzrósł o 12,4 proc. r/r po -7,3 proc. w marcu i -5 proc. r/r w I kwartale 2002. Obecne ożywienie w handlu jest jeszcze bardziej wyraźne niż załamanie pod koniec 2001 r. Skoro dane GUS potwierdzają statystyki NBP oparte o całkiem inną metodologię, może to sugerować, że odrodzenie polskiego handlu zagranicznego staje się faktem. Dla przypomnienia: statystyki GUS są oparte na fakturach, a dane dostarczane przez NBP – na płatnościach.

### Inflacja blisko, coraz bliżej dna

Inflacja w Polsce spadła w maju do historycznie niskiego poziomu, najniższego w całym regionie – 1,9 proc. r/r z 3,0 proc. w kwietniu. Jak zwykle w ostatnich miesiącach, głównym czynnikiem powodującym tak głęboki spadek inflacji była deflacja cen żywności, sięgająca -0,9 proc. m/m oraz -0,4 proc. r/r. Jednakże należy odnotować, że ceny innych składników koszyka konsumenta również wykazały dość ograniczony wzrost, potwierdzając wciąż ograniczoną popytową presję inflacyjną, np. ceny odzieży i obuwia pozostały bez zmian, tak samo ceny utrzymania mieszkań i energii. Paliwa potaniały nieznacznie o 0,2 proc. m/m. Również dynamika cen w przemyśle przetwórczym wskazuje po raz kolejny (pozostała ujemna -0,7 proc. r/r już dwunasty miesiąc z rzędu), że nadal nie ma presji inflacyjnej ze strony popytu wewnętrznego. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w maju nie zmieniły się w porównaniu z kwietniem i wzrosły zaledwie o 0,5 proc. r/r wobec 0,4 proc. odnotowanych w ubiegłym miesiącu.

Również dane z rynku pracy wskazują na brak presji płacowej i inflacyjnej w polskiej gospodarce w najbliższej przyszłości. Dane pozostały mniej więcej w zgodzie z dotychczas obserwowanymi trendami – płace wzrosły w maju o 4,2 proc. r/r, a zatrudnienie spadło o 4,6 proc. r/r. Jak na razie nie widać żadnego istotnego złagodzenia tendencji redukcji miejsc pracy w przedsiębiorstwach, a nominalny fundusz płac obniżył się w maju realnie o ok. 2,6 proc. Bezrobocie nieznacznie wzrosło w czerwcu do 17,3 proc. z 17,2 proc. w maju. Oczekujemy, że w okresie letnim stopa bezrobocia utrzyma się na poziomie poniżej 18 proc., ale na koniec roku może przewyższyć 19 proc. Brak poprawy w tym obszarze może zagrozić dalszemu wzrostowi konsumpcji prywatnej w dalszej części tego roku, gdyż nie może być ona bez końca finansowana redukcją oszczędności bankowych.



Źródło: GUS

Wracając do czynników podaźowych, deflacja cen żywności wydarzyła się w maju po raz pierwszy w historii polskiej gospodarki rynkowej i była bardzo głęboka. Czas i skala tego spadku cen sygnalizują dwa czynniki: z jednej strony skala nadwyżki podaży na rynku żywności jest w tym roku rzeczywiście nadzwyczajna, a z drugiej strony popyt pozostaje stosunkowo niski. Zwiększa to szanse na spadek cen żywności przynajmniej do końca lipca, a nawet później wzrost może nie być nadmierny, co obniża całą przewidywaną ścieżkę inflacyjną. Tym niemniej warto zauważyć, że pojawiło się kilka opinii ze strony ekspertów rynku żywności, że całe zamieszanie wokół klęski urodzaju w tym roku jest przesadzone, a to by oznaczało, że latem tendencje mogą się okazać mniej optymistyczne. Jednakże prawdą jest, że istnieje jeszcze kilka innych czynników obniżających inflację prognozowaną do końca roku np. szok podaźowy wynikający z wprowadzenia akcyzy na prąd będzie słabszy niż oczekiwano, ponieważ URE podało, że średni wzrost cen energii elektrycznej dla konsumenta końcowego wyniesie 5,7 proc. (zamiast wcześniej przewidywanych 10 proc.). Na początku lipca nastąpiła również podwyżka biletów kolejowych w wysokości od 6 proc. do 14 proc., jednakże udział tego elementu w koszyku inflacyjnym jest tak mały, że nie będzie to miało większego wpływu na prognozowaną ścieżkę inflacji.

Wstępne dane GUS dotyczące cen żywności w czerwcu (spadek średnio o 1,65 proc. m/m) sugerują, że inflacja nie osiągnęła jeszcze dna i możemy się spodziewać kolejnego rekordowo niskiego poziomu już wkrótce. Jak już wielokrotnie pisaliśmy, bardziej długotrwała i silniejsza niż zwykle letnia deflacja żywności, wraz ze słabszymi niż oczekiwano szokami po stronie podaźowej, przyczynią się do spadku wskaźnika inflacji w ciągu tego lata. Może on osiągnąć nawet 1,5 proc. r/r w lipcu i pozostać poniżej 2 proc. w sierpniu.

### Podaż pieniądza – szkoda gadać?

Wielokrotnie pisaliśmy, że wyniki podaży pieniądza należy interpretować z dużą ostrożnością z powodu możliwych

błądów i w tym miesiącu ponownie okazało się, że dane są dalekie od wiarygodności. Tabela poniżej ukazuje, jak NBP zmienił dane kwietniowe wobec wstępnej publikacji przed miesiącem. Rewizja głównego wskaźnika M3 sięgnęła 1,4 mld złotych!

Cóż można powiedzieć o tendencjach monetarnych, jeżeli dane są przedmiotem tak znacznych korekt? Niewiele. Nie ma nawet pewności, ile wynosi roczna dynamika podaży pieniądza, bo nie wiadomo, czy NBP zrewidował tylko dane kwietniowe, czy całe serie czasowe od grudnia 1996 r., jak to miało miejsce przed miesiącem. Zakładając, że dane bieżące i historyczne mają coś wspólnego z rzeczywistością, można odnotować, że spowolnienie wzrostu depozytów jest kontynuowane po pięciu miesiącach br., natomiast są pewne pierwsze nieśmiałe sygnały ożywienia rynku kredytowego. Rosnąca rozbieżność między dynamiką depozytów i kredytów może być poważnym problemem dla NBP, zwłaszcza gdy ożywienie stanie się silniejsze, a wzrost kredytów znacznie przyspieszy.

**Podaż pieniądza M3 i jej składniki**
**tab. 2**

mln PLN	stan na 30 IV		stan na 31 V
	wstępne	zrewidowane	wstępne
<b>PODAŻ PIENIĄDZA</b>	<b>319 320,9</b>	<b>317 935,3</b>	<b>322 685,2</b>
gotówka w obiegu	40 014,2	40 005,0	39 832,4
depozyty i inne zobowiązania	278 894,6	277 556,1	282 154,9
gospodarstwa domowe	205 951,7	205 333,2	206 493,5
przedsiębiorstwa	47 104,3	46 604,0	50 100,5
fundusze ubezpieczeń społecznych	1 785,5	1 971,4	1 774,4
pozostałe składniki	412,1	374,2	698,0
<b>AKTYWA ZAGRANICZNE NETTO</b>	<b>137 807,0</b>	<b>135 848,9</b>	<b>138 711,1</b>
(mld USD)	34 623,1	34 131,2	34 410,2
<b>AKTYWA KRAJOWE NETTO</b>	<b>181 513,9</b>	<b>182 086,4</b>	<b>183 974,1</b>
należności	230 466,5	230 791,6	234 031,9
gospodarstwa domowe	85 144,1	85 845,9	86 185,0
przedsiębiorstwa	125 099,1	124 448,8	126 055,0
fundusze ubezpieczeń społecznych	1 189,1	1 189,6	2 046,2
zadłużenie instytucji rządowych	63 787,5	63 727,1	63 819,4
saldo pozostałych pozycji	-112 740,2	-112 432,3	-113 877,1

Źródło: NBP

Doszukaliśmy się jeszcze jednej ciekawostki związanej z publikacją danych monetarnych. Otóż nie jesteśmy w stanie określić dokładnie, jaki był wzrost agregatu M1, gdyż znaleźliśmy dwie różne liczby w dwóch różnych plikach zamieszczonych na stronie internetowej banku centralnego! Niemniej jednak opublikowane dane wskazują na kilka niepokojących trendów, których występowanie każe zastanowić się na ile stabilne są perspektywy ożywienia gospodarczego. Przede wszystkim, dane wskazują na utrzymujący się silny wzrost wąskiego agregatu pieniądza (rosnący trend zbliżający się do poziomu 20 proc. r/r) i gotówki w obiegu. Sygnalizować to może, że w momencie pojawienia się pierwszych oznak szybszego wzrostu gospo-

darczego ze strony czynników monetarnych może powstać impuls inflacyjny.

### Deficyt budżetowy – mogłoby być lepiej

Wstępne wyniki budżetu po pięciu miesiącach roku wskazują, że deficyt osiągnął 22,96 mld zł, tj. 57,4 proc. planu na cały rok. Mimo że poziom deficytu wygląda nie najgorzej, przychody budżetowe okazały się zaskakująco słabe, szczególnie po dość optymistycznych wcześniejszych komentarzach ze strony ministra finansów. Roczne tempo wzrostu głównych pozycji dochodów wyraźnie spadło w maju, chociaż w ujęciu narastającym (styczeń-maj) utrzymało się na stosunkowo niezłym poziomie (patrz tabela poniżej). Wpływy z podatków pośrednich i podatku dochodowego od przedsiębiorstw okazały się szczególnie słabe, wbrew wcześniejszym oczekiwaniom. Jest to w tej chwili trudne do wytłumaczenia, gdyż pozostaje w sprzeczności z innymi sygnałami z gospodarki, wskazującymi wzrost popytu konsumpcyjnego i poprawę kondycji finansowej firm. Chociaż wciąż pozostajemy względnie optymistami co do perspektyw wykonania tegorocznego budżetu, należy zauważyć, że pojawia się pewien element ryzyka w drugiej połowie roku, szczególnie, że warunkowa konstrukcja tegorocznego budżetu sprawia, że pełne wydatki zostaną zrealizowane jeżeli do lipca wpływy z podatków pośrednich będą odpowiednio wysokie.

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

	XII 01	I 02	II 02	III 02	IV 02	V 02	PLAN 2002
<b>DOCHODY</b>	<b>3,4</b>	<b>-10,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>
podatki pośrednie	3,3	-3,2	3,9	6,0	9,7	7,4	10,9
CIT	-20,9	-40,8	6,3	13,7	14,1	11,3	4,2
PIT	1,7	-5,0	-0,8	1,9	-0,5	-1,4	13,5
dochody jednostek budżetowych	21,4	-47,3	-24,2	-43,4	-35,6	-29,0	-31,4
cla importowe	-19,6	-14,0	-8,9	-8,8	-9,4	-10,4	-14,9
<b>WYDATKI</b>	<b>14,5</b>	<b>3,1</b>	<b>5,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>7,1</b>

Źródło: szacunki BZ WBK

**Wydatki i dochody budżetowe, % r/r, w danym miesiącu**
**tab. 4**

	XII 01	I 02	II 02	III 02	IV 02	V 02
<b>DOCHODY</b>	<b>-1,4</b>	<b>-10,7</b>	<b>13,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>11,3</b>	<b>0,3</b>
podatki pośrednie	11,3	-3,2	13,0	10,6	21,2	-0,6
CIT	-13,6	-40,8	16,9	22,4	15,3	-6,4
PIT	0,5	-5,0	4,8	10,8	-5,8	-5,4
dochody jednostek budżetowych	-26,4	-47,3	44,0	-63,7	-4,4	29,8
cla importowe	-16,5	-14,0	-4,2	-8,6	-10,8	-14,2
<b>WYDATKI</b>	<b>32,1</b>	<b>3,1</b>	<b>7,6</b>	<b>-5,0</b>	<b>9,9</b>	<b>8,6</b>

Źródło: szacunki BZ WBK

## Pod lupą: Bank centralny

- Stopa interwencyjna już 8,5 proc.
- Cel inflacyjny 3 proc. (+/-1) w 2002-03

### Stopy w dół trzeci raz z rzędu

Na czerwcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła wszystkie główne stopy procentowe o 50 pb. Stopa lombardowa spadła do 11,5 proc., główna stopa referencyjna do 8,5 proc., a stopa depozytowa do 5,5 proc. RPP utrzymała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Decyzja ta była dokładnie taka, jak oczekiwaliśmy. Stanowiła ona reakcję na ostatnie dane ekonomiczne, wskazujące, że ożywienie aktywności gospodarczej, szczególnie popytu wewnętrznego, może być słabsze niż wcześniej przewidywano, a perspektywy inflacyjne na ten i przyszły rok znacznie się poprawiły. RPP wspominała, że wszystkie miary inflacji są czynnikami wspierającymi decyzję o obniżce i wskazała, że przyspieszenie wzrostu może się opóźnić do IV kwartale br. Czynniki, które ograniczyły skalę obniżki, to: niska dynamika depozytów (niższa skłonność do oszczędzania, co ogranicza perspektywę wzrostu w długim okresie), wysoki przyrost gotówki w obiegu (może oznaczać wyższą presję inflacyjną w przyszłości) i założenia rządu do budżetu na 2003 r.

Krytyka RPP w stosunku do projektu budżetu jest ciekawa, biorąc pod uwagę wcześniejsze wypowiedzi członków RPP. Trzech członków frakcji „gołębiej” (Krzyżewski, Rosati i Ziółkowska) powiedziało, że 40 mld zł deficytu należy ocenić pozytywnie. Oficjalny komunikat RPP oraz słowa Leszka Balcerowicza w trakcie konferencji prasowej pokazały, że prezes NBP przyłączył się do „jastrzębi”. W komunikacie napisano wprost, że taki projekt budżetu, który zawiera dalsze poluznienie polityki fiskalnej, ogranicza znacznie dalsze obniżki stóp procentowych. To wskazuje, że decyzje resortu finansów i rządu dotyczące budżetu będą bacznie obserwowane przez RPP i będą wpływać na decyzje władz monetarnych w dalszej części roku. Sądzymy jednak, że utrzymanie niskiej inflacji i niskiej aktywności gospodarczej w następnych miesiącach (piszemy o tym w sekcji

Gospodarka Polski) może spowodować kolejną obniżkę o 50 pb nawet przy 40 mld zł deficytu budżetowego. Nie spodziewamy się jednak czwartej z rzędu obniżki i sierpień-wrzesień wydaje się bardziej realnym terminem. Obniżka stóp procentowych już w lipcu jest mało prawdopodobna z jeszcze jednego powodu – posiedzenie zaplanowano na 18-19 lipca, czyli przed konferencją GUS, na której będą ogłoszone pewne wskaźniki makroekonomiczne, jak np. sprzedaż detaliczna.

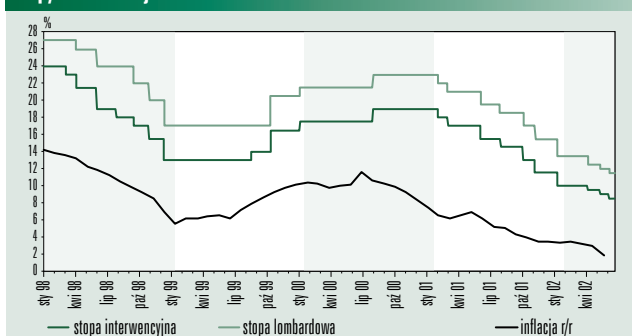
Podczas konferencji prasowej Leszek Balcerowicz wyraził również pogląd RPP na mechanizm kursu walutowego, chociaż nie zawarto tego w oficjalnym komunikacie. Powtórzył, że kurs złotego do euro, który ostatnio znacznie osłabił się zarówno w ujęciu realnym, jak i nominalnym, powinien być uważniej śledzony przez rząd niż kurs wobec dolara, gdyż w euro rozliczane jest dwie trzecie polskiego handlu zagranicznego. Balcerowicz powiedział także, że aktywność gospodarcza w kraju i za granicą jest znacznie ważniejsza dla eksporterów niż poziom kursu walutowego.

