

# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Wrzesień 2002

nr 38

## Czekamy na sygnał

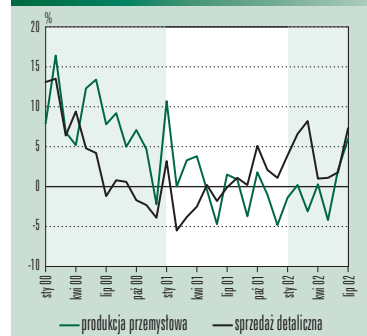
- We wrześniu Rada Polityki Pieniężnej powinna opublikować „Założenia polityki pieniężnej na 2003 r.”** W dokumencie tym znajdą się prawdopodobnie informacje na temat planowanych przez RPP kolejnych zmian w instrumentarium NBP w celu jego harmonizacji ze standardami Europejskiego Banku Centralnego. Zapowiedział to w sierpniu członek RPP Dariusz Rosati. W tym numerze Makroskopu opisujemy najważniejsze instrumenty polityki pieniężnej EBC i próbujemy się zastanowić, jak w związku z tym przebiegać mogą w NBP zmiany natury technicznej związane z koniecznością harmonizacji instrumentarium. Można już w tej chwili przewidywać, że wszelkie zmiany zmierzają będą do ograniczania kontroli wybranej stopy procentowej (w Polsce jest to obecnie 1-miesięczny WIBOR) na rzecz stabilizacji stóp O/N poprzez bardziej efektywne zarządzanie płynnością systemu bankowego.
- Dane statystyczne opublikowane w minionym miesiącu wskazały na wciąż niską inflację i lepszą od oczekiwań aktywność ekonomiczną.** Zarówno inflacja konsumenta, jak i wszystkie miary inflacji bazowej, ponownie spadły pociągając za sobą spadek oczekiwań inflacyjnych ekonomistów oraz gospodarstw domowych. Z drugiej strony wyniki produkcji w przemyśle i budownictwie, sprzedaż detaliczna oraz liczba nowych inwestycji mogą skłaniać do optymizmu jeśli chodzi o oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego. Opublikowane wyniki należy ocenić pozytywnie, chociaż nie odzwierciedlały silnego odbicia gospodarczego, a raczej stopniową poprawę koniunktury. Wciąż oczekujemy na bardziej wyraźny sygnał trwałego ożywienia w przedsiębiorstwach i przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Dane inflacyjne potwierdzają, że tegoroczny cel inflacyjny zostanie przestrelony, a cel średnioterminowy w roku przyszłym nie wydaje się zagrożony. Wyniki eksportu wciąż są bardzo pozytywne, nawet jeśli weźmiemy pod uwagę wpływ zmian kursu walutowego na dolarowe wyrażenie wielkości handlowych. Niewątpliwie kontynuacja pozytywnego wpływu eksportu netto na tempo wzrostu PKB będzie miała miejsce w najbliższych miesiącach, a sytuacja ta ma szansę się odwrócić w przyszłym roku, gdy nastąpi wyraźniejsze odbicie (importochłonnych) inwestycji.
- Na sierpniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się obniżyć po raz kolejny oficjalne stopy procentowe.** Stopa lombardowa została zmniejszona o 100 pb do 10,5 proc., stopa referencyjna o 50 pb do 8,0 proc., a stopa depozytowa pozostała niezmienną (5,5 proc.). Oczekujemy jeszcze jednej obniżki stóp o 50 pb w tym roku, prawdopodobnie w październiku, z szansą na kolejne 50 pb (być może w dwóch ruchach po 25 pb) w 2003 r.

### Na rynku finansowym:

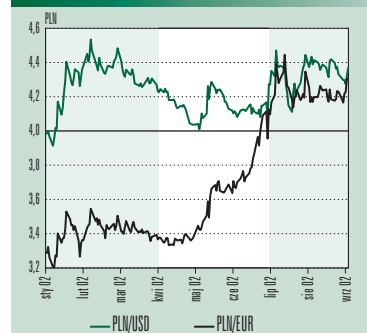
30 sierpnia 2002 r.

stopa depozytowa NBP	5,50	WIBOR 3M	8,33	PLN/USD	4,1420
stopa referencyjna NBP	8,00	rentowność bonów skarb. 52-tyg	7,75	PLN/EUR	4,0809
stopa lombardowa NBP	10,50	rentowność obligacji skarb. 5-letnich	7,40	EUR/USD	0,9814

### Wskaźniki aktywności gospodarczej



### Kurs USD i euro w złotych



### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<i>Planowane zmiany w instrumentarium NBP</i>	
Gospodarka Polski	5
Pod lupą: Bank centralny	11
Pod lupą: Rząd i polityka	17
Pod lupą: Negocjacje z UE	23
Monitor rynku	24
Przegląd międzynarodowy	26
Kalendarz makroekonomiczny	28
Dane i prognozy ekonomiczne	29

### Maciej Reluga

Główny ekonomista  
tel. (+48 22) 653 46 63  
maciej.reluga@bzbwbk.pl

### Piotr Bielski

tel. (+48 22) 653 47 33

### Piotr Bujak

(+48 22) 586 83 41

### Aleksander Krzyżaniak

(+48 22) 586 83 42

## Planowane zmiany w instrumentarium Narodowego Banku Polskiego

W „Założeniach polityki pieniężnej na 2003 r.”, których publikacji można spodziewać się we wrześniu br., znajdą się prawdopodobnie informacje na temat planowanych przez RPP zmian w instrumentarium NBP pod kątem jego harmonizacji z Eurosystemem<sup>1</sup>.

W lipcowym numerze Makroskopu pisaliśmy o perspektywach uczestnictwa Polski w Unii Europejskiej (UE), a następnie w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW). Po przyjęciu do UE Polska w myśl zasady tzw. derogacji uczestniczyć będzie w trzecim etapie integracji gospodarczej i walutowej, ale bez przyjęcia wspólnej waluty. Aby w pełni stać się członkiem jednolitego obszaru walutowego, Polska musi spełnić tzw. kryteria konwergencji nominalnej (patrz Makroskop lipiec 2002). Jednocześnie przeprowadzone muszą być dostosowania o charakterze technicznym, mające na celu przygotowanie odpowiednich procedur, a następnie sposobu funkcjonowania w Eurosystemie. Dlatego w okresie przedakcesyjnym coraz większego znaczenia nabiera harmonizacja instrumentów polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego (NBP) z instrumentami występującymi w Eurosystemie. W sierpniu członek Rady Polityki Pieniężnej (RPP) Dariusz Rosati zapowiedział kolejne zmiany w zasadach operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP w celu zharmonizowania ich z systemem obowiązującym w Europejskim Banku Centralnym (EBC). Ewentualne zmiany miałyby wejść w życie od stycznia 2003 r. Przede wszystkim skróceniu z 28 do 14 dni miałyby ulec termin zapadalności emitowanych przez NBP bonów pieniężnych. Ponadto Rosati poinformował, że w banku centralnym kontynuowane są prace zmierzające do dostosowania systemu rezerwy obowiązkowej do standardów obowiązujących w Eurosystemie. Powiedział również, że NBP planuje zakończyć do końca br. sprzedaż skonwertowanych obligacji Skarbu Państwa znajdujących się jeszcze w portfelu banku centralnego. Ich sprzedaż służy redukowaniu operacyjnej nadpłynności systemu bankowego. Ponieważ nadpłynność w systemie będzie się najprawdopodobniej nadal utrzymywać, a jej skala ma znaczenie dla procesu dostosowywania instrumentów NBP do standardów EBC, to bank centralny miałby rozpocząć sprzedaż własnych papierów dłużnych o terminie zapadalności wynoszącym 3 miesiące lub dłużej.

### Uwarunkowania harmonizacji instrumentarium

Wśród czynników decydujących o przebiegu procesu dostosowywania zestawu instrumentów NBP do standardów

EBC znajdują się uwarunkowania prawne polegające na konieczności zmian niektórych zapisów w ustawie o NBP. Podstawowe różnice w instrumentarium NBP w stosunku do EBC wynikają jednak z faktu, że w Eurosystemie panuje strukturalny niedobór płynności (polega to na tym, że banki komercyjne są silnie uzależnione od płynności dostarczanej im przez bank centralny w postaci operacji refinansujących). Ponieważ NBP działa w warunkach nadpłynności na rynku pieniężnym, to wykorzystywane przez niego instrumenty mają inną formę od stosowanych przez EBC. Znajduje to odzwierciedlenie głównie w charakterze przeprowadzanych operacji otwartego rynku oraz w systemie rezerwy obowiązkowej. Konieczność absorpcji dużych nadwyżek płynności z sektora bankowego powodowała przez długi czas, że stopa rezerwy obowiązkowej w Polsce kształtowała się na relatywnie wysokim poziomie. Nadwyżka płynności sprawia ponadto, że banki nie są zainteresowane refinansowaniem się w banku centralnym, a NBP przeprowadza jedynie operacje absorbujące płynność.

### Rozwiązania stosowane w Eurosystemie

Elementami systemu kontroli krótkoterminowych stóp procentowych w strefie euro są: operacje otwartego rynku, rezerwa obowiązkowa oraz operacje kredytowo-depozytowe. Stanowią one klasyczną triadę instrumentów, za pomocą której bank centralny oddziałuje na płynność systemu bankowego, a co za tym idzie na krótkoterminowe stopy procentowe.

Stosowane przez EBC regularne, cotygodniowe operacje otwartego rynku są głównym instrumentem polityki pieniężnej EBC. Eurosystem ma do dyspozycji pięć głównych typów instrumentów: transakcje repo, transakcje outright, emisje certyfikatów dłużnych, swapy walutowe oraz przyjmowanie depozytów. Podstawowym rodzajem operacji są transakcje repo z 14-dniowym terminem zapadalności przeprowadzane z tygodniową częstotliwością, mające na celu regularne zapewnienie płynności. Dodatkowo przeprowadzane są długoterminowe transakcje refinansujące typu repo z 3-miesięcznym terminem zapadalności. Eurosystem może również przeprowadzać operacje dostrajające (ang. fine tuning) w formie transakcji repo, outright, swapów walutowych lub przyjmowania depozytów. W przeciwieństwie do wymienionych wyżej operacji, które służą zasilaniu systemu bankowego w płynność, Eurosystem ma również możliwość absorbowania płynności poprzez emisję skryptów dłużnych, a także długoterminowe transakcje reverse repo i operacje outright. W praktyce do efektywnego zarządzania płynnością systemu bankowego i sterowania poziomem rynkowych stóp procentowych wystarczające są regularne, cotygodniowe operacje otwartego rynku.

1) Eurosystem składa się z Europejskiego Banku Centralnego oraz narodowych banków centralnych, które przyjęły wspólną walutę – euro.

Możliwe jest to dzięki równoległemu funkcjonowaniu systemu transakcji kredytowo-depozytowych.

Instrumenty kredytowo-depozytowe (ang. standing facility) spełniają funkcję wspomagającą wobec operacji otwartego rynku. Stopy wykorzystywane w operacjach kredytowo-depozytowych wyznaczają korytarz wahań jednodniowych stóp europejskiego rynku pieniężnego, a więc ich rola polega na łagodzeniu wahań krótkookresowych, zwłaszcza jednodniowych, stóp rynku międzybankowego. Instrumenty kredytowo-depozytowe ograniczają bowiem wahania rynkowych stóp procentowych w sytuacjach, gdy operacje otwartego rynku nie doprowadzają do całkowitego wyeliminowania wahań płynności. Możliwe jest to dzięki temu, że instrumenty kredytowo-depozytowe dostępne są dla banków komercyjnych permanentnie i do ich wykorzystania dochodzi z inicjatywy banków.

Stopa operacji depozytowych (ang. marginal deposit rate) wyznacza cenę, jaką bank centralny oferuje bankom za możliwość złożenia przez nie krótkookresowego depozytu. Oprocentowanie depozytu kształtuje się poniżej stopy operacji otwartego rynku. Wyznacza ono dolną granicę dla wahań stóp rynkowych. Jednocześnie górną granicę wahań stanowi oprocentowanie operacji kredytowych (ang. marginal lending rate). Choć operacje kredytowo-depozytowe w kontroli stóp procentowych mają duże praktyczne znaczenie, to stanowią one zaledwie kilka procent wartości operacji otwartego rynku. Rada EBC zmienia oprocentowanie operacji kredytowo-depozytowych równoległe ze zmianami stopy repo, mieszczącej się w wewnątrz wyznaczonego przez nie przedziału, sygnalizując w ten sposób zmiany stopnia restrykcyjności prowadzonej polityki monetarnej.

Stopa O/N<sup>2</sup> waha się w korytarzu wyznaczonym przez operacje kredytowo-depozytowe, z reguły w środku tego przedziału, powyżej stopy repo. Jedynie w razie zaburzeń płynności lub w ostatnim dniu utrzymywania rezerwy obowiązkowej stopa ta podlega większym fluktuacjom, pozostając jednak w wyznaczonym korytarzu wahań. Właśnie w tych okresach rośnie znaczenie operacji depozytowo-kredytowych.

W zakresie systemu rezerwy obowiązkowej główne rozwiązania przyjęte w EBC są następujące: stopa rezerwy obowiązkowej wynosi 2 proc. i jest ona oprocentowana na poziomie stopy procentowej stosowanej w głównych operacjach refinansujących EBC. Ponadto, podstawą naliczania rezerwy jest stan określonych pasywów banków z ostatniego dnia miesiąca kalendarzowego. Ponie-

waż jednak środki na rachunku rezerwy obowiązkowej są oprocentowane na poziomie rynkowym, to nie dochodzi do manipulacji poziomem depozytów, od których naliczana jest rezerwa. System obowiązujący w EBC charakteryzuje się pełnym uśrednieniem i pełnym przesunięciem pomiędzy okresem naliczania a okresem utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Rezerwa nie może być utrzymywana w formie gotówki w kasie banku, nie nalicza się jej od depozytów z terminem zapadalności powyżej 2 lat, a wobec operacji repo obowiązuje stopa w wysokości 0 proc.

### Zmiany w instrumentarium NBP

Od chwili gdy z dniem 1 grudnia 2001 r. NBP wprowadził stopę depozytową od krótkookresowych depozytów składanych przez banki komercyjne w NBP, stopa referencyjna przestała pełnić funkcję instrumentu wyznaczającego minimalny poziom stóp na rynku międzybankowym. Zachowała jednak rolę instrumentu informującego o bieżącym kierunku polityki NBP. Od tego momentu jednak to stopa depozytowa zaczęła spełniać rolę „podłogi” dla korytarza krótkoterminowych stóp procentowych.

Nie zmieniła się natomiast funkcja stopy lombardowej i nadal będzie ona spełniać rolę krańcowego kosztu pozyskania pieniądza przez banki komercyjne w banku centralnym. W rezultacie, mimo faktu, że kierunek operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP po stopie referencyjnej jest odwrotny do przeprowadzanych przez EBC po stopie repo, to istnieje już w Polsce korytarz stóp procentowych analogiczny do istniejącego w Eurosystemie. Stopa lombardowa oraz stopa depozytu na koniec dnia składanego w banku centralnym są automatycznie górnym i dolnym limitem wahań jednodniowych depozytów na rynku międzybankowym. Wahania stopy O/N są więc ograniczone do określonego powyżej korytarza. Stopa O/N może stać się w przyszłości stopą ogłaszaną oficjalnie przez NBP na koniec dnia rozliczeniowego – podobnie jak jest w przypadku stopy EONIA w strefie euro.

W przypadku osiągnięcia stanu operacyjnego niedoboru płynności w systemie bankowym, układ stóp procentowych mógłby się nieco zmienić. Stała stopa procentowa w przypadku operacji refinansujących stałaby się stopą referencyjną NBP. Banki komercyjne najprawdopodobniej refinansowałyby się w banku centralnym w ramach 14-dniowych operacji repo, co znacząco zbliżyłoby nasz system operacyjny do obowiązującego obecnie w Eurosystemie. Nawet jednak w sytuacji nadpłynności przejście na 14-dniowe operacje absorbujące płynność zbliżyłoby nasze rozwiązania do europejskich – przynajmniej pod względem terminu zapadalności. Podobny efekt przyniosłoby również wprowadzenie przez NBP operacji absorbujących o 3-miesięcznym terminie zapadalności.

2) „EONIA” (Euro OverNight Index Average). Jest to średnie wagi-  
zone oprocentowanie faktycznie zawartych na rynku między-  
bankowym transakcji o terminie zapadalności wynoszącym 1  
dzień

W zakresie systemu rezerwy obowiązkowej największe znaczenie będzie miała konieczność obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej (obecnie wynosi ona w Polsce 4,5 proc.) oraz wymóg jej rynkowego oprocentowania (obecnie rachunek rezerwy obowiązkowej nie jest w Polsce w ogóle oprocentowany). Zmiany te będą miały znaczenie nie tylko z uwagi na dostosowanie do standardów Eurosystemu, ale również dla konkurencyjności polskiego systemu bankowego wobec zagranicy. Ponieważ zmiany w systemie rezerwy obowiązkowej wiązać się będą ze znacznymi kosztami dla NBP, a co za tym idzie dla budżetu, to z pewnością, tak jak dotychczas, będą one rozłożone w czasie.

Ponadto, chociaż teoretycznie możliwe jest, aby dany kraj wszedł do jednolitego rynku pieniężnego z nadpłynnością (która natychmiast wchłonięta zostałaby przez bardzo głęboki rynek pieniężny strefy euro), to wydaje się, że z punktu widzenia sprawności procesu harmonizacji instrumentarium polityki pieniężnej korzystne byłoby wcześniejsze, stopniowe przejście do sytuacji niedoboru płynności. Banki komercyjne miałyby wówczas możliwość płynnego dostosowania swoich procedur do nowych warunków i nowego typu kontaktu z bankiem centralnym. Dlatego NBP z pewnością kontynuować będzie działania zmierzające do likwidacji operacyjnej nadpłynności systemu bankowego. Przejście do niedoboru płynności będzie łatwiejsze, jeśli nastąpi ożywienie gospodarcze i związany z tym wyższy popyt na kredyt. Aby przyspieszyć ten proces, po zakończeniu sprzedaży obligacji skonwertowanych, dojdzie prawdopodobnie (zgodnie z zapowiedzią Dariusza Rosatiego) do emisji własnych papierów dłużnych NBP o ter-

minie zapadalności wynoszącym minimum 3 miesiące, co zbliżyłoby jednocześnie zestaw instrumentów wykorzystywany przez nasz bank centralny do standardów EBC.

Można już w tej chwili przewidywać, że wszelkie zmiany zmierzać będą do ograniczania kontroli wybranej stopy procentowej (w Polsce jest to obecnie 1-miesięczny WIBOR) na rzecz stabilizacji stóp O/N poprzez bardziej efektywne zarządzanie płynnością systemu bankowego.

#### Charakterystyka operacji otwartego rynku prowadzonych przez EBC i NBP

	EBC	NBP
Charakter stopy oficjalnej	stopa repo – min. dla przetargu	stopa referencyjna – min. dla przetargu
Zakres kontroli stopy rynkowej	brak kontroli stóp, stabilizacja O/N poprzez zarządzanie płynnością systemu bankowego	stopa WIBOR 1M powinna oscylować wokół stopy interwencyjnej, możliwe krótkotrwale odchylenia
Zakres informacji nt. oferty podaży na przetargu ex ante	kwota podaży nie jest publikowana	publikacja kwoty podaży na danym przetargu
Kryterium podejmowania decyzji przez bank centralny	prognoza płynności	prognoza płynności
Zapadalność operacji	2 tygodnie	28 dni
Regularność operacji	regularne – raz w tygodniu (wtorek)	regularnie – raz w tygodniu (piątek)
Zasady dla operacji fine-tuning	stosowane bardzo rzadko, stopa ustalana w zależności od celu zastosowania operacji	1. emisja bonów pieniężnych z terminem 1 do 7 dni 2. operacja z terminem repo 1 do 7 dni 3. wcześniejszy wykup bonów pieniężnych
Publikowane przez bank centralny informacje nt. płynności systemu bankowego	1. poziom rezerwy obowiązkowej wymaganej w danym okresie rezerwowym 2. średni poziom środków utrzymywanych na rachunkach banków od początku okresu rezerwowego 3. wykorzystanie standing facility na koniec dnia wczorajszego 4. prognoza kształtowania się czynników autonomicznych na najbliższy tydzień	1. poziom rezerwy obowiązkowej wymaganej w danym okresie rezerwowym 2. szereg danych nt. stanu rachunków na każdy dzień w okresie rezerwowym

Źródło: NBP, „Operacje otwartego rynku na tle płynności sektora bankowego w 2001 r.”

