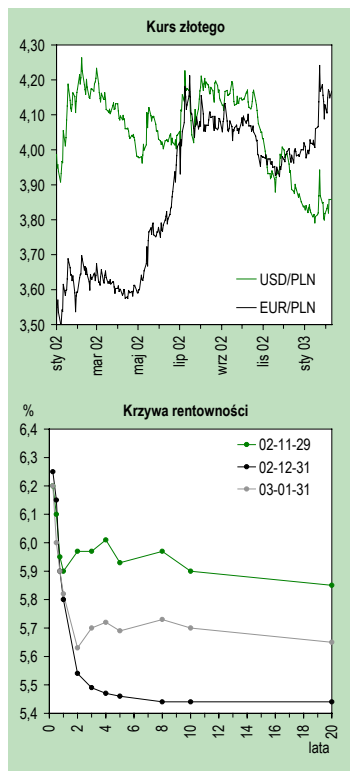


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Luty 2003



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Siła złota na złotego Rządowych papierów czerpanie	
Gospodarka Polski	11
Pod lupą: Bank centralny	19
Pod lupą: Rząd i polityka	28
Pod lupą: Negocjacje z UE	33
Monitor rynku	34
Przegląd międzynarodowy	36
Kalendarz makroekonomiczny	38
Dane i prognozy ekonomiczne	39

Maciej Reluga

 Główny ekonomista
(22) 586 8363

Piotr Bielski
(22) 586 8333

Piotr Bujak
(22) 586 8341

Aleksander Krzyżaniak
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

Falowanie i spadanie

■ **W tym miesiącu po raz kolejny piszemy szerzej o kursie złotego.** Po styczniowym zamieszaniu na rynku walutowym stało się jasne, że kurs polskiej waluty może być bardziej podatny na krótkoterminowe zawirowania, niekorzystne wiadomości i czynniki jednorazowe, niż mogło się wcześniej wydawać. Wydaje się to być na rękę polskiemu rządowi, wg którego istotne osłabienie złotego jest jednym z kluczowych warunków wstępnych dla ożywienia polskiej gospodarki, i który otwarcie zadeklarował podjęcie działań mających na celu obniżenie kursu polskiej waluty. Równocześnie w nadchodzących kwartałach będziemy mieli do czynienia z kumulacją co najmniej kilku czynników ryzyka o potencjalnie poważnych skutkach dla oceny perspektyw polskiej gospodarki i nastrojów na rynku finansowym. Na pierwszy rzut oka wygląda więc na to, że w tym roku mamy duże szanse na regularne falowanie i spadanie kursów na polskim rynku walutowym. Dokładniejsza analiza powyższych czynników, zamieszczona w raporcie, sugeruje jednak, że nie powinny one zasadniczo zmienić długookresowej tendencji zmian kursu walutowego w stosunku do ścieżki, którą zakładaliśmy w poprzednich miesiącach. Średni kurs polskiej waluty w stosunku do koszyka dwóch głównych walut powinien w kolejnych kwartałach tego roku stopniowo się wzmacniać.

■ **Początek roku to zwykle okres zwiększonej podaży papierów skarbowych na przetargach.** Jednocześnie rok 2003 będzie drugim z rzędu, gdy emisja SPW będzie ogromna. Dlatego w tym miesiącu, podjęliśmy próbę oszacowania ile, kiedy i jakie bony i obligacje wyemituje Ministerstwo Finansów. Naszym zdaniem, możliwe jest ograniczenie emisji w najtrudniejszych miesiącach do 9-10 mld zł, w porównaniu potrzebnymi wówczas maksymalnie 14 mld zł. Tak wysoka podaż będzie występować przez cztery pierwsze miesiące roku, a potem wystąpi jeszcze w sierpniu i grudniu. W pozostałych miesiącach podaż powinna wynieść 6-7 mld zł.

■ **Dane ekonomiczne za grudzień 2002 r. potwierdziły tendencje obserwowane od kilku miesięcy.** Utrzymuje się wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a obroty handlu zagranicznego pozostają na wysokim poziomie. Podany przez GUS szacunek wzrostu PKB w 2002 r. wskazuje na powolne nabieranie tempa przez gospodarkę. Mimo stopniowego ożywienia gospodarczego, wynikającego w dużej mierze z utrzymującej się stosunkowo wysokiej dynamiki popytu konsumpcyjnego, presja inflacyjna pozostaje bardzo niska, a wskaźnik CPI osiągnął w grudniu kolejny rekordowo niski poziom. Wspomniany utrzymujący się, a nawet nieco przyspieszający, wzrost konsumpcji jest zaskakujący biorąc pod uwagę sytuację na rynku pracy. Niestety, zgodnie z naszą prognozą stopa bezrobocia w grudniu wzrosła do 18,1%. Należy jednak zauważyć, że jest to wynik dużo lepszy niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu, ponieważ w ciągu minionego roku tempo przyrostu bezrobocia znacznie zmalało. W ostatnim miesiącu 2002 r. kontynuowany był spadek podaży pieniądza i depozytów ludności w bankach; wzrost kredytów pozostał słaby.

Na rynku finansowym 31 stycznia 2003 r.:

Stopa depozytowa NBP	4,50	WIBOR 3M	6,47	PLN/USD	3,8173
Stopa referencyjna NBP	6,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,82	PLN/EUR	4,1286
Stopa lombardowa NBP	8,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,69	EUR/USD	1,0815



Temat miesiąca

Siła złego na złotego

W tym miesiącu po raz kolejny piszemy szerzej o kursie złotego. Po styczniowym zamieszaniu na rynku walutowym (patrz sekcja *Monitor rynku*) stało się jasne, że kurs polskiej waluty może być bardziej podatny na krótkoterminowe zawirowania, niekorzystne wiadomości i czynniki jednorazowe, niż mogło się wcześniej wydawać. Sprzyja temu z pewnością panująca obecnie atmosfera ogólnej niepewności na międzynarodowych rynkach finansowych, bliska perspektywa wojny z Irakiem oraz wciąż duża niejasność co do zdolności przeprowadzenia przez rząd i ministra finansów w niedługim czasie reformy finansów publicznych wystarczającej do zapewnienia Polsce szybkiego członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej. Sytuacja podwyższonej wrażliwości rynku finansowego wydaje się być na rękę polskiemu rządowi, wg którego istotne osłabienie złotego jest jednym z kluczowych warunków wstępnych dla ożywienia polskiej gospodarki, i który otwarcie deklaruje podjęcie działań mających na celu obniżenie kursu polskiej waluty. Wypowiedzi wysokich przedstawicieli rządu wyraźnie zmierzają do tego, aby panującą niepewność podtrzymać i skłonić inwestorów do dalszej przeceny złotego. Dodatkowo Ministerstwo Finansów zapowiedziało, iż jeszcze w pierwszym kwartale tego roku rozpocznie zakup dewiz na rynku walutowym na spłatę odsetek od zadłużenia zagranicznego Polski, co miałyby pomóc w osłabieniu wartości złotego. Równocześnie w nadchodzących kwartałach będziemy mieli do czynienia z kumulacją co najmniej kilku czynników ryzyka. Będą to wydarzenia jednorazowe, ale o potencjalnie długoterminowych skutkach dla oceny perspektyw polskiej gospodarki i nastrojów na rynku finansowym.

W tej sytuacji celowe wydaje się podjęcie próby odpowiedzi na pytanie, czy wymienione powyżej czynniki wraz z potencjalnymi działaniami ze strony rządu i Ministerstwa Finansów, będą w rzeczywistości na tyle istotne, aby w sposób znaczący zmienić bądź osłabić przewidywaną przez nas długoterminową tendencję do aprecjacji złotego w drodze do strefy euro (o której szerzej pisaliśmy w poprzednich wydaniach MAKROskopu).

Po zakończeniu negocjacji z UE i ustaleniu finansowych warunków akcesji warto się również zastanowić, na ile istotne dla polskiego rynku walutowego będą w kolejnych latach przepływy środków pieniężnych pomiędzy Polską a wspólnym budżetem unijnym. Tę kwestię poruszyliśmy w dalszej części niniejszej analizy.

MinFin wybiera się na zakupy

Jak już wspomnieliśmy, rządowi i Ministerstwu Finansów najwyraźniej bardzo zależy na tym, by doprowadzić do osłabienia złotego, a przynajmniej ograniczyć skalę jego aprecjacji. W ostatnim okresie szczególnie zintensyfikowały się wypowiedzi ministrów nadzorujących resorty gospodarcze i samego premiera Millera, sugerujące, że obniżenie kursu złotego jest jednym z kluczowych warunków niezbędnych dla istotnego przyspieszenia tempa rozwoju gospodarczego. Ministrowie Jerzy Hausner i Grzegorz Kołodko zasugerowali skoncentrowanie uwagi i działań rządu na kursie walutowym, w celu zmniejszenia jego wartości. Niestety w oczywisty sposób pole tych działań jest mocno ograniczone, ponieważ ani rząd ani żaden z jego resortów nie dysponuje w zasadzie narzędziami, które umożliwiłyby bezpośredni wpływ na kształtowanie się kursu złotego. Dlatego, nie posiadając zbyt wielu instrumentów do sterowania kursem walutowym, politycy najczęściej starali się wykorzystać panującą ostatnio podwyższoną nerwowość inwestorów, uciekając się do tzw. interwencji słownych i podsycania niepewności odnośnie perspektyw złotego. Jednak ostatnio w arsenale rządu pojawiła się nowa broń, której projekt podsunęła zresztą Rada Polityki Pieniężnej jeszcze w pierwszej połowie ub.r. w trakcie rozmów o polityce kursowej z ministrem Markiem Belką. Ministerstwo Finansów zapowiedziało, że zamierza kupować na rynku waluty obce potrzebne na bieżące spłaty odsetek od zadłużenia zagranicznego Polski (do tej pory zakupów takich dokonywano w NBP, co nie wpływało na kurs rynkowy złotego). Wiceminister finansów Ryszard Michalski zapewnił, że jego resort będzie gotowy do przeprowadzania takich operacji już wkrótce – na pewno jeszcze w I kwartale br. Rynek nie został jednak poinformowany o planowanych kwotach, terminach i sposobach przeprowadzania przez Ministerstwo Finansów tych swego rodzaju „interwencji” walutowych i – jak wynika z ostatnich zapowiedzi resortu – takich informacji nie uzyska. Jest to oczywiście jednym z elementów mających na celu utrzymanie podwyższonej niepewności i przez to wzmocnienie efektów przyszłych działań interwencyjnych.

O ile interwencje słowne nawet wysokich rangą polityków już od dawna nie wywierały większego wpływu na polski rynek walutowy, to pojawienie się nowego instrumentu oddziaływania w rękach ministra finansów od początku zrobiło na inwestorach duże wrażenie. Już sama zapowiedź rozpoczęcia aktywności na rynku walutowym przez resort finansów wyraźnie schłodziła entuzjazm uczestników rynku walutowego, a



niepotwierdzone pogłoski o rozpoczęciu tego typu zakupów za pośrednictwem jednego z dużych banków zagranicznych były jedną z głównych przyczyn paniki i fali wyprzedzaży, która przetoczyła się przez polski rynek walutowy w połowie stycznia, prowadząc do osłabienia złotego w ciągu kilku dni o ok. 5%.

Skoro rynek tak gwałtownie reagował na same tylko podejrzenia dotyczące walutowych zakupów Ministerstwa Finansów (mimo, iż resort nie był jeszcze gotowy do przeprowadzenia operacji), należy sądzić, że podobnie duża nerwowość może się utrzymywać kiedy już MF ogłosi gotowość do nabywania walut, szczególnie gdy zbliżyły się będą potencjalne terminy zakupów. Sądzimy, że to właśnie wzrost napięcia i niepewności w oczekiwaniu na operacje ministerstwa będzie głównym mechanizmem ewentualnego osłabienia złotego, podczas gdy pojawienie się rzeczywistych transakcji o kwotach, które zapewne nie będą zbyt duże (patrz dalej), powinno powodować stabilizację rynku i powrót kursu do długofalowej tendencji. W tym przypadku zastosowanie powinna mieć stara zasada dealerów „kupuj na plotkach, sprzedaj na faktach” – momenty dokonywania przez MF zakupów walut powinny być dobrymi okazjami do sprzedaży dolarów i euro po atrakcyjnej cenie. Najbliższe płatności odsetek wynikające z harmonogramu obsługi polskiego długu zagranicznego przypadają w kwietniu, lecz wydaje się bardzo prawdopodobne, że zgodnie z deklaracją wiceministra Michalskiego MF rozpocznie zakupy walut wcześniej, przed końcem I kwartału br. W najbliższych tygodniach możemy zatem być świadkami kolejnych silnych wahań kursu złotego. Warto jednak zastanowić się, na ile skutki tych „interwencji” resortu finansów mogą mieć trwały wpływ na sytuację na rynku walutowym. Czy będą one wystarczająco istotnym czynnikiem, aby spowodować nie tylko przejściowy wzrost zmienności kursowej, ale wpłynąć na wyhamowanie bądź odwrócenie długoterminowego trendu aprecjacji złotego, zdeterminowanego czynnikami fundamentalnymi? Aby to ocenić, należy przede

wszystkim ustalić jakimi środkami będzie operowało ministerstwo, jaka będzie skala prowadzonych przez nich zakupów dewiz.

Należy przypomnieć, że Ministerstwo Finansów wyraźnie zapowiedziało, że planowane zakupy walut na rynku będą dotyczyły wyłącznie płatności odsetkowych z tytułu obsługi długu zagranicznego, podczas gdy spłaty rat kapitałowych mają być refinansowane poprzez emisję nowego długu zagranicznego na rynkach międzynarodowych. Znacznie ogranicza to potencjalne kwoty zakupów na rynku walutowym. W tabeli poniżej zamieściliśmy planowane płatności odsetkowe z tytułu obsługi długu zagranicznego przypadające na najbliższe lata.

Zamieszczone w tabeli kwoty należy uznać jedynie za przybliżenie. Bazują one na informacjach wg stanu z listopada 2002. Nie uwzględniają zatem m.in. odsetek od obligacji zagranicznych, które rząd polski będzie emitował w przyszłości na spłatę przypadających w kolejnych okresach rat kapitałowych, ani też np. przyszłych przedterminowych wykupów zadłużenia zagranicznego (MF zapowiedziało m.in., że w kwietniu 2003 prawdopodobnie wykupi pozostałe w obiegu obligacje Brady'ego typu PDI na kwotę ok. 1,1 mld USD).

Warto również zaznaczyć, że niezależnie od chęci rządu i ministra finansów, zakres i skala „interwencji” MF będzie ściśle ograniczona nie tylko wartością przypadających płatności odsetkowych od długu zagranicznego, ale też bieżącą sytuacją finansów publicznych. Realizacja budżetu w 2003 r. i tak jest napięta z powodu zbyt optymistycznych założeń makroekonomicznych, a rok 2004 będzie prawdziwym wyzwaniem z powodu pojawiających się wydatków związanych z akcesją do UE. Tymczasem rynkowe zakupy walut to dla budżetu podwójne koszty: po pierwsze wyższe wydatki na obsługę długu zagranicznego, jeżeli złotego uda się faktycznie osłabić, po drugie ubytek dochodów z zysku NBP (wyplacanego w roku następnym), wynikający z tego, że nie zostaną uwolnione rezerwy rewaluacyjne, co miałyby miejsce gdyby MF kupiło waluty od banku centralnego a nie na rynku. Być może ten drugi efekt stał się przyczyną rozpoczęcia w ostatnim okresie przez Ministerstwo Finansów starań o rozwiązanie części rezerwy rewaluacyjnej NBP na drodze administracyjnej – patrz szerzej sekcja *Pod lupą: rząd i polityka*.

Planowane płatności odsetkowe z tytułu obsługi zadłużenia zagranicznego Polski

	2003*	2004	2005	2006
PLATNOŚCI ODSETKOWE (mln USD)	1 320,6	1 445,3	1 577,0	1 724,6
PLATNOŚCI ODSETKOWE (mln PLN)	5 282,5	5 765,0	6 339,4	7 072,6
Odsetki od kredytów i pożyczek zagranicznych	2 323,0	-	-	-
Odsetki i dyskonto od obligacji zagr. i obligacji Brady'ego	2 279,0	-	-	-
Wyплаты z tytułu gwarancji spłaty zagr. kredytów bankowych	625,4	-	-	-
Pozostałe gwarancje i poręczenia	55,0	-	-	-

* Wartość w PLN wg ustawy budżetowej na 2003 r.

Źródło: MF (wg stanu na 20.XI.2002)



Wynika stąd, że arsenał Ministerstwa Finansów, którego tak obawia się rynek walutowy, nie jest wcale tak zasobny i, co za tym idzie, niebezpieczny. Perspektywa pojawienia się na rynku dodatkowego popytu na waluty obce w granicach 1,3-1,5 mld USD w skali rocznej, nie wydaje się czynnikiem, który mógłby skłonić do zasadniczej przebudowy średnio- i długoterminowych prognoz kursu walutowego. Dzielne obroty polskiego rynku walutowego szacowane są na ok. 1-2 mld USD, roczne dodatnie saldo netto na rachunku finansowym bilansu płatniczego sięga 7 mld USD, a zaplanowane tegoroczne wpływy z prywatyzacji przekroczyć mają 9 mld USD. Dlatego w skali całego roku kwota, której może użyć resort finansów do oddziaływania na rynek walutowy nie wydaje się być istotnym „dodatkiem” z punktu widzenia długoterminowych tendencji. Chociaż oczywiście należy zdawać sobie sprawę, że (jak napisaliśmy powyżej) w okresie bezpośrednio przed pojawieniem się zleceń MF na rynku reakcja inwestorów i zmienność kursu złotego mogą być równie gwałtowne, jak w połowie stycznia br.

Chociaż Ministerstwo Finansów nie zamierza zdradzać swojej strategii dotyczącej kwot i terminów dokonywanych zakupów, można sformułować kilka hipotez dotyczących prawdopodobnego przebiegu tej operacji. Wydaje się niezwykle mało prawdopodobne, aby zdecydowano się na zakup całej przewidywanej na rok kwoty jednorazowo, bądź np. w dwóch ratach – chociaż krótkoterminowy szok dla rynku byłby z pewnością głęboki, to po odreagowaniu inwestorów i uświadomieniu przez nich, że „zapas amunicji” na cały rok został wyczerpany, minister finansów mógłby ponownie jedynie bezradnie przyglądać się stopniowej aprecjacji złotego. Prawdopodobne wydaje się rozłożenie całej operacji na cztery-pięć transakcji, o kwotach odpowiadających równowartości 200-300 mln USD. Terminy zakupów określone będą w przybliżeniu datami płatności kolejnych rat odsetkowych¹, ale przede wszystkim uzależnione od bieżącej sytuacji kursowej. Minister Grzegorz Kołodko powiedział ostatnio, że waluty potrzebne na obsługę długu zagranicznego ministerstwo będzie kupować „tak tanio, jak to możliwe”. W oczywisty sposób wynika to z twardego ograniczenia budżetowego, o którym pisaliśmy powyżej – kurs, po którym dokonywane będą transakcje ma bezpośredni wpływ na tegoroczne koszty obsługi długu zagranicznego. Sugeruje to wybór takich momentów

„interwencji”, gdy kurs złotego zbliżał się będzie do kolejnego lokalnego maksimum wobec dolara lub euro.

Ostatnią kwestią w związku z „interwencjami” MF jest pytanie o waluty, które resort zechce zakupić na rynku. Ministerstwo Finansów nie udostępniło nam szczegółowych danych nt. walutowej struktury płatności odsetkowych. Jeżeli jednak przyjmiemy, że będzie ona mniej więcej odpowiadała strukturze walutowej zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa (patrz tabela poniżej), zdecydowanie dominującą pozycję powinno zajmować euro. Biorąc jednak pod uwagę, że przewidujemy reakcję rynku walutowego w większym stopniu na zapowiedzi działań MF niż na faktyczną realizację transakcji, struktura zakupów nie powinna mieć większego wpływu na zachowanie kursu złotego.

Struktura walutowa zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa (wg miejsca emisji)

Waluta	Udział w zadłużeniu
EUR	46%
USD	34%
Pozostałe waluty*	21%

* tj.: Pool Banku Światowego, CHF, GBP, CAD, NOK, SEK, JPY

Uwaga: dane wg stanu na XI 2002

Źródło: szacunki BZ WBK na podst. danych MF

Druga połowa 2003: wielka kumulacja

Oprócz ewentualnych poczynań Ministerstwa Finansów, w bieżącym roku będzie miało miejsce kilka wydarzeń, które w istotny sposób mogą wpłynąć na nastroje panujące na polskim rynku finansowym. Prawie wszystkie z nich powinny mieć miejsce w drugim półroczu i potencjalnie każdy z tych czynników może spowodować zwiększenie nerwowości inwestorów oraz przejściowe osłabienie polskiej waluty.

Pierwszym z kluczowych wydarzeń będzie referendum akcesyjne, w którym Polacy zadecydują o przystąpieniu naszego kraju do Unii Europejskiej na wynegocjowanych przez rząd warunkach. Najbardziej prawdopodobną datą referendum jest 8 czerwca. Pisaliśmy już wielokrotnie, że poparcie dla integracji z UE wśród osób deklarujących chęć udziału w referendum utrzymuje się w Polsce na bezpiecznie wysokim poziomie powyżej 2/3, który wydaje się gwarantować pozytywny wynik głosowania. Największą niewiadomą pozostaje jednak frekwencja, która może nie sięgnąć wymaganych przez prawo 50%. Obawa przed takim rozwojem wydarzeń, który mógłby skomplikować, bądź opóźnić proces akcesji Polski do UE, może być przyczyną zwiększonej zmienności kursu złotego w okolicach połowy roku, w szczególności gdyby okazało się, że liczba osób zainteresowanych

¹ Najbliższe spłaty odsetek od obligacji przypadają w marcu i kwietniu, kolejne w lipcu i październiku. MF nie publikuje kalendarza spłat odsetek od kredytów.



udziałem w głosowaniu zmniejsza się w wyniku zmasowanej kampanii negatywnej przeciwników wejściu do UE i/lub niezbyt skutecznej polityki informacyjnej rządu.

Kolejną kwestią niezwykle istotną dla nastrojów na polskim rynku finansowym będą działania rządu i ministra finansów w zakresie polityki fiskalnej. Grzegorz Kołodko zapowiadał, że reforma finansów publicznych konieczna dla zapewnienia stabilności budżetu po wejściu do UE, zostanie zaprezentowana najpóźniej w III kwartale br. Zwykle w lipcu lub sierpniu prezentowane są pierwsze podstawowe parametry przygotowywanej na kolejny rok ustawy budżetowej. Te liczby, razem z pakietem działań, mających umożliwić wykorzystanie środków finansowych z Unii Europejskiej, a jednocześnie zapobiec eksplozji deficytu budżetowego w 2004 roku, zostaną poddane surowej ocenie rynku, od której w dużym stopniu zależeć będzie poziom kursu złotego i rentowności polskich obligacji skarbowych w drugiej połowie roku. Chociaż zdajemy sobie sprawę, że trudno spodziewać się naprawdę głębokiej reformy wydatków publicznych, obejmującej m.in. gruntowną przebudowę systemu pomocy społecznej, uporządkowanie finansów agencji i funduszy okołobudżetowych, itd., jesteśmy przekonani, że rozwiązania zaprezentowane przez ministra Kołodkę pozwolą rynkowi „przełknąć” projekt budżetu na 2004 rok, nie powodując paniki. Deficyt budżetowy raczej nie spadnie, ale też – przy odrobinie szczęścia – nie powinien znacząco pogorszyć się w stosunku do roku bieżącego. Przy odpowiednio sprawnym marketingu ministra Kołodki oraz na fali optymizmu związanego z pozytywnym wynikiem referendum akcesyjnego może to nie spowodować istotnego pogorszenia sentymentu na polskim rynku finansowym.

Ważnym dla rynku finansowego wydarzeniem będzie zmiana składu Rady Polityki Pieniężnej. Kadencja obecnej Rady dobiega końca na początku 2004 r., w związku z czym pod koniec bieżącego roku Sejm, Senat i Prezydent RP powinni wyłonić po trzech (o ile do tego czasu nie zmieni się Ustawa o NBP) nowych członków tego organu. Spekulacje na temat najbardziej prawdopodobnych kandydatur najprawdopodobniej ożywią się w drugiej połowie tego roku. Dla rynku istotne będzie czy osoby wytypowane do przejęcia władzy monetarnej będą całkowicie podatne na sugestie i żądania rządu i parlamentu (jak obawiają się najwięksi pesymiści), czy też znajdzie się w tym gronie wystarczająco liczna grupa fachowców, zdolnych odpowiedzialnie pokierować polityką pieniężną państwa w okresie bezpośrednio poprzedzającym wstąpienie

Polski do strefy euro. Zdając sobie sprawę z niezbyt dużej prognozowalności (a często i racjonalności) decyzji politycznych, do jakich niewątpliwie należy zaliczyć nominacje członków RPP, szczególnie w okresach dużej presji i oczekiwań społecznych, przypisujemy raczej niskie prawdopodobieństwo realizacji do najczarniejszego ze scenariuszy formowania nowej Rady Polityki Pieniężnej. Naszym przewidywaniom dotyczącym przyszłego składu RPP poświęcimy osobną analizę w jednym z kolejnych MAKROskopów. Tymczasem poprzestaniemy na stwierdzeniu, że naszym zdaniem w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu nowy skład Rady nie okaże się na tyle straszny dla rynku finansowego, by wywołać paniczną reakcję inwestorów. Będzie to m.in. spowodowane przez fakt, że swoboda działań polskiego banku centralnego i autonomia prowadzonej polityki pieniężnej będzie się stopniowo zawężać w miarę zbliżania się perspektywy wejścia Polski do strefy euro.

O ile polityka stóp procentowych banku centralnego może stopniowo tracić na znaczeniu dla rynku finansowego, to niezwykle istotnym narzędziem w rękach nowej RPP pozostanie kurs walutowy. Wraz z datą wstąpienia do Unii Europejskiej przybliży się moment włączenia naszej waluty do systemu kursowego ERM-2. Wiąże się to nierozłącznie z koniecznością ustalenie sztywnego parytetu złotego wobec euro, który stanowiłby środek dopuszczalnego pasma wahań dla kursu rynkowego (osobną kwestią jest jeszcze uzgodnienie szerokości pasma wahań, ale przyjmijmy na razie, że zgodnie z deklaracją połączonego zespołu NBP-MF ma to być maksymalne dopuszczalne pasmo +/- 15%). Zanim jednak parytet zostanie ustalony, niezbędne jest ustalenie konsensusu w tej kwestii pomiędzy Ministerstwem Finansów a NBP, a następnie porozumienie się w tej kwestii z Komisją Europejską. Najprawdopodobniej ustalenia te powinny wejść w kluczową fazę pod koniec bieżącego roku. Wydaje się bardzo prawdopodobne, że na różnych etapach prac i konsultacji w tej sprawie na rynek będą się przedostawały mniej lub bardziej oficjalne informacje o prawdopodobnych bądź proponowanych poziomach parytetu, co oczywiście może prowadzić do wzmożonej zmienności kursów walutowych. Szczególnie istotnie śledzone będą wypowiedzi w tej kwestii przedstawicieli resortu finansów oraz kandydatów na nowych członków RPP, gdyż to oni będą współdecydowali o polskim stanowisku negocjacyjnym w sprawie parytetu.

Można się domyślać, że stanowisko polskiego rządu w sprawie parytetu wobec waluty europejskiej będzie



mniej więcej zbliżone do wygłoszonej niedawno opinii ministra Grzegorza Kołodki – powiedział on, że optymalnym poziomem byłby kurs 4,35 zł za euro. Podobne poglądy może dzielić też część nowych kandydatów do RPP (w istocie te poglądy mogą być jednym z kluczowych elementów ich doboru przez parlament). Jednak dla długofalowych tendencji rynkowych kluczowe będą nie tylko wypowiedzi przedstawicieli polskich władz gospodarczych, ale również sygnały ze strony UE. Wydaje się mało prawdopodobne, aby Unia zaakceptowała poziom parytetu centralnego, który istotnie (np. 15-20%) odbiegałby od średniego kursu rynkowego z okresu poprzedzającego wejście do ERM-2. Jeżeli natomiast poziom kursu centralnego zostanie ustalony kilka procent powyżej aktualnego w danym momencie poziomu rynkowego, ten ostatni nie musi ulec istotnej zmianie. Efektem tego będzie dodatnie odchylenie wartości rynkowej złotego od parytetu centralnego po przystąpieniu do ERM-2, podobnie jak to miało miejsce przez większą część okresu, w którym złoty pozostawał w systemie kursu płynnego sterowanego (1995-2000).

Potencjalne czynniki ryzyka dla rynku walutowego w 2003 r. i ich możliwe implikacje długookresowe

Wydarzenie / czynnik	Przewidywany termin	Siła oddziaływania
Referendum akcesyjne: NIE	8 czerwca	*
Referendum akcesyjne: <50%	j.w.	**
Projekt budżetu 2004	lipiec-sierpień	****
Lista kandydatów do RPP	III kwartał	**
Sugerowany parytet wobec euro	III-IV kwartał	***

Uwaga: Liczba gwiazdek odzwierciedla subiektywną oczekiwaną siłę długofalowego wpływu danego czynnika na osłabienie złotego, tj. iloczyn prawdopodobieństwa zrealizowania zdarzenia, które mogłoby osłabić złotego i potencjalnej siły jego oddziaływania na trend kursu.

Źródło: BZ WBK

Każdy z przedstawionych powyżej czynników ryzyka może potencjalnie prowadzić do wzrostu niepewności na polskim rynku walutowym i przejściowego osłabienia kursu złotego. W szczególnym przypadku ich oddziaływanie mogłoby się skumulować, prowadząc do bardziej odczuwalnych i trwalszych zmian w kształtowaniu się kursu w drugiej połowie bieżącego roku. Jednak w podstawowym, najbardziej prawdopodobnym z przewidywanych scenariuszy, oczekujemy, że długookresowa tendencja zmian kursu walutowego nie ulegnie zasadniczej zmianie w stosunku do ścieżki, którą zakładaliśmy w poprzednich miesiącach. Średni kurs polskiej waluty w stosunku do koszyka dwóch głównych walut powinien w kolejnych kwartałach tego roku stopniowo się wzmacniać. Proces ten będzie również kontynuowany w kolejnych latach.