### Cel inflacyjny również w dół

RPP podjęła ponadto decyzję o obniżeniu celu inflacyjnego na koniec tego roku do 3 proc. ( $\pm 1$  proc.) z poprzednich 5 proc. ( $\pm 1$  proc.) oraz ustaliła krótkoterminowy cel inflacyjny na 2003 rok również na 3 proc. ( $\pm 1$  proc.). Obniżenie celu inflacyjnego na 2002 r. zostało wyjaśnione przez potrzebę utrzymania przejrzystości prowadzonej polityki pieniężnej i pełnej jasności co do jej celów i priorytetów. Było to konsekwencją bardziej optymistycznej ścieżki inflacyjnej w tym roku i niższych prognoz inflacyjnych RPP – komunikat mówi wyraźnie, że wskaźnik inflacji będzie znacznie poniżej 4 proc. r/r w drugiej połowie br. RPP chciała zapewne również wysłać silny sygnał do uczestników rynku, redukując ich oczekiwania co do przestrzeni przyszłych obniżek stóp procentowych. Warto przypomnieć, że to był drugi raz, kiedy RPP obniżyła swój krótkoterminowy cel inflacyjny w środku roku. Poprzedni taki przypadek miał miejsce w marcu 1999 r., gdy po okresie gwałtownego spadku inflacji, któremu towarzyszyła ekspansja monetarna, RPP zmieniła cel inflacyjny na koniec roku z 8-8,5 proc. na 6,6-7,8 proc. Warto jednak pamiętać, że faktyczna stopa inflacji na końcu 1999 r. wyniosła 9,8 proc. mocno przestrzelając oba te cele. Chociaż nie wierzymy, że taka sama historia mogłaby się powtórzyć również tym razem, to lekcja z historii powinna ostudzić oczekiwania na dalsze znaczne poluzowanie polityki pieniężnej w dalszej części tego roku.

O ile obniżenie celu inflacyjnego na ten rok było pewnym zaskoczeniem, to cel na 2003 r. został ustalony zgodnie z oczekiwaniami. Poziom 3 proc. ( $\pm 1$  proc.) jest zgodny z wcześniejszym średnioterminowym celem inflacyjnym

Stopy NBP i inflacja



Źródło: NBP, GUS



zdefiniowanym jako „inflacja poniżej 4 proc. pod koniec 2003 r.”. Jest to również zbieżne z rządowymi założeniami do przyszłorocznego budżetu co do średniej inflacji w 2003 r. wynoszącej 3 proc. Taki cel inflacyjny będzie wymagał ustabilizowania inflacji na obecnym poziomie zamiast kontynuowania procesu dezinflacji. Pomimo tego, skoro polityka fiskalna w przyszłym roku ma zostać bardzo luźna, a ożywienie gospodarcze zacznie wywierać presję na wzrost cen, przestrzeń do obniżania stóp procentowych w przyszłym roku pozostanie bardzo ograniczona.

RPP ogłosiła, że w drugiej połowie tego roku opublikuje nowe średniookresowe wytyczne dla polityki pieniężnej i całkiem nowy średnioterminowy cel inflacyjny. Projekt ten powinien bazować na porozumieniu z rządem co do strategii Polski wejścia do strefy euro. Uważamy, że nowy cel średnioterminowy powinien być zgodny z kryteriami z Maastricht dotyczącymi wzrostu cen i może dążyć do osiągnięcia inflacji nie wyższej niż 2 proc. pod koniec 2005 r.

#### **Dotychczasowa koalicja wewnątrz RPP została zerwana w kwietniu**

W „Monitorze Sądowym i Gospodarczym” opublikowano wyniki kwietniowego głosowania RPP. Rezultat (patrz tabela poniżej) był dość zaskakujący, gdyż po pierwsze okazało się, że obniżka stóp procentowych w kwietniu została przeprowadzona głównie dzięki poparciu „jastrzębich” członków Rady. Co więcej, frakcja „jastrzębi” wewnątrz RPP uległa w kwietniu rozłamowi, gdyż Jerzy Pruski był przeciwny redukcji stóp o 50 pb. O ile łatwo jest wyjaśnić motywację głosowania pozostałych członków (Marek Dąbrowski jest zawsze przeciwny poluzowaniu monetarnemu, a Wiesława Ziółkowska i Grzegorz Wójtowicz z pewnością chcieli głębszej obniżki), to trudno odgadnąć motywacje decyzji Pruskiego. Możliwe, że on również popierał wówczas głębsze cięcie. Pamiętajmy, że było to w kwietniu, kiedy Leszek Balcerowicz ogłosił strategię RPP „małych kroków” przy dalszym poluzowaniu polityki pieniężnej, co było dla rynku pewną niespodzianką. Większość analityków dyskontowało obniżkę o 100 pb i rynek wyceniał taką decyzję. Inna możliwość jest taka, że Pruski był w ogóle przeciwny jakimkolwiek obniżkom. W każdym razie teraz istotne jest pytanie, czy zaobserwowany w kwietniu układ głosów ma jakiś wpływ na oczekiwania co do dzisiejszej decyzji RPP. Uważamy, że nie zmienia to obecnej oceny sytuacji i nadal spodziewamy się obniżki stóp procentowych o 50 pb w III kwartale. Na pewno i tym razem część członków RPP będzie wzywało do głębszego poluzowania (np. o 100 pb), a ostateczny rezultat będzie ponownie kompromisem wspieranym przez prezesa NBP Leszka Balcerowicza.

#### **Głosowanie RPP nad obniżką stóp procentowych o 50 pb w kwietniu**

Leszek Balcerowicz	+
Marek Dąbrowski	-
Bogusław Grabowski	+
Cezary Józefiak	+
Janusz Krzyżewski	+
Paweł Łączkowski	+
Jerzy Pruski	-
Dariusz Rosati	nieobecny
Grzegorz Wójtowicz	-
Wiesława Ziółkowska	-

Źródło: Reuters

# Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej

W czerwcu członkowie Rady Polityki Pieniężnej wdali się częściowo w spór z rządem dotyczący polityki kursowej. Komentarze jednak skupiły się na fakcie, iż w najbliższym czasie bardzo prawdopodobne jest narastanie presji aprecjacyjnej na złotego w związku ze spodziewanym włączeniem Polski do struktur europejskich. Podczas konferencji prasowej po czerwcowym posiedzeniu Leszek Balcerowicz potwierdził stanowisko RPP mówiące, że najlepszym obecnie rozwiązaniem jest polityka płynnego kursu walutowego, a bank centralny może prowadzić dyskusje z ministerstwem finansów na temat optymalnej ścieżki dojścia do strefy euro.

Wiesława Ziółkowska po raz kolejny wykazała zrozumienie dla nawoływań o niższe stopy przynajmniej, że jest zwolenniczką bardziej wyraźnych redukcji stóp procentowych, które byłyby korzystniejsze dla gospodarki niż kroki o 50, 100 punktów bazowych. Leszek Balcerowicz stwierdził natomiast że stopy zostały już bardzo obniżone i nie można ryzykować dalszej obniżki. A jeśli chodzi o poziom stóp procentowych, to ciekawego komentarza udzielił również Bogusław Grabowski, który stwierdził, że nie wiemy jaki jest ich właściwy poziom zarówno realnie jak i nominalnie.

Co ciekawe, wygląda na to, że po raz pierwszy od dłuższego czasu, bank centralny, a przynajmniej jego główny ekonomista, jest bardziej pesymistyczny od rządu jeśli chodzi o ożywienie gospodarcze. Adam Czyżewski powiedział bowiem, że wzrost PKB w drugim kwartale tego roku wyniesie tylko 0,2-0,3 proc. wobec 0,5 proc. w pierwszym kwartale. Jednocześnie wyraził on nadzieję, że ożywienie w gospodarce powinno nadejść na przełomie trzeciego i czwartego kwartału a w 2002 roku wzrost PKB wyniesie około 1 proc.

KTO, KIEDY, GDZIE	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Dariusz Rosati, członek RPP; Gazeta Wyborcza, 5 VI	„Wniosek jest jasny – jeśli rynek jest przekonany, że waluta danego kraju pozostanie mocna, kapitał będzie napływał i żadne interwencje nie są w stanie odwrócić trendu aprecjacyjnego.” „W dłuższym okresie natomiast najlepszą ‘interwencją’ jest konsekwentne ograniczanie deficytu finansów publicznych oraz taka polityka pieniężna, która zapobiegnie tworzeniu się oczekiwań na kolejne obniżki stóp.”
PAP, 10 VI	„Z trzech obszarów niepewności, które towarzyszyły nam przy kształtowaniu polityki pieniężnej, czyli presji inflacyjnej ze strony cen żywności, cen ropy naftowej oraz niepewności budżetowej, nie ma już poważniejszych obaw o wzrost inflacji wywołany przez ceny żywności.” „Wzrostu inflacji można się spodziewać dopiero od września i nie będzie to wzrost skokowy. Na koniec roku inflacja wyniesie poniżej 4 proc.”
Rzeczpospolita, 14 VI	„Systematyczne interwencje mające na celu trwałe osłabienie złotego byłyby w naszych warunkach nieskuteczne, nie wspominając już o kosztach, ponieważ trend aprecjacyjny ma charakter trwały.” „Mogą natomiast mieć sens interwencje niesystematyczne, obliczone na przeciwdziałanie czynnikom przejściowym lub jednorazowym, które ‘wypchnęły’ kurs złotego ponad poziom długookresowego trendu, jak nagły wzrost sprzedaży obligacji skarbowych, duże transakcje prywatyzacyjne czy napływ kapitału spekulacyjnego obliczony na realizację krótkookresowych zysków z obniżek stóp procentowych lub umocnienia złotego.” „Z taką sytuacją mieliśmy kilkakrotnie do czynienia w latach 2000-2001 i wiele wskazuje, że być może mamy z nią do czynienia obecnie. Takie interwencje niesystematyczne muszą jednak mieć charakter dyskrecjonalny zarówno co do momentu, jak i skali, a także nie mogą zmierzać do obrony jakiegoś z góry ustalonego poziomu kursu. Będą one skuteczne jedynie wtedy, gdy sam rynek uzna wzmocnienie złotego za przejściowe.” „Wzrost PKB wyniósł w pierwszym kwartale br. 0,5 proc., co bynajmniej nie oznacza żadnego odbicia. [...] W pierwszym kwartale nic się nie ruszyło. Wyraźniejsze oznaki ożywienia będą dopiero widoczne w drugim kwartale, kiedy to spodziewamy się efektu serii obniżek stóp procentowych.”
PAP, Reuters, 21 VI	„Generalnie zmniejsza się ilość czynników, które mogłyby działać na przyspieszenie inflacji w II połowie roku i w roku przyszłym.” „Wskaźniki inflacji pokazują brak presji inflacyjnej i pokazują bardzo głęboki stan stagnacji w sektorze realnym.”
Wiesława Ziółkowska, członek RPP; PAP, 4 VI	„Jestem zwolenniczką bardziej wyraźnych redukcji stóp procentowych, które byłyby korzystniejsze dla gospodarki niż redukcje o 50, 100 pkt. bazowych. Lepiej byłoby przeprowadzić kilka bardziej zdecydowanych redukcji stóp.” „Istnieje przestrzeń do redukcji stóp procentowych, choć nie jest ona zbyt szeroka.”
Leszek Balcerowicz, prezes NBP; PR3, 5 VI	„Stopy zostały już bardzo obniżone i dlatego nie można ryzykować dalszej obniżki? Bo przecież trzeba się troszczyć o oszczędności, których tempo wzrostu gwałtownie spada i nie możemy dopuścić do tego, że to co dla ludzi jest ważne, a mianowicie niska inflacja, zostało podważone.” „Deficyt budżetowy w przyszłym roku musi być wydatnie mniejszy. To jest centralne zalecenie wszystkich renomowanych instytucji. [...] Mamy przed sobą budżet na przyszły rok i jest bardzo ważne, jaki będzie miał kształt.”
PAP, 18 VI	„Mogę tylko potwierdzić, że decyzje w tej sprawie będą podejmowane wyłącznie na podstawie argumentów i analiz makroekonomicznych, taka jest nasza konstytucyjna odpowiedzialność” „Co do mechanizmu kursowego RPP podtrzymuje zdanie, że obecny jest lepszy od różnych proponowanych, ale jest gotowa do dyskusji nad przyszłą ewolucją w kontekście wchodzenia do Unii Europejskiej i strefy euro” „Proponujemy dyskusję o takich sposobach zaopatrywania się w niezbędne środki dewizowe potrzebne do obsługi długu zagranicznego, aby zmniejszyć związaną z tym presję aprecjacyjną” „Jeżeli środki na ten cel byłyby uzyskiwane głównie z emisji zagranicznych, a część tych dewiz wpływałaby na polski rynek dewizowy, to by wzmocniało złotego. Chodzi o to, żeby zminimalizować to zjawisko i przejść do zaopatrywania się w środki dewizowe na polskim rynku” „Niska inflacja wynika głównie z czynników przejściowych i nie można zakładać, że będzie ona trwała [...] ale mogą spełnić się niektóre prognozy, że na koniec roku będzie ona niższa od czterech procent.”
PAP, Reuters, 26 VI	„Zmiana celu inflacyjnego na ten rok rozprasza niepewności co do kształtowania polityki monetarnej w następnych miesiąca.” „Taka polityka [małych kroków] jest zgodna z doświadczeniami renomowanych banków centralnych, w których pod koniec cyklu obniżania stóp cięcia były znacznie niższe, niż na początku.” „W tej fazie, w której jesteśmy bardziej prawdopodobne są mniejsze dozy obniżek stóp niż większe.” „Można powiedzieć, że stoimy w obliczu stabilizacji inflacji na obecnym poziomie.” „Nie mamy ostatecznej wersji [ustawy budżetowej na 2003 r.] ale można powiedzieć, że nawet gdyby deficyt budżetu państwa był 40 mld zł, nawet gdyby deficyt ekonomiczny był na poziomie tego roku, to oznaczałoby pogorszenie sytuacji finansów publicznych ze względu na to, że zakłada się jednocześnie przyspieszenie wzrostu”

---

Janusz Krzyżewski, członek RPP;

- PAP, 7 VI „W tym momencie skonsumowaliśmy spadek inflacji w maju. Rada obniżając stopy w maju miała świadomość, co będzie w maju. Na majowym posiedzeniu wiedzieliśmy, że w maju będzie bardzo niski wskaźnik inflacji.”  
„Żeby nie było takiej sytuacji, że jak się w maju obniżyło, to w czerwcu też będzie obniżka. Tego w ogóle nie należy brać pod uwagę, dlatego, że myśmy już w maju skonsumowali majowy spadek inflacji. [...] Najważniejsze, żeby nie powstała nadzieja, że gdy w maju będziemy mieli doskonałą informację o inflacji, to w czerwcu pozostanie obniżyć. To nie o to chodzi.”  
„Obniżanie się inflacji z powodu spadku cen żywności nie jest specjalnie budujące, dlatego, że wszelka monokultura w tych sprawach jest niepokojąca zawsze, bo jak zacząć rosnąć, to mogą zagrozić celowi inflacyjnemu. [...] Spadek inflacji spowodowany jedną grupą produktów nakazuje ostrożność.”
- PAP, 24 VI „Mam świadomość, że budżet jest trudny. W mojej opinii założenia do budżetu są ostrożne. Tę ostrożność traktuję z życzliwością. Założenia dają też możliwość rozważenia dalszego luzowania polityki pieniężnej. To jest sprawa, którą na pewno będziemy dyskutowali.”

---

Bogusław Grabowski, członek RPP;

- PAP, 7 VI „Polityka pieniężna nie powinna reagować na szoki podażowe, chyba, że poprzez rozbudzenie oczekiwań inflacyjnych powodują wtórny efekt inflacyjny. Może natomiast reagować na szoki podażowe, gdy zwiększają one inflację.”  
„W klasycznej sytuacji polityka monetarna nie powinna reagować na szybki spadek inflacji wywołany głównie czynnikami podażowymi.”  
„To, na co RPP będzie zwracać uwagę teraz, to nie jest niski poziom inflacji, jeśli ten poziom jest wywołany głównie czynnikami podażowymi. RPP będzie dalej koncentrowała się na czynnikach popytowych i kształtowaniu się oczekiwań inflacyjnych.”
- PAP, 24 VI „Przy zakładanym przez rząd przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w przyszłym roku o 3,1 proc. z 1-1,2 proc. w tym roku, łączny deficyt ekonomiczny powinien wynieść w 2003 r. poniżej 4 proc., by doszło do koniecznego zaostrzenia polityki fiskalnej.”  
„Przy tym tempie wzrostu gospodarczego w przyszłym roku deficyt ekonomiczny w wysokości 4,3 proc. oznaczałby jedynie utrzymanie obecnego stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej.”  
„Deficyt ekonomiczny przekraczający 4 proc. PKB oznaczałby zwiększenie presji inflacyjnej, co mogłoby spowodować konieczność zaostrzenia polityki pieniężnej i zagroziłoby perspektywie wzrostu PKB w przyszłym roku o 3,1 proc.”  
„Inflacja średnioroczna na poziomie 3 proc. jest zbieżna z celem średniokresowym Rady zakładającym spadek inflacji w 2003 poniżej 4 proc.”
- PAP, 28 VI „Nie wiemy dokładnie, jaki powinien być poziom nominalnej i realnej stopy procentowej dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, bo jest to pierwszy taki okres w naszej gospodarce.”  
„Łączenie bezrobocia z bieżącą stopą procentową jest nieporozumieniem.”