## Gospodarka Polski

- Znacznie lepsze wyniki aktywności ekonomicznej
- ...czekamy na potwierdzenie ożywienia
- Eksport netto wciąż wpływa pozytywnie na PKB
- Inflacja konsumenta poniżej 2 proc. w grudniu – RPP znowu nie trafiła w cel inflacyjny

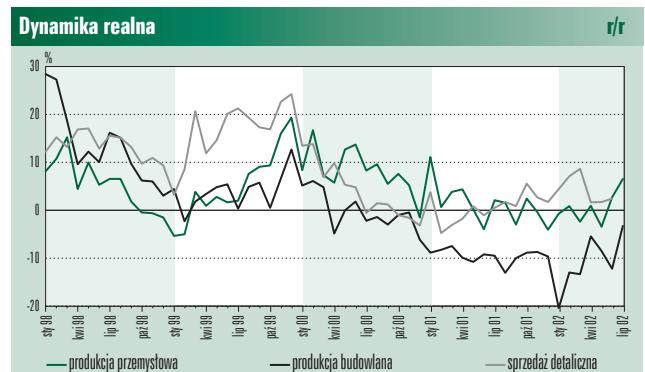
Dane statystyczne opublikowane w minionym miesiącu wskazały na wciąż niską inflację i lepszą od oczekiwań aktywność ekonomiczną. Zarówno inflacja konsumenta, jak i wszystkie miary inflacji bazowej ponownie spadły, pociągając za sobą spadek oczekiwań inflacyjnych ekonomistów oraz gospodarstw domowych. Z drugiej strony wyniki produkcji w przemyśle i budownictwie, sprzedaż detaliczna oraz liczba nowych inwestycji mogą skłaniać do optymizmu, jeśli chodzi o oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego. Opublikowane wyniki należy ocenić pozytywnie, chociaż nie odzwierciedlały silnego odbicia gospodarczego, a raczej stopniową poprawę koniunktury. Dane inflacyjne potwierdzają, że tegoroczny cel inflacyjny zostanie przestrzelony, a cel średnioterminowy w roku przyszłym nie wydaje się zagrożony. Wyniki eksportu wciąż są bardzo pozytywne, nawet jeśli weźmiemy pod uwagę wpływ zmian kursu walutowego na dolarowe wyrażenie wielkości handlowych. Niewątpliwie kontynuacja pozytywnego wpływu eksportu netto na tempo wzrostu PKB będzie miała miejsce w najbliższych miesiącach, a sytuacja ta ma szansę się odwrócić w przyszłym roku, gdy nastąpi wyraźniejsze odbicie (importochłonnych) inwestycji.

### Produkcja przemysłowa – nie tylko efekt statków i dni roboczych

Produkcja przemysłowa w lipcu wzrosła o 2,9 proc. m/m i 6,0 proc. r/r (nasza prognoza wynosiła 5,1 proc. r/r podczas gdy konsensus rynkowy wynosił ok. 4 proc.). Pozytywny jest fakt, że ogólny wzrost produkcji nastąpił za sprawą przetwórstwa przemysłowego, które zwiększyło produkcję o 7,8 proc. r/r (po wzroście o 2,2 proc. r/r w czerwcu). Dostosowana sezonowo roczna stopa wzrostu produkcji przemysłowej wyniosła 3,5 proc. r/r. Czynniki, które mogły się przyczynić do takich wyników są podobne jak w ubiegłym miesiącu: dobre rezultaty w eksporcie i prawdopodobne niewielkie ożywienie w inwestycjach. To ostatnie znajduje pewne potwierdzenie w mniejszym załamaniu budownictwa, które zmniejszyło produkcję tylko o 4,0 proc. r/r – jest to najniższy spadek od listopada 2000 r. Na bazie miesięcznej produkcja budowlano-montażowa wzrosła szósty miesiąc z rzędu (5,2 proc. m/m). Należy pamiętać, że na wzrost produkcji przemysłowej w lipcu pozytywny wpływ

miała większa liczba dni roboczych. Znaczne przyspieszenie dynamiki produkcji w przetwórstwie przemysłowym wiązało się również w części ze sprzedażą statków, które stanowiły zabezpieczenie kredytów udzielonych Stoczni Szczecińskiej. Wydaje się to być potwierdzone w danych, ponieważ wzrost w „pozostałych środkach transportu” był najsilniejszy i wyniósł aż 42,6 proc. r/r. Biorąc pod uwagę, że ta grupa produkcji stanowi ok. 2,1-2,3 proc. całości produkcji przemysłowej, to spowodowało to wzrost ogólnego wskaźnika wzrostu produkcji przemysłowej o ok. 1 pkt. proc. Ale nawet mimo tego dane wyglądają dobrze. Wzrost produkcji w stosunku rocznym odnotowany został w 21 z 29 sektorów przemysłu, co sugeruje, że było to coś więcej niż tylko przypadkowy wynik. Na tym etapie niemożliwe jest stwierdzenie jednoznacznie do jakiego stopnia opublikowane dane odzwierciedlają rzeczywistość ożywienie gospodarcze, ale wydaje się, że są one zgodne z naszym scenariuszem stopniowej poprawy aktywności ekonomicznej.

W sierpniu produkcja sprzedana przemysłu nie będzie zapewne aż tak pozytywna, chociażby ze względu na mniejszą liczbę dni roboczych, chociaż sprzedaż kolejnego statku, która miała miejsce w poprzednim miesiącu pomoże nieco statystykom.

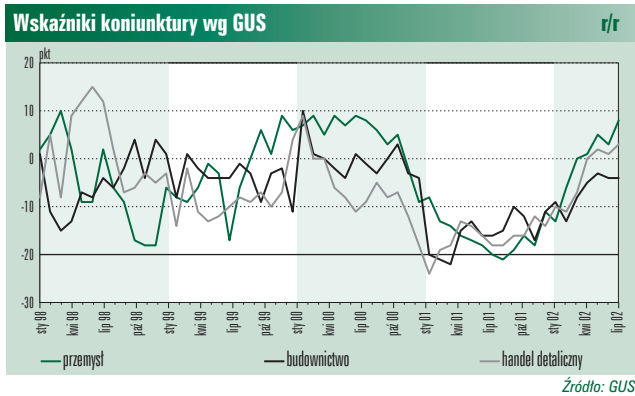


Źródło: GUS

### ...klimat koniunktury również się poprawia

Wskaźniki koniunktury GUS pokazały w sierpniu umiarkowaną poprawę warunków w gospodarce. Wskaźniki w przemyśle oraz handlu detalicznym pozostały ujemne, odnotowały wzrost tak w ujęciu miesięcznym jak i rocznym. W budownictwie indeks odnotował sezonowy spadek w ujęciu miesięcznym oraz spadł w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku, ale nadal jest powyżej zera. Przedsiębiorcy z sektora przemysłowego donosili o poprawie bieżącej produkcji, która jest napędzana bardziej przez popyt zagraniczny niż krajowy. Ponadto lepszy popyt zachęca firmy do pewnego rozszerzenia produkcji, a zapasy wyrobów gotowych spadają. Oczekiwania co do przyszłego popytu i produkcji są optymistyczne choć nieco mniej niż w lipcu. Negatywnym zjawiskiem jest to, że firmy chcą utrzymać obecne tempo zwalniania pracowni-

ków w następnych trzech miesiącach. Oczekiwany jest lekki wzrost cen producenta.



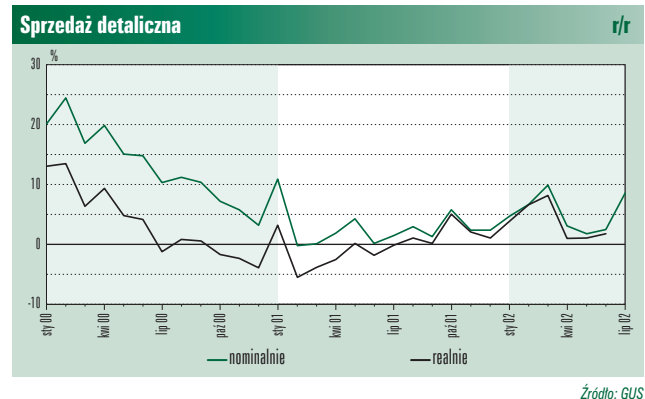
### ...wraz z rosnącą skłonnością do konsumpcji

Sierpniowe rezultaty badań optymizmu konsumentów przeprowadzonego przez instytut Ipsos-Demoskop wskazały że ogólny wskaźnik optymizmu (WOK) wzrósł o 2 pkt. proc. w porównaniu z poprzednim miesiącem, a skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji zwiększyła się o 3 pkt. proc., osiągając najwyższy poziom od lipca 2001 r. Jednocześnie ocena bieżącej sytuacji gospodarczej ustabilizowała się na relatywnie niskim poziomie. Roczne zmiany indeksów umiarkowanie poprawiły się jednak we wszystkich trzech przypadkach, z największym wzrostem ogólnego wskaźnika optymizmu (5,5 proc. r/r) oraz skłonności do konsumpcji (4,8 proc. r/r). Co ciekawe i pozytywne zarazem, gospodarstwa domowe deklarują poprawę własnej sytuacji finansowej, udział respondentów planujących zakup dóbr trwałego użytku wzrósł, podczas gdy oczekiwania inflacyjne istotnie się obniżyły (patrz również niżej). Niemniej jednak obawa przed bezrobociem nadal pozostaje względnie silna, ograniczając poziom prywatnej konsumpcji. Percepcja sytuacji gospodarczej nie poprawiła się mimo zmian w rządzie premiera Millera i propozycji przedstawionych przez nowego ministra finansów. Sondaż został przeprowadzony przed wizytą Jana Pawła II w Polsce, więc jej ewentualny pozytywny wpływ na nastroje konsumentów nie był w nich jeszcze odzwierciedlony.

### ...ukazaną w danych o sprzedaży detalicznej

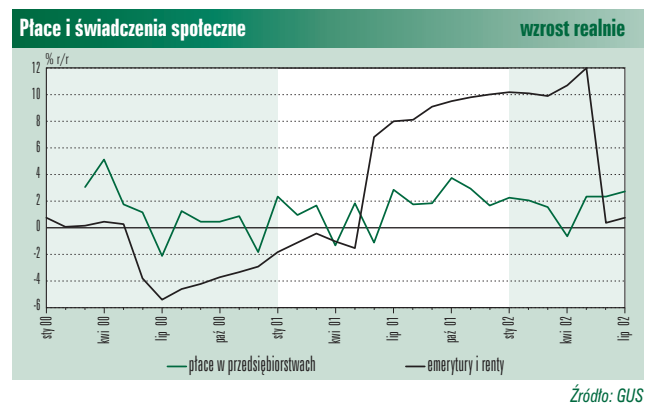
Rosnąca skłonność do konsumpcji, na którą wskazywało ostatnie badanie Ipsos-Demoskop, została potwierdzona przez dane o sprzedaży detalicznej, która w lipcu wzrosła w wyrażeniu nominalnym o 6,5 proc. m/m i przyspieszyła do 8,6 proc. r/r. Największy wzrost wartości sprzedaży w lipcu zanotowany został w dziale lekarstwa i kosmetyki (26,8 proc. r/r). Szybko zwiększająca się sprzedaż w takich grupach jak odzież i obuwanie (18,5 proc. r/r) i pojazdy samochodowe (wzrost o 11,3 proc. r/r, co potwierdza wcześniejsze informacje analityków rynku samochodowe-

go) najlepiej świadczy o wzrastającej skłonności konsumentów do ponoszenia wydatków. Znajduje to również potwierdzenie w danych o rosnącej aktywności pośredników kredytowych. Wartości ich aktywów wzrosła w lipcu o ok. 25 proc. r/r. W sumie, mimo że zaskakująco dobre lipcowe dane mogą się okazać tylko jednomiesięcznym zjawiskiem, sugerują one, że prywatna konsumpcja nie powinna znacząco spaść w drugiej połowie br. I będzie stabilizować wzrost gospodarczy.



### Brak istotnych zmian na rynku pracy

Oczywiście tempo wzrostu prywatnej konsumpcji będzie wciąż ograniczane przez sytuację na rynku pracy. Dane GUS o płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw w lipcu nie zasygnalizowały poprawy sytuacji. Przeciętne płace wzrosły w lipcu o 4,1 proc. r/r (nominalnie), co oznacza kontynuację trendu obserwowanego w poprzednich miesiącach (w czerwcu wzrost wyniósł 3,9 proc. r/r). Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się o 0,3 proc. m/m i 4,2 proc. r/r. Pomimo, że realny wzrost płac przyspieszył do ok. 2,7 proc. r/r (najwyżej w ciągu ostatnich 8 miesięcy) z powodu spadającej inflacji, fundusz płac zarówno w wyrażeniu realnym, jak i nominalnym był poniżej ubiegłorocznych poziomów (odpowiednio o 1,6 proc. r/r i 0,2 proc. r/r), co sugeruje, że siła nabywcza gospodarstw domowych pozostaje ograniczona.



Według danych GUS stopa bezrobocia w lipcu wzrosła do 17,4 proc. z 17,3 proc. w czerwcu. Liczba bezrobot-

nych osiągnęła 3,1 mln. Dane te dokładnie potwierdziły wcześniejsze zapowiedzi ministra pracy Jerzego Hausnera, który zdradził również, że w sierpniu stopa bezrobocia prawdopodobnie ustabilizuje się lub wzrośnie jedynie nieznacznie do 17,5 proc. Pozytywną informacją jest, że liczba nowych ofert pracy podskoczyła gwałtownie w lipcu o 35,2 proc. m/m i 35,7 proc. r/r. Niemniej jednak w dalszej części roku bezrobocie najprawdopodobniej przyspieszy w wyniku czynników sezonowych i na koniec grudnia może być bliskie 19 proc.

### **Inwestycje wciąż w dół w drugim kwartale**

W zeszłym miesiącu GUS opublikował również dane o nakładach inwestycyjnych. Inwestycje w gospodarce narodowej spadły w pierwszej połowie roku o 15,6 proc. r/r, w tym nakłady na środki trwałe o spadły o 15,5 proc. r/r. Jak zawsze GUS nie podał wcześniej danych o inwestycjach w pierwszym kwartale roku i dlatego nie można przekonać się jaka była dynamika inwestycji w kolejnych kwartałach br. Niemniej jednak przy założeniu, że dane, które są agregowane na podstawie informacji z przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 50 osób, są porównywalne z danymi z systemu rachunków narodowych, które używane są do obliczania PKB, spadek inwestycji w drugim kwartale pogłębił się (według rachunków narodowych spadły one o 13,6 proc. w pierwszym kwartale).

Nie powinno to zbytnio dziwić jeśli spojrzymy na wyniki finansowe przedsiębiorstw, pamiętając jednocześnie że znacząca część inwestycji finansowana jest ze środków własnych. Według danych GUS, trudna sytuacja finansowa firm utrzymywała się w II kwartale. br. łączne przychody były niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Jednakże firmy zdołały zredukować koszty szybciej niż spadały wpływy, w wyniku czego poprawiły się nieco wskaźniki zyskowności oraz płynności w ujęciu rocznym. Fakt, że sytuacja finansowa firm w I poł. br. poprawiła się jedynie nieznacznie wobec I poł. 2001 sugeruje, że w II kw. nastąpiło pewne pogorszenie, podczas gdy w I kw. odnotowano gwałtowną poprawę sytuacji finansowej. Co ciekawe, poprawa wskaźników finansowych nastąpiła także w przypadku eksporterów, mimo ich narzekania na przewartościowanego złotego, a tak naprawdę jest to grupa, w której poprawa była najwyraźniejsza. Jest to zgodne z raportem NBP na temat koniunktury, w którym wskazano, że eksporterzy oceniają swoją sytuację bieżącą lepiej niż przeciętny przedsiębiorca, a ich oczekiwania są także bardziej optymistyczne.

### **...choć widać światełko w tunelu**

Z drugiej strony dane o inwestycjach zawierają pozytywne elementy. Wartość kosztorysowa nowo rozpoczętych inwe-

stycji w pierwszej połowie br. była o 44,9 proc. r/r wyższa niż w odpowiednim okresie ub. r. W samym przemyśle wzrost wyniósł aż 115,5 proc. r/r. Dane te są spójne z informacjami o stopniowo poprawiającej się sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Podczas gdy dane o inwestycjach pozwalają mieć nadzieje na odbicie inwestycji w przyszłości, to powinny one być na razie traktowane ostrożnie i należy zająć na ich potwierdzenie w następnym kwartale. Nie zmieniamy zdania i nadal uważamy, że nakłady na środki trwałe prawdopodobnie wzrosną realnie w stosunku rocznym w IV kwartale br.

### **Budżet zgodnie z planem po lipcu**

Wyniki wykonania budżetu po siedmiu miesiącach br. mniej więcej potwierdziły wcześniejsze informacje wiceminister Haliny Wasilewskiej-Trenkner. Deficyt budżetu wyniósł 25,7 mld zł, tj. 64,2 proc. planu na cały rok. Dochody budżetu ogółem wyglądają przyzwoicie, rosnąc 1.1 proc. r/r narastająco (styczeń-lipiec) i aż 32,2 proc. r/r w samym lipcu. W warunkach porównywalnych (po skorygowaniu o jednorazowe wpływy budżetowe w 2001 ze sprzedaży collateral i z opłat za licencje UMTS) wzrost w okresie styczeń-lipiec wyniósł 4,2 proc. r/r.

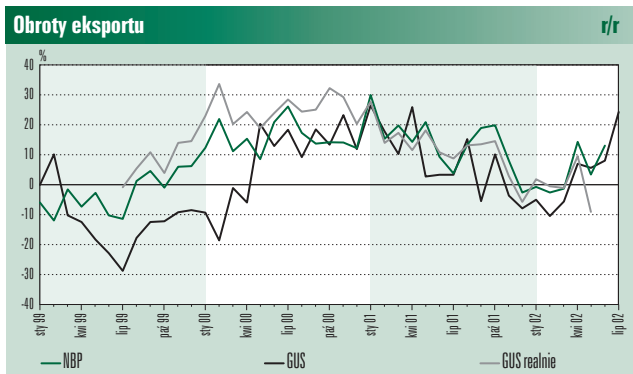
Najsilniejszy wzrost odnotowano w podatkach pośrednich, które narastająco w okresie styczeń-lipiec wzrosły 12,2 proc. r/r i 15,6 proc. w lipcu. Niemniej jednak, podobnie jak w poprzednim miesiącu, może to być po części wynikiem wydłużenia terminów zwrotu VAT eksporterom do 60 dni, które weszło w życie 1 czerwca. Zmiana ta podwyższyła nieco w czerwcu i lipcu wpływy netto z VAT ponieważ urzędy skarbowe nie musiały zwracać podatku znaczącej części firm eksportujących swoje towary. Wpływy z podatku od dochodów przedsiębiorstw (CIT), mimo, że wyglądają dobrze w ujęciu narastającym (wzrost o 9,4 proc. r/r), w lipcu były o 13 proc. niższe niż przed rokiem. Taki wynik rozczarowuje i może sugerować, że kondycja finansowa firm, która szybko poprawiała się w I kw. br. może być mniej zadowalająca w drugiej połowie roku, rzucając cień na perspektywę ożywienia inwestycji. Wpływy z PIT były stosunkowo dobre (wzrost o 11,5 proc. w lipcu), co jednak raczej odzwierciedlało mniejsze odpisy z tytułu ulg podatkowych niż przyspieszenie wzrostu dochodów ludności (fundusz płac wciąż pozostaje na minusie, patrz wyżej). W lipcu budżet otrzymał 2,6 mld zł wpłaty z zysku NBP.

Należy odnotować dość wyraźne przyspieszenie wydatków budżetowych w lipcu. Wydatki wzrosły o 30,4 proc. r/r w miesiącu oraz 7,3 proc. r/r narastająco, wobec odpowiednio 0,5 proc. r/r i 4,1 proc. r/r w czerwcu. Jednym z głównych powodów było znaczne zwiększenie dotacji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Rzeczywiście, wydaje się, że ostatnio ZUS dokonał postępu w spłaceniu zaległych

składek do OFE, co niektórzy z nas odnotowali nawet na własnych kontaktach w funduszach emerytalnych. Bardzo dobrze, jednak zanim popadniemy w nadmierny optymizm, warto przypomnieć, że poprzednim razem gdy ZUS przyspieszył porządkowanie zaległych składek i spłacanie zaległości, jego szef bardzo szybko stracił posadę. Podsumowując, zaawansowanie wykonania budżetu państwa po siedmiu miesiącach sugeruje, że nie powinno być problemu z realizacją tegorocznej ustawy budżetowej.

### Wciąż dobre wyniki eksportu

GUS podał czerwcowe dane o handlu zagranicznym po sześciu miesiącach br., liczone na bazie deklaracji celnych, które po załamaniu obrotów eksportu w maju przyniosły gwałtowne odbicie. Tempo wzrostu eksportu wyrażonego w dolarach wyniosło 13 proc. r/r w czerwcu. W okresie styczeń-czerwiec eksport w ujęciu dolarowym zwiększył się o 4,1 proc. r/r wobec 0,2 proc. r/r wzrostu po pięciu miesiącach tego roku. Dane GUS o obrotach handlowych są tym razem zgodne z udostępnionymi wcześniej statystykami NBP na bazie płatności, które również sygnalizowały silny wzrost eksportu. W czerwcu przyspieszył także import, rosnąc 10 proc. r/r w miesiącu i 2,2 proc. r/r w całym pierwszym półroczu, podczas gdy w maju wzrost wynosił 1,8 proc. r/r a po pięciu miesiącach br. 0 proc. r/r.



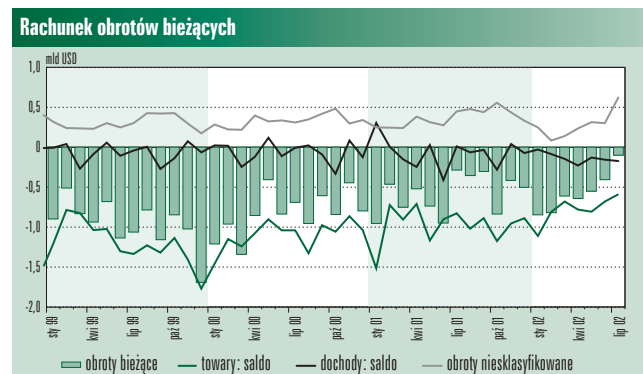
Źródło: GUS, NBP

### ...wysokie obroty handlowe również w NBP

Opublikowane pod koniec sierpnia dane bilansu płatniczego pozytywnie zaskoczyły rynek. Deficyt obrotów bieżących spadł mocno w lipcu do 97 mln USD z 408 mln USD (zrewidowanych w górę) w czerwcu. Deficyt handlowy wyniósł 588 mln USD dzięki bardzo silnemu eksportowi (3,18 mld USD, wzrost o 18,6 proc. m/m i 24,2 proc. r/r) oraz poprawie importu (3,76 mld USD, 12 proc. m/m i 11,3 proc. r/r). Płatności eksportowe przekroczyły poziom 3 mld USD pierwszy raz od początku lat 90-ych. Gwałtowna poprawa odnotowana została także w przypadku salda przepływów niesklasyfikowanych, gdzie osiągnięto nadwyżkę 624 mln USD, ponad dwa razy więcej niż w dwóch ostatnich miesiącach. Stosunek deficytu 12-miesięcznego w ujęciu

narastającym do PKB zmniejszył się do około 3,5 proc. z 3,7 proc. w czerwcu.