Szczegółowe wartości przewidywanych kursów złotego wobec dolara i euro znajdują Państwo w tabelach z prognozami na końcu raportu.

Wpływ funduszy z Unii Europejskiej

Konkluzją z dwóch poprzednich podrozdziałów było stwierdzenie, że pomimo stosunkowo dużego ryzyka wystąpienia szeregu krótkoterminowych zawirowań na rynku, skutkujących okresowym osłabieniem złotego, przewidywana przez nas długoterminowa tendencja do aprecjacji polskiej waluty na drodze do strefy euro nie powinna ulec znaczącym zakłóceniom w 2003 roku. W jednym z poprzednich MAKROskopów argumentowaliśmy, że wśród czynników oddziałujących na wzmocnienie złotego w kolejnych latach będzie napływ do Polski znaczących funduszy pomocowych z Unii Europejskiej. Biorąc pod uwagę, że wartości przyszłych przepływów finansowych są już mniej więcej znane po zakończeniu negocjacji akcesyjnych, warto byłoby ocenić jak duży może być ich faktyczny wpływ na sytuację na polskim rynku walutowym.

Przybliżone wartości przepływów finansowych pomiędzy UE a Polską do roku 2006, oszacowane na podstawie wyników zakończonych w grudniu negocjacji, przedstawiliśmy w MAKROskopie ze stycznia br. Począwszy od roku 2004 transfery będą następowały zarówno w jedną, jak i w drugą stronę. Nie musi to jednak oznaczać, że w momencie dokonywania płatności składki do budżetu UE nasz rząd będzie musiał kupować odpowiednią kwotę euro, a w chwili przepływu transferów z Unii na rzecz polskich podmiotów, będzie automatycznie następowała wymiana euro na złote. Istnieje duże prawdopodobieństwo, że Polska będzie się starała wynegocjować z UE rozwiązanie, umożliwiające kompensowanie płatności w obydwie strony, tak aby wymiana walut mogła dotyczyć jedynie salda netto płatności pomiędzy UE a Polską. Rozwiązanie takie sugerowali w swoich wypowiedziach zarówno przedstawiciele NBP, jak i Ministerstwa Finansów. Prezes NBP Leszek Balcerowicz jeszcze w grudniu 2002 wyraził przekonanie, że jego zdaniem część funduszy z UE mogłyby trafiać do Polski w złotych, ze specjalnego konta, na które byłaby wpłacana polska składka do UE. Powołał się przy tym na przykład Danii i Szwecji, które zastosowały analogiczne rozwiązanie. Podobną opinię wyraził w połowie stycznia wiceminister finansów Jarosław Stypa, zdaniem którego dla rynku finansowego znacznie może mieć jedynie saldo płatności pomiędzy UE a Polską w przyszłych latach. „Do rozliczeń z UE otwarty będzie specjalny rachunek,



najprawdopodobniej w Narodowym Banku Polskim, na który będzie transferowana jedynie nadwyżka funduszy unijnych nad wpłatami składki.” – powiedział Stypa.

Tabela poniżej przedstawia oszacowany przez nas na podstawie wyników negocjacji bilans przepływów finansowych pomiędzy UE a Polską do roku 2006. Z tego zestawienia wynika, że o ile jeszcze w 2004 roku kwota netto transferów z UE do Polski zaledwie zrównoważy kwoty, które Ministerstwo Finansów chce zakupić na rynku na spłatę odsetek od długu zagranicznego, to w kolejnych dwóch latach wzrośnie ponad dwukrotnie. Zdaniem wiceministra Jarosława Stypy znacznie większe środki strukturalne z UE mamy dostać dopiero po 2006 roku (na razie brak szacunkowych kwot). Co ciekawe, wg wiceministra stanowi to argument dla jak najszybszego przyjęcia przez Polskę euro, gdyż umożliwiłoby wyeliminowanie ryzyka walutowego – najwyraźniej resort finansów również liczy się z istotnym wpływem przepływających z UE transferów na kurs złotego.

gdyby Ministerstwo Finansów, dysponujące rachunkiem Narodowego Funduszu chciało zminimalizować wpływ funduszy z UE na aprecjację złotego, mogłoby zdecydować, aby ewentualna wymiana z euro na złote dokonywana była przez NBP. Prowadziłoby to oczywiście do automatycznego wzrostu bazy monetarnej, czyli kreacji pieniądza banku centralnego, jednak eliminowało bezpośredni efekt kursowy. Skoro jednak przedstawiciel resortu finansów otwarcie wyrażał obawy o ryzyko kursowe związane z napływem funduszy UE, być może ministerstwo zdaje sobie sprawę, że napływające kwoty będą zbyt duże, aby w całości zamienić je na złote w NBP bez ryzyka destabilizacji sytuacji monetarnej. Niestety brak oficjalnych informacji w tym zakresie uniemożliwia wiarygodne określenie jak duża może być rzeczywista skala operacji wymiany dokonywanych na rynku walutowym.

Bilans przepływów finansowych pomiędzy UE a Polską w latach 2004-2006

	2003	2004	2005	2006
TRANSFERY NETTO Z UE (mln €, ceny z 1999)	844	1 409	2 640	3 001
Suma płatności z UE	844	2 985	5 069	5 496
Suma kosztów własnych	0	-1 576	-2 429	-2 495
TRANSFERY NETTO Z UE (mln €, ceny bieżące)	914	1 556	2 973	3 447
Suma płatności z UE	914	3 296	5 708	6 313
Suma kosztów własnych	0	-1 740	-2 735	-2 866
TRANSFERY NETTO Z UE (mln \$, ceny bieżące)	957	1 556	2 973	3 447
Suma płatności z UE	957	3 296	5 708	6 313
Suma kosztów własnych	0	-1 740	-2 735	-2 866
<i>Kurs EUR/USD</i>	<i>1,05</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>

Źródło: szacunki BZ WBK

Wpływ napływających z UE transferów na polski rynek walutowy zależał będzie jednak nie tylko od wysokości kwot „nadwyżkowych”, ale również od procedur ich wymiany z euro na złote. Do tej pory nie udało nam się uzyskać wiarygodnych i szczegółowych informacji, w jaki sposób środki te mają być przewalutowywane w przyszłości. Z dotychczas zebranych przez nas informacji wynika jednak, że raczej należy się spodziewać, że znaczna część kwoty nadwyżki transferów UE nad polską składką może wcale nie trafić na rynek walutowy. Przekazywane przez Unię środki wpływały będą na rachunek tzw. Narodowego Funduszu prowadzony w NBP, skąd będą rozdysponowane na rachunki ministerstw branżowych i dalej do jednostek wdrażających projekty UE, pośredników i wykonawców. Wydaje się zatem, że



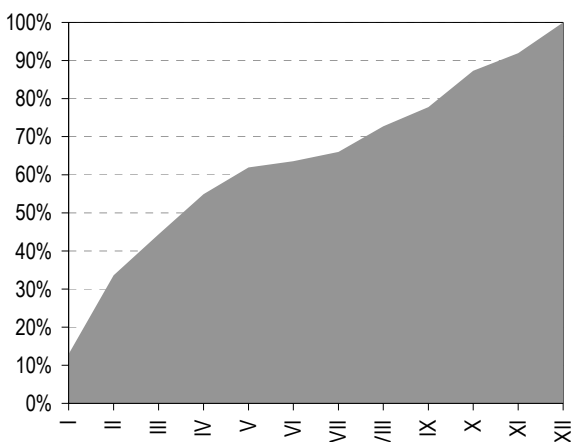
Rządowych papierów czerpanie

Początek roku to zwykle okres zwiększonej podaży skarbowych papierów wartościowych (SPW) na rynku pierwotnym. Jednocześnie rok 2003 będzie drugim z rzędu, gdy emisja SPW najprawdopodobniej będzie ogromna i zbliży się do 100 mld zł. Dlatego w tym miesiącu, podobnie jak w roku ubiegłym, podjęliśmy próbę oszacowania ile, kiedy i jakie papiery skarbowe wyemituje Ministerstwo Finansów. Podaż na przetargach wynika z potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa. Należy pozyskać środki z rynku finansowego na sfinansowanie deficytu budżetowego (choć w tej części wpływy z emisji bonów i obligacji skarbowych nie są jedynym źródłem jego pokrycia) oraz na wykup zapadających w danym roku papierów emitowanych w latach poprzednich.

Sfinansowanie deficytu budżetowego

Zgodnie z już uchwaloną przez parlament i podpisaną przez Prezydenta Ustawą Budżetową na rok 2003, deficyt tegorocznego budżetu ma wynieść 38,7 mld zł, z czego 33,6 mld ma być sfinansowane ze źródeł krajowych. Przychody z prywatyzacji zaplanowano na 9,1 mld zł, z czego 7,4 mld zł ma finansować deficyt, jednak na wypłaty rekompensat dla sfery budżetowej, nie uwzględnione w deficycie, przeznaczono 3,3 mld zł. Po uwzględnieniu pozostałych przychodów i rozchodów, które także nie są ujęte wśród dochodów i wydatków budżetu otrzymujemy kwotę 29,3 mld zł, która zgodnie z ustawą ma być sfinansowana z emisji krajowych papierów skarbowych w całym roku.

Średni deficyt w latach 2000-2002

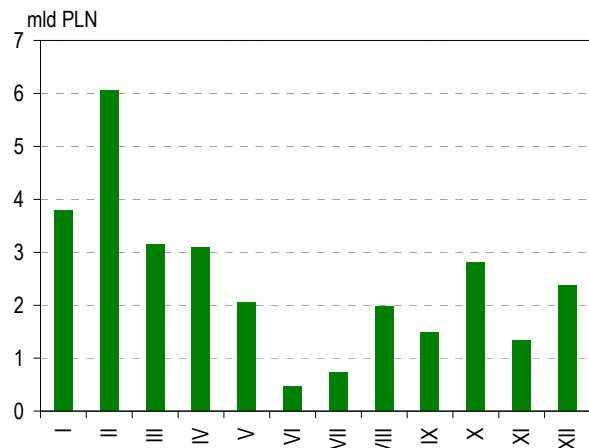


Uwaga: narastająco, % deficytu całorocznego
 Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Aby oszacować potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa wynikające z wielkości deficytu w poszczególnych

miesiącach bieżącego roku, wzięliśmy pod uwagę trendy, jakie zarysowały się w latach 2000-2002. Analiza danych o wykonaniu budżetu pozwala dostrzec dość wyraźną regularność w stopniu realizacji całorocznego deficytu budżetu w kolejnych miesiącach. Najwyższy deficyt występuje zawsze w lutym (średnio 20,7% deficytu całorocznego) i po I kwartale zbliża się on już do 50%, by po czterech miesiącach (1/3 roku) wyraźnie przekroczyć połowę planu. Wysoki deficyt budżetu na początku roku jest zjawiskiem typowym, wynikającym z kumulacji niektórych wydatków w tym okresie (np. wypłaty subwencji dla samorządów). Najniższy deficyt (średnio 1,6% całorocznego) odnotowywany jest zawsze w czerwcu, gdy NBP wpłaca do budżetu zysk za poprzedni rok.

Deficyt do sfinansowania emisją SPW w 2003 r.



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Odnosząc otrzymany profil realizacji deficytu budżetu do kwoty, która ma być sfinansowana emisją papierów skarbowych w bieżącym roku otrzymujemy powyższy wykres. Przyjęliśmy tutaj pewne uproszczenie, od którego jednak odejdziemy w dalszej części tej analizy, gdy potrzeby pożyczkowe przełożymy na emisję SPW w kolejnych miesiącach. Zakładamy mianowicie, że profil emisji powinien być zgodny z profilem wykonania deficytu budżetowego, tymczasem w rzeczywistości ministerstwo ma pewne pole manewru korzystając z rezerw i innych źródeł pozyskiwania środków.

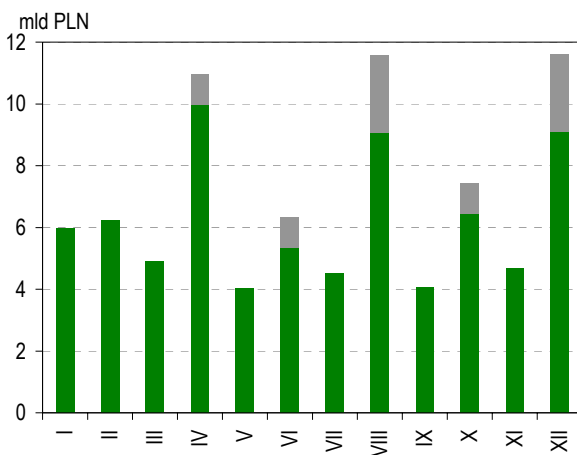
Wykup zapadających papierów skarbowych

Oszacowaliśmy, że według stanu na koniec stycznia, w 2003 r. Skarb Państwa musi wykupić zapadające krajowe SPW o wartości około 78 mld zł i zobowiązania te wzrosną jeszcze o kwotę rzędu 4 mld zł po wyemitowaniu w najbliższych miesiącach krótkich bonów skarbowych (przede wszystkim 13- i 26-tyg.), których termin wykupu przypadnie jeszcze przed



końcem roku. Największą część tego długu stanowi ten z tytułu emisji bonów skarbowych – 57,3%, czyli 47 mld zł (po uwzględnieniu emisji bonów śródrocznych). Również znaczącą kwotę stanowią zobowiązania z tytułu hurtowych obligacji skarbowych (serie OK, OS, TZ) w wysokości 28 mld zł, czyli 34,1% tegorocznych zobowiązań. Natomiast znacznie mniejsza suma jest potrzebna na wykup obligacji oszczędnościowych (serie DOS i COI) – 4,2 mld zł, czyli 5,1%. Ponadto 2,8 mld zł (3,4%) ministerstwo wyda na wykup tzw. nierynkowych SPW (obligacje dolarowe, restrukturyzacyjne itp.).

Zapadalność SPW w 2003 r.



Uwaga: Kolorem szarym zaznaczono prognozę odkupu obligacji
 Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Wykres powyżej przedstawia nasze oszacowanie łącznej wartości papierów skarbowych przypadających do wykupu w poszczególnych miesiącach 2003 r. Jak widać, profil zapadalności SPW jest dość zróżnicowany, bowiem kwoty te wahają się pomiędzy 4 a 12 mld zł. W każdym miesiącu zobowiązania z tytułu wykupu bonów skarbowych wynoszą 3-4 mld zł, choć zdarza się, że jest to nawet 5 mld zł (w styczniu i październiku). Zobowiązania z tytułu obligacji oszczędnościowych, stanowią stosunkowo niewielkie, ale również regularne płatności. Natomiast zobowiązania za obligacje hurtowe są dość znaczne i nieregularne, co powoduje, że powstały znaczne spiętrzenia płatności w kwietniu, sierpniu i grudniu. Również w pozostałe parzyste miesiące nastąpi wykup obligacji hurtowych, co także przekłada się na wyższe słupki na wykresie.

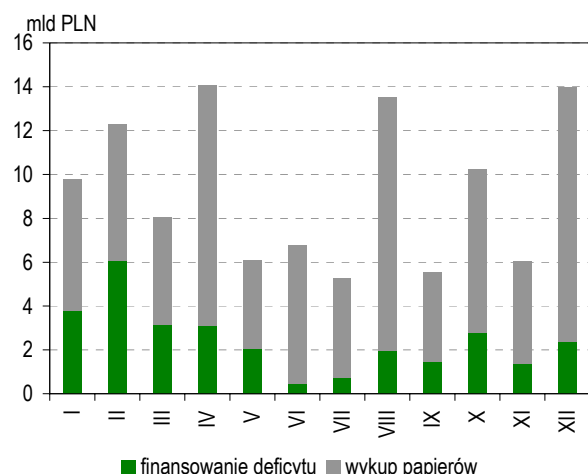
Celem zmniejszenia tych spiętrzonych płatności, które po raz pierwszy pojawiły się w 2002 r., od listopada 2001 przeprowadzane są przetargi zamiany obligacji skarbowych, na których w zamian za papiery, których wykup nastąpi w najbliższych miesiącach, oferowane są obligacje o długich terminach zapadalności, które w danym okresie sprzedawane są na rynku pierwotnym.

Na podstawie wyników dotychczasowych przetargów oszacowaliśmy i zaznaczyliśmy na wykresie najwyższe kwoty obligacji (przy założeniu najkorzystniejszej sytuacji rynkowej i dużej determinacji ministerstwa), które mogą zostać odkupione przed terminem zapadalności w przypadku poszczególnych papierów. Łączna ich wartość to 8 mld zł. W naszych szacunkach wzięliśmy pod uwagę fakt, że zakończyła się już zamiana obligacji OS0203, zapadających w lutym, a zamiana obligacji zapadających w kwietniu (OK0403 i CK0403) już trwa i w ciągu pozostałych dwóch miesięcy ministerstwo odkupi mniej papierów, niż w przypadku serii z sierpnia i grudnia. Przy tym wszystkim należy jednak podkreślić, że przetargi zamiany tak naprawdę nie ograniczają emisji obligacji skarbowych, a jedynie przesuwać pewną część podaży z uważnie obserwowanych przez cały rynek finansowy aukcji w środy na wcześniejsze przetargi we wtorki, które są śledzone z nieco mniejszą uwagą.

Środki do pozyskania z rynku finansowego

Zsumowanie kwot potrzebnych na sfinansowanie deficytu budżetowego oraz wykup zapadających papierów skarbowych daje nam ponad 111 mld zł, które Ministerstwo Finansów musi pozyskać, aby domknąć bilans przychodów i rozchodów w tym roku. Wykres poniżej przedstawia, jak ta kwota rozkłada się na kolejne miesiące, a powstał on w wyniku zsumowania dwóch poprzednich wykresów.

Potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa w 2003 r.



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Najtrudniejszymi miesiącami dla ministerstwa będą luty, kwiecień, sierpień i grudzień, kiedy widoczne są znaczne kominy płatnicze. W przypadku trzech ostatnich miesięcy są one wynikiem spiętrzenia płatności z tytułu wykupu SPW, natomiast w lutym wysoka kwota jest rezultatem wysokiego deficytu



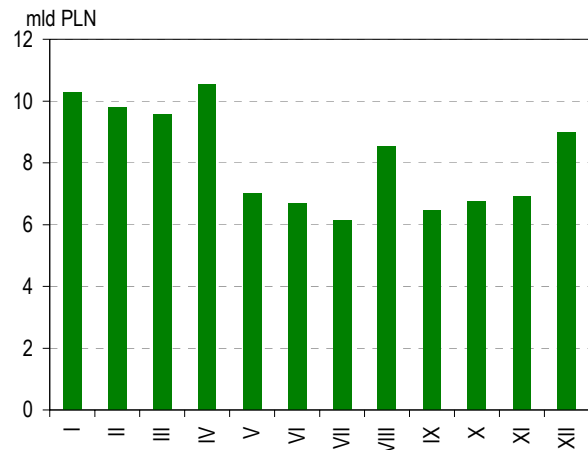
budżetowego. Jak już stwierdziliśmy, zobowiązania za zapadające obligacje zostaną najprawdopodobniej zmniejszone na przetargach zamiany, na które przesunięta zostanie część podaży. Ponadto, dane z lat ubiegłych wskazują, że ministerstwo nie emituje w każdym miesiącu dokładnie tyle papierów, na ile wskazują szacunki potrzeb pożyczkowych, ale w pewien sposób wygładza ich podaż. W miesiącach, w których potrzeby są mniejsze, emisja jest większa od nich. W ten sposób powstaje rezerwa płynności, w postaci pieniędzy na rachunkach rządu w NBP, z której korzysta się w najtrudniejszych miesiącach tak, aby podaż papierów nie była wtedy nadmierna. Rezerwa ta może być tworzona również z innych źródeł, np. znacznej kwoty z transakcji prywatyzacyjnej.

Według informacji o wykonaniu budżetu, na koniec ub.r. na rachunkach rządu znajdowało się 7,3 mld zł, które można wykorzystać do regulacji płynności budżetu na początku tego roku. Natomiast wpływy prywatyzacyjne nie będą pomagać w regulacji płynności budżetu, bowiem wszystko wskazuje na to, że w większości pojawią się one w dopiero w II połowie roku, a być może nawet w IV kwartale.

Podaż bonów i obligacji skarbowych

Ile wyniesie podaż bonów oraz hurtowych obligacji skarbowych na rynku pierwotnym w całym roku 2003 i poszczególnych miesiącach? W przypadku tych drugich papierów skupiliśmy się wyłącznie na przetargach rynku pierwotnego, pomijając tą część emisji, która będzie miała miejsce na przetargach zamiany. Wychodząc od oszacowanych przez nas potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa, zmniejszyliśmy je o prognozowany przez nas wcześniej odkup obligacji na aukcjach zamiany, czyli 8 mld zł oraz o kwotę, która według naszej oceny, może zostać pozyskana z emisji obligacji detalicznych. Przyjęliśmy dość optymistyczny wariant, że w każdym miesiącu ich sprzedaż wyniesie 500 mln zł, co daje w całym roku 6 mld zł. W ten sposób otrzymaliśmy łączną podaż bonów i obligacji skarbowych w całym roku na poziomie 97 mld zł. Z kolei, na podstawie danych z lat ubiegłych oceniliśmy, jakie wielkości podaży mogą zostać przesunięte z miesięcy, gdy potrzeby pożyczkowe są wysokie na okresy, gdy są one mniejsze. Ostatecznie otrzymaliśmy wartości podaży SPW na rynku pierwotnym w poszczególnych miesiącach, które przedstawione zostały na wykresie obok. Wartości emisji bonów i obligacji w całym roku będą na zbliżonym poziomie, natomiast ich wzajemny stosunek w kolejnych miesiącach, będzie uzależniony od bieżącej sytuacji rynkowej.

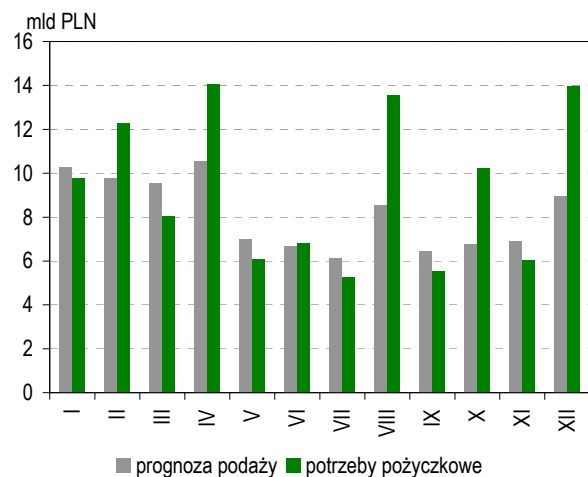
Prognoza podaży bonów i obligacji skarbowych



Źródło: BZ WBK

Ostatni wykres zawiera porównanie naszej prognozy z szacunkiem potrzeb pożyczkowych. Naszym zdaniem, możliwe jest ograniczenie emisji w najtrudniejszych miesiącach do 9-10 mld zł, w porównaniu potrzebnymi wówczas maksymalnie nawet 14 mld zł. Tak wysoka podaż będzie występować aż przez cztery pierwsze miesiące roku, które będą z pewnością stanowić trudny okres na rynku papierów skarbowych, a potem wystąpi jeszcze w sierpniu i grudniu. W pozostałych miesiącach podaż SPW powinna wynieść 6-7 mld zł.

Prognoza podaży SPW a potrzeby pożyczkowe



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Dodatkowo ważną kwestią jest ewentualny wzrost podaży SPW, w sytuacji gdyby powtórzył się scenariusz z ub.r. i nie zostałyby zrealizowana większość przychodów z prywatyzacji. Co prawda nowy minister skarbu zapowiada przyspieszenie procesu sprzedaży firm publicznych, jednak w zależności od wielkości potencjalnego niedoboru, wzrost emisji papierów mógłby wynieść nawet 5 mld zł i skoncentrowałby się w II poł. roku, a to oznacza, że w tym okresie miesięczna podaż mogłaby wzrosnąć o kwotę rządu 1 mld zł.



Gospodarka Polski

- Kontynuacja tendencji z poprzednich miesięcy
- Wzrost gospodarczy powoli przyspiesza
- ...a inflacja nie osiągnęła jeszcze dna
- Rok 2002 na rynku pracy był najgorszy od początku transformacji

Dane ekonomiczne za grudzień 2002 r. potwierdziły tendencje obserwowane od kilku miesięcy. Utrzymuje się wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a obroty handlu zagranicznego pozostają na wysokim poziomie. Wzrost PKB w całym 2002 roku wyniósł 1,3%, czyli niewiele więcej niż w poprzednim roku. O ile jednak w 2001 r. tempo wzrostu gospodarczego malało z kwartału na kwartał, to w ubiegłym roku mieliśmy do czynienia ze stopniowym przyspieszaniem gospodarki. Choć GUS nie podał szacunków wzrostu gospodarczego za sam IV kw. ub.r. to według naszych obliczeń był on zgodny z naszą wcześniejszą prognozą i wyniósł 2% r/r. Oznacza to, że zgodnie z naszymi oczekiwaniami przyspieszenie tempa wzrostu PKB jest umiarkowane. Dalsza stopniowa poprawa dynamiki wzrostu gospodarczego powinna doprowadzić do średniego wzrostu całym 2003 r. w okolicach 3%.

Mimo stopniowego ożywienia gospodarczego, wynikającego w dużej mierze z utrzymującej się stosunkowo wysokiej dynamiki popytu konsumpcyjnego, presja inflacyjna pozostaje bardzo niska, a wskaźnik CPI osiągnął w grudniu kolejny rekordowo niski poziom. Wspomniany utrzymujący się, a nawet nieco przyspieszający, wzrost konsumpcji jest zaskakujący biorąc pod uwagę sytuację na rynku pracy. Niestety, wbrew lipcowym zapowiedziom Grzegorz Kołodki stopa bezrobocia nie tylko nie zaczęła spadać od listopada, ale zgodnie z naszą prognozą zanotowała również kolejny wzrost w grudniu, osiągając 18,1%. Należy jednak zauważyć, że jest to wynik dużo lepszy niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu, ponieważ w ciągu minionego roku tempo przyrostu bezrobocia znacznie zmalało. W ostatnim miesiącu 2002 r. kontynuowany był spadek podaży pieniądza i depozytów ludności w bankach; wzrost kredytów pozostał słaby. Poniżej przedstawiamy bardziej szczegółową analizę sytuacji gospodarczej po koniec 2002 r.

W IV kwartale nadal rosła produkcja przemysłowa...

W grudniu aktywność gospodarcza w przemyśle okazała się niższa niż przewidywano – produkcja sprzedana spadła o 2,5% m/m i wzrosła o 5,1% r/r, podczas gdy analitycy rynkowi prognozowali średnio wzrost o 7,7% r/r. Wzrost produkcji był szybszy niż w poprzednim miesiącu (3,1% r/r), ale wynikało to w dużej mierze z wyższej liczby dni roboczych w grudniu 2002 r. w porównaniu z grudniem 2001 r. Wzrost produkcji wyrównany sezonowo spowolnił do 3,2% r/r z 6,5% r/r w listopadzie. Dane rozczarowały rynek, sugerując, że spowolnienie gospodarcze może być słabsze niż oczekiwano. Jednak należy pamiętać, że dane nt. rocznego wzrostu produkcji przemysłowej z reguły charakteryzują się dużą zmiennością i również w przeszłości często różniły się znacznie z miesiąca na miesiąc. Zwykle jest to powodowane przez czynniki jednorazowe. Przykładowo, w listopadzie 2002 r. obserwowaliśmy bardzo dynamiczny wzrost (o blisko 30% r/r) w produkcji „pozostałego sprzętu transportowego”, podczas gdy w grudniu 2002 r. ten sektor odnotował głęboki spadek o 51% r/r, który znacząco wpłynął na ogólną dynamikę produkcji. Prawdopodobnie było to związane ze sprzedażą kilku statków w przemyśle stoczniowym (co w przeszłości wpływało już na dane o produkcji przemysłowej), które w roku 2001 r. mogły być sprzedane w grudniu, a nie w listopadzie. Z powodu takich przesunięć w bazie statystycznej, powodujących znaczną zmienność rocznej dynamiki produkcji z miesiąca na miesiąc, warto spojrzeć na średni wzrost produkcji w okresie dłuższym niż jeden miesiąc (patrz tabela poniżej). Takie zestawienie pokazuje, że produkcja przemysłowa rosła stabilnie, lub nawet przyspieszała (dane skorygowane) pod koniec 2002 r. Potwierdza to, że polska gospodarka kontynuuje trend ożywienia, chociaż tempo poprawy nie jest imponujące. Należy jednak pamiętać, że przecież nikt poza ministrem finansów nie spodziewał się gwałtownego odbicia.

Sygnalem świadczącym o tym, że gospodarka nie przyspiesza w imponującym tempie są grudniowe dane o produkcji w budownictwie. Według GUS zwiększyła się ona o 37,1% m/m, ale w skali rocznej spadek pogłębił się do 10,4% r/r z 8,6% r/r w listopadzie. Takie dane sugerują, że aktywność inwestycyjna pozostaje słaba i odbicie w nakładach na środki trwałe będzie powolne, w związku z czym nie zmieniamy naszych oczekiwań i prognozujemy, że wzrost PKB w 2003 r. nie przekroczy najprawdopodobniej 3%.


