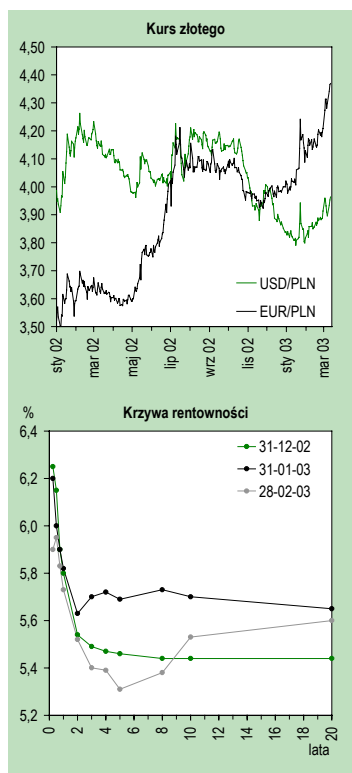


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Marzec 2003



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Pakiet ratunkowy II	
Uniwersalna formuła	
Gospodarka Polski	9
Pod lupą: Bank centralny	14
Pod lupą: Rząd i polityka	22
Pod lupą: Negocjacje z UE	26
Monitor rynku	27
Przegląd międzynarodowy	29
Kalendarz makroekonomiczny	31
Dane i prognozy ekonomiczne	32

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

Średniodystansowiec

Ekonomiści zmagają się z analizą zjawisk ekonomicznych w krótkim, średnim i długim terminie. W lutym mieliśmy okazję zapoznać się ze średnioterminową strategią polityki pieniężnej oraz z zarysem programu ministra finansów, będącego próbą analogicznej strategii dla polityki fiskalnej. Natomiast wydarzenia na rynku finansowym w krótkim okresie zdominowane były przez niepewną sytuację polityczną. Jak powiedział John Maynard Keynes „w długim okresie wszyscy będziemy martwi”.

Program uzdrowienia finansów publicznych ma na celu uzyskanie szybkiego wzrostu, korzystne członkostwo w UE i szybkie wprowadzenie euro poprzez spełnienie kryteriów fiskalnych z Maastricht w 2006 roku. Program zawiera pewne pozytywne rozwiązania skierowane na racjonalizację wydatków budżetu, ale na ten temat zostało ujawnionych niewiele szczegółów. Bardziej szczegółowe informacje dotyczyły strony dochodowej budżetu, jednak wśród tych propozycji znalazły się dwie istotne wady – możliwy wzrost efektywnych obciążeń podatkowych dla najbogatszych podatników, który może ograniczyć długoterminowy potencjał wzrostu gospodarczego oraz propozycja uwolnienia rezerwy rewaluacyjnej banku centralnego, co może być związane z dodrukowaniem pieniędzy.

Nowa strategia Rady Polityki Pieniężnej, podobnie jak większość jej decyzji w ostatnich miesiącach, wygląda na kompromis wypracowany przez różniące się w wielu zagadnieniach dwie frakcje w RPP. Wygląda na to, że celem było stworzenie uniwersalnej formuły, która mogłaby być również zaakceptowana w głównych punktach przez nową RPP, nawet biorąc pod uwagę ich mniej „konserwatywne” poglądy. Leszek Balcerowicz stwierdził podczas konferencji prasowej, że nie wyobraża sobie, aby nowa RPP odrzuciła nową średniokresową strategię. Niektórzy nowi członkowie będą mogli uważać że zostali im związane ręce. Jeżeli w nowej Radzie będą oni w większości, to mogą zmienić całą strategię bądź niektóre z zapisów, w tym dotyczące polityki kursowej.

Styczeń okazał się miesiącem rekordów. Inflacja spadła do 0,4% r/r, stopa rejestrowanego bezrobocia wzrosła do 18,7%, przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw gwałtownie spadło o ponad 100 tys. osób. Rekordy te niezbyt korzystnie świadczą o kondycji gospodarki, ale w styczniu widzieliśmy również dane mniej spektakularne, za to bardziej pozytywne: produkcja przemysłu, sprzedaż detaliczna, obroty eksportu i importu oraz wyniki budżetu – wszystkie one potwierdziły stopniową poprawę sytuacji w realnej sferze gospodarki.

Rekordowe poziomy osiągnęły również kursy walut w lutym. Fundamenty ekonomiczne wskazują, że sytuacja ta nie powinna być długotrwała i złoty powinien się umocnić w ciągu tego roku, a szczególnie po wygranym referendum akcesyjnym. Należy jednak pamiętać o innej sentencji Keynesa, mówiącej, że „rynki mogą zachowywać się nieracjonalnie dłużej, niż zachowasz wyplacalność”.

Na rynku finansowym 28 lutego 2003 r.:

Stopa depozytowa NBP	4,25	WIBOR 3M	6,27	PLN/USD	3,9135
Stopa referencyjna NBP	6,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,73	PLN/EUR	4,2083
Stopa lombardowa NBP	8,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,31	EUR/USD	1,0753



Temat miesiąca

Pakiet ratunkowy II

Na przełomie lutego i marca minister finansów Grzegorz Kołodko przedstawił program uzdrowienia finansów publicznych, będący swego rodzaju średnioterminową strategią dla polityki fiskalnej. Program ma na celu uzyskanie szybkiego wzrostu, korzystne członkostwo w UE i szybkie wprowadzenie euro poprzez spełnienie kryteriów fiskalnych z Maastricht w 2006 roku. Program zawiera pewne pozytywne rozwiązania nakierowane na racjonalizację wydatków budżetu, ale na ten temat zostało ujawnionych niewiele szczegółów. Bardziej szczegółowe informacje dotyczyły strony dochodowej budżetu, jednak wśród tych propozycji znalazły się dwie istotne wady – możliwy wzrost efektywnych obciążeń podatkowych dla najbogatszych podatników, który może ograniczyć długoterminowy potencjał wzrostu gospodarczego oraz propozycja uwolnienia rezerwy rewaluacyjnej banku centralnego, co może być związane z dodrukowaniem pieniędzy. Jedynym (niestety nie ekonomicznym) uzasadnieniem faktu, że program nie zawiera szczegółów głębszej obniżki wydatków budżetowych, jest sytuacja polityczna. Dodatkowo, sytuacja skomplikowała się jeszcze bardziej po rozpadzie koalicji rządzącej. Cóż, jak powiedziała Hillary Clinton „wyzwaniem jest uprawiać politykę jako sztukę robienia możliwym tego, co wydaje się niemożliwe”.

Trzy scenariusze, ale tylko jeden realistyczny

Ostatniego dnia lutego minister finansów Grzegorz Kołodko przedstawił pierwsze szczegóły (choć nie było ich zbyt wiele) swojego Projektu Naprawy Finansów Rzeczypospolitej. W momencie przygotowywania tego raportu, projekt jest przedmiotem dyskusji pomiędzy resortami oraz z przedstawicielami parlamentu. Dyskusja rządu nad projektem ministra finansów przewidziana jest podczas posiedzenia 19 marca. Główne cele programu to: szybki wzrost gospodarczy, „sprawiedliwy podział” dochodu narodowego, korzystna integracja z Unią Europejską i w końcu włączenie Polski do strefy euro. Kołodko zaprezentował trzy scenariusze rozwoju sytuacji makroekonomicznej.

1. Scenariusz „nieodpowiedzialności finansowej” – zaproponowana reforma finansów publicznych zostaje odrzucona, prowadząc do wzrostu deficytu budżetowego do 57 mld zł, tj. 6,5% PKB w 2004 r. i na podobnym poziomie w dwóch kolejnych latach, oraz do szybkiego wzrostu długu publicznego z

51,2% PKB w 2003 do prawie 60% w 2006. W tym scenariuszu wydatki sztywne pozostaną na wysokim poziomie a wydatki budżetu ogółem wzrosną o 11,6% w 2004 i o 5-7% w latach 2005-06. Taki scenariusz oznaczałby znaczące odsunięcie daty wejścia Polski do strefy euro.

2. „Scenariusz awanturnictwa społecznego” zakłada znaczące cięcia wydatków budżetowych (o ponad 65 mld zł w latach 2004-06), ale nie mógłby zostać zaakceptowany z politycznego punktu widzenia. Nie wydaje się w tym miejscu zbyt istotne, czy Kołodko-ekonomista byłby zwolennikiem tego typu rozwiązań, skoro bez wątpienia Kołodko-minister finansów nie ma szans na zrealizowanie tego scenariusza z powodu ograniczeń politycznych.
3. „Scenariusz stabilizacji i rozwoju” stanowi kompromis pomiędzy dwoma rozwiązaniami wspomnianymi powyżej. Zdaniem Kołodki nie doprowadzi on do gwałtownego ograniczenia wydatków budżetu, pozwoli na współfinansowanie projektów z UE, nie wymaga zwiększenia obciążeń podatkowych i nie spowoduje niekontrolowanego wzrostu długu publicznego.

Wzrost PKB - urzędowego optymizmu ciąg dalszy?

Program Kołodki opiera się na założeniu, że wzrost PKB przyspieszy z 3,5% w 2003 r. do 4,9% w 2004 r., 5,4% w 2005 r. i 6,0% w 2006 r. (co ciekawe, prognozy te nie zmieniają się w zależności od przyjętego scenariusza zmian w polityce fiskalnej). Jednocześnie oczekuje się, że stopa bezrobocia będzie stopniowo spadać do 14% w 2006 r. W programie Kołodki zaplanowano, że stopa wzrostu wydatków budżetowych będzie niższa niż tempo przyrostu dochodów, a jednocześnie zarówno dynamika wydatków, jak i dochodów ma być niższa niż tempo wzrostu PKB. Pozwoliłoby to na stopniową redukcję relacji deficytu budżetowego do PKB i stabilizację długu publicznego w przedziale 50-55% PKB (byłoby to poniżej 45% PKB według metodologii stosowanej w UE). Takie poziomy deficytu budżetowego i długu publicznego umożliwiłyby spełnienie kryteriów z Maastricht w 2006 r. Choć według nas oznacza to, że ze względów proceduralnych członkostwo Polski w strefie euro opóźniłoby się o jeden rok (dane za 2006 r. potrzebne do oceny stopnia spełnienia kryteriów będą dostępne dopiero w 2007 r., co powoduje, że wejście do strefy euro możliwe będzie w 2008 r.), to minister finansów wciąż utrzymuje oficjalne stanowisko, że przyjęcie euro nastąpi w roku 2007.


Finanse publiczne w latach 2003-06 wg „scenariusza stabilizacji i rozwoju”

	2003	2004	2005	2006
Dochody w mln zł	155,7	160,2	169,2	178,8
Wydatki w mln zł	194,4	200,2	208,7	214,7
Deficyt budżetowy w mld zł	38,7	40,0	39,5	35,9
Deficyt budżetowy (% PKB)	4,8	4,6	4,2	3,5
Deficyt budżetowy (% PKB)*	4,1	3,8	3,4	2,9
Dług publiczny (% PKB)	51,2	52,6	53,0	52,7
Dług publiczny (% PKB)*	43,6	44,7	44,9	44,6

* Według standardów unijnych (metodologia ESA-95)
 Źródło: Ministerstwo Finansów

Strona wydatkowa – niewiele szczegółów

Minister finansów Grzegorz Kołodko proponuje następujące działania mające na celu racjonalizację strony wydatkowej budżetu:

- likwidacja mechanizmów indeksacyjnych dotyczących emerytur, rent i innych wydatków,
- likwidacja najbardziej marnotrawnych państwowych funduszy celowych,
- likwidacja dwóch agencji Skarbu Państwa (jednej związanej z rolnictwem - Agencja Własności Rolnej SP) i ściślejsza kontrola nad pozostałymi,
- poprawa kontroli nad publicznymi zakładami opieki zdrowotnej i dopuszczenie do świadczenia przez nie częściowo lub w pełni płatnych usług - mówiła o tym wcześniej doradca ministra finansów Elżbieta Chojna-Duch,
- redukcja dotacji do systemu emerytalno-rentowego rolników (KRUS) –choć nie podano szczegółów na ten temat, to minister finansów powiedział, że rolnicy powinni wpłacać więcej do tego system, ponieważ będą grupą społeczną, która najwięcej skorzysta na integracji z UE,
- poprawa ogólnej dyscypliny finansowej (wzmocnienie nadzoru nad publicznymi środkami pieniężnymi, audyt w sektorze finansów publicznych, itd.).

Wyżej wymienione działania wydają się być bardzo pożądane i jeśli ta na razie ogólna koncepcja zostanie wprowadzona w życie, to może przyczyni się do poprawy sytuacji finansów publicznych. Minister finansów nie przedstawił jednak szczegółów proponowanych rozwiązań po stronie wydatkowej i trudno jest ocenić, czy planowane cięcia wydatków okażą się wystarczająco głębokie.

Strona dochodowa – szczegółowo, ale niezbyt pozytywnie

Z drugiej strony, plany Kołodki związane ze stroną dochodów są w miarę kompletne i zawierają:

- uproszczenie systemu podatkowego (obecnie istnieje 59 rodzajów podatków i obciążeń zawartych w 35 ustawach i 20 rozporządzeniach) – propozycja nowego systemu zamiast kolejnej nowelizacji obecnych ustaw,
- obniżka stawek PIT, jednak głównie dla najuboższych – trzy nowe warianty stawek PIT (patrz tabela poniżej),
- zamrożenie progów podatkowych na obecnym (niskim!) poziomie do 2007 r.,
- zwiększenie liczby osób i grup zobowiązanych do płacenia podatków (nie podano szczegółów, ale zapewne dotyczy to rolników, którzy obecnie nie płacą podatku dochodowego),
- likwidacja prawie wszystkich ulg i zwolnień podatkowych – dodatkowe 12,2 mld zł dochodów budżetu w latach 2004-07,
- unifikacja opodatkowania wszystkich rodzajów dochodów kapitałowych (wygaśnięcie zwolnienia podatkowego dochodów z giełdy z końcem tego roku) – nowa stawka podatkowa miałaby się znaleźć między obecną stawką dla dywidend (15%), a obecną stawką dla dochodów odsetkowych (20%),
- zmiana struktury dochodów podatkowych poprzez wzrost udziału podatków majątkowych,
- obniżka stawki CIT do 24%, co więcej samorzady miałyby prawo do dalszego jej obniżenia, bowiem one otrzymają całość dochodów z podatków dochodowych,
- brak podwyżki podstawowej stawki podatku VAT.

Trzy warianty zmian stawek podatkowych

1.	2005	17%, 19%, 30%, 40%
	2006	15%, 19%, 30%, 40%
	2007	13%, 19%, 30%, 40%
2.	2004	0%, 17%, 19%, 30%, 40%
	2007	0%, 15%, 19%, 30%, 40%
3.	2005	18%, 29%, 39%
	2007	17%, 28%, 38%
Obecnie		19%, 30%, 40%

Źródło: Ministerstwo Finansów



Zmiany po stronie przychodów budżetowych nie wyglądają na tak korzystne dla gospodarki jak ogólna koncepcja zmian po stronie wydatków. Chociaż minister finansów stwierdził, że zmiany w podatkach są neutralne dla budżetu (czy będą neutralne przekonamy się znając konkretne propozycje), to nie są one neutralne dla poszczególnych grup podatników. Oczywiście ogólna idea uproszczenia systemu podatkowego i obniżenia stawki CIT powinna być oceniona pozytywnie, ale proponowane zmiany w PIT oznaczają praktycznie, że ciężar podatków zostanie efektywnie zwiększony dla bogatszych podatników. Nie jest to spójne z wolą ministra finansów do stworzenia rozwiązań „sprzyjających formowaniu rodzimego kapitału”. Odbić się to mogło na skutek zwiększonej skłonności do oszczędzania i zwiększenia oszczędności krajowych, koniecznych aby osiągnąć przewidywane szybkie tempo wzrostu gospodarczego opartego o eksport i inwestycje. Jednak proponowane zmiany systemu podatkowego wskazują, że popyt konsumpcyjny jest bardziej preferowanym źródłem wzrostu, przynajmniej w krótkim okresie.

Trudne porozumienie – drukowanie pieniądza?

Co więcej, bardzo kontrowersyjnym elementem programu jest założenie, że ok. jedna trzecia rezerwy rewaluacyjnej banku centralnego (która sięga obecnie prawie 27 mld zł) będzie wykorzystana do współfinansowania projektów UE. Wspominaliśmy już o tym w ubiegłym miesiącu. Przypomnijmy, że rezerwa rewaluacyjna 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 po stronie pasywnej bilansu banku. Gdyby środki te zostały „uwolnione” i przetransferowane do budżetu jako część zysku NBP, oznaczałoby to w praktyce konieczność dodruku pieniądza.

Większość członków RPP konsekwentnie sprzeciwia się takiemu rozwiązaniu, gdyż mogłoby mieć to negatywne konsekwencje dla rynku pieniężnego, byłoby zbyt dużym impulsem w kierunku zwiększenia podaży pieniądza, stwarzając ryzyko wzrostu inflacji. Członek RPP Janusz Krzyżewski, który wcześniej był szefem departamentu prawnego NBP, stwierdził nawet, że takie działanie byłoby sprzeczne z prawem, gdyż nie stanowi ono części założeń polityki pieniężnej RPP, które zgodnie z konstytucją obowiązują bank centralny.

Tak naprawdę, nie jest do końca jasne na jakim etapie są dyskusje ministerstwa z bankiem centralnym jeśli

chodzi o uwolnienie rezerwy rewaluacyjnej. Ministerstwo wciąż powtarza, że rozmowy trwają, podczas gdy przedstawiciele departamentu komunikacji społecznej NBP dementują prowadzenie „negocjacji”. Wiceminister Ryszard Michalski powiedział, że mają miejsce bardzo techniczne konsultacje eksperckie i rzeczywiście 11 marca przedstawiciel NBP po raz pierwszy nie zaprzeczył rozmowom z ministerstwem, informując tylko, że do tej pory nie zapadły żadne ustalenia. Co ciekawe, prezes NBP Leszek Balcerowicz stwierdził, że „ta kwestia zostanie rozwiązana w duchu standardów cywilizowanej księgowości”, co oznaczać może że jakieś rozwiązanie jest planowane. Minister finansów Grzegorz Kołodko również powiedział, że trwają konsultacje i rozmowy – „my spokojnie, rzeczowo rozmawiamy (...) - wiceministrowie z wiceprezesami, eksperci z ekspertami”. Czyżby więc nieoficjalne dyskusje miały miejsce poza RPP, która i tak już niedługo nie będzie decydowała o polityce pieniężnej?

Oczywiście trudno sobie wyobrazić aby prezes banku centralnego (niezależnie od tego czy z nową czy ze starą Radą), chciał za pośrednictwem budżetu zasilić gospodarkę znaczną ilością dodatkowego pieniądza. Można jednak sobie wyobrazić inne rozwiązanie, które zresztą przedstawiciele ministerstwa otwarcie sugerują. Kroki zmierzające do zwiększenia pieniądza rezerwowego banku centralnego są mało prawdopodobne. W praktyce oznaczałoby to zmniejszenie kwoty po stronie pasywnej bilansu NBP związane z uwolnieniem rezerwy, co byłoby zrekomensowane zwiększeniem gotówki w obiegu, czyli dodrukiem pieniądza. Wydaje się, że ministerstwo finansów ma raczej na celu zmniejszenie rezerwy rewaluacyjnej (strona pasywna) z jednoczesnym zmniejszeniem wielkości rezerw walutowych po stronie aktywnej bilansu NBP. W takiej sytuacji waluty zostałyby użyte na spłatę zadłużenia zagranicznego bądź wpłacenie składki do budżetu unijnego (np. w ramach specjalnego funduszu w NBP na wzór Szwecji i Dani, o którym pisaliśmy w zeszłym miesiącu), bez dodruku dodatkowych złotych. Aby to osiągnąć, ministerstwo musiałoby przekonać jednak Radę Polityki Pieniężnej, że obecny poziom rezerw walutowych jest zbyt wysoki. Według nas, będzie to dużo łatwiejsze i bardziej prawdopodobne dopiero po zmianie członków RPP na początku przyszłego roku. Członek RPP Bogusław Grabowski sprzeciwiał się takiemu pomysłowi stwierdzając, że „rezerwa rewaluacyjna nie jest workiem z dolarami”. Problem jednak w tym, że to prawdopodobnie nie od niego będzie zależało rozwiązanie tego worka.



Można więc wyobrazić sobie sytuację, w której uwolnienie rezerwy rewaluacyjnej nie oznaczałoby wydrukowania dodatkowych złotych i mogłoby nie mieć charakteru inflacyjnego. Byłoby tak w przypadku gdyby na przykład pieniądze w ten sposób uwolnione, zamienione były w banku centralnym ponownie na waluty obce, a pomniejszenie rezerw walutowych przeznaczonych było na wcześniejszą spłatę zadłużenia zagranicznego. Przypomnijmy że już raz NBP potrafił dogadać się z rządem w sprawie wykupu długu od rządu brazylijskiego. Wtedy była to jednak pożyczka, a tym razem należałoby to rozpatrywać raczej w kategoriach darowizny. Darowizny, która niekoniecznie pochodziłaby od instytucji z nadmiarem aktywów, bo należy pamiętać, że NBP może potrzebować większej ilości rezerw walutowych po wprowadzeniu widełek kursowych w systemie ERM-2, a aktywa polskiego banku centralnego nie są wcale wysokie biorąc pod uwagę standardy międzynarodowe.