Interpretując bardzo silne dane za lipiec należy pamiętać o czynniku, który wpłynął również na dane produkcji przemysłowej – sprzedaż statków będących zabezpieczeniem kredytów Stoczni Szczecińskiej. Ten czynnik jednorazowy (podobnie jak liczba dni roboczych) może ograniczyć optymizm dotyczący odbicia w eksporcie oraz sugeruje, że dane w kolejnym miesiącu mogą nie być tak imponujące. Musimy również brać pod uwagę, że dane publikowane przez NBP są w ujęciu dolarowym, podczas gdy większość handlu jest rozliczana w euro i stąd wahania kursów walutowych zwiększyły obroty. Jednakże nawet biorąc pod uwagę te czynniki, dane nadal są dobre, potwierdzając, że popyt zagraniczny na polskie towary pozostaje silny. Jednocześnie import także wykazuje pewne oznaki ożywienia, pokazując, że również popyt krajowy może wychodzić z recesji. Do pewnego stopnia wzrost importu jest zrozumiały, jako że wielu eksporterów jednocześnie jest importerami dóbr pośrednich i surowców, więc zachowanie eksportu i importu jest do pewnego stopnia skorelowane. Jednak poprawa dynamiki importu może też odzwierciedlać przyspieszenie popytu konsumpcyjnego (pamiętajmy, że sprzedaż detaliczna wzrosła w lipcu o 8,6 proc. r/r – głównie dzięki sprzedaży samochodów) oraz stopniową poprawę działalności inwestycyjnej. Gwałtowna deprecjacja złotego w lipcu silnie wsparła saldo obrotów niesklasyfikowanych, które osiągnęło w rekordową nadwyżkę. Mogło to wynikać głównie z dwóch czynników: wzrostu handlu przygranicznego, bowiem dla sąsiadów poprawiła się atrakcyjność naszych towarów po osłabieniu złotego oraz aktywniejszej wymiany oszczędności gospodarstw domowych utrzymywanych w walutach na złote.



Źródło: NBP

W świetle bardzo optymistycznych danych o handlu zagranicznym łatwiej jest teraz zrozumieć, dlaczego członkowie RPP kilka razy powtarzali na zeszło miesięcznej konferencji prasowej, że muszą zaczekać kolejny miesiąc, aby mieć pewność, czy rzeczywiście ożywienie stało się faktem. Najwyraźniej zdawali sobie sprawę, że silne dane lipcowe

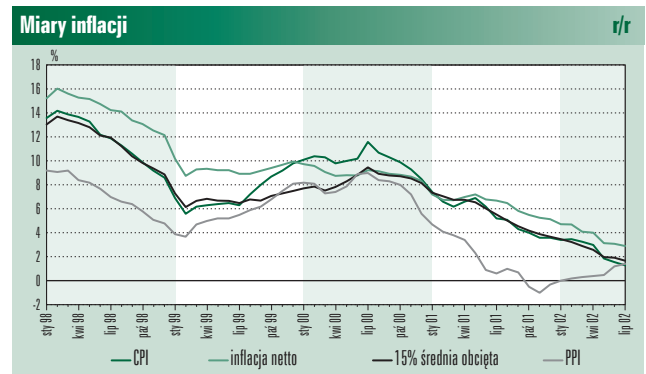


(już je znali) mogą częściowo odzwierciedlać czynniki jednorazowe i chcieli przekonać się, czy pozytywne tendencje zostaną potwierdzone w kolejnych miesiącach. Zapewne, jeśli dynamika eksportu i importu w sierpniu (publikacja na koniec września) będzie tak dobra jak w lipcu, to obniżka stóp będzie odłożona co najmniej o miesiąc.

W sumie dane o polskich obrotach handlowych są jednoznacznie bardzo pozytywne i wskazują, że ostatnie oznaki ożywienia gospodarczego nie były jedynie przypadkowe, lecz odzwierciedlają rzeczywiste tendencje w gospodarce. Wpływ jednorazowych czynników ogranicza do pewnego stopnia optymizm, ale uważamy, że dane potwierdzają nasz scenariusz stopniowego ożywienia gospodarczego.

### Inflacja – kolejny rekordowo niski poziom

Generalnie dane nt. aktywności gospodarczej potwierdzają nasz scenariusz stopniowego ożywienia gospodarczego. Nie powinny one jednak znacząco wpłynąć na oczekiwania odnośnie obniżki stóp procentowych, szczególnie, że wygląda na to, że bank centralny jest mniej optymistyczny co do perspektyw ożywienia niż rząd. Perspektywy inflacyjne pozostają optymistyczne. Mimo, że konsensus prognoz wskazuje na wzrost CPI pod koniec roku, należy zauważyć, że ostatnio zaobserwowaliśmy gwałtowną redukcję rynkowych oczekiwań inflacyjnych, a wg badania Ipsos-Demoskop istotnie obniżyły się również oczekiwania inflacyjne ludności w sierpniu (patrz poniżej). W ub. miesiącu GUS podała, że inflacja w lipcu spadła do kolejnego rekordowego poziomu 1,3 proc. r/r. Spadek cen w ciągu miesiąca spowodowany był głównie przez ceny żywności, które zmniejszyły się o 2,9 proc. m/m. Nie było to w pełni zrekompensovane przez czynniki napędzające wzrost cen. Ceny elektryczności, na które wpływ miała podwyżka akcyzy, wzrosły o 6,5 proc. m/m – więcej niż 5,7 proc. prognozowane przez Urząd Regulacji Energetyki. Także ceny transportu, włączając ceny paliwa, wzrosły jedynie umiarkowanie o 0,7 proc. m/m. Wydaje się, że osłabienie złotego obserwowane od początku maja nie przeniosło się na wzrost cen. Inne komponenty koszyka konsumpcyjnego były mniej więcej stabilne w ubiegłym miesiącu. GUS opublikował także dane o cenach producenta, których dynamika przekroczyła oczekiwania rynkowe osiągając 0,5 proc. m/m i 1,4 proc. r/r (a dane czerwcowe zrewidowano w górę do odpowiednio 0,2 proc. i 1,2 proc.). Pewne przyspieszenie cen producenta zapewne wynika częściowo z deprecjacji złotego, która wpłynęła głównie na ceny paliw. Efekty wtórne tego procesu możemy jeszcze obserwować w sierpniu. Stopniowe przyspieszenie rocznej dynamiki PPI to także wynik efektu niskiej bazy.



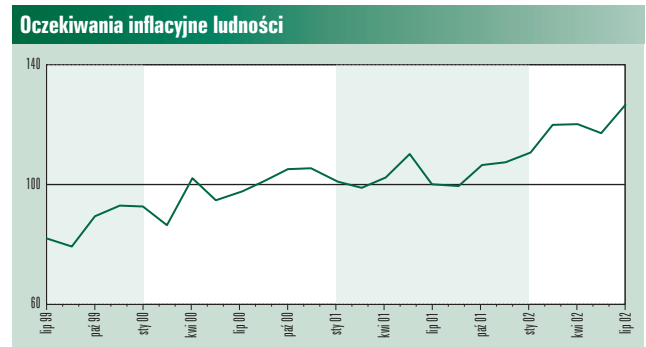
Źródło: GUS, NBP

### ...a wszystkie miary inflacji bazowej podobnie

Wszystkie pięć wskaźników inflacji bazowej liczonych przez NBP spadło w lipcu, osiągając podobnie jak CPI najniższe poziomy w historii. W przypadku trzech spośród pięciu wskaźników spadek rocznej stopy inflacji bazowej był głębszy niż inflacji konsumenta. Jednak dwa wskaźniki najuważniej obserwowane przez NBP, czyli inflacja netto oraz 15 proc. -średnia obciążona, obniżyły się nieco wolniej niż CPI (spadły one z 3,1 proc. i 1,94 proc. do odpowiednio 2,9 proc. i 1,7 proc.). W lipcu najniższa była inflacja po wyłączeniu cen kontrolowanych, wynosząc 0,8 proc. r/r. Jedynie inflacja netto była powyżej dolnego końca celu inflacyjnego NBP na poziomie 2 proc. Generalnie dane inflacji bazowej potwierdziły raz jeszcze, że obecnie brak jest jakichkolwiek oznak presji inflacyjnej w gospodarce, a w średnim terminie perspektywy inflacji są całkiem korzystne.

### (Prawie) wszyscy optymistycznie o inflacji

W wywiadzie dla Polskiego Radia (patrz sekcja Pod lupą: Rząd i polityka) minister finansów Grzegorz Kołodko powiedział, że stopa inflacji na koniec br. wyniesie 1,6-1,8 proc. r/r – nie mniej i nie więcej. Optymizm Kołodki odnośnie inflacji wydaje się być podzielany przez opinię publiczną. Według sondażu Ipsos-Demoskop oczekiwania inflacyjne gospodarstw znacznie spadły w sierpniu. Przypomnijmy, że ostatnio obserwowaliśmy również gwałtowną rewizję oczekiwań inflacyjnych uczestników rynku finansowego.



Źródło: Ipsos-Demoskop

Uwaga: wyższa wartość oznacza spadek oczekiwań inflacyjnych.

Wyniki comiesięcznych ankiet przeprowadzanych wśród analityków bankowych pokazały gwałtowny spadek oczekiwań inflacyjnych. Stopa inflacji prognozowana na grudzień tego roku spadła w sierpniu znacznie do 2,3 proc. r/r w ankiecie Reutera i do 2,15 proc. r/r w ankiecie PAP (odpowiednio z 2,8 proc. i 2,7 proc. podanych miesiąc wcześniej). Należy się jednak spodziewać, że po kolejnych publikacjach cen żywności (za sierpień) prognozy te zostaną obniżone ponownie (prawdopodobnie do poniżej 2 proc.).

### **Inflacja – poniżej celu... ponownie**

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w pierwszej połowie sierpnia znowu spadły bardziej niż oczekiwał rynek, udowadniając po raz kolejny, że nadmiar podaży na rynku żywności jest bardzo znaczny. W drugiej połowie odnotowano już mniejszy spadek, jednak w całym miesiącu wyniósł on niemalże 1,5 proc. m/m. Ministerstwo Finansów prognozuje inflację sierpniową w wysokości 1,2 proc. r/r wobec 1,3 proc. w lipcu. Niemniej jednak, wielkość inflacji zależy będzie od kształtowania się innych niż żywność składowych koszyka CPI. Najważniejsze jest do jakiego stopnia efekty podwyżek taryf na energię elektryczną i cen paliw obserwowane w lipcu będą kontynuowane w sierpniu. Podczas gdy nie wydaje nam się, żeby ten wpływ był wystarczający, aby spowodować wzrost wskaźnika CPI w sierpniu, to nie jest pewne czy możliwy będzie jego kolejny spadek.

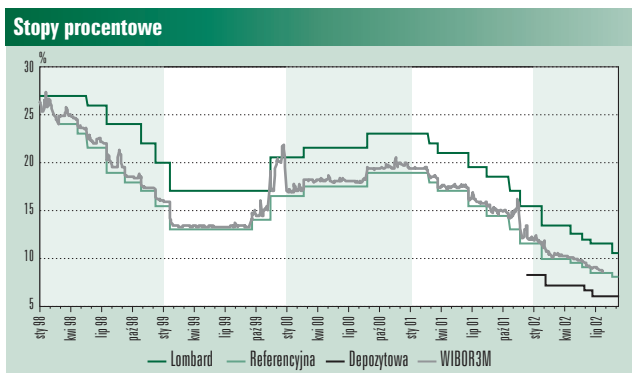
Ministerstwo Finansów stwierdziło również, że inflacja pozostanie stabilna we wrześniu, a na koniec roku powinien wynieść 1,6-1,7 proc. r/r. Prognoza na koniec roku jest zgodna z naszymi oczekiwaniami, ale we wrześniu spodziewamy się umiarkowanego wzrostu CPI (zakładając zwiększenie się cen żywności o 0,7-0,8 proc. m/m).

## Pod lupą: Bank centralny

- Zgodnie z oczekiwaniami stopy w sierpniu w dół
- ...i to jeszcze nie koniec
- Przyjęcie euro nie wcześniej niż w 2007 roku

### Oczekiwane kolejne obniżki

Na sierpniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się obniżyć po raz kolejny oficjalne stopy procentowe. Stopa lombardowa została zmniejszona o 100 pb do 10,5 proc., stopa referencyjna o 50 pb do 8,0 proc., a stopa depozytowa pozostała niezmienną 5,5 proc. RPP utrzymała neutralne nastawienie w polityce monetarnej. Decyzja z pewnością nie była zaskoczeniem i była przewidywana zarówno przez rynki, jak i niemal wszystkich ekonomistów. Fakt, że nie wszystkie stopy zostały obniżone w tej samej skali wynikał z potrzeby zawężenia przedziału zmienności stóp rynku międzybankowego, bowiem zmniejszył się bezwzględny poziom stóp.



Źródło: BZ WBK

Niska inflacja i lepsze perspektywy inflacyjne w krótkim terminie (niższe oczekiwania inflacyjne zarówno gospodarstw domowych, jak i ekonomistów) były głównym powodem jedenastej obniżki stóp. Choć członkowie RPP pozytywnie ocenili sygnały wyższej aktywności gospodarczej (silna produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz więcej noworozpoczętych inwestycji), to ich zdaniem ożywienie będzie stopniowe, bez stwarzania ryzyka dla realizacji celu inflacyjnego. Jesteśmy dokładnie tego samego zdania. Co więcej, wydaje się, że również poglądy członków RPP na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji są podobne do naszych, bowiem Grzegorz Wójtowicz powiedział, że w sierpniu inflacja konsumenta zapewne spadnie do 1,2 proc., co sugerować może, że ten spadek został już w kalkulowany przez RPP. Jak zwykle RPP zaznaczyła ryzyko ekspansywnej polityki fiskalnej (wyższy deficyt ekonomiczny), wysoką dynamikę gotówki w obiegu oraz ryzyko wzrostu cen paliw, jako czynniki zagrażające stabilizacji inflacji na niskim poziomie.

Po sierpniowej decyzji i dość „gołębi” komunikacie Rady nie zmieniamy naszego poglądu, że obniżki stóp procentowych będą kontynuowane w tym roku. Interesujące wydaje się stwierdzenie Grzegorza Wójtowicza, dotyczące przyszłej polityki pieniężnej. Powiedział on „po jedenastu obniżkach, jednym czego można być pewnym jest to, że nie nastąpi jedenaście kolejnych obniżek... chyba, że każda z nich wyniosłaby 10 pb.”. Taka wypowiedź sugeruje, że frakcja gołębia w RPP widzi możliwość redukcji stóp procentowych o kolejne 100 pb w ciągu kilku najbliższych miesięcy. Jednak w wywiadzie telewizyjnym Wójtowicz dodał, że ma nadzieję na zmianę policy mix, co może oznaczać, że Rada z wielką uwagą będzie śledziła propozycje związane z przyszłorocznym budżetem i skala następnych cięć stóp będzie zależała od deficytu ekonomicznego. Jako, że nie spodziewamy się dramatycznej zmiany ekspansywności polityki fiskalnej w przyszłym roku (nawet niższy deficyt budżetu centralnego niekoniecznie musi obniżyć całkowity deficyt finansów publicznych), oczekujemy jeszcze jednej obniżki stóp o 50 pb w tym roku, z szansą na kolejne 50 pb (być może w dwóch ruchach po 25 pb) w 2003 roku. O ile cięcia już w bieżącym miesiącu nie można kompletnie wykluczyć (jeśli dane ekonomiczne nie potwierdzą poprawy perspektyw ożywienia w gospodarce), przypisujemy wyższe prawdopodobieństwo do decyzji w październiku-listopadzie.

### Czy przyjęcie euro jest możliwe w 2006 r.

Ministerstwo Finansów i NBP zdecydowały, że nie będą komentować w mediach szczegółów prac wspólnego zespołu roboczego, który rozpoczął kilka tygodni temu prace nad strategią kursową w drodze do UE i strefy euro. Niemniej jednak obie strony ujawniły ostatnio, że zgodziły się już co do tego, że najlepsze dla polskiej gospodarki byłoby jak najszybsze przystąpienie naszego kraju do strefy euro po wejściu do UE. Prezes NBP Leszek Balcerowicz potwierdził takie stanowisko na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP, a podobny pogląd wyrażał wiceminister finansów Ryszard Michalski w wywiadzie opublikowanym na stronie internetowej Ministerstwa Finansów.

Agencja Reuters podała, że Balcerowicz wymienił rok 2006 jako najbardziej pożądaną datę wstąpienia do UGiW, podczas gdy PAP podał, że powiedział on jedynie o „dwóch latach po wejściu do UE”, dodając, że „wymagałoby to spełnienia kryteriów konwergencji z Maastricht w 2005 r.” Przypomnijmy, że analizowaliśmy możliwe scenariusze przyjęcia euro w Polsce w lipcowym wydaniu MAKROskopu. Według najbardziej optymistycznego z nich najwcześniejszą datą wydaje się być początek 2007 r., głównie ze względu na kwestie techniczne i długość procedur unijnych. Utrzymujemy taki punkt widzenia, ponieważ trudno jest uważać

za możliwe przystąpienie do strefy euro już w 2006 r. w sytuacji gdy zdolność naszego kraju do tego będzie oceniana na podstawie wypełniania kryteriów w 2005 r. (pierwsze oficjalne dane o 2005 r. będą znane przecież dopiero w pierwszym kwartale 2006 r. ).

We wspomnianym wyżej wywiadzie z ministrem Michałskim poinformował on, że podczas gdy obie strony zgadzają się co do ogólnych zasad strategii kursowej, różnica polega na tym, że rząd skoncentrowany jest bardziej na krótko- i średniookresowych zagadnieniach, a bank centralny skupia się głównie na długoterminowych perspektywach. Dlatego – powiedział Michałski – ministerstwo planuje zakup walut zagranicznych na spłatę odsetek od polskiego długu zagranicznego na rynku walutowym, co wytworzyłoby presję na osłabienie kursu złotego.

W naszej opinii przyjęcie euro w 2007 r. jest bardziej prawdopodobne, ale determinacja zarówno NBP, jak i Ministerstwa Finansów może być pozytywnie odebrana przez rynek zwiększając zaufanie inwestorów w przebieg konwergencji nominalnej, co może przynieść rezultat w postaci aprecjacji złotego i spadku rentowności papierów skarbowych. Taki efekt jest bardziej prawdopodobny po oficjalnym ogłoszeniu wspólnego stanowiska, które, według słów wiceprezesa NBP Andrzeja Bratkowskiego, będzie miało miejsce „najpóźniej w październiku”.

### **Tylko dwóch przeciw obniżce stóp w czerwcu**

W zeszłym miesiącu opublikowane zostały w Monitorze Sądowym i Gospodarczym wyniki głosowania RPP na czerwcowym posiedzeniu. Podobnie jak w maju tylko dwóch członków Rady było przeciw 50-punktowej obniżce stóp procentowych. Tym razem jednak, oprócz Marka Dąbrowskiego, który zawsze jest przeciwny ekspansji monetarnej, głos przeciwny należał również do Jerzego Pruskiego. Tak jak na kwietniowym głosowaniu motywy stojące za decyzją Pruskiego nie są łatwe do odgadnięcia. Jedną z możliwości jest, że popierał on głębszą redukcję stóp. Drugą, że był przeciwny jakiegokolwiek obniżce. Pamiętając jednak wyniki głosowania w styczniu druga opcja wydaje się znacznie bardziej prawdopodobna. Pruski był wówczas przeciwny propozycjom redukcji stóp o 200, 150 i 100 pkt. bazowych, podczas gdy inne „jastrzębie” godziły się na cięcie w najmniejszej skali.

### **NBP dostosowuje instrumenty otwartego rynku do standardów ECB**

Członek RPP Dariusz Rosati powiedział w jednym z wrześniowych wywiadów, że NBP chce zastąpić 28-dniowe operacje otwartego rynku 14-dniowymi od początku 2003 r. Celem tej zmiany jest zwiększenie elastyczności zarządzania płynnością sektora bankowego i ujednolice-

nie operacji otwartego rynku w Polsce ze standardem ECB (podstawowym instrumentem ECB jest 2-tygodniowa operacja repo). NBP chce także wprowadzić operacje dostrajające (o zapadalności od 1 do 7 dni) przeprowadzane ad hoc oraz operacje strukturalne (do 3 miesięcy), zapewne prowadzone regularnie. Rosati dodał, że Rada pracuje nad dostosowaniem rezerwy obowiązkowej do standardów ECB, co oznacza oprocentowanie tych rezerw oraz obniżenie ich stopy z obecnych 4,5 proc. do 2 proc. Według Rosatego, NBP chce zakończyć sprzedaż obligacji konwertowanych (za dług rządowy wobec banku centralnego) do końca br. Członek RPP podsumował, że jeśli nadmierna płynność w sektorze bankowym będzie się utrzymywać, to NBP będzie sprzedawać własne papiery o zapadalności 3 miesięcy lub dłuższe.