---

Andrzej Bratkowski, wiceprezes NBP;

- PAP, 17 VI „Wydaje się, że w najbliższych miesiącach istotniejsze będą dane dotyczące sfery realnej i tendencje, natomiast to, czy inflacja będzie odrobinę wyższa czy niższa w najbliższych 2-3 miesiącach, nie będzie miało znaczącego wpływu na decyzje dotyczące stóp procentowych.”  
„Cały czas patrzymy na przyszły rok, na to jak dotychczasowe obniżki stóp procentowych działają na gospodarkę i jak będą na nią oddziaływały w przyszłości.”
- PAP, 27 VI „Nie było takiego przypadku, żeby po okresie dezinflacji, po którym nastąpiło silne obniżenie stóp procentowych, pojawił się przyspieszony wzrost gospodarczy – żeby to się udawało w warunkach, kiedy nie następuje zacieśnienie fiskalne. Dla nas to jest problem podwyższonego ryzyka.”  
„W warunkach polskich powinniśmy deficyt budżetowy obniżyć, bo gdy on pozostaje na wysokim poziomie, stanowi to duże zagrożenie, które odbija się w różnych elementach rozwoju gospodarczego.”  
„Drugi kwartał nie wygląda wyraźnie lepiej niż pierwszy. Mam nadzieję, że trzeci będzie już lepszy.”

---

Cezary Józefiak, członek RPP;

- PAP, Reuters, 19 VI „Nadejście ożywienia gospodarczego się opóźnia, a wyraźniejszych sygnałów ożywienia można się spodziewać dopiero na przełomie III i IV kwartału.”  
„Nadal nie obserwujemy zjawisk ożywienia, to znaczy właściwie jest może jedno, a właściwie dwa zjawiska, które podtrzymują takie nadzieje. To jest poprawa wyników finansowych spółek oraz stosunkowo dobre dane o eksporcie. Mam nadzieję, że poprawiające się wyniki finansowe przedsiębiorstw przełożą się w końcu na wzrost popytu inwestycyjnego, to jest dla mnie neuralgiczny element.”  
„Produkcja przemysłu ma szansę odbić się w trzecim-czwartym kwartale. Dane o produkcji nie mają większego wpływu [na decyzję RPP], ale będą brane pod uwagę.”

---

Grzegorz Wójtowicz, członek RPP;

- PAP, 28 VI „Niewykluczone jest, że jeśli utrzyma się korzystna dla eksporterów tendencja wzmocnienia się euro, deficyt obrotów bieżących pod koniec tego roku może być bliżej 4,0 proc. PKB niż 4,5 proc. Przy założeniu ożywienia gospodarczego w II połowie roku należy jednak się spodziewać wzrostu importu, co może kompensować różnice kursowe, korzystniejsze dla eksporterów.”

---

Adam Czyżewski, dyr. Analiz ekonomicznych NBP;

- Rzeczpospolita, 29 VI „Wzrost PKB w drugim kwartale tego roku wyniesie 0,2-0,3 proc. wobec 0,5 proc. w pierwszym kwartale. Ożywienie w gospodarce powinno nadejść na przełomie trzeciego i czwartego kwartału. W 2002 roku wzrost PKB wyniesie ok. 1 proc.”

# Informacja z posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w dniach 25-26 czerwca 2002

W dniach 25-26 czerwca 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.

\*\*\*

1. Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o ustaleniu celu inflacyjnego na 2003 r. na poziomie 3 proc. (z granicami tolerancji  $\pm 1$  pkt. proc.). Jest to konkretyzacja ustalonego we wrześniu 1998 r. średniookresowego celu polityki pieniężnej: obniżenia inflacji do poziomu poniżej 4 proc. w 2003 r. Jest to również poziom spójny ze wskaźnikiem inflacji przyjętym przez rząd w Założeniach do projektu budżetu państwa na rok 2003.
2. Rada Polityki Pieniężnej informuje ponadto, że w II połowie br. zostaną opublikowane założenia średniookresowej strategii polityki pieniężnej, w ramach której zostanie określony kolejny średniookresowy cel inflacyjny. Rada Polityki Pieniężnej zakłada, że podstawą tych założeń będzie opracowana w porozumieniu z rządem strategia wejścia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej.
3. Warunki realizacji celu inflacyjnego w 2002 r. okazały się znacznie korzystniejsze dla obniżenia inflacji niż przewidywano w momencie jego wyznaczenia w sierpniu 2001 r. Niespodziewanie pomyślnie ukształtowały się czynniki podażowe, zwłaszcza w odniesieniu do cen żywności i paliw. Mniejszy niż zakładano będzie wzrost cen podlegających administracyjnej regulacji. Na niższym poziomie ustaliła się dynamika popytu krajowego.
4. W związku z powyższym można obecnie oczekiwać, że inflacja – przy braku niespodziewanych i niekorzystnych wstrząsów podażowych w drugiej połowie br. – będzie najprawdopodobniej wyraźnie niższa niż 4 proc., co stanowi dolną granicę przedziału celu inflacyjnego ogłoszonego w sierpniu 2001 r. Będzie tak pomimo obniżenia stóp procentowych NBP od sierpnia 2001 r. do maja br. łącznie o 6,5 pkt. proc.
5. Biorąc pod uwagę te okoliczności i kierując się nadrzędnym celem polityki pieniężnej, jakim jest stabilizacja inflacji na niskim poziomie, a także mając na uwadze potrzebę zachowania przejrzystości, co do priorytetów prowadzonej polityki monetarnej, Rada Polityki Pieniężnej postanowiła obniżyć poziom celu inflacyjnego na 2002 r. do 3 proc. z dopuszczalnym przedziałem odchyłań  $\pm 1$  pkt. proc.

\*\*\*

Rada Polityki Pieniężnej omówiła i przyjęła Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za I kwartał 2002 roku i Raport o inflacji w I kwartale 2002 r. oraz zapoznała się z Oceną sytuacji ekonomicznej banków w 2001 r. oraz Oceną wpływu polityki pieniężnej, podatkowej i nadzorczej na rozwój banków w 2001 r. przygotowanymi przez Komisję Nadzoru Bankowego.

\*\*\*

## I. Uwarunkowania zewnętrzne

Od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej utrzymały się sygnały wskazujące, że otoczenie zewnętrzne powinno sprzyjać stopniowemu ożywieniu gospodarczemu w Polsce.

\* Nadal oczekiwany jest wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych.

\* Widoczne są oznaki poprawy koniunktury w gospodarce strefy euro, w której obecnie wzrost gospodarczy jest szacowany na 1,3 proc. (1,2 proc. przed miesiącem). W Niemczech, podobnie jak w maju br., wskaźnik ten jest szacowany na 0,9 proc.

## II. Produkcja, wzrost gospodarczy

1. Ogólna ocena sytuacji gospodarczej wskazuje, że tempo wzrostu aktywności gospodarczej będzie prawdopodobnie nieco wolniejsze niż wskazywały wcześniejsze dane makroekonomiczne. W I kwartale br. Produkt Krajowy Brutto wzrósł realnie o 0,5 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub. r. wobec 0,2 proc. w IV kwartale 2001 r. Popyt krajowy utrzymał się na poziomie notowanym przed rokiem, podczas gdy w IV kwartale 2001 r. spadł o 2,8 proc. Spożycie indywidualne wzrosło o 3,5 proc. wobec wzrostu o 3,3 proc. w IV kwartale ub. r., a nakłady brutto na środki trwałe obniżyły się o 13,3 proc. wobec spadku o 13,5 proc. w IV kwartale poprzedniego roku.
2. Sytuacja gospodarcza powinna zacząć się stopniowo poprawiać w II połowie br. Może na to wskazywać – poza korzystnym wpływem otoczenia zewnętrznego:
  - \* Poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw w I kwartale br., sprzyjająca wzrostowi aktywności inwestycyjnej.
  - \* Wyższy niż szacował NBP wzrost dochodów z pracy najemnej oraz dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w I kwartale br. Podwyższony został szacunek NBP wzrostu nominalnego dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w 2002 r. z 3,3 proc. do 4,3 proc.
  - \* W maju br. wskaźnik koniunktury Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH zwiększył się o 3 pkt. Maj był czwartym z kolei miesiącem poprawy koniunktury w przemyśle przetwórczym. Przedsiębiorstwa spodziewają się dalszej poprawy sytuacji gospodarczej.
  - \* W maju br. – po raz pierwszy od początku badań koniunktury Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową (styczeń 2001 r.) – przedsiębiorcy pozytywnie ocenili koniunkturę gospodarczą. Przedsiębiorcy spodziewają się dalszej poprawy sytuacji gospodarczej.
3. Informacjom świadczącym o nadchodzącym ożywieniu towarzyszą jednak dane wskazujące, iż jego tempo będzie w najbliższych miesiącach bardzo umiarkowane:
  - \* Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej obniżyło się z 3,1 proc. w kwietniu do 1,8 proc. w maju br.
  - \* Wyniki badań koniunktury GUS świadczące generalnie o możliwości poprawy sytuacji gospodarczej, wskazują na gorsze niż przed miesiącem oceny sytuacji bieżącej oraz mniej optymistyczne przewidywania dotyczące przyszłego popytu i produkcji w przemyśle. W budownictwie ogólny klimat koniunktury jest oceniany na poziomie zbliżonym do sytuacji przed miesiącem i przed rokiem. Oceny klimatu koniunktury w handlu detalicznym utrzymały się na poziomie z maja br. i są lepsze niż przed rokiem, jednak pogorszyły się prognozy na najbliższe miesiące.
  - \* Mimo spadku zapasów wyrobów gotowych w I kwartale br., przedsiębiorcy objęci badaniami koniunktury GUS nadal oceniają, że poziom zapasów w przemyśle jest nadmierny, a w handlu detalicznym – wystarczający.
  - \* Utrzymuje się stagnacyjny trend produkcji przemysłu. W maju br. produkcja przemysłu była o 4,1 proc., a po wyeliminowaniu czynników sezonowych (jeden dzień roboczy mniej niż w maju 2001 r.), o około 2 proc. niższa niż przed rokiem.
  - \* W maju br. spadek produkcji budownictwa w porównaniu z analogicznym miesiącem 2001 r. był większy niż w kwietniu (9,4 proc. wobec 6,2 proc.), ale wskaźniki trendu potwierdzają zaobserwowaną przed miesiącem tendencję spowalniania spadku produkcji budowlano-montażowej.

## III. Płace, świadczenia społeczne

Najnowsze dane potwierdzają umiarkowany, lecz stabilny wzrost dochodów gospodarstw domowych. W porównaniu do sytuacji przed miesiącem szacunek nominalnego wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w 2002 r. został podwyższony z 3,3 proc. do 4,3 proc.

\* Utrzymał się umiarkowany poziom wzrostu nominalnego przeciętnej płacy w przedsiębiorstwach. W okresie styczeń-maj 2002 r. realnie wzrost wyniósł 1,6 proc. i był wyższy niż przed rokiem. Niski poziom aktywności gospodarczej nie pozwala przewidywać istotnego przyspieszenia wzrostu płac w najbliższych miesiącach.

\* Tempo spadku zatrudnienia w przedsiębiorstwach nieznacznie zmniejszyło się. Przeciętne zatrudnienie było niższe o 0,2 proc. w porównaniu z kwietniem i o 4,6 proc. niż przed rokiem. Stopa bezrobocia spadła z 17,8 proc. do 17,2 proc.

\* W I kwartale br. spadek zatrudnienia w gospodarce narodowej był mniejszy niż w sektorze przedsiębiorstw, a nominalny wzrost przeciętnych wynagrodzeń szybszy. Bardzo wysoki był również wzrost zasiłków dla bezrobotnych oraz ze świadczeń przedemerytalnych.

## IV. Sytuacja w sektorze finansów publicznych

1. Dane o wykonaniu budżetu państwa wskazują, że nie widać większych zagrożeń dla realizacji Ustawy budżetowej na rok 2002. Istnieje jednak niebezpieczeństwo, że deficyt ekonomiczny będzie wyższy w związku z sytuacją funduszy celowych: niskimi wpływami ze składek na ubezpieczenia społeczne, opóźnieniami w prze-

kazywaniu należnych składek do Otwartych Funduszy Emerytalnych, rosnącymi wydatkami Funduszu Pracy oraz stworzeniem możliwości zaciągania kredytów i pożyczek przez Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych.

2. W sytuacji wysokiego deficytu ekonomicznego, szczególnie groźna jest malejąca przejrzystość finansów publicznych, polegająca na wzroście wydatków publicznych, które przy stosowanych obecnie przez rząd zasadach obliczania dochodów i wydatków sektora publicznego nie znajdują odzwierciedlenia w wyniku finansowym tego sektora. Np. Agencja Rynku Rolnego, która już zaciągnęła około 1,5 mld zł kredytu ma zamiar sfinansować dodatkową interwencję na rynku rolnym kredytami poręczonymi przez Skarb Państwa. Tego rodzaju wzrost zadłużenia powinien być traktowany jako forma zwiększania deficytu sektora finansów publicznych.
3. Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych utrzyma się w 2002 r. na bardzo wysokim poziomie (ok. 5 proc. PKB) negatywnie wpływając na perspektywę wzrostu gospodarczego. Wysoka podaż papierów skarbowych niezbędna dla sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu, ogranicza możliwości finansowania rozwoju przedsiębiorstw i może spowodować umocnienie kursu złotego nie wzmocniając zarazem – w odróżnieniu od bezpośrednich inwestycji zagranicznych – konkurencyjności gospodarki.
4. Ministerstwo Finansów przedstawiło Założenia projektu budżetu państwa na rok 2003, zgodnie z którymi deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych wyniesie 38,8 mld zł, tj. 4,9 proc. PKB, natomiast deficyt budżetu ma nadal pozostać na wysokim poziomie 2002 r. W sytuacji prognozowanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oznacza to dalsze rozluźnienie polityki fiskalnej. Utrzymają się zatem wskazane wyżej negatywne oddziaływania finansów publicznych na rozwój gospodarczy, a jednocześnie radykalnemu ograniczeniu ulegnie pole manewru polityki monetarnej.

#### V. Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe

W porównaniu do sytuacji przed miesiącem ocena sytuacji monetarnej nie uległa zasadniczym zmianom. Dane nadal wskazują, że mimo niskiej dynamiki agregatów monetarnych istnieją w tej dziedzinie pewnych zagrożeń dla przyszłej inflacji:

- \* Roczna dynamika podaży pieniądza M3 utrzymuje się na niskim poziomie, choć w porównaniu z kwietniem nieznacznie wzrosła, z 2,9 proc. do 3,6 proc.
- \* Dynamika roczna gotówki w obiegu wzrosła z 16,0 proc. przed miesiącem do 17,9 proc. Utrzymuje się niepewność co do przyczyn i możliwych skutków inflacyjnych wysokiej dynamiki gotówki w obiegu.
- \* Depozyty gospodarstw domowych wzrosły w porównaniu z kwietniem o 0,6 proc., ale ok. 70 proc. tego przyrostu wynikało z osłabienia kursu złotego. Roczna dynamika depozytów gospodarstw domowych obniżyła się z 1,9 proc. do 1,6 proc. W maju br. po raz pierwszy zanotowano roczny spadek depozytów złotych.
- \* Roczna dynamika kredyty dla gospodarstw domowych obniżyła się z 16,5 proc. przed miesiącem do 15,8 proc. Kredyty dla przedsiębiorstw, po 2 miesiącach spadku w skali roku (odpowiednio -1,8 proc. i -1,9 proc.), osiągnęły poziom obserwowany w maju 2001 r. Roczna dynamika zadłużenia netto instytucji rządowych obniżyła się z 14,5 proc. przed miesiącem do 9,3 proc.
- \* Wcześniej niż obniżki stóp procentowych NBP jeszcze nie w pełni przełożyły się na zmiany oprocentowania w bankach komercyjnych. W maju br. średnie oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach komercyjnych spadło: w przypadku terminowych depozytów złotych gospodarstw domowych o 0,4 pkt. proc. do 6,6 proc.; w przypadku kredytów złotych dla przedsiębiorstw o 0,3 pkt. proc. do 13,4 proc.; w przypadku kredytów złotych dla gospodarstw domowych o 0,2 pkt. proc. do 18,3 proc.