Minister finansów w jednym z wywiadów stwierdził, że z makroekonomicznego punktu widzenia na jedno by wyszło czy pieniądze z rezerwy wykorzystane byłyby na obsługę zadłużenia zagranicznego czy na współfinansowanie projektów unijnych (bądź składkę unijną). Czy jednak na pewno? Spłata kapitału zadłużenia zagranicznego (ok. 2,5 mld dolarów w 2004 r.) może zostać dokonana poprzez emisję nowego długu na rynkach międzynarodowych. Jest to element finansujący deficyt, a więc nie stanowiący wydatków budżetowych. Jeśli więc NBP zdecydowałby się na zmniejszenie rezerw walutowych aby sfinansować spłatę długu, prowadziłoby to tylko do zmniejszenia zadłużenia państwa. Sytuacja wygląda jednak nieco inaczej jeśli chodzi o składkę unijną, która stanowić będzie wydatek budżetu. Jeśli wydatki budżetu walucie obcej związane z akcesją zostałyby pokryte zmniejszonymi rezerwami walutowymi, to pozostaje pytanie „co stanie się z deficytem budżetowym?”. Jeśli zostanie on zmniejszony o tę kwotę, to rzeczywiście efekt może być podobny jak w przypadku spłaty zadłużenia zagranicznego. Jeśli jednak w ten sposób „zaoszczędzone” pieniądze zostałyby wydane na inne cele to rzeczywisty efekt popytowy polityki fiskalnej byłby potencjalnie większy niż w przypadku braku finansowania składki unijnej poprzez rezerwy.

Oczywiście silna opozycja ze strony obecnych członków RPP stwarza ryzyko kolejnego konfliktu między bankiem centralnym a rządem w tym roku. Może to być dodatkowym czynnikiem ryzyka na rynku finansowym. Można by więc pomyśleć, że zwiększa to prawdopodobieństwo, że 9 miliardów zł dodatkowego

„dochodu budżetowego” nie będzie wykorzystane w budżecie na rok 2004. Niekoniecznie. Minister finansów może bowiem skonstruować budżet we wrześniu tego roku oczekując zgody nowej RPP i ignorując możliwą krytykę obecnej Rady. Nowi członkowie RPP będą mianowani na początku kolejnego roku i mogą być bardziej skorzy do współpracy z rządem.

Gdzie znaleźć polityczne wsparcie?

Nie znamy wszystkich szczegółów związanych z propozycją ministra finansów, jednak po stronie wydatków można ocenić ją jako krok w dobrym kierunku, chociaż nie jest to z pewnością odważny program. Zwrócili na to uwagę nawet członkowie rządu. Wiceminister gospodarki, pracy i polityki społecznej Jacek Piechota powiedział, że projekt ministra Kołodki budzi wiele znaków zapytania nie gwarantując planowanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, nie pokazuje determinacji pożądaną przez przedsiębiorców polskich i zagranicznych inwestorów, a propozycje obniżenia podatków nie idą dostatecznie daleko by osiągnąć założone cele. Co prawda minister Jerzy Hausner stwierdził, że jest za wcześnie, by ocenić te plany zanim rząd je przedyskutuje, jednak warto przypomnieć, że kilka dni wcześniej powiedział on, że program rządowy wprowadzony w ubiegłym roku „rozsypał się” i nie przyniósł oczekiwanych wyników, a sytuacja wymaga dalszego wysiłku dla pobudzenia gospodarki. Są dwie możliwe interpretacje tej „wewnątrzrządowej opozycji”. Po pierwsze, być może takie wypowiedzi ze strony Ministerstwa Gospodarki mają na celu stworzenie odpowiedniego klimatu przed nadchodzącą debatą nad reformą finansów publicznych w rządzie i w parlamencie. Sugestie, że propozycje Kołodki z pewnością nie są dość głębokie i potrzebne są dalej idące kroki dla pobudzenia gospodarki, mogą ułatwić przekonanie pozostałych członków rządu oraz posłów do uchwalenia niepopularnych ustaw. Po drugie jednak, możliwy jest kolejny spór w rządzie, co do pożądanego kierunku zmian. Miejmy nadzieję, że tym razem pierwszy scenariusz okaże się prawdziwy.

Jak wspomnieliśmy powyżej, poważnymi wadami programu jest wzrost faktycznego obciążenia podatkowego dla lepiej zarabiających grup podatników, ewentualne drukowanie pieniędzy poprzez uwolnienie rezerwy rewaluacyjnej banku centralnego oraz brak szczegółów dotyczących redukcji wydatków. Jedynym uzasadnieniem (niestety nie ekonomicznym) dla faktu, że zaproponowany program nie zawiera głębszych cięć w wydatkach budżetowych jest obecna sytuacja polityczna. Można przypuszczać, że nawet jeśli minister Kołodko



spróbowałby stworzyć program idący znacznie dalej w reformie strony wydatkowej, to część zaproponowanych zmian i tak spotkałaby się z silnym sprzeciwem ze strony niektórych grup. Dobrym przykładem jest propozycja wyeliminowania mechanizmów indeksacyjnych, której nie potrafili przeforsować poprzedni ministrowie finansów. Możliwe też, że Kołodko nie chciał zostawiać pola manewru dla polityków. Planuje się, że w 2006 r. deficyt budżetowy obliczony zgodnie ze standardami UE osiągnie poziom 2,9%, tj. tylko 0,1 pp poniżej poziomu ustalonego w kryterium z Maastricht. Oznacza to, że politycy nie mogą zmieniać podstawowych założeń tego programu, gdyż mogłoby to zwiększyć poziom deficytu oraz opóźnić wstąpienie Polski do strefy euro. Także bardzo optymistyczne założenia makroekonomiczne (przyspieszenie tempa wzrostu PKB do 6% w 2006) może oznaczać, że program nie pozwala na łagodniejsze działania po stronie wydatków (cóż, zawsze łatwo można znaleźć dodatkowe dochody). Tak skonstruowany program, choć wciąż nie znamy jego szczegółów, może być swego rodzaju ultimatum ministra finansów dla pozostałych członków rządu. „Wszystko albo nic” – zaakceptowany ma być program w całości lub wcale.

...szczególnie po rozpadzie koalicji

Dodatkowym problemem jest to, że sytuacja na polskiej scenie politycznej skomplikowała się jeszcze bardziej po rozpadzie koalicji rządzącej. Jako rząd mniejszościowy, koalicja SLD-UP będzie musiała szukać wsparcia dla każdego projektu ustawy związanej z programem ministra finansów (SLD-UP posiada 212 spośród 460 głosów w Sejmie oraz większość w Senacie). Paradoksalnie, niektóre zmiany będą łatwiejsze do przyjęcia bez większości, czyli bez PSL-u. PSL sprzeciwiało się zmianom w systemie ubezpieczeń społecznych dla rolników (KRUS), żądało przeznaczania coraz większej ilości środków z budżetu na interwencje na rynku żywnościowym, proponowało wprowadzenie stawki podatku PIT w wysokości 50% itp. Z kolei można mieć nadzieję, że pozytywne zmiany w finansach publicznych mogłyby się spotkać z akceptacją Platformy Obywatelskiej, co zwiększałoby np. szansę na przyjęcie trzeciego wariantu z wyżej wspomnianych zmian w podatku od osób fizycznych.

Kolejnym problemem poza reformą finansów publicznych jest wynik czerwcowego referendum w sprawie przystąpienia do UE. PSL uzależnił swoją decyzję poparcia integracji od zaakceptowania trzech ustaw – ustawa o ustroju rolnym, ustawa o biopaliwach, zapewnienie finansowania bezpośrednich dopłat dla rolnictwa z polskiego budżetu. Grzegorz Kołodko ogłosił,

że na dopłaty bezpośrednie przeznaczone będzie „tylko” 1,5 miliarda zł (a nie 2,2 mld jak chciałby Jarosław Kalinowski), a taka decyzja może zniechęcić PSL (które rywalizuje o głosy rolników z radykalną Samoobroną) do integracji. W takiej sytuacji ryzyko niepowodzenia referendum stałoby się większe. Uważamy jednak, że kluczową rolę odegra wsparcie ze strony innych partii politycznych oraz fakt, że rolnicy będą grupą społeczną, która bezpośrednio najwięcej zyska na integracji. W sekcji *Pod lupą: Negocjacje z UE* zamieściliśmy wyniki ostatnich sondaży poparcia dla integracji europejskiej

Niemniej jednak w obecnej sytuacji politycznej czynniki ryzyka na rynku walutowym, o których pisaliśmy w ostatnim wydaniu MAKROskopu, w tym reforma finansów publicznych, referendum o przystąpieniu do UE oraz mianowanie nowych członków RPP, mogą mieć istotne konsekwencje, prowadząc do słabszego złotego oraz wyższych dochodowości papierów skarbowych w kolejnych kwartałach w porównaniu ze scenariuszem prognozowanym poprzednio.

Wcześniejsze wybory możliwe po referendum

W polskich warunkach wcześniejsze wybory możliwe są w trzech przypadkach – na podstawie decyzji 2/3 posłów, po dymisji premiera i przy jednoczesnym braku możliwości utworzenia nowego rządu oraz w przypadku braku ustawy budżetowej do końca stycznia. W praktyce wydaje się, że tylko trzeci z tych przypadków może doprowadzić do wcześniejszych wyborów. Niemniej, nawet jeśli parlamentowi nie uda się zatwierdzić ustawy budżetowej na następny rok, prezydent nie ma obowiązku zwoływać następnych wyborów. O możliwości wcześniejszych wyborów mówili po rozpadzie koalicji marszałek Sejmu Marek Borowski oraz członek SLD Józef Oleksy. Chociaż obecnie wydawałoby się, że pomysł wcześniejszych wyborów podoba się przede wszystkim partiom radykalnym (Samoobronie i LPR), gdyż mają one relatywnie wysokie poparcie społeczne, to naszym zdaniem sytuacja może się zmienić wiosną 2004 r. Zakładając wygranie referendum unijnego przez zwolenników integracji (i powołanie nowej RPP bardziej chętnej walczyć z bezrobociem), SLD może zwiększyć swoje poparcie społeczne i w przypadku wyborów liczyć na wysoką liczbę miejsc w parlamencie. Pozytywne nastroje po integracji z Unią oraz związane z tym nadzieje na obniżenie bezrobocia mogą być jedynym elementem, na którym SLD mógłby budować swoje poparcie. Niewiele ponad te same argumenty SLD mógłby wykorzystać rok później (w 2005 r.) i z tego względu mógłby nie czekać i zorganizować wybory już w 2004 r.



Uniwersalna formuła

W lutym, poza decyzją dotyczącą zmiany stóp procentowych, Rada Polityki Pieniężnej przyjęła i opublikowała nową średnioterminową strategię polityki pieniężnej. Ogłoszenie tego dokumentu było powszechnie oczekiwane, ponieważ liczni członkowie RPP wypowiadali się już publicznie na jej temat w ciągu kilku ostatnich miesięcy. Podobnie jak większość decyzji obecnej Rady, opracowana strategia wygląda na kompromis wypracowany przez różniące się w wielu zagadnieniach dwie frakcje w RPP. Wygląda na to, że celem Rady było stworzenie uniwersalnej formuły, która mogłaby być również zaakceptowana w głównych punktach przez nową Radę Polityki Pieniężnej, nawet biorąc pod uwagę ich mniej „konserwatywne” poglądy. Leszek Balcerowicz stwierdził podczas konferencji prasowej, że nie wyobraża sobie, aby nowa RPP odrzuciła nową średniookresową strategię. Wydają się to również potwierdzać liczne fragmenty przedstawionego dokumentu. Niektórzy nowi członkowie będą mogli uważać że zostali im związane ręce. Jeżeli w nowej Radzie będą oni w większości, to mogą zmienić całą strategię bądź niektóre z zapisów, w tym dotyczące polityki kursowej.

Strategia dla następców

Nowa średniookresowa strategia nie ma określonych ram czasowych i została ustanowiona na okres „po 2003 r.” Wynika to z faktu, że termin obowiązywania nowej strategii będzie zdeterminowany przez moment wejścia Polski do strefy euro, co nie może być jeszcze w tej chwili precyzyjnie określone. RPP mocno podkreśliła jednak, że jej zdaniem Polska powinna przyjąć euro tak szybko jak to możliwe, wskazując, że najwcześniejszą możliwą datą jest rok 2007.

Członkowie RPP wielokrotnie wyjaśniali już w przeszłości dlaczego zdecydowali się na opracowanie nowej średniookresowej strategii na okres wykraczający poza ich kadencję i argumenty te zostały również zawarte w opublikowanym dokumencie. Po pierwsze, prowadzenie polityki pieniężnej opartej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (Rada decyduje się na jej kontynuację) wymaga ustalenia średniookresowego celu. Ponadto, ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji impulsów polityki pieniężnej efekty decyzji RPP podjętych w 2003 r. odczuwane będą w pełni w latach 2004-2005. Dlatego, jak napisała Rada, przejrzystość polityki pieniężnej wymaga określenia i ogłoszenia następnego średniookresowego celu inflacyjnego już teraz.

Kolejnym argumentem jest fakt, że inflacja została już obniżona do niskiego poziomu, co stwarza nowe ramy dla polityki pieniężnej, zmieniając zasadniczy cel z obniżania inflacji na ustabilizowanie jej na niskim poziomie.

Cel inflacyjny zgodny z oczekiwaniami

Główne punkty nowej średniookresowej strategii potwierdziły wcześniejsze sugestie członków RPP z ich publicznych wypowiedzi. Cel inflacyjny ustalony został na poziomie 2,5% +/- 1 pkt. proc. (dokładnie tyle ile zapowiadała wcześniej Wiesława Ziółkowska). Po roku 2003 celem będzie nadal indeks CPI, który jest ogólnie rozumiany w Polsce, jednak wymaganie spełnienia kryterium konwergencji sprawi, że konieczne będzie śledzenie 12-miesięcznej średniej ruchomej indeksu HICP, stosowanego w strefie euro. Oczywiście prowadząc politykę pieniężną RPP nadal będzie brała pod uwagę kształtowanie się indeksów inflacji bazowej. Rada dopuściła możliwość wyznaczenia dodatkowego krótkoterminowego celu inflacyjnego zgodnego z kryterium z Maastricht po wyznaczeniu daty przystąpienia do strefy euro. Co ciekawe, Rada zapisała, że cel ten zostanie ustalony „gdyby wartość referencyjna [Maastricht] miała być niższa od 2,5%”. Oznacza to że gdyby (z powodu jakichś nieoczekiwanych okoliczności) ta wartość była wyższa i kryterium z Maastricht pozwoliłoby na utrzymanie inflacji w Polsce na poziomie 3-4%, RPP nie zmieniałaby celu inflacyjnego. Nie wiadomo, czy takie asymetryczne podejście spodoba się nowej RPP.

Rada zdecydowała się również na pewną modyfikację strategii, odchodząc od krótkookresowych celów rocznych na rzecz celu ciągłego (wspominał o tym wcześniej Dariusz Rosati). Nowy cel został określony przez RPP jako „spójny z szybkim wzrostem gospodarczym” w polskich warunkach, a jednocześnie „bliski oczekiwanej wartości referencyjnej dla kryterium inflacyjnego”. To ostatnie stwierdzenie wydaje się dobrze odzwierciedlać ogólną konstrukcję nowej średniookresowej strategii polityki pieniężnej – dokument wydaje się godzić argumenty „gołębiej” i „jastrzębiej” frakcji w RPP. Ponadto, ramy polityki pieniężnej określone nową strategią mają szansę być do zaakceptowania nawet przez znacznie bardziej „prowzrostowych” członków nowej kadencji RPP. Z drugiej strony, pozwalają one na prowadzenie takiej polityki, która umożliwi wejście polskiej gospodarki do strefy euro w najszybszym możliwym terminie, jeśli nadal taka będzie wola polityków gospodarczych.



Instrumentarium RPP pozostanie niezmienione, choć NBP będzie dążył do ujednoczenia instrumentów polityki pieniężnej w ramach operacji otwartego rynku z obowiązującymi Eurosystemie – temu zagadnieniu poświęciliśmy sekcję specjalną w ubiegłorocznym wrześniowym MAKROskopie – a związane jest z tym między innymi planowane obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej.

Jak zwykle kompromis

RPP uznała, że osiągnięcie niskiego poziomu inflacji oraz niskich oczekiwań inflacyjnych w Polsce wymaga zmiany ram polityki pieniężnej i modyfikacji jej głównych celów. Jak napisaliśmy powyżej, nowa strategia zakłada przejście od procesu obniżania inflacji do jej stabilizowania na niskim poziomie. To – według RPP – pozwala na prowadzenie mniej restrykcyjnej polityki pieniężnej niż w okresie redukowania tempa wzrostu cen. Prowadzenie polityki pieniężnej możliwe będzie również przy niższym dysparytecie stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro (ponieważ spadnie ryzyko kraju po wejściu Polski do UE). Stwierdzenia te, wyglądają na zaproponowane przez tę część Rady, która opowiada się zwykle za bardziej ekspansywną polityką pieniężną, co może zwiększyć oczekiwania na kolejne redukcje w tym roku. W dalszej części tekstu jest jednak również coś dla drugiej strony. Stwierdzono bowiem, że choć nowy średniookresowy cel inflacyjny jest powyżej bieżącego poziomu inflacji, to nie oznacza to konieczności prowadzenia ekspansywnej polityki pieniężnej, ponieważ głęboki spadek inflacji w 2002 r. był głównie wynikiem wystąpienia przejściowych czynników podażowych. Zawarcie w strategii tych dwóch różnych punktów widzenia pokazuje, że tekst dokumentu jest pewnego rodzaju kompromisem pomiędzy obecnymi członkami RPP. Pamiętając jednak, że w ostatnim czasie większą siłą podczas głosowań dysponowała tzw. „frakcja gołębia”, można przypuszczać, że rynki finansowe będą wciąż utrzymywały dość wysokie oczekiwania skali obniżek stóp procentowych w tym roku.

Co ciekawe, nowa strategia zakłada również, że w przypadku ukształtowania się inflacji poza celem inflacyjnym ze względu na wystąpienie nieoczekiwanych wstrząsów polityka pieniężna będzie prowadzona w taki sposób, aby umożliwić powrót inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym w średnim okresie, co powinno pozwolić na minimalizację wahań produkcji. Takie elementy jak wygładzanie tempa aktywności gospodarczej nigdy wcześniej nie były obecne (przynajmniej wprost) w funkcji reakcji

RPP, co wskazuje, że nowa strategia została zaprojektowana w taki sposób, aby odpowiadała poglądom nowych członków RPP. Rada mogła przyjąć, że wprowadzenie tego elementu jest możliwe ze względu na fakt, że inflacja jest już niska, co pozwala na zmniejszenie kosztów prowadzenia polityki pieniężnej dla sektora realnego w krótkim okresie. Teza ta byłaby jednak dość kontrowersyjna, biorąc pod uwagę, że badania na temat oczekiwań inflacyjnych dają dość niejednoznaczne rezultaty (piszemy o tym w sekcji *Gospodarka Polski*) Niemniej jednak, podczas konferencji prasowej Bogusław Grabowski (który uważany jest za członka frakcji „jastrzębiej”) powiedział, że jeśli wzrost inflacji po wejściu do UE będzie silniejszy od spodziewanego (NBP oczekuje jednorazowego efektu wynoszącego 0,4 pkt. proc.), stwarzając ryzyko dla celu inflacyjnego, to RPP będzie gotowa do działania. Cóż, to działanie będzie już należeć od nowej Rady.

Polityka kursowa – jednomyślność obecnej RPP

Choć nowa strategia RPP wskazuje, że niektóre aspekty polityki pieniężnej zmienią się w przyszłości, jest obszar, co do którego opinie członków RPP pozostają niezmiennie i jednogłośnie – polityka kursowa. Nowa strategia średnioterminowa stwierdza, że przyszła polityka pieniężna powinna być prowadzona przy płynnym kursie walutowym, reżim kursowy nie powinien być zmieniony aż do wejścia do ERM-2, a przedział dopuszczalnych wahań złotego w systemie ERM-2 powinien być maksymalnie szeroki (+/- 15%). Niestety polityka kursowa może być w rzeczywistości tym obszarem, w którym rozbieżność opinii członków obecnej i przyszłej RPP będzie najbardziej widoczna. Choć ogólnie nowa RPP będzie ograniczona wymaganiem spełnienia kryterium z Maastricht, to w szczegółach może mieć ona inne podejście np. może optować za węższym przedziałem zmienności kursu złotego w ERM-2 (ponadto niekoniecznie symetrycznym) i być znacznie mniej niechętna interwencjom walutowym. Co ciekawe, o ile w założeniach polityki pieniężnej na poszczególne lata Rada zwykle dopuszcza możliwość interwencji na rynku walutowym, tym razem nie ma na ten temat słowa.

Nowa strategia stwierdza ponadto, że dewaluacja centralnego parytetu wobec euro w trakcie obecności w ERM-2 naruszyłaby kryterium konwergencji dotyczące kursu. Czyżby była to wskazówka dla nowej RPP, aby ustalić parytet relatywnie na słabym poziomie złotego względem euro?