Zmiany w instrumentach NBP mające na celu dostosowanie ich do standardów ECB skróci sektor krzywej rentowności będący pod bezpośrednią kontrolą banku centralnego. Z drugiej strony będzie to oznaczać skuteczniejszą kontrolę segmentu do 14 dni.

# Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej

W pierwszej połowie sierpnia korzystający z przerwy wakacyjnej przedstawiciele banku centralnego nie wypowiadali się w mediach. Ich komentarze pojawiły się dopiero po publikacji lepszych niż wcześniej oczekiwano danych ekonomicznych za lipiec. Członkowie RPP wydawali się być podzieleni w ich ocenie. Podczas gdy Cezary Józefiak wydawał się być zaskoczony rekordowo niskim poziomem inflacji, to Grzegorz Wójtowicz i Dariusz Rosati nie byli tym zdziwieni. Ponadto, „gołębie” z RPP mówiły, że nie dostrzegają istotnych zagrożeń dla inflacji w średnim okresie, mimo że zdają sobie sprawę, że nie będzie ona wiecznie spadać. Wiceprezes NBP, Andrzej Bratkowski nakreślił prognozę wzrostu gospodarczego NBP, która – co zaskakujące – jest jedną z najbardziej pesymistycznych na rynku. Przy takich przewidywaniach byłoby bardzo dziwne, gdyby RPP powstrzymała się przed dalszym poluzowaniem monetarnym. Dariusz Rosati wypowiadał się również o planowanych zmianach w zasadach operacji otwartego rynku w 2003 r (ten temat poruszamy na początku raportu).

W ostatnim tygodniu miesiąca wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego dotyczyły głównie inflacji, wyników handlu zagranicznego i perspektyw wzrostu gospodarczego. Grzegorz Wójtowicz przewiduje, że sierpień będzie czwartym z rzędu miesiącem deflacji, a po zaskakująco dobrych danych o bilansie płatniczym w lipcu jest również bardziej optymistyczny niż wcześniej co do kształtowania się relacji deficytu na rachunku bieżącym do PKB w tym roku. Podczas gdy Dariusz Rosati uważa, że czynniki podaźowe przestaną już pozytywnie wpływać na inflację, to nie oczekuje on odbicia inflacji w nadchodzących miesiącach. Jego zdaniem trzeci kwartał br. powinien być okresem znacznego wzrostu aktywności ekonomicznej. Także prezes NBP Leszek Balcerowicz dostrzega pozytywne tendencje w gospodarce, szczególnie w eksporcie. Z drugiej strony jest on ostrożny jeśli chodzi o politykę fiskalną. Podczas gdy Balcerowicz potwierdził, że również NBP oczekuje kontynuacji dezinflacji, to stwierdził on ostatnie dane wskazują na potrzebę zachowania ostrożności w polityce pieniężnej.

KTO, KIEDY, GDZIE	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz; prezes NBP; PR1, 29 VIII	<p>Niepokojące jest, że dług publiczny w stosunku do PKB zaczyna bardzo wyraźnie rosnąć z poziomu poniżej 42 proc., a teraz się dowiadujemy, że jest to prawie 50 proc. Może przekraczać pewne granice wyznaczone w ustawie o finansach publicznych.</p> <p>Te zmodyfikowane prognozy [inflacyjne] Ministerstwa Finansów mieszczą się w przedziale prognoz Narodowego Banku Polskiego.</p> <p>To nie jest rozwiązanie typowe, ale zdarza się, np. we Włoszech. Zawsze poprzedzone jest gorącą debatą. Pytanie, na które trzeba w takim przypadku odpowiedzieć, jest takie, jak wpłynie to na trwałą ściągłość podatków czy skłonność ludzi do płacenia tego podatku. Drugie pytanie, które warto zadać, jest takie, czy obecne przepisy prawa podatkowego nie dają możliwości, które chciałoby się osiągnąć przez nowe przepisy. Czy np. obecne przepisy prawa podatkowego w Polsce nie dają urzędnikom podatkowym możliwości sprawdzania majątku osób, co do których istnieją przypuszczenia, że deklaruwane dochody są rażąco niskie.</p> <p>Tego się nie da wykluczyć (spekulacyjnych ataków na złotego w trakcie ERM 2). Dlatego warto ten przejściowy okres skracać, czyli nastawiać się na możliwe szybkie wejście do strefy euro. A to oznacza dążenie do szybszego spełnienia kryteriów z Maastricht.</p>
Reuters, 28 VIII	<p>Kształtowanie się inflacji na niskim poziomie sprzyja wzmocnieniu niskich oczekiwań inflacyjnych. Sam niski poziom inflacji nie miał wpływu na decyzję RPP.</p> <p>Być może wzmocniły się sygnały o nadchodzącym ożywieniu w Polsce. Pokrzepiające są dane dotyczące eksportu. Dane makroekonomiczne, pokazujące rosnącą szansę na ożywienie gospodarcze, wskazują na potrzebę ostrożności w polityce pieniężnej.</p> <p>Pewne rzeczy uzgodniono. Obie strony uznały, że dla Polski najlepszym wariantem jest ten, który zakłada przygotowanie wejścia do strefy euro w najbliższym możliwym terminie. Najlepszą opcją byłoby przystąpienie do strefy euro dwa lata po wejściu do UE, co oznacza wypełnienie kryteriów z Maastricht w 2005 r.</p> <p>Uważam, że ta strategia „małych kroków” w procesie obniżania stóp procentowych] jest właściwa.</p> <p>Skala niepewności co do polityki fiskalnej ogranicza możliwość manewrów polityki pieniężnej. Mamy nadzieję, że deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych będzie mniejszy niż do tej pory prognozowano. Wiele wskazuje, że deficyt ekonomiczny może być wyższy od 5 proc. (PKB).</p>

Andrzej Bratkowski, wiceprezes NBP PAP, 22 VIII	<p>Szacujemy, że wzrost PKB w trzecim kwartale wyniesie poniżej 1 proc. , w czwartym kwartale około 1 proc. , a w całym 2002 roku wzrośnie o 0,7 proc.</p> <p>Wydaje się, że wzrost produkcji w czerwcu i w lipcu został spowodowany przez wzrost eksportu. Nie możemy spodziewać się silnego wzrostu dynamiki produkcji, ale liczymy na to, że ta umiarkowana dynamika będzie się utrzymywała, mimo że oczekujemy trudniejszej sytuacji.</p> <p>Inflacja jest pod kontrolą, prawdopodobnie w sierpniu ukształtuje się na poziomie z bliznym do lipca, a od jesieni można się spodziewać jej umiarkowanego wzrostu.</p> <p>Myślę, że najpóźniej w październiku powinniśmy to [prace zespołu MF i NBP do spraw strategii kursowej przed wejściem Polski do UE] skończyć. W sierpniu jest mało prawdopodobne, że uda nam się skończyć rozmowy. Raczej jestem przeciwny przesadnemu spieszeniu się, bo koniec końców nie wiadomo, co będzie się działo do 2006 roku lub trochę dłużej. Pracujemy, wymieniamy poglądy, przedstawiamy różne punkty widzenia, koncepcje, oceniamy je wzajemnie, więc to trwa. Jeśli chodzi o najbardziej generalne zasady, to wydaje mi się, że jesteśmy bardzo zbieżni. Natomiast, jak te cele zrealizować, to nad tym jeszcze dyskutujemy.</p>
--	--

Dariusz Rosati, członek RPP, PAP, 26 VIII	<p>Wyniki inflacji bazowej są dobre, świadczą o tym, że nawet miary inflacji oczyszczone z czynników przejściowych i sezonowych, takich jak ceny żywności czy ceny paliw pokazują stały spadek inflacji. Jest to z całą pewnością z jednej strony wiadomość pozytywna i świadczy o braku zagrożeń inflacyjnych, ale z drugiej strony sytuacja w sektorze realnym pozostaje nadal trudna i nie widać znaczących przejawów ożywienia popytu. Jeśli chodzi o inflację bazową, to się nie spodziewamy zmian. Wskaźnik CPI będzie się natomiast zmieniał, ponieważ przestaną działać czynniki sezonowe, przede wszystkim żywność. Ponadto do tego dojdą odłożone skutki podwyżki akcyzy na energię elektryczną oraz, do</p>
--	--

pewnego stopnia, wpływ podwyżek cen ropy naftowej. Natomiast czynniki czysto fundamentalne od strony popytowej nie mają perspektyw na zmianę w ciągu najbliższego okresu czasu.

Trend wzrostowy w produkcji przemysłowej się utrzyma, może to nie będzie taki skok, jak w lipcu, nawet uwzględniając liczbę dni. Spodziewałem się silniejszego ożywienia już nawet w II kwartale, jednak to trochę się opóźniło, ze względu na sytuację na rynkach zagranicznych, ale III kwartał będzie na pewno okresem wyraźnego wzrostu aktywności gospodarczej.

PAP, 21 VIII

Chcielibyśmy od stycznia 2003 roku przejść na 14-dniowe operacje otwartego rynku, w miejsce obecnych 28-dniowych. Będzie to podstawowy instrument operacji otwartego rynku. To daje większą elastyczność i pozwala bankom lepiej planować płynność. Będziemy przeprowadzać operacje dwutygodniowe w taki sposób, by krótkookresowe stopy na WIBOR dwutygodniowy nie spadły poniżej stopy referencyjnej. Będzie to dokładnie to samo, co do tej pory, tylko przy zastosowaniu krótszych papierów. Druga zmiana, jaką wprowadzimy, to będą operacje dostrajające, czyli ad hoc, krótkookresowe 1-7 dni, w odpowiedzi na nagle, ale krótkotrwałe zmiany płynności na rynku. Myślimy również o operacjach strukturalnych – średniookresowych, trzymiesięcznych. To są główne kierunki naszego myślenia, ostateczny kształt te projekty przybiorą w założeniach polityki pieniężnej na 2003 rok, które będą gotowe we wrześniu. Pewne szczegóły być może będziemy dopracowywać do końca roku.

Ciągle nosimy się z zamiarem zakończenia tej operacji [sprzedaż obligacji ze skonwertowanego długu Skarbu Państwa] do końca tego roku i myślę, że to zrealizujemy. Ale wiele zależy od stanu płynności na rynku, a to trudno przewidzieć. Jest taki pomysł, żeby Ministerstwo Finansów lokowało pieniądze także w bankach komercyjnych, wtedy sytuacja płynności w sektorze bankowym byłaby inna. Jeżeli duża nadpłynność w sektorze bankowym będzie się utrzymywać, to NBP będzie stosować obligacje 3-miesięczne albo z jeszcze dłuższym terminem zapadalności.

Puls Biznesu, 20 VIII

Obecnie nie występują czynniki, które mogą odwrócić trend niskiej inflacji. Nie ma zagrożenia celu inflacyjnego [...]. Wskaźnik CPI w grudniu powinien być na poziomie 2,5 proc.

Nadal panuje duża niepewność związana z przyszłorocznym budżetem, szczególnie dotyczy to wielkości deficytu. Ze strony polityki fiskalnej właśnie istnieje największe zagrożenie dla niskiej i stabilnej inflacji. Rada, podejmując decyzje, musi spoglądać w przyszłość [...]. Z tego powodu z dużą obawą oczekujemy na projekt budżetu na 2003 rok. [...] Inflacja powoli, ale systematycznie będzie rosła.

PAP, 19 VIII

Inflacja jest na wyjątkowo niskim poziomie, niż niż kilka miesięcy temu oczekiwano, ale głównym czynnikiem, który spowodował spadek inflacji, są spadające ceny żywności, czyli w dużym stopniu czynnik sezonowy.

Osobiście myślę, że lipcowy wynik 1,3 proc. jest minimum tego roku. W sierpniu wskaźnik ten może wynieść w granicach 1,5 proc.

---

Grzegorz Wójtowicz, członek RPP,

PAP, 30 VIII

Opublikowane dziś dane [o bilansie płatniczym w lipcu] są dobre. Jest szansa na to, że dobre dane o eksporcie będą się utrzymywały, co nie oznacza, że będzie ciągly postęp. Wyjątkowo niski deficyt obrotów bieżących sprawdził nas na poziom za ostatnie 12 miesięcy na wysokości 3,6 procent PKB. Mamy problem niskiego popytu wewnętrznego. Przy niskim popycie krajowym, szansa na sprzedaż w kraju jest niższa, w związku z tym przymus, by sprzedać zagranicą jest silniejszy i to są tego skutki. Nawet przy założeniu ożywienia gospodarczego w drugiej połowie roku uważam, że deficyt na koniec roku będzie bliższy 4 proc. PKB niż spodziewanym wcześniej przeze mnie 4,5 proc.

PAP, 28 VIII

Można spodziewać się po cenach żywności, że także sierpień będzie miesiącem deflacji. W 2001 roku wyniosła ona 0,3 proc. i jest prawdopodobne, że teraz będzie podobnie. Ale jeśli będzie głębsza, to o 0,1 punktu procentowego, co oznacza spadek wskaźnika inflacji do 1,2 proc.

PAP, 23 VIII

Mamy korzystne warunki pogodowe. Ludzie pojechali na urlopy i umiarkowana inflacja sprawiła, że popyt konsumpcyjny zaczął rosnąć. To się zresztą ujawniło się także we wzroście produkcji przemysłowej. Ale poza czynnikiem sezonowym jest element ożywienia gospodarczego. Wysoce prawdopodobne jest to, że ożywienie przyszło do Polski.

PAP, 20 VIII

Myślę, że II kwartał będzie lepszy niż I kwartał. Wzrost powinien wynieść poniżej 1 proc., ale powyżej 0,5 proc. Natomiast na koniec roku powinniśmy przekroczyć 1-procentowy wskaźnik wzrostu.

Reuters, 20 VIII

Jest duże prawdopodobieństwo, że takie ożywienie w II połowie roku nadejdzie [...]. Nie ma tutaj żadnych fajerwerków, ale dane o produkcji przemysłowej wskazują, że optymiści mogą mieć rację.

Rzeczpospolita, 20 VIII

Mimo wszystko są to dane za okres lipca, czyli wolniejszego biegu gospodarki i one nie przesądzają jeszcze (o trwałym trendzie ożywienia). Takie dane miesięczne muszą być potwierdzone co najmniej dwa razy.

Inflacja w lipcu nie była zaskoczeniem. Dochodzimy do najniższego poziomu. Nie można wykluczyć, że sierpniowa inflacja będzie niższa od lipcowej. Podany wskaźnik inflacji świadczy o ogromnym wpływie na polską gospodarkę czynników pogodowych. [...] Jest za wcześnie, aby w Polsce mówić o deflacji. [...] Polityka pieniężna związana jest z przyszłością, a podane informacje dotyczą przeszłości.

Reuters, 19 VIII

Wszystko mieści się w granicach oczekiwań (...) w zeszłym roku w sierpniu również mieliśmy spadek cen i w tym roku również na to idzie. Jeśli tak, to będziemy mieli czwarty miesiąc deflacji w sierpniu, ale myślę, że już stosunkowo niedużej. Od września możemy mieć już wzrostowe [wskaźniki m/m] i w sumie możemy mieć wzrostową tendencję wskaźnika 12-miesięcznego (...) prawdopodobnie w granicach 3,0 procent do końca roku, ale może być to nieco niżej.

---

Cezary Józefiak, członek RPP

PAP, 19 VIII

Sytuacja kształtuje się nieco inaczej, niż wielu myślało, w tym również ja. Nie spodziewałem się takiego spadku cen żywności. Nie sądziłem, że w taki sposób ukształtują się ceny paliw. Obecnie nikt nie szacuje, by te ceny miały się pogorszyć, przynajmniej w krótkim czasie. Obniżenie akcyzy na alkohol może w tym roku wpłynąć na inflację. Niektórzy szacują ten wpływ na 0,4 pkt. proc. Nieznany jest wpływ na inflację interwencyjnego skupu zbóż oraz wpływ zmiany kursu walutowego.

# Informacja z posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w dniach 27-28 sierpnia 2002

W dniach 27-28 sierpnia 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. Rada omówiła sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki oraz tendencje w sferze realnej, w zakresie płac i świadczeń społecznych, podaży pieniądza, kredytu i stóp procentowych, w sektorze finansów publicznych oraz kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych i cen oraz perspektyw inflacji.

## Decyzja Rady Polityki Pieniężnej

W sierpniu obserwuje się utrwalanie niskiego poziomu inflacji. W porównaniu do sytuacji przed miesiącem uległy wzmocnieniu czynniki ograniczające wzrost inflacji w przyszłości:

- ▶ oczekiwany poziom inflacji uległ dalszemu obniżeniu;
- ▶ obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej;
- ▶ dynamika podaży pieniądza M3 spadła do poziomu 1,2 proc.;
- ▶ znacząco obniżyła się dynamika kredytu dla gospodarstw domowych, utrzymuje się niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw;
- ▶ umiarkowany wzrost płac nie zagraża wzrostem presji inflacyjnej;
- ▶ ograniczenie usztywnień rynku pracy – dzięki częściowej liberalizacji kodeksu pracy – sprzyjać będzie utrzymaniu inflacji na niskim poziomie;
- ▶ oddala się perspektywa przyspieszenia wzrostu w USA i Unii Europejskiej.

Przy mniej optymistycznych perspektywach wzrostu gospodarki światowej, w Polsce potwierdziły się sygnały ożywienia gospodarczego:

- ▶ produkcja w przetwórstwie przemysłowym wzrosła w lipcu o 7,8 proc.;
- ▶ wyższe od oczekiwanych były dochody budżetu z tytułu podatków pośrednich;
- ▶ nadal rosły wpływy z eksportu;
- ▶ odnotowano istotny wzrost nowo rozpoczętych inwestycji;
- ▶ sprzedaż detaliczna w cenach bieżących wzrosła w lipcu o 8,6 proc.

Umiarkowane tempo ożywienia gospodarczego zdaniem Rady nie stwarza obecnie zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego.

Utrzymują się czynniki mogące zagrażać stabilizacji inflacji na niskim poziomie:

- ▶ następuje spadek rocznej dynamiki depozytów gospodarstw domowych przy jednoczesnym utrzymaniu się wysokiej dynamiki pieniądza gotówkowego w obiegu;
- ▶ perspektywa utrzymania wysokiego deficytu sektora finansów publicznych w warunkach założonego wzrostu gospodarczego w 2003 r., wraz z zapowiadany;
- ▶ zwiększeniem skali udzielanych poręczeń i gwarancji, oznacza dalsze rozluźnienie polityki fiskalnej; brak jest do tej pory konkretnych propozycji reform w systemie;
- ▶ wydatków publicznych, które pozwoliłyby na trwałe i skuteczne ograniczenie obecnego wysokiego poziomu deficytu budżetowego;
- ▶ utrzymuje się niepewność dotycząca kształtowania się czynników podażowych, zwłaszcza cen paliw.

Biorąc pod uwagę te argumenty Rada Polityki Pieniężnej postanowiła:

- ▶ obniżyć minimalną stopę rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 8,5 proc. do 8,0 proc.;
- ▶ obniżyć stopę redyskontową weksli z 10,0 proc. do 9,0 proc.;
- ▶ obniżyć stopę kredytu lombardowego z 11,5 proc. do 10,5 proc.;
- ▶ pozostawić na niezmiennym poziomie stopę depozytową (5,5 proc.);
- ▶ utrzymać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

Następne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniach 24-25 września 2002 r.

## I. Ocena sytuacji gospodarczej

Ogólna ocena sytuacji gospodarczej, w porównaniu do tej z ubiegłego miesiąca, nieznacznie poprawiła się. Zgodnie z danymi GUS w I kwartale 2002 r. roczna dynamika popytu krajowego ukształtowała się na poziomie 0 proc. (wobec 3,9 proc. w IV kwartale 2001 r.), a tempo wzrostu PKB w I kwartale 2002 r. uległo przyspieszeniu do 0,5 proc. (0,2 proc. w IV kwartale 2001). Ocenia się, że w II kwartale gospodarka wzrastała w tempie przewyższającym 0,5 proc. PKB, na co wskazuje kształtowanie się dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej.

Wysoki wzrost produkcji w lipcu (o 6,0 proc.) świadczy o poprawie sytuacji w przemyśle. Zanotowane w dwóch ostatnich miesiącach dodatnie dynamiki doprowadziły do przełamania utrzymującego się przez 15 miesięcy stagnacyjnego trendu produkcji. Przyspieszenie tempa wzrostu przemysłu w lipcu wiązało się z wysoką dynamiką produkcji w przetwórstwie przemysłowym (wzrost o 7,8 proc.). Z 22 działów przemysłu przetwórczego poziom niższy niż w lipcu ub. r. zanotowano tylko w trzech. Wśród działów o wysokiej dynamice produkcji przeważają przemysły o dużym udziale eksportu w sprzedaży. Poprawiła się sytuacja działów, których znaczna część produkcji to dobra zaopatrzeniowe dla budownictwa i dobra inwestycyjne. Obok poprawy sytuacji w budownictwie (zmniejszenie skali spadku, wzrost portfela zamówień) oraz znacznego wzrostu liczby zadań i wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczynanych, stopniowa poprawa w przemysłach inwestycyjnych może świadczyć o zahamowaniu spadkowej tendencji w działalności inwestycyjnej. Wbrew oczekiwaniom, w lipcu i sierpniu br. istotnie pogorszyły się wskaźniki bieżącej i oczekiwanej koniunktury w gospodarkach strefy euro i USA. Przewiduje się, że poprawa koniunktury zewnętrznej nastąpi później niż to wcześniej zakładano, a jej skutki dla gospodarki Polski będą najprawdopodobniej odczuwalne dopiero w II połowie 2003 r. Znacząco osłabiły się także oczekiwania dotyczące wzrostu stóp procentowych za granicą.