#### VI. Ceny, oczekiwania inflacyjne

Niespodziewanie głęboki spadek cen w maju w znacznej mierze spowodowany został czynnikami o charakterze przejściowym. Kształtowanie się inflacji na niskim poziomie sprzyja jednak wzmocnieniu niskich oczekiwań inflacyjnych. Wyniki mają potwierdzają więc wcześniejsze oceny wskazujące na trwały charakter procesu dezinflacji, stwarzający szansę na stabilizację inflacji na niskim poziomie:

- \* W maju br. – zgodnie z oczekiwaniami związanymi z nietypowo wysokim wzrostem cen w maju 2001 r. – obniżył się roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych. Tegoroczny maj okazał się jednak także nietypowy. Ceny warzyw, zamiast charakterystycznego dla tego okresu roku wzrostu, znacznie się obniżyły. Dzięki temu inflacja spadła o około 0,5 punktu procentowego silniej niż prognozowano, do poziomu 1,9 proc.
- \* Obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej:
  - 15 proc. średnia obciąża z 2,6 proc. do 2,0 proc.;
  - inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności z 2,5 proc. do 2,1 proc.;
  - inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw z 2,7 proc. do 2,4 proc.;
  - inflacja po wyłączeniu cen kontrolowanych z 2,6 proc. do 1,7 proc.;
  - inflacja „netto” (po wyłączeniu cen żywności i cen paliw) z 4,0 proc. do 3,2 proc.

Tempo spadku miar inflacji bazowej było wolniejsze niż wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. W maju br. większość miar inflacji bazowej (z wyjątkiem inflacji po wyłączeniu cen kontrolowanych) ukształtowała się powyżej wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Wskaźnik inflacji netto, który kształtuje się na najwyższym poziomie (o 1,3 pkt. proc. ponad wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych) ilustruje szczególnie silny wpływ paliw i żywności na obniżanie inflacji. Utrzymujący się od wielu miesięcy spadek wszystkich wskaźników inflacji bazowej wskazuje, że obniżenie inflacji nie jest zjawiskiem przejściowym.

- \* Po wyraźnej poprawie przed miesiącem, struktura odpowiedzi na pytania ankiety badającej oczekiwania inflacyjne osób prywatnych nie zmieniła się istotnie.
- \* W czerwcu wyraźnie spadły oczekiwania inflacyjne analityków bankowych. Obecnie przewidują oni, że inflacja w grudniu br. wyniesie 3,3 proc. wobec 4,1 proc. przed miesiącem, a za 11 miesięcy – 3,6 proc. wobec 4,2 proc. przed miesiącem.
- \* Ceny produkcji sprzedanej przemysłu były w kwietniu br. o 0,5 proc. wyższe niż przed rokiem.
- \* Od poprzedniego posiedzenia Rady nie zmieniły się prognozy kształtowania się cen ropy naftowej. Przewiduje się, że w 2002 r. średnia cena ropy wyniesie 23 dolary. W porównaniu do sytuacji w poprzednich miesiącach ryzyko wzrostu cen ropy naftowej zmniejszyło się. W warunkach stabilizacji popytu na niskim poziomie wzrosła podaż ropy naftowej.

#### VII. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej

1. W porównaniu do sytuacji przed miesiącem pojawiły się następujące sygnały wskazujące na wzmocnienie czynników korzystnych dla niskiej inflacji:
  - \* po wyraźnej poprawie przed miesiącem, utrzymała się korzystna dla przyszłej inflacji struktura oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych oraz obniżyła się inflacja prognozowana przez analityków bankowych; kształtowanie się inflacji na niskim poziomie sprzyja wzmocnieniu niskich oczekiwań inflacyjnych;
  - \* spadły wszystkie miary inflacji bazowej, a roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu utrzymuje się na niskim poziomie;
  - \* zmniejszyło się ryzyko wzrostu cen ropy naftowej.
2. Oceny perspektyw wzrostu aktywności gospodarczej wskazują na mniejsze niż przed miesiącem prawdopodobieństwo szybkiego wzrostu popytu krajowego. Nadal ocenia się, że poprawa powinna zacząć się w II połowie br. jednak bardziej odczuwalna będzie dopiero w IV kwartale.
3. Za ograniczeniem skali obniżki stóp przemawiają:
  - \* perspektywa dalszego rozluźnienia polityki fiskalnej w 2003 r., co stanowi zasadnicze ograniczenie pola manewru dla polityki pieniężnej;
  - \* spadek rocznej dynamiki depozytów gospodarstw domowych, a zwłaszcza spadek depozytów złotych;
  - \* utrzymywanie się wysokiej i rosnącej dynamiki gotówki w obiegu.

Należy także pamiętać, że pełne skutki dokonanych od lutego 2001 r. obniżek stóp procentowych łącznie o 10 pkt. proc. jeszcze się nie ujawniły, a ich prognozy są obciążone znaczną niepewnością. Ponadto, w warunkach niższych stóp procentowych mniejsze bezwzględne ich zmiany oznaczają podobną zmianę względną.
4. Biorąc pod uwagę te argumenty Rada Polityki Pieniężnej postanowiła:
  - \* obniżyć minimalną stopę rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 9,0 proc. do 8,5 proc.;
  - \* obniżyć stopę redyskontową weksli z 10,5 proc. do 10,0 proc.;
  - \* obniżyć stopę kredytu lombardowego z 12,0 proc. do 11,5 proc.;
  - \* obniżyć stopę depozytową z 6,0 proc. do 5,5 proc.;
  - \* utrzymać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

#### VIII. Następane posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniach 18-19 lipca 2002 r.

## Pod lupą: Rząd i polityka

- Czyżby Marek Belka się wypalił?
- Nowy minister finansów – The eye of the TIGER
- Budżet zatwierdzony; czy będzie zmieniony?
- NBP nadal pod ostrzałem

### Marek Belka zrezygnował

Drugiego lipca, po posiedzeniu rządu premier Leszek Miller ogłosił, że minister finansów Marek Belka złożył dymisję. Premier przyjął dymisję Belki, a prezydent Kwaśniewski podpisał ją i powołał na stanowisko nowego ministra finansów Grzegorza Kołodkę.

Oficjalnie Marek Belka odszedł z przyczyn osobistych. Powiedział on, że po ośmiu miesiącach w rządzie zabrakło mu energii potrzebnej na tym stanowisku i odmówił dalszych komentarzy. Inne możliwe wytłumaczenia wskazują na konflikt między rządem a ministrem finansów. Są to: przyszłoroczny budżet oraz Ustawa o NBP. Pierwsza opcja wydaje się mniej prawdopodobna, ponieważ rząd jednoznacznie przyjął propozycję ministra poziomu wydatków oraz deficytu budżetu (szczegóły poniżej w komentarzu nt. projektu budżetu). Chociaż deficyt jest nieco wyższy niż 40 mld zł ogłoszone wcześniej przez ministra Belkę, to nie sądzimy jednak, aby 3 mld zł mogło być powodem do odejścia. Co więcej, Belka powiedział wprost, że rząd ocenia 43 mld zł jako zbyt wysoki deficyt i można się spodziewać kroków w kierunku jego ograniczenia. Z drugiej strony, „Rzeczpospolita” opublikowała nieautoryzowany wywiad z Markiem Belką, który dzień przed dymisją powiedział, że jeśli nie będzie widział szans na realizację swojej strategii finansów publicznych to nie będzie się zastanawiał dłużej niż 10 minut nad odejściem.

Druga możliwość jest pośrednio związana z budżetem. Jak pisaliśmy wczoraj, limit wydatków budżetu 192,5 mld zł oznacza nominalnie niższe wydatki w niektórych resortach (w tym także tych wrażliwych ze społecznego punktu widzenia, np. Ministerstwo Zdrowia). Jedynym sposobem (w opinii polityków) na zwiększenie wydatków bez wzrostu deficytu jest zwiększenie dochodów jako wynik wyższej założonej dynamiki PKB, co można osiągnąć przy znacznie niższych stopach procentowych i/lub słabszym złotym. Marek Belka był jednym z nielicznych polityków koalicji, który był przeciwny zmianom w ustawie o NBP i zmuszeniu banku centralnego do drastycznej obniżki stóp. Czy Grzegorz Kołodko myśli ponownie i jakie mogą być konsekwencje tej nominacji przeczytacie Państwo poniżej.

### Grzegorz W. Kołodko nowym ministrem finansów

Profesor Grzegorz Kołodko jest dyrektorem Centrum Badaawczego Transformacji, Integracji i Globalizacji TIGER przy Wyższej Szkole Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego w Warszawie. Jego biografię znajdziecie Państwo na oficjalnej stronie Centrum ([www.tiger.edu.pl](http://www.tiger.edu.pl)). Jest profesorem zwyczajnym (wykładał również na uniwersytetach Yale, UCLA i Rochester), ekspertem i konsultantem organizacji międzynarodowych (MFW, Banku Światowego, ONZ oraz OECD), a także autorem licznych książek, artykułów i referatów naukowych głównie na temat globalizacji oraz transformacji ustrojowej od komunizmu do gospodarki rynkowej. Był wicepremierem i ministrem finansów w latach 1994-97, otrzymując tytuł Najlepszego Ministra Finansów w Europie Środkowo-Wschodniej w roku 1996, po tym jak Polska wstąpiła do OECD. Tym razem Polska ma szansę wejść do Unii Europejskiej, jednak, co spróbujemy przedstawić poniżej, sytuacja ministra finansów jest zupełnie inna.

### Minister finansów w trzech rządach

Grzegorz Kołodko był ministrem finansów w rządach sformowanych przez koalicję SLD-PSL. Na początku premieraem był Waldemar Pawlak z PSL, a potem Józef Oleksy i Włodzimierz Cimoszewicz (obaj SLD). Grzegorz Kołodko złożył rezygnację na początku 1997 r., a stanowisko po nim objął Marek Belka. Odchodząc Kołodko stwierdził, że gospodarka Polski jest w olimpijskiej formie, a wyjaśniając powody swej dymisji powiedział, że chce wrócić do życia akademickiego i uniknąć wciągnięcia w nadchodzącą kampanię wyborczą do parlamentu. Pamiętamy, jak premier Cimoszewicz podkreślał, że nie będzie zmiany kierunku w polityce rządu w wyniku zmiany na stanowisku ministra finansów. Czy teraz też możemy oczekiwać kontynuacji w polityce fiskalnej? Gdy Grzegorz Kołodko był ministrem finansów po raz pierwszy, polityka budżetowa była stosunkowo łatwa do prowadzenia. Wysoka dynamika PKB na poziomie 6-7 proc. r/r, którą było stosunkowo łatwo osiągnąć na początku transformacji, zapewniała wysokie wpływy do budżetu. Jednakże, wpływy te nie zostały wykorzystane na zrównoważenie budżetu (lub zmniejszenie deficytu), bowiem nadwyżka pierwotna spadła z 2,1 proc. PKB w 1995 r. do 0,6 proc. w 1997 (a w kolejnych latach zamieniła się w deficyt). Otoczenie zmieniło się radykalnie, bowiem Kołodko stanie obecnie oko w oko z 5 proc. PKB deficytu i niskimi dochodami na skutek niskiego wzrostu gospodarczego. To oznacza, że nie ma pieniędzy na wydatki, a wybory samorządowe zbliżają się i presja na ministra finansów ze strony pozostałych ministrów będzie rosła. Sytuacja jest odmienna i przekonamy się w ciągu następnego kilku tygodni, czy Kołodko jest nadal taki sam. Pamię-

tajmy, że w 1997 r. odszedł, by uniknąć wciągnięcia go w nadchodzącą kampanię wyborczą.

### **Budżet 2003 – co z wydatkami?**

Dość nieoczekiwanie Grzegorz Kołodko jest popierany nie tylko przez rządzącą koalicję, ale również przez Samoobronę Andrzeja Leppera. PSL i Samoobrona były entuzjastycznie nastawione do kandydatury Kołodki na ministra finansów, prawdopodobnie ze względu na proponowaną przez niego we wcześniejszych felietonach dewaluację złotego. Politycy liczą zapewne również na to, że nowy minister finansów będzie prowadził łagodniejszą politykę fiskalną. Niemniej jednak, mało prawdopodobne jest, aby Grzegorz Kołodko mógł znacznie zmienić założenia budżetowe przygotowane przez Marka Belkę w sytuacji, gdy zostały one jednogłośnie przyjęte przez rząd. Deficyt budżetowy powinien więc zostać utrzymany na poziomie około 40-45 mld zł (co oznacza w praktyce poluzowanie fiskalne), ale dość niebezpieczną możliwością wydaje się zwiększenie podatków. Zapewniłoby to dodatkowe dochody dające możliwość zwiększenia wydatków przed zbliżającymi się wyborami samorządowymi. W takiej sytuacji reguła Belki polegająca na ograniczaniu wzrostu wydatków do 1 proc. ponad inflację, przestałaby obowiązywać. Innym zagrożeniem jest potencjalny wzrost wydatków poza centralnym budżetem, czyli poprzez różnego rodzaju agencje i fundusze. Zwiększyłyby to deficyt ekonomiczny całego sektora finansów publicznych, co ograniczyłyby przestrzeń do dalszego poluzowania polityki pieniężnej.

Według innego prawdopodobnego scenariusza Grzegorz Kołodko przejdzie obojętnie obok sugestii polityków i utrzyma wydatki budżetowe pod kontrolą. W tym scenariuszu mogłoby jednak dojść do dużych zmian na polskiej scenie politycznej, włączając w to możliwość rozpadu rządzącej koalicji. Jeśli Kołodko nie usatysfakcjonuje najbardziej populistycznych polityków, to Samoobrona będzie kontynuować krytykę rządu, zyskując sobie coraz większe poparcie przed wyborami samorządowymi. Sytuacja zaś drugiej partii chłopskiej, czyli koalicyjnej PSL (a być może również samego SLD) będzie odwrotna, w miarę jak radykalizować się będą poglądy ich elektoratu. Tarcia w ramach koalicji mogą się zwiększać wraz ze zbliżaniem się końca roku, a więc terminu, w którym Polska negocjować będzie warunki finansowe integracji z UE – głównie wielkość funduszy strukturalnych i środków przeznaczonych dla rolnictwa. Podczas gdy SLD może być bardziej elastyczny w tych rokowaniach, to PSL może przyjąć sztywne stanowisko. Wicepremier i minister rolnictwa Jarosław Kalinowski zapowiedział niedawno, że propozycja funduszy niższych niż oczekiwane przez polskich rolników nie zostanie zaakceptowana.

### **Złoty – czy izba walutowa jest możliwa?**

W połowie stycznia 1997 ówczesny minister finansów Grzegorz Kołodko przedstawił plan wprowadzenia Polski do Europejskiego Systemu Walutowego (Euro 2006). Zaopropozował sposób wprowadzenia euro (poprzez odejście od systemu kroczącej dewaluacji, ograniczenie przedziału dopuszczalnej zmienności kursu z bieżącej do  $\pm 2,25$  proc.), a równocześnie nie wykluczył możliwej skokowej dewaluacji parytetu w celu utrzymania konkurencyjności polskich eksporterów.

W drugiej połowie maja tego roku Grzegorz Kołodko przedstawił podobne poglądy w artykule w „Trybunie”. Napisał, że dewaluacja złotego (do 4,35 zł za euro – mniejsza skala nie pozwoli na dwucyfrowy wzrost dynamiki eksportu) jest jedyną receptą na znaczące przyspieszenie wzrostu PKB poprzez wyższą konkurencyjność polskich eksporterów. Dodatkowo, ponieważ import pośrednich dóbr inwestycyjnych stałby się zbyt kosztowny, zostałyby wyparty przez rodzimą produkcję. To z kolei spowodowałoby wzrost przychodów podatkowych, poprawiając jakość polityki fiskalnej i umożliwiając obniżenie podatków w średnim okresie. Według Kołodki taki poziom kursu złotego powinien być utrzymany w ramach systemu izby walutowej (ang. currency board) aż do momentu wprowadzenia w Polsce euro, co byłoby według niego dosyć łatwe w związku z wysokim poziomem polskich rezerw dewizowych. Kołodko nie przewidywał żadnych problemów z zaakceptowaniem takiego scenariusza przez Unię Europejską. Jakie byłyby koszty takiej operacji? Kołodko twierdzi, że jednorazowy wzrost inflacji byłby umiarkowany, ok. 1-2 pkt proc. (wzrost do 4 proc. i spadek do poziomu Eurolandu po 12 miesiącach), a wyższe koszty obsługi kredytów walutowych mogłyby zostać zrekompensowane specjalnymi ulgami podatkowymi (w szczególności w przypadku kredytów mieszkaniowych).