Wskaźniki aktywności gospodarczej w 2002 r., % r/r

	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Produkcja przemysłowa				
- bez korekty	-1,4	-0,6	3,8	3,8
- wyrównana sezonowo	-0,7	-0,4	2,5	4,3
- wyrównana o liczbę dni roboczych*	0,1	-0,6	2,1	5,7
Produkcja budowlano-montażowa	-16,6	-9,6	-6,8	-9,3
Nakłady brutto na środki trwałe	-13,2	-8,4	-6,3	-4,0*
Sprzedaż detaliczna nominalnie	7,1	2,5	6,1	5,0
Sprzedaż detaliczna realnie	6,2	1,3	5,1	4,3**
Konsumpcja indywidualna	3,5	2,9	3,1	3,6*
Wzrost PKB	0,5	0,8	1,6	2,0*

Uwaga: * szacunek BZ WBK; ** średnia dla okresu X-XI 2002;
Źródło: GUS, BZ WBK

...podobnie jak sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w grudniu zwiększyła się nominalnie o 18,7% m/m i 4,1% r/r. Choć spodziewaliśmy się wzrostu na poziomie powyżej 5% r/r, to osiągnięty wynik jest stosunkowo dobry. Najszybszy wzrost zanotowano w sprzedaży pojazdów mechanicznych i motocykli (o 26,4% r/r wobec 12,9% r/r w listopadzie), co potwierdziło wcześniejsze informacje firmy monitorującej rynek nowych samochodów w Polsce o poprawie koniunktury w tej branży w grudniu. Względnie wysoki wzrost miał również miejsce w sprzedaży kosmetyków i farmaceutyków (o 19,4% r/r) oraz paliw (o 11,1% r/r). Z drugiej strony, pogorszyła się dynamika pozostałych pięciu kategorii sprzedaży detalicznej.

Grudniowy wynik sprzedaży detalicznej oznacza, że średnio w ostatnim kwartale 2002 r. wzrosła ona nominalnie o 5,0% r/r po wzroście o 6,1% r/r w III kw. ub.r. Sugerowałoby to, że wzrost konsumpcji indywidualnej w IV kw. ub.r. był prawdopodobnie niższy niż w poprzednim kwartale, ale wstępne dane GUS o wzroście PKB za cały 2002 r. wskazują, że było wprost przeciwnie. Jak już jednak wielokrotnie pisaliśmy perspektywy wzrostu gospodarczego w 2003 r. zależą bardziej od aktywności inwestycyjnej niż od konsumpcji.

...oraz obroty handlu zagranicznego

Obserwowane od wielu miesięcy pozytywne trendy w handlu zagranicznym potwierdzone zostały przez dane GUS na bazie transakcji za okres od stycznia do listopada ub.r. Wskazują one, że pod koniec ubiegłego roku polski eksport i import rosły w coraz szybszym tempie. W okresie styczeń-listopad eksport w ujęciu dolarowym był wyższy o 11,4% niż w analogicznym okresie 2001 r., podczas gdy po dziesięciu miesiącach wzrost ten wyniósł 8,9%. Import zwiększył się o 8,2% r/r

w okresie styczeń-listopad wobec 6,4% w ciągu dziesięciu miesięcy. Oczywiście wyniki handlu wyrażone w dolarach zostały powiększone w wyniku szybkiej aprecjacji euro wobec dolara, która nastąpiła w II połowie ub.r. W tabeli poniżej znajdują się również wyniki w złotych i euro podane przez GUS. Jednakże nawet one wyraźnie wskazują, że dynamika polskiego eksportu i importu wyraźnie przyspieszyła w listopadzie. Stanowi to potwierdzenie wcześniejszych danych NBP za ten okres.

Wyniki handlu zagranicznego wg GUS

	I-XI 2002			I-X2002		
	PLN	USD	EUR	PLN	USD	EUR
Eksport (% r/r)	11,0	11,4	6,8	8,8	8,9	5,3
Import (% r/r)	7,7	8,2	3,7	6,3	6,4	2,8
Saldo handlowe (mld)	-52,5	-12,8	-13,7	-47,6	-11,6	-12,5

Źródło: GUS

Statystyki płatnicze banku centralnego pokazują, że również w grudniu kontynuowany był szybki przyrost obrotów handlu zagranicznego. Według danych NBP deficyt handlowy wyniósł zaledwie 943 mln USD, zmniejszając się z listopadowego poziomu ok. 1 mld USD (wbrew efektowi sezonowego wzrostu, typowego dla grudnia). Było to następstwem gwałtownego wzrostu obrotów eksportu o 10% m/m i ponad 30% r/r, znacznie przekraczającego, również bardzo przyzwoity zresztą, wzrost importu (4,2% m/m i ponad 24% r/r). Jak już pisaliśmy wcześniej, wyjątkowo wysoka roczna dynamika obrotów handlowych odzwierciedla dwa zjawiska: słabe wyniki handlu zagranicznego w grudniu 2001 r. oraz gwałtowną aprecjację euro wobec dolara podwyższającą wartość dolarowych statystyk. Jak zwykle, aby przybliżyć wpływ wahań kursowych, obliczyliśmy roczne stopy wzrostu eksportu i importu w euro, w złotych oraz wyrażonych w syntetycznej jednostce, składającej się w 2/3 z euro i w 1/3 z dolara (przybliżona struktura walutowa płatności w polskim handlu zagranicznym w ostatnich dwóch latach) – patrz tabela poniżej. Otrzymane wyniki wyraźnie potwierdzają dwa wnioski: polski eksport pozostaje odporny na przedłużającą się stagnację gospodarczą u naszych głównych partnerów handlowych; jednocześnie import zaczął się odbudowywać pod koniec 2002 r., co może odzwierciedlać poprawę popytu krajowego, chociaż jak dotąd tempo tego odbicia jest umiarkowane.

Poprawa wyników eksportu w grudniu nie pokrywa się ze ścieżką zmian produkcji przemysłowej, której dynamika była znacznie lepsza w listopadzie niż w grudniu. Jednak należy pamiętać, że terminy płatności (odzwierciedlone w danych NBP) nie muszą pokrywać się z terminami rzeczywistych transakcji i produkcji.


Tempo wzrostu eksportu i importu wg NBP, % r/r

		w USD	w EUR	w PLN	2/3EUR / 1/3USD*
Grudzień '02	Eksport	30,4	14,2	27,0	19,2
	Import	24,1	8,7	20,8	13,4
2002	Eksport	9,3	3,3	8,7	5,1
	Import	3,4	-2,1	2,9	-0,4

Uwaga: * relacja w przybliżeniu oddaje strukturę płatności w polskim handlu zagranicznym

Źródło: NBP, szacunki BZ WBK

Również saldo niesklasyfikowanych obrotów bieżących było pozytywną niespodzianką, wzrastając w grudniu do 466 mln USD z 298 mln USD miesiąc wcześniej. Ta wielkość odzwierciedla głównie wymianę walut związaną z handlem przygranicznym i dochodami obywateli polskich z pracy za granicą.

Ujemne saldo całego rachunku obrotów bieżących skurczyło się w grudniu do 519 mln USD z 744 mln USD w poprzednim miesiącu. W całym 2002 roku dziura w obrotach bieżących wyniosła 6,7 mld USD, tj. ok. 3,5% PKB wobec 4% PKB (7,1 mld USD) w 2001 r. i przewidywanego poziomu 4,2% PKB w roku 2003. Deficyt w grudniu był wyraźnie niższy od naszych prognoz, głównie z powodu dwóch czynników: mniejszego deficytu handlowego i większej nadwyżki w obrotach niesklasyfikowanych.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących został zrównoważony poprzez nadwyżkę na rachunku finansowym i kapitałowym. W grudniu napływ netto zagranicznych inwestycji portfelowych pozostał wysoki, przekraczając 300 mln USD. Co ciekawe, saldo zagranicznych inwestycji udziałowych było nie tylko pozytywne (po raz pierwszy od połowy 2002 r.), ale mocno przekroczyło 100 mln USD, co ostatni raz miało miejsce w listopadzie 2001 roku. W całym 2002 roku nastąpił głęboki odpływ zagranicznych inwestycji z instrumentów udziałowych, sięgający 565 mln USD, podczas gdy zagraniczne inwestycje w polskie instrumenty dłużne zwiększyły się netto o prawie 3,5 mld USD (napływ o 86% szybszy niż rok wcześniej). Równocześnie nastąpiło wyraźne spowolnienie napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich – w 2002 wyniósł on niecałe 4 mld USD wobec 6,8 mld USD rok wcześniej. W całym 2002 r. deficyt obrotów bieżących był w 55% finansowany przez napływ inwestycji bezpośrednich.

Wzrost PKB w 2002 r. wyniósł 1,3%

Wniosek o stopniowej umiarkowanej poprawie sytuacji gospodarczej wynikającej z przedstawionych powyżej danych znalazł potwierdzenie we wstępnych danych GUS o wzroście gospodarczym w 2002 r. Według tych obliczeń Polskie PKB zwiększyło się w minionym roku o 1,3%, co było dokładnie zgodne z naszymi oczekiwaniami. Konsumpcja indywidualna wzrosła w 2002 r. o 3,3%, a nakłady brutto na środki trwałe spadły o 7,2%, co w sumie przełożyło się na wzrost popytu krajowego o 0,8%. Oznacza to pewną poprawę w porównaniu z 2001 r., gdy odpowiednie dynamiki wyniosły 2%, -8,8% i -1,7%. Poprawa nie jest jednak imponująca potwierdzając, że ożywienie gospodarcze w ubiegłym roku było powolne.

Wzrost komponentów PKB, % r/r

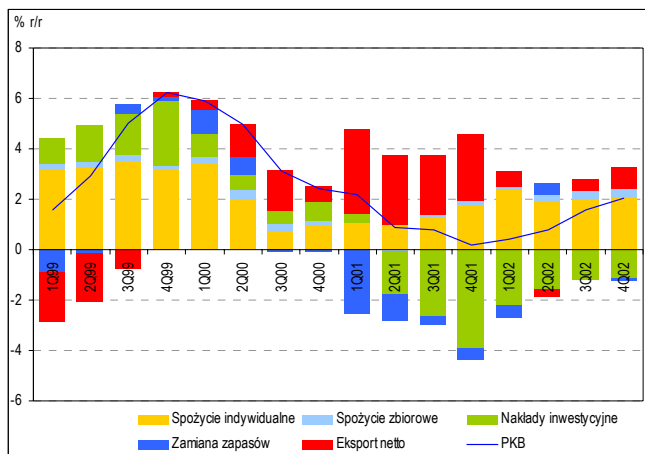
	I kw. 02	II kw. 02	III kw. 02	IV kw. 02*	2001	2002
PKB	0,4	0,8	1,6	2,0	1,0	1,3
Popyt krajowy	-0,2	1,0	1,1	1,2	-1,7	0,8
Spożycie ogółem	2,8	2,6	2,8	3,2	1,7	2,9
Spożycie indywidualne	3,5	2,9	3,1	3,6	2,0	3,3
Spożycie publiczne*	0,4	1,6	1,8	1,9	0,3	1,4
Akumulacja brutto	-18,3	-5,9	-6,0	-4,1	-12,6	-7,3
Nakłady brutto na środki trwałe	-13,2	-8,4	-6,3	-4,0	-8,8	-7,2
Zmiana zapasów*	30,8	130,0	1,4	-10,0	-92,0	-41,0
Eksport netto*	-13,0	6,5	-17,0	-24,0	-41,6	-11,3

Źródło: GUS, BZ WBK;

* szacunek BZ WBK

GUS nie obliczył jeszcze dynamiki PKB w samym IV kwartale ub.r. Można ją jednak oszacować na podstawie danych za cały rok i wcześniejszych szacunków za pierwsze trzy kwartały roku – wyniki zamieściliśmy w tabeli powyżej. Według naszych obliczeń wzrost PKB w IV kwartale ub.r. był zgodny z naszą wcześniejszą prognozą i wyniósł ok. 2% r/r. Potwierdził to prezes GUS Tadeusz Toczyński, który powiedział, że „wzrost PKB w IV kwartale ub.r. może być szacowany na ok. 2%”. Struktura tego wzrostu była jednak nieco inna niż się spodziewaliśmy. Wydaje się bowiem, że wbrew naszym oczekiwaniom konsumpcja indywidualna ponownie przyspieszyła w IV kwartale ub.r. do 3,6% r/r – jest to największa dynamika od początku 2000 r. Tymczasem, nadal zmniejsza się wielkość nakładów inwestycyjnych. Choć ich spadek nieco zwolnił do -4% (z -6,3% w III kwartale ub.r.), to poprawa w tym zakresie jest wolniejsza niż prognozowaliśmy. Po raz kolejny pozytywna okazała się kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB, zwiększając jego tempo w IV kwartale ub.r. o ok. 0,8 pkt. proc.

Kontrybucja poszczególnych składowych we wzroście PKB



Źródło: GUS, szacunki BZ WBK

Takie wyniki gospodarki potwierdzają oczekiwany przez nas scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej w 2003 r. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę fakt, że poprawa w inwestycjach jest wolniejsza niż przewidywania, a wzrost PKB napędzany jest głównie przez konsumpcję indywidualną i eksport netto, wzrost PKB w tym roku może być raczej niższy, a nie wyższy od naszej prognozy. Innymi słowami, kontynuacja negatywnych trendów na rynku pracy oraz utrzymująca się stagnacja w niemieckiej gospodarce może zagrozić ożywieniu gospodarczemu w Polsce poprzez negatywny wpływ na dwa główne komponenty wzrostu PKB (odpowiednio konsumpcję indywidualną i eksport netto). Jeśli od początku 2003 r. nie nastąpi wyraźny wzrost inwestycji, to bardzo trudno będzie osiągnąć istotne przyspieszenie rozwoju gospodarczego. Nadal jednak uważamy, że znaczące poluzowanie polityki pieniężnej, które nastąpiło do tej pory oraz w dalszym ciągu luźna polityka fiskalna stanowiącą mogą wystarczający impuls do zwiększania aktywności inwestycyjnej i utrzymujemy naszą prognozę wzrostu gospodarczego.

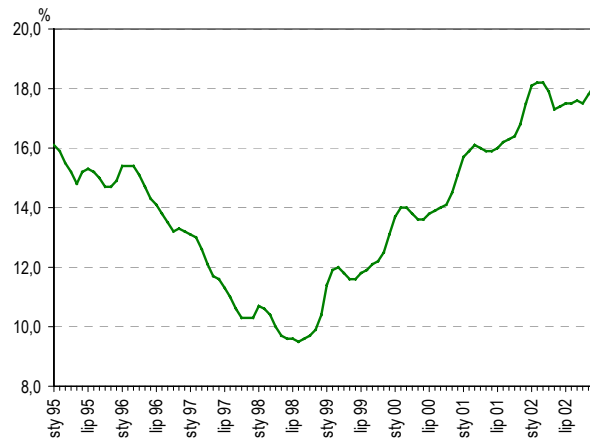
Wzrost PKB powinien stopniowo przyspieszać w kolejnych kwartałach br., ale przyrosty tempa wzrostu PKB z kwartału na kwartał 2003 r. będą najprawdopodobniej mniejsze niż minionym roku. W sumie wzrost PKB w całym 2003 r. może osiągnąć 3%. Niemniej jednak, zgodnie z tym co napisaliśmy powyżej wielkość ta powinna być traktowana raczej jako maksimum możliwe do osiągnięcia w tym roku.

2002 kiepskim rokiem na rynku pracy

Niewielkie przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w minionym roku nie uniemożliwiło poprawy sytuacji na rynku pracy. GUS podał, że stopa bezrobocia na koniec 2002 roku wyniosła 18,1%, co

było spójne z naszą prognozą i niedawnymi wypowiedziami ministra pracy i polityki społecznej Jerzego Hausnera. Liczba bezrobotnych zwiększyła się do 3,22 mln, czyli o ponad 100 tys. w ciągu ubiegłego roku. Można oczekiwać, że sytuacja na rynku pracy nie pogorszy się w tym roku, a jest pewna szansa, że nastąpi nieznaczna poprawa. Jednak trudno zgodzić się z ministrem Hausnerem, że stopa bezrobocia spadnie aż do 16-17% w grudniu ub. Oczekujemy natomiast, że w styczniu i w lutym wzrośnie ona ponownie i osiągnie rekordowo wysoki poziom 18,4%.

Stopa bezrobocia rejestrowanego



Źródło: GUS

...choć płace i zatrudnienie w grudniu były nieco lepsze od oczekiwanych

Płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w grudniu o 8,1% m/m i 2,4% r/r, czyli nieco powyżej naszej prognozy. Wysoki wzrost płac wobec listopada był typowym efektem sezonowym występującym w grudniu. Jednak fakt, że tempo wzrostu płac nie spowolniło, a wręcz przyspieszyło w ostatnich dwóch miesiącach ub.r. (z 1,8% r/r w listopadzie i 0,5% w październiku) niezbyt dobrze współgra ze spadkiem depozytów gospodarstw domowych obserwowanym w statystykach monetarnych (patrz niżej). Oznacza to najprawdopodobniej przesunięcie środków z depozytów bankowych do innych form oszczędzania obserwowane w listopadzie, było również kontynuowane w grudniu. Płace realne zwiększyły się o 1,5% r/r wobec 0,9 r/r w listopadzie i -0,6% r/r w październiku. W efekcie wzrost płac realnych w ostatnim kwartale ub.r. wyniósł 0,6% r/r i był wyraźnie niższy niż w III kw. 2002 r. (2,3% r/r).

Również dane nt. zatrudnienia były lepsze od oczekiwanych. Przeciętne zatrudnienie w przedsiębiorstwach spadło o 0,5% m/m i o 2,3% r/r. Najwyraźniej tempo redukcji zatrudnienia w polskich



firmach traci impet, pomimo faktu, że dalsze zwolnienia nadal są zapowiadane w większości badań koniunktury (patrz niżej). Średni spadek zatrudnienia w IV kwartale 2002 r. wyniósł 3% r/r, wobec 4% w poprzednim kwartale i niemal 5% w pierwszej połowie ub.r.

W rezultacie dynamika nominalnego funduszu płac w przedsiębiorstwach poprawiła się w grudniu do 0% r/r z -1,4% r/r w listopadzie. Wskaźnik ten nie był ujemny po raz pierwszy od lutego 2002 r. Również realna dynamika funduszu płac zwiększyła się w grudniu, chociaż pozostała ujemna (wyniosła -0,8% r/r wobec -2,3% w listopadzie). Przeciętny spadek realnego funduszu płac w IV kwartale 2002 r. był głębszy niż w poprzednim kwartale (-2,4% r/r wobec -1,8% w III kw. ub.r.). Niemniej jednak nie osłabiło to zbytnio konsumpcji prywatnej, ponieważ wg naszych szacunków sprzedaż detaliczna w IV kwartale ub.r. rosła (realnie) niemal tak szybko jak w poprzednim.

Poprawiają się nastroje konsumentów

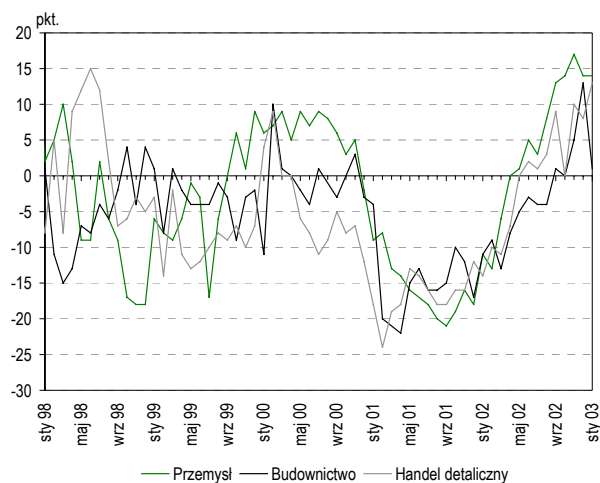
Pomimo wysokiego bezrobocia i słabej dynamiki dochodów gospodarstw domowych pewnej poprawie ulegają nastroje konsumentów, na co wskazują wyniki badania optymizmu gospodarstw domowych wykonanego przez Ipsos-Demoskop w styczniu. Wszystkie trzy wskaźniki obliczane przez instytut zanotowały wzrost w porównaniu w grudniu, co wiązało się z sezonową poprawą. Wartości wskaźników były jednak również wyższe niż w odpowiednim okresie poprzedniego roku, co stanowi potwierdzenie pozytywnych tendencji obserwowanych od kilku miesięcy. Ogólny wskaźnik optymizmu wzrósł o 5,4% r/r, skłonność do konsumpcji zwiększyła się o 3,6% r/r, a ocena klimatu gospodarczego była większa o 8,3% r/r. Wyniki badania wskazują również, że w styczniu poprawiła się ocena klimatu politycznego i społecznego. Sugeruje to, że wzrost optymizmu konsumentów na początku 2003 r. może się wiązać z pozytywnym wynikiem szczytu w Kopenhadze, na którym Polska zakończyła negocjacje z UE. Perspektywa integracji z Unią wydaje się wyjaśniać nieznaczny spadek obaw przed bezrobociem oraz wzrost nadziei na poprawę sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Niestety, wyniki badania nie były wyłącznie pozytywne. Tylko 7% gospodarstw domowych planuje bowiem zakupy dóbr trwałego użytku – jest to jedna trzecia poziomu obserwowanego pięć lat temu. Konsumenci są również mniej skłonni do zaciągania kredytów oraz przeznaczania na konsumpcję oszczędności.

Mieszane sygnały z badań koniunktury

Obliczany przez GUS wskaźnik koniunktury w przemyśle wzrósł w styczniu o 8 pkt. w porównaniu z grudniem i po raz pierwszy od lutego 2001 r. jego wartość nie była ujemna wynosząc 0. Ponadto, podobnie jak w poprzednich miesiącach był on dużo lepszy niż w odpowiednim okresie poprzedniego roku. Wynikało to głównie ze znacznej poprawy prognoz popytu i produkcji. Przedsiębiorstwa zanotowały również spadek nadmiernych zapasów wyrobów gotowych. Z drugiej strony, nadal ujemna była ocena bieżącego poziomu popytu i produkcji. Przedsiębiorcy obawiając się również pogorszenia swojej sytuacji finansowej oraz zamierzając kontynuować proces ograniczania zatrudnienia, choć na mniejszą niż dotychczas skalę.

Choć wskaźniki koniunktury w budownictwie i handlu detalicznym uległy sezonowemu obniżeniu, to nadal są one wyższe niż przed rokiem. Niemniej jednak, poprawa w budownictwie w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku jest minimalna. Związane to jest z głębokim spadkiem poziomu nowych zamówień oraz pogorszeniem sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Problemy z sytuacją finansową ograniczają również działalność handlu detalicznego. W sumie, sygnały płynące z badania koniunktury GUS nie są jednoznaczne. Przyspieszające wskaźniki dla przemysłu i handlu detalicznego dobrze wróżą aktywności gospodarczej w tych sektorach, ale stagnacja w budownictwie jest złym prognostykiem dynamiki inwestycji w najbliższym czasie.

Wskaźniki koniunktury wg GUS, r/r



Źródło: GUS

Mieszane sygnały płyną również z oceny stanu koniunktury w I kwartale br. dokonanej przez NBP. Ogólny wniosek z raportu banku centralnego na temat koniunktury jest taki, że gospodarka jest w stanie stagnacji, ale bardziej prawdopodobna jest tendencja



do poprawy niż pogorszenia. Ponad 60% firm ocenia swoją sytuację ekonomiczną jako dobrą, ale oczekuje się jej pogorszenia w przyszłości. Główną przyczyną względnie trudnej sytuacji przedsiębiorstw jest nadal niski popyt. Niemniej jednak, przedsiębiorstwa przewidują wzrost zamówień na swoje produkty (szczególnie eksporterzy), a w konsekwencji zwiększenie się produkcji. NBP prognozuje roczny wzrost produkcji przemysłowej w pierwszych trzech miesiącach br. o kolejno 7%, 3% i 8,5% (oznacza to średni wzrost w I kwartale br. o ponad 6% wobec naszej prognozy na poziomie 3,5%). Przedsiębiorcy spodziewają się również nieznacznego wzrostu inwestycji. Większość z nich ma być sfinansowana ze środków własnych przedsiębiorstw, nawet pomimo faktu, że poziom stóp procentowych jest postrzegany jako bariera rozwoju przez coraz mniejszą liczbę firm (w I kwartale br. czynnik ten wskazywany był przez jedynie 5,1% z nich wobec 7% w poprzednim kwartale i 13% w I kwartale ub.r.). Fakt, że inwestycje finansowane mają być głównie ze środków własnych firm wynika z dwóch przyczyn. Po pierwsze, w 2002 r. poprawiła się sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Po drugie, firmy informują, że coraz trudniejszy staje się dostęp do kredytu bankowego. Znaczenie tego negatywnego zjawiska wzrasta systematycznie od początku ub.r. (obecnie wskazuje na niego 9% firm, podczas gdy w I kwartale ub.r. tylko 3,7%). Najprawdopodobniej wiąże się to z rosnącym udziałem nieregularnych kredytów w aktywach banków, co powoduje, że są one bardziej wstrzemięźliwe w finansowaniu działalności przedsiębiorstw.

Kurs walutowy i jego wahania są postrzegane jako bariera rozwoju przez 14,3% przedsiębiorstw, czyli mniej niż średnio w ostatnich dwóch latach. Kurs złotego prognozowany na koniec I kwartału br. jest silniejszy niż oczekiwany trzy miesiące temu kurs na koniec 2002 r., co oznacza, że przedsiębiorstwa nie wierzą zbyt mocno w zapewnienia ministra finansów o nieuniknionym osłabieniu złotego. Kurs złotego wobec euro na koniec marca prognozowany jest na poziomie 4,02 zł, a wobec dolara na 4,03 zł. Według ankietowanych przedsiębiorstw poziom kursu złotego, który zapewnia opłacalność eksportu wynosi 3,93 zł za dolara i 3,77 zł wobec euro. Sugeruje to, że obecny poziom kursu złotego powinien doprowadzić do dalszego przyspieszenia eksportu (większość płatności odbywa się w euro) i zwiększenia zysków eksporterów, które będą mogły zostać przeznaczone na inwestycje. Potwierdzają to deklaracje przedsiębiorców w ankiecie.

Podaż pieniądza nadal spada

Na możliwość gwałtownego ożywienia popytu krajowego i wzrostu gospodarczego z pewnością nie wskazują statystyki monetarne. W grudniu 2002 r. podaż pieniądza wzrosła 0,8% m/m po spadku -0,9% m/m w listopadzie. Jednak w skali rocznej M3 spadło -2,3% r/r, co było drugim najgłębszym spadkiem w historii (tuż za -2,5% r/r w październiku 2002). W sumie dane potwierdziły, że trendy, obserwowane od kilku miesięcy, wciąż się utrzymują. Jak słusznie zauważyła RPP w swym komunikacie, znaczny wpływ na wielkość agregatu M3 miały w grudniu różnice kursowe (aprecjacja złotego względem dolara oraz osłabienie względem euro). Po ich wyeliminowaniu miesięczny wzrost M3 byłby wyższy i wyniósłby ok. 3,8 mld zł (1,2%). Jednocześnie około 0,6 mld zł miesięcznego przyrostu M3 miało jedynie księgowo źródło: w grudniu banki zaksięgowywały jako pozostałe składniki M3 zrealizowane w listopadzie wpływy z tytułu emisji obligacji bankowych.

Wzrost podaży pieniężnej w skali miesięcznej był głównie rezultatem zwiększenia depozytów firm o 8,6% m/m. Jest to zjawisko charakterystyczne dla grudnia, jednak nie nastąpiło ono w przypadku depozytów gospodarstw domowych, które zmniejszyły się o 0,9% (1,8 mld zł). Co prawda niemalże połowa tego efektu wynikała z różnic kursowych, jednak zwykle ludność zwiększała w grudniu oszczędności bankowe o sporą kwotę z powodu sezonowo znacznie wyższych zarobków.

W wyrażeniu rocznym depozyty gospodarstw domowych zmniejszyły się o 0,9% r/r, co było piątym spadkiem z rzędu (od końca maja 2002 depozyty te skurczyły się o 5,2%). Obserwowany od początku ub.r. roku spadek depozytów gospodarstw domowych nie oznacza jednak proporcjonalnego spadku skłonności do oszczędzania, ponieważ towarzyszy mu dynamiczny wzrost wartości alternatywnych form oszczędzania. Według NBP w grudniu przybliżony przepływ środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych wyniósł 2 mld zł.

Po stronie czynników kreacji pieniądza kredyty dla przedsiębiorstw pozostały praktycznie w stagnacji, rosnąc o 1,6% r/r wobec 1,2% r/r w listopadzie. Nie było również sygnałów rzeczywistego ożywienia w kredytach gospodarstw domowych (wzrost 8,5% r/r po 7,8% w listopadzie). W obu przypadkach umiarkowana poprawa rocznego tempa wzrostu wynikała przede wszystkim ze słabego wyniku w grudniu 2001 (efekt niskiej bazy). Naszym zdaniem statystyki monetarne za grudzień nie zmieniają zasadniczo ogólnej oceny bieżącej sytuacji makroekonomicznej.



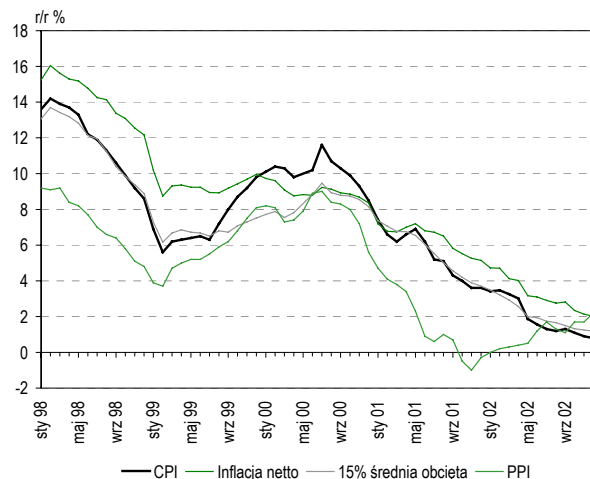
Inflacja wciąż spada – sukces czy porażka?