Gospodarka Polski

- **Rekordowo wysokie bezrobocie i rekordowo niskie zatrudnienie w styczniu**
- **Inflacja również na najniższym poziomie w historii**
- **Jednak poprawa wyników przemysłu i handlu trwa**
- **...wspierana przez dobre wyniki handlu zagranicznego i wysokie dochody budżetu państwa**

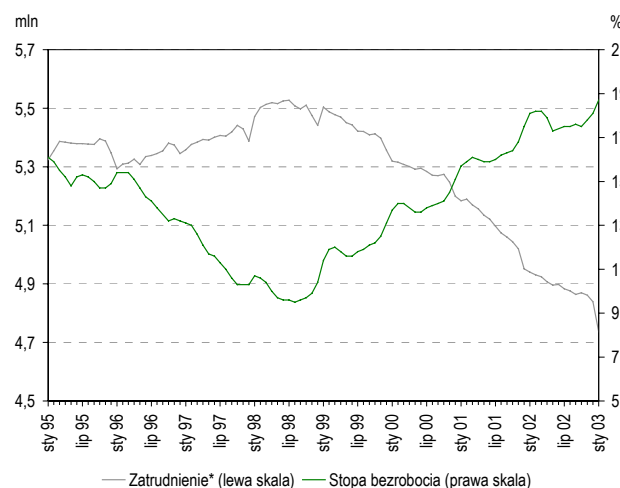
Styczeń okazał się miesiącem rekordów, jeśli chodzi o zanotowane wyniki gospodarcze. Stopa rejestrowanego bezrobocia wzrosła do 18,7% – najwyższej wartości od początku transformacji gospodarczej w Polsce. Równocześnie przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw gwałtownie spadło o ponad 100 tys. osób do najniższego poziomu w historii powojennej gospodarki rynkowej 4,7 mln. Rekordowe minimum osiągnęła też stopa inflacji, obniżając się do 0,4% r/r. Listę rekordów uzupełniła wartość oficjalnych rezerw dewizowych Polski, która w styczniu po raz pierwszy przekroczyła 30 mld USD. Większość z przytoczonych powyżej wyników to niestety rekordy niezbyt korzystnie świadczące o kondycji gospodarki. Ale w styczniu widzieliśmy również dane mniej spektakularne, za to bardziej pozytywne: produkcja przemysłu, sprzedaż detaliczna, obroty eksportu i importu oraz wyniki budżetu – wszystkie te informacje potwierdziły stopniową poprawę sytuacji w realnej sferze gospodarki.

Ogólny obraz, jaki wyłania się z tych danych nie odbiega zasadniczo od oceny prezentowanej w poprzednich miesiącach: wzrost gospodarczy kontynuuje ścieżkę systematycznego, lecz niezbyt gwałtownego przyspieszenia. Jednocześnie proces ten, a w szczególności ożywienie popytu krajowego, jest nadal na tyle powolny, że nie jest w stanie odwrócić niekorzystnych tendencji na rynku pracy i istotnie obniżyć rekordowo wysokiego bezrobocia, ani nie tworzy odczuwalnej presji inflacyjnej.

Rekordowo wysokie bezrobocie...

Według GUS stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec stycznia pobiła kolejny rekord w historii transformacji gospodarczej w Polsce, sięgając 18,7%. Był to poziom o 0,6 pkt. proc wyższy w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Liczba bezrobotnych wzrosła o 2,1% r/r i wyniosła 3,32 mln osób – o 104 tys. więcej niż w grudniu. Dane te wydają się współbrzmieć z opublikowanymi nieco wcześniej danymi o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw, które sprawiły bardzo niemiłą niespodziankę.

Stopa bezrobocia i przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



* dane skorygowane o efekt zmiany metodologii GUS w 2000 r.
Źródło: GUS, BZ WBK

Liczba zatrudnionych zmniejszyła się w styczniu o 103 tys. osób (-2,1% m/m), prowadząc do kolejnego rekordu – najniższego zatrudnienia w przedsiębiorstwach od początku lat 90. na poziomie zaledwie 4,7 mln osób. Przełożyło się to na spadek rocznej dynamiki zatrudnienia do -4,1% z -2,3% w grudniu. Wynik był znacznie gorszy od naszych przewidywań (-2% r/r), a także wyraźnie poniżej średniej dynamiki w IV kw. 2002 (-3% r/r). Szczegółowe dane GUS wskazują, że głęboki spadek zatrudnienia dotknął większości głównych gałęzi gospodarki, chociaż zdecydowanie w największym stopniu dotyczył budownictwa. Liczba pracujących zmniejszyła się o 30 tys. (-1,5% m/m) w przetwórstwie przemysłowym, o 21 tys. (-2,5%) w handlu i naprawach, 7 tys. w transporcie i łączności (-1,4%). W budownictwie natomiast liczba zatrudnionych zmalała w ciągu miesiąca o 41 tys. czyli ponad 10%. Prawdopodobnie w dużym stopniu było to spowodowane surowymi warunkami atmosferycznymi, które uniemożliwiały prowadzenie prac budowlanych w tym okresie. Jednak nawet pomijając zmianę zatrudnienia w budownictwie, spadek liczby miejsc pracy w pozostałych sektorach jest trudny do wytłumaczenia. W poprzednich latach w styczniu kilkakrotnie występowały tak duże skoki w statystykach zatrudnienia, jednak zwykle były one spowodowane zmianami w metodologii GUS. Tym razem jednak takie zmiany nie były ogłoszone. Na konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu RPP prezes NBP Leszek Balcerowicz wyraził podejrzenie, że styczniowy spadek liczby miejsc pracy może być jednorazowym zaburzeniem trendu. Trudno jednak oczekiwać, aby w ciągu kolejnego miesiąca udało się odzyskać ponad 100 tys. miejsc pracy utraconych w styczniu.



Najwyraźniej sytuacja na rynku pracy na początku 2003 roku nie tylko pozostaje trudna, ale wciąż się pogarsza. Trzeba jednak zauważyć, że tempo tych niekorzystnych zmian stopniowo wygasa – roczny przyrost bezrobocia (pomijający efekty sezonowe) zmniejsza się od kilku miesięcy. Spodziewamy się, że w lutym stopa bezrobocia rejestrowanego zanotuje kolejny sezonowy wzrost do 18,9%, ale od marca powinno ono zacząć spadać, kontynuując tę tendencję przez większą część roku.

Na stopniową poprawę perspektyw rynku pracy wskazują wyniki ostatniego Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności. Według tych danych, które są zgodne ze standardami stosowanymi w UE, zalecanymi przez Międzynarodową Organizację Pracy, stopa bezrobocia w Polsce spadła w IV kwartale ub.r. do 19,7% z 19,8% w III kwartale. Jest o tyle pozytywne, że zazwyczaj w ostatnim kwartale każdego roku następowało sezonowe pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Dlatego, podobnie jak w przypadku danych z urzędów pracy dotyczących bezrobocia rejestrowanego, roczne tempo wzrost bezrobocia wg BAEL znacznie zmalało w ostatnim kwartale ub.r.

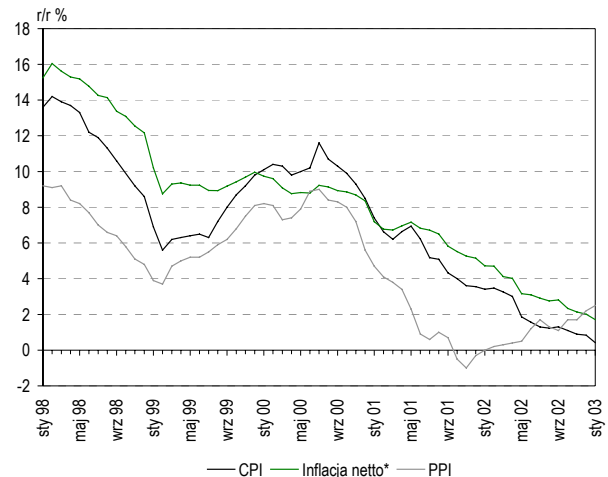
...rekordowo niska inflacja...

Również inflacja osiągnęła w styczniu poziom nie notowany w Polsce od początku transformacji ustrojowej. W styczniu 2003 ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 0,4% m/m, a ich roczna dynamika spadła do 0,4% r/r z 0,8% r/r w grudniu. Wynik ten był lepszy niż przeciętna prognoza rynkowa na poziomie 0,6% r/r (tyle samo wynosiła nasza prognoza). Głębszy niż oczekiwano spadek inflacji wynikał przede wszystkim z nieoczekiwanej niskiej dynamiki cen żywności (wzrost o 0,4% m/m i spadek o 3,6% r/r). Nie było to spójne ze wstępną informacją GUS podaną dziesięć dni wcześniej, która wskazywała na wzrost cen żywności w styczniu o 0,55% m/m. Kształtowanie się pozostałych elementów było mniej więcej zgodne z oczekiwaniami, poza cenami transportu (uwzględniającymi ceny paliw), które wzrosły bardziej niż oczekiwano (1,3% m/m) oraz kosztami użytkowania mieszkania i nośników energii (0,6% m/m), które były mniejsze niż wskazywałoby na to czynniki sezonowe.

Oceniając dane o styczniowej inflacji należy pamiętać, że mają one charakter wstępny, co wynika z dokonywanej na początku każdego roku zmiany systemu wag w koszyku towarów i usług konsumpcyjnych (dostosowanie wag do struktury wydatków gospodarstw domowych w poprzednim roku).

Styczniowa stopa inflacji wyliczona wg nowego, zaktualizowanego systemu wag zostanie podana dopiero w marcu razem ze wskaźnikiem CPI za luty. Z powodu zmian systemu wag GUS nie udostępnił również na razie szczegółowych wskaźników cen, przez co NBP nie opublikował wskaźników inflacji bazowej za styczeń. Według naszych szacunków inflacja netto (wykluczająca ceny paliw i żywności) spadła z 2% r/r w grudniu 2002 do 1,6% w styczniu.

Miary inflacji



* styczeń 2003 – szacunek BZ WBK

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Prognozujemy, że w kolejnych dwóch miesiącach CPI ustabilizuje się na poziomie 0,4% r/r. Sprzyjać temu będą w dalszym ciągu bardzo niskie ceny żywności, które w lutym spadły o 0,2% m/m. Najprawdopodobniej aż do lata ceny żywności będą nadal spadać w wyrażeniu rocznym, co będzie wpływać na obniżenie dynamiki ogólnego wskaźnika wzrostu cen konsumpcyjnych. Inflacja pozostanie poniżej 1% r/r do czerwca, a w kwietniu jej poziom może wynieść zaledwie 0,1% r/r. W pozostałej części roku wskaźnik wzrostu cen powinien jednak stopniowo wzrastać do nieznacznie powyżej 2% r/r w grudniu 2003.

W odróżnieniu od cen towarów i usług konsumpcyjnych, wzrost cen produkcji sprzedanej przyspiesza. W styczniu wskaźnik PPI zwiększył się o 0,4% m/m i 2,5% r/r (wobec 2,2% r/r w grudniu). Wzrost cen producenta był wynikiem znacznej podwyżki cen paliw (o 5,6% m/m). Szybszy wzrost PPI w ujęciu rocznym wynika jednak nadal w dużej mierze z niskiej bazy w poprzednim roku. Dlatego, jeśli nie nastąpi kontynuacja wzrostu cen paliw w kolejnych miesiącach, to nie powinna wystąpić presja inflacyjna ze strony cen producenta. Gdy efekt niskiej bazy wygaśnie w drugiej połowie roku, to dynamika cen producenta powinna się zmniejszyć i powrócić poniżej dynamiki CPI.



...i spadające oczekiwania inflacyjne...

Według szacunków NBP opartych na badaniach Ipsos-Demoskop, oczekiwania gospodarstw domowych (wyrażone jako oczekiwana średnia inflacja w najbliższych 12 miesiącach) w lutym spadły do rekordowo niskiego poziomu 0,6% z 0,7% w styczniu. NBP podał również strukturę odpowiedzi gospodarstw domowych ze styczniowego badania (struktura odpowiedzi jest publikowana z jednomiesięcznym opóźnieniem). Ponownie uległa ona pogorszeniu, co potwierdza, że spadek oczekiwań w ostatnim okresie jest w dużym stopniu wynikiem faktu, że oczekiwania gospodarstw domowych opierają się na przeszłości.

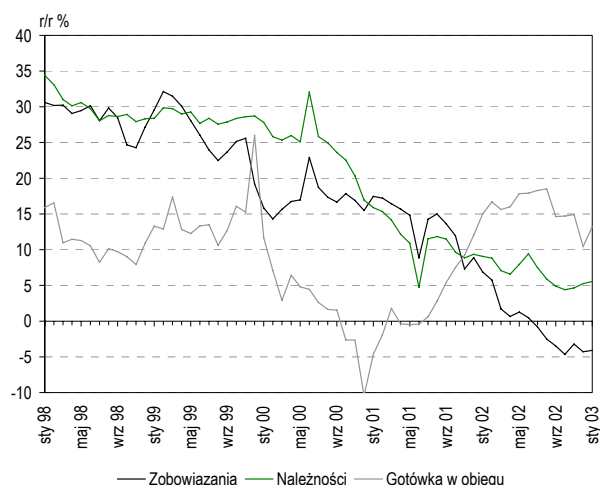
Należy również pamiętać, że badanie robione na zlecenie banku centralnego nie zawiera dokładnego pytania o oczekiwaną stopę inflacji, która jest obliczana przy wykorzystaniu metod ilościowych. Bank centralny pyta tylko czy inflacja wzrośnie, spadnie, czy pozostanie bez zmian. Oznacza to, że percepcja gospodarstw domowych dotycząca bieżącej stopy inflacji może być zupełnie różna od tej, którą zakłada badanie NBP. Rzeczywiście, badanie opinii publicznej przeprowadzone przez PBS pod koniec ubiegłego roku pokazało, że bieżąca stopa inflacji według gospodarstw domowych wynosi ok. 4%, a nie poniżej 1%.

...brak ożywienia w sferze monetarnej...

W styczniu nie wystąpiła zasadnicza zmiana tendencji obserwowanych w podaży pieniądza i agregatach pieniężnych. Podaż pieniądza ogółem zmniejszyła się o 1,4% r/r wobec spadku o 2,3% w grudniu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami było to spowodowane głównie ubytkiem depozytów gospodarstw domowych, który wyniósł -5,5% r/r. Depozyty te zmniejszyły się nie tylko w ujęciu rocznym, ale też wobec grudnia (-0,3% m/m), co jest bardzo nietypowym zjawiskiem dla stycznia i nie wydarzyło się nigdy przedtem w historii polskiej transformacji gospodarczej. Spadek depozytów gospodarstw domowych trwa już sześć kolejnych miesięcy, co również nie wydarzyło się wcześniej i wyraźnie sygnalizuje radykalną zmianę preferencji ludności w kwestii zarządzania domowymi finansami. W styczniu, podobnie jak w dwóch poprzednich miesiącach, gwałtownie wzrosło saldo „pozostałe składniki M3”, które m.in. zawiera środki z obligacji bankowych, umożliwiające uniknięcie podatku od odsetek. W okresie październik 2002 – styczeń 2003 depozyty gospodarstw domowych skurczyły się o 5,8 mld zł, podczas gdy wzrost „pozostałych składników M3” wyniósł prawie 40% tej kwoty, tj. 2,2 mld zł.

Oczywiście obligacje banków nie są jedynymi instrumentami, do których wędrują oszczędności ludności. Inne cele przeznaczenia to m.in. fundusze powiernicze, obligacje rządowe i konsumpcja prywatna, której wzrost w IV kw. 2002 wyraźnie przyspieszył pomimo dalszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy (sugerującego uszczuplenie dochodów gospodarstw domowych).

Zobowiązania i należności systemu bankowego



Źródło: NBP

W styczniu nie zanotowano istotnego przyspieszenia wzrostu kredytów. Należności od gospodarstw domowych wzrosły o 8,7% r/r wobec 8,5% w grudniu, ale poprawa wynikała głównie z efektu bazy a nie rzeczywistego zwiększenia popytu ze strony klientów. Równocześnie należności od przedsiębiorstw wzrosły w styczniu jedynie o 1% r/r (1,6% w grudniu), potwierdzając, że ożywienie działalności polskich firm wciąż nie jest zbyt mocne. Jedynym rodzajem pożyczek, które wykazywały naprawdę szybki wzrost, są należności od instytucji samorządowych – zmienna wyraźnie antycykliczna. Ich wzrost osiągnął w styczniu 33,2% r/r i, pomimo że w ciągu ostatnich 9-12 miesięcy zmniejszył się niemal o połowę, wciąż sugeruje, że deficyt ekonomiczny w tym roku może być wyraźnie wyższy niż założył minister Kołodko w ustawie budżetowej.

...i pogłębienie zapaści w budownictwie

Styczniowe dane o produkcji budowlano-montażowej były dość pesymistyczne. Wartość produkcji załamała się o 64,5% m/m i choć styczeń jest z reguły okresem spadku aktywności w sektorze budowlanym, tym razem był on głębszy niż zwykle. W rezultacie roczny spadek produkcji w budownictwie pogłębił się do -10,9% r/r z -10,4% w grudniu, pozostając w sferze wartości mocno ujemnych od ponad 30 miesięcy. Na osłabienie

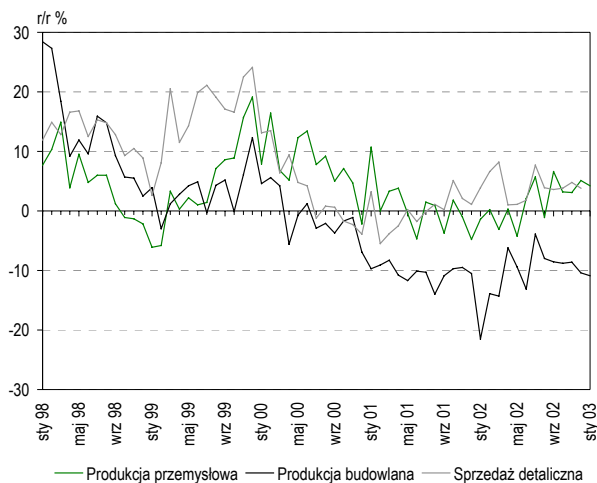


wyników budownictwa wpłynęły częściowo niekorzystne warunki pogodowe, co jednak nie zmienia faktu, że wkład wyników produkcji budowlano-montażowej do PKB w I kwartale br. pozostanie prawdopodobnie ujemny. Sugeruje to również, że aktywność inwestycyjna w pierwszych miesiącach roku pozostaje słaba, co może ograniczać tempo wzrostu gospodarczego w pierwszych kwartałach 2003.

Jednak widać stopniowe ożywienie w przemyśle...

Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 4,2% r/r po wzroście o 5,1% r/r w grudniu i 3,8% r/r średnio w IV kwartale ub.r. W stosunku do grudnia 2002 zanotowano spadek o 5,9% m/m, będący typowym wynikiem efektu sezonowego. Dostosowana sezonowo wartość produkcji przemysłowej wzrosła o 0,8% m/m, a w ujęciu rocznym o 4,4% r/r wobec 3,2% r/r w poprzednim miesiącu i 4,3% r/r średnio w ostatnim kwartale 2002 r. Pozytywnym zjawiskiem jest fakt, że ogólny wzrost produkcji wynikał głównie z poprawy wyników w przetwórstwie przemysłowym, podczas gdy dynamika w górnictwie i kopalnictwie oraz zaopatrywaniu i wytwarzaniu energii elektrycznej, gazu i wody pozostaje niska. Struktura wzrostu produkcji według branż przemysłu pokazuje, że najwyższa dynamika została zanotowana w branżach zdominowanych przez eksporterów i inwestorów zagranicznych. W sumie, dane o produkcji przemysłowej były zgodne z naszymi oczekiwaniami i potwierdzają one, że choć mamy do czynienia z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego, to tempo ożywienia jest powolne. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach będzie podobna do styczniowej.

Dynamika realna



Źródło: GUS

...oraz w handlu detalicznym

Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, sprzedaż detaliczna w wyrażeniu nominalnym spadła w styczniu w porównaniu z poprzednim miesiącem (o 24% m/m), co wynikało z czynników sezonowych. Roczny wzrost sprzedaży przyspieszył do 6,4% r/r z 4,1% r/r w grudniu i 5,0% r/r średnio w IV kwartale ub.r. GUS podał również dane o realnej dynamice sprzedaży detalicznej w grudniu. Zarówno na bazie miesięcznej, jak i rocznej była ona dodatnia, wynosząc 18,3% m/m oraz 3,8% r/r wobec 4,8% r/r w listopadzie. W styczniu najwyższy wzrost nominalnej sprzedaży detalicznej zanotowany został w „pojazdach mechanicznych, motocyklach i częściach” (25,9% r/r), co potwierdziło wcześniejsze informacje o sprzedaży nowych samochodów w styczniu. Znaczny wzrost sprzedaży detalicznej nastąpił też w „żywności, napojach alkoholowych i bezalkoholowych oraz wyrobach tytoniowych” (23,4% r/r) oraz w przypadku „farmaceutyków i kosmetyków” (16,1% r/r). Z drugiej strony, widoczne są pewne oznaki osłabienia popytu konsumpcyjnego. Spadek „pozostającej sprzedaży detalicznej w niewyspecjalizowanych sklepach” pogłębił się do 16,6% r/r ze średnio 4,2% r/r w IV kwartale ub.r. Ponadto, po bardzo niskim wzroście w ostatnim kwartale 2002 r., po raz pierwszy od dwóch lat mieliśmy do czynienia z rocznym spadkiem sprzedaży „mebli, RTV i AGD” (-4,5% r/r). Zmniejszający się popyt na dobra trwałe (poza samochodami) sugeruje, że przyspieszenie sprzedaży detalicznej obserwowane w styczniu może nie być trwałe i wzrost konsumpcji indywidualnej w tym roku nie będzie wyższy niż w 2002 r. Potwierdza to nasz pogląd, że istotne dla przyspieszenia dynamiki wzrostu gospodarczego w tym roku będzie odbicie w inwestycjach. Choć wzrost sprzedaży detalicznej w styczniu był wyższy niż oczekiwano, to nie zmienia to naszym zdaniem perspektyw wzrostu gospodarczego.