Nie wiemy jeszcze, czy rząd będzie popierał taką strategię. Premier Leszek Miller powiedział, że uwiązanie złotego do euro jest interesującym pomysłem i że nowy minister finansów przedstawi plan (nie tylko dotyczący tej kwestii), który będzie dyskutowany przez rząd. Problem w tym, że jeśli rząd będzie chciał zmienić reżim kursowy, będzie to prawie niemożliwe bez zgody NBP. Chociaż wiceprezes NBP popierał kiedyś pomysł jednostronnej euroizacji, obecnie wydaje się, że pogląd NBP na temat polityki kursowej jest jednoznaczny: płynny kurs jest najlepszym rozwiązaniem dla Polski do momentu wejścia do UE. Zresztą nawet jeśli moglibyśmy wyobrazić sobie konsensus pomiędzy obiema instytucjami w sprawie reżimu kursowego, pozostanie jeszcze konflikt co do parytetu EUR/PLN. Podczas gdy rząd i Ministerstwo Finansów będą chciały ustalić 4,35 zł za euro, może to być zbyt wysoki poziom dla banku

centralnego... i dla Unii Europejskiej. Okazuje się jednak, że politycy związani z koalicją również nie są zgodni co do pomysłów nowego ministra. Przewodniczący Komisji Finansów Publicznych Mieczysław Czerniawski (SLD) stwierdził że niedawne propozycje Grzegorza Kołodki są zdezaktualizowane, ponieważ poprzednio był on jedynie publicystą ekonomicznym i mógł swobodnie przedstawiać takie pomysły jak dewaluacja lub izba walutowa.

Jakiś czas temu pojawił się pomysł, aby zmienić art.24 Ustawy o NBP i przekazać pełną kontrolę nad reżimem kursowym w ręce rządu. Teraz prawdopodobieństwo podjęcia takich kroków znacząco rośnie. Jednak z drugiej strony proces legislacyjny związany z takim rozwiązaniem byłby długi i ostatecznie mógłby nie dojść do skutku, ponieważ większość ekspertów twierdzi, że zmiana ta jest niezgodna z konstytucją. Ponieważ proces mógłby być długi i ryzykowny, może nie mieć zbyt dużo sensu. Po prostu wprowadzenie go w życie może być możliwe dopiero ok. 6 miesięcy przed wejściem Polski do EU i ERM2. Innym sposobem na zmianę polityki kursowej jest zmiana konstytucji. Można sobie wyobrazić dwie trzecie posłów w parlamencie (SLD-UP, PSL, Samoobrona) popierających zmianę zapisów w ustawie zasadniczej dotyczących polityki banku centralnego. Byłyby to zmiany, których prezydent nie mógłby zawetować, lecz pozostaje mieć głęboką nadzieję, że korekty w ustawie zasadniczej nie dokona się tylko po to, aby osłabić polską walutę.

Nadzieją dla rynków finansowych są instytucje Unii Europejskiej, które mogą być przeciwnie zmianie reżimu kursowego. Gerassimos Thomas, rzecznik prasowy komisarza ds. gospodarczych, powiedział, że Polska ma swobodę w wyborze reżimu kursowego przed wejściem do UE. Thomas podkreślił jednak, że oficjalne stanowisko ministrów finansów UE w tej sprawie zostało ogłoszone już pod koniec 2000 r. Ówczesny komunikat stwierdzał, że stanowisko Rady ECOFIN brzmi „NIE” dla jednostronnej euroizacji i „być może” dla izby walutowej. To ostatnie rozwiązanie może być jednak akceptowalne pod pewnymi warunkami – jako narzędzie walki z klasycznym ryzykiem inflacyjnym, w małej otwartej gospodarce z elastycznymi płacami i cenami oraz dyscypliną fiskalną. Cóż, żadne z tych warunków nie pasują do obecnej sytuacji gospodarczej w Polsce.

Oczywiście można sobie wyobrazić zmianę reżimu kursowego w Polsce na początku 2003 r. pomimo niezadowolenia UE, ale taka zmiana obowiązywałaby zapewne jedynie przez bardzo krótki okres. Zgodnie ze wspomnianym wyżej stanowiskiem UE, izba walutowa raczej nie może zastąpić systemu ERM2. Chociaż według instytucji UE stosowność izby walutowej będzie musiała być określona na zasadzie indywidualnej oceny, sztywny kurs wymiany wobec

euro musiałby być zaakceptowany przez obie strony. Nie sądzimy, aby 4,35 zł za euro proponowane przez Grzegorza Kołodkę było akceptowane przez UE w dłuższym terminie.

### Co z tym budżetem?

W dniu rezygnacji ministra Marka Belki Rada Ministrów zaakceptowała przygotowane i zaprezentowane przez niego założenia budżetowe na 2003 r. i – jak podkreślił premier Miller – była to decyzja jednogłośna. Rząd ustalił, że w 2003 r. deficyt budżetu będzie wynosił 43 mld zł, a wzrost wydatków będzie ograniczony regułą „inflacja + 1 proc.” i wydatki wyniosą 192,5 mld zł. Dochody budżetowe są prognozowane na 149,5 mld zł., a deficyt ekonomiczny został oszacowany na 4,5 proc. PKB. Mimo iż znaczenie przyjętego dokumentu znacznie zmalało w chwili rezygnacji ministra finansów, poniżej przedstawiamy krótkie omówienie przyjętych przez rząd założeń.

Tabela przedstawia prognozowane dochody i wydatki budżetu. Warto zauważyć, że wzrost dochodów jest prognozowany na jedynie 3 proc., podczas gdy nominalny PKB wzrośnie w przyszłym roku o ok. 6 proc. Jest to w dużym stopniu efektem zmniejszenia obciążeń podatkowych dla przedsiębiorstw w 2003 r. – stopa podatku CIT zostanie w przyszłym roku obniżona z 28 proc. do 24 proc., a rząd planuje dodatkowo wprowadzenie nowego 30-proc. odpisu amortyzacyjnego dla firm. Mimo to prognoza wpływów budżetowych wygląda na dość konserwatywną. Co ciekawe, na pierwszej stronie założeń budżetowych znajduje się deklaracja, że w toku dalszych prac nad budżetem prognoza dochodów może ulec zmianie, ponieważ jest uzależniona od faktycznego wykonania dochodów w roku 2002. Domyślamy się, że chodzi tu o możliwość rewizji dochodów w górę. To z kolei spowodować może poważne zaniepokojenie, ponieważ okazja taka może zostać wykorzystana przez posłów do zwiększenia przyszłorocznych wydatków, zamiast do zmniejszenia deficytu, podczas prac nad budżetem w parlamencie.

**Dochody i wydatki budżetu w latach 2001-2005** tab. 5

mln zł	2001	2002	2003	2004	2005
	wykonanie	ustawa	założenia	prognoza	prognoza
<b>DOCHODY</b>	140 526,9	145 101,6	149 500,0	157 565,7	169 975,8
podatkowe	123 161,8	135 177,7	139 676,1	148 284,6	160 077,4
podatki pośrednie	82 422,9	91 324,5	95 994,5	102 281,4	109 768,0
PIT	13 219,7	13 833,8	13 780,4	14 231,1	15 873,1
CIT	23 444,2	26 540,4	26 717,6	28 410,5	30 400,4
niepodatkowe	16 192,2	9 857,8	9 761,6	9 231,1	9 847,4
zagraniczne	1 172,9	66,1	62,3	50,0	51,0
<b>WYDATKI</b>	172 885,2	185 101,6	192 500,0	200 200,0	208 400,0
<b>DEFICYT</b>	-32 358,3	-40 000,0	-43 000,0	-42 634,3	-38 424,2

*Źródło: Ministerstwo Finansów*



Duży znak zapytania należy postawić nad zatwierdzonym limitem wydatków. W przyjętym dokumencie znajduje się wyraźne stwierdzenie, że limit wzrostu wydatków budżetowych w 2003 r. jest już w pełni wyczerpany przez zaledwie pięć pozycji: obsługę długu publicznego, dotacje do FUS i KRUS, wydatki MON, indeksację płac i dotacje do Funduszu Pracy. W związku z tym utrzymanie reguły „inflacja + 1 proc.” wymagałoby zerowego wzrostu wydatków średnio w pozostałych obszarach (włączając w to infrastrukturę, ochronę zdrowia, rolnictwo, itd.), co w praktyce oznacza konieczność nominalnej redukcji wydatków w części resortów w 2003 r. Nie trudno ocenić prawdopodobieństwo takiego stanu rzeczy w roku wyborów samorządowych, tym bardziej że według sondażu opinii publicznej Ipsos-Demoskop 71 proc. obywateli krytycznie ocenia działania obecnego rządu, a 58 proc. jest niezadowolonych z premiera. W związku z powyższym konflikt wokół wzrostu przyszłorocznych wydatków mógłby się wydawać dobrym wyjaśnieniem dymisji Marka Belki... gdyby nie fakt, że ministrowie jednogłośnie poparli propozycję ograniczenia wydatków do 192,5 mld zł, co sugeruje, że spór nie był być może tak ostry.

Dodatkowe światło na szacunek wydatków rzuciła „Rzeczpospolita” z dnia 11 lipca. Zaprezentowała ona szacunek wzrostu wydatków budżetowych w przyszłym roku, zakładając, że wszystkie projekty ustaw, nad którymi pracuje obecnie parlament, zostaną zaakceptowane. Wydaje się, że przed nadchodzącymi wyborami samorządowymi parlament jest niemal tak hojny jak posłowie poprzedniej kadencji. Zgodnie z listą proponowanych ustaw wydatki budżetowe miałyby wzrosnąć nawet o 5,4 mld zł, z czego najistotniejszymi pozycjami byłyby: zmiana ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa (koszt równy 1,7 mld zł) i zmiana ustawy o utworzeniu Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa (koszt równy 1,67 mld zł – współfinansowanie programu SAPARD). Ponadto nie jest pewne, czy zaakceptowane już przez rząd założenia do budżetu uwzględniały wydatki związane z trzecim etapem realizacji Karty nauczyciela, co oznaczałoby dodatkowe 2,7 mld zł. Nie wspominając już o pomysle ministra zdrowia, aby finansować zakup leków (za 1 zł każdy) dla emerytów i rencistów – koszt tej operacji nie jest chyba możliwy do oszacowania w chwili obecnej. Należy dokładnie śledzić poczynania parlamentu związane z wymienionymi aktami prawnymi. Następna sesja parlamentarna zaplanowana jest w dniach 17-19 lipca (dyskutowana będzie wtedy zmiana ustawy o utworzeniu Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa), a kolejna na 23-26 lipca. Nie jest jednak pewne, czy parlamentarzyści zdążą przeprowadzić debatę nad wszystkimi projektami przed wakacjami. Powrócą do pracy w końcu

sierpnia. Możemy więc oczekiwać gorących debat przed wyborami samorządowymi, które odbędą się najprawdopodobniej w końcu września lub na początku października. W takim kontekście wydaje się, że wprowadzenie podatku importowego (pomysł popierany przez PSL) zapewniającego wyższe dochody na pokrycie dodatkowych wydatków może być według polityków dobrym rozwiązaniem przed wyborami.

Wielokrotnie pisaliśmy już, że przyjęcie deficytu budżetowego w okolicach 40 mld zł oznacza w praktyce poluzowanie polityki fiskalnej, biorąc pod uwagę przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2003 do 3,1 proc. z 1 proc. w 2002. Niemniej jednak reakcja rynku na taką propozycję, gdyby nie towarzyszyła jej dymisja ministra Belki, byłaby umiarkowana, ponieważ uczestnicy rynku przyzwyczaili się już przyszlórocznego deficytu na poziomie nawet 45-46 mld zł. Takie wielkości podawano kilkakrotnie w zeszłym miesiącu.

Rada Ministrów w przyjętym przez siebie dokumencie nie uwzględnia potencjalnych konsekwencji planowanych zmian w zasadach finansowania samorządów terytorialnych oraz likwidacji niektórych funduszy i agencji.

### **Atak klonów**

Sejmowa podkomisja do spraw systemu bankowego i polityki pieniężnej zarekomendowała dalsze prace nad dwoma wnioskami o zmianę w Ustawie o NBP złożonymi przez rząd oraz przez PSL-UP. Podkomisja zignorowała opinie prawników stwierdzające, że rozwiązania zawarte w projekcie PSL-UP mogą być niezgodne z Konstytucją RP. Rozwiązania te to wprowadzenie dodatkowych celów w polityce pieniężnej (tj. wspierania wzrostu i walki z bezrobociem), a także zwiększenie składu Rady z 9 do 15 osób. Przewodniczącego Komisji Finansów Publicznych Mieczysława Czerniawskiego (SLD) zdziwiło zachowanie podkomisji, ponieważ opinie prawników nie mogą być zupełnie zignorowane. Jednakże, choć wydaje się oczywistym, że wprowadzenie nowych celów polityki pieniężnej jest wbrew konstytucji, to opinie prawników w kwestii zwiększenia liczby członków Rady są podzielone. Czerniawski powiedział, że zamówił kolejne analizy prawnicze w tej kwestii, ale jest nieprawdopodobnym, aby coś się zmieniło jeśli chodzi o ich niejednoznaczność. Sądymy, że nadal wysokie jest prawdopodobieństwo, że ostateczny projekt nowelizacji Ustawy o NBP będzie zawierać propozycję zwiększenia liczby członków RPP. Co więcej, są duże szanse na to, że ustawa w takim kształcie zostanie przyjęta przez Sejm. Jednak jak już wielokrotnie pisaliśmy, prezydent Kwaśniewski prawdopodobnie odeśle taką ustawę do Trybunału Konstytucyjnego, co ogranicza prawdopodobieństwo tego, że zamach na niezależność NBP stanie się faktem.

Czerniawski powiedział także, że aż do 24 lipca komisja finansów publicznych jest bardzo zajęta pracami nad abso-lutorium dla rządu, co jest jej priorytetem. To powoduje, że Sejm nie zajmie się nowelizacją przed wakacjami, a ostat-nia runda debaty nad nowelizacją zostanie odłożona na wczesną jesień, bliżej wyborów samorządowych, aby to ważne wydarzenie miało miejsce w trakcie kampanii. W każdym razie obecnie rynki są wystarczająco zaabsorbo-wane zmianą na stanowisku ministra finansów. Można wziąć głęboki oddech i czekać na finałową debatę we wrześniu w Sejmie.

Przedstawiciel sejmowej Komisji Finansów Publicznych zapowiedział, że zamierza ona zmniejszyć wynagrodzenia członków RPP oraz członków zarządu NBP. Jej przewodni-czący Mieczysław Czerniawski stwierdził jednak, że zale-żeć to będzie od wyników rozmów nowego ministra finan-sów Grzegorza Kołodki z RPP, prezesem NBP Leszkiem Balcerowiczem oraz komisją. Do rozmów tych ma dojść w najbliższych dniach. Tego rodzaju szantaż z pewnością nie wpłynie pozytywnie na relacje między rządem a NBP.

W zeszły miesiąc mieliśmy również do czynienia z media-cjami prezydenta Aleksandra Kwaśniewskiego pomiędzy rządem a bankiem centralnym, które dotyczyć miały pro-wadzenia polityki pieniężnej. Wynikiem tego pośrednic-twa miało być powstanie grupy roboczej składającej się z przedstawicieli obu instytucji. Nie wygląda jednak na to, aby sytuacja po tych rozmowach mogła ulec zmianie. Stanowisko NBP jest jasne, bank uważa, że interwencje walutowe przeciw rynkowi są nieefektywne. Rozmowy pomiędzy NBP a Ministerstwem Finansów dotyczyć miały również strategii walutowej, jaką trzeba będzie przyjąć w drodze do UE i EMU. Pisaliśmy już, że jest pewna moż-liwość porozumienia w kwestii przyjęcia reżimu kursu sterowanego przed wejściem do UE. Cała sprawa nie jest prosta, ale jeśli wszystko pójdzie dobrze, to wynik tych rozmów powinniśmy poznać w połowie lata. Szkoda tylko, że obawy, że pójdzie źle, mogą być zwiększone po dymisji Marka Belki – razem z nim do dymisji podał się wicepre-mier Andrzej Raczko, który był odpowiedzialny za stworze-nie tej grupy ze strony ministerstwa.