W sektorze przedsiębiorstw utrzymuje się umiarkowany wzrost płac. W okresie styczeń-lipiec br. przeciętne wynagrodzenie w przedsiębiorstwach było o 4,4 proc. wyższe niż w analogicznym okresie 2001 r. Realny wzrost płac był wyższy niż przed rokiem i wyniósł 1,9 proc.

Sytuacja na rynku pracy wskazuje, że nie należy jednak przewidywać istotnego przyspieszenia wzrostu płac w najbliższych miesiącach. W lipcu br. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się o 0,3 proc. w stosunku do poprzedniego miesiąca, a w porównaniu do lipca ub. r. było ono niższe o 4,2 proc.

## II. Sytuacja w sektorze finansów publicznych

Sytuacja budżetu państwa w 2002 r. oceniana jest jako stabilna, nie ma zagrożenia dla przekroczenia ustawowego poziomu deficytu budżetowego, jednak deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych ukształtuje się prawdopodobnie na poziomie znacząco wyższym od planowanego. Utrzymuje się niepewność, czy zapowiadane przez rząd utrzymanie limitu wydatków według formuły: inflacja + 1 pkt procentowy, nie spowoduje przesuwania deficytu do innych jednostek sektora finansów publicznych. Presja na wzrost wydatków wynikać będzie z obowiązujących oraz opracowywanych aktów prawnych.

W dalszym ciągu brak jest konkretnych propozycji reform w systemie wydatków publicznych, które pozwoliłyby na trwałe i skuteczne ograniczenie obecnego wysokiego poziomu deficytu budżetowego.

## III. Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe, kurs walutowy

W porównaniu do sytuacji przed miesiącem ocena sytuacji monetarnej nie uległa zmianie. Roczna dynamika podaży pieniądza M3 utrzymuje się na niskim poziomie, jednocześnie jednak utrzymuje się wysoka dynamika pieniądza gotówkowego, spada zaś dynamika depozytów. Szczególnie niepokojąco kształtują się depozyty gospodarstw domowych. W czerwcu br. zanotowano spadek sumy depozytów gospodarstw domowych w porównaniu do stanu w poprzednim miesiącu, a w lipcu br. ich przyrost był minimalny. Roczne tempo wzrostu depozytów obniżyło się w lipcu w porównaniu z czerwcem z 0,0 proc. do 2,2 proc. Spadek ten świadczy o słabnącej na skutek spadku atrakcyjności lokat bankowych skłonności do oszczędzania w bankach.

Roczna dynamika kredytu dla gospodarstw domowych obniżyła się z 15,5 proc. przed miesiącem do 9,8 proc. Przyspieszyła natomiast dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, po 3 miesiącach spadku w czerwcu br. były o 2,1 proc., a w lipcu o 2,7 proc. wyższe niż przed rokiem.

W sierpniu br. zahamowana została tendencja do deprecjacji złotego, widoczna szczególnie wobec euro. Wraz z umocnieniem się dolara amerykańskiego wobec wspólnej waluty europejskiej, kurs złotego pozostał stabilny w stosunku do euro i osłabł się nieznacznie wobec waluty amerykańskiej.

## IV. Ceny, oczekiwania inflacyjne

W lipcu br., głównie w wyniku dalszego spadku cen żywności, roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się z 1,6 proc. do 1,3 proc. Nastąpił dalszy spadek wszystkich miar inflacji bazowej.

W lipcu br. wzrosły ceny produkcji sprzedanej przemysłu. Wynikało to jednak przede wszystkim z wysokiego wzrostu cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę, będącego rezultatem wprowadzenia podatku akcyzowego na energię elektryczną.

Kształtowanie się inflacji na niskim poziomie sprzyja wzmocnieniu niskich oczekiwań inflacyjnych. W sierpniu br. obniżyły się oczekiwania inflacyjne zarówno osób prywatnych, jak i analityków bankowych, przy czym spadek oczekiwań inflacyjnych dotyczy tak oczekiwanej stopy inflacji w grudniu 2002 r., jak i w perspektywie 12-tu miesięcy. Oczekiwana przez analityków bankowych na koniec br. stopa inflacji rocznej wyniosła 2,3 proc., co oznacza jej obniżenie o 0,5 pkt. proc. w stosunku do przewidywań z lipca br.



## Pod lupą: Rząd i polityka

- Rząd przygotowuje program przedakcesyjny
- ...podczas gdy budżet 2003 wciąż nieznyany
- Kiedy dług publiczny przekroczy 50 proc. PKB?

### Przedakcesyjny Program Gospodarczy 2002

W ubiegłym miesiącu na stronach internetowych Ministerstwa Finansów opublikowano Przedakcesyjny Program Gospodarczy Polski. Program ten został przyjęty przez rząd na początku sierpnia i podsumowuje planowane działania rządu w zakresie polityki ekonomicznej i społecznej do roku 2005. Dokument zawiera również rządowe przewidywania odnośnie rozwoju sytuacji ekonomicznej w kraju. Według nich wzrost PKB powinien osiągnąć ok. 1 proc. w drugim kwartale br. i przyspieszyć nieznacznie w drugim półroczu. Główną siłą napędową ożywienia koniunktury ma być konsumpcja prywatna, przy wciąż pozytywnej kontrybucji eksportu netto. Oczekuje się, że nakłady inwestycyjne pozostaną na minusie do końca tego roku, jednak zaczną rosnąć już w 2003 i staną się jednym z głównych czynników ożywienia gospodarczego w kolejnych latach. Prognozy PKB dla całego 2002 i 2003 pozostały niezmiennione wobec wcześniejszych szacunków Ministerstwa Finansów i wynoszą odpowiednio 1 proc. i 3,1 proc.

Dokument rządowy zawiera informację o planach zwiększenia akcyzy na papierosy o 6,3-6,4 proc. rocznie w latach 2003-2005. Zakładając tę samą skalę wzrostu cen detalicznych, taka podwyżka akcyzy przełożyłaby się na ok. 0,17 pkt. proc. wzrostu CPI. Zapisane w programie rządowe oczekiwania inflacyjne są dość optymistyczne, choć wydają być nieaktualne. Rząd podjął już bowiem decyzję w sprawie obniżenia prognozy inflacyjnej na lata 2002-2003 do odpowiednio 2,1 proc. i 2,3 proc., podczas gdy dokument nadal zakłada 2,5 proc. i 3,0 proc. Inflacja ma pozostać na poziomie 3 proc. w latach 2004-2005, co byłoby pozytywne w kontekście konieczności wypełnienia kryteriów z Maastricht.

W programie zakłada się, że kurs złotego będzie stopniowo słabł w 2002 r. zarówno wobec dolara, jak i euro, a znacznie wzmocni się wobec dolara na początku 2003 r. Po 2003 r. rząd oczekuje, że złoty będzie utrzymywał się w granicach wyznaczonych przez ERM2.

### Co z przyszłorocznym budżetem?

Niemalże w każdy wtorek sierpnia oczekiwaliśmy informacji na temat zmian założeń makroekonomicznych przyszłorocznego budżetu oraz informacji na temat proponowanego limitu wydatków i deficytu. Na próżno jednak, rząd z tygodnia na tydzień przekładał, tych jakże istotnych

dla gospodarki, decyzji. Rząd poinformował jedynie oficjalnie o zmianie prognozę inflacji średniorocznej na 2003 r. Zakłada się, że wyniesie ona 2,3 proc., mniej niż 3,0 proc. zakładane poprzednio. Wbrew oczekiwaniom nie nastąpiło obniżenie wzrostu płac sfery budżetowej w 2003 r., co oznacza, że wzrost płac realnie zwiększył się do 1,7 proc. z zakładanych wcześniej 1,0 proc. (dodatkowe wydatki 0,25 mld zł). To również oznacza wyższą indeksację świadczeń społecznych (dodatkowe wydatki 1,0 mld zł).

Po jednym z posiedzeń gabinetu na początku września minister pracy Jerzy Hausner powiedział, że rząd nie dyskutował nad innymi elementami założeń budżetu 2003 (wzrost PKB, poziom deficytu). Jednak potwierdził on, że reguła Marka Belki "inflacja plus 1 proc." dla łącznych wydatków budżetu państwa nadal obowiązuje. Minister Hausner potwierdził także zobowiązanie ministra finansów do obniżenia deficytu budżetu poniżej poprzednio zakładanych 43 mld zł. Ponadto według PAP, jeden z posłów SLD powiedział, że Grzegorz Kołodko zapewnił, że deficyt budżetu nie przekroczy w roku przyszłym 38 mld zł. Podczas gdy po decyzji dotyczącej wyższego realnego wzrostu płac w sferze budżetowej obniżenie deficytu poniżej 40 mld zł będzie dość trudne, ministra finansów Grzegorza Kołodki optymizm nie opuszcza, ponieważ w kolejnym wywiadzie dla Polskiego Radia powiedział, że wciąż ma nadzieję na wyżej wspomnianą skalę obniżenia deficytu budżetowego.

Pozostaje niewiadomą, jak taki poziom zostanie osiągnięty. Naszym zdaniem, będzie to tym bardziej trudne, że rząd będzie musiał znaleźć kolejne cięcia wydatków na kwotę około 1,3 mld zł, aby pokryć szybszy realny wzrost wynagrodzeń. A to oznacza, że niektórzy ministrowie, będą musieli zgodzić się na nominalną redukcję poziomu wydatków wobec poziomu tegorocznego.

Dariusz Rosati z RPP spodziewał się (bazując na analizach ministerstwa finansów) konserwatywnego podejścia rządu do założenia wzrostu PKB w przyszłym roku, oczekując jego redukcji do 2,2-2,5 proc. Wygląda jednak na to, że ministerstwo utrzyma prognozę wzrostu PKB w przyszłym roku w wysokości 3,1 proc. Niemniej jednak należy pamiętać o negatywnym wpływie niższej inflacji na dochody budżetowe, co sprawi, że ograniczenie deficytu budżetowego poniżej 40 mld zł będzie naprawdę trudne.

Oczywiście, rząd może np. założyć wyższe wpływy z zysku NBP lub uzyskać dodatkowe dochody ze sprzedaży collateralizujących wykupione obligacje Brady'ego lub po prostu wydać część pieniędzy poza budżetem centralnym. Takie sztuczki umożliwiłyby osiągnięcie niższego deficytu. W tym miejscu chcielibyśmy jednak ponownie podkreślić, że nie tylko budżet centralny, ale przede wszystkim wynik całości finansów publicznych jest miarą restrykcyjności poli-

tyki fiskalnej i będzie to z pewnością brane pod uwagę przez Radę Polityki Pieniężnej. Dlatego ostateczny kształt projektu budżetu, który według rzecznika prasowego rządu zostanie wkrótce zaprezentowany (wcześniej niż zobowiązuje do tego konstytucyjny termin 30 września) powinien być dokładnie analizowany.

### Kiedy dług publiczny przekroczy 50 proc.?

Pod koniec sierpnia rząd dyskutował nad informacją ministra finansów na temat zagrożeń związanych z poziomem długu publicznego. W dokumencie stwierdza się, że jeśli dochody z prywatyzacji w tym roku będą mniejsze od planowanych (do 20 sierpnia osiągnęły one jedynie 13 proc. planu rocznego) to dług publiczny może przekroczyć 50 proc. PKB jeszcze w tym roku. Pamiętajmy również, że minister skarbu Wiesław Kaczmarek stwierdził w radiu publicznym, że osiągnięcie planowanych przychodów z prywatyzacji w kwocie 6,7 mld zł w tym roku może być trudne. Znaczny wzrost poręczeń oraz gwarancji kredytowych udzielonych w latach 2001-02, może powodować dodatkowe obawy. Część z nich zapewne stanie się wymagalna w średnim terminie (głównie te przyznane PKP, Stoczni Szczecińskiej, hutom, przemysłowi górnictwu itp.) zwiększając prognozowane zadłużenie w najbliższych latach. Poziom długu publicznego pozostaje poważnym problemem, gdyż jeśli wzrost będzie kontynuowany, to wzrośnie ryzyko rewizji w dół polskich ratingów (co miało już raz miejsce w lipcu). Obecnie jednak, nie powinien on mieć wpływu na rynek. Prognozy rządowe długu publicznego (w stosunku do PKB) przedstawiają się następująco:

Dług publiczny a PKB				tab. 1
2002	2003	2004	2005	
49,8%	52,3%	54,1%	54,3%	

*Źródło: Ministerstwo Finansów*

### Przebaczenie dla wszystkich

Pod koniec sierpnia Sejm wrócił do pracy po przerwie wakacyjnej i debatował nad kilkoma projektami ustaw związanymi z pakietem „anty kryzysowym” rządu. Propozycjom tym poświęciliśmy sekcję specjalną poprzedniego MAKROskopu – proponowane rozwiązania koncentrują się głównie na poprawie mikroekonomicznej efektywności przedsiębiorstw, np. poprzez umorzenie długów uznanych za niemożliwe do ściągnięcia, udzielanie kredytów podatkowych, ułatwianie restrukturyzacji firm itd. Omawiane w Sejmie projekty zostały skierowane do dalszych prac w sejmowej komisji finansów publicznych.

Rząd poinformował, że hojność państwa nie będzie ograniczona jedynie do przedsiębiorców. Rząd zaakceptował plan Ministerstwa Finansów dotyczący abolicji podatko-

wej dla podatników, którzy ujawnią ukrywane dotąd dochody. Według tych planów wszyscy obywatele musieliby składać deklaracje majątkowe i wskazywać źródła pochodzenia majątku. Ujawniony dochód z szarej strefy obciążony byłby podatkiem w wysokości jedynie 7,5 proc. Gdyby jednak aparat skarbowy odkrył nieujawnione przez podatnika dochody, to wówczas obowiązywałaby stawka 75 proc.

### Agencje utrzymują ratingi krytykując politykę fiskalną

Międzynarodowa agencja ratingowa Fitch Ratings opublikowała analizę nt. sytuacji fiskalnej w Polsce. W komentarzu zatytułowanym „Budżet Polski – w połowie pułki czy w połowie pełny?” agencja skrytykowała ostatnie pogorszenie się stanu finansów publicznych w Polsce, w szczególności „nagły wzrost deficytu budżetowego do 6 proc. PKB i odwrócenie stabilnego trendu spadkowego w zakresie długu publicznego”. Analitycy odnotowali, że w obliczu zbliżających się wyborów samorządowych rząd skupił się na ochronie zatrudnienia i stymulowaniu wzrostu gospodarczego, zamiast na niezbędnych ograniczeniach wydatków, podczas gdy to ten ostatni element jest kluczowy dla średnioterminowych perspektyw fiskalnych. Fitch Ratings bardzo sceptycznie ocenił możliwe pozytywne skutki rządowego programu „Przedsiębiorczość – Rozwój – Praca” i „pakietu antykryzysowego” Kołodki, stwierdzając, że ten ostatni może w średnim okresie przyczynić się do zwiększenia obciążeń podatkowych.

Pomimo wszystkich uwag krytycznych agencja podkreśliła rolę pozytywnych czynników stabilizujących, tj. ograniczeń nałożonych na wysokość długu publicznego przez Ustawę o finansach publicznych i Konstytucję oraz perspektywę przystąpienia Polski do UE. „Ryzyka oraz równoważące je czynniki pozytywne związane z sytuacją fiskalną w średnim okresie pozostają spójne ze ‘stabilną perspektywą’ dla długoterminowych ratingów w walucie zagranicznej (BBB+) i walucie krajowej (A+).” – stwierdzono w podsumowaniu raportu Fitch.

Podobnego rodzaju analizę, prowadzącą do takich samych wniosków przeprowadziła również agencja ratingowa Moody's, która poinformowała (zgodnie z jej zapowiedziami na początku sierpnia), że utrzymała swoją ocenę ratingową dla Polski. W przypadku długoterminowych zobowiązań w walucie obcej rating wynosi nadal Baa1. Agencja stwierdziła w swoim oficjalnym komunikacie, że utrzymanie ratingu w przyszłości zależy będzie od poprawy sytuacji na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego oraz przynajmniej stabilizacji sytuacji finansów publicznych w średnim okresie. Moody's wyraził przekonanie, że wiarygodność kredytowa Polski umocni się po wejściu naszego kraju do UE. Agencja dostrzega jednak pewne zagrożenia. Za

najpoważniejsze uznaje deficyt budżetowy, który (jeśli utrzyma się w przyszłości na obecnym poziomie) może doprowadzić do wzrostu długu publicznego powyżej kolejnych progów konstytucyjnych. Poza tym Moody's zwraca uwagę na strukturalne problemy polskiej gospodarki, tj. niedokończoną prywatyzację i złą sytuację na rynku pracy. Agencja obawia się ponadto o skutki realizacji rządowego programu gospodarczego, który może doprowadzić m. in. do znacznego wzrostu wartości udzielonych przez Skarb Państwa gwarancji.

Choć decyzje zarówno Moody's jak i Fitch Ratings mogą ograniczać wcześniejszy negatywny wpływ redukcji ratingu przez Standard and Poor's, to komunikaty agencji są również ostrzeżeniem dla polityki fiskalnej.

### **Czy poparcie dla rządu będzie stabilne?**

Według większości sondaży opinii publicznej poparcie dla głównej części rządzącej koalicji SLD-UP wzrosło w sierpniu do nieznacznie powyżej 30 proc., chociaż jedno badanie wskazało nawet 37 proc. popularność. Partner w koalicji rządzącej PSL wykazuje stabilizację poparcia na poziomie zbliżonym do 10 proc., podczas gdy konkurencyjna Samoobrona doświadcza kontynuacji spadkowego trendu poparcia. Po prawej stronie sceny politycznej zarówno PiS jak i Platforma Obywatelska osiągają stabilne poparcie 10-15 proc. Jednak według jednego z sondaży najwyższe poparcie uzyskała anty-europejska LPR osiągając 11 proc., podczas gdy pozostałe dwie partie (PO i PiS) uzyskały 10 proc. każda.

Przy wciąż wysokim poparciu dla koalicji SLD-UP, zaskakujące mogą się wydawać wyniki najnowszego badania opinii publicznej OBOP, według którego tylko 19 proc. Polaków oceniało w sierpniu obecny rząd „raczej dobrze”, podczas gdy 45 proc. miało raczej negatywną opinię, a 24 proc. powiedziało, że ocenia rząd zdecydowanie źle. W lipcu analogiczne liczby wynosiły 21 proc., 46 proc. i 23 proc. Drugi miesiąc z rzędu nie znalazła się ani jedna osoba, która oceniłaby rząd „zdecydowanie dobrze”. Spada jednocześnie poparcie dla samego premiera Leszka Millera. Wydaje się, że zmiany w rządzie w lipcu, pakiet „antykryzysowy” ministra finansów Grzegorza Kołodki oraz jego wysiłki w celu zwiększenia optymizmu wśród społeczeństwa nie zdołały jak dotąd poprawić wizerunku rządu. Rodzi to pytanie o kolejne kroki rządu, ponieważ walka o głosy elektoratu będzie z pewnością ciężka. Zwiększona więc wydawać się może szansa na promowanie bardziej populistycznych rozwiązań w polityce gospodarczej przed wyborami samorządowymi.

### **Kodeks pracy podpisany, data wyborów ustalona**

Prezydent Aleksander Kwaśniewski podpisał nowelizację kodeksu pracy uchwaloną przez Sejm w lipcu i zaakceptowaną przez Senat na początku sierpnia. O najważniejszych zmianach zawartych w nowelizacji mające na celu zwiększenie elastyczności rynku pracy i zmniejszenie kosztów pracy pisaliśmy już w zeszłym miesiącu. Zmiany w kodeksie pracy wypracowane były przy udziale popierającego rząd OPZZ. Jednak prace nad nimi były od początku oprotestowane przez związek zawodowy „Solidarność”, który zapowiedział skierowanie przeciwko nim wniosek do Trybunału Konstytucyjnego.

21 sierpnia premier Leszek Miller zapowiedział, że wybory samorządowe odbędą się 27 października. Druga tura odbędzie się dwa tygodnie później, 10 listopada. Premier powiedział, że te terminy są najdogodniejsze zarówno dla samorządów jak i dla wyborców.

# Wypowiedzi członków rządu i polityków

Na początku miesiąca pojawiły się pogłoski o przesunięciu daty referendum w sprawie przystąpienia Polski do Unii Europejskiej z jesieni na wiosnę przyszłego roku. Z wypowiedzi polityków wynika, że na razie nawet wewnątrz rządu nie ma jednomyślności w tym temacie.

Przedstawiciel ministerstwa finansów zapowiedział, że rozważane jest lokowanie depozytów budżetu w bankach komercyjnych. Ministerstwo obniżyło również prognozę inflacji na sierpień po wyjątkowo pozytywnych danych nt. cen żywności oraz podało, że przewiduje niższą inflację na 2003 rok, co komplikuje nieco konstrukcję przyszłorocznego budżetu. Wymaga to bowiem dodatkowego ograniczenia wydatków – tym bardziej, że ostatnio rząd zaakceptował wyższy realny wzrost świadczeń społecznych i wyngrodzeń w sferze budżetowej.

Aktywny starał się być minister rolnictwa Jarosław Kalinowski zapowiadając zwiększenie zakresu interwencji państwa na rynku rolnym.