Mocny eksport, mniejszy deficyt obrotów bieżących

Wg NBP polski deficyt obrotów bieżących powiększył się w styczniu do 712 mln USD z 485 mln USD w grudniu, niemal dokładnie pokrywając się z naszą prognozą na poziomie 720 mln USD. Dwunastomiesięczny skumulowany deficyt spadł do 3,5% w relacji do PKB z 3,6% w poprzednim miesiącu. Również luka w handlu zagranicznym była bardzo bliska naszym oczekiwaniam, wynosząc 1,15 mld USD (spodziewaliśmy się 1,1 mld). Pomimo sezonowego wzrostu deficytu handlowego, styczeń był kolejnym miesiącem kontynuacji pozytywnych tendencji w handlu



zagranicznym. Zarówno eksport, jak i import wyrażone w dolarach spadły w porównaniu z grudniem z powodu czynnika sezonowego, ale w wyrażeniu rocznym wzrosły w tempie rekordowym (patrz tabela poniżej). Chociaż w innych walutach dynamika obrotów handlowych była niższa (po raz pierwszy w historii bank centralny opublikował dane nie tylko w dolarach, ale też w euro i złotych), wyniki potwierdziły, że eksport pozostaje silny pomimo trwającej stagnacji u głównych partnerów handlowych Polski, w szczególności w Niemczech. Z drugiej strony import kontynuował przyspieszanie, rozpoczęte w IV kw. 2002, co wskazuje na umiarkowane ożywienie popytu krajowego. Niemniej jednak, podobnie jak miało miejsce w poprzednich miesiącach, część poprawy importu odzwierciedla zwiększony popyt na komponenty do produkcji importowej.

Wzrost eksportu i importu w styczniu, % r/r

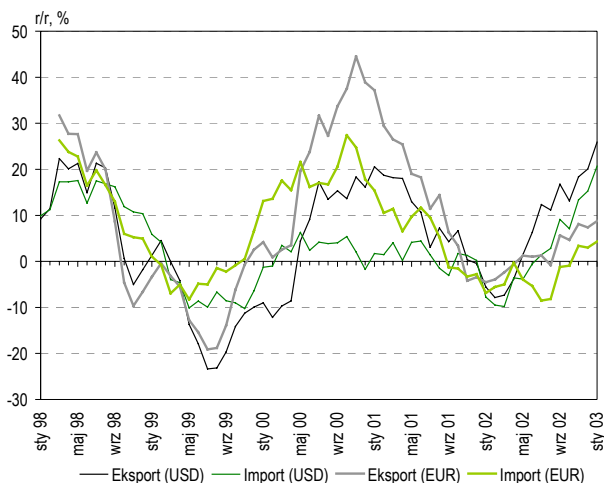
	USD	EUR	PLN	2/3EUR / 1/3USD*
Eksport	30,2	8,2	22,8	15,0
Import	21,5	1,2	14,7	7,4

* Relacja odzwierciedlająca mniej więcej strukturę polskiego handlu zagranicznego

Źródło: NBP, szacunki BZ WBK

Nadwyżka obrotów niesklasyfikowanych, odzwierciedlająca przede wszystkim wymianę walut związaną z handlem przygranicznym, również była stosunkowo wysoka w styczniu, zmniejszając się jedynie nieznacznie do 443 mln USD z 466 mln USD w grudniu. Z drugiej strony, w styczniu zanotowano wyższy niż oczekiwano deficyt w usługach (-149 mln USD wobec -55 mln średnio w IV kw. 2002 i -88 mln w styczniu 2002).

Obroty handlu zagranicznego (3m średnia ruchoma)



Źródło: NBP

Tendencje na rachunku kapitałowym i finansowym bilansu płatniczego były podobne do obserwowanych w poprzednich miesiącach – kontynuowane było stopniowe pogorszenie struktury finansowania deficytu obrotów bieżących. Napływ netto zagranicznych inwestycji portfelowych pozostał silny sięgając 384 mln USD, podczas gdy napływ inwestycji zagranicznych utrzymał się na dość niskim poziomie 334 mln USD.

Nieźle wyniki budżetu w pierwszym miesiącu roku

Wg danych Ministerstwa Finansów po pierwszym miesiącu tego roku deficyt budżetu osiągnął 4,12 mld zł, czyli 10,2% planu na cały rok, co jest wynikiem znacznie lepszym niż osiągnięty przed rokiem, kiedy deficyt budżetu sięgnął 17,5% planu. Lepszy wynik w 2003 roku był możliwy dzięki stosunkowo niskiemu zaawansowaniu wydatków. Na koniec stycznia wyniosły one 8,1% całorocznego planu wobec 9,4% w analogicznym okresie 2002 r. Wykonanie dochodów budżetowych było zbliżone do lat poprzednich i wyniosło 7,5% planu wobec 7,2% w styczniu 2002. Deficyt budżetu w styczniu został sfinansowany głównie nadwyżkami finansowymi przeniesionymi z poprzedniego roku oraz emisją papierów skarbowych. Dochody z prywatyzacji były minimalne i wyniosły jedynie 50 mln zł, tj. zaledwie 0,6% planu na cały rok.

Zanotowano gwałtowny wzrost dochodów budżetu w ujęciu rocznym. Dochody ogółem wzrosły w styczniu o 12,2% r/r wobec przeciętnego wzrostu w 2002 na poziomie 3,2%. Wpływy z podatków pośrednich wzrosły o 15,9% r/r, a z CIT o 45,3% r/r. Jednak był to w głównej mierze efekt bardzo niskiej bazy statystycznej ze stycznia 2002, podczas gdy nominalna wartość wpływów z CIT była niemal identyczna jak w styczniu 2001. Dochody z PIT były wyższe o 2,6% r/r (przeciętny wzrost w 2002 wyniósł 1%).

Trudno na podstawie danych za ledwie z jednego miesiąca wyciągnąć konkluzję nt. wykonania budżetu w całym roku. Jednak, o ile pewien niedobór dochodów może pojawić się w ciągu tego roku, dane styczniowe sugerują, że nie powinno być większych problemów z realizacją budżetu w 2003 roku. Potwierdza to szacunek wykonania deficytu budżetowego po lutym (między 20% a 30% całorocznego planu) podany przez dyrektora departamentu budżetu w Ministerstwie Finansów Elżbietę Suchocką-Roguską.



Pod lupą: Bank centralny

- **Obniżka stóp procentowych w lutym**
- **...a kolejne nadchodzi, choć niekoniecznie w marcu**
- **Czy cel inflacyjny na ten rok zostanie zmieniony?**

Stopy procentowe ponownie w dół

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w lutym główne stopy procentowe dokładnie w taki sposób, jaki przewidywaliśmy. Najważniejsza dla rynku stopa referencyjna została zmniejszona o 25 pkt. bazowych do 6,25%, redukcja stopy lombardowej wyniosła 50pb, do poziomu 8,0%, natomiast stopa depozytowa pozostała niezmienną na poziomie 4,5%. W rezultacie szerokość przedziału pomiędzy stopą lombardową a depozytową, stanowiącymi odpowiednio górną i dolną granicę dla wahań krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego, została zmniejszona z 400 do 350 pkt. bazowych – jest to naturalny krok, będący wynikiem stopniowego zmniejszania nominalnego poziomu stóp procentowych w Polsce (a także przybliżający układ stóp procentowych w Polsce do stosowanego przez Europejski Bank Centralny).

Poza podjęciem decyzji dotyczącej stóp procentowych RPP opublikowała również strategię polityki pieniężnej po 2003 r., którą omawiamy w *Temacie miesiąca*.

Słaby wzrost popytu krajowego i brak ożywienia gospodarczego w Niemczech były najważniejszymi czynnikami uzasadniającymi obniżkę. W komunikacie Rada stwierdziła, że niski popyt krajowy jest sygnalizowany przez niski wzrost agregatów monetarnych, niską produkcję w budownictwie sugerującą słabą dynamikę inwestycji (choć RPP stwierdziła, że roczny spadek aktywności w budownictwie w styczniu spowodowany był głównie przez ostrzejszą niż zazwyczaj zimę) oraz niskie płace w połączeniu z postępującym spadkiem zatrudnienia. Prezes NBP Leszek Balcerowicz powiedział jednak, że głęboki spadek zatrudnienia zanotowany w styczniu (liczba miejsc pracy spadła o ponad 100 tys.) powinien być lepiej zbadany, ponieważ może to być jedynie czynnik jednorazowy. Podobnie jak w poprzednich miesiącach jako główne źródła niepewności i potencjalnej presji inflacyjnej wymienione zostały: głęboka skala dotychczasowych obniżek stóp, możliwość przekroczenia planowanego deficytu ekonomicznego finansów publicznych w tym roku i niepewność odnośnie polityki fiskalnej w 2004 r., ryzyko dalszego wzrostu cen paliw, przyspieszający wzrost

cen producenta oraz obserwowane przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłu.

Podczas konferencji prasowej Leszek Balcerowicz podkreślił, że spadek inflacji do 0,4% w styczniu nie był czynnikiem decydującym o obniżce stóp procentowych oraz zaakcentował, że polityka RPP nastawiona jest na przyszłość. Również bieżące kształtowanie się miary inflacji bazowej nie było tym razem oficjalnym argumentem wspierającym obniżkę, ponieważ nie były w tym miesiącu opublikowane z powodu zmiany systemu wag w koszyku CPI. Z tych samych powodów wskaźnik inflacji CPI za styczeń będzie w kolejnym miesiącu przedmiotem rewizji GUS.

W sumie, przewidujemy, że poluzowanie przez RPP polityki pieniężnej w lutym nie oznacza końca cyklu obniżek stóp procentowych. Naszym zdaniem w marcu Rada może się powstrzymać z redukcją stóp chociażby z powodu niepewności na rynkach finansowych wiążącej się z sytuacją polityczną w kraju i za granicą i wynikającego z tego znacznego osłabienia kursu złotego. Sądzymy jednak, że kolejnych (najprawdopodobniej dwóch) cięć RPP dokona dopiero w II kwartale br., a na ostatnią ćwiartkę będzie można liczyć w drugiej połowie roku. W ten sposób referencyjna stopa procentowa na koniec roku znalazłaby się na poziomie 5,5%, przy około dwuprocentowej inflacji. Kolejnych redukcji zapewne dokona nowa Rada w przyszłym roku.

Niższy cel inflacyjny na 2003?

W lutym, zanim RPP opublikowała nową strategię polityki pieniężnej miało miejsce dość niecodzienne wydarzenie. Chcący zachować anonimowość członek RPP powiedział, że Rada będzie rozważać obniżenie celu inflacyjnego na 2003 rok (obecnie jest on na poziomie 2-4%) – szczegóły w tabeli poniżej. Choć rewizje celów inflacyjnych miały już w przeszłości miejsce, należy pamiętać, że cel krótkoterminowy na 2003 rok jest zarazem średnioterminowym celem polityki pieniężnej. Jak słusznie zauważył jeden z członków RPP Bogusław Grabowski strategia bezpośredniego celu inflacyjnego polega na trafianiu inflacją w cel, a nie celem w inflację. Naszym zdaniem zmiana tegorocznego celu inflacyjnego byłaby błędem również z innego powodu - wiarygodność banku centralnego ucierpiałaby bardziej, gdyby zdecydowano się na zmianę średniokresowego celu inflacyjnego na kilka miesięcy przed upływem daty, na którą został on wyznaczony, niż w sytuacji gdyby cel ten został przekroczony w dół o kilka dziesiątych pp.



Wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego

W minionym miesiącu zanotowaliśmy rekordową aktywność przedstawicieli banku centralnego w mediach. Nie jest to jednak dziwne biorąc pod uwagę, że pod koniec lutego RPP opublikowała nową strategię polityki pieniężnej na okres po 2003 r. Z tego względu wielu bankierów centralnych wypowiadało się obszernie na temat perspektyw polityki polskiego banku centralnego na drodze Polski do strefy euro. Gorącym tematem w lutym była również koncepcja Ministerstwa Finansów dotycząca wykorzystania części rezerw rewaluacyjnych banku centralnego (propozycja taka stała się oficjalnie elementem założeń Programu Naprawy Finansów Rzeczypospolitej). Odnosili się do niej prezes i wiceprezesi NBP oraz większość członków RPP. Każdy z nich reagował na ten pomysł negatywnie, ale warto zauważyć, że najbardziej wstrzemięźliwy w swej krytyce był szef NBP Leszek Balcerowicz. Sugeruje to, że w przyszłości może on być gotowy do pewnego kompromisu w tej sprawie z drugą stroną ulicy Świętokrzyskiej.

Poza tym przedstawiciele banku centralnego przedstawiali swoje oczekiwania dotyczące tempa wzrostu gospodarczego i przebiegu procesów inflacyjnych w tym roku. Na podstawie ostatnich danych makroekonomicznych spodziewają się oni, że przyspieszenie wzrostu PKB w tym roku będzie umiarkowane, a inflacja kształtuje się najprawdopodobniej poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego (2-4%). Skłania ich to do wniosku, że strategia stopniowego poluzowania polityki pieniężnej może być kontynuowana.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz, prezes NBP; PAP, 28 II	<p>Płynny kurs złotego jest najlepszym rozwiązaniem do czasu przyjęcia przez Polskę systemu ERM-2. Błędne jest twierdzenie, że potrzeba wysokiej inflacji, aby był wysoki wzrost. Jeśli poprawnie interpretujemy wzrost gospodarczy, co oznacza wzrost gospodarczy w dłuższym okresie, to możemy zobaczyć, że niska inflacja pomaga w osiągnięciu wyższego wzrostu gospodarczego. Jeśli mamy wyższy deficyt budżetowy, to jest bardzo niebezpieczna sytuacja dla wzrostu gospodarczego. Powinniśmy spełnić kryteria z Maastricht i nic więcej. Leży to w interesie krajów starających się o akces do UE. Niska inflacja i niski deficyt budżetowy są lepsze dla wyższego wzrostu.</p> <p>[O projekcie wykorzystania rezerw rewaluacyjnych NBP przez budżet] Nie lubię wypowiadać się na temat wydarzeń, które mają miejsce z dala od tego gdzie jestem [na konferencji w Budapeszcie].</p>
PAP, Reuters, 26 II	<p>Bieżąca inflacja nie jest naszą przesłanką. Nasze decyzje są oparte na informacji, która sygnalizuje, co może być z inflacją za rok. [...] Ryzyko deflacji jest śladowe.</p> <p>Skala obniżek pokazuje, że moje sformułowanie, że poziom stóp jest adekwatny lub bliski były trafne. Im bardziej obniżamy stopy, tym to twierdzenie jest mocniejsze. [...] Zmniejszamy stopniowo zróżnicowanie pomiędzy stopami. Jeżeli w ogóle będzie dochodziło do jakichkolwiek ruchów, to ta strategia stopniowo będzie utrzymana. Najwięcej zostało do zrobienia w dziedzinie kryterium fiskalnego [konwergencji], obniżania deficytu.</p> <p>Bliska perspektywa wejścia Polski do Unii Europejskiej stawia przed nami pytanie o następny etap, o to, na jaką datę wejścia Polski do strefy euro warto się nastawić i w tej sprawie RPP zajmuje wyraźne stanowisko. Polsce opłacałoby się nastawić na jak najwcześniejsze możliwe wejście do strefy euro.</p>
PAP, Reuters, 19 II	<p>Prognozy [PKB] mieszczą się w przedziale 2,0-3,5 proc., a prognoza przedstawiona przez specjalistów z NBP mówi o 2,5 proc.</p> <p>Maksymalny wzrost łącznego wskaźnika cen po wejściu do strefy euro jednorazowo wyniesie około 0,4 pkt proc., ale jedne ceny wzrosną, inne spadną.</p>
PAP, Reuters, 14 II	<p>Rezerwa rewaluacyjna NBP to nie jest żaden realny pieniądz, to tylko zapis księgowy. Gdyby w większej ilości ten nierealny pieniądz trafił do gospodarki za pośrednictwem budżetu, to musiałoby to mieć niekorzystne skutki. Są pewne standardy cywilizowanej księgowości, których się trzymamy i będziemy trzymać. Jestem przekonany, że w tym duchu ta kwestia zostanie rozwiązana.</p> <p>Część środków, które trafiłyby do przedsiębiorstw z banków, gdyby sytuacja finansów publicznych była lepsza, nie trafia tam. Jest znaczące, że udział papierów skarbowych w portfelu kredytowym banków wzrósł w ostatnich dwóch latach o 81 proc., natomiast kredyty dla przedsiębiorstw wzrosły o 5 proc.</p> <p>Euro jest dla nas ważniejsze niż dolar, bo 60 proc. naszego eksportu rozlicza się w euro. Dziwią mnie więc opinie wypowiadane akurat w takim momencie, kiedy wartość złotówki kształtuje się korzystniej dla eksporterów. Dla porównania, czeska korona nie osłabła w ciągu roku, a węgierski forint osłabł o 1 proc.</p> <p>Jeśli wstąpimy do UE, tak jak to się zapowiada - w połowie 2004 roku, to wypada 2007 rok [data wejścia do strefy euro]. Jeśli dałoby się pewne procesy decyzyjne skrócić, byłby to 2006 rok. Było tak w przypadku Irlandii. Okres przejściowy trwał 16 miesięcy.</p> <p>Prognozy inflacji na koniec roku wahają się od 1 do 3%. Wyraża to niepokój co do sytuacji na świecie. My jednak będziemy dążyć do stabilizacji na poziomie nie 0,8%, gdyż jest to spowodowane czynnikami wyjątkowymi, a na poziomie powiedzmy około 2%. Czynnikiem niepewności w naszych warunkach zawsze jest kształtowanie się cen żywności, co zależy od czynników naturalnych i rządu. Na przykład wyasygnowanie 250 mln zł na dodatkowy skup wieprzowiny ma swoje znaczenie, którego nie jesteśmy w stanie dokładnie przewidzieć.</p>
Jerzy Stopyra, I wiceprezes NBP; Rzeczpospolita, 4 II	<p>Księgujemy wszystko zgodnie z ustawą o NBP opartą na międzynarodowych standardach rachunkowości. Rezerwy rewaluacyjne tworzymy w ten sposób od czterech lat. [...] Po zmianach [wejściu NBP do ESBC] nie będą tworzone rezerwy rewaluacyjne. Co pewien czas bank centralny będzie po prostu ogłaszał na rynku wartość swoich aktywów zagranicznych przeliczoną według bieżącego kursu.</p> <p>[Gdyby rząd chciał dostać istniejącą rezerwę] konieczna byłaby kreacja pustego pieniądza. [Po wejściu do UE] NBP będzie musiał utrzymywać kurs złotego w przedziale +/-15% wokół określonego wobec euro parytetu.</p> <p>Wysokie rezerwy walutowe są potrzebne na wypadek, gdyby pojawiły się ataki spekulacyjne na polską walutę.</p>
Andrzej Bratkowski, wiceprezes NBP; PAP, 7 II	<p>Obecny kurs złotego na pewno nie może być uznany za kurs przewartościowany. W gruncie rzeczy obecnie kurs jest nieco słabszy niż był dwa lata temu. Fakt, że przed 2001 rokiem kurs był słabszy nie jest uzasadnionym argumentem, gdyż gospodarka już dostosowała się do silniejszego złotego. [...] Moim zdaniem bardziej prawdopodobne jest wzmocnienie złotego niż osłabienie. [...] Szybszy wzrost wydajności pracy oznacza, że przy stabilnym kursie nasza konkurencyjność rośnie. W warunkach rynkowych na ogół takiemu wzrostowi konkurencyjności towarzyszy także umacnianie się waluty. Jeżeli ten proces będzie miał miejsce, to rzeczywiście powinniśmy oczekiwać pewnego wzmocnienia złotego w perspektywie najbliższych kilku lat do momentu wejścia do strefy euro. [...] Czynnikiem, które mogłyby osłabić złotego, to przede wszystkim czynniki polityczne, jak negatywny wynik referendum akcesyjnego lub poważne zaburzenia na rynkach światowych, ale doświadczenie uczy, że jeżeli następuje odpływ inwestorów z polskiego rynku, to stosunkowo szybko następuje ich powrót. Prace wspólnego zespołu MF i NBP jeszcze się nie skończyły. Nie wydaje mi się, że dobrą receptą na ożywienie w gospodarce jest osłabianie waluty.</p> <p>Myślę, że okres referencyjny powinien dotyczyć kilku lat poprzedzających wejście do ERM2, natomiast jego wybór musi także uwzględniać wpływ różnych czynników w tym okresie. Myślę, że powinno to być raczej 2-3 lata niż 5 lat. [...] Jestem przeciwny ustalaniu konkretnego kursu już teraz. [...] Ponieważ ostateczny wynik w postaci uzgodnionego kursu parytetu centralnego jest efektem także współpracy z EBC i kompromisu.</p>