„Inflacja na poziomie 0,8% jest to klęska” – powiedział członek RPP Janusz Krzyżewski po tym, jak GUS poinformował o wzroście CPI w grudniu zaledwie o 0,1% m/m i 0,8% r/r. Faktycznie, wynik ten był nieco poniżej oczekiwań i znacznie poniżej celu inflacyjnego RPP na rok 2002 na poziomie 2-4%. No cóż, szczerze mówiąc, przyzwyczailiśmy się już do tego, że RPP nie trafia w krótkoterminowe cele inflacyjne, ale po roku 2002 ich osiągnięcia przynajmniej się zbilansowały – po dwóch latach przestrzelenia w górę nadeszły dwa lata przekroczenia celu w dół. Już krótko po tym, jak Rada obniżyła w czerwcu cel na rok 2002 z 4-6% mieliśmy co do tego złe przeczucia. Także rynek finansowy nie powinien być zaskoczony, bowiem inflacja poniżej 1% w grudniu była wliczona w ceny od dawna. Jednakże, tym co może wpłynąć na zachowanie inwestorów jest ocena, czy ostatecznie wyniki inflacji mogą zmienić postrzeganie bieżącej sytuacji gospodarczej przez RPP i przyspieszyć (i/lub pogłębić) przyszłe obniżki stóp.

Członkowie RPP nieustannie podkreślają, że podejmują decyzje w oparciu raczej o inflację przewidywaną, a nie przeszłą. Trzeba jednak zauważyć, że prognozowana ścieżka inflacyjna może przesunąć się w dół wraz ze spadkiem inflacji bieżącej. Tak niski wzrost cen konsumenta w grudniu był głównie wynikiem spadku cen tytoniu (-0,4% m/m) i paliw (-0,8% m/m), bardzo niskiego (jak na grudzień) wzrostu cen żywności (0,3% m/m) i dość stabilnych cen pozostałych dóbr i usług. Wydaje się, że upłynie nieco czasu zanim sytuacja na rynku żywności odwróci się. Także ceny paliw nie powinny już nadmiernie rosnać (zakładając, że nie zrealizuje się najgorszy scenariusz wojny w Iraku), bowiem wysokie ceny ropy są neutralizowane przez słabego dolara. Ożywienie popytu krajowego wydaje się być zbyt stopniowe i nie dość mocne, aby wywołać znaczną presję cenową. Dlatego sądzimy, że inflacja będzie nadal spadać w następnych miesiącach zanim trend zacznie się stopniowo odwracać w II poł. roku.

Średni wzrost cen żywności w styczniu był zgodny z naszymi oczekiwaniami i wyniósł 0,6% m/m. Ponadto, ceny napojów alkoholowych nadal spadały (-0,2% m/m), co wskazuje, że inflacja w styczniu spadnie do kolejnego rekordowo niskiego poziomu 0,6% r/r. Jednakże jeśli wyniki pozostałych składników koszyka inflacyjnego będą bardziej korzystne niż w naszej zachowawczej prognozie, inflacja w styczniu może nawet sięgnąć 0,5% r/r. Rok powinien zakończyć się z inflacją na poziomie poniżej 2,5%, a inflacja średnioroczna nie przekroczy 1,5%.

Miary inflacji



Źródło: GUS, NBP

Inflacja bazowa również w dół

Podążając za spadkiem indeksu CPI zmniejszeniu uległo w grudniu również wszystkie pięć miar inflacji bazowej. Skala spadku miar inflacji bazowej była nawet wyższa niż w CPI i wahała się między 0,06 i 0,16 pkt. proc. wobec 0,05 pkt. proc. w przypadku CPI. Trzy z pięciu miar inflacji bazowej kształtowały się poniżej 1% r/r, a najniższa z nich – inflacja po wyłączeniu cen kontrolowanych osiągnęła zaledwie 0,16% r/r. Najwyższą wartość miała „inflacja netto”, czyli inflacja po wyłączeniu cen żywności i paliw, wynosząc 2,02% r/r. Jednak nasz szacunek inflacji netto za styczeń wskazuje na kolejny jej spadek - do poziomu 1,8%.

W sumie, dane inflacji bazowej potwierdzają, że w średnim okresie nie należy się spodziewać w polskiej gospodarce znaczącej presji inflacyjnej. Choć tempo spadku inflacji bazowej wydaje się zmniejszać, to wszystkie jej indeksy nadal się obniżają, co jest mocnym argumentem przemawiającym za kolejnymi redukcjami stóp procentowych. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że prezes NBP podkreślił, że kształtowanie się inflacji bazowej będzie najważniejszą przesłanką dla kolejnych decyzji dotyczącej stóp (patrz sekcja: *Pod lupą: Bank centralny*).

Wzrost PPI nie zagraża inflacji

GUS podał, że dynamika cen producentów zwiększyła się w grudniu do 2,2% r/r wobec 1,7% r/r (rewizja w dół z 2,1% r/r) w listopadzie. W ciągu miesiąca PPI wzrósł o 0,1%. Oczywiście nie przewidywaliśmy tak znacznej rewizji danych za listopad (okazało się, że w listopadzie nie nastąpił wzrost dwunastomiesięcznego PPI), ale miesięczna zmiana była zgodna z naszymi oczekiwaniami. Tylko umiarkowany wzrost cen



producenta w ciągu miesiąca wiązał się z relatywnie niskimi cenami paliw na krajowym rynku oraz silnym kursem złotego ograniczającym ogólny wzrost cen poprzez zmniejszający wpływ na ceny towarów importowanych. Roczny wskaźnik okazał się nieco niższy niż nasza prognoza na poziomie 2,3% r/r. Podobnie jak w poprzednich miesiącach przyspieszenie wzrostu PPI w porównaniu rocznym wynikało z bardzo niskiej bazy w odpowiednim okresie poprzedniego roku. Dlatego przyspieszenie dwunastomiesięcznego PPI nie stwarza ryzyka inflacyjnego.

Wykonanie budżetu w 2002 r. zgodne z oczekiwaniami

Ministerstwo Finansów poinformowało oficjalnie, że deficyt budżetowy w 2002 r. osiągnął 39,4 mld zł, czyli 98,5% planu. Dochody budżetu wyniosły 143,54 mld zł, czyli 98,9% planu. Podobnie jak w poprzednich latach głównym źródłem dochodów budżetowych były wpływy z podatków pośrednich, które w ub.r. wzrosły nominalnie o 9,3% w porównaniu z 2001 r. i stanowiły 62,8% wszystkich dochodów budżetu w 2002 r. (rok wcześniej 59,7%). Wykonanie tych dochodów było jednak niższe niż zakładano i wyniosło 98,7% planu.

Według Ministerstwa Finansów wynikało to z późniejszego niż początkowo planowano wprowadzenia podatku akcyzowego na energię elektryczną (nastąpiło to w lipcu) oraz zmniejszenia stawki akcyzy na alkohol (od początku października). W mniejszym stopniu wiązało się to z mniejszymi od oczekiwanych wpływami z VAT. Inną obok podatków pośrednich pozycją dochodów, która przyczyniła się do uzyskania mniejszych od oczekiwanych dochodów budżetowych ogółem były wpływy z podatku dochodowego od osób fizycznych. Osiągnęły one zaledwie 90,9% planowanej wielkości rosnąc nominalnie w ciągu całego roku o tylko 2,9% w porównaniu z 2001 r. Wynikało to z niższego niż założono poziomu inflacji oraz niższego niż prognozowano zatrudnienia w gospodarce (co ograniczało to bazę podatkową). Z drugiej strony, wyższe od zakładanych w budżecie na 2002 r. okazały się dochody z CIT. W całym roku wzrosły one nominalnie o 13,4% i osiągnęły 108,3% planu. Tak wysokie wpływy z podatku dochodowego od osób prawnych były możliwe dzięki poprawie sytuacji finansowej firm w 2002 r. Również dochody państwowych jednostek budżetowych były wyższe od zakładanych i osiągnęły 109,5% planu. Pozycja ta zawiera wpływy z ceł, które w 2002 r., były wyższe od prognozowanych ze względu na wyższy od zakładanego wzrost importu.

Strona wydatkowa budżetu wyniosła 182,95 mld zł, czyli 98,8% planu. Według Ministerstwa Finansów wszystkie pozycje wydatków poza obsługą długu zrealizowane zostały w 100%. Niemniej jednak, niższe od planowanych koszty obsługi długu krajowego (o 3,9%) oraz zagranicznego (o 4,1%) pomogły w realizacji budżetu umożliwiając nawet nieznaczne obniżenie poziomu deficytu budżetowego poniżej limitu zapisanego w ustawie budżetowej.

Największe różnice w porównaniu z planem miały miejsce w strukturze finansowania deficytu budżetowego. Rząd zdołał zrealizować zaledwie 1/3 założonych przychodów z prywatyzacji (2,18 mld zł zamiast planowanych 6,6 mld zł). W takiej sytuacji deficyt musiał być sfinansowany poprzez zwiększoną emisję skarbowych papierów dłużnych. Ilość sprzedanych w 2002 r. bonów i obligacji skarbowych osiągnęła odpowiednio 136,6% i 106,6% planowanych wielkości.

W sumie, wykonanie zeszłorocznego budżetu było zgodne z oczekiwaniami. Niedobór dochodów osiągnął 1,56 mld zł (ukształtował się w połowie prognozowanego przez nas przedziału 1-2 mld zł), ale po stronie dochodowej został zrównoważony przez niższe koszty obsługi długu i przesunięcia pewnych wydatków. Tak jak oczekiwano, konserwatywne założenia makroekonomiczne pozwoliły na bezpieczne wykonanie budżetu.

Wykonanie budżetu państwa w 2002 r.

Wyszczególnienie	Plan	Wykonanie w mln zł	Wykonanie w %
DOCHODY	145 101,6	143 538,0	98,9
Podatki pośrednie	91 324,5	90 119,1	98,7
CIT	13 833,8	14 988,2	108,3
PIT	26 540,4	24 130,3	90,9
Dochody państwowych jedn. budżetowych	9 801,9	10 732,6	109,5
w tym wpływy z cła	3 479,0	3 812,0	109,6
Pozostałe dochody	3 601,0	3 567,8	99,1
w tym wpłaty z zysku NBP	1 961,8	2 582,2	131,6
WYDATKI	185 101,6	182 950,0	98,8
Obsługa długu krajowego	21 150,0	20 323,9	96,1
Obsługa zadłużenia zagranicznego	3 882,0	3 724,4	95,9
Dotacja dla Funduszu Pracy	3 634,6	3 634,6	100,0
Dot. dla funduszu emerytalno-rentowego	15 391,7	15 391,2	100,0
Dot. dla FUS	26 987,9	26 987,9	100,0
Subwencje ogólne dla jednostek sam. teryt.	29 701,6	29 701,6	100,0
DEFICYT	40 000,0	39 412,0	98,5
FINANSOWANIE DEFICYTU	40 000,0	39 412,0	98,5
Bony skarbowe	5 850,4	7 993,6	136,6
Obligacje	26 613,8	28 365,0	106,6
Przychody z prywatyzacji	6 600	2 178,4	33,0

Źródło: Ministerstwo Finansów



Pod lupą: Bank centralny

- Stopy procentowe niższe o kolejne 25 pb
- Znowu prezes NBP zdecydował o obniżce
- Jak wykorzystać rezerwy?

Stopy procentowe niższe o kolejne 25 pb

Nie było niespodzianki, bowiem RPP obniżyła w styczniu podstawowe stopy procentowe o 25 pb i utrzymała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Uzasadnienie tej decyzji było również dość oczywiste: korzystne otoczenie inflacyjne, wolniejsze niż oczekiwano tempo ożywienia oraz brak sygnałów zagrożenia dla procesu stabilizacji inflacji na stosunkowo niskim poziomie. W dokumencie wyjaśniającym decyzję, przedstawionym na konferencji prasowej po posiedzeniu, RPP wskazała na następujące główne argumenty wspierające rozluźnienie polityki:

- wzmocnienie sygnałów o utrzymywaniu się niskiej dynamiki popytu krajowego:
 - utrzymuje się niski wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw,
 - dalszy spadek produkcji budowlanej świadczy o nadal bardzo niskim popycie inwestycyjnym,
 - utrzymuje się niska roczna dynamika agregatów monetarnych – M3 i kredytu; ustabilizowała się dynamika pieniądza gotówkowego,
- [ostatnie dane ekonomiczne] potwierdzają brak oznak ożywienia w gospodarce niemieckiej: kolejny miesiąc utrzymują się na niskim poziomie nastroje zarówno przedsiębiorców, jak i konsumentów; obniżane są także prognozy wzrostu gospodarczego,
- kolejny raz obniżeniu uległa bieżąca inflacja oraz wskaźniki inflacji bazowej.

Właściwie cała pierwsza strona komunikatu RPP została zdominowana przez słowo „niski” w przeróżnych wariantach, wskazując, że ostatnie dane z gospodarki były w pewnym stopniu rozczarowaniem dla RPP i mogły pogorszyć jej ocenę bieżącej i przyszłej sytuacji. Jednakże w trakcie konferencji Leszek Balcerowicz powiedział, że Rada nie zmieniła swojej oceny sytuacji ekonomicznej i podtrzymuje diagnozę stopniowego ożywienia gospodarczego.

Wśród czynników będących potencjalnym źródłem presji inflacyjnej w gospodarce i dlatego ograniczających miejsce dla głębszych obniżek stóp, RPP wymieniła (jak zwykle):

- skala dotychczas przeprowadzonych obniżek stóp jest znaczna i nie ujawnił się jeszcze w pełni jej efekt; dotychczasowe obniżki „będą wpływały na stopniowy wzrost popytu krajowego w drugiej połowie 2003 r. i w 2004 r.”,
- prawdopodobieństwo że deficyt ekonomiczny finansów publicznych będzie w 2003 r. wyższy niż planowany i niepewność dotycząca polityki budżetowej w 2004 r.,
- wysokie ceny ropy naftowej.

W czasie konferencji prasowej prezes NBP Leszek Balcerowicz skupił się na pierwszym z wymienionych wyżej czynników ryzyka, podkreślając, że stanowi on najważniejsze ograniczenie dla dalszych obniżek stóp. My również uważamy, że niepewność dotycząca tego czy, kiedy oraz jak silnie wpłyną poprzednie redukcje stóp na procesy gospodarcze będzie jednym z najbardziej istotnych argumentów powstrzymujących Radę przed dokonywaniem głębszych niż 25 pb obniżek stóp procentowych w najbliższej przyszłości. Sytuacja finansów publicznych również pozostaje przeszkodą w dalszym poluzowywaniu polityki pieniężnej, choć jak dotąd nie powstrzymało to RPP od redukcji stóp procentowych. Prezes Balcerowicz zasugerował, że jest to tylko jeden z rozważanych elementów, a opóźnienie zapowiedzianej przez ministra Kołodkę reformy nie powinno spowodować podobnych opóźnień w procesie obniżania stóp procentowych.

Leszek Balcerowicz powiedział, że najważniejszą przesłanką dla kolejnych decyzji dotyczących stóp będą zmiany wskaźników inflacji bazowej. Oznacza to, że miary inflacji bazowej obliczane przez NBP powinny być uważnie śledzone, a dopóki ich spadkowy trend będzie się utrzymywał, dopóty można oczekiwać kontynuacji cyklu redukcji stóp procentowych.

W sumie, uważamy, że nadal umiarkowane ożywienie gospodarcze, dalszy spadek CPI i inflacji bazowej oraz brak presji inflacyjnej w średnim okresie sprawi, że RPP obniży stopy procentowe po raz kolejny już w lutym. W I połowie br. możliwe jest jeszcze trzecia redukcja stóp procentowych, a w II połowie roku stopy procentowe nie powinny już raczej spadać, ponieważ inflacja bazowa nie będzie się już zmniejszać, a ożywienie gospodarcze nabierze tempa.

Niepewność dotycząca wpływu dotychczasowych redukcji stóp powinna spowodować, że żadna z tegorocznych obniżek stóp nie powinna być niższa niż 25 punktów bazowych.



Znowu prezes NBP zdecydował o obniżce

W Monitorze Sądowo-Gospodarczym opublikowane zostały rezultaty listopadowego głosowania Rady Polityki Pieniężnej. Pomijając skalę redukcji, wyniki głosowania były dokładnie takie same jak w październiku (patrz tabela poniżej). Tzw. frakcja jastrzębia w RPP po raz kolejny była jednogłośnie w odrzuceniu wniosku o obniżenie stóp procentowych. W takiej sytuacji, podobnie jak w październiku decydujący głos należał do prezesa Leszka Balcerowicza. Właściwie, w ubiegłym roku RPP nie podjęła żadnej decyzji, która niezgodna byłaby z opinią przewodniczącego Rady. Wszystko wskazuje na to, że w tym roku będzie podobnie. Biorąc pod uwagę komentarze „jastrzębi” sugerujące brak lub bardzo umiarkowane dalsze obniżki, ekspansywna polityka monetarna będzie kontynuowana dopóty, dopóki chciał będzie tego Balcerowicz. Wyniki listopadowego głosowania pokazują również, że Rada nie była jednogłośnie, jeśli chodzi o zmniejszenie skali redukcji stóp do 25 pb, gdyż połowa RPP nie chciała żadnej obniżki. Może to ograniczyć oczekiwaną skalę obniżek w 2003 roku.

W lutym średnioterminowa strategia RPP

Do końca lutego RPP zakończy prawdopodobnie prace nad następną średniookresową strategią polityki pieniężnej. Co prawda będzie to dokument przygotowany dla nowo powołanej Rady, jednak jeden z obecnych członków Dariusz Rosati nie obawia się polityki prowadzonej przez jego następców. Powiedział, że będą oni podejmować decyzje w lepszych warunkach, gdy gospodarka będzie rosła o 4%, bezrobocie spadać, inflacja utrzymać się na niskim poziomie, a stopy będą już prawdopodobnie niższe. Cóż, optymizm Rosatego odnośnie polityki nowej Rady nie powinien dziwić, ponieważ profil nowych członków RPP będzie najprawdopodobniej zbliżony do jego poglądów na stopy procentowe i kurs walutowy. W pierwszym wypadku opowiadał on się zwykle za głębszymi redukcjami, a co do tego ostatniego, Rosati uważa, że złoty jest zdecydowanie zbyt silny biorąc pod uwagę fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki.

Wyniki głosowania RPP w 2002 r.

	Sty	Sty	Sty	Mar	Kwi	Kwi	Maj	Maj	Cze	Cze	Lip	Sie	Sie	Wrz	Paź	Lis
Zmiana (pb)	-200	-100	-150	-100	-100	-50	-75	-50	-100	-50	-50	-75	-50	-50	-50	-25
Decyzja	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK
Balcerowicz	-	-	+	-	-	+	-	+	-	+	-	-	+	+	+	+
Dąbrowski	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-
Grabowski	-	+	-	-	-	+	-	+	-	+	-	-	+	-	-	-
Józefiak	-	+	-	-	-	+	-	+	-	+	-	-	+	+	-	-
Krzyżewski	-	-	+	-	+	+	-	+	-	+	+	-	+	+	+	+
Łączkowski	-	+	-	-	-	+	-	+	-	+	-	-	+	+	-	-
Pruski	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	+	-	-	-
Rosati	+	-	+	+	nieobecny		+	+	+	+	+	nieobecny		+	+	+
Wójtowicz	+	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Ziółkowska	+	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+

Źródło: NBP, Monitor Sądowy i Gospodarczy



Wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego

Jak zwykle część wypowiedzi przedstawicieli NBP skoncentrowanych było na omówieniu comiesięcznych publikacji danych makroekonomicznych. Po danych o produkcji tzw. frakcja gołębia wydała się być rozczarowana. Wiesława Ziółkowska stwierdziła wręcz wprost, że więcej argumentów przemawia za obniżką stóp na styczniowym posiedzeniu niż przeciwko. Z kolei Janusz Krzyżewski był rozczarowany danymi o inflacji, potwierdzającymi jego zdaniem możliwość wystąpienia deflacji. Po tego rodzaju wypowiedziach do kontrofensywy (tylko medialnej, bo jak wiadomo obniżka stóp została w styczniu przegłosowana) przystąpiła „frakcja jastrzębia”. Bogusław Grabowski, który udzielił trzech obszernych wywiadów w ciągu trzech dni, powiedział, że ekspansywna polityka fiskalna pozostawia niewiele miejsca na obniżki stóp procentowych - „teraz będą jedynie niewielkie korekty”. Również Cezary Józefiak i Jerzy Pruski stwierdzili że RPP, która została skrytykowana przez ministra finansów za utrzymywanie zbyt wysokich stóp procentowych, powinna kontynuować ostrożną politykę w celu ustabilizowania inflacji na niskim poziomie. Jak zwykle jednym z argumentów jest ekspansywna polityka fiskalna. Wydaje się jednak, że przedstawiciele NBP są zgodni, że pomimo opóźniania reformy finansów publicznych jest duża szansa na spełnienie kryterium z Maastricht dotyczącego deficytu publicznego (poniżej 3% PKB) i Polska będzie mogła wejść do strefy euro w 2007 roku.

Wiele styczniowych komentarzy dotyczyło sytuacji na rynku walutowym. Pierwszy zastępca prezesa NBP wyraził opinię zgodną z większością interpretacji, że gwałtowne osłabienie złotego skorelowane było silnie z ruchami węgierskiego forinta względem dolara i euro. Problemy węgierskie potwierdziły raz jeszcze punkt widzenia NBP odnośnie polityki kursowej - interwencje walutowe byłyby szkodliwe, a kurs płynny jest najlepszym systemem w obecnej sytuacji.

W poprzednim raporcie za najciekawszą wypowiedź uznać można było cytata Grzegorza Wójtowicza, „nie zachęcający do picia alkoholu” po obniżce akcyzy. W styczniu na pierwsze miejsce wysuwa się Cezary Józefiak, który stwierdził, odnosząc się do rządowej prognozy wzrostu gospodarczego, że „nie trafia wysoko, kto celuje nisko”. Cóż, zdarzało się w przeszłości, że celując nisko z inflacją na koniec roku, Rada Polityki Pieniężnej trafiała dość wysoko (na skutek niekorzystnych warunków atmosferycznych). Ale rzeczywiście w ostatnich dwóch latach Rada celowała wciąż nisko, a trafiała jeszcze niżej.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz, prezes NBP PR1, 30 I PAP, 29 I	Do osiągnięć gospodarki zaliczamy niską inflację i musimy się o nią troszczyć i dlatego nasza polityka stóp procentowych będzie taka, aby nie zaprzepaścić tego osiągnięcia. [...] W ciągu ostatnich dwóch lat przeszliśmy do zdecydowanie obniżonego poziomu stóp i musimy dbać o to, żeby inflacja była niska. Podtrzymujemy nasze prognozy o stopniowym ożywieniu w gospodarce, ale występuje tu spory obszar niepewności. [...] Perspektywy wzrostu gospodarczego zależą od tego czy i jak będą dokonywane reformy strukturalne. [...] Mam nadzieję, że zostaną przedstawione projekty trwałego uzdrowienia finansów państwa, ale w tej chwili projekty te nie są jeszcze znane. Warto mieć taki system [kursu walutowego], jaki jest obecnie, czyli kurs swobodny bez narzuconego pułapu wahań, bo można unikać sytuacji, jakie miały miejsce na Węgrzech. [...] Z punktu widzenia rynku wskazane byłoby, aby to były działania [skup walut na rynku przez MF] przewidywalne.
Józef Stopyra I zastępca prezesa NBP PAP, 24 I	Zarzuty stawiane przez posłów [wobec NBP] są nieprawdziwe. Odnosząc się do projektu [nowelizacji Ustawy o NBP autorstwa Samoobrony] należy stwierdzić, że jest niezgodny z Konstytucją oraz prawem europejskim. Budżet na 2004 będzie najtrudniejszym w historii od 14 lat. Gdyby nie nastąpiła reforma finansów publicznych, to deficyt budżetu może być większy niż w 2003 roku. [Sztynny parytet złotego wobec euro w ERM2 na poziomie] 4,35 zł za euro jest możliwe. Możliwy jest taki lub inny, ale ostatecznie będzie to zależeć od czynników fundamentalnych. To co się dzieje na rynku jest skorelowane silnie z ruchami węgierskiego forinta względem dolara i euro. Bowiem po fali spekulacji na forincie spowodowanych oczekiwaniami inwestorów, że ta waluta będzie zdewaluowana, nastąpiła silna interwencja banku węgierskiego na rynku w celu obrony pasma wahań. To spowodowało, że inwestorzy ponieśli prawdopodobnie duże straty i by zneutralizować je część inwestorów zamyka swoje pozycje na rynku złotego. Nie widzimy jednak odpływu z rynku obligacji.
Andrzej Bratkowski wiceprezes NBP PAP, 17 I	Inflacja w grudniu tego roku może wynieść około 2 proc. W styczniu możliwy jest jeszcze spadek wskaźnika inflacji. Około dwuprocentowa inflacja na koniec roku jest najbardziej prawdopodobna. Wynika to ze specyfiki obecnej sytuacji gospodarczej. Inflacja jest niższa dzięki pewnym czynnikom o charakterze przejściowym, nie mającym dużo wspólnego z polityką monetarną. Odchylenia mogą być zarówno w górę, jak i w dół. W styczniu możliwy jest niewielki spadek inflacji. Potem nastąpi powolny wzrost ze względu na takie czynniki jak ceny żywności, czy ceny paliw. Wprowadzenie w Polsce euro w 2006 roku byłoby szczególną przychylnością ze strony Unii, która zechciałaby skrócić ten obowiązkowy, wyznaczony przez traktaty europejskie okres przebywania w Europejskim Systemie Monetarnym przez dwa lata. To taki standardowy wymóg, choć są przypadki, że niektóre kraje były nieco krócej. W związku z tym jest nadzieja, że my też moglibyśmy być nieco krócej. Ale to będzie trudne organizacyjnie. Wszystko wskazuje na to, że jest bardzo duża szansa, żebyśmy mogli w 2007 płacić w euro. Nieco mniejszą, ale też nie całkiem bym ją jeszcze porzucił, mamy nadzieję na 2006 rok. Natomiast poważnym problemem jest poprawa sytuacji finansów publicznych, ograniczenia deficytu budżetowego. Tu jest ten główny ciężar.
Bogusław Grabowski członek RPP PAP, 23 I	Czym bliżej końca luzowania polityki pieniężnej, tym bardziej musimy sobie zdawać sprawę, że zbliżamy się do końca tego procesu, bo od trzech kwartałów przyspiesza popyt wewnętrzny i tempo wzrostu gospodarczego. Skala redukcji powinna być coraz mniejsza, a odstęp między cięciami coraz większe. Patrząc na to, że w kolejnych latach musimy wykonać kryterium inflacyjne z Maastricht dobrze by było, żeby nie doszło do sytuacji, że po poziomie 0,8 proc. na koniec 2002 nagle pojawiają się czynniki silnie przyspieszające inflację do górnej granicy przedziału inflacyjnego na koniec 2003 roku. Byłoby to nieszczęście. Permanentna dezinflacja i utrwalanie niskiego poziomu inflacji w polskiej gospodarce wymaga, żeby stopy procentowe realne były na tak wysokim poziomie, pomimo tego, że tempo wzrostu popytu jest tak niskie. Zwracamy uwagę, że czynniki kształtujące inflację teraz się skumulowały pozytywnie i jest duże prawdopodobieństwo, że ten układ będzie słabł (...) Inflacja będzie kształtowała się zgodnie z celem inflacyjnym na 2003 rok, czyli w okolicach 3 proc. plus minus 1 pkt. proc. Wraz z przyspieszeniem popytu wewnętrznego i aktywności gospodarczej będzie lekko rósł czynnik popytowy inflacyjny, ale nie w ciągu najbliższych miesięcy tylko pod koniec 2003 roku i w 2004 roku. Bardzo dużo będzie zależało od tego, jak będzie wyglądał ten rok w rolnictwie. Zły rok może w krótkim okresie znacznie przyspieszyć inflację. Korzystne czynniki podaźowe, czyli spadek cen żywności o prawie 3 proc. w porównaniu z rokiem poprzednim też nie będą trwałe wiecznie. Dojdzie do przyspieszenia wzrostu cen żywności i będzie to oddziaływało na koniec 2003 roku. Chcemy stworzyć stabilne środowisko dezinflacyjne, czyli obniżyć trwale oczekiwania inflacyjne, przyzwyczajając podmioty gospodarcze i gospodarstwa domowe do niskiej inflacji. Skończył się proces obniżania inflacji i nadszedł okres stabilizacji inflacji na tym poziomie. Stabilizowanie inflacji jest równie trudnym zadaniem jak jej obniżanie. Ta przesłanka stoi głównie za wyznaczeniem celu inflacyjnego po 2003 roku.



Parytet centralny nie powinien znacząco odbiegać od kursu rynkowego obserwowanego w okresie tuż przed wstąpieniem do ERM2. Nie możemy doprowadzić do sytuacji, że wprowadzenie ERM2 w znacznym stopniu ograniczy możliwość fluktuacji kursu rynkowego. Pobudziłyby to natychmiast działania spekulacyjne na rynku walutowym. Parytet centralny w znacznym stopniu będzie musiał bazować na stosunkowo nieodległej historii kształtowania się kursu rynkowego, z ostatnich kilku, kilkunastu miesięcy. Długość tego okresu będzie zależała od stabilności kursu walutowego przed ustaleniem parytetu. Jeżeli fluktuacja kursu rynkowego w ciągu kilkunastu miesięcy nie będzie duża, to można sobie wyobrazić zastosowanie krótkiego okresu przy zdefiniowaniu parytetu. Parytet centralny może się znacznie odchylić od obecnego kursu walutowego tylko wtedy, kiedy będą dość jednoznaczne i poważne dowody, że odchyła się od kursu równowagi, czyli jeśli będzie kształtowany przez poważne przepływy prywatyzacyjne, transfery z UE i działania spekulacyjne.

Twierdzimy, że najlepszym rozwiązaniem dla polskiej gospodarki jest wstąpienie do Unii Gospodarczej i Walutowej najszybciej jak to jest możliwe oraz że okres przebywania w ERM2 powinien być jak najkrótszy. W tych punktach na pewno nie zmienimy zdania. Istnieje obawa, że okres przebywania w usztywnionym reżimie kursowym, jakim jest ERM2, może być takim okresem wzmoczonej aprecjacji wynikającej z działań spekulacyjnych. Stąd nasze stanowisko, że dobrze w tym systemie przebywać jak najkrócej. W tym procesie będą występowały falowania: będą okresy, kiedy aprecjacja będzie się zwiększała i okresy, kiedy będzie się zmniejszała. Jest pole do przemyśleń dla Europejskiego Banku Centralnego i Komisji Europejskiej nad adekwatnością ERM2 dla krajów akcesyjnych.