# Wypowiedzi członków rządu i polityków

W czerwcowych wypowiedziach polityków, jak zwykle w ostatnich miesiącach, przeważała krytyka polityki pieniężnej z brakiem nacisku na strategię prowadzonej przez rząd polityki gospodarczej i fiskalnej (nie licząc kilku wypowiedzi byłego ministra finansów). Po raz kolejny rząd domagał się ekspansywnej polityki monetarnej, a Leszek Miller stwierdził dość bezpośrednio, że 'betonowa frakcja' w RPP nie obniża stóp procentowych. Spór pomiędzy NBP a rządem przeniósł się również na inną płaszczyznę, gdyż nastąpiła próba mediacji w Pałacu Prezydenckim. Mediacje (formalne i medialne) prezydenta Kwaśniewskiego nie przyniosły jednak spodziewanego efektu. Premier Miller nazwał je wprost 'fiaskiem', co być może związane było z konsekwentnym poparciem prezydenta niezależności banku centralnego, podczas gdy rząd preferowałby bardziej radykalne rozwiązania. Konflikt ten ukazały ponownie pole różnic pomiędzy szefem rządu, a głową państwa.

KTO, KIEDY, GDZIE	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Miller, premier; PR1, TVP1, 3 VI	„Rządowi zależy, aby Prezydent dokładnie zapoznał się ze stanowiskiem rządu. Co najmniej z dwóch powodów to jest potrzebne: po pierwsze, że w Sejmie toczą się prace dotyczące nowelizacji Ustawy o Narodowym Banku Polskim [...]; i po drugie – Prezydent w Radzie Polityki Pieniężnej ma troje przedstawicieli, a także rekomendował szefa NBP na to stanowisko, stąd też możliwości oddziaływania Aleksandra Kwaśniewskiego na politykę Rady są większe niż na przykład możliwości rządu.”
Radio ZET, 7 VI	„Przypomnę, że podstawowy skład Rady Polityki Pieniężnej to są osoby wybrane jeszcze przez większość parlamentarną Akcji Wyborczej „Solidarność” i Unii Wolności, i powiem otwarcie, że te osoby razem z Leszkiem Balcerowiczem realizują tamten program, program AWS i Unii Wolności, który został odrzucony przez społeczeństwo i który doprowadził do ciężkiego kryzysu państwa. Sytuacja zatem jest na tyle poważna, że musi nastąpić przełom.” „Sejm, który przyjął uchwałę wzywającą RPP do zmiany postępowania musi wykonać następny krok. Bo nie może być tak, że RPP ignoruje polski parlament.”
PAP, 12 VI	„Kiedy czytam wydruki z głosowań RPP nad obniżaniem stóp procentowych, to często dostrzegam, że Leszek Balcerowicz głosi za obniżeniem stóp procentowych. Z tego punktu widzenia uważam, że postępuje słusznie. Na tle innych swoich kolegów jest człowiekiem umiaru, bo inni jego koledzy reprezentują beton, stąd ta frakcja betonowa. [...] Często Leszek Balcerowicz głosi za obniżeniem stóp, natomiast nie tak często, jak powinien.”
PAP, 17 VI	„Sejm kilka tygodni temu przyjął specjalną uchwałę, w której negatywnie wypowiedział się o polityce pieniężnej realizowanej przez NBP. Należy się spodziewać, że w oparciu o tę uchwałę Sejm będzie nowelizował ustawę o NBP. [...] Ja nie uważam, że rozszerzenie składu Rady Polityki Pieniężnej jest ograniczeniem uprawnień Rady i wydaje się, że jest to teza, którą trudno byłoby udowodnić.” „Nie widzimy żadnej próby korekty tej fałszywej praktyki polityki, która jest stosowana.” „Dotychczasowe działania Rady Polityki Pieniężnej nie służą polskiej gospodarce, lecz wspierają kapitał spekulacyjny w naszym kraju.”
TVP1, 19 VI	„Wartość złotówki nie wynika z konkurencyjności i wydajności polskiej gospodarki, lecz z obecności kapitału spekulacyjnego, krótkoterminowego, dla którego wysokie stopy procentowe są korzystne.” „Kurs złotego zależy od RPP oraz NBP. W tej sprawie mamy do czynienia z ostrym konfliktem między rządem a RPP. [...] Jest to już konflikt nie tyle z rządem, co z przedsiębiorcami, którzy coraz bardziej zniecierpliwieni sygnalizują przewartościowaną złotówkę i wysokie stopy procentowe, które utrudniają pobieranie kredytów, wręcz zniechęcają do ich pobierania.” „Bardzo się cieszymy, że co jakiś czas stopy procentowe są obniżane. Ale w dalszym ciągu realnie są one najwyższe w Europie.”
Andrzej Raczko, wiceminister finansów; ISB, 4 VI	„Myślę, że [posłowie SLD] poprą [projekt rozszerzenia liczby członków RPP], dlatego że wszyscy mają świadomość, iż możliwości mediacji się wyczerpały i teraz głos należy do parlamentu.” „Wtorkowe spotkanie prezydenta z RPP to fiasko.” „Jak postąpi prezydent to oczywiście zobaczymy. W tej chwili trudno byłoby przesądzić. Natomiast nie sądzę, aby prezydent nie dostrzegł, iż wiele polskich przedsiębiorstw przeżywa coraz większe trudności, i że ich sytuacja nie zależy tylko od kursu, czy wysokości stóp procentowych, także od innych czynników”
Aleksander Kwaśniewski, Prezydent; PR 1, 7 VI	„Moim zdaniem, nie powinniśmy odtajnić propozycji złożonych Radzie Polityki Pieniężnej. My dyskutujemy na temat mechanizmu kursu walutowego.” „Za realizację kursu walutowego nie jest odpowiedzialny rząd i Ministerstwo Finansów, tylko Narodowy Bank Polski. Rząd jest odpowiedzialny za uzgodnienie z RPP reżimu kursowego, systemu kursowego.” „Jeżeli chcielibyśmy przyjąć założenie, że będzie to 'management floating' w nieujawnionym paśmie wahań, to my żadnych informacji o tym nie możemy udzielać.”
PAP, 12 VI	„Ja będę rozmawiał z prezesem NBP również, on przedstawi swoją opinię, być może (to jeszcze na razie nie jest przesądzone) zaproszę również RPP [...] Trzech moich reprezentantów to, myślę, na pewno. Być może warto również dla mojej wiedzy też spotkać się z całą RPP, żeby wysłuchać ich argumentów.” „Konstytucja mówi: rząd działa w ramach swoich uprawnień, dysponuje kolosalnymi uprawnieniami jeśli chodzi o polski system, natomiast Rada Polityki Pieniężnej, bank centralny, mają swoją – chronioną Konstytucją – niezależność, a Prezydent jest po to, żeby chronił Konstytucję.” „Wskaźnika inflacji bagatelizować nie można, bo to jest to, co oddaje RPP. [...] Z drugiej strony [...] niewątpliwie kurs złotego jest tak wysoki, że dla wielu eksporterów właściwie niszczący.”
PAP, 18 VI	„Rząd przedstawił bardzo krytyczną opinię na temat działań Rady Polityki Pieniężnej banku centralnego i zaapelował o pomoc prezydenta, jeśli chodzi o możliwość współdziałania między rządem a RPP.” „Żadna zmiana niezgodna z Konstytucją nie może w Polsce wejść w życie, bo zostanie zakwestionowana albo przez prezydenta, albo przez Trybunał Konstytucyjny.” „Często mam wrażenie, że zgadzamy się co do głównych celów. Natomiast terapia, czy sposób dojścia jest tutaj kwestionowany i tu nie ma zgody.” „Wspólnie uznaliśmy, że jest potrzeba współpracy pomiędzy rządem a RPP.” „RPP proponuje, aby w kilku kwestiach nastąpiło rozpoczęcie rozmów z rządem. Chodzi o dyskusję na temat zmniejszenia nacisku na aprecjację złotego oraz strategię kursową, przede wszystkim w kontekście wejścia Polski do UE i potem do strefy euro” „W kwestiach zasad jest zgoda głównych ośrodków władzy. [...] Nie ma wątpliwości co do niezależności RPP, a prezydent stoi na straży tej niezależności”

PAP, 28 VI	<p>„Nie tylko decyzje RPP stanowią o rozwoju gospodarki, ale także inne czynniki. Ważne jest m.in obciążenie przedsiębiorców podatkami. [...] Konieczna jest także liberalizacja prawa pracy. [...] To też jest sprawa programów rozwojowych. [...] Bardzo ważny dla rozwoju gospodarki będzie też kształt budżetu na przyszły rok.”</p> <p>„Jestem przekonany, że minister finansów przedstawi taki budżet, który zapewni nam 3 proc. wzrost gospodarczy w przyszłym roku.”</p> <p>„Znalezienie prawdziwych recept na przyspieszenie rozwoju gospodarczego to zadanie dużo bardziej poważne niż tylko skład Rady Polityki Pieniężnej.”</p>
Marek Belka, wicepremier, minister finansów; PAP, Reuters; 11 VI	<p>„Wyjściowym założeniem przy konstruowaniu przyszłorocznego budżetu jest to, że limit wydatków wynosi 192,5 mld zł. [...] Wydatki w 2003 roku wzrosną według formuły inflacja plus 1 proc., na podstawie której skonstruowany był budżet na ten rok. [...] Wydatki mogą iść w górę lub w dół w zależności od inflacji. Jeśli inflacja będzie wyższa od 3 proc., wówczas limit będzie wyższy. To działa również w dwie strony.”</p> <p>„[Podczas Rady Gabinetowej] będziemy dyskutować konsekwencje różnych propozycji instytucjonalnych, które dzisiaj dyskutuje parlament, a które dotyczą Rady Polityki Pieniężnej, i zamierzamy dyskutować różnego rodzaju scenariusze i konsekwencje tych rozwiązań. [...] Oczekuję, po posiedzeniu Rady Gabinetowej, że skonkretyzuję swoje propozycje [dla NBP]. Po spotkaniu zwrócę się do prezesa NBP z prośbą o spotkanie.”</p> <p>„[stanowisko rządu ma dotyczyć] Ogólnej oceny sytuacji polityki gospodarczej i roli polityki pieniężnej i polityki kursowej na tym tle. Po drugie strategii polityki kursowej dzisiaj, możliwości taktycznych wpływania na kurs waluty w chwili obecnej a także strategii kursowej w perspektywie integracji europejskiej.”</p>
PAP, PR1, 13 VI	<p>„Deficyt budżetu centralnego może być nieco wyższy niż 40 mld zł, ale wszystko zależy od tego, jak szybki będzie wzrost gospodarczy.”</p>
Radio ZET, 19 VI	<p>„Dla mnie kluczową sprawą jest, że wydatki państwa zawarte zostaną w formule inflacja plus 1 proc.”</p> <p>„Pani redaktor, ja bym tego [interwencji walutowej] nie wykluczał w określonej sytuacji. Bo wbrew takim bardzo uproszczonym opiniom, interwencja to nie jest działanie wbrew rynkowi. Bardzo różne są sytuacje. Są takie sytuacje, kiedy rzeczywiście interwencje nie mają większego sensu i tylko niosą ze sobą koszty, a są też zupełnie inne sytuacje. [...] Wydaje mi się, że w żadnym wypadku nie można tego [interwencji] interpretować jako odejścia od obecnej polityki kursowej.”</p> <p>„Przewiduję, iż Sejm uchwali ustawę, która rozszerzy liczbę członków Rady. To nie jest wyraz moich nadziei, raczej wyraz moich obaw.”</p>
RMF FM, 20 VI	<p>„Podjęliśmy rozmowy z NBP na temat długofalowej polityki kursowej w kontekście integracji europejskiej, natomiast nie dotyczy one bieżących działań. I jeśli chodzi o perspektywę długoterminową, to osiągnęliśmy pewnego rodzaju zbliżenie. Natomiast co do tego, co trzeba zrobić dzisiaj, jutro, utrzymują się rozbieżności, czyli znów między premierem a prezydentem mamy różnicę spojrzeń. Premier jest bardziej pod presją, rząd jest pod presją, ja jestem pod presją – informacji gospodarczych, sytuacji gospodarczej bieżących nastrojów społecznych. Panie redaktorze, nikt z nas nie żyje w długim okresie, każdy z nas żyje z dnia na dzień.”</p>
PAP, Reuters, 21 VI	<p>„Jestem bardzo zadowolony, że rada ministrów przyjęła w założeniach limit wydatków 192,5 mld złotych, czyli tak jak zakładano. [...] Zakładamy, że deficyt budżetu w 2003 roku nie powinien być wyższy nominalnie niż deficyt tegoroczny, czyli nie powinien przekroczyć 40 mld zł.”</p>
PR3, 27 VI	<p>„Ja jestem zadowolony, że ta obniżka w ogóle miała miejsce. [...] Natomiast dzielę obawy, że taka perspektywa dalszych spadków niewielkich jest tak, jak dotychczas czynnikiem umacniającym złotego.”</p> <p>„Tak długo, jak obniżki mają charakter stopniowy utrzymuje się na rynku oczekiwanie dalszych obniżek. Zresztą nie wyklucza tego w swojej wypowiedzi pan prezes Balcerowicz.”</p> <p>„Rada mówi, że taka znacząca obniżka jednorazowa [o 200 pb] może zdestabilizować rynek. Ja nie podzielam tych obaw, dlatego, że rynek może zdestabilizować coś zupełnie innego. [...] Taki ruch mógłby prawdopodobnie w Polsce uspokoić spekulacje wokół stóp procentowych na dłuższą metę.”</p> <p>„Ja myślę, że czas trochę nam sprawę [konflikt rząd-RPP] złagodzi. Po pierwsze, zbudujemy budżet z odpowiednim, satysfakcjonującym Radę deficytem. Po drugie, realizacja tegorocznego budżetu pokaże, że sytuacja w finansach państwa jest pod kontrolą. Po trzecie, chociażby to, co się dzieje na rynkach światowych częściowo przynajmniej rozładowuje napięcia wokół kursu waluty. Także nie wszystko musi być załatwione z dnia na dzień. I jest pewna dynamika sytuacji i my nad nią panujemy.”</p>
PAP, 30 VI	<p>„Dyskusja na temat polityki kursowej ulegnie nieco osłabieniu ze względu na siłę euro.”</p> <p>„Wzrost eurodolara oznacza, że polscy eksporterzy, którzy nie denominowali kontraktów w dolarach, znacznie na tym skorzystają. W ostatnich tygodniach opłacalność ich eksportu wzrosła o 10 proc. Może to być istotny czynnik, przynajmniej na krótką metę, stymulujący polską gospodarkę.”</p> <p>„Przewidywałbym pewne osłabienie złotego w stosunku do dolara i euro. Silny złoty to ciągła presja restrukturyzacyjna dla polskich przedsiębiorstw.”</p>
Witold Orłowski, doradca Prezydenta; Rzeczpospolita, 11 VI	<p>„Trwałej presji rynkowej NBP nie zdoła się oprzeć i prędzej czy później, po zaplaceniu poważnych kosztów sterylizacji i interwencji dewizowych, i tak będzie musiał zaakceptować mocnego złotego. Jeśli jednak rację ma rząd, uważając, że [...] złoty krótkookresowo odchylił się powyżej poziomu równowagi, to mamy do czynienia z błędem spekulacyjnym, który może da się przekuć. W tej sytuacji nawet stosunkowo niewielka i mało kosztowna, niesterylizowana lub tylko częściowo sterylizowana interwencja walutowa może spowodować trwały odpływ kapitału portfelowego i doprowadzić do trwałego osłabienia złotego.”</p> <p>„Na powyższe kluczowe pytanie nie uzyskamy informacji, jeśli NBP nie spróbuje dokonać interwencji walutowej. Interwencje takie musiałyby mieć skalę nieznaną rynkowi i mieć charakter bardzo ostrożny – jeśli nie da się stosunkowo niskim kosztem trwale osłabić złotego, trzeba będzie zaakceptować mocną walutę i interwencje wstrzymać.”</p>
Stanisław Gomułka, doradca ministra finansów; Reuters, 11 VI	<p>„Duża obniżka stóp, która wpłynie na osłabienie złotego może rozwiązać konflikt pomiędzy rządem a bankiem centralnym w sprawie reżimu kursowego.”</p> <p>„Z uwagi na inflację i bezrobocie jest przestrzeń na cięcie reżemu 2-3 procent bazowych.”</p> <p>„Potrzebujemy 5-10 proc. korekty (dewaluacji) kursu złotego, który może być osiągnięty dzięki zmianie poziomu stóp procentowych.”</p> <p>„Złoty powinien być na poziomie 4,0-4,2 do euro.”</p>
Reuters, 18 VI	<p>„Deficyt w wysokości około 40 mld zł jest maksymalnym poziomem, jaki bezpiecznie możemy sfinansować – 45 mld zł nie wydaje się kwotą możliwą bez zwiększenia wpływów z prywatyzacji”</p>

## Monitor rynku

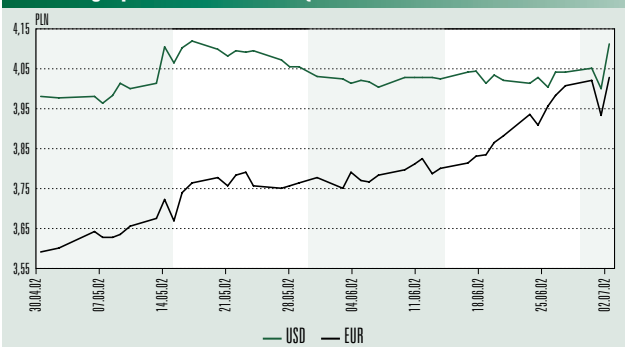
- Na przełomie czerwca i lipca złoty gwałtownie osłabł
- Głównym powodem była dymisja ministra finansów Marka Belki
- Burzliwe wydarzenia również na rynku papierów skarbowych. Skutek – wzrost rentowności

### Znaczna deprecjacja złotego na przełomie czerwca i lipca

W czerwcu złoty był stabilny w stosunku do dolara, poruszając się przez cały czas w przedziale 4,00-4,05 PLN za USD. Jednocześnie następowało stopniowe osłabienie wobec euro z poziomu 3,75 do ponad 4 PLN za EUR. Było to związane z aprecjacją euro względem dolara na rynkach światowych. Pod koniec czerwca euro umocniło się chwilowo nawet do 0,999 USD, ale potem nastąpiła korekta i parytet nie został jednak osiągnięty. Co nie stało się w czerwcu, miało jednak miejsce na początku lipca i po raz pierwszy od 23 lutego 2000 r. euro było droższe od dolara.