Ogłoszenie parytetu centralnego ma sens dopiero w momencie, kiedy zostanie on już uzgodniony z EBC, tuż przed wejściem do ERM2, nie wcześniej. Dotychczasowa praktyka pokazuje, że EBC zwraca uwagę na to, jak historycznie kształtował się kurs. Okres referencyjny będzie zależał od sytuacji w okresie poprzedzającym wejście do ERM2. Jeżeli był to okres silnych zaburzeń, które nie były motywowane fundamentalnymi czynnikami, to historyczny poziom kursu wymagałby korekty. [...] Odnośnie okresu przebywania w ERM2 prawo europejskie jest dość elastyczne i w gruncie rzeczy są bardzo różne interpretacje na ten temat. To trochę zależy od naszego nastawienia, i tu jest zgodność [między NBP a rządem], ale opinia UE jest inna, by być w ERM2 dość długo. Okres ERM2 zależy od nastawienia EBC. [...] Rok 2007 jest realny [wejścia do strefy euro], jeżeli będziemy tego bardzo chcieli. Jeżeli chodzi o potencjał wzrostu naszego eksportu, to możemy liczyć, że ta dynamika się utrzyma, tym bardziej, że zmiany relacji kursowych między euro i dolarem są korzystne dla polskiej gospodarki. [...] Jeżeli będziemy mieli do czynienia ze spokojnym wzrostem dynamiki popytu wewnętrznego, to wzrost podobny do ubiegłorocznego jest możliwy. Oczywiście są zagrożenia związane z Irakiem, a to zawsze utrudnia handel międzynarodowy. Zagrożeniem na rynku międzynarodowym jest koniunktura w Europie i na świecie. Ona w ubiegłym roku była słaba, a jej poprawa się oddala. [...] Wzrost eksportu może być nawet większy niż w ubiegłym roku, jeżeli konflikt iracki rozwiąże się szybko i będzie poprawa koniunktury. W tej chwili ważne jest, czy obecne stopy procentowe są odpowiednie do tego, co się będzie działo w 2004 r. Fakt, że inflacja przez najbliższe kilka miesięcy będzie niska, nie jest powodem do zmiany stóp procentowych. Najważniejszy jest poziom inflacji w przyszłym roku. [...] Nie oznacza to oczywiście, że stopy procentowe już zawsze będą takie, jak obecnie. Obecnie w ocenie RPP, są na odpowiednim poziomie, która to ocena musi uwzględniać różne czynniki niepewności, gdyż pewne dostosowania gospodarcze przebiegają z opóźnieniem. Z całą pewnością im niższe są nominalne stopy procentowe, tym mniejsza przestrzeń do ich obniżek i większe ryzyko, że te obniżki mogłyby doprowadzić do zbyt szybkiego wzrostu popytu i w efekcie do wzrostu inflacji. [...] Na obecne decyzje o stopach procentowych nie wpływa poziom bieżącej inflacji. Jeżeli za bardzo obniżymy stopy procentowe, to wejdziemy w okres przyspieszenia gospodarczego ze zbyt niskimi stopami procentowymi, i nie będziemy w stanie zapobiec wzrostowi inflacji, gdyż dokonana wtedy podwyżka stóp wpłynęłaby na inflację dopiero po półtora roku. Przewidujemy, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie stabilna, a potem będzie lekko rosła. Na koniec roku inflacja wyniesie prawdopodobnie około 2%, a przez najbliższe miesiące powinna utrzymywać się na niskim poziomie. W tym roku chyba nie będzie czynników przyspieszających, które mogłyby spowodować wzrost inflacji, chyba, że mielibyśmy do czynienia z bardziej wyraźnym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego. Jedynie w bardzo optymistycznym scenariuszu można liczyć na przekroczenie w tym roku 3% PKB. Na razie sygnały ożywienia gospodarczego są dość nieśmiałe. W dalszym ciągu mamy do czynienia z ograniczoną dynamiką popytu inwestycyjnego. [...] Jeżeli ożywienie gospodarcze w przyszłym roku będzie stopniowe, to znaczy wyniesie około 4%, to nie stanowi to poważniejszego zagrożenia inflacyjnego. Jeżeli to przyspieszenie będzie gwałtowniejsze, to prawdopodobnie trzeba będzie myśleć o zaostrzeniu polityki pieniężnej niż o jej dalszym luzowaniu. Nie ma żadnego uzasadnienia merytorycznego, aby ograniczyć rezerwy rewaluacyjne. Mają one swój głęboki sens ekonomiczny. [...] Rozwiązanie rezerwy rewaluacyjnej z innych powodów, niż to przewidują obecnie obowiązujące zasady ich tworzenia i rozwiązywania oznaczałoby emisję pieniądza, a dodatkowa emisja pieniądza mogłaby oznaczać konieczność prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej.

Anonimowy członek RPP; PAP, 7 II

Kwestią, którą będziemy rozważać, może być obniżenie celu inflacyjnego na 2003 rok. Aby to miało sens, powinniśmy to zrobić w I połowie roku. [...] Na razie nie ma jeszcze tego w porządku obrad RPP w lutym.

Bogusław Grabowski, członek RPP; Reuters, PAP, 28 II

Dynamika eksportu jest znacznie wyższa niż dynamika importu, niż dynamika nominalnego PKB i znacznie wyższa niż dynamika importu naszych partnerów handlowych, co świadczy o tym, że konkurencyjność polskiego eksportu jest dobra i nie ma problemu z kursem walutowym. Nie ma na razie podstaw do prognozowania osłabienia dynamiki eksportu. Wydaje się, że słabsze niż się spodziewaliśmy ożywienie gospodarek europejskich jest kompensowane osłabieniem kursu (złotego) w ostatnich miesiącach, a w drugiej połowie roku powinno przyjść ożywienie u naszych partnerów handlowych. [W drugiej połowie roku] na ciągle dość dobrą dynamikę eksportu, pewnie w granicach około ośmiu punktów procentowych w euro nałoży się rosnąca dynamika importu, czyli ten wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego będzie słaby.

Nie ma żadnych rozmów pomiędzy NBP a ministerstwem o rezerwie rewaluacyjnej lub zmianie reguł rachunkowości. RPP nigdy nie zgodzi się na taki ruch. RPP nie zgodzi się nigdy na jakiegokolwiek inne niż w obecnym trybie rozwiązywanie lub zwiększanie rezerwy rewaluacyjnej, druk pustego pieniądza dla rozwiązywania potrzeb budżetu, który nie jest zdolny do samonaprawy, dlatego że naruszyłoby to konstytucyjne zadanie RPP i NBP. [...] Chcę przypomnieć, że to RPP jest wyłącznym organem, który może stanowić o tym, według jakich zasad rezerwa ta jest tworzona i rozwiązywana, a jakkolwiek próba zmian ustawowych w tym zakresie byłaby pogwałceniem niezależności banku centralnego, w ten sposób mogłoby to zagrozić procesowi akcesyjnemu Polski do Unii Europejskiej. [...] Rezerwa rewaluacyjna jest zapisem księgowym, a nie realnym zbiorem jakichkolwiek aktywów, dlatego jej rozwiązanie w części lub w całości dałoby bardzo negatywne, a w całości katastrofalne skutki monetarne, bo byłoby niczym innym, jak drukiem pustego pieniądza, emisją pustego pieniądza, ze wszystkimi konsekwencjami dla gospodarki z tym związanymi.

PAP, 27 II

Inflacja na koniec roku wzrośnie do ponad 2%.

Bieżący poziom inflacji, nie żadnego wpływu na politykę pieniężną, której efekty widoczne są po kilku kwartałach.

PAP, 26 II

Jesteśmy przy końcu luzowania stóp procentowych, ale jeżeli nadejście ożywienia będzie się opóźniało, to można sobie wyobrazić kontynuowanie strategii obniżek stóp procentowych małymi krokami.

TVN24, 19 II

Można byłoby wprowadzić jednolity podatek liniowy [...] w okolicach 20 proc. W jednym kroku trzeba zlikwidować większość albo wszystkie ulgi, zwolnienia i wyłączenia w systemie, i jednocześnie obniżyć obciążenie podatkiem dochodowym i zmniejszyć progresję podatkową. Nie wyobrażam sobie sytuacji, że minister finansów najpierw zlikwiduje ulgi i zwolnienia a później, jak przyspieszy wzrost gospodarczy, to obniży skalę podatkową. Najgorsze co może być dla gospodarki, to zwiększenie obciążenia podatkiem dochodowym, np. poprzez zlikwidowanie ulg i zwolnień bez zmniejszania skali opodatkowania wtedy, kiedy jest bardzo powolny wzrost gospodarczy. Teraz potrzebujemy bardzo silnego impulsu podatkowego pobudzającego wzrost gospodarczy.

W ciągu najbliższych miesięcy możemy mówić o niewielkich obniżkach stóp procentowych, a ich skala będzie zależała od realizacji scenariusza ożywienia, a to z kolei od ogólnej sytuacji gospodarczej na świecie. Inflacja w styczniu pokazuje to, co się już stało. My podejmujemy decyzje, które mają wpływ na gospodarkę po kilku-kilkunastu miesiącach. Inflacja, która w styczniu została zarejestrowana jest jednym z czynników, które pozwalają nam na prognozowanie tego, co będzie w przyszłości. W tym zakresie ona jest jakimś argumentem. Bardzo poważny wpływ na wskaźniki inflacji miesięcznej mają czynniki popytowe. Mamy deflację w cenach żywności [...] Tego typu deflacja, nie jest żadnym zagrożeniem dla gospodarki. [...] Deflacja jako zjawiska hamujące tempo wzrostu gospodarczego na pewno nam nie grozi.

Te dane [nt. produkcji przemysłowej] pokazują, że nasze prognozy, RPP, że tempo wzrostu gospodarczego w tym roku może się kształtować pomiędzy 2-3 proc. PKB. Wydaje mi się, będzie to bliżej 2 proc. niż trzech.

Gazeta Bankowa, 18 II	<p>O ile będzie nadwyżka w odpływie walut z tytułu obsługi długu zagranicznego i wpłaty składek unijnych ponad przychody walutowe budżetu, to rząd powinien kupować te waluty na rynku a nie w NBP, żeby nie kreować monetarnych konsekwencji tego faktu. Tyle że powinien to robić w sposób zapowiedziany, przejrzysty, transparentny. Żeby wszyscy uczestnicy rynków finansowych mieli pełną świadomość, mniej więcej jaka kwota zostanie zakupiona w przeciągu jakiegoś okresu czasu. [...] Niedopuszczalny i wręcz skandaliczny byłby zakup walut na przykład skoncentrowany w czasie, niedostosowany do terminów spłat, którego celem byłoby nie jak najtańsze pozyskanie walut a wywieranie wpływu na poziom kursu na rynku walutowym. Niedopuszczalna jest postawa ministerstwa, które odmawia potwierdzenia albo zaprzeczenia, czy coś już kupowało. Widać, że poprzez zwiększenie niepewności na rynku finansowym rząd chce oddziaływać na poziom kursu walutowego. To do niczego nie prowadzi. Rząd nie jest w stanie trwale obniżyć poziom kursu walutowego inaczej niż przez trwałe zmniejszenie wiarygodności inwestycyjnej Polski. Tylko że wtedy wylewamy dziecko z kąpielą.</p> <p>My mówimy o tym, że inflacja może lekko przyspieszyć, ale nie wystrzeli w górę i nie wymknie się spod kontroli. Niemniej jednak trzeba pamiętać o tym, że my nie jesteśmy bankiem centralnym, który by już mógł sobie pozwolić na normalną politykę pieniężną, wzdłuż cyklu koniunkturalnego. My kończymy proces permanentnej dezinflacji i stabilizacji inflacji na niskim poziomie. Dlatego opłaca się być ostrożnym w polityce pieniężnej.</p> <p>Nie widzę teraz miejsca ani powodu do jakiegokolwiek zmiany celu inflacyjnego na ten rok. Bezpośredni cel inflacyjny polega na trafianiu inflacją w cel, a nie celem w inflację. Jeśli to się nie uda, rolą banku centralnego jest wiarygodne przedstawienie powodów, dla których cel nie został wykonany i opisanie reakcji polityki pieniężnej na taką sytuację. To wszystko. Sądzę, że RPP – mimo, że nie trafiła w cel krótkookresowy – jest wiarygodna. Dowodem jest to, że mamy rosnącą z roku na rok siłę oddziaływania na oczekiwania inflacyjne.</p>
Cezary Józefiak, członek RPP; PAP, 13 II	[Zakup walut obcych przez rząd na rynku] Jest to czynnik hamujący wpływający na aprecjację złotego. Nie tworzy to żadnego trendu, a wpływa na fluktuację i nie należy przesadzać także z wpływem na inflację.
Janusz Krzyżewski, członek RPP; Reuters, 28 II	[O wykorzystaniu części rezerwy rewaluacyjnej] Byłby to impuls nadmiernej podaży pieniądza, byłoby to ryzykowne i bank centralny nie brał tego pod uwagę w swoich założeniach polityki pieniężnej zarówno tegorocznych jak i średniookresowych. [...] Naruszałoby to też prawo, bo w założeniach polityki pieniężnej, które są dla nas wiążące zgodnie z Konstytucją, taka ewentualność nie została uwzględniona.
ISB, 13 II	Może zbyt optymistycznie postrzegano polską gospodarkę, co teraz przeradza się w rozczarowanie, a więc wyhamowanie zainteresowania polskimi papierami. Słabe są zachęty do otwierania długich pozycji na złotym. Dużo mogło też zadziałać zastosowanie węgierskiego przykładu, ponieważ minister finansów Grzegorz Kołodko bardzo dużo o takich rzeczach mówi. Jest niepokój, czy on tego w końcu nie wymusi na Balcerowiczu. [...] Trudno jednak mieć do ministra o to pretensje, bo upatruje on w słabym złotym nadzieję na impuls przyspieszający wzrost, co nie jest mi bliskim poglądem.
PAP, 11 II	Uważam, że obniżyliśmy stopy do tego stopnia, aby osiągnąć około 2% inflacji i ten cel byłby osiągnięty w tych warunkach, gdyby nie zewnętrzne czynniki dekonunktury, które powodują, że ceny spadają głębiej. To co osiągnęliśmy obniżając stopy ukierunkowuje nas na poziom 2% [w grudniu br.], choć nie zdziwiłby jeśli będzie to 1,6%.
Dariusz Rosati, członek RPP; Rzeczpospolita, 28 II	Banki nie zabiegają o klientów indywidualnych, bo mają alternatywne możliwości lokowania swoich pieniędzy. Nie są pod żadną presją, która skłoniłaby ich do konkurencji na tym rynku. Jest to również próba odrobienia strat spowodowanych udzieleniem złych kredytów, których odsetek wzrósł do ponad 20%. [...] Sytuacja może się poprawić wraz ze zmianą ogólnej koniunktury gospodarczej, czyli nie wcześniej niż w drugiej połowie roku. Osobiście nie sądzę jednak, żeby kredyty konsumpcyjne zaczęły tanieć. Na całym świecie są one droższe od kredytów dla przedsiębiorstw.
Polskie Radio 1, 27 II	[3,5% wzrost PKB w br.] To jest absolutnie górna granica najbardziej optymistycznych już w tej chwili prognoz. Jeszcze kilka miesięcy temu byłem skłonny uważać, że jest to cel ambitny, ale realny. Natomiast na podstawie najnowszych danych, zwłaszcza dotyczących rozwoju sytuacji gospodarczej w Niemczech i w innych krajach europejskich wiele wskazuje, że ożywienie na zachodzie Europy przyjdzie później i w związku z tym u nas również będzie trochę wolniejszy wzrost.
Puls Biznesu, 25 II	Ogólnie mówiąc przechodzimy na ciągły cel inflacyjny. Inflacja jest już tak niska, że głównym celem polityki pieniężnej powinna być stabilizacja na osiągniętym niskim poziomie. Do tego celu dostosujemy nasze instrumenty i sposoby pomiaru. Będziemy zmuszeni stopniowo przestawić się na cel zgodny ze sposobem pomiaru inflacji w UE, czyli na zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP). Zakładamy, że do momentu wejścia do ERM2 kurs walutowy pozostanie płynny, a potem będziemy ten system wprowadzali z możliwie najszerszym pasmem wahań. Spadek cen żywności przez dwa kolejne lata to rzecz bardzo nietypowa i nie można oczekiwać, że ten trend będzie utrzymywał się w kolejnych latach. Jednak głównym powodem niskiej inflacji była słaba aktywność gospodarcza, wywołana m.in. wysokimi stopami procentowymi.
ISB, 21 II	Żyjemy w wolnym kraju i Grzegorz Kołodko ma prawo robić, co chce, pod warunkiem, że działa w granicach prawa i nie podważa zaufania do kraju. Interwencje werbalne są normalną praktyką. Ale trwałe osłabienie kursu złotego jest możliwe tylko poprzez zasadnicze obniżenie wiarygodności Polski. Obecne zaklanie złotego, zapowiedzi interwencji ze strony rządu jest działaniem na krótką metę. Przez pół roku kurs naszej waluty może się wahać, ale w dłuższym okresie tendencje strukturalne zwyciężą. Złoty będzie się umacniał ze względu na wejście do UE. Im szybciej rząd zdecyduje, w którym roku chcemy wejść do strefy euro, tym szybciej będziemy wiedzieli, jak kształtować politykę pieniężną, aby nie nakładać niepotrzebnych kosztów na gospodarkę dusząc inflację nadrestrykcyjną polityką, podczas gdy termin przyjęcia euro będzie odsuwany w czasie.
	Pilnowanie inflacji na poziomie kryterium z Maastricht w naszej sytuacji gospodarczej wymaga prowadzenia restrykcyjnej polityki monetarnej cały czas, permanentnie to jest szkodliwe do wzrostu.
	W ogóle spełnienie nominalnej konwergencji wymaga restrykcyjnej polityki monetarnej, czyli utrzymywania stóp procentowych na wyższym poziomie niż poziom spójny z pełnym zatrudnieniem i wykorzystaniem możliwości rozwojowych, a dla ścieżki wzrostu oznacza, że jest ona suboptymalna, czyli że nie doganiamy krajów UE. Bank centralny jest już gotowy na takie rozmowy i chciałby, aby jak najszybciej zaczęły się one z resortem finansów. Wydaje się jednak, że ministerstwo nie jest jeszcze gotowe do takich rozmów. Jeżeli politycznie uznamy, że ograniczenie deficytu w 2006 do poziomu poniżej 3,0% jest niemożliwe to wspólną decyzją NBP i rządu powinno być ustalenie dalszej daty.
PAP, 19 II	Problem z ograniczaniem deficytu budżetowego ma jedynie podłoże polityczne, gdyż w Polsce nie można zmniejszyć deficytu bez redukcji wydatków, czyli ograniczenia części przywilejów. Kwestie związane z możliwością ograniczenia popytu wewnętrznego nie odgrywają większej roli. My według normy ESA 95 mamy teraz deficyt 4,3-4,4%, więc zejście w ciągu dwóch lat do poziomu 3% jest z pewnością możliwe Dane [o produkcji przemysłowej] potwierdzają trend z ostatnich miesięcy, że jest ożywienie, ale bardzo anemiczne. Są spójne z informacjami, które do tej pory są, czyli niski poziom inflacji, niskie tempo agregatów pieniężnych, słabe ożywienie w przemyśle i być może sezonowy spadek zatrudnienia w przemyśle.