Stabilność kursową można zmierzyć bez konieczności urzędowego ograniczenia swobody wahań. Bardzo dyskusyjną kwestią jest zastosowanie ERM 2 do krajów nadbałtyckich stosujących system zarządu walutą.

Strategia średniokresowego celu inflacyjnego powinna zostać ogłoszona do końca lutego i najpewniej nie będzie w niej żadnych niespodzianek. Będzie dotyczyła lat po 2003 roku. Nie chcemy jej zamykać żadnym konkretnym przedziałem czasowym. Dotychczasowa średniokresowa strategia była zamknięta końcem kadencji Rady, następną strategią będzie zamknięta wejściem do Wspólnego Obszaru Walutowego, ale ani obecna ani przyszła Rada nie zdecyduje, w którym roku wejdziemy do eurolandu. Zdecyduje o tym rząd poprzez kształtowanie polityki fiskalnej.

Będzie to cel inflacyjny trwały i na takim poziomie, jaki jest w ustabilizowanych gospodarkach o niskiej inflacji. [...] Nie będzie żadnej zmiany co do strategii polityki pieniężnej, ani w zakresie systemu kursowego. Chcemy prowadzić nadal politykę w oparciu o bezpośredni cel inflacyjny przy w pełni upłynnym kursie walutowym. Kryteria monetarne mamy w zasadzie wykonane i polityka pieniężna przygotowała już grunt monetarny pod akcesję. Najważniejsze obecnie jest wypełnienie kryteriów fiskalnych.

TVN24, 22 I

Dobrze by było, żeby Ministerstwo Finansów brakującą ilość walut na koszty obsługi zadłużenia zagranicznego kupowało nie w NBP, ale właśnie na rynku walutowym. Ale powinno to być dokonywane w sposób jasny i przejrzysty. Ministerstwo powinno ogłosić jaką ilość walut w danym roku budżetowym chce kupić, dokonać przetargu na agentów tej operacji i wtedy uczestnicy rynku wiedzieliby jaki jest cel i skala takiego zakupu.

RadioZet, 22 I

Wahania kursu, które nie są spowodowane czynnikami makroekonomicznymi, fundamentalnymi, a domniemanymi, niepewnymi działaniami władzy gospodarczej są szkodliwe dla procesów gospodarczych. Okres znacznych obniżek stóp procentowych mamy już za sobą. Wszystkie decyzje z zakresu stóp procentowych teraz będą zdecydowanie bardziej ostrożne. Jeżeli [...] gospodarka światowa zacznie przyspieszać, szczególnie od drugiej połowy obecnego roku, kiedy nasza gospodarka, tak jak teraz, też zacznie przyspieszać [...] to wtedy [...] możemy liczyć tylko na drobne korekty stóp procentowych.

Reuters, 21 I

Jest szansa na zrealizowanie kryterium z Maastricht. Nie mówię, że w 2005 roku, bo to będzie bardzo trudne, być może w 2006 roku, ale wydaje mi się, że ta realizacja będzie dokonana bez głębokiej reformy finansów publicznych. Reformy będą niegłębokie i powierzchowne.

Uważam jednak, że obniżenie deficytu nie będzie zjawiskiem trwałym i przy pierwszym spowolnieniu wzrostu gospodarczego w następnym cyklu koniunkturalnym da o sobie znać brak reformy finansów publicznych i nie będziemy mieli istotnych skutków pro-wzrostowych polityki fiskalnej. Uważam, że (...) w latach 2004-2005, wzrost gospodarczy może dojść do 4,0 procent, natomiast nie sądzę, że bez głębokich zmian strukturalnych w polskiej gospodarce, w tym m.in. w finansach publicznych, da się zwiększyć potencjalne tempo wzrostu, a więc na trwałe przyspieszyć wzrost gospodarczy znacznie powyżej 4,0 procent.

Istotnym czynnikiem dla przyspieszania PKB będzie integracja z Unią Europejską, spadek inflacji i oczekiwań jej dotyczących oraz deficytu obrotów bieżących. Wzrostowi dobrze też zrobi znaczne ograniczenie restrykcyjności polityki pieniężnej w ciągu ostatniego półtora roku. W przyszłości ożywieniu pomóc też powinno systematyczne ożywianie się gospodarki światowej od drugiej połowy 2003 roku.

Bez uaktywnienia czynników, które mogłyby ograniczyć restrykcyjność polityki pieniężnej, a więc polityki fiskalnej i strukturalnych czynników inflacji nie ma już znacznej przestrzeni dla obniżek stóp procentowych. W najbliższych miesiącach poziom restrykcyjności polityki pieniężnej będzie też zależał od stopnia ożywienia gospodarek, zarówno w Polsce jak i na świecie.

Czynnik fiskalny powoduje, że w nadchodzących miesiącach nie można liczyć na znaczne ograniczenie restrykcyjności polityki pieniężnej. Patrząc w perspektywie końca 2003 roku, czy 2004 roku, będziemy powoli w ciągu tych kilkunastu miesięcy dochodzili do poziomu realnej stopy procentowej, która będzie naturalną stopą. Z kalkulacji prowadzonych w NBP wynika, że ten poziom naturalnej, realnej stopy procentowej w Polsce to 4,5-6 procent. Tak naprawdę taki poziom mamy teraz około 6,0 procent, ale mamy go w okresie spowolnienia gospodarczego, a mówiąc o 4,5-6 procentach, górna granica raczej powinna być właściwa fazie ożywienia gospodarczego.

RPP w kwietniu 2002 roku ogłosiła, że przechodzi do obniżek stóp procentowych w mniejszej skali. Po raz drugi prezes powiedział to na konferencji prasowej w październiku i chce zwrócić uwagę, że pomiędzy kwietniem i październikiem ani razu nie zdarzyło się, że po przejściu do mniejszej skali obniżek następowała większa. Dobrze byłoby wyciągać z tego wnioski na przyszłość. RPP w ciągu najbliższych tygodni, prawdopodobnie do końca lutego, ogłosi średniokresową strategię polityki pieniężnej po 2003 roku, która nie będzie zamknięta horyzontem czasu po 2003 roku. Zgodnie z tą strategią, Polska powinna nadal mieć płynny kurs walutowy, prowadzić strategię pośredniego celu inflacyjnego. Powinna też wejść jak najszybciej do unii monetarnej, a przed tym wejściem spędzić jednak jak najmniej czasu w systemie ERM-2. Konkretny terminy będą wyznaczone przez rząd, bo będą całkowicie zdeteminowane polityką fiskalną. Polityka pieniężna już swój wkład wniosła, ponieważ monetarne wskaźniki są już wykonane i czekamy teraz na tę część fiskalną.

Reuters, 16 I

System w pełni płynnego kursu walutowego jest najlepszym systemem kursowym dla warunków polskich. Dlatego RPP uważa, że nie należy w żaden sposób usztywniać kursu przed wejściem do ERM2, do którego należy wejść najpóźniej jak tylko to jest możliwe i na jak najkrótszy okres. W przeciwnym wypadku trafimy na taką sprzeczność, na jaką trafili Węgrzy: sprzeczność między polityką kursową, a polityką bezpośredniego celu inflacyjnego. System ERM-2 jest dość powszechnie krytykowany, szczególnie w kontekście krajów akcesyjnych. Absolutnym błędem byłoby wchodzenie do ERM2 bez pewności, że w ciągu dwóch lat i nie dłużej, polityka fiskalna zrealizuje kryterium z Maastricht.



Cezary Józefiak, członek RPP; PAP, 30 I	Możliwy jest wzrost PKB w tym roku o 2,5-3%. Mamy do czynienia z łagodnym procesem ożywienia gospodarczego, które, mam nadzieję, będzie bardziej wyraźne w drugiej połowie roku. [...] Niejasna jest sytuacja zewnętrzna, a szczególnie sytuacja w gospodarce niemieckiej. Popyt inwestycyjny, który spada od dwóch lat, spada coraz wolniej, jest nadzieja, że w tym roku będziemy obserwować wzrost inwestycji.
Reuters, 30 I	To dobrze, że tak wzrosło [PKB w 2002 r.], ale ważne jest jakie czynniki na to wpłynęły - eksport netto i popyt konsumpcyjny, a one w ostatnich kwartałach trochę fluktuowały. W związku z tym, że te czynniki są takie fluktuujące, trudno wyprowadzać z tego jakiś trend. Myślę, że gdybyśmy w 2003 r. szli w stronę 3% byłoby dobrze. Zaplanowane jest [przez rząd] 3,5%, ale myślę, że plan ten jest zbyt optymistyczny.
Reuters, 23 I	Myślę, że na bardzo długą metę, w związku z tym, że wchodzimy do Unii Europejskiej, a potem do Unii Walutowej, będziemy obserwowali raczej trend aprecjacyjny złotego, ale będzie to proces powolny. [...] Nie można jednak wykluczyć skoków, ponieważ nasz rynek nie jest taki wielki, a na świecie wydarzenia są znaczące i trudno wiązać [ruchy złotego] wyłącznie z tym co się dzieje w Polsce.
Reuters, 23 I	Najważniejszym zadaniem polityki pieniężnej jest dążenie do stabilizacji cen. W tej chwili mamy stabilizację inflacji, choć jej tempo zostało bardzo obniżone, jakkolwiek nie jest to ten poziom, który się utrzyma. Jeżeli chcemy wywołać trwale niskie oczekiwania inflacyjne trzeba pokazać konsekwencję w postępowaniu. Nie kryć swoich intencji i pokazać, że się zgodnie z nimi postępuje i że jest się odpornym na bieżące fluktuacje. Nie podzielam poglądu, że polityka pieniężna ma wpływać na koniunkturę. [...] Myślę, że będziemy kontynuowali tę linię, która została przyjęta. Mamy doświadczenia Węgier, gdzie zaczęto się zachowywać nerwowo. Nie oni pierwsi ponieśli straty z powodu braku pewnej konsekwencji i przyjmowania rozwiązań, które w naszych warunkach są niebezpieczne.
PAP, 15 I	Cieszę się z krótkookresowych przejawów (ożywienia), ale nie wyprowadzam z nich wniosków, że jest to już trend. Uważam, że z punktu widzenia gospodarki najważniejsze są inwestycje w sektorze przedsiębiorstw. Nie trafia wysoko, kto celuje nisko. Rząd też chce trafić wysoko. Myślę, że jak osiągniemy trzy procent, to powinniśmy być bardzo zadowoleni.
PAP, 15 I	Rada nigdy nie kieruje się inflacją, którą już znamy. To nie jest tak, że dostaliśmy wiadomość i musimy coś zrobić wstecz. Wstecz się nic nie robi. Bierzymy pod uwagę pewne tendencje, czy wejdziemy do Unii Europejskiej czy nie, kiedy wejdziemy, także różnice cen między nami a Zachodem.
Janusz Krzyżewski członek RPP PAP, 15 I	Inflacja raczej nie wybieje się ponad 2,5 proc., chyba że nastąpiły wielki szok naftowy i gwałtowny wzrost cen paliw. Do tak niskiej inflacji w grudniu przyczyniła się żywność i paliwa. Ale inflacja netto, bez wpływu szoków, wynosi około 2 proc., wobec 2,1 proc. w listopadzie. Teraz już będziemy widzieć działanie żywności i paliwa, ale raczej w drugą stronę i inflacja będzie rosła. Jednak nikt nie przewiduje wyraźnego odbicia w górę, ale inflacja powoli będzie się odbijała od tego bardzo niskiego poziomu. Wszyscy oczekują na wzrost inwestycji, związany z tym popyt inwestycyjny i ożywienie w gospodarce. A to ma działanie proinflacyjne.
Puls Biznesu, 7 I	Byłem przekonany, że inflacja [w grudniu] będzie o 0,2 pkt. proc. wyższa niż ogłoszona przez GUS. Inflacja na poziomie 0,8 proc. jest to kłęska, tym bardziej, że był to okres świątecznych zakupów. Z tego wynika, że moje niepokoje o deflację są bardzo uzasadnione. Jest to bardzo niedobry sygnał. To się bierze przede wszystkim z erozji rynku pracy.
Jerzy Pruski członek RPP PAP, 17 I	Połączenie resortów gospodarki i pracy usprawni działanie rządu i obniży koszty. Im mniej administracji w gospodarce, tym lepiej. Rekonstrukcja rządu nie wpłynie na rynek walutowy.
Jerzy Pruski członek RPP PAP, 17 I	Optymalnym rozwiązaniem po stronie polityki pieniężnej jest utrzymanie takiej polityki, która będzie spójna z płynnym kursem walutowym do czasu wejścia do stery euro i później - maksymalnego pasma wahań w ramach systemu ERM2. Chcemy ustabilizować inflację na poziomie wyższym niż w grudniu 2002 roku. Nie ma miejsca na dalsze krótkookresowe koszty związane z obniżaniem inflacji. Celem na najbliższe lata jest ustabilizowanie inflacji, która gwarantowałaby jak najszybsze wejście do strefy euro i pożądanym byłoby ustabilizowanie inflacji na 2-3 proc. Inflacja rządu 2-3 proc. mieści się w celu inflacyjnym i dobrze byłoby, aby w dłuższym horyzoncie czasu nie wykraczała poza ten przedział. W najbliższym czasie RPP wyda dokument, który będzie wizją prowadzenia polityki pieniężnej po 2003 roku, tak aby zapewnić ciągłość w prowadzeniu polityki pieniężnej w wypadku kiedy mamy do czynienia ze zmianą całej Rady. Nie jest to obowiązujący dokument. Są to pewne ramy postrzegania przez obecny skład rady najlepszej kombinacji polityki makroekonomicznej i pieniężnej po 2003 roku. Fundamentem dla polskiej gospodarki jest konieczność reformy finansów publicznych. Bardzo ważnym elementem, szczególnie w kontekście wchodzenia do strefy euro jest spełnienie kryteriów z Maastricht. Taka strategia wymaga zarówno zmian po stronie wydatków, jak i podatków. W moim oświadczeniu przekonaniu zdecydowanie ważniejsze znaczenie mają zmiany po stronie wydatków, gdyż one są fundamentem, moim zdaniem, reformy finansów publicznych. Zmiany po stronie wydatków powinny być zmianami trwałymi, najlepiej gdyby były one wprowadzone ustawami. Zmiany po stronie podatków oczywiście, że są potrzebne i system trzeba ujedynolnić, uprościć, wyeliminować niepotrzebne ulgi i być może zastanowić się nad zmianami stawek podatkowych. Na pewno nie wolno ich podnosić, to nie ulga wątpliwości. Żeby spełnić warunek restrykcyjności polityki fiskalnej w dłuższym okresie, szczególnie, jeżeli miałyby mieć to pozytywny wpływ na gospodarkę, powinniśmy mieć do czynienia z dostosowaniem po stronie wydatków w relacji do PKB i ta restrykcyjność mierzona wskaźnikiem wydatków do PKB powinna w znacznym stopniu wynikać ze spadku relacji wydatków do PKB i tylko w niewielkim stopniu wzrostem dochodów. Według takiej definicji bardzo łatwo zapewnić restrykcyjną politykę fiskalną, podwyższając podatki lub przesuując wydatki. Wtedy mamy efekt przejściowy i znakomitym przykładem nieskuteczności takiego podejścia, są moim zdaniem lata 1999-2000, kiedy nastąpił spadek deficytu i potem gwałtowny jego wzrost.
Dariusz Rosati, członek RPP; Gazeta Wyborcza, 31 I	Spodziewałem się nieco lepszych wyników [PKB]. Wcześniejsze dane o sprzedaży detalicznej, handlu zagranicznym i konsumpcji sugerowały, że ożywienie było wyraźniejsze. Zapowiadany przez ministra finansów wzrost na poziomie 3,5% jest możliwy, ale to górna granica naszych możliwości. Muszą jednak w końcu ruszyć inwestycje firm. Konsumpcja prywatna rośnie wystarczająco szybko. Więcej nie możemy oczekiwać ze względu na złą sytuację na rynku pracy. W pierwszej połowie roku nie spodziewałbym się dodatkowego ożywienia eksportu – wyniki z ubiegłego roku są dobre i powinny się utrzymać. 3,5% jest możliwe pod warunkiem, że sprzęgną się wszystkie czynniki decydujące o wzroście.
PAP, 27 I	[Przy podejmowaniu decyzji o stopach procentowych] ocenimy, czy przy obecnym stanie gospodarki, w perspektywie 6-9 miesięcy będą się nasilać czynniki mogące przyspieszyć inflację. Jeśli okaże się, że występują tendencje spadkowe, zarówno inflacji, jak i wzrostu gospodarczego, to będziemy obniżać stopy. Inflacja w styczniu utrzyma się na poziomie wskaźnika rocznego, czyli wyniesie 0,7-0,8%. Nie ma zagrożeń dla inflacji, co jest dla nas najważniejsze. [...] Jednak widzimy, że tak niski poziom jest spowodowany działaniem czynników przejściowych. Najprawdopodobniej inflacja będzie rosła w miarę przyspieszania gospodarczego i procesy inflacyjne powinny się wtedy nasilić.



To są wstępne szacunki. Myślę, że w IV kw. 2002 r. PKB powinien wzrosnąć w granicach 2-2,5%, a w całym 2002 r. 1,4-1,6%. W tym roku około 3-3,5%. [...] Ożywienie jest dosyć rachityczne. Spodziewaliśmy się jakiś czas temu, że będzie to mocniejsze ożywienie, ale okazało się, że zarówno warunki zewnętrzne, jak i rozwój sytuacji w kraju, nie pozwolił na szybszy wzrost. Ale bezwzględnie mamy do czynienia ze stopniowym przyspieszaniem wzrostu, o czym świadczą dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej, jak i zatrzymanie się trendu wzrostu bezrobocia.

Grzegorz Wójtowicz członek RPP PAP, 22 I	<p>Observerując dane za ostatni kwartał, jest prawdopodobne, że wzrost PKB w 2002 roku wyniósł około 1,3 proc., a w tym roku wyniesie 2,5-3 proc. Nie ma szczególnych powodów do niepokoju. Uważam, że to powolne ożywienie wraca, choć miesięczne dane wahają się. Wzrost sprzedaży detalicznej jest przyzwoity. Widać, że miały miejsce zakupy świąteczne, szczególnie w takich branżach, które wskazywałyby na to, że następuje pewna odbudowa zaufania konsumentów. Trzeba poczekać jednak na kolejne dane, by powiedzieć, czy będzie to trwała tendencja. Najbardziej jasnym punktem pozostaje eksport i mam nadzieję, że inwestycje. Po dużym spadku powinny one wzrastać.</p>
PAP, 20 I	<p>Grudniowe dane [nt. produkcji] pokazują, że gospodarka jest w stadium ożywienia, ale jest ono dość powolne. Prawdopodobnie bardziej wyraźne ożywienie wystąpi w drugiej połowie tego roku, co przełoży się na wzrost w całym roku [2003] o 2,5-3 proc. Dane są niższe od oczekiwań, obserwujemy jednak powolne odradzanie się inwestycji, zupełnie dobrze radzi sobie jednak eksport, spożycie nie spadło.</p>
PAP, 15 I	<p>Inflacja w styczniu spadnie poniżej grudniowego rekordu, czyli poniżej 0,8 proc., jednak od lutego, marca znacznie rosnąć, z możliwym zahamowaniem w kwietniu. Inflacja będzie rosła z powodu wzrostu cen żywności i paliw, jednak nie ma obecnie presji inflacyjnej z powodu ograniczonego popytu, między innymi za przyczyną ograniczonego wzrostu płac. W ujęciu rocznym inflacja na koniec roku wyniesie 2-2,5 proc. Wzrost PKB w pierwszym kwartale wyniesie tyle co w drugim półroczu ubiegłego roku, czyli 1,5-2 proc., a w całym 2003 roku trudno będzie przekroczyć 3 proc.</p>
Wiesława Ziółkowska członek RPP PAP, 20 I	<p>Moim zdaniem więcej czynników przemawia za obniżką stóp niż przeciw. [Ostatnie dane o produkcji] Nie jest to dobra informacja. Produkcja w grudniu jest niższa niż w październiku i listopadzie, co nie wróży dobrze PKB w IV kwartale. To jest zbyt wolny wzrost gospodarczy. Przewidywaliśmy, że PKB będzie wyższe niż w III kwartale, kiedy (wzrost) wyniósł 1,6 proc., i mógłby wynieść powyżej 2 proc. Wydaje mi się, że będzie nam trudno wychodzić z tego dołka. Myślę, że ożywienie w Polsce w dużym stopniu zależy od gospodarki niemieckiej, która rozwija się bardzo powoli. W I kwartale raczej nie ma co liczyć na zbyt duże ożywienie. Nie można wskazać terminu, kiedy w Polsce może nastąpić ożywienie gospodarcze.</p>
PAP, 7 I	<p>Inflacja rok do roku w grudniu 2002 wyniesie 0,8-0,9 proc., a na koniec tego roku wzrośnie do około 2 proc. W dalszym ciągu nie widać ożywienia ze sfery popytowej, świadczy to o dość słabym ożywieniu gospodarczym. W czwartym kwartale PKB wzrósł o ok. 2 proc. Zapewne jeszcze w pierwszym półroczu ceny żywności będą dość stabilne, co między innymi przełoży się na dość niską inflację. Jest realna szansa na to, aby wzrost gospodarczy w tym roku wzrósł do 3,5 proc. Jednak nawet bardziej wyraźne ożywienie, którego się spodziewam w drugim półroczu, nie pociągnie za sobą presji inflacyjnej, przy wysokiej stopie bezrobocia i niskich dochodach ludności. Jest pole do obniżek stóp procentowych w tym roku o 100-150 pkt. bazowych.</p>
PAP, 6 I	<p>Decyzja o rekonstrukcji rządu nie powinna mieć większego wpływu na rynek walutowy. Połączenie ministerstwa gospodarki i pracy może uprościć proces decyzyjny. Nie wiem, jakie dalej idące będą przekształcenia i czy tylko na tym się zakończy. Ale minister Hausner jest osobą bardzo kompetentną i może dobrze, że to będzie w jednym ręku.</p>



INFORMACJA Z POSIEDZENIA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIACH 28-29 STYCZNIA 2003

W dniach 28-29 stycznia 2003 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, zakresie płac i świadczeń społecznych, w sektorze finansów publicznych, w zakresie podaży pieniądza, kredytu i stóp procentowych oraz kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych i cen oraz perspektyw inflacji.

Decyzja Rady Polityki Pieniężnej

Nowe dane ekonomiczne, które pojawiły się w okresie, jaki minął od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej:

- wskazują, że wzmocniły się sygnały o utrzymywaniu się niskiej dynamiki popytu krajowego:
 - utrzymuje się niski wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw,
 - dalszy spadek dynamiki produkcji budowlanej świadczy o nadal bardzo niskim popycie inwestycyjnym,
 - utrzymuje się niska roczna dynamika agregatów monetarnych - M3 i kredytu, ustabilizowała się dynamika pieniądza gotówkowego,
- potwierdzają brak symptomów ożywienia w gospodarce niemieckiej: kolejny miesiąc utrzymują się na niskim poziomie nastroje zarówno przedsiębiorców, jak i konsumentów, obniżane są także prognozy wzrostu gospodarczego.
- kolejny raz obniżeniu uległa bieżąca inflacja oraz wskaźniki inflacji bazowej.

Czynnikami stanowiącymi potencjalne źródło presji inflacyjnej są:

- skala dotychczas dokonanych obniżek stóp, które z opóźnieniem będą wpływały na stopniowy wzrost popytu krajowego w drugiej połowie 2003 r. i w 2004 r.,
- prawdopodobieństwo przekroczenia poziomu deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych planowanego w projekcie ustawy budżetowej na 2003 r. i niepewność co do polityki fiskalnej w 2004 r.
- wysokie ceny ropy naftowej w związku z groźbą konfliktu zbrojnego z Irakiem.

Rada Polityki Pieniężnej postanowiła, że:

- oprocentowanie kredytu lombardowego zostaje obniżone z 8,75% do 8,50% w skali rocznej;
- stopa redyskonta weksli zostaje obniżona z 7,50% do 7,25% w skali rocznej;
- Narodowy Bank Polski będzie prowadził 14-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności nie niższej niż 6,50% w skali rocznej;
- stopa oprocentowania lokaty terminowej przyjmowanej od banków przez NBP wynosi 4,50% w skali rocznej;

Rada utrzymuje neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

* * *

W grudniu 2002 r. dwunastomiesięczna inflacja osiągnęła poziom 0,8%, a więc ukształtowała się poniżej krótkookresowego celu inflacyjnego na 2002 rok. Na obserwowany od kilku miesięcy niższy od przewidywanego poziom inflacji wpłynęły przede wszystkim czynniki leżące poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Wśród najważniejszych należy wymienić:

- spadek cen żywności i napojów bezalkoholowych,
- niższy od przewidywań wzrost cen kontrolowanych, w tym spadek cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych,
- gorsza od przewidywanej koniunktura w gospodarce światowej

W 2002 roku utrzymała się wysoka podaż na rynku artykułów rolno-spożywczych, co było m.in. wynikiem wysokich zbiorów zbóż, owoców i warzyw. Spowodowało to spadek cen żywności i napojów bezalkoholowych o 2,7%.

Na podstawie dostępnych założeń do budżetu państwa na 2002 rok i zapowiedzi organów odpowiedzialnych za kształtowanie cen kontrolowanych można było zakładać silniejszy wzrost stawek podatku akcyzowego i rezygnację z co najmniej części spośród dotychczas obowiązujących obniżonych stawek podatku VAT. Wynikać to miało z konieczności dostosowywania stawek podatków pośrednich do stawek obowiązujących w Unii Europejskiej. W wyniku tego można było przewidywać, że wzrost cen kontrolowanych wyniesie w 2002 r. co najmniej 5%, podczas gdy faktycznie wzrost ten ukształtował się na poziomie 2,7%. Do niższego wzrostu cen tej grupy towarów i usług przyczynił się m.in. spadek cen napojów alkoholowych (o 3,1%) wywołany przez wprowadzenie w ostatnich miesiącach ub. r. obniżonej stawki podatku akcyzowego na wyroby spirytusowe.

Gdyby przyjąć, że ceny żywności i napojów bezalkoholowych oraz napojów alkoholowych rosły w tempie podobnym, jak w 2001 r., wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2002 r. ukształtowałby się na poziomie ok. 2,5%. Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu żywności i paliw wyniósł w grudniu ub. r. 2%.

Znacznie gorsza koniunktura w gospodarce światowej przyczyniała się do łagodzenia presji inflacyjnej zarówno poprzez niższą od przewidywaną dynamikę popytu zewnętrznego, jak i bardziej sprzyjające kształtowanie się cen wielu surowców i towarów importowanych.

Następne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniach 25-26 lutego 2003 r.

* * *

I. Ocena sytuacji gospodarczej

W listopadzie i grudniu 2002 r. wskaźniki wyprzedzające koniunktury w gospodarce USA były zdecydowanie lepsze niż w strefie euro. Wyraźnie poprawiły się nastroje przedsiębiorstw amerykańskich (wskaźnik NAPM wzrósł w grudniu do poziomu 54,7 wobec 49,2 w listopadzie); znacząco wzrosły zamówienia dla przemysłu przetwórczego. Zaufanie konsumentów amerykańskich - pod wpływem pogarszających się informacji o zatrudnieniu - uległo w grudniu pewnemu osłabieniu w porównaniu do listopada. Jednakże wysoka dynamika grudniowej sprzedaży detalicznej (4,6% wobec 2,7% w listopadzie) wskazuje, że tempo wzrostu konsumpcji indywidualnej jest nadal głównym czynnikiem wzrostu gospodarki USA.



Natomiast w strefie euro ostatnie dwa miesiące 2002 r. przyniosły zdecydowane pogorszenie większości wskaźników koniunktury. Indeks obrazujący aktywność gospodarczą w przemyśle (PMI) obniżył się z poziomu 49,5 w listopadzie do 48,4 w grudniu. Nie zaobserwowano także poprawy w przemyśle niemieckim; wskaźnik instytutu IFO - oddający najlepiej nastroje przedsiębiorstw niemieckich - z poziomu 87,3 w grudniu w styczniu nieznacznie wzrósł do 87,4. W większości gospodarek zachodnioeuropejskich (najwyraźniej w Niemczech i Włoszech) - pomimo sezonu świątecznych zakupów - silnie obniżyły się wskaźniki koniunktury konsumenckiej (wskaźnik obrazujący zaufanie konsumentów niemieckich spadł z poziomu -11 w październiku do -17 w listopadzie i -20 w grudniu 2002 r.). Potwierdzeniem pogorszenia nastrojów konsumentów niemieckich jest spadek wolumenu sprzedaży detalicznej w listopadzie 2002 r. o prawie 6%, podczas gdy w październiku spadek ten wynosił 0,1%

W dalszym ciągu czynnikiem o dużym stopniu niepewności jest kształtowanie się światowych cen ropy naftowej. Strajk w Wenezueli oraz powszechne już przekonanie o nieuchronności wybuchu wojny w Iraku sprawiły, że w grudniu 2002 r. nastąpił ponowny wzrost cen ropy. W dn. 20 grudnia ub.r. cena baryłki ropy osiągnęła poziom 30 USD i nadal utrzymuje się na tym poziomie. W efekcie średnia miesięczna cena ropy w grudniu była najwyższa w całym 2002 r., a w porównaniu z grudniem 2001 r. wzrosła o blisko 10 USD/b, a więc o prawie 50%.

Z powodu trwającego od początku grudnia strajku w Wenezueli światowa podaż ropy obniżyła się o ponad 2 mln b/d. Jednocześnie rynek obawia się o ciągłość dostaw surowca z Zatoki Perskiej. Wojna w Iraku może sprawić, że światowa produkcja ropy zmniejszy się o kolejne 2,5 mln b/d (tyle obecnie produkuje Irak w ramach programu ropa za żywność). Jeśli te dwa wydarzenia zbiegną się w czasie - należy oczekiwać dalszego wzrostu cen ropy.