Wówczas, kiedy euro najbardziej zbliżyło się do parytetu (28 czerwca), na polskim rynku za walutę europejską płacono 4,07 zł – najwięcej od 13 października 2000 r. Do osłabienia złotego pod koniec czerwca przyczyniło się m.in. obniżenie przez RPP celu inflacyjnego na ten rok do 3 proc. ( $\pm 1$  proc.) z poprzednich 5 proc. ( $\pm 1$  proc.) oraz bardzo krytyczne wobec polityki fiskalnej wypowiedzi prezesa NBP Leszka Balcerowicza podczas konferencji prasowej po posiedzeniu RPP. Zmniejszyło to bowiem pole do dalszych obniżek stóp procentowych w najbliższym czasie.

#### Kurs złotego przez ostatnie 2 miesiące

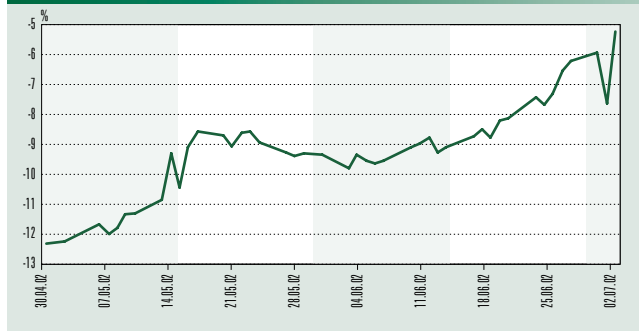


Źródło: BZ WBK

Gdy 1 lipca złoty zyskał nieco na sile i wydawało się, że nadchodzi spokojny, ubogi w publikację danych ekonomicznych tydzień, w którym polska waluta może się nieco ustabilizować, nadeszły niespodziewane wydarzenia ze sceny politycznej. Kiedy popołudniu 2 lipca minister finansów Marek Belka podał się do dymisji, rynek zareagował

bardzo nerwowo i nastąpiła gwałtowna deprecjacja złotego, który pod koniec dnia był o 9-10 gr słabszy niż rano. Następnego dnia przyniósł jeszcze pogłębienie tej tendencji – za dolara płacono aż 4,14 zł, a za euro 4,07 zł. Odchylenie od parytetu wyniosło 4,5 proc., podczas gdy miesiąc wcześniej wynosiło 9,8 proc.

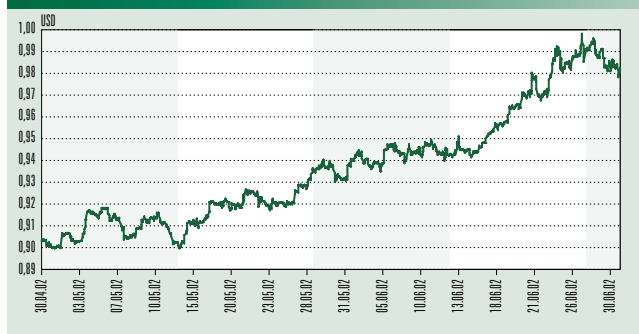
#### Odchylenie złotego od parytetu



Źródło: BZ WBK

Dużą niepewność na rynku, powodującą spore wahania kursu walutowego, panowała do momentu nominacji nowego ministra finansów, jednak powołanie Grzegorza Kołodki nie wzbudziło entuzjazmu na rynku, który pamiętał o jego wcześniejszych propozycjach zmiany reżimu kursu walutowego. Sytuacja uspokoiła się nieco po pierwszych komentarzach ministra sugerujących kontynuację polityki fiskalnej i o ile można się spodziewać stopniowego powrotu do poziomów obserwowanych przed dymisją Marka Belki, z pewnością czynnikiem ryzyka będzie wciąż niepewna strategia rządu odnośnie polityki kursowej.

#### Kurs euro do dolara



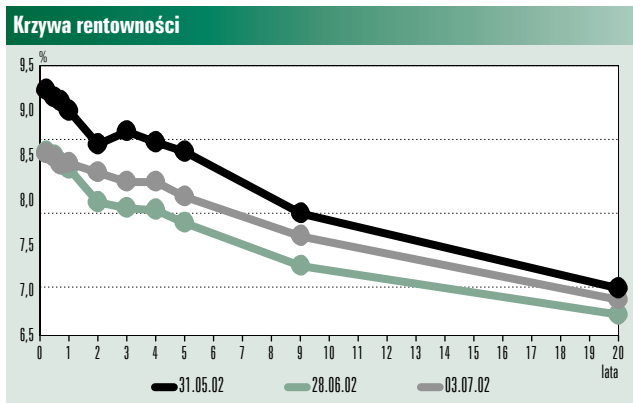
Źródło: Reuters

### Negatywna reakcja rynku na dymisję Marka Belki, silny wzrost rentowności obligacji

Przez cały czerwiec krzywa rentowności kontynuowała ruch w dół. Pod koniec miesiąca rentowności papierów skarbowych na rynku wtórnym były o około 70 pb niższe niż pod koniec maja. Duże zainteresowanie inwestorów polskimi bonami i obligacjami skarbowymi utrzymywało się, gdyż poza dotychczasowymi czynnikami zachęcającymi do kupowania polskich papierów dłużnych (niska inflacja

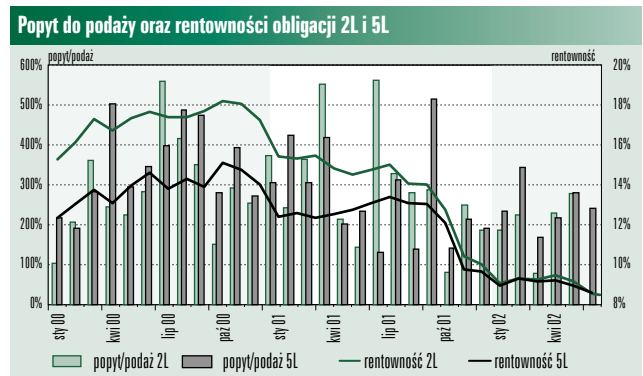
cja, oczekiwania na obniżki stóp procentowych, perspektywa wejścia Polski do struktur europejskich), doszła do tego również niekorzystna sytuacja na rynkach akcji na całym świecie, która skłaniała raczej do zakupów instrumentów bezpiecznych.

Wszystko się zmieniło wraz z początkiem lipca wraz z niespodziewaną dymisją ministra finansów Marka Belki. Rynek obligacji zareagował na tę wiadomość bardzo negatywnie, inwestorzy wręcz rzucili się do wyprzedzania polskich papierów. W rezultacie rentowności poszybowały ostro w górę – w krótkim czasie krzywa rentowności w sektorach od dwóch do dwudziestu lat podniosła się średnio o 30 pb. Wiele będzie teraz zależało od strategii nowego ministra finansów odnośnie kursu walutowego oraz dalszych prac nad ustawą budżetową. Po pierwszych komentarzach Grzegorza Kołodki rentowności obniżyły się nieco i pozytywny sentyment na rynku obligacji powinien powrócić, pod warunkiem jednak że zmniejszy się ryzyko kursowe, a wydatki (również te poza budżetem centralnym) nie zostaną zwiększone. Dochodowości mogą spaść, zwłaszcza że nadal nie zanikły oczekiwania na dalsze redukcje stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej.



Źródło: BZ WBK

Na przetargu 3 lipca Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje dwuletnie OK0404 o wartości 1,922 mld zł wobec podaży wynoszącej 2,6 mld zł. Inwestorzy zgłosili dosyć



Źródło: BZ WBK

duży popyt, który osiągnął 6,38 mld zł. Mimo dużego zainteresowania ministerstwo nie sprzedało całej oferty ze względu na wysoką rentowność. Średnia rentowność wyniosła 8,342 proc. i była niższa o 23 pb niż miesiąc temu, ale ostatnie burzliwe wydarzenia na rynku sprawiły, że była ona wyższa o 30-40 pb w porównaniu z tym, czego resort finansów mógł oczekiwać jeszcze dwa dni wcześniej.

data przetargu	oferta (sprzedaż)		
	13-tyg.	52-tyg.	suma
03.06.2002	–	600 (600)	600 (600)
10.06.2002	–	500 (500)	500 (500)
17.06.2002	–	900 (900)	900 (900)
24.06.2002	100	900 (900)	1000 (1000)
<b>Suma</b>	<b>100 (100)</b>	<b>2900 (2900)</b>	<b>3000 (3000)</b>
01.07.2002	100	500	600 (600)
08.07.2002	100	500	600
15.07.2002	100	500	600
22.07.2002	–	600	600
29.07.2002	–	600	600
<b>Suma</b>	<b>300</b>	<b>2700</b>	<b>3000</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów

miesiąc	I przetarg						II przetarg				
	data	obligacje	oferta (mln zł)	sprzedaż (mln zł)	obligacje	oferta (mln zł)	sprzedaż (mln zł)	data	obligacje	oferta (mln zł)	sprzedaż (mln zł)
styczeń	09.01	OK1203	2 800	2 800	PS1106	1 900	1 900	16.01	DS1110	1 800	1 800
luty	06.02	OK1203	2 000	2 000	PS1106	2 900	2 900	13.02	DZ0811	500	495,5
marzec	06.03	OK1203	2 000	2 000	PS1106	1 800	1 800	20.03	DS1110	1 400	1 400
kwiecień	03.04	OK0404	2 500	1756,5	PS1106	1 200	1 200	10.04	WS0922	400	400
maj	08.05	OK0404	1 500	1 500	PS0507	2 400	2 400	–	–	–	–
czerwiec	05.06	OK0404	1 000	1 000	PS0507	2 800	2 800	–	–	–	–
lipiec	03.07	OK0404	2 600	1922,1	–	–	–	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

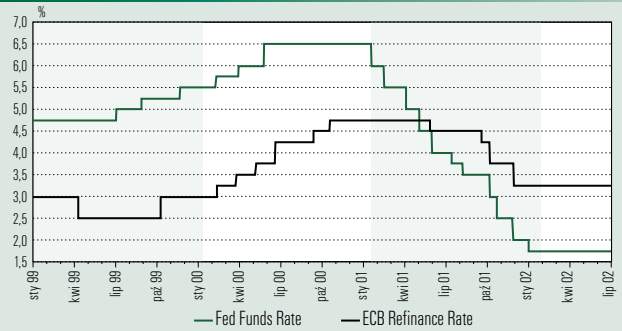
## Przegląd międzynarodowy

- Inflacja w strefie euro spadła poniżej 2% po raz pierwszy od dwóch lat
- Stopy procentowe w USA i strefie euro nadal bez zmian
- Rosną wskaźniki aktywności w USA, ale pogarszają się nastroje konsumentów

W czerwcowym raporcie na temat stanu gospodarki strefy euro Europejski Bank Centralny podniósł swoje półroczne prognozy inflacyjne. ECB prognozuje, że przy założeniu, iż stopy procentowe nie ulegną zmianie, średnia inflacja dla strefy euro w 2002 r. wyniesie 2,1-2,5 proc. Wcześniejsze prognozy były na poziomie 1,1-2,1 proc. Ponadto ECB spodziewa się, że do końca roku tempo wzrostu gospodarczego osiągnie optymalny poziom 2,5 proc.

W danych finalnych potwierdzone zostały wstępne szacunki inflacji w strefie euro w maju na poziomie 0,1 proc. m/m oraz 2,0 proc. r/r. Natomiast według wstępnych szacunków roczna stopa inflacji w strefie euro spadła w czerwcu do 1,7 proc. Był to pierwszy spadek od 25 miesięcy poniżej 2-proc. limitu ustalonego przez ECB. Silny spadek pozwala na odłożenie w czasie decyzji o podwyższeniu stóp procentowych w strefie euro.

### Stopy procentowe w USA i strefie euro



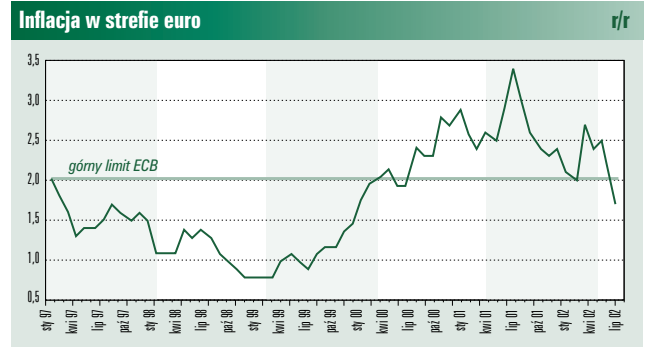
Źródło: Reuters

W Stanach Zjednoczonych inflacja w maju wyniosła 0,0 proc. m/m, wobec 0,5 proc. w kwietniu. Natomiast inflacja bazowa była zgodnie z oczekiwaniami na poziomie 0,2 proc. m/m.

Na ostatnim posiedzeniu Fed, zgodnie z oczekiwaniami rynku, pozostawił stopy procentowe bez zmian. Stopa funduszy federalnych pozostała na poziomie 1,75 proc. W komunikacie Fed zwrócił uwagę, że następuje wzrost popytu ale jego skala jest nadal niepewna. Ponadto powtórzono, że istnieje równowaga między ryzykiem nawrotu recesji i inflacji.

Ostateczne dane o wzroście gospodarczym Stanów Zjednoczonych w I kwartale br. zrewidowano w górę do 6,1

proc. kw/kw, wobec wcześniejszych szacunków na poziomie 5,6 proc., oraz 1,7 proc. odnotowanych w IV kwartale 2001 r.



Źródło: Reuters

Według danych finalnych wzrost PKB we Włoszech wyniósł w I kwartale br. 0,2 proc. kw/kw oraz 0,1 proc. r/r. W ujęciu rocznym wzrost gospodarczy był najniższy od pięciu lat.

Deficyt handlowy Stanów Zjednoczonych wzrósł w kwietniu o 10 proc. m/m do rekordowego poziomu 35,9 mld USD, wobec prognoz na poziomie 32,5 mld USD. Ponadto podano dane o deficycie obrotów bieżących za I kwartał br. i tu również odnotowano rekordowy poziom 112,5 mld USD, także wyraźnie wyższy od oczekiwanego 107,4 mld USD. Oba te wyniki przyczyniły się do znacznego osłabienia dolara.

Dane o sprzedaży detalicznej w USA w maju okazały się bardzo słabe. Nastąpił spadek sprzedaży o 0,9 proc. m/m (najsilniejszy od listopada 2001) wobec oczekiwanego spadku o 0,3 proc. Z kolei dane o cenach producenta były pozytywnym zaskoczeniem – w maju nastąpił ich spadek o 0,4 proc., podczas gdy rynki oczekiwały wzrostu o 0,1 proc. Produkcja przemysłowa zwiększyła się w maju o 0,2 proc. m/m, nieco poniżej oczekiwań na poziomie 0,3 proc., natomiast zapasy spadły w kwietniu o 0,2 proc. m/m, zgodnie z oczekiwaniami rynku.