PAP, 17 II	Są to w pewnym sensie zaskakujące dane [o inflacji w styczniu], bo od dwóch miesięcy mieliśmy rosnące ceny ropy. To świadczy, że nie ma żadnych zagrożeń inflacji, a nawet wzrost płac, jaki mieliśmy w styczniu nie przełożył się na inflację. Nie ma zagrożeń celu inflacyjnego w tym i w przyszłym roku jednak sytuacja jest na tyle niepewna, że na koniec roku wszystko jest możliwe. [...] Możemy mieć jeszcze spadek wskaźnika inflacji. W kwietniu może być nawet niższa inflacja niż obecnie. Po kwietniu przypuszczam, że będziemy mieli wzrost inflacji.
PAP, 10 II	Wcześniej wypowiadałem się, że jeżeli nie będzie odwrócenia tendencji inflacyjnej, to będzie przestrzeń do obniżek stóp procentowych, trzeba być jednak ostrożnym, biorąc pod uwagę to, że stopy są obecnie dość niskie, a także, że istnieje niepewność związana z kształtowaniem się cen ropy naftowej, będąca wynikiem ewentualnego konfliktu z Irakiem.
PAP, 5 II	[Nowy] Cel średniokresowy będzie ciągły. [...] Gdyby okazało się, że inflacja z powodu szoku zewnętrznego czy podażowego wychyla się poza ten przedział, to polityka pieniężna nie musiałaby od razu reagować. [...] Natomiast reagowałaby tylko wówczas, kiedy wychylenia inflacji miałyby przyczyny popytowe bądź też szok podażowy mogłyby się przełożyć na oczekiwania i spiralę cenowo - płacową. Jest to proces powolnego dostosowywania się, by nie wywoływać niepotrzebnego zamieszania. Lepszy jest cel ciągły, bo pozwala ocenić politykę pieniężną w pewnej perspektywie, nie wymaga tłumaczenia się z tego, że w grudniu akurat było źle, natomiast w lutym i listopadzie było dobrze. Strategia NBP będzie również zakładała stopniowe zbliżanie się do wskaźnika cen stosowanego w UE. Nie jest to na najbliższy rok czy dwa, ale zakładamy stopniowe odejście od CPI na rzecz zharmonizowanego indeksu. [...] Strategia ta będzie również zakładała stopniowe odejście od wskaźnika dwunastomiesięcznego do wskaźnika średniorocznego, bo będziemy rozliczani przy wejściu do strefy euro z wykonania inflacji na podstawie wskaźnika średniorocznego, a nie dwunastomiesięcznego. [...] Chcemy liczyć wskaźnik HICP już od teraz, ale będzie to informacja dodatkowa. Stopniowo, jak się rynek do tego przyzwyczai, przyszła Rada będzie zwiększała jego znaczenie.
Reuters, 3 II	Żałuję, że Kołodko nie zrobił tych reform [strukturalnych, zmniejszających deficyt finansów publicznych] w ciągu dwóch miesięcy od swojego wejścia do rządu. Przyszedł do rządu zupełnie nieprzygotowany. Przedstawił dwie ustawy zupełnie kompromitujące, a wszystkie ważne rzeczy zostawił sobie na później. Kiedy nowa Rada wejdzie za rok, gospodarka będzie rosła w tempie 4%, bezrobocie będzie spadało, inflacja będzie na niskim poziomie, stopy też chyba spadną. Widzę niewielkie zagrożenie z tej strony [aby decyzje RPP mogłyby być determinowane presją polityczną, co miałyby niekorzystny wpływ na gospodarkę].
Grzegorz Wójtowicz, członek RPP; PAP, 28 II	Także w tym roku dynamika eksportu powinna się zwiększyć o około 10 proc. Dane o imporcie wskazują na powolne odbicie gospodarki, które jednak w całym roku nie przekroczy 2,8 proc., a w pierwszym kwartale wyniesie około 2 proc. Takie posunięcie [wykorzystania części rezerwy rewaluacyjnej] zdecydowanie oddaliłoby nas od wejścia do strefy euro, gdyż musielibyśmy raz jeszcze robić to, co już zrobiliśmy, czyli znów obniżyć inflację. [...] To jest nic innego jak propozycja dodrukowania pieniędzy, na co nikt się nie decyduje w sytuacji, gdy należy szanować własny pieniądź. Tego rodzaju posunięcie zniweczyłoby politykę budowania zaufania do złotego, co trwało wiele lat. [...] To skutkowałoby na pewno wzrostem inflacji, w zależności od wielkości kwoty wchodzącej w grę. Byłby to także cios w złotego i osłabienie złotego.
PAP, Reuters, 26 II	Cel inflacyjny na ten rok nie został zmieniony i to jest odpowiedź na pytanie, czy Rada boi się deflacji. Wszystko wskazuje na to, że I kw. wzrost PKB będzie podobny do IV kw. [...] Może wynieść około 2%. W całym roku [2003] skłaniam się do wzrostu na poziomie 2,5-2,8%.
Konferencja prasowa RPP, 26 II	Pomylić statystyczny efekt deflacji ze zjawiskiem deflacji to tak jakby pomylić krowę z koniem.
PAP, Reuters, ISB, 17 II	Deflacja zrobiła się modna, ale twierdzenie takie jest nieuzasadnione, a przynajmniej przedwczesne. Polska nie należy do krajów, w których popyt spada, a trzeba pamiętać, że ceny kształtują się przede wszystkim pod wpływem podaży i popytu. Deflacja może wystąpić w przypadku spadku popytu, tymczasem w Polsce popyt konsumpcyjny rośnie.
Wiesława Ziłkowska, członek RPP; PAP, 13 II	Jest duże prawdopodobieństwo, że inflacja będzie się kształtowała poniżej dolnego przedziału celu wynoszącego 2-4%. Ale istnieje pewne ryzyko, które jest głównie związane z cenami ropy i z tym co się będzie działo w obszarze rolnictwa. [...] Jeśli przyjąć, że inflacja będzie nieco poniżej dolnego przedziału celu inflacyjnego, to korygowanie tego celu o 0,5-1,0 pkt proc. w dół nie ma racji bytu.
Adam Czyżewski, dyr. dep. analiz NBP; Gazeta Bankowa, 11 II	Największe kłopoty mamy z przewidywaniem decyzji konsumentów i inwestorów, a więc z popytową stroną gospodarki. Powodem jest skąpość informacji. Przy kwartalnych prognozach popytu konsumpcyjnego okazywało się ostatnio, że rósł on zdecydowanie szybciej, niż przewidywaliśmy, odwrotnie było z popytem inwestycyjnym. Zupełnie nieźle potrafimy natomiast prognozować wzrost PKB, który jest wypadkową jednego i drugiego. Od dłuższego czasu przygotowujemy się do tego, żeby upubliczniać nasze prognozy, tak jak to robią inne banki centralne. [...] Nie wystarczy bowiem mieć narzędzia do prognozowania, muszą one przejść serię swoistych testów zaufania przeprowadzoną przez decydentów – w naszym przypadku przez RPP. [...] Akceptację trzeba zatem uzyskać już na etapie tworzenia narzędzi. Potem jest za późno. Gdy już mamy taki model, trzeba sprawdzić go „w boju”, czyli wykazać, że błąd <i>ex post</i> prognoz jest niewielki. Z tego powodu prace nad przygotowaniem modelu do publikacji prognozy trwają zwykle przynajmniej dwa lata.



INFORMACJA Z POSIEDZENIA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIACH 25-26 LUTEGO 2003

W dniach 25-26 lutego 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, w 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 potwierdzają się sygnały o utrzymywaniu się niskiej dynamiki popytu krajowego:
 - utrzymuje się niski wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw,
 - wystąpił dalszy spadek zatrudnienia,
 - 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, słabe były także w styczniu wyniki niemieckiego przemysłu,
- kolejny raz obniżeniu uległa bieżąca inflacja, niższe są oczekiwania inflacyjne osób fizycznych i analityków bankowych.

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.
- ryzyko dalszego wzrostu cen ropy naftowej w związku z groźbą konfliktu zbrojnego z Irakiem,
- systematyczny wzrost wskaźnika cen produkcji sprzedanej w przemyśle, który w styczniu osiągnął poziom 2,5%,
- potwierdzenie w styczniu tendencji do stopniowego wzrostu produkcji przemysłowej.

Rada Polityki Pieniężnej postanowiła, że:

- **oprocentowanie kredytu lombardowego zostaje obniżone z 8,50% do 8,00% w skali rocznej;**
- **stopa redyskonta weksli zostaje obniżona z 7,25% do 6,75% w skali rocznej;**
- **Narodowy Bank Polski będzie prowadził 14-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności nie niższej niż 6,25% 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.

Rada Polityki Pieniężnej przyjęła "Strategię Polityki Pieniężnej po 2003 roku".

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

I. Ocena sytuacji gospodarczej

W styczniu i lutym br. ryzyko polityczne nadal kształtowało nastroje konsumentów i podmiotów gospodarczych w USA i krajach strefy euro. Pogorszenie nastrojów dotyczyło przede wszystkim konsumentów. Zarówno w USA, jak i w Europie obniżyły się wskaźniki zaufania gospodarstw domowych (w USA wskaźnik Uniwersytetu Michigan spadł z poziomu 86,7 w grudniu 2002 r. do 82,4 w styczniu 2003 r., a wskaźniki Komisji Europejskiej dla takich krajów, jak: Francja i Wielka Brytania spadły odpowiednio: z .17 i -6 w grudniu 2002 r. do .20 i .9 w styczniu br.).

Nastroje kół biznesu, zarówno w USA, jak i w strefie euro nie wykazały w styczniu br. poprawy. Jednak, podobnie, jak w IV kwartale 2002 r., nastroje przedsiębiorstw amerykańskich są w br. lepsze aniżeli w strefie euro.

Znalazło to swoje potwierdzenie w słabych wynikach sektora przemysłu przetwórczego w głównych gospodarkach strefy euro (przykładowo w grudniu 2002 r. produkcja przemysłu przetwórczego Niemiec obniżyła się o 0,5% w stosunku do grudnia 2001 r., wobec wzrostu o 2,8% w listopadzie (r/r), także wskaźniki obrazujące napływ nowych zamówień dla przemysłu nie wykazały w styczniu br. istotnej poprawy).

Słaby popyt sektora produkcyjnego oddala oczekiwany moment przełamania . utrzymującej się od II kwartału 2001 r. - ujemnej dynamiki inwestycji w strefie euro.

W dalszym ciągu czynnikiem o dużym stopniu niepewności jest kształtowanie się światowych cen ropy naftowej. W styczniu 2003 r. średnia cena ropy Brent wyniosła 31,3 USD za baryłkę, była więc o blisko 10% wyższa w porównaniu z grudniem ub.r. i o ponad 60% wyższa w porównaniu ze styczniem 2002 r.

Na dalszy wzrost cen ropy oddziaływały, podobnie jak w poprzednim miesiącu, przede wszystkim czynniki polityczne . ewentualna wojna z Irakiem oraz trwający trzeci miesiąc strajk w sektorze naftowym w Wenezueli. Zagrożenie wojną w Zatoce Perskiej budzi poważne obawy o ciągłość dostaw ropy z tego regionu. Jak dotychczas sytuacja polityczna nie wpływa na zmniejszenie poziomu produkcji. W styczniu 2003 r. dostawy ropy z Iraku przebiegały bez zakłóceń (wyniosły one 2,5 mln b/d).

Z powodu sytuacji w Wenezueli zapasy ropy w krajach OECD zmniejszyły się w styczniu br. o 90 mln baryłek i wyniosły 2,5 mld baryłek, osiągając najniższy od pięciu lat poziom. Zmniejszył się również zapasy produktów naftowych, zwłaszcza oleju opałowego co związane jest z utrzymującymi się mrozami w północno-wschodniej części USA. Niski poziom zapasów powoduje dodatkową, obok ryzyka politycznego, presję na wzrost cen ropy.



W styczniu br. nie uległy zmianie dotychczasowe tendencje w produkcji przemysłu. Wzrost produkcji przemysłowej ogółem, w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzedniego roku, obniżył się z 5,1% w grudniu do 4,2%, a tempo wzrostu przemysłu przetwórczego obniżyło się z 6,7% w grudniu ub.r. do 4,7% w styczniu br., ale wynikało to raczej z wpływu czynnika losowego związanego ze zwykłymi w tym okresie zaburzeniami klimatycznymi, niż ze zmianami głównych czynników wpływających na poziom produkcji. Sprzedaż działu przemysłu „wytworzenie i zaopatrywanie w energię, gaz, wodę”, która w kolejnych miesiącach drugiego półrocza 2002 r. nie przekraczała poziomu sprzed roku, w styczniu br. była o 2,6% większa niż w analogicznym miesiącu ub.r.

Spośród 29 działów przemysłu wzrost produkcji zanotowano w 18, spadek w 11. Podobnie jak w poprzednich miesiącach najwyższe wzrosty produkcji notuje się w przemysłach o wysokim i rosnącym udziale sprzedaży na eksport.

Styczniowe mrozy przyczyniły się do dalszego obniżenia poziomu produkcji budownictwa. Spadek produkcji w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzedniego roku ponownie przekroczył 10%.

W grudniu 2002 r. ponownie obniżył się deficyt na rachunku obrotów bieżących - o 50 mln EUR w porównaniu z grudniem 2001 r. Był to wynik zwiększenia się dodatniego salda niesklasyfikowanych obrotów bieżących, zmniejszenie deficytu obrotów towarowych oraz wzrost nadwyżki transferów bieżących; powiększyło się natomiast ujemne saldo dochodów i usług.

Deficyt obrotów towarowych zmniejszył się w grudniu 2002 r. w porównaniu do grudnia 2001 r. o 76 mln EUR, co wynikało z szybszego wzrostu eksportu (o 14,3% w porównaniu z grudniem 2001 r.) niż importu (o 8,6%). W całym 2002 r. wartość wpływów z eksportu wyrażona w euro była o 2,9% wyższa w porównaniu z 2001 r., natomiast wartość wydatków na import była o 2,4% niższa niż przed rokiem.

Zarówno dynamika eksportu, jak i importu wyraźnie przyspieszyła w IV kwartale ub.r. W tym okresie (w porównaniu do analogicznego okresu roku 2001) eksport zwiększył się o 7,4%, a import o 2,7%.

Podobnie, jak dane statystyki płatniczej, również dane statystyki rzeczowej wskazują na przyspieszenie obrotów w końcu 2002 r. Wstępne dane po 11 miesiącach wskazują, że w porównaniu do analogicznego okresu 2001 r., eksport w 2002 r. zwiększył się o 6,8%, a import o 3,7%.

Od początku 2002 r. najwyższy wzrost sprzedaży za granicę charakteryzuje maszyny i sprzęt transportowy. Podobna tendencja utrzymywała się również w IV kwartale ub.r. Wysoka dynamika eksportu w tej grupie była w tym czasie przede wszystkim wynikiem zwiększenia sprzedaży części samochodowych, statków (głównie w ramach usług remontowych) oraz samochodów osobowych (gdzie powstrzymana została tendencja spadku wartości eksportu obserwowana przez blisko 1,5 roku).

Ożywienie eksportu w IV kwartale ub.r. było wynikiem dalszego wzrostu sprzedaży do krajów rozwiniętych, w tym zwłaszcza do krajów Unii Europejskiej. Włoch i Wlk.Brytanii. Utrzymała się również wysoka dynamika eksportu do Francji. Natomiast ponownie obniżył się eksport do Niemiec. Podobnie, jak w III kwartale 2002 r., zaobserwowano znaczne wyhamowanie wzrostu eksportu do krajów WNP.

Z badań GUS przeprowadzonych pod koniec stycznia br. na próbie ok. 6 tys. przedsiębiorstw - wynika, że stan koniunktury nie jest uznawany za dobry, o czym świadczą ujemne wartości wskaźników dotyczących różnych aspektów sytuacji gospodarczej (m. in. popytu krajowego i zagranicznego, portfela zamówień, ilości sprzedanych towarów, poziomu produkcji, zdolności przedsiębiorstw do regulowania zobowiązań finansowych, opóźnienia płatności).

Na podkreślenie zasługuje jednak fakt, że coraz mniejsza jest przewaga ocen negatywnych nad pozytywnymi - zwłaszcza w sekcji przetwórstwo przemysłowe. Jest to wyraźnie widoczne w porównaniu z analogicznym miesiącem ubiegłego roku, a w niektórych przypadkach również w porównaniu ze styczniem 2001 r. (np. ocena sytuacji finansowej w przetwórstwie przemysłowym i w handlu oraz ocena popytu w przetwórstwie i ilości sprzedanych towarów w handlu).

W przewidywaniach na najbliższe trzy miesiące ujemne wskaźniki utrzymują się głównie w budownictwie i handlu, choć są one mniej negatywne niż w tym samym miesiącu rok wcześniej.

Optymistyczne przewidywania na temat przyszłości dominują natomiast w wypowiedziach przedsiębiorców w sekcji przetwórstwo przemysłowe (wskaźniki przybierają dodatnie wartości). Szczególnie korzystne są prognozy kształtowania się popytu na wyroby tej sekcji „w styczniu br. wskaźnik osiągnął jeden z wyższych poziomów notowanych od dwóch lat. Według opinii przedsiębiorstw przemysłowych poprawi się też popyt zagraniczny. Należy jednak zauważyć, że przewidywania dotyczące popytu zagranicznego podlegają z miesiąca na miesiąc silnym wahaniom, co jest zrozumiałe w świetle politycznej sytuacji na świecie.

We wszystkich sekcjach przedsiębiorcy są zgodni w opinii o utrzymywaniu się w najbliższym czasie spadkowej tendencji cen i zatrudnienia.

II. Sytuacja w sektorze finansów publicznych

W styczniu br. sytuacja finansowa budżetu państwa kształtowała się korzystniej niż w analogicznym okresie ub. r. Zanotowano znacznie wyższe dochody zarówno podatkowe, jak i niepodatkowe, ponadto niższe były wydatki. W efekcie deficyt budżetowy ukształtował się poniżej wielkości ze stycznia ub. r. - o 2,8 mld zł, osiągając 3,36 mld zł.

Wysoką dynamiką roczną charakteryzowały się zarówno wpływy z podatków pośrednich (115,9%), jak i podatków od osób prawnych (145,3%). Są to kategorie dochodów budżetowych najbardziej wrażliwe na koniunkturę gospodarczą, można zatem przypuszczać, iż ich wzrost, w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego, częściowo wynika z poprawy sytuacji gospodarczej. Utrzymująca się niska dynamika dochodów od osób fizycznych (102,6%) jest odzwierciedleniem sytuacji na rynku pracy. Wzrost dochodów niepodatkowych można przypisać dodatkowym wpływom z opłaty restrukturyzacyjnej.

Wydatki budżetu państwa w styczniu br. były niższe niż w latach ubiegłych. Ukształtowały się one na poziomie 15,7 mld zł, tj. o 8,7% niżej niż w styczniu ub.r. Stopień realizacji planu wyniósł 8,1% i był znacząco niższy od notowanych w dwóch ostatnich latach.

Szacuje się, iż deficyt ekonomiczny całego sektora finansów publicznych wyniesie w 2003 roku ok. 5,2% PKB, co oznacza nieznaczne jego ograniczenie w porównaniu do roku ubiegłego.

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

W styczniu 2003 r. w porównaniu do grudnia 2002 r. podaż pieniądza M3 zmniejszyła się o 3,7 mld zł (1,1%). Roczne tempo wzrostu agregatu M3 wyniosło w styczniu -1,4%. Tak niskie tempo wzrostu M3 jest statystycznym efektem przesunięć w strukturze depozytów wywołanych wprowadzeniem opodatkowania dochodów odsetkowych w listopadzie 2001 r. Głównym czynnikiem decydującym o spadku M3 w styczniu było typowe dla tego miesiąca zmniejszenie stanu depozytów przedsiębiorstw o 2,6 mld zł (4,7%). W porównaniu ze styczniowymi spadkami z lat poprzednich tegoroczny spadek depozytów przedsiębiorstw był jednak znacznie słabszy. Zmniejszeniu uległ także poziom gotówki w obiegu (o 0,6 mld zł, -1,3%). Spadek gotówki, typowy dla stycznia, również był słabszy niż w latach poprzednich. Roczne tempo wzrostu gotówki już od pięciu miesięcy kształtuje się na poziomie około 14%. Depozyty gospodarstw domowych, zwykle zwiększające się w styczniu wskutek sezonowości wypłat dodatkowych wynagrodzeń i innych



świadczeń, w styczniu br. uległy zmniejszeniu o 0,9 mld zł (0,5%). Roczne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych wchodzących w skład M3 spadło do poziomu -5,5%, po uwzględnieniu depozytów o terminach zapadalności powyżej 2 lat wynosi ono około 1%.

Po stronie czynników kreacji pieniądza - roczne tempo wzrostu należności od gospodarstw domowych od 6 miesięcy kształtuje się na stałym poziomie ok. 8% (w styczniu wyniosło 8,7%), roczne tempo wzrostu należności od przedsiębiorstw również od pół roku utrzymuje się na niskim poziomie ok. 1% (1,1% w styczniu).

Kurs złotego charakteryzował się w styczniu br. dużą zmiennością. W pierwszej połowie miesiąca widoczna była lekka tendencja aprecjacyjna, której sprzyjały oczekiwania inwestorów na redukcję stóp procentowych. Do pogorszenia nastrojów na rynku i spadku kursu złotego doszło w drugiej połowie stycznia pod wpływem interwencji walutowych Banku Węgier mających na celu osłabienie forinta. Niepewność na rynku walutowym i wzrost wahań kursu polskiej waluty wzmacniały dodatkowo, mające na celu osłabienie złotego, interwencje werbalne Ministerstwa Finansów.

IV. Ceny, oczekiwania inflacyjne

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły w styczniu br. o 0,4% (wobec 0,1% przed miesiącem i 0,8% przed rokiem). W skali dwunastu miesięcy wzrost cen konsumpcyjnych uległ dalszemu osłabieniu i wyniósł 0,4%. Na tak niskie ukształtowanie się tego wskaźnika wpłynął spadek cen żywności i napojów bezalkoholowych (w skali roku o 3,5 pkt. proc.), napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (spadek o 3,4 pkt. proc.) oraz spadek cen odzieży i obuwi (o 1,4 pkt. proc.). W skali roku wzrost cen nastąpił natomiast w transporcie (o 5,7 pkt. proc.), głównie w wyniku znacznego podwyższenia cen paliw oraz w zakresie użytkowania mieszkań oraz nośników energii (o 3,9 pkt. proc.).

Prezentowane dane CPI za styczeń br. ze względu na coroczną zmianę systemu wag (dostosowanie wag do struktury wydatków gospodarstw domowych w poprzednim roku) mają charakter wstępny. Komunikat GUS na temat CPI za styczeń br. nie zawiera również szczegółowych wskaźników cen, co uniemożliwia obliczenie wskaźników inflacji bazowej.