W gospodarce polskiej obserwujemy stopniowy powolny wzrost aktywności gospodarczej. Tempo wzrostu PKB w III kwartale 2002 r. wyniosło 1,6% a wartość dodana brutto wzrosła o 1,8%. Od strony popytowej głównymi czynnikami wzrostu gospodarczego były spożycie indywidualne i eksport.

Produkcja przemysłowa w grudniu 2002 r. wzrosła w wyrażeniu rocznym o 5,1%.Wskaźnik produkcji przemysłowej oczyszczony z wpływu czynników o charakterze sezonowym wyniósł w skali roku 4,1%. Wzrost produkcji w najważniejszej kategorii produkcji przemysłowej - przemyśle przetwórczym wyniósł 6,7% (po oczyszczeniu z sezonowości 5,3%). Produkcja budowlano-montażowa spadła w grudniu o -10,4% (w listopadzie spadek ten wynosił 8,6%)

Listopadowe dane dot. bilansu płatniczego potwierdzają, że utrzymują się pozytywne tendencje w handlu zagranicznym. Nastąpiło przyspieszenie dynamiki eksportu. Wartość eksportu wyrażona w EUR wzrosła trzeci miesiąc z kolei - tym razem o 6,1% w porównaniu z rokiem poprzednim. Od początku roku wartość wpływów z eksportu zwiększyła się o 2%. Po obniżeniu się w październiku, ponownie wzrosła wartość importu (o 3,1% w porównaniu z listopadem 2001 r.). Jednak od początku 2002 r. wartość importu pozostawała nadal niższa niż w roku ubiegłym (spadek o 3,4%).

Na wzrost eksportu wskazują również dane statystyki rzeczowej. W okresie od stycznia do października 2002 r. wartość eksportu wyrażona w EUR wzrosła o 5,3%. Większy niż w 2001 r. był także import - choć wzrost jego wartości był wolniejszy (2,8%). Największe znaczenie dla wzrostu eksportu w okresie od stycznia do października 2002 r. miała zwiększona sprzedaż do Rosji, Norwegii i Szwecji. Spośród głównych grup krajów najwyższą dynamikę eksportu odnotowano do krajów WNP - 12,1% (w tym do Rosji - 22%) oraz krajów Europy Środkowej i Wschodniej - 9,8%. W tym czasie sprzedaż do Unii Europejskiej zwiększyła się o 4,1%. Na osłabienie dynamiki sprzedaży do UE znaczący wpływ wywarł spadek eksportu do Niemiec (o 0,7%). Słabe wyniki w eksporcie do najważniejszego odbiorcy polskich towarów częściowo zrekomensował duży wzrost sprzedaży do Francji i Szwecji.

Badania koniunktury gospodarczej GUS w grudniu 2002 r. wskazały na załamanie tendencji do poprawy nastrojów respondentów - tendencji, która zarysowała się od początku 2002 r. Odsezonowane dane wskazują, że oceny dotyczące sytuacji w przemyśle przetwórczym, tak w zakresie popytu krajowego i zagranicznego, poziomu produkcji sprzedanej, stanu zapasów i możliwości bieżącego regulowania zobowiązań finansowych - były w grudniu 2002 r. pesymistyczne i gorsze niż w listopadzie tego roku (choć lepsze niż w grudniu 2001 r.). Pesymizm utrzymał się w przewidywaniach dot. zatrudnienia i pojawił się w przewidywaniach dotyczących sytuacji finansowej i ogólnego klimatu koniunktury. W budownictwie można mówić o wzroście pesymizmu w zakresie ocen popytu, produkcji i sytuacji finansowej przedsiębiorstw budowlano-montażowych. Badania dotyczące handlu wskazują na utrzymywanie się bardzo pesymistycznych ocen dotyczących bieżącej oraz przyszłej sytuacji w tej sekcji.

Najnowsze - styczniowe badania koniunktury wskazują, na utrzymywanie się złych nastrojów wśród respondentów. Nieznacznie poprawiła się ocena ogólnego klimatu koniunktury w przetwórstwie przemysłowym - głównie na skutek poprawy pozytywnych prognoz dotyczących popytu i produkcji, jednakże bieżące oceny sytuacji sformułowane przez przedsiębiorstwa są nadal negatywne. Wzrósł natomiast pesymizm w ocenach bieżącej sytuacji w budownictwie i handlu (głównie w zakresie sprzedaży produkcji budowlano-montażowej i sprzedaż w handlu oraz w zakresie sytuacji finansowej przedsiębiorstw). Także przewidywania dotyczące najbliższej przyszłości są również negatywne.

II. Sytuacja w sektorze finansów publicznych

Dochody budżetu państwa w 2002 r zostały zrealizowane poniżej planowanej wielkości. Niższe w stosunku do planu dochody z podatków pośrednich oraz podatku dochodowego od osób fizycznych zostały w części zrekomensowane wysokimi wpływami z CIT oraz dochodów niepodatkowych, głównie z tytułu wyższej wpłaty z zysku NBP oraz opłat celnych. Odnotowany wzrost dochodów podatkowych - o ok. 7,3% - sugeruje, że sytuacja gospodarcza w 2002 r., a w szczególności sytuacja finansowa polskich przedsiębiorstw uległa nieznacznej poprawie. Pomimo niedoboru po stronie dochodów (1,6 mld zł), deficyt budżetowy ukształtował się na poziomie 39,4 mld zł (o 0,5% poniżej limitu ustawowego), na skutek ograniczenia wydatków do kwoty 182,9 mld zł, po części dzięki niższym niż zakładano kosztom obsługi długu publicznego.

Odmienne od przewidywań przebiegało w 2002 r. finansowanie deficytu. Zamiast zakładanych 6,6 mld zł przychodów z prywatyzacji osiągnięto ok. 2,3 mld zł. Finansowanie deficytu odbywało się głównie środkami z emisji skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym, emisje na rynku zagranicznym w części pokrywały zobowiązania z tytułu spłat długu zagranicznego. W rezultacie plan sprzedaży netto skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym został przekroczony zarówno w odniesieniu do bonów skarbowych, jak i obligacji.

Posiadane informacje o funduszach i agencjach potwierdzają, iż ich sytuacja nie uległa istotnej poprawie w porównaniu do poprzednich miesięcy. Wzrost zadłużenia m.in. Funduszu Pracy, Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz Agencji Rynku Rolnego, jak również budżetów samorządowych w systemie bankowym, wskazuje że pozostały sektor finansów publicznych odnotuje w 2002 r. wyższy deficyt niż w roku poprzednim, jak również w stosunku do wielkości zapowiadanej na początku roku. Szacuje się, iż deficyt ekonomiczny całego sektora finansów publicznych ukształtować się może w 2002 r. na poziomie ok. 5,5 - 5,7% PKB.



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

W grudniu 2002 podaż pieniądza M3 wzrosła o 2,6 mld zł (0,8%) w stosunku do listopada 2002. Różnice kursowe (aprecjacja złota względem USD oraz osłabienie względem euro) miały znaczny wpływ na wielkość agregatu M3. Po wyeliminowaniu różnic kursowych miesięczny wzrost M3 wyniósłby ok. 3,8 mld zł (1,2%). Jednocześnie jednak około 0,6 mld zł miesięcznego przyrostu M3 miało jedynie księgowo źródło: w grudniu banki zaksięgowywały jako pozostałe składniki M3 zrealizowane w listopadzie wpływy z tytułu emisji obligacji bankowych.

Wzrost M3 w grudniu 2002 wynikał przede wszystkim ze zwiększenia depozytów przedsiębiorstw o 4,4 mld zł (8,6%), co jest zjawiskiem typowym dla ostatniego miesiąca roku. Depozyty gospodarstw domowych zmniejszyły się o 1,8 mld zł (0,9%), z czego około 0,8 mld zł jest wynikiem różnic kursowych. Obserwowanemu od początku ub. roku spadkowi depozytów gospodarstw domowych towarzyszy dynamiczny wzrost wartości alternatywnych form oszczędzania. W grudniu przybliżony przepływ środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych wyniósł 2 mld zł.

Po stronie czynników kreacji pieniądza - należności ogółem zmniejszyły się o 1,8 mld zł (-0,7%), głównie za sprawą typowego dla grudnia spadku należności od przedsiębiorstw (o 3 mld zł, tj. 2,3%). Należności od gospodarstw domowych zwiększyły się o 0,3 mld zł (0,3%). Roczna dynamika należności od gospodarstw domowych wzrosła w grudniu 2002r. nieznacznie do poziomu 8,5%, a roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła 1,6%. W grudniu br. kurs polskiej waluty nadal umacniał się wobec dolara amerykańskiego (o 0,9%), natomiast w stosunku do euro uległ deprecjacji o 0,8%. Euro do dolara kontynuowało tendencję aprecjacyjną i umocniło się w skali miesiąca o 1,9%.

IV. Ceny, oczekiwania inflacyjne

W grudniu br., dwunastomiesięczna inflacja uległa dalszemu obniżeniu osiągając poziom 0,8%. Do obniżenia rocznego tempa wzrostu cen przyczynił się spadek cen żywności i napojów bezalkoholowych, napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych oraz odzieży i obuwia. Również słabsze niż przed rokiem było tempo wzrostu cen związanych z użytkowaniem i wyposażeniem mieszkania. Natomiast znacznie wzrosły ceny transportu, co związane było ze wzrostem cen paliw, podczas gdy przed rokiem zanotowano ich spadek.

Na koniec 2002 r. roczny wskaźnik inflacji „netto” (tj. po wyłączeniu z CPI cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw) wyniósł 2,0%. Pozostałe wskaźniki inflacji bazowej ukształtowały się na koniec 2002 r. w przedziale od 0,16% (wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych) do 1,2% (15% średnia obciążenia). Średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2002 r. wyniósł 1,9%.

W grudniu 2002 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły w porównaniu z poprzednim miesiącem o 0,1%. W skali dwunastu miesięcy ceny produkcji sprzedanej w przemyśle wzrosły o 2,2%, co było efektem wzrostu cen we wszystkich sekcjach przemysłu. Najbardziej podnieśli swoje ceny producenci tych sekcji, w których działają ograniczone mechanizmy rynkowe. I tak: w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę ceny produkcji wzrosły o 6,8% (przed rokiem o 10,8%), a w górnictwie i kopalnictwie - o 3,4% (przed rokiem o 2,9%). W przetwórstwie przemysłowym ceny wzrosły o 1,4% (wobec spadku o 2,6% przed rokiem). Największy wzrost cen w skali dwunastu miesięcy zanotowano w dziale wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej - o 20,6% (przed rokiem spadek o 19,7%).

Kształtowanie się inflacji na niskim poziomie sprzyja utrwaleniu niskich oczekiwań inflacyjnych. W styczniu br. struktura odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos- Demoskop, na podstawie której analizowane są oczekiwania inflacyjne osób prywatnych, uległa wyraźnemu pogorszeniu z punktu widzenia wpływu na wynik kwantyfikacji oczekiwanej stopy inflacji. Jednocześnie w styczniu br. miał miejsce dalszy spadek stopy inflacji bieżącej, który zneutralizował efekt niekorzystnych zmian w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety. Procedura kwantyfikacji oczekiwań inflacyjnych prowadzi do wniosku, iż w styczniu br. stopa wzrostu cen w ciągu najbliższego roku oczekiwana przez osoby prywatne wyniosła 0,7%, co oznacza jej obniżenie o 0,1 pkt. proc. w stosunku do pomiaru z grudnia ub.r. Jednocześnie, oczekiwana przez analityków bankowych stopa inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc roku następnego (tj. w grudniu 2003 r.) wzrosła o 0,1 pkt. proc. i wyniosła 2,6%, zaś średnioroczna stopa inflacji przewidywana na 2004 r. wyniosła 2,7% i była wyższa o 0,1 pkt. proc. od przewidywań z grudnia ub.r.



Pod lupą: Rząd i polityka

- Kolejne zmiany personalne w rządzie
- Co z reformą finansów publicznych?
- Kontrowersyjne pomysły ministerstw
- Zmiana klasyfikacji OFE trochę pomoże zbić deficyt (na papierze)

Zmiany w rządzie... znowu

W styczniu premier Leszek Miller dokonał kolejnych zmian w rządzie. Minister zdrowia Mariusz Łapiński został zdymisjonowany i zastąpiony przez Marka Balickiego, niedawnego kandydata SLD na stanowisko prezydenta Warszawy. Zmiana ta była powszechnie oczekiwana, tym bardziej po konflikcie ministra zdrowia z ministrem finansów dotyczącym składki na ubezpieczenie zdrowotne, o czym pisaliśmy w ubiegłym miesiącu.

W międzyczasie, senatorowie zdecydowali jednak, że składka na ubezpieczenie zdrowotne będzie rosła o 0,25 punktu procentowego rocznie do 2007 roku, pomimo przedłożenia rządowego przeciwstawiającego się temu pomysłu. Jednak nie wszystko jeszcze stracone, gdyż Naczelna Izba Lekarska zapowiedziała zaskarżenie tej ustawy do Trybunału Konstytucyjnego, a prezydent Kwaśniewski może ją zawetować.

Nastąpiły również zmiany w Ministerstwie Finansów. Ustąpiło dwóch wiceministrów – Irena Ożóg (odpowiedzialna za podatki) oraz Tomasz Michalak (cła). Co ważne, Halina Wasilewska-Trenkner, która jest odpowiedzialna za budżet, pozostała na stanowisku, a jej pozycja mogła ulec nawet wzmocnieniu, ponieważ obejmie ona kontrolę nad finansami samorządów.

W styczniu odbyła się również pierwsza konferencja prasowa nowego ministra skarbu Sławomira Cytryckiego, który został powołany na to stanowisko przy poprzedniej rekonstrukcji rządu. Nowy szef resortu skarbu zapowiedział, że zrobi wszystko co w jego mocy, aby zrealizować założone w budżecie na 2004 r. wpływy z prywatyzacji w wysokości 9,1 mld zł (ok. 2 mld dolarów). Rząd planuje m.in. sprzedaż PKO BP, BGŻ, PZU oraz PLL LOT. Wyższe wpływy z prywatyzacji byłyby niewątpliwie pozytywne, ale trzeba będzie trochę zaczekać, aby się przekonać, czy deklaracje nowego ministra zamienią się w czyny.

Kiedy reforma finansów publicznych?

Minister finansów Grzegorz Kołodko ujawnił w styczniu (szczegóły jak zwykle w tabeli z wypowiedziami

polityków poniżej) kilka możliwych terminów przedstawienia głównych elementów reformy finansów publicznych. Najpierw stwierdził, że zostaną zaprezentowane w drugim i trzecim kwartale, aby po zaakceptowaniu przez parlament, zmiany legislacyjne w obszarze finansów publicznych mogły wejść w życie w ostatnim kwartale roku, co umożliwi uwzględnienie ich w budżecie na 2004 r. Jednak, mniej więcej w tym samym czasie Kołodko powiedział w wywiadzie dla Polskiego Radia, że rząd będzie obradował nad pakietem reformy finansów publicznych jeszcze pod koniec I kwartału br. Tak więc bez względu na to, kiedy propozycja reformy rzeczywiście się pojawi, to będzie on mógł powiedzieć, że nastąpiło to w deklarowanym przez niego terminie. Zaproponowane działania – stwierdził Kołodko – będą miały na celu zwiększenie elastyczności wydatków budżetowych i zapewnienie wystarczających środków na finansowanie wydatków związanych z przystąpieniem Polski do UE. Reforma obejmować będzie głębokie zmiany w systemie podatkowym, w tym zwiększenie udziału samorządów lokalnych w dochodach podatkowych, uproszczenie podatków oraz obniżenie ogólnych obciążeń podatkowych.

Więcej szczegółów odnośnie planowanej przez resort finansów reformy finansów publicznych zostało ujawnionych przez doradcę ministra finansów profesor Elżbietę Chojną-Duch. Wspomniała on m.in. o odejściu od mechanizmu automatycznej indeksacji rent i emerytur, modyfikacji systemu pomocy społecznej, likwidacji części pozabudżetowych agencji i funduszy, reformie lub likwidacji niektórych instytucji państwowych i urzędów, likwidacji wszystkich ulg podatkowych, zwiększeniu stawek VAT, dopuszczeniu do bankructwa nieefektywnych zakładów opieki zdrowotnej, itd. Są to odważne i daleko sięgające propozycje. Ich wprowadzenie w życie mogłoby pomóc w poprawie sytuacji polskich finansów publicznych. Są to jednak na razie wciąż jedynie deklaracje i dopiero przyszłość pokaże, jak wiele z tych zamierzeń stanie się częścią planu reformy zaakceptowanego przez rząd. Tymczasem, nie należy się spodziewać, aby rynki finansowe lub bank centralny brały pod uwagę same deklaracje.

Polityka ministra finansów została poddana krytyce przez jednego z członków RPP. Dariusz Rosati w wywiadzie dla Reutersa skrytykował ministra finansów Grzegorza Kołodkę za opóźnianie niezbędnej reformy finansów publicznych. Zdaniem Rosatego Kołodko powinien był przeprowadzić reformę bezpośrednio po objęciu przez niego stanowiska ministra finansów w lipcu 2002 r., kiedy cieszył się jeszcze dużym poparciem politycznym, które



w ostatnich miesiącach znacznie spadło. Rosati stwierdził, że Kołodko przyszedł do rządu zupełnie nieprzygotowany i przedstawił tylko dwa kompromitujące projekty ustaw, odkładając naprawdę ważne decyzje na później. Członek RPP uważa, że obecnie reforma będzie dużo bardziej trudna do przeprowadzenia, czy nawet przedstawienia opinii publicznej, ponieważ Polska czeka wkrótce referendum akcesyjne i niepopularne działania rządu mogłyby zagrozić poparciu dla akcesji do UE.

Kolejny (nie)ciekawe pomysły MinFin

Zanim opublikowane zostaną elementy tzw reformy finansów publicznych, Ministerstwo Finansów naciska na bank centralny, aby ten uwolnił część sięgającej 27 mld zł tzw. rezerwy rewaluacyjnej, zabezpieczającej przed ryzykiem kursowym, wspomagając w ten sposób trudną sytuację budżetową. Rezerwa wynika z różnicy pomiędzy średnim kursem, po którym bank centralny zakupił posiadane rezerwy walutowe (z których większość była kupowana w połowie lat 90.), a bieżącym kursem rynkowym złotego. Pozycja ta widnieje jedynie w zapisach księgowych NBP. Gdyby środki te zostały "uwolnione" i przetransferowane do budżetu jako część zysku NBP, oznaczałoby to konieczność dodruku pieniądza, gwałtowne zwiększenie bazy monetarnej i faktyczne rozluźnienie polityki pieniężnej. Biorąc to pod uwagę, wydaje się bardzo mało prawdopodobne, aby tego typu działania zyskały poparcie NBP. Informacja o planach MinFin została jednak oficjalnie potwierdzona przez rzecznika ministerstwa, który stwierdził, że sprawa jest na razie na etapie propozycji i postulatów i jest zbyt wcześnie, aby dyskutować na temat szczegółów. Ze strony banku centralnego usłyszeliśmy tylko, że brak jest rozmów na ten temat.

...oraz Ministerstwa Gospodarki

Okazuje się, że rezerwa rewaluacyjna NBP nie jest jedyną, z której rząd zamierza zrobić użytek. Minister gospodarki, pracy i polityki społecznej Jerzy Hausner zaproponował wykorzystanie rezerw banków na nieregularne kredyty. Miałyby to być ustawa, częściowo oddłużająca system bankowy, za cenę wykorzystania części rezerw dla pobudzenia aktywności kredytowej w wybranych przez polski rząd obszarach gospodarki.

Hausner nie zdradził wielu szczegółów tej propozycji, ale wydaje się, że byłby to kolejny przykład kontrowersyjnego i skomplikowanego instrumentu, który najprawdopodobniej nie będzie mieć istotnego pozytywnego wpływu na aktywność gospodarczą.

Łabędzi śpiew „pani wiceminister z pomysłami”

Wiceminister Irena Ozóg powiedziała, zanim podała się do dymisji, że przychody dodatkowe w roku bieżącym będą wyższe o 200 mln złotych. Ten efekt, który nie był uwzględniony w szacunkach budżetowych, miałyby być związany z bieżącym regulowaniem płatności podatkowych przez przedsiębiorstwa biorące udział w programie restrukturyzacyjnym. Z drugiej strony jednak, całkowite przychody z tytułu opłaty restrukturyzacyjnej wyniosły zaledwie 423 mln złotych w porównaniu z planami budżetowymi w wysokości 1,3 mld oraz listopadowym stwierdzeniem ministerstwa mówiącym o 700 mln.

Irena Ozóg stwierdziła również, że ministerstwo finansów raczej nie przedłuży okresu zwolnienia z podatku zysków kapitałowych. Było to nie do końca spójne z późniejszą wypowiedzią nowego ministra skarbu, który powiedział, że polska giełda potrzebuje zwiększenia płynności i zwiększenia kapitalizacji. Cóż, opodatkowanie zysków z pewnością by temu nie służyło. Podatek od zysków kapitałowych stał się zresztą jednym z gorętszych tematów w styczniu, gdyż można było usłyszeć wiele wykluczających się wzajemnie stwierdzeń ze strony polityków w tej kwestii.

OFE częścią sektora publicznego?

Według agencji informacyjnej ISB, Unia Europejska zgodziła się potraktować polskie prywatne fundusze emerytalne jako część sektora finansów publicznych, co potwierdzone zostało przez wiceministra gospodarki, pracy i polityki społecznej Krzysztofa Patera. Oznaczałoby to, że zarówno dług publiczny, jak i deficyt budżetowy obniżyłyby się w kolejnych latach o kilka punktów procentowych w stosunku do PKB, co zwiększyłoby tym samym szansę na spełnienie kryterium nominalnej konwergencji z Maastricht.

Jak powiedział Krzysztof Pater, ostateczna decyzja w sprawie definicji otwartych funduszy emerytalnych (OFE) zapadnie prawdopodobnie już w maju, co oznacza, iż od września (a najpóźniej w marcu 2004 roku) OFE będą mogły być sklasyfikowane jako część sektora finansów publicznych. Minister powiedział jednak, iż pomimo dołączenia OFE w statystykach do sektora finansów publicznych, rząd nie zamierza występować z inicjatywą legislacyjną by fundusze były wpisane do art. 5 ustawy o finansach publicznych, który opisuje, co zalicza się do finansów publicznych.



Wypowiedzi członków rządu i polityków

Większość styczniowych wypowiedzi polityków było na tyle istotnych, że zdecydowaliśmy o nich napisać w szerszym kontekście powyżej. Dotyczyły one przede wszystkim kolejnych zmian w rządzie, wciąż oczekiwanej przez wszystkich reformy finansów publicznych oraz planowanej aktywności ministerstwa finansów na rynku walutowym.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Aleksander Kwaśniewski Prezydent RP PAP, 7 I	Pan Cytrycki jest w polityce od dawna, zawsze... Był kompetentnym sztabowcem, osobą, która oddawała swoje talenty takim działaniom... intelektualno-organizacyjnym, trochę bardziej na zapleczu. Jesteśmy przyjaciółmi od wielu lat i mogę powiedzieć, że jest to osoba o nadzwyczajnych kompetencjach menedżerskich. To nie jest osoba, która kocha być na pierwszych stronach gazet, w mediach.
Leszek Miller, premier; PAP, 29 I PAP, 6 I	Jeśli Rada Polityki Pieniężnej postępowałaby konstruktywnie, to próby zdynamizowania polskiej gospodarki nabrałyby rumieńców. Mam nadzieję, iż dalszy proces prywatyzacji, który powinien być przyspieszony, a także środki z niego powinny być lokowane w kategoriach lepiej służących rozwojowi, będzie mógł być mniej polityczny, bowiem osoba nowego ministra nie wywołuje żadnych politycznych skojarzeń. Uznałem, że z pożytkiem dla realizacji naszego programu będzie odciążenie sfery prywatyzacji od występujących napięć politycznych. Nie wdając się w ocenę mam nadzieję, że taka zmiana będzie temu służyć.
Grzegorz Kołodko, minister finansów; PR1, 29 I	Przygotowując wstępne założenia do budżetu na rok przyszły pracujemy także nad koncepcją szerokiej reformy finansów publicznych, tak, aby była dostateczna elastyczność w budżetowaniu i aby spokojnie i bezpiecznie, w sposób w miarę zrównoważony, to wszystko [wydatki związane z UE sfinansować]. Pakiet cały będzie przedmiotem prac rządu w końcowych miesiącach tego kwartału. Jest to przedsięwzięcie na kilka lat. Chcemy zmienić istotne elementy systemu podatkowego, sposobu finansowania jednostek samorządu terytorialnego [...] oraz zdecydowanie zwiększyć ich samodzielność, ale także ich odpowiedzialność i gwarantując im własne dochody, a nie tylko udział w dochodach budżetu państwa. [...] Chodzi o ustalenie dla samorządów własnych dochodów podatkowych bez zwiększania naszych obciążeń podatkowych. [...] Chcemy, żeby samorzady miały możliwość zwalniania z pewnych podatków albo z części podatków, przyciągając inwestorów. Jest powszechne oczekiwanie, że system podatkowy będzie uproszczony i to oczekiwanie spełnimy, i mam nadzieję, że stawki podatkowe będą także nieco niższe. [...] Chodzi o to, by system podatkowy był efektywny i sprawiedliwy. Najprawdopodobniej [podatek od dochodów z giełdy zostanie wprowadzony] od nowego roku, ale ostatecznej decyzji nie ma. [...] Będzie ona przedstawiona wraz z pakietem ustaw reformujących finanse publiczne. Dzisiaj naprawdę, ani na płaszczyźnie ekonomicznej, ani na płaszczyźnie społecznej, nie dałoby się wytłumaczyć, dlaczego renciści mają płacić podatki, a ci, którzy robią krociowe zyski na spekulacjach giełdowych, nie. Proporcje ludności, która w rolnictwie pracuje, do tej, która żyje z niskich emerytur rolniczych, jest w tej chwili tak niekorzystna, że tylko część z KRUS jest pokrywana z wpływów ze składki, a przytłaczająca większość ponad 90% z dotacji z budżetu państwa. [...] Chodzi o to, by zmienić te relacje, aby zachowując odpowiedni poziom świadczeń społecznych dla rolników w ramach dochodów i wydatków samej ludności rolniczej, a mniej obciążała podatników. Jeśli się uda w pierwszym roku, w 2004 r. zaoszczędzić czy przesunąć około 0,5 mld zł i uruchomić mechanizm, który będzie powodował zwiększenie tej kwoty w następnych latach, to będzie to właściwe ukierunkowanie reform na tym polu. [opodatkowanie dochodów z giełdy] To jest tylko kwestią czasu. W normalnej gospodarce nie może być tak, że emeryci i renciści płacą podatki, a rekiny finansjery nie. Kiedy? Dobre pytanie. W najbliższych latach, niekoniecznie od 2004 roku dochody kapitałowe muszą być opodatkowane, tak aby sprzyjało to formowaniu się kapitału.
TVP1, 27 I	Najważniejsza część reformy finansów publicznych będzie przedstawiona opinii publicznej i politykom w II i III kwartale 2003 roku, a po przyjęciu przez parlament, w IV kwartale, będzie już mogła wejść w życie tak, żeby można ją było uwzględnić w budżecie na 2004 rok. Reforma będzie zawierała: 1. zmniejszenie znaczącej części wydatków budżetowych, które są sztywno zdeteminowane; 2. poprawę funkcjonowania funduszy i agencji budżetowych, w tym zredukowanie części z nich przez konsolidację a nawet likwidację gdy to konieczne; 3. przesunięcie wydatków z pewnych nieefektywnych i nieużytecznych celów na rzecz celów rozwojowych; 4. restrukturyzacja wydatków aby wygospodarować środki na współfinansowanie projektów w ramach funduszy strukturalnych i spójności z UE; 5. reforma systemu podatkowego przez likwidację lub zmniejszenie ulg podatkowych i zmianę progów i skali podatkowej. W rzeczywistości Polska ma jedno z najniższych obciążeń podatkowych [...] wśród państw OECD. [...] W dłuższym okresie, gdy Polska wróci na ścieżkę szybszego wzrostu gospodarczego na poziomie 5 proc. i wyżej, będziemy mogli rozważać dalsze zmniejszanie obciążeń podatkowych. Dla polskich przedsiębiorców głównym problemem nie są podatki, ale wysoki koszt pieniądza zniechęcający do inwestowania oraz supersilny kurs walutowy, który wiąże się z wysokimi stopami procentowymi i wpływa ujemnie na polską konkurencyjność.
Warsaw Voice, 23 I	Silny kurs złotego nie ma nic wspólnego z fundamentami polskiego rynku. Jest konsekwencją napływu na wielką skalę kapitału spekulacyjnego, przyciągniętego rozpiętością stóp procentowych spowodowaną polityką NBP utrzymywania wysokich stóp procentowych. NBP twierdzi, że przeciwdziała wymaganym naciskom inflacyjnym, rzekomo wynikającym z fiskalizmu. Nie zwraca przy tym uwagi na fakt, że inflacja - obecnie na poziomie rocznym jednego proc. - w drugiej połowie 2002 r. była dużo poniżej zakładanego poziomu 2-4 proc. Oczekiwania inflacyjne oraz inflacja bazowa również spadają, natomiast silny kurs wzbudza poważny niepokój raczej o deflację niż inflację. W podobnej sytuacji, Narodowy Bank Czech obniżył stopy procentowe poniżej poziomu utrzymywanego przez Europejski Bank Centralny. Tymczasem stopy procentowe NBP są dużo powyżej poziomu stóp w strefie euro. Obniżka stóp procentowych skorygowałaby przewartościowanie złotego bez potrzeby interwencji banku centralnego na rynku walutowym. W swojej mądrości, nadzwyczaj niezależny NBP nie nadaża ze swoją polityką stóp procentowych za trendami inflacyjnymi w Polsce. W sumie transfery z UE powinny przyczynić się do zwiększenia długookresowego wzrostu PKB w Polsce o około 1 procent rocznie. Proces przyspieszania wzrostu jest widoczny i stabilny. [...] Te stabilne i ciągłe tendencje [...] prowadzą do racjonalnych oczekiwań wzrostu PKB na poziomie 3,5% w 2003 roku.
Reuters, 22 I	Myślę, że Polska wejdzie do strefy euro we właściwym czasie, czyli za około cztery lata. Kurs będzie wtedy moim zdaniem oscylował wokół 4,35 złotego za euro. Sądzę że w perspektywie krótkoterminowej będzie następowała stopniowa, choć ograniczona deprecjacja złotego. Gdybym to ja był spekulantem na międzynarodowym rynku walutowym, to nie stawiałbym tak mocno na polski rynek, a jeżeli już, to raczej grałbym na lekką deprecjację złotego. Gdybyśmy nic nie zrobili, to deficyt [budżetu] zwiększyłby się o 1,3 lub 1,4 pkt. proc. PKB [w 2004]. [Ale] Podejmujemy działania aby ograniczyć deficyt. Deficyt w 2004 r. nie powinien być o wiele większy niż w 2003.