Pomimo ostatniej wstrzemięźliwości rządu w komentowaniu poczynań RPP, premier Leszek Miller nie mógł się powstrzymać i powiedział, że oczekuje redukcji stóp procentowych. Narzekał również na współpracę pomiędzy rządem a bankiem centralnym, co wydaje się nieco dziwne, gdyż akurat w tym zakresie dochodzą ostatnio tylko pozytywne sygnały. W międzyczasie wicepremier Kołodko wydawał się być pełen optymizmu, nie narzekał na nic i starał się przelać na społeczeństwo część swojego optymizmu. Był bardzo zadowolony z doskonałych lipcowych danych, które jego zdaniem odzwierciedlały pierwsze pozytywne efekty jego nominacji (oto co nazywamy szybką i efektywną transmisją impulsów gospodarczych!). Kołodko prognozował także kontynuację odbudowy wzrostu gospodarczego w drugiej połowie br. i powiedział, że inflacja w grudniu wyniesie 1,6-1,8 proc. r/r. Wicepremier zachwalał też nowe prawo upadłościowe, a przede wszystkim propozycję abolicji podatkowej. Prezydent Kwaśniewski wyraził aprobatę dla abolicji podatkowej, co zwiększa szansę, że propozycje Grzegorza Kołodki wejdą w życie.

Minister pracy Jerzy Hausner zdradził informację, że wzrost stopy bezrobocia w sierpniu pozostanie ograniczony, podczas gdy lider związkowy Marian Krzaklewski zapowiedział, że „Solidarność” zamierza wystąpić przeciwko nowelizacji kodeksu pracy do Trybunału Konstytucyjnego.

Po raz kolejny Ministerstwo Finansów nie chciało komentować decyzji RPP. Z kolei doradca ekonomiczny prezydenta Witold Orłowski powiedział, że redukcja stóp procentowych byłaby obecnie uzasadniona. Szef departamentu analiz i badań ministerstwa zaprezentował optymistyczne prognozy inflacyjne ministerstwa. Wiceminister finansów Ryszard Michalski zapowiedział, że w najbliższych latach Ministerstwo Finansów zamierza finansować spłatę odsetek od długu zagranicznego zakupując potrzebne do tego waluty na rynku, podczas gdy część kapitałowa będzie zrolowana na międzynarodowym rynku kapitałowym. Minister skarbu Wiesław Kaczmarek powiedział, że realizacja zaplanowanych na ten rok wpływów z prywatyzacji będzie bardzo trudna.

KTO, KIEDY, GDZIE	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Aleksander Kwaśniewski; Prezydent RP; PAP, 29 VIII	<p>Ta koncepcja jest bardziej czytelna, gdy mówimy zarówno o oświadczeniach podatkowych, które mają być składane, jak i o abolicji podatkowej. To jest szansa, by przed takim bardzo surowym wymogiem, jakim będą oświadczenia majątkowe, trochę sytuację uporządkować. Myślę, że to jest tak, jak mówi profesor Kołodko, wyjście naprzeciw tym, którzy zapomnieli, że wypełnili dokumenty, czy być może zabrakło im chęci wpisania niektórych dochodów. A więc przed wprowadzeniem deklaracji majątkowych, które będą już bardzo dokładnie monitorować stan posiadania każdego, nie tylko posłów, nie tylko polityków, ministrów, prezydenta, ale wszystkich obywateli. Taka abolicja podatkowa była w niektórych krajach stosowana i myślę, że to jest główny argument, żeby spróbować tej metody.</p> <p>To jest [włączenie szarej strefy do rejestrowanego obiegu gospodarczego], moim zdaniem, główny skutek, i oby taki był, tej decyzji. W mniejszym stopniu wierzyłbym w dodatkowe wpływy do budżetu. Nie sądzę, żeby było tu można osiągnąć jakieś nadzwyczajne wpływy, choć na pewno te wpływy będą.</p> <p>Trzeba wytworzyć taki stan, w który sprawy podatków będą traktowane z najwyższą powagą i ci wszyscy, którzy mają dochody nielegalne będą się po prostu bali. Więc tutaj nie abolicja jest instrumentem, ale oświadczenia majątkowe. I myślę, że to jest podejście pierwsze poważne do problemu także i korupcji.</p>
Mirosława Melasa, biuro prasowe ministerstwa finansów; PAP, 28 VIII	Nie będzie komentarza z naszej strony [o decyzji RPP].
Mariusz Łapiński; minister zdrowia; PAP, 27 VIII	Jestem zwolennikiem wzrostu składki na ubezpieczenie zdrowotne, ale będzie to bardzo trudne w tej sytuacji finansów publicznych. Będzie to kwestia wyboru: czy na edukację, czy na zdrowie, czy na walkę z bezrobociem. Będę starał się przeforsować wyższą składkę, ale sam tego nie zrobię.
Ryszard Michalski; wiceminister finansów; PAP, 27 VIII	<p>Będziemy chcieli zrefinansować na rynkach międzynarodowych jej (obsługi długu zagranicznego) część kapitałową, czyli będziemy się starali zamieniać papiery, których termin zapada, na nowe. Część odsetkową sfinansujemy jednak, dokonując zakupu dewiz na rynku. W najbliższych latach stanie przed nami problem poważnych wydatków związanych z zadłużeniem zagranicznym. Na lata 2004 – 2009 przypada tak zwany garb zadłużenia, to znaczy, spiętrzenie płatności z tytułu długu zagranicznego. Obsługa tej części długu pod koniec tego okresu osiągnie poziom 3 do 3,5 mld dolarów.</p> <p>Naszym wspólnym sukcesem jest uzgodnienie, że w interesie Polski leży jak najszybsze wejście do strefy euro. Rozbieżności w naszych dyskusjach wiążą się ze sposobem podejścia do tego problemu. Bank centralny, jak zwykle, patrzy na problem długookresowo, widząc same plusy w dłuższym horyzoncie. Nie zastanawia się zbyt, co będzie się działo z kursem złotego, zanim wejdziemy do ERM II. Nas natomiast interesuje, co się będzie działo z kursem złotego w najbliższych kilkunastu miesiącach i później już w ramach mechanizmu kursowego. Poza tym my widzimy problem gwałtownej zmiany polityki pieniężnej na początku roku 2004, kiedy zostanie powołana nowa RPP. Z punktu widzenia nie tylko naszego resortu jest bardzo ważne, by na temat terminu wejścia Polski do strefy euro, wypowiedziały się w ramach negocjacji akcesyjnych kraje obecnie wchodzące w skład Unii Gospodarczej i Walutowej oraz Europejski Bank Centralny.</p>
Witold Orłowski, doradca ekonomiczny prezydenta PR3, 23 VIII	Mamy dość wysokie stopy procentowe, jednocześnie nie widać zagrożeń inflacyjnych. Gospodarka się rozwija i nie ma powodu, aby obecnie utrzymywać stopy procentowe na tak wysokim poziomie. Można by bez obaw je obniżyć. RPP dobrze się nad tym zastanowi, bo są poważne powody, aby sądzić, że można je obniżyć.
Marian Krzaklewski, przewodniczący „Solidarności” PAP, 21 VIII	<p>Prezydent zlekceważył bardzo poważne argumenty, ponieważ myśmy wnioskowali do niego o niepodpisywanie [nowelizacji kodeksu pracy], ale skierowanie do Trybunału Konstytucyjnego, mając świadomość, że jest wiele uchybień w tej sprawie zarówno w stosunku do konstytucji, której jednym z współautorów jest prezydent, jak i w stosunku do przyjętych przez Polskę konwencji międzynarodowych.</p> <p>Przedstawimy ten wniosek w pierwszym terminie, który pozwala ustawowo związkowi skierować taki wniosek, a takim terminem jest dzień opublikowania ustawy.</p>

---

Leszek Miller, Premier PAP, 21 VIII	W ciągu ostatnich dni prowadziłem liczne konsultacje, przede wszystkim z przedstawicielami różnych organizacji samorządowych, jeszcze w dniu dzisiejszym spotkałem się z kierownictwem PKW. Po tych konsultacjach uznałem, że najlepszy termin to 27 października.
PR3, 21 VIII	Tak powinno się stać [RPP powinna obniżyć stopy proc. ], chociaż [...], od pewnego czasu staramy się być wstrzeźliwi w komentowaniu działalności Rady Polityki Pieniężnej, aby właśnie nie dawać pretekstu, że RPP nie będzie się uginać, nie będzie wypełniać sugestii rządu itd. Ale inflacja w Polsce jest nie mniejsza niż w Unii Europejskiej i biorąc pod uwagę, że czekamy wszyscy na taki mocny impuls ożywiający gospodarkę, to obniżenie stóp procentowych, jako właściwa reakcja na ten stan, ta decyzja nasuwa się sama przez się, w każdym razie jestem przekonany, że w kraju piętnastki, czy w USA w podobnej sytuacji stopy procentowe zostałyby obniżone. Jeśli nad czymś boleję, to nad tym, że nie ma dostatecznej współpracy, i współdziałania między rządem a bankiem centralnym, który jest niezależny i pozostanie niezależny. Jest szansa [na współpracę], ale przecież od dłuższego czasu widzimy, że w tej sprawie dużo się mówi i pada dużo deklaracji, i są sformułowane bardzo dobre intencje, no ale jeśli chodzi o czyny, to jest zdecydowanie gorzej. Potrzeba czynów, i na te czyny czekamy.
Wiesław Kaczmarek, minister skarbu; PAP, Reuters, 26 VIII	Wykonanie 6,7 mld zł jest to zadanie trudne. Staramy się prowadzić projekty tak, aby tę normę budżetową wykonać. Jeżeli jednak wykonanie będzie ze szkodą dla projektu ekonomicznego, to ja będę dbał, aby przede wszystkim odbyć prywatyzację porządnie, co może oznaczać, że część przychodów może nie zostać wykonana. Ponieważ budżet jest jednoroczny, a skutki prywatyzacji są wieloletnie więc nie można się bezmyślnie poddawać tej presji (wykonania planu).
Jarosław Kalinowski, minister rolnictwa; PAP, 18 VIII	Zagwarantowaliśmy dopłaty do 5,4 mln ton zbóż (o 1,4 mln ton więcej niż przed rokiem), ale to za mało, bo wadliwy jest cały system interwencji państwa. Ten chory system trzeba zmienić. Chcemy już w przyszłym roku, jak UE, zapewnić dopłaty do produkcji każdego hektara zboża.
PAP, 13 VIII	Gwarantujemy, że pomimo trudności budżetowych te dopłaty będą. (...). Dajemy możliwość wypłacenie dopłat bezpośrednich rolnikom, którzy przechowują zboże we własnym gospodarstwie do końca października. Łącznie jesteśmy przygotowani na wypłacenie dopłat do 5,4 mln ton zboża. Rolnicy są zdenerwowani i nie ma się czemu dziwić. Chcą sprzedać zboże z dopłatami. Agencja będzie na bieżąco weryfikować umowy, czyli te podmioty, które podpisały umowy z Agencją, a nie mogą skupować zbóż, bo na przykład nie dostały kredytu bankowego, będą mogły przekazać swoje limity podmiotom, które deklarują taką możliwość. Zmniejszenie ceny interwencyjnej i zwiększenie dopłat sprawia, że staniemy się eksporterami zbóż. Już w tej chwili są podmioty zainteresowane eksportem polskiej pszenicy. To powinno poprawić sytuację na rynku wewnętrznym.
Marek Pol, minister infrastruktury; PAP, 13 VIII	Zaden z ministrów nie złożył dymisji. Tego typu kwestie nie są omawiane na Radzie Ministrów, wszelkie tego typu decyzje są dyskutowane w gabinecie premiera. Leszek Miller jest decyzyjny, nie musi pytać o zdanie innych ministrów. Ustawa umożliwiła umorzenie zobowiązań operatorów w zamian za realizację przez nich inwestycji telekomunikacyjnych, szczególnie inwestycji na terenach słabo zurbanizowanych.
Jerzy Hausner, minister pracy; PAP, 21 VIII	Nie będzie dużego wzrostu stopy bezrobocia w sierpniu. Jeżeli będzie, bo ja mam już dane za połowę sierpnia, to bardzo niewielkie. Po połowie sierpnia wzrost jest znacznie mniejszy niż po pierwszej połowie lipca. Jest pewien nieznaczny wzrost. Stopa bezrobocia może wzrosnąć do 17,4-17,5 w sierpniu.
PAP, 12 VIII	Skuteczna realizacja programu „Pierwsza praca” spowoduje, że bezrobocie nie przekroczy 19 proc. [na koniec 2002 r.]
Ryszard Straus, dyrektor sekretariatu pełnomocnika rządu ds. informacji o UE PAP, 11 VIII	Na wiosnę jest lepsza pogoda niż na jesieni i - co za tym idzie - lepsza pogoda ducha i klimat społeczny. Fachowcy twierdzą, że więcej ludzi poszłoby do referendum na wiosnę niż jesienią.
Tadeusz Iwiński, minister ds. międzynarodowych w Kancelarii Premiera PAP, 11 VIII	[Przesunięcie terminu referendum jest] niezwykle mało prawdopodobne. Nie słyszałem o takim pomysle [organizacji referendum na wiosnę] i osobiście uważam, że byłby on niewłaściwy.
Piotr Marczak, wicedyrektor Departamentu Długu Publicznego MF PAP, 8 VIII	Ten pomysł [lokaty budżetu w bankach komercyjnych] jest już od dawna rozważany, ale sytuacja mu nie sprzyjała ze względu na dużą nadpłynność w sektorze bankowym. A w takiej sytuacji lokowanie pieniędzy poza NBP oznaczałoby, że te banki je z powrotem do NBP zanoszą. Efekt taki sam, ale my mielibyśmy niższe oprocentowanie. Trwa konkurs na wybór banków, które będą posiadać status dealera skarbowych papierów wartościowych. Siłą rzeczy to grono, przynajmniej na początkowym etapie, miałoby jeden z przywilejów zawierania z nami tego typu transakcji. Oprocentowanie w NBP nie musi być wyższe [niż w bankach komercyjnych]. Lokaty w NBP też są w przybliżeniu na zasadach rynkowych, w oparciu o stawki rynkowe i rentowność naszych bonów. W niektórych krajach instytucje zarządzające długiem poza lokatami również zarządzają gotówką, np. poprzez warunkowe albo bezwarunkowe zakupy papierów wartościowych na rynku krajowym i zagranicznym. W najbliższej perspektywie jeszcze tego nie planujemy. Takie są jednak rozwiązania w innych krajach i pewnie prędzej czy później do tego dojdziemy.
Grzegorz Kołodko, wicepremier, minister finansów Reuters, 28 VIII	Do końca 2002 roku będzie można złożyć jednorazową deklarację ujawniając dotychczas nieujawnione źródła dochodu i uiszczyć tę opłatę. Stworzymy system monitorowania i kontrolowania zachowań podatników w przyszłości, w postaci deklaracji majątkowej. Będzie jednak dotyczyć tylko części podatników, bo wprowadzono bardzo wysoki próg, poniżej którego nie będzie trzeba zgłaszać deklaracji. Jeśli ludzie popełnili błąd w ciągu ostatnich sześciu lat, mogą to poprawić do końca grudnia. Potem będą mogli spokojnie spać i pracować. Okres transformacji dobiega końca. Teraz tworzymy efektywny, nowoczesny system podatkowy zgodny ze światowymi standardami.
PR1, 22 VIII	Ja się zgadzam, zgadzam się z Ojcem Świętym, zgadzam się ze światłymi i nowoczesnymi myślicielami ekonomistami i z pewnością polityka rządów Pana Premiera Leszka Millera i ta polityka społeczno-gospodarczo-finansowa, którą ja koordynuję traktuje ludzi i ich interesy, zwłaszcza pracowników jako cel nadrzędny. To [że inflacja spadła do 1,3 proc. w lipcu] jest dobrą wiadomością, to jest dowód tego, że jest utrzymywana dyscyplina budżetowa, dyscyplina finansowa, że zwiększa się konkurencyjność w naszej gospodarce, natomiast znowu - na pewno nie jest to dobra wiadomość dla zupełnie wszystkich. Dlatego, że inflacja jest wskaźnikiem przeciętnym [...]. Dlatego to np. dla rolników już jest mniej radosna wiadomość, niż dla konsumentów. Ci z nas, którzy wydają szczególnie dużo

na spożycie, na zakupy żywności, a to są raczej gospodarstwa relatywnie niżej uposażone [...] dla nich to jest dobra wiadomość. Natomiast dla producentów, którym ceny zbytu [...] wzrosły tylko o 1,3 proc., to nie jest dobra wiadomość. Ale pamiętajmy, że oni też są tymi, którzy korzystają z tej niskiej inflacji, dlatego, że my wszyscy sprzedajemy i kupujemy i proszę spojrzmy wokół siebie, co my mamy do sprzedania, co mamy do kupienia i wtedy zobaczymy, że to dobrze, że jest niska inflacja. I z tego należy się cieszyć, bo to także implikacje czy konsekwencje z punktu widzenia przygotowywania ustawy budżetowej, która opiera się o pewne założenia, co do założenia wzrostu tempa rozwoju gospodarczego. On jest bardzo marny, albo inaczej, był w pierwszym półroczu bardzo mały, niski, weszliśmy roku także, ale teraz już mamy znakomite dane za lipiec, wyraźnie podlega polska gospodarka takiemu rozkołysaniu i nabiera pewnego tempa w ruchu...

Wie Pan, eksperci różnie twierdzą. To zależy czy to są eksperci i kto im za to płaci, co by twierdzili. Natomiast ci, którzy mówią, że to jeszcze nie jest dowodem stałego trendu, to mają rację. Dlatego, że sam przed chwilą powiedziałem – sam też jestem ekspertem – że w pierwszym półroczu wzrost był bardzo słaby, jeśli porównamy pierwsze półrocze tego roku, z pierwszym półroczem ubiegłego roku, to jeśli chodzi o produkcję przemysłową, ona była o 1 proc. niższa. Ale kiedy porównamy lipiec, kiedy następują już pewne zmiany w gospodarce, także w związku z tym pakietem, który przygotowuję, wdrazam, a który będzie w dalszym ciągu dyskutowany na najbliższym posiedzeniu Sejmu, to już są pewne procesy pozytywne. [...] I ten wskaźnik, rewelacyjny, że produkcja wzrosła o 6 proc., to ja też powiem Państwu – jako ekspert – nie dajmy się zbyt łatwo zwieść temu, dlatego, że w lipcu tego roku był o 1 dzień roboczy więcej niż w lipcu w roku ubiegłym, i takie rzeczy też trzeba brać pod uwagę. Np. w sierpniu w związku z wizytą Ojca Świętego, a także dlatego, że było święto narodowe mieliśmy bardzo krótki tydzień pracy. To się odbija w statystyce.

Natomiast ja uważam, że są już pozytywne procesy w polskiej gospodarce w wyniku realizacji programu rządu Pana Premiera Millera „Przed wszystkim przedsiębiorczość” i teraz to pchnięcie w postaci tego tzw. „pakietu antykryzysowego”, wyraźnie tę tendencję powinno wzmocnić i jeśli te pozytywne różne procesy będą się na siebie nakładać, to my będziemy coraz wyraźniej to odczuwać w drugiej połowie roku i w latach następnych.

W grudniu [inflacja] będzie około 1,7 proc. plus minus... Sądzę, że nie będzie mniej, jak 1,6 proc., wątpię, żeby było więcej niż 1,8 proc. Dlatego, że dość trwale są podstawy tej niskiej inflacji, ale to oczywiście zależy od tego, czy uda nam się dobrze dopracować to nad czym teraz siedzimy bardzo intensywnie. Czyli budżet stabilizacji i rozwoju, który będzie zaprezentowany parlamentowi w pierwszych dniach października, a partnerom społecznym, także związkowcom dużo wcześniej.

Reuters, 13 VIII

Chcemy mieć pewność, że nie będzie efektu domina, gdy jedna upadająca firma wpływa na inne i powoduje reakcje łańcuchową. Choć szanujemy wolny rynek, to chcemy interweniować wszędzie tam, gdzie jest to potrzebne do tworzenia nowych miejsc pracy. Chcemy chronić kredytodawców. Wkrótce wszyscy usłyszą o artykule 4. Odpowiada on procedurze z artykułu 11 w Stanach Zjednoczonych.

PR1, 8 VIII

Chcemy stworzyć szansę dużym przedsiębiorstwom o istotnym znaczeniu dla rynku pracy, zatrudniającym ponad 1 tys. osób. [...] Tam, gdzie firma popadła w trudności, chcemy dokonać restrukturyzacji finansowej, majątkowej i zatrudnienia, tak żeby przedsiębiorstwo odzyskało płynność finansową. [...] Chcemy rozwinąć system funduszy poręczeniowych i pożyczkowych dla małych i średnich firm oraz dla mikrofirm zatrudniających do 10 osób. Wspierać nas w tym będzie Bank Światowy. Więc wiecie, proszę Państwa, trzeba przede wszystkim zachować spokój, bo czasy łatwe nie są, ale im będziemy bardziej spokojni, bardziej pracowici, bardziej rozsądni, tym bardziej będzie tego spokoju. I tego sobie życzymy. Niech ludzie od czasu do czasu uśmiechną się jeden do drugiego, wtedy może łatwiej będzie nam znaleźć wyjście z trudnej sytuacji, do której to bezsensowne schładzanie gospodarki, koniunktury polskiej gospodarki doprowadziło. I już je znajdujemy. I oby tak dalej. A więc czasami, proszę Państwa, uśmiechnijmy się do siebie.

---

Jacek Krzyślak, dyrektor departamentu polityki finansowej i statystyki MF

PAP, 27 VIII

Szacujemy spadek cen w sierpniu wobec lipca na 0,4 proc. co przekłada się na spadek inflacji w relacji rocznej do 1,2 proc. Podtrzymujemy wcześniejszą prognozę spadku inflacji na koniec roku do 1,6 proc z 3,6 proc.

---

Halina Wasilewska-Trenkner, wiceminister finansów

PAP, 6 VIII

Dochody nie są złe, ale do tego, żeby wieścić już z pełnym przekonaniem, że będą wyższe niż zapisane w ustawie budżetowej, jest jeszcze daleko. Realizacja budżetu idzie dobrze, zgodnie z planem.