Dwunastomiesięczny wskaźnik wzrostu cen produkcji sprzedanej w przemyśle wyniósł 2,5%. Ceny wzrosły we wszystkich sekcjach. Najbardziej podnieśli swoje ceny producenci w tych sekcjach, w których działają ograniczone mechanizmy rynkowe. I tak: w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę ceny wzrosły o 6,4%, a w górnictwie i kopalnictwie o 3,2%. W sekcji przetwórstwo przemysłowe ceny wzrosły o 1,9%. Styczeń był piątym z kolei miesiącem, w którym zanotowano spadek cen produkcji budowlano-montażowej. Spadły one o 0,6% w porównaniu do grudnia ub.r., a w skali dwunastu miesięcy zmniejszyły się o 0,4%.

W lutym br. struktura odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop, na podstawie której analizowane są oczekiwania inflacyjne osób prywatnych, uległa nieznacznej poprawie z punktu widzenia wpływu na wynik kwantyfikacji oczekiwanej stopy inflacji. Towarzyszył temu spadek stopy inflacji bieżącej. W wyniku oddziaływania obu tych czynników skwantyfikowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w lutym br. obniżyła się w stosunku do pomiaru ze stycznia br. i osiągnęła poziom 0,6%.

W lutym br. oczekiwana przez analityków bankowych stopa inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc roku następnego (tj. w styczniu 2004 r.) obniżyła się o 0,3 pkt. proc. i wyniosła 2,3%, a średnioroczna stopa inflacji przewidywana na 2004 r. wyniosła 2,5% i była niższa o 0,2 pkt. proc. od przewidywań ze stycznia br. Oczekiwana stopa inflacji na koniec 2003 r. wyniosła 2,3%.



Pod lupą: Rząd i polityka

- **Rozpad koalicji - rząd mniejszościowy przetrwał pierwszy test w parlamencie**
- **Czy Kołodko znajdzie w rządzie poparcie dla swojego programu naprawy finansów publicznych?**
- **Czy premier rozważa likwidację RPP?**
- **Prezydent podpisał ustawę o Narodowym Funduszu Zdrowia**

Rozpad koalicji - nowi ministrowie w rządzie

Ostatni dzień lutego br. był ostatnim dniem trwania koalicji rządzącej w składzie z PSL. Od początku marca funkcjonuje w Polsce rząd mniejszościowy. Ewentualne konsekwencje tego faktu dla polityki gospodarczej, w szczególności dla możliwości przeprowadzenia reformy finansów publicznych, przedstawiamy w *Temacie miesiąca*.

Rozpad koalicji wymusił zmiany w składzie Rady Ministrów. W miejsce odwołanego wicepremiera i ministra rolnictwa Jarosława Kalinowskiego oraz ministra ochrony środowiska Stanisława Żelichowskiego premier Leszek Miller powołał odpowiednio Adama Tańskiego oraz Czesława Śleziaka. Obaj nowi ministrowie mają duże doświadczenie na polskiej scenie politycznej - Tański był już ministrem rolnictwa w najbardziej liberalnym polskim rządzie Krzysztofa Bieleckiego w 1991 r., a Śleziak pełnił przed rozpadem koalicji funkcję wiceministra w podległym mu obecnie resorcie. Adam Tański postrzegany jest bardziej jako technokrata niż polityk, co może sugerować, że minister finansów może w nim znaleźć sprzymierzeńca w planowanej reformie systemu emerytalno-rentowego rolników (KRUS). Choć nie ma wątpliwości, że Tański ma odpowiednie kompetencje, aby pełnić funkcję ministra rolnictwa, to trudno powiedzieć, czy poradzi sobie z toczącymi się protestami rolników.

Rząd przetrwał pierwszą próbę, następne wkrótce

Mniejszościowy rząd SLD-UP zdążył już przejść pomyślnie pierwszy test w parlamencie. Sejm nie zgodził się na uzupełnienie porządku obrad o głosowanie nad uchwałą, wzywającą premiera Leszka Millera do podania się do dymisji. Niemniej jednak, można się zastanawiać czy wydarzenie to było faktycznie sukcesem rządu, czy raczej porażką opozycji, ponieważ wniosek został odrzucony większością 221 głosów przeciwko 202, przy ponad 30 posłach opozycji nieobecnych na sali. Przed rządem stoją następne istotne głosowania, ponieważ opozycja

będzie prawdopodobnie zgłaszała kolejne projekty uchwał i rezolucji wymierzone przeciwko rządowi. Najważniejsze będzie głosowanie nad wotum nieufności wobec wicepremiera Marka Pola (wniosek w tej sprawie został już złożony i głosowanie nad nim odbędzie się prawdopodobnie na posiedzeniu Sejmu w dniach 26-28 marca). Z poprzedniego głosowania o wotum nieufności we wrześniu ub.r. Marek Pol wyszedł obronną ręką, jednak wówczas koalicję współtworzył PSL, który teraz znalazł się w opozycji wobec rządu i samego Marka Pola, co pokazało głosowanie w sprawie wprowadzenia winiet. Dlatego tym razem rezultat może być niekorzystny dla rządu. Powoduje to, że ryzyko polityczne pozostanie w marcu wysokie.

Czy premier sugeruje likwidację RPP?

„To jest pytanie, czy nie dokonać zmian w Konstytucji, likwidując Krajową Radę (Radiofonii i Telewizji) czy Radę Polityki Pieniężnej” – powiedział premier Leszek Miller w jednym z wywiadów dla radia publicznego. Wypowiedź ta wywołała falę komentarzy, czy rząd rozważa pozbycie się RPP i kiedy taka zmiana mogłaby nastąpić. Naszym zdaniem wypowiedź premiera nie oznacza jednak poważnych zamiarów rządu mających na celu likwidację RPP. Wydaje się raczej, że była to jedynie próba odwrócenia uwagi dziennikarzy od kłopotliwej sprawy Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji. Oczywiście jest, że pewnym momencie w przyszłości RPP przestanie istnieć, co będzie miało związek z przystąpieniem Polski do strefy euro. Z punktu widzenia rządu likwidacja Rady przed tym momentem wydaje się nie mieć sensu. Przede wszystkim, na początku 2004 r. zakończy się kadencja obecnych członków RPP i powołanych zostanie 9 nowych (Sejm, Senat i prezydent nominują po trzy osoby). Z tego względu można oczekiwać, że SLD będzie miała większy wpływ na politykę pieniężną, jeśli od początku 2004 r. będzie ona prowadzona przez nową Radę, a nie przez zarząd NBP kierowany przez Leszka Balcerowicza. Inne rozwiązania nie mogą być brane pod uwagę ze względu na uregulowania obowiązujące w Unii Europejskiej, które wykluczają wszelkie rozwiązania ograniczające niezależność banku centralnego. Dlatego uważamy, że perspektywa usunięcia RPP ze sceny krajowej polityki makroekonomicznej jest odległa i komentarze premiera Millera nie powinny być traktowane jako poważne zagrożenie obecnego układu instytucjonalnego w polskim banku centralnym. Likwidacja RPP przed wejściem Polski do strefy euro wydaje się mało realna.



Wypowiedzi członków rządu i polityków

Jak zwykle, najczęściej w sprawach gospodarczych wypowiadał się w mediach wicepremier i minister finansów Grzegorz Kołodko. I tak jak zazwyczaj robił to w sposób bardzo obrazowy, odwołując się m.in. do mitologii i praw fizyki. Między innymi, Kołodko nawiązując do prawa grawitacji powiedział, że również prawa ekonomii powinny spowodować, żeby irracjonalnie wysokie stopy procentowe spadły. Jednak naszym zdaniem należałoby się zastanowić czy może to prawo nie powinno być zastosowane raczej do innych parametrów makroekonomicznych, takich jak podatki, wydatki publiczne, deficyt budżetowy, dług publiczny, itd. Oczywiście większość wypowiedzi ministra finansów (podobnie jak jego zastępców) wiązała się z planowaną reformą finansów publicznych, której założenia przedstawiamy w *Temacie miesiąca*. W tym miejscu, należy zwrócić uwagę, że zarzys koncepcji ministra finansów został wstępnie życzliwie przyjęty przez prezydenta i premiera. Poza tym, w swoich wypowiedziach w ciągu minionego miesiąca wicepremier Kołodko powtarzał swój pogląd o nadwartościowym kursie złotego (aż do momentu gdy ten osłabił się do 4,35 względem euro) oraz zbyt wysokim poziomem stóp procentowych.

Najbardziej zaskakujące w minionym miesiącu były wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów dotyczące prognoz inflacyjnych. Zdaniem wiceminister finansów Haliny Wasilewskiej-Trenkner i wiceministra finansów Ryszarda Michalskiego średnioroczna inflacja w 2003 r. ukształtuje się w granicach 1,5-1,7%, podczas gdy w budżecie założono, że wyniesie ona 2,1%. Naszym zdaniem prognoza ta jest mało realistyczna, ponieważ oznacza ona, że inflacja CPI w drugiej połowie roku musiałaby wzrosnąć do ok. 4%. Tymczasem, większość innych prognoz (w tym dyrektora departamentu analiz Ministerstwa Finansów Jacka Krzyślaka, który nie wyklucza nawet możliwości wystąpienia ujemnego wskaźnika rocznej inflacji) wskazuje, że inflacja CPI przez większą część tego roku pozostanie bardzo niska.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Aleksander Kwaśniewski, Prezydent; PR1, 28 II	To [program reformy finansów] jest interesujący, dojrzały program niezbędny z punktu widzenia finansów publicznych w Polsce. Mam nadzieję, że finanse publiczne to jest taka dziedzina, gdzie trzeba trochę wyjść z tych okopów koalicyjno-opozycyjnych na rzecz myślenia o perspektywie Polski. Dobre projekty, które są zawarte w tym programie, mogą zyskać poparcie nie tylko koalicjantów, ale i tych środowisk opozycyjnych, które mają poczucie odpowiedzialności za państwo. Niezrobienie tego dzisiaj nałoży bardzo skomplikowany obowiązek na kolejny rząd. Uporządkowanie sfery finansów publicznych winno poprzedzić wejście Polski do UE, bo to będzie wzmacniało nas jako państwo i jako gospodarke.
Leszek Miller, premier; PAP, 26 II TVP1, 21 II	Zawsze witam z radością obniżanie stóp procentowych, ale zawsze twierdzę, że jest przestrzeń do głębszej obniżki stóp procentowych. I tylko mógłbym powtórzyć to co wielokrotnie mówiłem. Ona [reforma finansów publicznych] jest rzeczywiście konieczna do przeprowadzenia. Rzecz jasna przede wszystkim będziemy myśleć o tym jak powodować, aby warunki przedsiębiorczości były lepsze i aby Polakom więcej pieniędzy w kieszeniach zostawało.
Grzegorz Kołodko wicepremier, minister finansów; PAP, Reuters, 28 II	Proponowany program naprawy reformy finansów publicznych pozwala na przyspieszenie wzrostu PKB do 6 proc. w 2006 roku z marnych 0,2 proc. [w IV kw. 2001], a alternatywą jest stagnacja gospodarcza i rosnące bezrobocie. Proponujemy sięgnięcie do środków z rezerwy rewaluacyjnej, będącej w dyspozycji NBP, która zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa jest własnością państwa i przynależy się budżetowi. (...) Chcemy stworzyć nowy instrument w postaci funduszu rewaluacyjnego, który mógłby w części prefinansować środki z Unii Europejskiej, a z części moglibyśmy dokapitalizować NBP. (...) Trwają rozmowy z NBP i jestem dobrej myśli. (...) Myślę, że w jednej trzeciej ewentualne środki z rezerwy rewaluacyjnej mogłyby być wykorzystane na współfinansowanie wpłat do budżetu unijnego. Wzrost PKB przekroczył 2% w I kw. br., szacuję go na 2,3%. Wypełnimy kryteria z Maastricht w 2006 r., aby w 2007 r. zgłosić akcesję do euro rok później. Proponowane zmiany w systemie podatkowym są neutralne, po ich przeprowadzeniu budżet państwa nie będzie miał większych wpływów, ale nieco inaczej rozłoży się ich konstrukcja dla różnych grup ludności z preferencją dla ludzi o dochodach najniższych. Wstępne szacunki przyjmują, że wyeliminowane zostałyby w zasadzie wszystkie ulgi i zwolnienia, przy poszanowaniu praw nabytych. (...) W programie jest propozycja zniesienia wspólnego opodatkowania małżonków. Natomiast jakie będą decyzje, to się okaże w czasie debat. Chcemy bardzo ożywić inwestycje. Jest to niezwykle śmiały zamysł. Strategia jest taka, że najszybciej mają rosnąć inwestycje, potem eksport, import i PKB, dochody budżetowe, wydatki budżetowe. Obciążenia podatkowe zarówno zysku przedsiębiorców, jak i dochodów ludności będą relatywnie coraz mniejsze (...) Alokacja kapitału będzie coraz bardziej efektywna i to ma finansować przy równoczesnym zasilaniu warko płynącym strumieniem środków spójności to przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego.
Polskie Radio 1, 26 II TVP1, 25 II	W pierwszym roku chcielibyśmy, aby efekt reformy podatkowej był neutralny, w tym sensie, że budżet nie zyska w wyniku eliminacji ulg i zwolnień żadnych dochodów, zyskają podatnicy. W 2004 r. wydamy nie mniej niż 200 mld zł, deficyt budżetowy wyniesie około 40 mld zł. Jeśli chodzi o stawkę podatkową 50%, to nie ma takiego pomysłu. (...) Zmierzamy w kierunku próby obniżenia stawek podatkowych pod warunkiem, że uda się to powiązać z eliminacją niepotrzebnych ulg i zwolnień i z uproszczeniem systemu podatkowego.
PAP, 24 II	Nadal podtrzymujemy prognozę wzrostu 3,5% [wzrost PKB w całym 2003 r.]. (...) Jest także scenariusz mniej optymistyczny. Jeśli polityka pieniężna nie zmieni się z jednej strony i program naprawy finansów publicznych nie ruszy pełną parą z drugiej strony, cel wzrostu 3,5% PKB może być zagrożony. Na razie jednak tej prognozy nie zmieniam.
PAP, Reuters, 22 II	Nie dziwię się niezadowoleniu przedsiębiorców w sytuacji, gdy daniny na rzecz finansów publicznych są zapisane w ponad 50 ustawach i składają się z różnych pozycji, których resort naliczył 1200. Nic dziwnego, że przedsiębiorcy psioczą. To trzeba wyczyścić, bo z tego się może zrobić stajnia Augiasza.
PR1, 19 II	Wejście ustawy [o Narodowym Funduszu Zdrowia] w życie powoduje pewne ubytki po stronie dochodów budżetowych i pytanie jest: z czego to sfinansować? Wobec tego przygotowujemy kompleksowy, wielki program naprawy finansów publicznych. Natomiast w tej chwili sytuacja jest pod kontrolą, gdyż dobre skutki daje program restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw. Pierwszy miesiąc minął tak, że budżet jest realizowany pomyślnie i w tej fazie nie ma powodów do niepokoju (ale oczywiście pierwszy miesiąc jest tylko jednym z dwunastu).
www.mf.gov.pl, 12 II	[Kiedy Polska będzie gotowa do przystąpienia do strefy EURO?] Jak spełni formalne kryteria konwergencji z Maastricht, co może nastąpić najwcześniej w 2005 r. Wtedy moglibyśmy wprowadzić euro do obiegu poczynając od 2007 r. Wciąż jest na to szansa. Nie obawiam się [deflacji]. Bardzo niska inflacja w Polsce jest wszakże skutkiem głębokiego obniżenia się cen żywności, a tendencja ta w tym roku najprawdopodobniej już nie wystąpi. Spodziewam się wobec tego oscylowania inflacji w przedziale 1-2%, jeśli nie nastąpią jakieś nieprzewidywalne szoki zewnętrzne. Deficyt przyszłoroczny będzie funkcją kilku procesów. Po pierwsze tendencji w zakresie wzrostu produkcji, po drugie obciążen wynikających z nadchodzącego członkostwa w UE oraz rezultatów przygotowywanej naprawy finansów publicznych. Zważywszy jednak na wysokość naszych wpłat do wspólnego budżetu unijnego oczywiste jest, że deficyt przyszłoroczny w ujęciu nominalnym po prostu nie może być mniejszy niż w tym roku.

Złoty jest nadwartościowy i rząd - w ramach tych możliwości, jakie istnieją - będzie sprzyjał jego osłabieniu, gdyż służy to wzmocnieniu polskiej gospodarki. Bardziej korzystny kurs złotego to większy eksport i mniejszy import, a zatem wyższy poziom produkcji, czyli więcej miejsc pracy i wyższe dochody przedsiębiorców i ludności. Ale to także - w tym problem - mniejsze z kolei dochody kapitału spekulacyjnego. A nasza polityka sprzyja kapitałowi, jeśli on z kolei sprzyja rozwojowi polskiej gospodarki. Dlatego też staramy się przyciągać bezpośredni kapitał zagraniczny, a on też jest zainteresowany słabszym złotym, gdyż wówczas relatywnie bardziej konkurencyjna jest siła robocza. Złoty zatem będzie słabszy, więc - jeśli ktoś myśli o zakupie walut - to teraz jest ku temu najbardziej odpowiednia pora, gdyż za jakiś czas za dolary i euro trzeba będzie zapłacić więcej.

[Czy inwestuje Pan swoje oszczędności w walutach obcych?] Nie, bo swoje skromne dochody wydaję na bieżąco, nakręcając w ten sposób koniunkturę. Ale gdybym miał oszczędności, to na długą metę ulokowałbym je w naszych obligacjach, a na krótką wymieniałbym je na dolary albo euro.

PR 1, 12 II

Polska gospodarka jest obecnie jak wyschnięta gąbka, którą trzeba byłoby nasycić może nie tyle wodą, ile pieniędzmi, żeby ożywić ten krwioobieg, jakim są finanse i w przedsiębiorstwach, i w całej gospodarce narodowej. Dlatego polskiej gospodarce potrzebne jest więcej pieniędzy. Natomiast co do dodrukowywania, to tutaj nie ma mowy o żadnym dodrukowywaniu, dlatego że my coraz zresztą mniejszy deficyt budżetowy (...) nie finansujemy z druku pieniądza, tylko z przyrostu długu publicznego, z emisji papierów na rynku. Ale jeśli taki deficyt występuje i rząd emituje papiery, no to ktoś je musi kupować. I jeśli banki kupują te papiery, to odpowiednio one mają mniej pieniędzy, które mogłyby pożyczyć gospodarstwu domowemu albo naszym przedsiębiorcom. Dlatego gdyby stopy procentowe w bankach były niższe, to z pewnością bardziej by jeszcze ożywiło i wsparło to ożywienie, które już w naszej gospodarce - co zresztą widzimy - trwa.

Nie tyle [rząd] zamierza wykorzystać [rezerwy], gdyż to zależy od chęci współdziałania i wspierania polityki rozwojowej przez niezależny bank centralny. Z pewnością byłoby lepiej gdyby jej było więcej.

PAP, Reuters, 10 II

Jeśli nasze działania będą osłabiały złotego, to jest to tym lepiej dla polskiej gospodarki i nie należy się nam dziwić, tylko należy oczekiwać takich działań. (...) Naszym celem jest pozyskanie środków na obsługę długu publicznego jak najtaniej, wobec tego kupimy we właściwym czasie, we właściwej strukturze walutowej i we właściwym miejscu tyle, ile zechcemy i na ten temat rynek będzie poinformowany w odpowiedniej formie i odpowiednim czasie.

Stopy procentowe w Polsce spadną, chociaż kiedy i o ile zadecyduje niezależny bank centralny. Stopy spaść muszą, gdyż tak jak Newton kiedyś odkrył, że jabłko spada jak się urwie z gałązki, tak samo to, co jest irracjonalnie wyśrubowane w górę, musi w wyniku działania praw ekonomicznej grawitacji spaść i spadnie.

Pytaniem nie jest kiedy, ale po jakim kursie będziemy wchodzić do strefy euro. (...) Musimy być pewni, że wejście to odbędzie się przy właściwym kursie - takim, który zagwarantuje sukcesywny wzrost gospodarczy. Polska może znaleźć się w unii monetarnej z wzrostem gospodarczym na poziomie 5% w 2007 r. Spełnienie wymogów fiskalnych nie jest celem samym w sobie, ale środkiem do osiągnięcia wzrostu. W naszym najbardziej optymistycznym scenariuszu, który jest jednak realistyczny, deficyt budżetu wyniesie 3,2% PKB w 2005 r., zakładając że uda nam się przeprowadzić reformy fiskalne. (...) To się wydarzy tylko wtedy, kiedy nie będzie to oznaczać zabójstwa dla krajowej gospodarki.

PAP, Reuters, 6 II

Jeżeli w Polsce nie ma inflacji, bo było 0,5% w styczniu, a stopy procentowe są irracjonalnie zawyżone, to jesteśmy w piekle, a nie w niebie.

Przez kilka najbliższych miesięcy ten wskaźnik będzie się utrzymywał poniżej 1%, a potem będzie oscylował wokół 1,2%, co nie powinno być dotkliwe dla konsumentów. (...) W zasadzie nie ma inflacji, co nie znaczy, że nie ma zagrożenia, ale jest ono bardzo minimalne. (...) Inflacja w Polsce nie stanowi już większego problemu, jest jedną z najniższych w Europie. (...) Problem inflacji mamy zasadniczo rozwiązany, co jednak wymaga utrzymania dyscypliny budżetowej i właściwej polityki pieniężnej. (...) Bardzo niski poziom inflacji jest skutkiem tego, że spadły ceny żywności. Nie sądzę, żeby rok 2003 był kolejnym rokiem spadku cen żywności, ale będzie to wzrost śladowy. Nie mam najmniejszych wątpliwości, i mówię to jako niezależny ekonomista, że w polskich realiach jest miejsce na obniżenie stóp aż o 3%. Również nie mam wątpliwości, że bank centralny tego nie uczyni, nad czym ubolewam, gdyż szkodzi to polskiej gospodarce. (...) Wysokie stopy szkodzą polskiemu eksportowi. Ożywienie w eksporcie, które zwiększyło się tak znakomicie w II półroczu 2002 r. nie będzie trwać nadal, jeśli nie będzie bardziej konkurencyjnego kursu. Najślusznijszym sposobem na to byłoby radykalne obniżenie stóp procentowych.