Polskie Radio 1, 8 I	Obniżaliśmy podatki, jak w wyniku realizacji „Strategii dla Polski” udało się doprowadzić do tempa wzrostu 6-7 proc. to wtedy (...) zaczęliśmy je obniżać. Ta sprawa będzie mogła być postawiona wtedy, gdy będzie dostatecznie duże tempo wzrostu gospodarczego. (...)kurs złotego jest zdecydowanie nadwartościowy w wyniku pewnych ruchów spekulacyjnych, na co przyzwalają nadmiernie wyśrubowane stopy NBP (...). Ten kurs będzie z czasem ulegał osłabianiu (...), w czym działania rządu będą ten kierunek zmian wspomagały. Nie będzie już chyba lepszego okresu, żeby kupować euro i dolary (...)
Radio Wrocław, 5 I	Kto ma i kto może niech skupuje dolary i euro i gospodarstwa domowe i ludność, przedsiębiorcy i banki dlatego, że tańsze niż teraz już nie będą. Jest to wyjątkowa okazja poprawienia swojej sytuacji finansowej, a w ślad za tym spadnie kurs złotego. Dzisiaj już nie ma konieczności tak atrystrykcyjnej polityki pieniężnej Banku Centralnego ochładzającej koniunkturę i hamującej popyt wewnętrzny - wręcz odwrotnie.
Reuters, 4 I	Kto ma i kto może niech skupuje dolary i euro i gospodarstwa domowe i ludność, przedsiębiorcy i banki dlatego, że tańsze niż teraz już nie będą. Jest to wyjątkowa okazja poprawienia swojej sytuacji finansowej, a w ślad za tym spadnie kurs złotego.
Wiesław Ciesielski wiceminister finansów PAP, 16 I	Łącznie opłata restrukturyzacyjna dla wszystkich organów restrukturyzacyjnych wyniosła około 700 mln zł, z tego 420 mln zł to opłata z tytułu zaległości podatkowych, do budżetu wpłyną też opłaty z tytułu zaległych ceł. Myślę, że taki poziom wpływów z opłaty restrukturyzacyjnej nie zakłóci dochodów budżetu w 2003 roku.
Jan Czekaj wiceminister finansów PAP, 14 I	Według naszych szacunków jest to około 47,5 proc., dług publiczny na dzień 31 grudnia 2002 roku. Gdybyśmy zastosowali unijne metody liczenia długu publicznego, to ten dług byłby o jakieś 3-4 pkt. proc. mniejszy.
Irena Ożóg wiceminister finansów PAP, 16 I	Na tym wstępnym etapie prac rozważamy różne warianty, ale skłaniamy się do nieprzedłużania okresu zwolnienia [zysków z giełdy z opodatkowania]. Przewidujemy jednak rozwiązania, które nie utrudnią życia inwestorom i nie będą barierą dla rozwoju giełdy. Prawdopodobnie możliwy jest wariant opodatkowania dochodów z giełdy w sposób maksymalnie uproszczony. Warunkiem postępowania restrukturyzacyjnego jest płacenie na bieżąco podatków. A ten dodatkowy efekt płacenia podatków przez przedsiębiorców z programu restrukturyzacyjnego nie został ujęty w budżecie (...) Jestem przekonana, że uzyskamy ponad 200 mln zł, jeśli to postępowanie się powiedzie.
Ryszard Michalski wiceminister finansów Reuters, PAP, 24 I	Będziemy kupować waluty na obsługę kosztów długu zagranicznego na rynku w pierwszym kwartale tego roku. Ale jeszcze w tym roku tego [skupu waluty na rynku] nie robiliśmy, ponieważ jeszcze nie jesteśmy gotowi. Nadal przygotowujemy infrastrukturę i będziemy gotowi wkrótce, wcześniej niż ludzie się tego spodziewają. W pełni zgadzamy się, że to rynek powinien decydować, ale mówimy o cywilizowanym rynku. Wygląda na to, że proces aprecjacji poszedł za daleko. Jakiś rodzaj uregulowania rynku mógłby być znacznie lepszym rozwiązaniem niż rozregulowanie i nerwowość z jaką mamy do czynienia obecnie [...]. Doświadczenie z ubiegłego tygodnia było bardzo destrukcyjne i pokazuje, że rynek powinien być regulowany i znajdować się pod kontrolą. Chcielibyśmy wykupić wszystkie pozostałe obligacje Brady'ego. Jeśli będzie to możliwe, chcielibyśmy wykupić ten dług zanim Polska wejdzie do Unii Europejskiej w przyszłym roku.
Elżbieta Chojna-Duch, doradca ministra finansów, Gazeta Wyborcza, 29 I	Prawie 68% wydatków budżetowych jest sztywnych lub prawnie zdeterminowanych. Co więcej, elastyczność pozostałych 32% jest wątpliwa i proces usztywniania trwa. Nie możemy finansować przepływów unijnych zwiększając deficyt, bo nigdy nie wejździemy do strefy euro. Już teraz musimy być ostrożni aby nie przekroczyć poziomu długu publicznego 50% PKB. Ubytek dochodów możemy zrekompensować albo zwiększając dochody, ale tutaj pole manewru nie jest duże, albo racjonalizując wydatki. Rozmowy o waloryzacji powinny być prowadzone w kontekście trudnych lat 2004-05. [...] Może należałoby rozważyć wprowadzenie zerowego wskaźnika waloryzacji? W projekcie budżetu minister finansów mógłby go w miarę możliwości, podwyższyć. [...] Zerowy wskaźnik oznacza brak waloryzacji. Ale tego rząd nie przewiduje. Świadczenia z pomocy społecznej są często dublowane, a środki bywają marnotrawione. [...] Minister pracy przygotował już projekt uporządkowania świadczeń rodzinnych. Nadzór ministra finansów nad funduszami musi być wzmocniony. FUS i KRUS nie można i nie należy likwidować. Doskonalić trzeba zasady działania KRUS [...]. Wysokość składki rolników powinna być uzależniona od ich dochodu. Nie ma szans na duże oszczędności, dlatego minister finansów musi działać jak dobra gospodyni domowa, nie tylko oszczędna, ale wręcz skąpa. I sprzątać w rachunkach, planach finansowych, bo jak się sprząta, to zawsze coś zagubionego się znajdzie. Ministerstwo Finansów rozważa przekazanie wpływów z obu podatków dochodowych samorządom. Ale tu pojawia się problem: jak nie dopuścić do zbytniego zróżnicowania pomiędzy gminami. [...] Przy samorządach pojawia się jeszcze problem powiatów. Na pewno celowe byłoby połączenie powiatów ziemskich z grodzkimi. Ja jestem jeszcze bardziej radykalna: namawiam wicepremiera Kołodkę do podjęcia tematu likwidacji powiatów. [...] Powiaty mają coraz mniej zadań, coraz mniej środków, z których coraz większa część idzie na bieżącą działalność. Tu [w służbie zdrowia] potrzebne są głębokie reformy. [...] Zaproponowana powinna być, jak się wydaje, zmiana prawa upadłościowego i układowego, tak by SP ZOZ miały zdolność upadłościową. Być może należy rozważyć częściową odpłatność za tzw. usługi hotelowe dla niektórych kategorii pacjentów. Na pewno należy zlikwidować wszelkie ulgi [podatkowe]. [...] Jak najszybciej należy też podwyższyć stawki VAT. W MF specjalny zespół pracuje nad reformą podatków lokalnych, w tym podatku katastralnego, który zwiększy dochody samorządu terytorialnego.
Jacek Tomorowicz, dyr. dep. polityki zagranicznej MF; PAP, 30 I	Obecnie pracujemy nad polityką informacyjną w tym zakresie [o zakupie walut na rynku walutowym na obsługę długu zagranicznego]. Rynek nie może przecież oczekiwać, że będziemy informowali przed czasem o tym, ile będziemy chcieli kupić i po jakiej cenie. [...] Rynki zostały poinformowane, wiedzą, że wykup walut na obsługę długu jest planowany, taką możliwość otwiera sobie Ministerstwo Finansów. Na obsługę zobowiązań SP mamy możliwość zakupu dewiz z NBP. Naszym założeniem jest, by na obsługę spłat kapitału pożyczać na rynkach międzynarodowych i to robimy. Natomiast jeśli chodzi o obsługę odsetkową, to zapewniamy ją sobie poprzez NBP i ewentualny przyszły zakup na rynku. Nasze zamierzenia są takie, że poza rynkiem europejskim zostawiamy sobie możliwość wyemitowania papierów na rynek amerykański i japoński. [...] Na rynku amerykańskim mamy taką sytuację, że możemy wyemitować w stosunkowo prosty sposób jeszcze co najmniej 1 mld USD. [...] Jeżeli chodzi o emisję na rynek japoński w wysokości 20-30 mld jenów, to myśleliśmy o pierwszych miesiącach tego roku i na razie jest to w dalszym ciągu aktualne. W tym roku rozważane są na razie emisje na trzy rynki europejski, amerykański i japoński. Mamy takie możliwości, ale zależy to od kształtowania się rynku i zainteresowania inwestorów na rynku europejskim czy rynku dolarowym. Należałoby pożyczyc około 3 mld USD w tym roku. Ostatnio podnieśliśmy wartość emisji, którą wyjściowo planowaliśmy na poziomie 750 mln EUR, praktycznie podwoiliśmy ofertę do 1,5 mld EUR. Jest to suma, która zapewnia nam płynność realizacji celów, które mieliśmy do zrealizowania w pierwszych miesiącach. [...] Emisja ta wykazała, że Polska jest traktowana przez inwestorów jako kraj z zupełnie innej grupy, a nie z rynków wschodzących. Ta wycena, koszt emisji okazał się dla nas relatywnie korzystny. Nadal zainteresowani jesteśmy przedterminowym wykupem obligacji PDI w kwietniu. Jest to stały cel zarządzania długiem zagranicznym, by zastępować dług droższym długiem tańszym, także tu jest taka możliwość.



Jacek Krzyślak dyr. działu analiz MF PAP, 15 I	Najprawdopodobniej w styczniu będziemy mieli kolejny rekord inflacyjny. Jeżeli oczekiwać odbicia inflacji, to dopiero w II kwartale.
Ludwik Kotecki wicedyrektor działu analiz MF PAP, 22 I	Szacujemy, że PKB w ostatnim kwartale ubiegłego roku wzrósł o około 1,9 proc., a w całym 2002 roku o 1,2 proc.
Jerzy Hausner minister gospodarki, pracy i polityki społecznej PAP, 26 I PAP, 23 I	Nie ma jeszcze dokładnych danych, ale bezrobocie z całą pewnością wzrośnie w styczniu. Szacuję, że będzie to 0,2-0,3 proc. w stosunku do grudnia.
PAP, 20 I	Mam wrażenie, że jesteśmy w takiej sytuacji, iż rząd nie ma istotnych rzeczy do dyspozycji, znaczących makroekonomicznych stymulatorów wzrostu gospodarczego. (...) Jest oczywiście pewien obszar polityki makroekonomicznej, obszar polityki kursowej, który powinien być obszarem porozumienia między NBP, RPP i rządem, który stwarza pewne możliwości stymulacji makroekonomicznej. Ale sądzę, że tu pole, szczególnie dla rządu, jest bardzo ograniczone. Polska gospodarka jest gotowa do wzrostu, ale ciągle są silne przeszkody blokujące ożywienie. Problemem numer jeden, który stawiam przed sobą jest to, jak ożywić ten potencjał. Najważniejszym problemem oprócz spadku inwestycji jest wzrost bezrobocia (...), które jest barierą wzrostu. Celem nadrzędnym, który stawia sobie resort, jest trwały wzrost gospodarczy, który ma doprowadzić do wzrostu PKB w końcu 2004 roku na poziomie 5 proc. Nie ma możliwości wzrostu gospodarczego poprzez wzrost deficytu budżetu. [...] Wśród wielu kluczowych spraw jest umiejętne wykorzystanie funduszy strukturalnych, bo te pieniądze (...) mogą przyczynić się do modernizacji gospodarki i budowania jej konkurencyjności. Skala problemu jest nieco mniejsza niż sądzono. [Niezbędna kwota na współfinansowanie funduszy strukturalnych] To jest luka niecałych 900 mln euro w horyzoncie 2006 roku. Zważywszy, że te pieniądze nie są wykorzystywane natychmiast, ale z pewnym opóźnieniem, można ich wykorzystanie przesunąć na 2007 rok, a nawet 2008 rok. Będę ich szukał przede wszystkim w Funduszu Pracy i w PFRON. I nie po to, żeby zabrać pieniądze, które są wykorzystywane dla niepełnosprawnych, ale żeby te środki były wykorzystywane na rehabilitację i ich zatrudnienie. Będę starał się przesunąć środki z miejsc, gdzie są wykorzystywane pasywnie i konsumpcyjnie, na rzecz ich wykorzystania aktywnego. W styczniu bezrobocie na pewno wzrośnie bo mamy do czynienia z najgorszym okresem cyklu koniunkturalnego. Od lutego, marca zacznie stopniowo spadać. W grudniu bezrobocie wyniesie 16-17 proc.
PAP, 8 I	Apogeum wzrostu bezrobocia będziemy mieli w styczniu, lutym. Momentem zwrotnym będą miesiące wiosenne. Miesiącami, w których spadnie bezrobocie będą marzec, kwiecień. W 2003 roku można oczekiwać, że sumaryczne bezrobocie będzie spadać, ale wolno.
PAP, 7 I	Jest mało prawdopodobne, aby bezrobocie spadło poniżej 18 proc. Raczej będzie około 18 proc. lub 18,1 proc., ale nie wykluczalbym przedziału 17,9-18,1 proc. Również w styczniu będzie trudna sytuacja na rynku pracy, a poprawy spodziewałbym się dopiero od lutego. Jestem przekonany, że to rozwiązanie (połączenie resortu gospodarki i pracy) m.in. będzie służyło rozsądnemu przeprowadzeniu koniecznych zmian w zakresie finansów publicznych, czyli będzie uwzględniało racje, które musi wnosić minister gospodarki, także minister odpowiadający za pracę. Nie może to być proces robiony tylko z perspektywy głównego księgowego państwa. Musi być robiony z perspektywy horyzontu zmian i skutków, które będą wywoływały. Wicepremier (Grzegorz Kołodko) będzie inicjował te zmiany [dot. reformy finansów publicznych], a ja powinienem wnieść istotny wkład.
Mariusz Łapiński minister zdrowia PAP, 9 I	Mnie obowiązuje przedłożenie rządowe. Składka powinna wynosić 7,75 proc. Kasy chorych będą miały ujemny wynik finansowy na koniec 2002 roku rzędu 600 mln zł
Ewa Freyberg wiceminister gospodarki, pracy i polityki społecznej PAP, 20 I PAP, 14 I	Obecnie w Ministerstwie Finansów trwają prace nad wypracowaniem sposobu, jak powiązać obecną skalę wydatków budżetowych z pieniędzmi unijnymi. Wykorzystanie przez Polskę środków unijnych nie musi spowodować zwiększenia wydatków z budżetu, a jedynie ich przesunięcie. Narodowy Program Rozwoju, który rząd przyjął we wtorek, przedstawia sposoby wykorzystania 11,4 mld euro unijnych środków, z czego 7,6 mld euro Polska otrzyma z funduszy strukturalnych, a 3,7 z Funduszu Spójności. Jeśli Polska w pełni wykorzysta środki unijne, to przyczynią się one do zwiększenia wzrostu PKB o 1 punkt proc. rocznie od 2004 roku. Ustalono zakres środków niezbędnych do współfinansowania projektów. Jest to kwota 900 mln euro na siedem lat. Do końca lutego MF wraz z resortem gospodarki ma wygospodarować te środki. Zmiany będą zmierzały w kierunku zmiany wydatków budżetowych, by preferować wydatki, które mają najbardziej prorozwojowy charakter, i w kierunku wspierania nowoczesnych technologii oraz wzrostu konkurencyjności.
Witold Orłowski doradca Prezydenta RP PAP, 6 I	Niespecjalnie jestem zaskoczony zmianami personalnymi w rządzie. Będę bardzo szczęśliwy, jeżeli zgodnie z poniedziałkową deklaracją premiera uda się przyspieszyć prywatyzację. Jednak problemem prywatyzacji jest gwałtowny polityczny lobbing antyprywatyzacyjny i z tym będzie sobie musiał poradzić nowy minister. Jeżeli chodzi o połączenia ministerstw, to jest to jak najbardziej celowe, gdyż jest to szansa na tworzenie silniejszych ministerstw gospodarczych.
Rzeczpospolita, 31 XII	Trudniej prognozować rozwój sytuacji na świecie niż w Polsce, bo tam jest więcej niepewności, zwłaszcza politycznej. Oczekuję, że na świecie będzie to rok nie najlepszy. Gospodarka amerykańska wprawdzie wyjdzie z niego obronną ręką, ale europejska będzie w gorszej formie, przede wszystkim z uwagi na sytuację w Niemczech. W Polsce natomiast będą widoczne symptomy poprawy, zwłaszcza jeśli wszystko pójdzie dobrze z unijnym referendum. Ta poprawa nie oznacza jednak, że będzie to rok wymarzony pod względem gospodarczym, zwłaszcza jeśli Niemcy będą w recesji. Obstawiałbym, że tempo wzrostu wyniesie 3% albo trochę więcej, że inflacja będzie niska – choć powyżej 1%, a złoty mocny.
Mieczysław Czerniawski poseł SLD, szef sejmowej Komisji Finansów Publicznych Wprost, 12 I	Pojęcie reformy finansów publicznych ma dla innych osób inne znaczenie. Jeżeli ktoś spodziewa się głębokich zmian w systemie środków socjalnych, to jest w błędzie. Rewolucja socjalna oznacza rewolucję na ulicach. Będę bronił każdej złotówki dla studentów, kombatanów czy emerytów.



Pod lupą: Negocjacje z UE

- **Poparcie dla integracji w górę, frekwencja niepewna**
- **Ambasadorowie „15” zatwierdzili tekst Traktatu Akcesyjnego**

Poparcie dla integracji z UE wzrosło w styczniu

Według badań CBOS 74% Polaków deklarujących udział w referendum akcesyjnym ma zamiar głosować na „TAK”, a 18% zamierza być przeciw. Oznacza to wzrost poparcia dla wejścia do Unii, ponieważ w grudniu wyniki sondażu wynosiły odpowiednio 67% i 22%. W styczniu 73% ankietowanych osób zadeklarowało, że może wziąć udział w referendum, podczas gdy 63% stwierdziło, że na pewno będzie głosować (w grudniu było to 58%). Według sondażu CBOS 20% Polaków uznało ostateczny wynik negocjacji akcesyjnych za lepszy niż można było oczekiwać (18% twierdziło, że był on gorszy, a 32% zgodny z oczekiwaniami).

Tymczasem, sondaż przeprowadzony przez Demoskop przyniósł nieco inne rezultaty, szczególnie dotyczące oczekiwanej frekwencji w referendum. Według Demoskopu 78% Polaków wyraziło wstępnie zainteresowanie udziałem w referendum akcesyjnym, podczas gdy tylko 47% osób było pewnych, że wybierze się na głosowanie. 69% z tych, którzy zamierzają wziąć udział zadeklarowało poparcie dla akcesji, 19% stwierdziło, że będzie głosować na „NIE”, a 12% nie było jeszcze zdecydowanych. Z 14% Polaków, którzy nie planują wzięcia udziału w referendum 8% stwierdziło, że zdecydowanie nie zamierza tego robić, a 6%, że „raczej nie”. 8% Polaków nie jest jeszcze zdecydowanych, czy wziąć udział w głosowaniu. Według wyników sondażu Demoskopu wydłużenie referendum do 2 dni (pomysł popierany przez część polityków) nie miałoby znaczącego wpływu na zwiększenie frekwencji – mogłaby ona wzrosnąć zaledwie o 2 punkty procentowe, podczas gdy wcześniejsze sondaże wskazywały większą różnicę. Pytanie to jednak zostało powtórzony w badaniu PBS. Okazało się, że podczas gdy pomysł ten zbiera więcej uwag krytycznych niż przychylnych (59% wobec 39%), w wyniku wydłużenia czasu głosowania frekwencja mogłaby wzrosnąć z 51% do 59%. Co ciekawe, dwudniowe referendum miałyby istotne znaczenie zarówno dla zwolenników, jak i przeciwników integracji.

Poparcie dla integracji wzrosło w styczniu również w Czechach, a spadło na Węgrzech. W Czechach 66% zamierzających wziąć udział w głosowaniu wyraża poparcie dla integracji, a 23% jest przeciwko (w grudniu

było to odpowiednio 62% i 29%), podczas gdy na Węgrzech odpowiednie grupy osób osiągnęły 71% i 18% (wobec 75% i 29% w grudniu). Odsetek osób zamierzających wziąć udział w referendum szacowany jest na 79% w Czechach i 74% na Węgrzech.

Powstaje traktat unijny, nie bez bólu

Tak jak oczekiwaliśmy, pomimo wcześniejszych wątpliwości mniejszościowego partnera koalicyjnego (PSL), rząd postanowił, że Polska zaakceptuje propozycję UE dotyczącą systemu dopłat bezpośrednich dla polskich rolników. Zgodnie z oczekiwaniami, z unijną interpretacją postanowień w tej kwestii zgodziło się SLD-UP. Niektórzy przedstawiciele PSL nie wyrażali wcześniej zgody na kompromisowe propozycje, żądając systemu uproszczonego w czystej formie, co zagrażało w pewnym stopniu dalszemu istnieniu rządu. Okazało się jednak, że propozycja Brukseli znalazła również aprobatę wicepremiera i ministra rolnictwa Jarosława Kalinowskiego. „Po posiedzeniu Rady Ministrów mogę powtórzyć, że ten wynik, który otrzymaliśmy w Kopenhadze i na przestrzeni ostatniego roku jest wynikiem dobrym, dającym szansę polskiej gospodarce, polskiemu rolnictwu” powiedział lider ludowców. Oficjalne stanowisko PSL w sprawie integracji z Unią Europejską zostanie przedstawione po kongresie partii, który odbędzie się 22 lutego.

Porozumienie co do systemu dopłat bezpośrednich było najważniejszym problemem podczas zmuśnych prac nad opracowywaniem traktatu akcesyjnego, którego ostateczna wersja zostanie 16 kwietnia br. podpisana na szczycie Unii w Atenach. Rozwiązanie tego problemu oznacza, że następną poważną (w rzeczywistości najpoważniejszą) przeszkodą na drodze Polski do UE będzie referendum akcesyjne, które zostało wstępnie zaplanowane na 8 czerwca br.

...i jest już zatwierdzony przez ambasadorów UE

Dzień po tym jak polski rząd zgodził się na propozycję dopłat bezpośrednich, ambasadorowie 15 państw członkowskich Unii Europejskiej zatwierdzili tekst Traktatu Akcesyjnego - o przystąpieniu do UE 10 nowych państw, w tym Polski, 1 maja 2004 roku.

Wynegocjowany po angielsku tekst zostanie teraz przetłumaczony na wszystkie języki oficjalne poszerzonej Unii, w tym na język polski, i przekazany do zaopiniowania Komisji Europejskiej, a następnie do zatwierdzenia Parlamentowi Europejskiego.

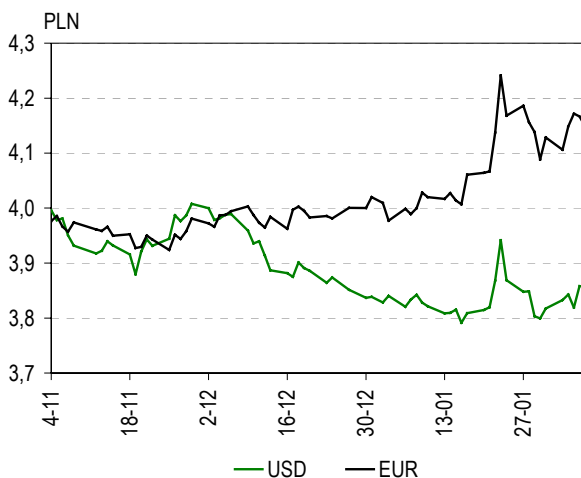
Monitor rynku

- Panika na krajowym rynku walutowym
- Rynek obligacji pod presją rynku pierwotnego
- Nieudane przetargi obligacji skarbowych; udana sprzedaż euroobligacji

Miłe złego początku

Mimo sennej pierwszej połowy miesiąca, w styczniu na krajowym rynku walutowym było bardzo niespokojnie. Po okresie, gdy obroty były nieznacznie wyższe niż w czasie świątecznym, a kursy stosunkowo stabilne, nastąpiła panika, podobna do tej z lipca ub.r. po odejściu ministra finansów. Znaczna podaż polskiej waluty i niepewność znalazły odbicie w bardzo aktywnym handlu, dużej zmienności kursów i wyraźnym osłabieniu złotego. Pod koniec miesiąca, gdy nastąpiło uspokojenie i kursy ustabilizowały się, polska waluta była wyraźnie słabsza wobec koszyka walut w porównaniu z końcem grudnia, co było niemal wyłącznie wynikiem osłabienia wobec euro. Na rynku globalnym dolar nadal osłabiał się, odzwierciedlając narastającą niepewność przed wojną z Irakiem.

Złoty w ostatnich miesiącach



Źródło: NBP

Według fixingów NBP w styczniu dolar był notowany pomiędzy 3,7914 zł (16 stycznia) a 3,9418 zł (23 stycznia) i średnio na poziomie 3,8308 zł (wobec 3,9136 zł w grudniu). Natomiast euro wyceniano od 3,9773 zł (3 stycznia) do 4,2413 (23 stycznia) oraz przeciętnie na poziomie 4,0693 zł (w grudniu 3,9874 zł). Średni kurs dolara był zgodny z naszą prognozą zawartą w styczniowym MAKROskopie, natomiast kurs euro był wyższy od prognozowanego o sześć groszy.

W I poł. stycznia rynek walutowy był bardzo spokojny. Obroty były niskie, a kursy walutowe kontynuowały tendencje z grudnia. Złoty stopniowo wzmacniał się wobec dolara, pozostając stabilnym wobec euro.

Złoty w ostatnim roku



Źródło: NBP

W czwartek, 16 stycznia po południu rozpoczęło się zamieszanie na polskim rynku walutowym, po tym jak bank centralny Węgier drugi dzień z rzędu obniżył stopy procentowe i dokonał interwencji na rynku, aby osłabić forinta. Wywołało to nerwową reakcję inwestorów, którzy rozpoczęli wyprzedaż forinta, a potem także złotego, który stracił 1,3% wobec koszyka walutowego. Równie nerwowy był kolejny dzień, gdy na otwarciu złoty stracił jeszcze 1% i mimo że potem odrobił część strat to niepewność utrzymywała się. Druga fala wyprzedaży nastąpiła kilka dni później, we wtorek 21 stycznia i była jeszcze gwałtowniejsza. Rynek był nadal wyczulony i gdy pojawiły się plotki, że resort finansów kupuje waluty na obsługę zadłużenia zagranicznego na rynku oraz że minister Kołodko podał się do dymisji, inwestorzy zaczęli ponownie pozbywać się złotego. Do czwartku kursy były bardzo niestabilne z wyraźną tendencją do deprecjacji polskiej waluty przy niekorzystnym do niej nastawieniu. W najniższym punkcie złoty był notowany o niemal 5% niżej w stosunku do koszyka walutowego niż przed tygodniem.

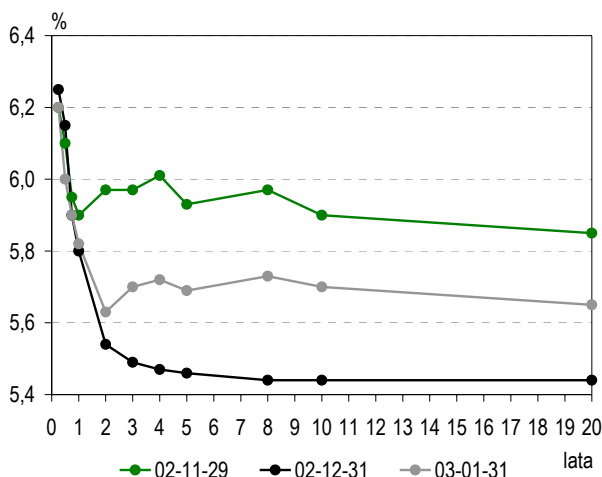
W kolejnych dniach nastroje poprawiły się i złoty zaczął się wzmacniać, bo inwestorzy doszli do wniosku, że nie ma przesłanek dla długotrwałego osłabienia. Kurs do dolara wrócił do poziomu sprzed zaburzeń na rynku, a wobec euro był słabszy, bowiem w międzyczasie waluta europejska wzmocniła się na rynku globalnym.

Kłopot Ministerstwa Finansów

Rynek wtórny obligacji skarbowych był spokojniejszy, ale również tutaj dużo się działo i odnotowano wyraźne osłabienie wzdłuż całej krzywej. Od początku miesiąca rynek był pod negatywną presją zapowiedzianą przez resort finansów wielkości podaży na przetargach, która przewyższała oczekiwania. W miarę zbliżania się aukcji osłabiał się ten segment rynku, którego dotyczyła

oferta, choć po udanych pierwszych przetargach rentowności nieco spadały. Zamieszanie na rynku walutowym, a zwłaszcza jego druga fala przelało się na rynek papierów i po masowym zamykaniu pozycji przez inwestorów zagranicznych krzywa rentowności przesunęła się dalej w górę. Wreszcie, decyzja RPP o obniżeniu stóp procentowych także znalazła odzwierciedlenie w osłabieniu rynku, bowiem wbrew konsensusowi niektórzy inwestorzy zagraniczni mieli nadzieję na głębszą redukcję.