Mamy problem, być może [inflacja] będzie w przyszłym roku niższa, ale to są na razie pierwsze analizy. Jeśli wszystko dobrze pójdzie, to inflacja może być niższa o 0,3-0,4 pkt. proc.

Rząd doszedł do wniosku, że podejmie znaczne ryzyko i wesprze stocznę [szczecińską]. Jeśli stocznia zawiedzie w terminach realizacji tych statków, będziemy musieli przeznaczyć 100 mln zł na spłatę związaną z obsługą tych poręczeń i gwarancji w roku przyszłym.

## Pod lupą: negocjacje z UE

- Irlandia przygotowuje się do referendum na temat „Traktatu z Nicei”
- Większość Polaków wciąż popiera integrację z UE
- Wkrótce raport UE o krajach kandydujących

### Kampania przed referendum w Irlandii

Na początku września rozpoczęła się w Irlandii kampania informacyjna przed powtórny referendum w sprawie Traktatu z Nicei. Rząd irlandzki uznał, że jedną z przyczyn porażki w pierwszym referendum z czerwca 2001 r. (54 proc. głosujących przeciwko) była słaba kampania promocyjna, wobec tego przeznaczone zostało 600.000 euro na rozesłanie informacyjnych broszur do wszystkich gospodarstw domowych. Data powtórnego referendum w Irlandii nie została jeszcze wyznaczona, a jego termin ma być podany w październiku, po dwutygodniowej debacie w parlamencie. Chcielibyśmy przypomnieć, że zgodnie z analizą przedstawioną w lipcowym numerze MARKOskopu, nawet jeśli Irlandczycy odrzucą referendum po raz drugi, najbardziej pesymistycznym skutkiem będzie kilkumiesięczne opóźnienie w procesie integracji, a sam fakt rozszerzenia nie będzie zagrożony.

### Poparcie dla integracji wciąż wysokie

Również data unijnego referendum w Polsce nie została jeszcze ustalona i wygląda na to że na razie nawet wewnątrz rządu nie ma jednomyślności w tej kwestii. Jednak szef Urzędu Komitetu Integracji Europejskiej Danuta Hubner stwierdziła, że powinno się ono odbyć tak szybko jak to będzie możliwe po zakończeniu negocjacji z Brukselą. Z sondażu opinii publicznej opublikowanego przez „Rzeczpospolitą” na przełomie sierpnia i września wynika, że poparcie dla wstąpienia Polski do Unii Europejskiej utrzymywało się na przestrzeni ostatnich dwóch miesięcy na niezmiennym poziomie 57 proc., ale zwolenników integracji z UE jest wciąż dwukrotnie więcej niż przeciwników (23 proc.). Jednak 71 proc. spośród Polaków, którzy chcą wziąć udział w przyszłorocznym referendum, mającym zadecydować o integracji z Unią, będzie głosować „tak”. Mijmy nadzieję, że fakt ujawnienia przez Sławomira Wiatra, odpowiedzialnego za informowanie Polaków o korzyściach z integracji z UE, o współpracy ze służbami specjalnymi PRL nie wpłynie na wyniki referendum. Interesujące będzie również śledzenie wpływu nadchodzących wyborów samorządowych na proces negocjacyjny. Dotyczy to w szczególności rolnictwa, gdyż z pewnością zaproponowane nam zostanie mniej pieniędzy z kasy unijnej, niż to zakłada polski rząd. Na szczęście jednak dla rządzącej koalicji, wewnątrzunijna dyskusja dotycząca finansowania procesu rozszerzenia może wejść w decydującą fazę dopiero po wyborach w Niemczech 22 września, a prawdopodobnie przesunie się na listopad.

### ...ale jego niższy poziom w Czechach skłania do wspólnego przedsięwzięcia

Poparcie dla procesu integracji nie jest jednak równie wysokie we wszystkich krajach regionu. O ile Słowacy i Węgrzy są nastawieni nawet bardziej optymistycznie od Polaków (odpowiednio 58 proc. i 72 proc.), Czesi popierają rozszerzenie zaledwie w 47 proc. W związku z takimi wynikami prezydent Czech Vaclav Havel zaproponował (a polski prezydent zaaprobował) ideę tzw. kaskadowego głosowania w narodowych referendach. Polegałoby to na przeprowadzeniu referendum w krajach o największym poparciu w pierwszej kolejności, tak aby zwiększyło to poparcie integracji w krajach pozostałych.

### Pozytywny raport UE

Doroczny raport Unii Europejskiej będzie co prawda przedstawiony dopiero w połowie przyszłego miesiąca, jednak już teraz Rzeczpospolita podaje, że będzie on zawierał pozytywny werdykt wobec 10 krajów kandydujących do UE. Nie zabraknie również zastrzeżeń (będą takowe zapewne i po rozszerzeniu), a należeć do nich mają niewydolność sądów, unijne normy dotyczące żywności oraz wykorzystanie środków pomocowych. Na przełomie sierpnia i września urzędnicy unijni zostali zaniepokojeni sposobami wykorzystywania środków pomocowych, a w szczególności doбором kadr nadzorujących program SAPARD – Komisja wysłała nawet specjalny list do polskiego rządu w tej sprawie.

Jednak jak powiedział główny ekspert od poszerzenia UE Daniel Gros, od poprawy w wyżej wymienionych obszarach nie będzie zależało członkostwo. Po zaprezentowaniu raportu, przywódcy krajów UE spotkają się aby określić warunki rozszerzenia, których spełnienie przez kandydujące kraje, otworzy drogę do podjęcia decyzji o przyjęciu 10 nowych krajów na szczycie w Kopenhadze 13-14 grudnia.

### Podatki i huty – ciąg dalszy nastąpi

Wciąż nie wiemy kiedy polski rząd zdecyduje się złożyć wniosek o renegocjowanie niższej stawki VAT w budownictwie. Według Gazety Wyborczej nastąpi to dopiero w drugiej połowie października, po opublikowaniu dorocznego raportu UE, kiedy to na stole negocjacyjnym będą leżały dużo poważniejsze sprawy i łatwiej będzie znaleźć aprobatę dla niższej stawki VAT.

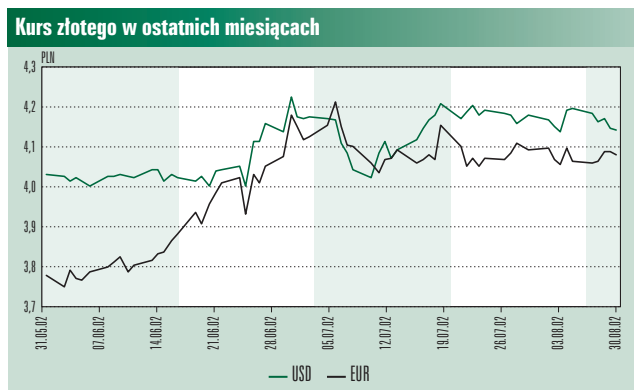
Wciąż nie ma porozumienia w sprawie programu naprawy sektora hutniczego, który jest jednym z elementów dyskusji nad rozdziałem konkurencji. Jednak prawdopodobnie w tym miesiącu tak czy inaczej Polska zamknie ten rozdział negocjacyjny. Polskie huty będą musiały zapewne ograniczyć jeszcze bardziej zatrudnienie oraz będą mogły liczyć na mniejszą pomoc publiczną.

## Monitor rynku

- Stabilizacja na krajowym...
- ...oraz światowym rynku walutowym
- Pozytywny sentyment na krzywej rentowności

### Złoty stabilny ale słabszy

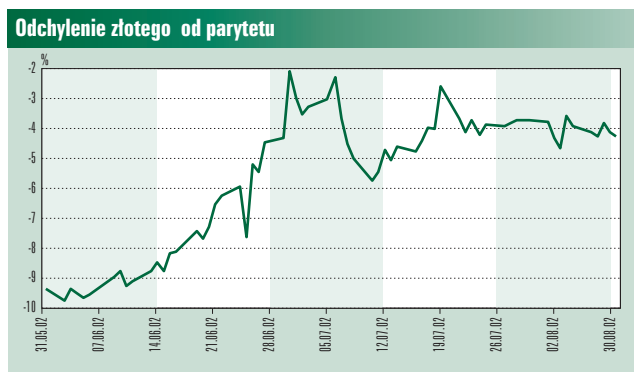
Po okresie niepewności w otoczeniu rynku walutowego, związanej przede wszystkim ze zmianą na stanowisku ministra finansów, która przełożyła się na niestabilność kursu złotego w lipcu, sierpień przyniósł uspokojenie i zmniejszenie dziennych wahań kursów. Jednakże należy zauważyć, że stabilizacja nastąpiła na wyższych poziomach. W sierpniu złoty był stosunkowo słaby, słabszy niż w poprzednich miesiącach.



Źródło: BZ WBK

Na fixingach NBP dolar amerykański był notowany pomiędzy 4,1368 zł (21 VIII) i 4,2108 zł (2 VIII), a średnio na poziomie 4,1755 zł (wobec 4,1180 zł w lipcu i 4,0863 w I poł. 2002 r. ). Natomiast euro wyceniano od 4,0536 zł (6 VIII) do 4,1554 (2 VIII) oraz przeciętnie na poziomie 4,0804 zł (4,0855 zł w lipcu, 3,6664 zł w I poł br. ).

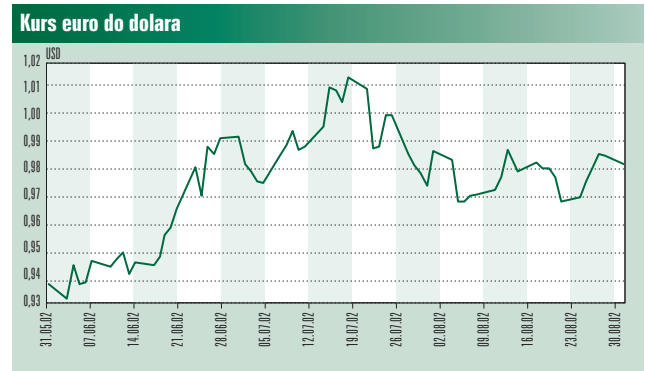
Można stwierdzić, że sierpień był na rynku walutowym bardzo nudnym miesiącem, co jest typowe dla okresu wakacji, oczywiście pod warunkiem, że nie dzieje się w kraju nic wyjątkowego (dobrym wyjątkiem potwierdzającym tę regułę był lipiec br. ). Żadne wydarzenia krajowe nie wstrząsały



Źródło: BZ WBK

rynkiem, a ponadto w połowie miesiąca przypadł tak zwany długi weekend, który zawsze przyczynia się do uśpienia rynków, a który tym razem przedłużyło się do ponad tygodnia. Także posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej przeszło na rynku walutowym bez echa, bowiem wszyscy inwestorzy byli zgodni w swoich oczekiwaniach, co do jego wyniku, a RPP podjęła decyzję zgodną z tymi przewidywaniami.

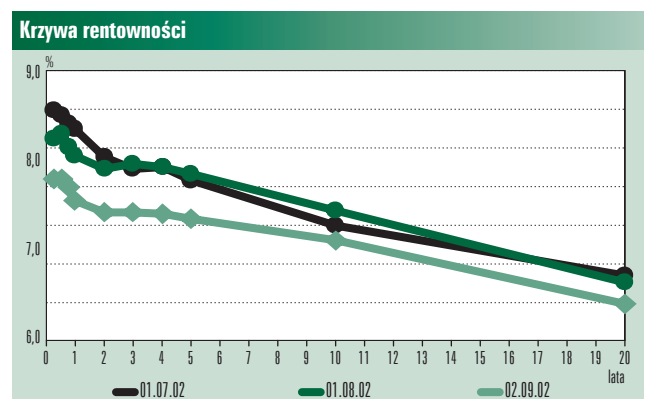
Wobec powyższego, najważniejszym czynnikiem wpływającym na notowania na krajowym rynku walutowym był kurs EURUSD na rynkach globalnych. Jednak także w tym przypadku po burzliwym lipcu nastąpił spokojny sierpień. Wahania kursu EURUSD były wyraźnie mniejsze i trzymał się on w "bezpiecznej" odległości od parytetu, nie podejmując próby jego złamania.



Źródło: Reuters

### Rynek papierów skarbowych mocny

Także rynek papierów skarbowych był spokojny w sierpniu. Przez cały miesiąc panował na nim pozytywny sentyment. Na początku sierpnia rynek się wzmocnił, po danych o cenach żywności zapowiadających niską inflację w lipcu, co utwierdzało oczekiwania na obniżkę stóp w sierpniu. Aż do posiedzenia RPP rentowności były stabilne, bowiem nie działo się nic, co mogłoby zmienić oczekiwania rynku. Natomiast pod koniec sierpnia nastąpił kolejny spadek rentowności, po zgodnej z przewidywaniami decyzją RPP i komunikacie Rady, którego treść upewniła rynek, że kolejne cięcie stóp nastąpi niedługo.

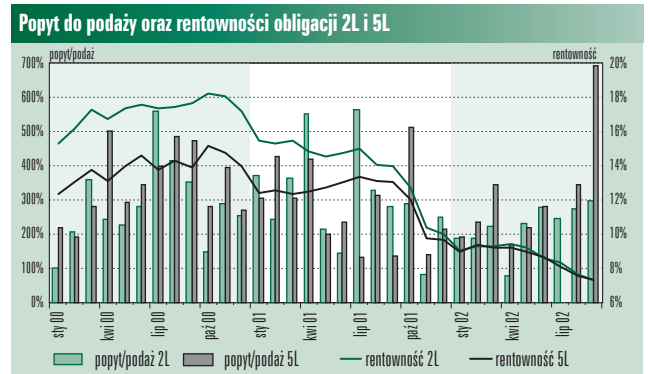


Źródło: BZ WBK

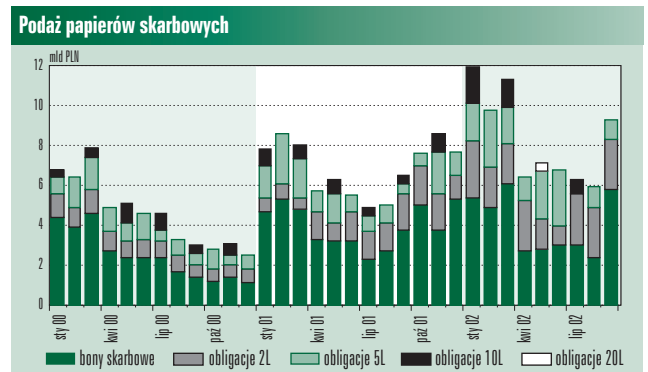


Na przetargu obligacji skarbowych 4 września, zgłoszono bardzo wysoki popyt na oferowane papiery dwu- (OK0804) i pięcioletnie (PS0507). Zwłaszcza w przypadku tych drugich nadwyżka popytu nad podażą była ogromna. Łączny wartość ofert inwestorów przekroczyła 14 mld zł, co było poziomem rekordowym i w tej sytuacji ministerstwo z łatwością sprzedało wszystkie zaoferowane obligacje, a rentowności znacznie spadły w porównaniu z przetargiem miesiąc temu i również były nieco niższe niż odnotowane dzień wcześniej na zamknięciu rynku wtórnego. Ponadto jeszcze w tym samym dniu rynek wtórny dalej się umocnił i na koniec dnia rentowności były już poniżej poziomów z przetargu.

W sierpniu resort finansów poinformował o zmianach w harmonogramie emisji obligacji skarbowych w czterech ostatnich miesiącach br. 11 września nastąpi druga emisja obligacji 20-letnich (WS0922). Natomiast planowana na wrzesień emisja papierów 10-letnich została przesunięta na 9 października i jednocześnie wyemitowane zostaną nowe papiery benchmarkowe o terminie wykupu w październiku 2013 r. (DS1013). Ponadto począwszy od listopada oferowany będzie nowy benchmark 5-letni (PS0608), który nie będzie już sprzedawany z papierami 2-letnimi, ale organizowany będzie oddzielny przetarg.



Źródło: BZ WBK



uwaga: IX 2002 bez 20L

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

**Oferta bonów skarbowych w sierpniu i wrześniu** mln zł

data przetargu	oferta (sprzedaż)			
	13-tyg.	39-tyg.	52-tyg.	suma
03.08.2002	–	–	600 (600)	600 (600)
10.08.2002	–	–	400 (400)	400 (400)
17.08.2002	–	–	700 (700)	700 (700)
24.08.2002	–	–	700 (700)	700 (700)
<b>Suma</b>	–	–	<b>2400 (2400)</b>	<b>2400 (2400)</b>
02.09.2002	–	–	800	800
09.09.2002	100	–	700	800
16.09.2002	100	–	700	800
23.09.2002	–	–	800	800
30.09.2002	–	1300	1300	2600
<b>Suma</b>	<b>200</b>	<b>1300</b>	<b>4300</b>	<b>5800</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów

**Przetargi obligacji skarbowych w 2002 r.**

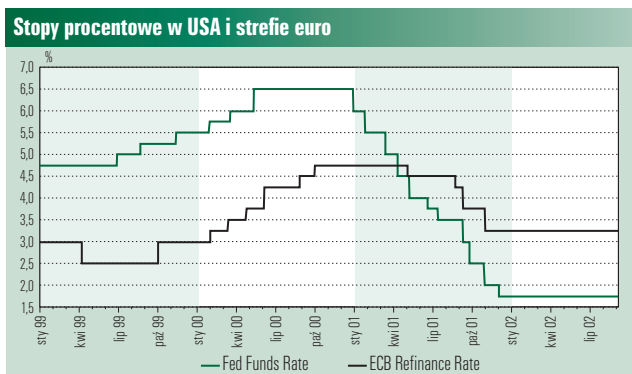
miesiąc	I przetarg						II przetarg				
	data	obligacje	oferta (mln zł)	sprzedaż (mln zł)	obligacje	oferta (mln zł)	sprzedaż (mln zł)	data	obligacje	oferta (mln zł)	sprzedaż (mln zł)
styczeń	09.01	OK1203	2 800	2 800	PS1106	1 900	1 900	16.01	DS1110	1 800	1 800
luty	06.02	OK1203	2 000	2 000	PS1106	2 900	2 900	13.02	DZ0811	500	495,5
marzec	06.03	OK1203	2 000	2 000	PS1106	1 800	1 800	20.03	DS1110	1 400	1 400
kwiecień	03.04	OK0404	2 500	1756,5	PS1106	1 200	1 200	10.04	WS0922	400	400
maj	08.05	OK0404	1 500	1 500	PS0507	2 400	2 400	–	–	–	–
czerveniec	05.06	OK0404	1 000	1 000	PS0507	2 800	2 800	–	–	–	–
lipiec	03.07	OK0404	2 600	1922,1	–	–	–	17.07	DS1110	700	700
sierpień	07.08	OK0804	2 500	2 500	PS0507	1 000	1 000	–	–	–	–
wrzesień	04.09	OK0804	2 500	2 500	PS0507	1 000	1 000	11.09	WS0922	–	–
październik	02.10	OK0804	–	–	PS0507	–	–	9.10	DS1013	–	–
listopad	06.11	OK0804	–	–	–	–	–	20.11	PS0608	–	–
grudzień	04.12	OK1204	–	–	–	–	–	–	–	–	–

Źródło: Ministerstwo Finansów

## Przeгляд międzynarodowy

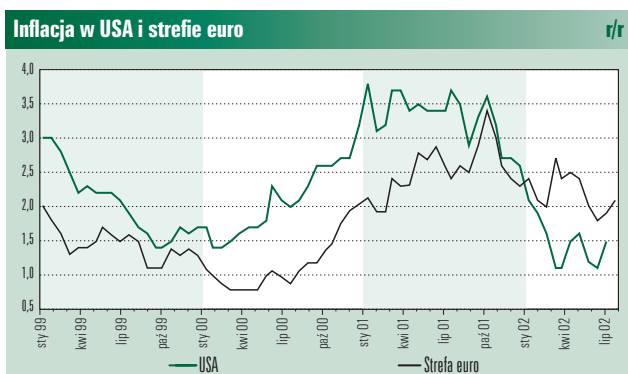
- Stopy w USA i strefie euro ciągle bez zmian...
- ...tymczasem inflacja rośnie
- ...a wzrost gospodarczy jest słaby
- Kiepska koniunktura i nastroje

Na posiedzeniu we wtorek 13 sierpnia Fed zdecydował o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian. Główna stopa funduszy federalnych pozostała na poziomie 1,75 proc., najniższym od 40 lat. Niemniej jednak Fed stwierdził w oficjalnym komunikacie, że spowolnienie gospodarcze jest obecnie większym zagrożeniem dla gospodarki amerykańskiej niż inflacja. W obecnej chwili analitycy częściej mówią o możliwości kolejnej obniżki stóp niż o konieczności ich podwyższania. Podobne nastawienie panuje w strefie euro, gdzie posiedzenie ECB zaplanowano na 12 września.



Źródło: Reuters

Zgodnie z oczekiwaniami w lipcu ceny konsumenta spadły w strefie euro o 0,2 proc. m/m, co przełożyło się na wzrost rocznej stopy inflacji do 1,9 proc. z 1,8 proc. w czerwcu. Dane te były spójne ze wstępnymi szacunkami Eurostatu. Natomiast według wstępnych szacunków za sierpień inflacja wzrosła do 2,1 proc. r/r. Przekroczony został w ten sposób limit 2,0 proc. ustalony przez ECB jako wyznacznik stabilności cenowej w średnim terminie.