Sprzedaż detaliczna w strefie euro spadła w kwietniu o 0,6 proc. m/m oraz zanotowała wzrost o 0,1 proc. r/r. Dane te były dość dalekie od oczekiwań na poziomie odpowiednio 0,0 proc. i 1,3 proc.

Produkcja przemysłowa w strefie euro spadła w kwietniu o 0,5 proc. m/m, po wzroście o 0,5 proc. w marcu. Analitycy spodziewali się wzrostu produkcji o 0,2 proc.

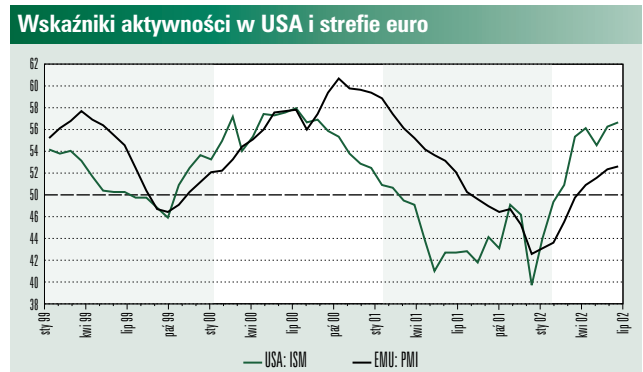
Produkcja przemysłowa Niemiec wzrosła w kwietniu o 0,2 proc. m/m wobec oczekiwanych przez rynki 0,5 proc. po spadku o 0,3 proc. m/m w marcu. Słabszy wynik to głównie wynik gorszej koniunktury w branży budowlanej, w której produkcja odnotowała spadek o 3,0 proc. m/m.

Dynamika roczna produkcji poprawiła się do -2,0 proc. z -3,2 proc. miesiąc wcześniej.

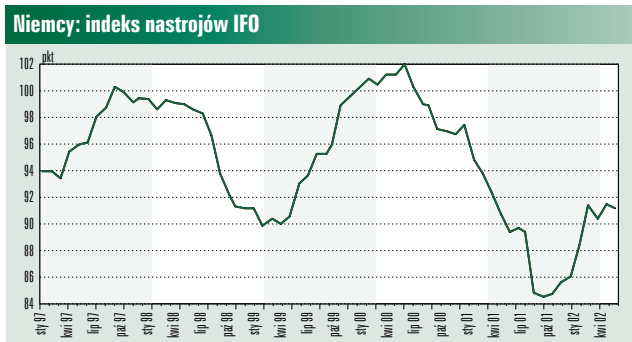
Podaż pieniądza w strefie euro niespodziewanie przyspieszyła w maju do 7,8 proc. r/r ze zrewidowanych 7,4 proc. w kwietniu. Analitycy spodziewali się w maju dynamiki na poziomie 7,4 proc. r/r.

Niemiecki indeks IFO, który jest głównym wskaźnikiem koniunktury gospodarczej w największej gospodarce europejskiej, nieoczekiwanie spadł w czerwcu do 91,3 pkt z 91,6 pkt w maju, podczas gdy prognozowano wzrost do 91,9 pkt. Nastroje niemieckich przedsiębiorców pogorszyły się głównie jeśli chodzi o ich ocenę perspektyw na najbliższe pół roku (spadek subindeksu ze 106,2 do 104,9 pkt). Natomiast nieco lepiej niż miesiąc temu postrzegane są obecne warunki panujące na rynku (poprawa do 78,3 z 77,7 pkt). Dane instytutu IFO były poniżej oczekiwań i spowodowały chwilowe zatrzymanie trendu wzrostowego kursu euro.

podczas gdy analitycy spodziewali się jedynie niewielkiego wzrostu do 55,8 pkt.



Źródło: Reuters



Źródło: Reuters

Indeks nastrojów amerykańskich konsumentów spadł w czerwcu do 106,4 pkt ze 110,3 pkt w maju. Spadek tego wskaźnika stanowi niekorzystny sygnał dla kondycji gospodarki Stanów Zjednoczonych, gdyż może wskazywać na proces ograniczania wydatków konsumpcyjnych, które stanowią dwie trzecie PKB w USA.

Indeks nastrojów konsumentów amerykańskich Uniwersytetu Michigan spadł w czerwcu do 92,4 pkt z 96,9 pkt w maju. Wstępne szacunki w połowie miesiąca wskazywały na głębszy spadek do 90,8 pkt.

W czerwcu poprawiła się aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro. Indeks aktywności wzrósł trzeci miesiąc z rzędu do 51,8 pkt z 51,5 pkt w maju, nieco mocniej od oczekiwań rynkowych. Wskaźnik dla gospodarki Niemiec – największej w strefie euro – wzrósł do 50,2 pkt w czerwcu z 49,8 pkt w maju, przekraczając po raz pierwszy od marca 2001 poziom 50 pkt, co oznacza przejście od recesji do rozwoju.

Analogiczny indeks dla Stanów Zjednoczonych ISM odnotował w czerwcu wzrost do 56,2 pkt z 55,7 pkt w maju,



**Najważniejsze wydarzenia i wskaźniki w tym miesiącu**

<b>Poniedziałek</b>	<b>Wtorek</b>	<b>Środa</b>	<b>Czwartek</b>	<b>Piątek</b>
<b>1 lipca</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (600 mln PLN) EMU: PMI (cze) EMU: Sprzedaż detaliczna (kw) USA: ISM (cze)	<b>2</b> EMU: Bezrobocie (maj) EMU: Koniunktura (cze) EMU: Nastroje w biznesie (cze)	<b>3</b> POL: Przetarg obligacji OK0404 (2,6 mld PLN) EMU: Ceny producenta (maj) USA: Zamówienia w przemyśle (maj)	<b>4</b> EMU: Posiedzenie ECB GER: Zamówienia w przemyśle (maj)	<b>5</b> POL: Ceny żywności (II poł. cze) FRA: PKB (I kw.) USA: Bezrobocie (cze)
<b>8</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (600 mln PLN)	<b>9</b> GER: Produkcja przemysłowa (maj) GER: Bezrobocie (cze) EUR: PKB (I kw.)	<b>10</b>	<b>11</b> USA: Ceny producenta (cze)	<b>12</b> POL: Podaż pieniądza (cze) POL: Płace i zatrudnienie (cze) FRA: Inflacja wstępna (cze) FRA: Produkcja przemysłowa (maj) USA: Sprzedaż detaliczna (cze)
<b>15</b> POL: Inflacja (cze) POL: Przetarg bonów skarbowych (600 mln PLN) ITA: Produkcja przemysłowa (maj)	<b>16</b> ITA: Inflacja finalna (cze)	<b>17</b> POL: Produkcja przemysłowa (cze) POL: Ceny producenta (cze) POL: Przetarg obligacji DS1110 EMU: Inflacja finalna (cze)	<b>18</b> POL: Posiedzenie RPP POL: Koniunktura (lip) EMU: Produkcja przemysłowa (maj)	<b>19</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja) USA: Inflacja (cze) USA: Handel zagraniczny (maj)
<b>22</b> POL: Bezrobocie (cze) POL: Przetarg bonów skarbowych (600 mln PLN) EMU: Handel zagraniczny (maj)	<b>23</b>	<b>24</b> FRA: Inflacja finalna (cze)	<b>25</b> EMU: Podaż pieniądza (cze)	<b>26</b> POL: Ceny żywności (I poł. lip) EMU: Sprzedaż detaliczna (maj)
<b>29</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (600 mln PLN)	<b>30</b>	<b>31</b> POL: Bilans płatniczy (cze) ITA: Inflacja wstępna (lip) EMU: Inflacja wstępna (lip) USA: PKB (III kw.)	<b>1 sierpnia</b> EMU: Posiedzenie ECB EMU: PMI (lip) USA: ISM (lip)	<b>2</b>

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	18-19	27-28 <sup>a</sup>	24-25 <sup>a</sup>	29-30 <sup>a</sup>	26-27 <sup>a</sup>	17-18 <sup>a</sup>
Inflacja	15	15 <sup>b</sup>	15 <sup>c</sup>	15	15	17	15	16 lub 19	16	15	15	16
Ceny producenta	18	19	18	18	20	19	17	20	18	17	20	18
Produkcja przemysłowa	18	19	18	18	20	19	17	20	18	17	20	18
Płace brutto, zatrudnienie	15	14	14	15	17	18	12	14	13	14	18	13
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy	31	28	28	30	29	28	31	30	30	31	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	12	14	14	12	14	13	14	-	-
Bilans NBP	7	7	7	5	7	7	5	7	6	7	-	-
Wskaźniki koniunktury	7 <sup>d</sup> i 21 <sup>e</sup>	20	20	18	21	19	18	22	19	18	21	19
Ceny żywności, 1-15	-	8 <sup>e</sup> i 27 <sup>f</sup>	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**

		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	lip 02
															<i>prognoza</i>	
PKB	proc. r/r	x	0,9	x	x	0,8	x	x	0,2	x	x	0,5	x	x	0,7	x
Produkcja przemysłowa	proc. r/r	-0,4	-4,7	1,5	0,9	-3,7	1,8	-1,0	-4,8	-1,4	0,2	-3,1	0,3	-4,1	0,0	5,0
Sprzedaż detaliczna***	proc. r/r	4,3	0,2	1,5	3,0	1,3	5,8	2,4	2,4	4,7	6,7	9,9	3,1	1,8	x	x
Stopa bezrobocia	proc.	15,9	15,9	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	17,4	18,0	18,1	18,1	17,8	17,2	17,3	17,8
Płace brutto**	proc. r/r	8,8	4,9	8,0	6,9	6,2	7,8	6,6	5,3	5,7	5,5	4,8	2,3	4,2	3,9	4,1
Eksport (wg NBP)	mln USD	2 472	2 477	2 556	2 616	2 287	2 778	2 555	2 540	2 308	2 141	2 467	2 739	2 642	2 721	2 748
Import (wg NBP)	mln USD	3 638	3 379	3 382	3 635	3 176	3 953	3 509	3 430	3 418	2 952	3 148	3 521	3 404	3 506	3 576
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-1 166	-902	-826	-1 019	-889	-1 175	-954	-890	-1 110	-811	-681	-782	-762	-785	-828
Rachunek bieżący	mln USD	-737	-948	-287	-354	-304	-838	-417	-500	-847	-820	-612	-643	-484	-630	-353
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-20,4	-18,7	-19,4	-21,0	-21,8	-24,6	-27,7	-32,6	-6,9	-13,7	-16,4	-20,0	-23,0	-24,0	x
Inflacja (CPI)	proc. r/r	6,9	6,2	5,2	5,1	4,3	4,0	3,6	3,6	3,4	3,5	3,3	3,0	1,9	1,6	1,5
Ceny produkcji (PPI)	proc. r/r	2,3	0,9	0,6	1,0	0,7	-0,5	-1,0	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,6
Podaż pieniądza M3	proc. r/r	12,8	7,5	12,4	13,4	12,3	11,0	7,2	8,7	7,3	6,7	3,5	2,9	3,6	3,0	3,0
Depozyty	proc. r/r	14,6	8,6	14,0	14,9	13,3	11,5	7,0	8,3	6,4	5,5	2,0	1,2	1,7	1,1	0,7
Kredyty	proc. r/r	10,9	4,8	11,5	11,8	11,5	9,7	8,9	9,3	9,0	8,8	7,1	6,6	7,9	9,2	9,5
USD/PLN	PLN	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	4,10
EUR/PLN	PLN	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	3,85	4,08
Stopa interwencyjna*	proc.	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	8,50
WIBOR 3M	proc.	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	8,90
Stopa lombardowa*	proc.	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	11,50
Rentowność bonów 52-tyg,	proc.	15,67	15,61	15,38	14,61	14,01	12,64	11,80	10,66	9,62	9,68	9,62	9,56	9,22	8,52	8,17
Rentowność obligacji 2L	proc.	14,92	15,22	15,13	14,40	13,57	11,36	11,00	10,70	9,11	9,37	9,32	9,22	9,03	8,36	8,01
Rentowność obligacji 5L	proc.	13,38	13,29	13,85	13,50	12,92	11,32	10,13	9,91	8,91	9,26	9,11	9,02	8,90	8,26	8,06
Rentowność obligacji 10L	proc.	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	7,55	7,50

\* 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	754,2	810,0	165,4	176,5	179,6	200,0	171,4	184,3	194,1
PKB	proc. r/r	4,8	4,1	4,0	1,0	1,3	3,2	2,3	0,9	0,8	0,2	0,5	0,7	1,1
Produkcja przemysłowa	proc. r/r	3,5	3,6	6,8	-0,2	1,7	3,4	4,5	-0,7	-0,8	-2,6	-1,6	-1,3	3,3
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	19,5	19,0	16,1	15,9	16,3	17,4	18,1	17,3	17,8
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)	mld USD	30 122	26 347	28 256	30 276	32 327	35 000	7 436	7 508	7 459	7 873	6 916	8 102	7 944
Import (wg NBP)	mld USD	43 842	40 727	41 424	41 955	43 337	48 000	10 584	10 286	10 193	10 892	9 518	10 431	11 089
Bilans handlowy (wg NBP)	mld USD	-13 720	-14 380	-13 168	-11 679	-11 010	-13 000	-3 148	-2 778	-2 734	-3 019	-2 602	-2 329	-3 145
Rachunek bieżący	mld USD	-6 862	-11 558	-9 946	-7 075	-7 875	-9 913	-2 170	-2 205	-945	-1 755	-2 279	-1 757	-2 000
Rachunek bieżący	proc. PKB	-4,3	-7,4	-6,3	-4,0	-4,3	-4,8	-4,9	-5,2	-4,2	-4,0	-4,1	-3,8	-4,6
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-13,2	-12,5	-15,4	-32,6	-40,0	-40,0	-15,0	-18,8	-21,9	-32,6	-16,4	-24,0	x
Deficyt budżetowy*	proc. PKB	-2,4	-2,0	-2,2	-4,5	-5,3	-4,9	-9,1	-2,2	-1,7	-5,3	-9,6	-4,1	x
Inflacja	proc. r/r	11,8	7,3	10,1	5,5	2,6	4,0	6,7	6,6	4,9	3,8	3,4	2,2	1,9
Inflacja*	proc. r/r	8,6	9,8	8,5	3,6	3,1	4,0	6,2	6,2	4,3	3,7	3,3	1,6	2,3
Ceny produkcji	proc. r/r	7,3	5,7	7,8	1,6	0,7	2,5	4,2	2,2	0,8	-0,6	0,2	0,5	0,4
Podaż pieniądza	proc. r/r	25,3	24,6	15,2	11,9	x	11,0	14,7	11,8	14,1	12,9	5,8	3,2	3,0
Depozyty	proc. r/r	28,4	26,4	17,2	13,2	x	10,5	17,1	13,6	15,7	13,3	4,6	1,3	0,6
Kredyty	proc. r/r	30,0	28,6	24,7	11,3	x	15,0	15,4	9,7	11,3	8,1	8,3	7,9	9,8
USD/PLN	PLN	3,4937	3,9675	4,3465	4,0939	4,08	3,91	4,0876	3,9895	4,2168	4,0805	4,1303	4,05	4,09
EUR/PLN	PLN	3,9231	4,2270	4,0110	3,6685	3,86	3,93	3,7765	3,4884	3,7551	3,6549	3,6199	3,72	4,08
Stopa interwencyjna*	proc.	15,50	16,50	19,00	11,50	7,50	7,50	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	9,29	8,00	18,53	17,09	15,37	13,45	10,65	9,79	8,63
Stopa lombardowa*	proc.	20,00	20,50	23,00	15,50	10,50	10,50	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	8,57	8,20	17,02	15,70	14,67	11,72	9,64	9,10	7,99
Rentowność obligacji 2L	proc.	18,08	12,41	17,37	13,91	8,38	7,80	15,59	14,91	14,37	10,83	9,27	8,87	7,84
Rentowność obligacji 5L	proc.	15,83	10,87	14,00	12,59	8,28	7,80	13,12	13,38	13,43	10,45	9,09	8,73	7,82
Rentowność obligacji 10L	proc.	x	9,60	11,79	10,74	7,52	7,30	10,46	11,22	11,81	9,48	8,28	7,92	7,43

\* 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 15.07.2002, zostało przygotowane przez:

## ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

**Maciej Reluga** – Główny ekonomista

tel. 0 22 653 46 63; 586 17 20

e-mail: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski, Piotr Bujak**

**Aleksander Krzyżaniak**

tel. 0 22 653 46 63, 586 17 21; fax: 0 22 653 46 83

e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto: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