Krzywa rentowności

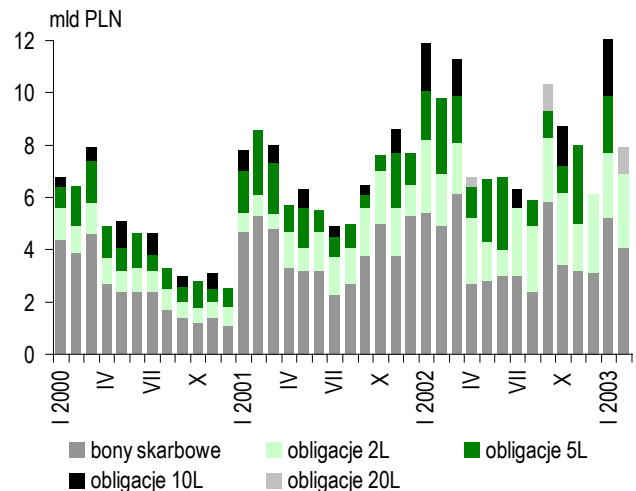


Źródło: BZ WBK

W ostatnim czasie Ministerstwo Finansów ma trudności ze sprzedażą obligacji skarbowych na przetargach. Jak zwykle na początku roku, podaż jest bardzo wysoka, a w tym roku wyjątkowo trudno znaleźć kupujących. Jeszcze dwa pierwsze tegoroczne przetargi były udane. Na drugim, 15 stycznia sprzedano wszystkie oferowane papiery DS1013 wartości 2 mld zł, a oferowane ceny były korzystne i dzień później zorganizowano przetarg dodatkowy sprzedając 400 mln zł. Na kolejnych przetargach nie sprzedano całej oferty. 22 stycznia wystawiono na aukcji 2,2 mld zł obligacji PS0608, a 5 lutego 2,8 mld zł OK1204. Inwestorzy zaoferowali zbyt niskie ceny i mimo że popyt przekroczył podaż, to został w dużej części odrzucony i sprzedaż wyniosła

odpowiednio 1,9 mld zł i 2,1 mld zł. Mimo tego średnie ceny znalazły się powyżej poziomu rynku wtórnego

Podaż papierów skarbowych



Uwaga: II 2003 bez obligacji 5-letnich

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA (SPRZEDAŻ)			
	13-tyg.	26-tyg.	52-tyg.	Suma
06.01.2003	100 (100)	400 (400)	900 (900)	1400 (1400)
13.01.2003	100 (100)	300 (300)	900 (873,2)	1300 (1273,2)
20.01.2003	-	200 (200)	1000 (1000)	1200 (1200)
27.01.2003	-	300 (300)	1000 (1000)	1300 (1300)
Razem styczeń	200 (200)	1200 (1200)	3800 (3773,2)	5200 (5173,2)
03.02.2003	-	100	800	900
10.02.2003	-	100	800	900
17.02.2003	-	300	900	1200
24.02.2003	-	300	800	1000
Razem luty	-	800	3300	4100

Źródło: Ministerstwo Finansów

Polska sprzedała euroobligacje za 1,25 mld euro

27 stycznia Polska wyemitowała euroobligacje 10-letnie. Popyt był trzy razy wyższy niż wyjściowa oferta wynosząca 750 mln EUR. Z tego względu Ministerstwo Finansów zwiększyło podaż i sprzedało papiery za 1,25 mld EUR. Średnia rentowność wyniosła 4,628%, czyli 61,8 pb powyżej stanowiącej punkt odniesienia obligacji niemieckiej. Resort finansów zapowiedział, że wszystkie wpływy z euroobligacji trafią na konto walutowe rządu w NBP.

Przetargi obligacji skarbowych w 2003 r. (mln zł)

Miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	08.01	OK1204	2 500	2 500	15.01	DS1013	2 400	2 400	22.01	PS0608	2 200	1 959,1
lut	05.02	OK1204	2 800	2 114,3	12.02	WS0922	1 000	-	19.02	PS0608	-	-
marzec	05.03	OK1204	-	-	12.03	DS1013	-	-	19.03	PS0608	-	-
kwiecień	02.04	OK0405	-	-	16.04	PS0608	-	-	-	-	-	-
maj	07.05	OK0405	-	-	21.05	PS0608	-	-	-	-	-	-
czerwiec	04.06	OK0405	-	-	18.06	PS0608	-	-	-	-	-	-
lipiec	02.07	OK0405	-	-	9.07	DS1013	-	-	-	-	-	-
sierpień	06.08	OK0805	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
wrzesień	03.09	OK0805	-	-	10.09	WS0922	-	-	17.09	5L	-	-
październik	01.10	OK0805	-	-	08.10	DS1013	-	-	15.10	5L	-	-
listopad	05.11	OK0805	-	-	19.11	5L	-	-	-	-	-	-
grudzień	03.12	OK1205	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

Przegląd międzynarodowy

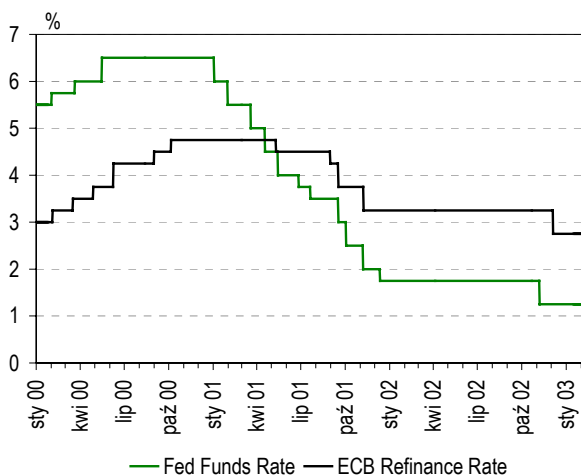
- Coraz bliżej obniżki stóp w strefie euro
- Europejska i amerykańska inflacja nieco powyżej 2%
- W Stanach Zjednoczonych wyższy wzrost
- ...i mniejsza stopa bezrobocia
- ...a indeksy aktywności powyżej europejskich

Coraz bliżej obniżki stóp w strefie euro

Na lutowym posiedzeniu nie było niespodzianki - Rada Europejskiego Banku Centralnego podjęła decyzję o pozostawieniu stóp procentowych w strefie euro bez zmian. Po obniżce w grudniu ub.r. stopa refinansowa (główna stopa procentowa) pozostaje na poziomie 2,75%. Rada oceniła, że obecna polityka pieniężna jest właściwa z punktu widzenia utrzymania średnioterminowej stabilności cenowej, a poziom stóp procentowych powinien stworzyć korzystne warunki dla ożywienia gospodarczego w strefie euro. Jednakże prezes Duisenberg zasugerował, że w najbliższych miesiącach możliwa jest obniżka stóp, stwierdzając, że napięcia geopolityczne powodują rosnące zagrożenie dla wzrostu gospodarczego. Istnieje coraz większa szansa na obniżkę o 50pb w najbliższych miesiącach.

Również Komitet Otwartego Rynku w Stanach Zjednoczonych, zgodnie z oczekiwaniami rynku, pozostawił stopy procentowe bez zmian. Stopa funduszy federalnych pozostała na poziomie 1,25%. W komunikacie z posiedzenia Fed podał, powtarzając swoje stanowisko z posiedzeń w listopadzie i grudniu, że gospodarce w równym stopniu zagraża wzrost cen co powrót spowolnienia gospodarczego.

Stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Reuters

Inflacja w Europie i w Stanach nieco powyżej 2%

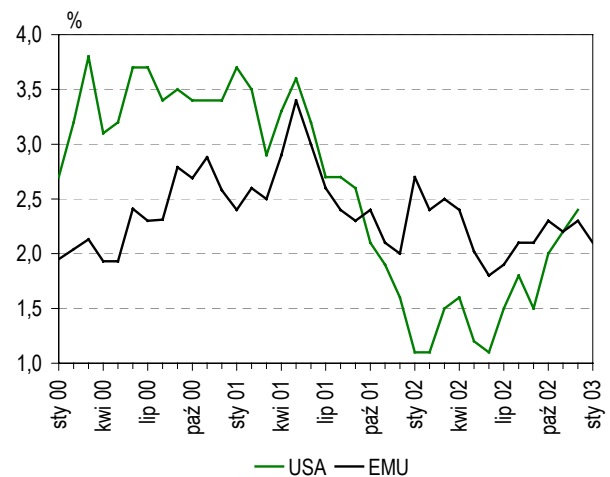
Według ostatecznej publikacji Eurostatu inflacja w strefie euro wyniosła w grudniu 2,3% r/r i 0,2% m/m. Wynik końcowy był nieco wyższy od wstępnych szacunków oraz od wartości zanotowanej w listopadzie (2,2% r/r). Pomimo niezbyt imponującego tempa rozwoju gospodarek strefy euro, inflacja wciąż utrzymuje się powyżej górnej granicy celu ECB 2% r/r. Pozostała powyżej tego celu również w styczniu, gdyż według wstępnych szacunków wyniosła ona 2,1%. Spadek był głębszy niż wskazywały prognozy na poziomie 2,2%, a inflacja wróciła do poziomu z września ub.r.

Ceny producenta w strefie euro wzrosły w grudniu o 0,3% m/m, co przełożyło się na przyspieszenie dynamiki rocznej do 1,5% z 1,1% miesiąc wcześniej.

Ceny konsumpcyjne w Stanach Zjednoczonych wzrosły w grudniu o 0,1% m/m po takim samym wzroście miesiąc wcześniej. W 2002 roku inflacja mierzona CPI wyniosła 2,4% i była wyższa niż w dwóch poprzednich latach. Jednak, inflacja bazowa, wyłączająca ceny żywności i energii, wzrosła zaledwie o 1,9% (najniższy poziom od 1999 roku), ukazując tym samym, że presja cenowa w gospodarce amerykańskiej jest umiarkowana.

Dane o cenach producenta w Stanach Zjednoczonych były lepsze od przewidywań analityków. W grudniu ceny pozostały bez zmian w ujęciu miesięcznym po wyraźnym spadku o 0,4% m/m przed miesiącem. Oczekiwania wskazywały na wzrost cen o 0,4% m/m. Roczna stopa inflacji producenta przyspieszyła do 1,2% z 0,9% w listopadzie.

Inflacja CPI r/r



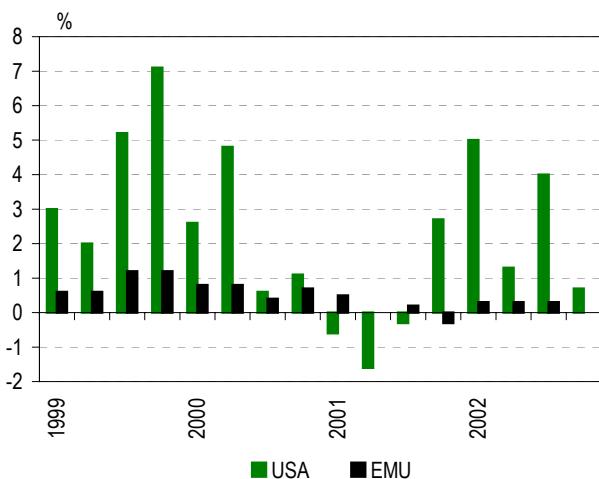
Źródło: Reuters

W Stanach Zjednoczonych wyższy wzrost

W trzeciej, ostatniej publikacji zrewidowano w górę część wcześniejszych szacunków wzrostu gospodarczego w strefie euro za III kw. 2002 r. Według najnowszych danych, PKB strefy euro wzrósł w tym okresie o 0,3% kw/kw oraz 0,9% r/r, wobec odpowiednio 0,3% i 0,7% podanych wcześniej i 0,3% i 0,8% prognozowanych przez analityków. Natomiast, bez zmian pozostały prognozy wzrostu na IV kw. 2002 i I kw. br. według Komisji Europejskiej. Przewiduje ona, że w pierwszym z tych okresów dynamika PKB wyniesie między 0,1% a 0,4% kw/kw, a w drugim od -0,1 do 0,3% kw/kw. Od wielu miesięcy największe problemy przeżywa gospodarka niemiecka. Pomimo tego, że najważniejszy wskaźnik koniunktury dla gospodarki Niemiec – indeks nastrojów przedsiębiorców IFO – odnotował w styczniu pierwszy od ośmiu miesięcy wzrost do 87,4 pkt z 87,3 pkt w grudniu, dane o produkcji przemysłowej były znacznie słabsze. W grudnia produkcja odnotowała spadki o 2,6% m/m oraz 0,5% r/r, wobec prognoz na poziomie odpowiednio -1,1% i 1,0%. Ponadto wynik listopada zrewidowany został w dół do 2,2% r/r z 2,4% podanych wcześniej.

Według informacji przedwstępnej, wzrost PKB Stanów Zjednoczonych w IV kwartale ub.r. wyniósł 0,7% kw/kw. Dane te były dokładnie zgodne z oczekiwaniami analityków. Po wyraźnym przyspieszeniu tempa rozwoju gospodarki amerykańskiej do 4,0% w III kw., tym razem nastąpiło znaczne spowolnienie, głównie w wyniku ograniczania wydatków konsumpcyjnych, utrzymywania niskich zapasów przez przedsiębiorstwa i spadku eksportu. Wynik czwartego kwartału był najgorszy w roku 2002. W całym roku PKB zwiększył się o 2,4%, w porównaniu z zaledwie 0,3% w 2001 r.

Dynamika PKB kw/kw



Źródło: Reuters

...i mniejsza stopa bezrobocia

Dane na temat bezrobocia ze Stanów Zjednoczonych okazały się być znacznie lepsze od prognoz. Stopa bezrobocia spadła w styczniu do 5,7% z 6,0% odnotowanych w grudniu (powrót do poziomu z września), podczas gdy analitycy przewidywali, że pozostanie ona bez zmian. Ponadto liczba miejsc pracy w gospodarce amerykańskiej wzrosła aż o 143 tys., co było największym wzrostem od ponad dwóch lat.

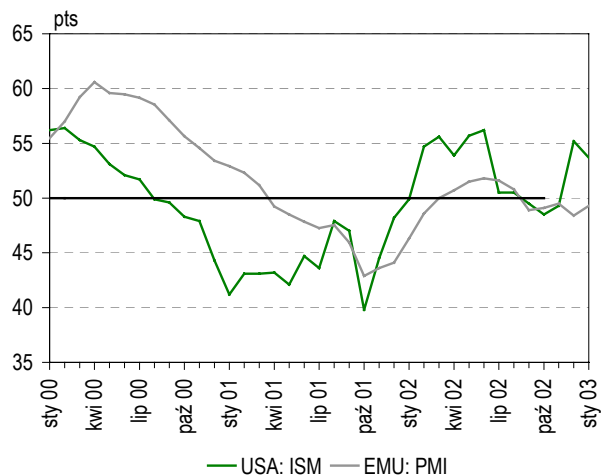
Zgodne z oczekiwaniami, czyli negatywne były natomiast wyniki bezrobocia w strefie euro, gdzie stopa bezrobocia pozostała w grudniu na poziomie 8,5%. W Niemczech bezrobocie wzrosło gwałtownie o 400 tys. osób do 4,623 mln, co zwiększyło stopę bezrobocia do 11,1%, poziomu najwyższego w ostatnich pięciu latach.

...a indeksy aktywności powyżej europejskich

W styczniu poprawił się indeks aktywności gospodarczej w przemyśle strefy euro (do 49,3 pkt z 48,4 pkt), natomiast w sektorze usług był gorszy niż wskazywały prognozy (spadek do 50,2 pkt z 50,6 pkt). Relatywnie niskie poziomy indeksów sugerują niską aktywność ekonomiczną.

Zupełnie inaczej wyglądała sytuacja w Stanach Zjednoczonych, gdzie indeksy aktywności zarówno w sektorze produkcyjnym (spadek ISM do 53,7 pkt z 55,2 pkt), jak i nieprodukcyjnym (wzrost ISM Non-manufacturing do 54,6 pkt z 54,2 pkt) pozostawały wyraźnie powyżej granicy 50 pkt, oddzielającej fazę wzrostu od stagnacji. Również wydatki konsumentów zwiększyły się w grudniu o 0,9% m/m, a dochody wzrosły o 0,4% m/m, chociaż należy zaznaczyć, że indeks nastrojów konsumentów odnotował znaczny spadek do 82,4 pkt z 86,7 pkt.

Wskaźniki aktywności ekonomicznej



Źródło: Reuters



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
3 luty POL: Przetarg bonów skarbowych (900 mln PLN) EMU: Ceny producenta (gru) EMU: Bezrobocie (gru) EMU: PMI (sty) USA: ISM (sty)	4 ITA: Inflacja wstępna (sty) EMU: Inflacja wstępna (sty) EMU: Sprzedaż detaliczna (lis) USA: Zamówienia w przemyśle (gru)	5 POL: Przetarg obligacji 0K1204 (2,8 mld PLN)	6 EMU: Posiedzenie ECB EMU: PKB (III kw.)	7 POL: Ceny żywności (I i II poł. sty) USA: Bezrobocie (sty)
10 POL: Przetarg bonów skarbowych (900 mln PLN) GER: Produkcja przemysłowa (gru)	11	12 POL: Przetarg obligacji WS0922 FRA: Produkcja przemysłowa (gru)	13 USA: Sprzedaż detaliczna (sty)	14 POL: Podaż pieniądza (sty) POL: Płace i zatrudnienie (sty) ITA: Produkcja przemysłowa (gru) USA: Produkcja przemysłowa (sty)
17 POL: Inflacja (sty) POL: Przetarg bonów skarbowych (1,2 mld PLN)	18 ITA: Inflacja finalna (sty) EMU: Produkcja przemysłowa (gru)	19 POL: Produkcja przemysłowa (sty) POL: Ceny producenta (sty) POL: Przetarg obligacji PS0608 EMU: Handel zagraniczny (gru)	20 USA: Ceny producenta (sty) USA: Handel zagraniczny (gru)	21 POL: Sprzedaż detaliczna (sty) POL: Koniunktura (lut) FRA: PKB (IV kw.) USA: Inflacja (sty)
24 POL: Przetarg bonów skarbowych (1,1 mld PLN)	25 POL: Posiedzenie RPP GER: IFO (lut) FRA: Inflacja (sty) EMU: Sprzedaż detaliczna (gru)	26 POL: Posiedzenie RPP GER: PKB (IV kw.)	27 POL: Ceny żywności (I poł. lut) EMU: Podaż pieniądza (sty)	28 POL: Bilans płatniczy (sty) ITA: PKB (IV kw.) EMU: Inflacja finalna (sty) EMU: Inflacja wstępna (lut) EMU: Nastroje w biznesie (lut) EMU: Koniunktura (lut)
3 marca POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja wstępna (lut) EMU: PMI (lut) USA: ISM (lut)	4 EMU: Ceny producenta (sty) EMU: Bezrobocie (sty)	5 POL: Przetarg obligacji 0K1204	6 EMU: Posiedzenie ECB EMU: PKB (IV kw.)	7 POL: Ceny żywności (II poł. lut) USA: Bezrobocie (lut)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz publikacji danych w 2003 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	28-29	25-26	25-26 ^a	29-30 ^a	27-28 ^a	24-25 ^a	29-30 ^a	26-27 ^a	23-24 ^a	28-29 ^a	25-26 ^a	16-17 ^a
Inflacja	15	17 ^b	14 ^c	14	14	16	14	14	15	14	14	15
Inflacja bazowa	24	-	24 ^c	23	23	24	22	25	23	22	24	23
Ceny producenta	20	19	19	17	20	17	17	20	17	17	20	17
Produkcja przemysłowa	20	19	19	17	20	17	17	20	17	17	20	17
Sprzedaż detaliczna	22	21	21	22	22	24	21	22	19	21	24	19
Płace brutto, zatrudnienie	15	14	14	14	16	13	14	14	12	14	18	12
Bezrobocie	22	21	21	22	22	24	21	22	19	21	24	19
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy	31	28	31	30	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	21	21	23	22	24	22	22	22	22	21	22
Ceny żywności, 1-15	-	7 ^d i 27 ^e	27	25	27	27	25	27	26	27	27	29
Ceny żywności, 16-30	7	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	5

^a według wstępnego harmonogramu,

^b dane wstępne za styczeń, ^c dane za styczeń i luty, ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP



Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sty 02	lut 02	mar 02	kwi 02	maj 02	cze 02	lip 02	sie 02	wrz 02	paź 02	lis 02	gru 02	sty 03	lut 03
PKB	% r/r	x	x	0,4	x	x	0,8	x	x	1,6	x	x	2,0	x	x
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1,4	0,2	-3,1	0,3	-4,2	2,1	5,7	-1,1	6,7	3,2	3,1	5,1	3,9	3,5
Sprzedaż detaliczna ***	% r/r	4,7	6,7	9,9	3,1	1,8	2,5	8,6	5,1	4,7	5,1	5,9	4,1	4,3	6,4
Stopa bezrobocia	%	18,1	18,2	18,2	17,9	17,3	17,4	17,5	17,5	17,6	17,5	17,8	18,1	18,4	18,5
Place brutto ** ***	% r/r	5,7	5,5	4,8	2,3	4,2	3,9	4,1	2,8	3,8	0,5	1,8	2,4	3,0	3,0
Eksport (wg NBP)	mln USD	2 308	2 141	2 467	2 739	2 610	2 678	3 175	2 669	2 850	3 134	3 007	3 312	2 870	2 750
Import (wg NBP)	mln USD	3 418	2 952	3 148	3 521	3 416	3 360	3 763	3 556	3 758	4 161	4 085	4 255	3 800	3 750
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-1 110	-811	-681	-782	-806	-682	-588	-887	-908	-1 027	-1 025	-943	-930	-1 000
Rachunek bieżący	mln USD	-847	-820	-612	-643	-549	-408	-108	-265	-534	-606	-740	-519	-720	-780
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-6,9	-13,7	-16,4	-20,0	-23,0	-25,0	-25,7	-27,3	-29,8	-34,0	-37,1	-39,4	-6,3	-13,5
Inflacja (CPI)	% r/r	3,4	3,5	3,3	3,0	1,9	1,6	1,3	1,2	1,3	1,1	0,9	0,8	0,6	0,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	1,2	1,7	1,3	1,1	1,7	1,7	2,2	2,1	2,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,8	6,9	3,2	2,4	3,2	2,5	1,3	-0,2	-1,5	-2,5	-1,0	-2,3	-2,0	-1,7
Zobowiązania	% r/r	6,9	5,7	1,7	0,6	1,3	0,5	-0,8	-2,5	-3,5	-4,6	-3,2	-4,4	-4,5	-3,9
Należności	% r/r	9,0	8,8	7,1	6,6	7,9	9,4	7,5	5,9	4,9	4,4	4,6	5,3	5,5	5,8
USD/PLN	PLN	4,06	4,19	4,14	4,06	4,05	4,03	4,12	4,18	4,15	4,12	3,95	3,91	3,84	3,80
EUR/PLN	PLN	3,59	3,64	3,63	3,59	3,71	3,85	4,09	4,08	4,07	4,04	3,96	3,99	4,08	4,07
Stopa interwencyjna*	%	10,00	10,00	10,00	9,50	9,00	8,50	8,50	8,00	7,50	7,00	6,75	6,75	6,50	6,25
WIBOR 3M	%	11,90	10,83	10,32	10,20	9,89	9,30	8,89	8,55	8,07	7,45	6,81	6,82	6,55	6,43
Stopa lombardowa*	%	13,50	13,50	13,50	12,50	12,00	11,50	11,50	10,50	10,00	9,00	8,75	8,75	8,50	8,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	9,62	9,68	9,62	9,56	9,22	8,54	8,35	7,86	7,25	6,77	5,88	5,78	5,74	5,85
Rentowność obligacji 2L	%	9,11	9,37	9,32	9,22	9,03	8,27	8,12	7,60	7,16	6,62	5,78	5,75	5,55	5,72
Rentowność obligacji 5L	%	8,91	9,26	9,11	9,02	8,90	8,17	8,11	7,62	7,07	6,57	5,91	5,67	5,57	5,75
Rentowność obligacji 10L	%	8,25	8,34	8,25	8,19	8,02	7,55	7,63	7,29	6,79	6,22	5,89	5,69	5,62	5,75

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

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


Wskaźniki kwartalne i roczne

		1999	2000	2001	2002	2003	1Q02	2Q02	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03
PKB	mld PLN	615,1	712,3	749,3	769,4	803,4	177,9	188,8	190,5	212,2	183,5	195,5	199,2	225,2
PKB	% r/r	4,1	4,0	1,0	1,3	3,0	0,4	0,8	1,6	2,0	2,5	2,7	2,8	3,8
Spożycie ogółem	% r/r	4,4	2,4	1,8	2,9	2,3	2,8	2,6	2,8	3,2	2,6	2,3	2,2	2,2
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	5,2	2,6	2,1	3,3	2,5	3,5	2,9	3,1	3,6	2,9	2,6	2,4	2,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,8	2,7	-10,2	-7,2	4,9	-13,2	-8,4	-6,3	-4,0	1,0	4,5	6,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,6	6,8	-0,2	1,3	4,5	-1,6	-0,4	3,3	3,8	3,5	4,0	4,5	6,2
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	4,0	1,0	0,2	3,5	3,2	5,8	0,7	3,9	3,5	4,0	3,0	3,0	2,6
Stopa bezrobocia*	%	13,1	15,1	17,5	18,1	18,5	18,1	17,4	17,6	18,1	18,2	17,7	17,7	18,5
Place realne brutto	% r/r	3,3	1,3	1,6	1,5	2,8	1,9	1,4	2,3	0,6	2,3	3,1	3,1	2,8
Eksport (wg NBP)	mld USD	26 347	28 256	30 276	33 090	35 015	6 916	8 027	8 694	9 453	7 600	8 300	9 130	9 985
Import (wg NBP)	mld USD	40 727	41 424	41 955	43 393	47 050	9 518	10 297	11 077	12 501	10 700	10 900	11 850	13 600
Bilans handlowy (wg NBP)	mld USD	-14 380	-13 168	-11 679	-10 303	-12 035	-2 602	-2 270	-2 383	-3 048	-3 100	-2 600	-2 720	-3 615
Rachunek bieżący	mld USD	-11 558	-9 946	-7 075	-6 651	-9 009	-2 279	-2 075	-907	-1 865	-2 635	-1 950	-1 496	-2 928
Rachunek bieżący	% PKB	-7,4	-6,3	-4,0	-3,5	-4,2	-3,9	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9	-3,7	-3,8	-4,2
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-12,5	-15,4	-32,6	-39,4	-38,7	-16,4	-25,0	-29,8	-39,4	-17,1	-24,5	-30,0	-38,7
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,0	-2,2	-4,3	-5,1	-4,8	-9,2	-13,2	-2,5	-4,6	-5,2	-5,0	-5,0	-4,8
Inflacja	% r/r	7,3	10,1	5,5	1,9	1,4	3,4	2,1	1,3	0,9	0,6	0,9	1,7	2,2
Inflacja*	% r/r	9,8	8,5	3,6	0,8	2,4	3,3	1,6	1,3	0,8	0,7	1,3	1,8	2,4
Ceny produkcji	% r/r	5,7	7,8	1,6	1,0	1,6	0,2	0,7	1,3	1,9	2,2	2,0	1,0	1,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	24,6	15,2	12,1	1,6	2,2	5,9	2,7	-0,1	-1,9	-1,1	1,3	3,1	5,5
Zobowiązania	% r/r	26,4	17,2	13,5	-0,2	1,7	4,8	0,8	-2,3	-4,1	-3,1	0,5	3,0	6,4
Należności	% r/r	28,6	24,7	11,3	6,8	8,3	8,3	8,0	6,1	4,8	6,3	7,6	7,8	11,8
USD/PLN	PLN	3,97	4,35	4,09	4,08	3,76	4,13	4,04	4,15	3,99	3,82	3,75	3,73	3,75
EUR/PLN	PLN	4,23	4,01	3,67	3,85	3,94	3,62	3,72	4,08	4,00	4,06	3,97	3,92	3,82
Stopa interwencyjna*	%	16,50	19,00	11,50	6,75	6,00	10,00	8,50	7,50	6,75	6,25	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	14,73	18,78	16,08	9,09	6,34	11,02	9,80	8,50	7,03	6,46	6,28	6,30	6,30
Stopa lombardowa*	%	20,50	23,00	15,50	8,75	7,50	13,50	11,50	10,00	8,75	8,00	7,50	7,50	7,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	12,95	17,77	14,77	8,18	5,59	9,64	9,11	7,82	6,14	5,81	5,65	5,50	5,40
Rentowność obligacji 2L	%	12,41	17,37	13,91	7,94	5,52	9,27	8,84	7,63	6,05	5,66	5,55	5,45	5,40
Rentowność obligacji 5L	%	10,87	14,00	12,59	7,86	5,56	9,09	8,69	7,60	6,05	5,69	5,60	5,50	5,45
Rentowność obligacji 10L	%	9,60	11,79	10,74	7,34	5,56	8,28	7,92	7,24	5,93	5,71	5,60	5,50	5,45

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

* stan na koniec okresu



Bank Zachodni WBK S.A.

PION SKARBU

plac Gen. Władysława Andersa 5, 61-894 Poznań

sekretariat tel. (61) 856 58 35, fax (61) 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach otrzymanych do 10.02.2003 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax (22) 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista
tel. (22) 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski (22) 586 83 33

Piotr Bujak (22) 586 83 41

Aleksander Krzyżaniak (22) 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

tel. (61) 856 58 14, (61) 856 58 25

fax (61) 856 55 65

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław

tel. (71) 370 25 87

fax (71) 370 26 22

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa

tel. (22) 586 83 20

fax (22) 586 83 40

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group.