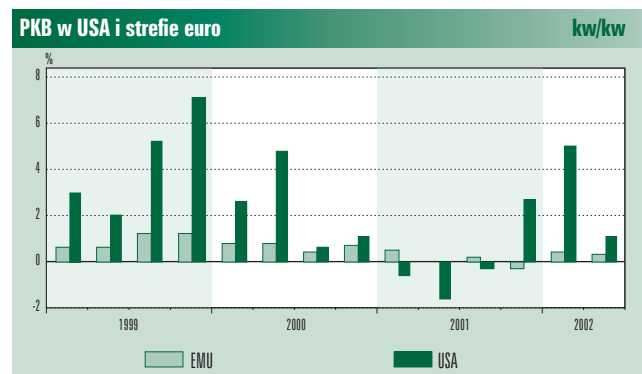


Źródło: Reuters

W lipcu inflacja w Stanach Zjednoczonych wyniosła 0,1 proc. m/m, co było zgodne z oczekiwaniami rynków. Biorąc pod uwagę rosnące ceny żywności, energii i opieki medycznej wzrost cen był niewielki bowiem zostały one zneutralizowane przez gwałtowny spadek cen ubrań. Jednakże roczna dynamika cen wyraźnie wzrosła do 1,5 proc. z 1,1 proc. w czerwcu.

W trzeciej publikacji danych wzrostu gospodarczego w strefie euro za I kwartał br. potwierdzone zostały dotychczasowe szacunki. Odnotowano wzrost PKB o 0,3 proc. kw/kw i taki sam w skali roku. Natomiast publikowane pierwszy raz szacunki za II kwartał znalazły się w dolnej granicy przedziału oczekiwań Komisji Europejskiej (0,3-0,6 proc.). PKB wzrósł o 0,3 proc. kw/kw, a w skali roku zwiększył się o 0,6 proc. Jednocześnie drugi miesiąc z rzędu Komisja Europejska obniżyła swoją prognozę wzrostu na III kwartał do 0,3-0,6 proc. kw/kw, wobec 0,6-0,9 proc. przewidywanych dotąd oraz opublikowała prognozę na IV kw. na poziomie 0,3-0,6 proc. Opublikowane dane i prognozy potwierdzają nienajlepszą kondycję gospodarki strefy euro.

W sierpniu opublikowano wstępne dane o wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych w II kwartale br. Zgodnie z tym co podano miesiąc wcześniej w informacji wyprzedzającej, PKB wzrósł o 1,1 proc. kw/kw, podczas gdy rynki spodziewały się niewielkiej rewizji w górę do 1,2 proc. Oznacza to, że potwierdzone zostało znaczne spowolnienie gospodarki USA w II kw. , która w I kwartale wzrastała w tempie 5,0 proc. kw/kw.



Źródło: Reuters

W lipcu ceny producenta w strefie euro pozostały bez zmian w porównaniu z czerwcem, podczas gdy analitycy przewidywali spadek o 0,2 proc. Stabilny poziom cen w skali miesiąca przełożył się spadek rocznej stopy deflacji do 0,6 proc. z 1,1 proc. w czerwcu. Dane o produkcji przemysłowej za czerwiec były nieco gorsze niż się spodziewano. Odnotowano wzrost produkcji o 0,5 proc. m/m, wobec spodziewanych 0,7 proc. oraz zrewidowano w dół wynik maja do 0,0 proc. m/m. Dynamika roczna pozostała w czerwcu na poziomie z maja, wynosząc -1,2 proc. Sprzedaż detaliczna spadła w czerwcu dużo głębiej niż oczeki-

wano. Odnotowano spadek o 0,5 proc. m/m i 0,9 proc. r/r, wobec oczekiwanych spadków o odpowiednio 0,1 proc. i 0,2.

W Stanach Zjednoczonych ceny producenta zanotowały w lipcu nieoczekiwany spadek o 0,2 proc. m/m, podczas gdy rynki spodziewały się wzrostu na poziomie 0,1 proc. Dane te mogą świadczyć o braku presji cenowej w gospodarce amerykańskiej. W lipcu produkcja przemysłowa zanotowała wyższy niż oczekiwano wzrost, co wynikało ze zwiększonej produkcji samochodów. Jak podano, produkcja przemysłowa wzrosła o 0,2 proc. m/m po zrewidowanym wzroście o 0,7 m/m w czerwcu. Sprzedaż detaliczna wzrosła w lipcu o 1,2 proc. m/m, a pomijając samochody o 0,2 proc. Zarówno ogólna dynamika wzrostu, jak i z wyłączeniem samochodów były zgodne z oczekiwaniami rynków finansowych.

Stopa bezrobocia w strefie euro wyniosła w lipcu 8,3 proc., bez zmian wobec czerwca (po korekcie danych czerwcowych z 8,4 proc.). Nadal najwyższa stopa bezrobocia jest w Hiszpanii (11,3 proc.), a najniższa w Luksemburгу (2,4 proc.).

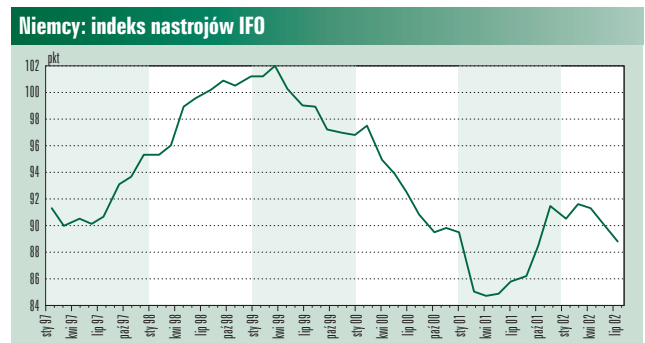
Stopa bezrobocia w USA spadła w sierpniu do najniższego od 5 miesięcy poziomu 5,7 proc., choć oczekiwane było utrzymanie się na poziomie z lipca, tj. 5,9 proc. Jednak dane o liczbie nowych miejsc nie były już tak optymistyczne, bowiem w sierpniu przybyło jedynie 39 tys. nowych miejsc pracy, podczas gdy w lipcu było to 67 tys.

Dynamika podaży pieniądza M3 w strefie euro ustabilizowała się w lipcu na poziomie 7,1 proc. r/r, tymczasem prognozowano lekkie odbicie do poziomu 7,2 proc. Dla przypomnienia, w czerwcu nastąpiło gwałtowne spowolnienie podaży pieniądza do 7,1 proc. r/r z 7,8 proc. w maju.

W sierpniu aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro pogorszyła się. Indeks PMI obniżył się do 50,8 pkt, wobec oczekiwanych 51,0 pkt, z 51,6 pkt w lipcu. Pogorszyły się kluczowe subindeksy: poziomu produkcji, nowych zamówień oraz zatrudnienia. Analogiczny indeks amerykański – ISM ustabilizował się w sierpniu na poziomie 50,5 pkt. Tymczasem, po ostrym i nieoczekiwanym spadku w lipcu oczeki-

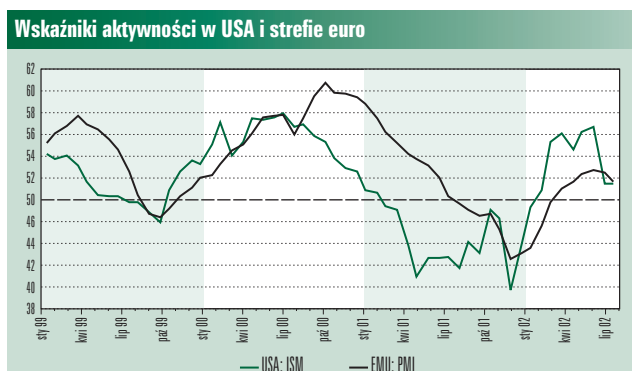
wane było odbicie do 51,6 pkt. Oba wyniki oznaczają minimalne tempo rozwoju, bowiem indeksy są blisko granicy 50 pkt, oddzielającej rozwój od recesji.

Indeks nastrojów niemieckich przedsiębiorców IFO, najważniejszy wskaźnik koniunktury dla gospodarki Niemiec, odnotował w sierpniu trzeci z rzędu spadek do 88,8 pkt z 89,9 pkt lipcu. Spadek ten był nieco większy od oczekiwań, które były na poziomie 89,0 pkt. Ponadto silniej spadł subindeks oczekiwań na przyszłość niż oceny sytuacji bieżącej. Dane IFO są bardzo wyraźnym sygnałem, że ożywienie gospodarcze w Niemczech uległo w ostatnim okresie zahamowaniu.



Źródło: Reuters

Wskaźnik zaufania konsumentów amerykańskich do gospodarki drugi miesiąc z rzędu odnotował dramatyczny spadek. W sierpniu wyniósł on 93,5 pkt wobec oczekiwanych 97,2 pkt. Jeszcze w czerwcu wskaźnik ten był na poziomie 106,3 pkt, a w lipcu 97,4 pkt. Podobnie, indeks nastrojów konsumentów amerykańskich wg Uniwersytetu Michigan spadł w sierpniu do 87,6 pkt z 88,1 pkt w lipcu i był także niższy niż wskazywały wyniki badania wstępnego (87,9 pkt). Natomiast analitycy oczekiwali rewizji danych w górę do 88,3 pkt.



Źródło: Reuters

**Najważniejsze wydarzenia i wskaźniki w tym miesiącu**

<i>Poniedziałek</i>	<i>Wtorek</i>	<i>Środa</i>	<i>Czwartek</i>	<i>Piątek</i>
<b>2 września</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (800 mln PLN) EMU: PMI (sie) EMU: Sprzedaż detaliczna (cze)	<b>3</b> EMU: Ceny producenta (lip) USA: ISM (sie)	<b>4</b> POL: Przetarg obligacji OK0804 i PS 0507 (2,5 i 1,0 mld PLN) FRA: PKB (II kw. ) EMU: Bezrobocie (lip)	<b>5</b> GER: Bezrobocie (sie) GER: Zamówienia w przemyśle (lip) USA: Zamówienia w przemyśle (lip)	<b>6</b> POL: Ceny żywności (II poł. sie) GER: Produkcja przemysłowa (lip) EMU: PKB (II kw. ) USA: Bezrobocie (sie)
<b>9</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (800 mln PLN)	<b>10</b> ITA: PKB (II kw. )	<b>11</b> POL: Przetarg obligacji WS0922	<b>12</b> EMU: Posiedzenie ECB	<b>13</b> POL: Podaż pieniądza (sie) POL: Płace i zatrudnienie (sie) FRA: Inflacja wstępna (sie) USA: Ceny producenta (sie) USA: Sprzedaż detaliczna (sie)
<b>16</b> POL: Inflacja (sie) POL: Przetarg bonów skarbowych (800 mln PLN) ITA: Inflacja finalna (sie)	<b>17</b> FRA: Produkcja przemysłowa (lip)	<b>18</b> POL: Produkcja przemysłowa (sie) POL: Ceny producenta (sie) EMU: Inflacja finalna (sie) USA: Inflacja (sie) USA: Handel zagraniczny (lip)	<b>19</b> POL: Koniunktura (wrz)	<b>20</b> POL: PKB (II kw.) ITA: Produkcja przemysłowa (lip) EMU: Produkcja przemysłowa (lip) EMU: Handel zagraniczny (lip)
<b>23</b> POL: Inflacja bazowa (sie) POL: Przetarg bonów skarbowych (800 mln PLN)	<b>24</b> POL: Posiedzenie RPP USA: Posiedzenie Fed	<b>25</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja) FRA: Inflacja finalna (sie)	<b>26</b> EMU: Podaż pieniądza (sie)	<b>27</b> POL: Ceny żywności (I poł. wrz) ITA: Inflacja wstępna (wrz) USA: PKB (II kw. )
<b>30</b> POL: Bilans płatniczy (sie) POL: Przetarg bonów skarbowych (2 600 mln PLN)	<b>1 października</b> EMU: PMI (wrz) EMU: Sprzedaż detaliczna (lip)	<b>2</b> EMU: Ceny producenta (sie) EMU: Bezrobocie (sie) EMU: Nastroje w biznesie (sie, wrz) EMU: Koniunktura (sie, wrz )	<b>3</b>	<b>4</b> USA: Bezrobocie (wrz)

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	24-25	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	19	16	15	15	16
Inflacja bazowa	21	-	21	18	20	21	22	26	23	22	25	23
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	29	27
Podaż pieniądza	14	14	14	12	14	14	12	14	13	14	14	13
Bilans NBP	7	7	7	5	7	7	5	7	6	7	7	6
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**

		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	sie 02	wrz 02	
																<i>prognoza</i>	
PKB	proc. r/r	x	x	0,8	x	x	0,2	x	x	0,5	x	x	0,7	x	x	1,1	
Produkcja przemysłowa	proc. r/r	1,5	0,9	-3,7	1,8	-1,0	-4,8	-1,4	0,2	-3,1	0,3	-4,2	2,1	6,0	0,5	8,4	
Sprzedaż detaliczna***	proc. r/r	1,5	3,0	1,3	5,8	2,4	2,4	4,7	6,7	9,9	3,1	1,8	2,5	8,6	-	-	
Stopa bezrobocia	proc.	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	17,4	18,0	18,1	18,1	17,8	17,2	17,3	17,4	17,5	17,7	
Płace brutto**	proc. r/r	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	4,4	5,3	
Eksport (wg NBP)	mln USD	2 556	2 616	2 287	2 778	2 555	2 540	2 308	2 141	2 467	2 739	2 610	2 678	3 175	3 016	3 016	
Import (wg NBP)	mln USD	3 382	3 635	3 176	3 953	3 509	3 430	3 418	2 952	3 148	3 521	3 416	3 360	3 763	3 782	3 895	
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-826	-1 019	-889	-1 175	-954	-890	-1 110	-811	-681	-782	-806	-682	-588	-766	-879	
Rachunek bieżący	mln USD	-287	-354	-304	-838	-417	-500	-847	-820	-612	-643	-549	-408	-97	-296	-729	
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-19,4	-21,0	-21,8	-24,6	-27,7	-32,6	-6,9	-13,7	-16,4	-20,0	-23,0	-25,0	-25,7	-26,8	-28,8	
Inflacja (CPI)	proc. r/r	5,2	5,1	4,3	4,0	3,6	3,6	3,4	3,5	3,3	3,0	1,9	1,6	1,3	1,3	1,5	
Ceny produkcji (PPI)	proc. r/r	0,6	1,0	0,7	-0,5	-1,0	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	1,2	1,4	0,9	0,8	
Podaż pieniądza M3	proc. r/r	12,4	13,4	12,3	11,0	7,2	8,7	7,3	6,7	3,5	2,9	3,6	2,5	1,3	-	-	
Depozyty	proc. r/r	14,0	14,9	13,3	11,5	7,0	8,3	6,4	5,5	2,0	1,2	1,3	0,5	-0,8	-0,6	0,6	
Kredyty	proc. r/r	11,5	11,8	11,5	9,7	8,9	9,3	9,0	8,8	7,1	6,6	7,9	9,4	7,5	10,0	10,0	
USD/PLN	PLN	4,19	4,25	4,22	4,13	4,09	4,01	4,06	4,19	4,14	4,06	4,05	4,03	4,12	4,18	4,10	
EUR/PLN	PLN	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	4,08	4,02	
Stopa interwencyjna*	proc.	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	8,00	8,00	
WIBOR 3M	proc.	16,01	15,35	14,73	14,01	13,91	12,29	11,04	10,60	10,32	10,20	9,88	9,30	8,89	8,70	8,30	
Stopa lombardowa*	proc.	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	10,50	10,50	
Rentowność bonów 52-tyg,	proc.	15,38	14,61	14,01	12,64	11,80	10,66	9,62	9,68	9,62	9,56	9,22	8,54	8,35	7,86	7,30	
Rentowność obligacji 2L	proc.	15,13	14,40	13,57	11,36	11,00	10,70	9,11	9,37	9,32	9,22	9,03	8,27	8,12	7,60	7,15	
Rentowność obligacji 5L	proc.	13,85	13,50	12,92	11,32	10,13	9,91	8,91	9,26	9,11	9,02	8,90	8,17	8,11	7,62	7,10	
Rentowność obligacji 10L	proc.	11,87	11,97	11,57	10,31	9,19	8,92	8,25	8,34	8,25	8,19	8,02	7,55	7,63	7,29	6,80	

\* 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	4 kw. 02
						<i>prognoza</i>								<i>prognoza</i>	
PKB	mld PLN	553,6	615,1	685,0	721,6	749,9	800,0	165,4	176,5	179,6	200,0	172,2	182,3	185,4	209,9
PKB	proc. r/r	4,8	4,1	4,0	1,0	1,3	3,4	2,3	0,9	0,8	0,2	0,5	0,7	1,1	2,6
Produkcja przemysłowa	proc. r/r	3,5	3,6	6,8	-0,2	1,6	3,4	4,5	-0,7	-0,8	-2,6	-1,6	-0,3	4,3	4,0
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	0,7	x	x
Stopa bezrobocia*	proc.	10,4	13,1	15,1	17,4	19,0	19,0	16,1	15,9	16,3	17,4	18,1	17,3	17,7	19,0
Płace realne brutto	proc. r/r	3,3	4,7	1,0	3,3	0,6	1,5	2,5	0,8	2,5	1,3	2,1	0,6	-0,5	0,0
Eksport (wg NBP)	mln USD	30 122	26 347	28 256	30 276	34 309	35 000	7 436	7 508	7 459	7 873	6 916	7 347	9 208	10 158
Import (wg NBP)	mln USD	43 842	40 727	41 424	41 955	43 602	48 000	10 584	10 286	10 193	10 892	9 518	9 621	11 440	12 347
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-13 720	-14 380	-13 168	-11 679	-9 294	-13 000	-3 148	-2 778	-2 734	-3 019	-2 602	-2 274	-2 233	-2 189
Rachunek bieżący	mln USD	-6 862	-11 558	-9 946	-7 075	-6 195	-9 913	-2 170	-2 205	-945	-1 755	-2 279	-2 075	-1 122	-1 194
Rachunek bieżący	proc. PKB	-4,3	-7,4	-6,3	-4,0	-3,4	-4,8	-4,9	-5,2	-4,2	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-3,6
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	-25,0	-28,8	-40,0
Deficyt budżetowy*	proc. PKB	-2,4	-2,0	-2,2	-4,5	-5,3	-5,0	-9,1	-2,2	-1,7	-5,3	-9,5	-3,4	-2,1	-5,3
Inflacja	proc. r/r	11,8	7,3	10,1	5,5	2,1	2,7	6,7	6,6	4,9	3,8	3,4	2,1	1,4	1,6
Inflacja*	proc. r/r	8,6	9,8	8,5	3,6	1,8	3,3	6,2	6,2	4,3	3,7	3,3	1,6	1,5	1,8
Ceny produkcji	proc. r/r	7,3	5,7	7,8	1,6	1,1	2,5	4,2	2,2	0,8	-0,6	0,2	0,7	1,0	2,4
Podaż pieniądza	proc. r/r	25,3	24,6	15,2	12,1	3,9	11,0	14,7	11,8	14,1	12,9	5,9	2,7	-	-
Depozyty	proc. r/r	28,4	26,4	17,2	13,5	1,7	10,5	17,1	13,6	15,7	13,3	4,8	0,8	0,1	0,1
Kredyty	proc. r/r	30,0	28,6	24,7	11,3	9,4	15,0	15,4	9,7	11,3	8,1	8,3	8,0	9,2	12,0
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	4,13	4,02
EUR/PLN	PLN	3,9231	4,2270	4,0110	3,6685	3,85	3,93	3,7765	3,4884	3,7551	3,6549	3,6199	3,72	4,06	4,00
Stopa interwencyjna*	proc.	15,50	16,50	19,00	11,50	7,50	7,00	18,00	15,50	14,50	11,50	10,00	8,50	8,00	7,50
WIBOR 3M	proc.	21,34	14,73	18,78	16,08	9,26	7,20	18,53	17,09	15,37	13,45	10,65	9,79	8,63	7,98
Stopa lombardowa*	proc.	20,00	20,50	23,00	15,50	10,00	9,50	22,00	19,50	18,50	15,50	13,50	11,50	10,50	10,50
Rentowność bonów 52-tyg.	proc.	18,59	12,95	17,77	14,77	8,41	6,80	17,02	15,70	14,67	11,72	9,64	9,11	7,84	7,07
Rentowność obligacji 2L	proc.	18,08	12,41	17,37	13,91	8,18	6,80	15,59	14,91	14,37	10,83	9,27	8,84	7,62	6,98
Rentowność obligacji 5L	proc.	15,83	10,87	14,00	12,59	8,08	6,70	13,12	13,38	13,43	10,45	9,09	8,69	7,61	6,93
Rentowność obligacji 10L	proc.	x	9,60	11,79	10,74	7,52	6,50	10,46	11,22	11,81	9,48	8,28	7,92	7,24	6,63

\* 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 6.09.2002, zostało przygotowane przez:

## ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 0 22 653 4679

**Maciej Reluga** – Główny ekonomista

tel. 0 22 653 46 63

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

**Piotr Bielski**, tel. 0 22 653 47 33

**Piotr Bujak**, tel. 0 22 586 83 41

**Aleksander Krzyżaniak**, tel. 0 22 586 83 42

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
Katarzyna Kamińska	0 61 856 58 25
Robert Król	0 61 856 58 25
Adam Wandzilak	0 61 856 58 25
Waldemar Polowczyk	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
Wojciech Kusik	0 61 856 58 14

### Warszawa

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa  
fax 0 22 653 46 79

Tomasz Dziedzic	0 22 653 46 67
Maciej Jędrzejak	0 22 653 46 70
Piotr Żagan	0 22 653 46 66

### Wrocław

ul. Rynek 9/11, 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
Damian Syzdek	0 71 370 25 25
Maciej Makarewicz	0 71 370 24 86
Marcin Mostowy	0 71 370 26 25

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