PR1, 5 II

Dług publiczny [na koniec 2002 r.] nie przekroczył 50% [PKB]. Dług ten, liczony według polskiej metodologii, na koniec zeszłego roku wyniósł ok. 47,5%. Gdyby zastosować metodologię stosowaną w Unii Europejskiej ESA 95, nie będzie to więcej niż tylko 44%. (...) Dług publiczny będzie rósł w najbliższych miesiącach i latach. (...) Czy w tym roku przekroczy 50%? Jest to prawdopodobne.

Jerzy Hausner
minister gospodarki,
pracy i polityki
społecznej, PAP, 21 II
PAP, 20 II

Mówiłem wcześniej, że bezrobocie będzie rosło do przełomu 2002/2003 mając na myśli miesiące wiosenne, ponieważ zima jest zawsze najgorsza. Wiosną nastąpi poprawa, a jestem przekonany, że nie będzie to poprawa sezonowa, ale trwała i nastąpi odwrócenie tendencji. Bezrobocie będzie spadało bardzo wolno, a efekt bezrobocia na poziomie 6 proc. pojawi się dopiero za 10 lat.

Kołodko mówił o likwidacji ulg i obniżeniu [podatków]. Ta operacja ma spowodować, że będzie większy popyt. W tych założeniach szukamy rozwiązań po to, by zmniejszyć obciążenia podatkami dochodowymi, a to znaczy, że chcemy zmniejszyć obciążenia w przypadku CIT i od dochodów osobistych. W pierwszej kolejności powinny zostać obniżone podatki najbardziej. Kołodko to akceptuje.

Ożywienie gospodarcze jest ciągle odsuwane. Czekamy na coś, co miało nastąpić w III i IV kwartale ubiegłego roku, potem w I (tego roku) i ciągle czekamy na ten moment, gdy gospodarka otrzyma impuls, co pozwoli jej wyjść z tego pelżającego wzrostu, co znaczy, że nie ma klimatu do ożywienia gospodarki.

PAP, 14 II

Myślę, że PKB w I kw. będzie wyższe niż w IV kw., czyli powyżej 2%. Realne jest osiągnięcie 3,5% w tym roku.

Projekt ustawy o oddłużeniu ZUS wobec OFE w marcu powinien trafić do Sejmu.

PAP, 5 II

W polskiej gospodarce mamy symptomy ożywienia, ale nie jest to tendencja trwała. Nie znajduję w wymiarze makropolityki gospodarczej istotnych stymulatorów, które mogłyby ożywić polską gospodarkę. Raczej jest to hamulec, niż stymulator.

Nie chcę rozpoczynać dyskusji, która trwała rok temu, która jest ważna i do której wrócimy. Dzisiaj dyskusja o polityce pieniężnej i kursowej wydaje się być jałową. (...) Osobiście nie zgadzam się z tą linią polityki pieniężnej, która w Polsce się realizuje, ale moim zadaniem nie jest prowadzenie sporu z RPP i NBP, moim zadaniem jest pokazanie, co można zrobić nawet przy takich ramach polityki pieniężnej, będąc przekonanym, że rozmowy, które prowadzi minister finansów z NBP i RPP przyniosą jakieś dodatkowe wsparcie. (...) Zresztą dzisiaj mniejszym problemem są stopy procentowe, a kluczową kwestią jest kurs walutowy.

Chcę zaproponować ustawę, która częściowo oddłuży system bankowy, za cenę wykorzystania części rezerw [celowych banków] dla pobudzenia aktywności kredytowej w wybranych przez polski rząd obszarach gospodarki. Spotykam się z ocenami, które mieszczą się pomiędzy 25% a 40%. (...) Aż taka grupa osób rejestruje się, by uzyskać prawo do zasiłku, a nie poszukuje zatrudnienia. (...) W ogóle nie chciałbym, żeby bezrobotni dostawali zasiłki. Zamiast tego chcę ich aktywizować zawodowo. Idealny model byłby taki, żeby do systemu przychodziły tylko te osoby, które szukają pracy i same nie potrafią jej znaleźć.



Jan Czekaj, wiceminister finansów; Gazeta Wyborcza, 18 II	Jeżeli zmienimy obowiązujący system podatkowy, to na pewno będziemy zmierzać w kierunku złagodzenia formy opodatkowania zysków kapitałowych. Prawdopodobnie będzie obowiązywała ryczałtowa stawka. Na jakim poziomie? W tej chwili trudno określić.
Ryszard Michalski wiceminister finansów www.mf.gov.pl, 20 II	Uważam, że resort finansów jest na tym rynku tak samo dobrym klientem, jak każdy inny podmiot i w sytuacji, kiedy wszystko jest zgodne z prawem i regulami panującymi na rynku, o żadnym zagrożeniu mowy być nie może. Nie tylko nie widzę żadnych zagrożeń, ale uważam, że MinFin może stać się ważnym graczem na rynku walutowym, decydującym o korzystnych trendach, na przykład w odniesieniu do kursów walut obcych. Nie zgadzam się również z pesymistycznym scenariuszem [wg którego] wejście Polski do strefy euro w roku 2007, [jest] „praktycznie niemożliwe”. Pragnę przypomnieć, że to, kiedy wejdziemy do strefy euro, wynika z pewnego automatu zapisanego w traktacie akcesyjnym. Jeżeli chodzi o nasz akces do Unii Gospodarczej i Walutowej, czyli do strefy euro, to przyjęte dla nas rozwiązanie polega na derogacji. Oznacza to, że jeżeli tylko spełnimy kryteria z Maastricht, wchodzimy do strefy euro automatycznie. Oczywiście wymaga to technicznych uzgodnień, trudno jednak się zgodzić na "wprowadzenie" w pewnym sensie dodatkowych kryteriów. (...) Podkreślam - wśród kryteriów, które musimy spełnić nie ma ani wzrostu gospodarczego, ani poziomu bezrobocia... Takich kryteriów w ogóle nie ma w Traktacie z Maastricht.
Andrzej Sopoćko, wiceminister finansów; PAP, 26 II	NBP informował, że w marcu wykupi resztę obligacji indeksowanych na wskaźniku inflacji i czekamy na to, gdyż to zwiększy dostęp przedsiębiorstw do kredytu. Ten wykup za 5 mld zł spowodowałby zwiększenie się podaży pieniądza o około 8%. [O obniżce stóp procentowych o 25 pb w lutym] To jest żadna obniżka, ale nawet obniżka o 50 pb nie wywołałaby oczekiwanych przez rząd efektów.
Halina Wasilewska- Trenkner, wiceminister finansów; PAP, 25 II	W optymistycznym wariancie można się spodziewać spadku inflacji średniorocznej do 1,7-1,8%, pod warunkiem, że nie wystąpią szoki cenowe związane z cenami żywności i ropy naftowej. Styczeń był niski, wydaje się, że luty także będzie niski, co ma wpływ na cały rok.
Jacek Krzyślak, dyr. dep. analiz w MF; Reuters, 19 II Reuters, 17 II	Dane [o produkcji przemysłowej] są zbliżone do naszych prognoz, ale to jeszcze nie to, czego byśmy oczekiwali chcąc uzyskać wzrost zapisany w ustawie budżetowej [3,5% wzrostu PKB w 2003 r.] Uważamy, że nadal będzie stabilizacja cen i dwunastomiesięczny wskaźnik zapewne nie zmieni się w lutym i ustabilizuje się na bardzo niskim poziomie i z tego powinny wynikać pewne wnioski i konsekwencje przede wszystkim dla polityki pieniężnej. Z drugiej strony jesteśmy trochę wstrzemięźliwi co do naszej radości, bo to oznacza też, że ta zmiana polegająca na pewnym odbiciu się gospodarki jest troszkę spowalniana, czyli nie jest tak dynamiczna jakbyśmy chcieli.
PAP, 7II	W wyniku zmiany przez GUS metodologii liczenia PKB planowany deficyt budżetu w tym roku wyniesie 4,7% PKB. [...] Efektem zmiany jest obniżenie planu deficytu budżetowego i relacji deficytu publicznego do PKB. Zagrożenie, że relacja ta przekroczy 50% jest mniejsze.
Ludwik Kotecki wicedyrektor dep. analiz MF, PAP, 20 II	Szacujemy wzrost PKB w I kwartale br. na około 2 proc., spodziewając się jednocześnie szybszego wzrostu gospodarczego w drugiej połowie roku. Cały czas nie widać ożywienia w inwestycjach, o czym świadczy chociażby słaba sytuacja w budownictwie.
Piotr Marczak, wicedyrektor dep. długu publicznego MF; PAP, 13 II	Zawsze robi się projekcje w oparciu o aktualną sytuację, dlatego zmniejszyliśmy podaż [obligacji] w lutym. Ceny zależą od rynku. My natomiast możemy dobrać instrumenty, zależnie od popytu. Jeżeli mamy pogorszenie sytuacji na długim odcinku krzywej, to można przejść na krótszy. W najbliższych miesiącach na rynku papierów skarbowych dominujące będą dwa elementy: wejście Polski do UE, a następnie do monetarnej i będzie to powodować większą konwergencję, szczególnie na krótszym odcinku. (...) Drugi element to zachowanie stóp na rynku światowym, głównie europejskim. Sytuację kształtują obecnie oczekiwania na ewentualną wojnę. Paradoksalnie to powoduje, że stopy na rynkach światowych w krajach najbardziej rozwiniętych i bezpiecznych spadają, a u nas rosną. Należy zakładać zmiany struktury kapitału zagranicznego lokowanego w nasze papiery skarbowe. Proces konwergencji stóp pewnie będzie powodował, że coraz mniejszy udział mogą mieć banki i inwestorzy operujący w krótkim horyzoncie czasowym, którzy chcą zarabiać głównie na wroście i spadku cen. Natomiast powinien zwiększać się napływ kapitału długoterminowego, co będzie spowodowane głównie tym, że ryzyko inwestycji u nas będzie spadać, a zawsze będzie jakaś różnica w stopach procentowych w odniesieniu do Niemiec czy USA. Zgodnie z kalendarzem przetargu następny przetarg [obligacji 20L] będzie we wrześniu. Tutaj nic się nie zmienia, nie sądzę byśmy wiedzieli już teraz, jaka będzie sytuacja we wrześniu.
Jarosław Skowroński rzecznik Min. Fin Gazeta Wyborcza, 7 II Reuters, 3 II	W przypadku rynku walutowego, charakteryzującego się dużą zmiennością, nie ma praktyki informowania z góry uczestników o zamiarze przeprowadzenia transakcji, w szczególności o kwotach, walutach i terminach zakupu. [...] Ministerstwo Finansów nie będzie informowało o sposobie przeprowadzenia operacji na rynku walutowym i podmiotach w nie zaangażowanych. Sprawa (uwolnienie części rezerw rewaluacyjnych banku centralnego) jest na etapie postulatów i propozycji. Jest za wcześnie, by mówić o konkretnych.
Zbigniew Kuźmiuk szef klubu PSL; Reuters, 25 II Gazeta Wyborcza, 21 II	Wygląda na to, że stoimy przed daleko idącym wyzwaniem [reformy finansów publicznych], którego koszty polityczne będą duże, ale możliwe do zaakceptowania. (...) Wielu spraw nie można jednak odwlekać, ponieważ stoimy pod ścianą. Musimy znaleźć środki na opłacenie unijnych składek i współfinansowanie projektów z UE. Najpierw muszą wzrosnąć dochody rolników, a dopiero potem nastąpi reforma KRUS. Co oznacza, że nie stanie się to w 2004 r. To [rezerwy rewaluacyjne NBP] są ogromne sumy, które latami przechowywano, by obniżyć inflację. (...) Te rezerwy powinny zostać częściowo uwolnione. Jeżeli obecna Rada na to nie pozwoli, to być może następny jej skład przyjmie inne podejście. (...) Żaden minister finansów nie oczekiwałby radykalnego zmniejszenia tych rezerw, ale powinny one zostać obniżone do rozsądnego poziomu. Wejście do strefy euro powinno zostać rozłożone w czasie. (...) Przykłady takich krajów jak Wielka Brytania i Dania pokazują, że gospodarki, które nie są związane sztywnymi ograniczeniami Traktatu z Maastricht mogą skutecznie konkurować na unijnych rynkach. (...) To powinien być naturalny proces, bez dodatkowego zaostrzania polityki fiskalnej i monetarnej. (...) Polska nie potrzebuje kolejnej terapii szokowej. Dziwię się, że w sytuacji, w której rząd coraz częściej skarży się, że ma coraz mniej instrumentów oddziaływania na to co się w Polsce dzieje, pojawiają się pomysły, które pozbawiają państwo tych instrumentów. (...) Bliska nam jest idea 50% stawki podatkowej. Ministerstwo Finansów robiło symulację, iż dałoby to 1,2-1,5 mld dodatkowych wpływów (...) Zdaje się, że zmiany podatkowe proponowane przez wicepremiera Kołodkę są zmianami daleko idącymi. Daleko, daleko idącymi. I trudno mi sobie wyobrazić, by było nas stać na to, byśmy takie zmiany przeprowadzili. (...) No chyba, żeby powiązać instrumenty podatkowe z diametralną zmianą polityki pieniężnej. A to moim zdaniem nastąpi od stycznia 2004. Tak, to może dać silny bodziec do wzrostu. (...) Przyjdą nowi ludzie, którzy będą inaczej niż obecna Rada rozumieli politykę pieniężną. (...) PSL ma co najmniej kilku makroekonomistów z górnej półki. (...) Na jesieni wyraźnie pokażemy, że mamy wizję polityki pieniężnej na następne lata. Chcemy w ten sposób uspokoić rynki finansowe. [Polityka pieniężna będzie] na pewno zupełnie inna niż prowadzona do tej pory. Nowa Rada będzie współpracowała z rządem RP w zakresie wspierania rozwoju gospodarczego, a w związku z tym ograniczania bezrobocia. Ponadto podstawowe stopy procentowe powinny najwyżej o 1-2 punkty przewyższać inflację.

Pod lupą: Negocjacje z UE

- Pierwsze referendum akcesyjne za nami
- Poparcie dla Unii w Polsce na wysokim poziomie
- ...i jest spora szansa na osiągnięcie wymaganej frekwencji, aby wynik referendum był wiążący

Malta powiedziała Unii „TAK”

Pierwsze referendum akcesyjne wśród państw ubiegających się o przyjęcie do Unii Europejskiej w obecnej fali rozszerzenia jest już za nami. Odbyło się ono 8 marca na Malcie, uważanej za jednej z najbardziej eurosceptycznych kandydatów. Wynik okazał się jednak pozytywny. Za wejściem do UE opowiedziało się 53,6% głosujących, a przeciw było 46,4%. Bardzo wysoka była frekwencja – wyniosła 91%. Choć wynik referendum na Malcie został bardzo pozytywnie przyjęty przez minister ds. europejskich Danutę Huebner, to nie wydaje się, aby wynik referendum na Malcie miał istotny wpływ na nastawienie Polaków do akcesji. Wystąpienia pewnego „efektu domina” może się raczej spodziewać w przypadku referendum na Słowenii, Węgrzech, Litwie i Słowacji, które również będą przeprowadzone przed 8 czerwca, czyli najbardziej prawdopodobną datą referendum w Polsce (szczegółowy harmonogram referendum w krajach kandydujących do UE - patrz tabela poniżej).

Terminy pozostałych referendum akcesyjnych w krajach kandydackich

Kraj	Data	Wynik	Min. frekwencja
Słowenia	23 marca 2003	Niewiążące	Nie wymagana
Węgry	12 kwietnia 2003	Wiążące	Nie wymagana
Litwa	10-11 maja 2003	Wiążące	50%
Słowacja	16-17 maja 2003	Wiążące	50%
Polska	8 czerwca 2003	Wiążące	50%
Czechy	15-16 czerwca 2003	Wiążące	Nie wymagana
Estonia	14 września 2003	Niewiążące	Nie wymagana
Łotwa	20 września 2003	Wiążące	50%
Cypr	Brak referendum	-	-

Źródło: Reuters

...a Polacy deklarują, że zrobią to samo

Ostatnie wyniki sondaży opinii publicznej w Polsce sugerują, że prawdopodobieństwo pozytywnego wyniku referendum akcesyjnego jest bardzo duże, a co ważniejsze wskazują one również, że jest spora szansa, aby frekwencja przekroczyła 50%, co jest wymagane, aby wynik głosowania był wiążący. Według instytutu TNS OBOP na początku lutego 69% deklarujących udział w referendum zamierza głosować na TAK, 20% jest przeciw, a 11% nie jest zdecydowanych. Taki sam poziom poparcia

zanotowano w styczniu. W lutym 47% Polaków było zdecydowanych wziąć udział w referendum, a kolejne 31% stwierdziło, że raczej weźmie w nim udział. 7% respondentów odpowiedziało, że na pewno nie pójdzie głosować i również 7% raczej nie zamierza wziąć udział w głosowaniu. 8% nadal nie wie, czy będzie uczestniczyć w referendum.

Również według badania opinii publicznej wykonanego przez CBOS na początku marca 69% Polaków, którzy planują udział w referendum popiera integrację z Unią Europejską, co jest wynikiem zaledwie o 1 punkt proc. słabszym niż w lutym. Jedynie 21% Polaków jest przeciwnych akcesji do Unii (tyle samo co w lutym). Również ryzyko zbyt niskiej frekwencji wydaje się w tym momencie nieduże, ponieważ 74% Polaków (o 3 pkt. proc. mniej niż w lutym) deklaruje, że weźmie udział w referendum, a 62% jest zdecydowanych głosować (4 pkt. proc. mniej niż we lutym). Poparcie dla integracji z UE jest wciąż powyżej 50% (58%, o 2 pkt. mniej niż przed miesiącem) nawet jeśli weźmie się pod uwagę całą ankietowaną grupę osób (tych, którzy zamierzają wziąć udział w referendum, tych którzy nie chcą głosować i niezdecydowanych).

Nadal pozytywne wyniki ankiet dotyczących poparcia Polaków dla integracji z UE wskazują na bardzo małe ryzyko niekorzystnego wyniku w czerwcu. Wątpliwości dotyczą jedynie możliwości osiągnięcia wymaganej frekwencji, ale nawet w takim przypadku nie będzie to oznaczało niepowodzenia procesu akcesyjnego. Opracowywany obecnie projekt ustawy o referendum przewiduje bowiem (o czy pisaliśmy już w styczniowym numerze MARKOSkopu), że gdyby w referendum unijnym nie wzięła udziału wystarczająca liczba obywateli, to rząd miałby prawo wycofać z parlamentu traktat akcesyjny i go renegocjować. Wtedy można by referendum powtórzyć, bo dotyczyłoby ono nowej umowy. Gdyby jednak Rada Ministrów nie wycofała umowy ratyfikacyjnej w odpowiednim czasie, to Sejm może wówczas zdecydować w uchwale, o ponownej próbie uzyskania zgody na ratyfikację traktatu w drodze referendum, lub o rozpoczęciu drogi ustawowej. W tym ostatnim przypadku upoważnienie dla prezydenta do podpisania umowy o przystąpieniu do UE musiałoby być podjęte większością 2/3 głosów w każdej z izb parlamentu. Biorąc pod uwagę układ sił w obu izbach parlamentu uzyskanie nawet tak dużej większości nie powinno stanowić żadnego problemu. Pozostaje więc pytanie czy, używając słów jednego z polskich polityków, społeczeństwo zdecyduje się oddać głos politykom w tak ważnej sprawie jak integracja europejska.

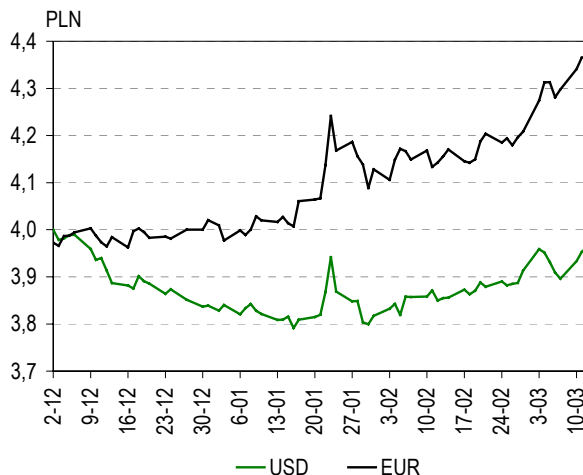
Monitor rynku

- **Spokojne osłabienie na rynku walutowym**
- **Rynek obligacji uwolnił się spod presji podaży**
- **Nie sprzedano obligacji 20-letnich**
- **Rekordowy przetarg zamiany**

Cisza między burzami

Na krajowym rynku walutowym po zamieszaniu i panicznej wyprzedaży złotego w drugiej połowie stycznia, w lutym było stosunkowo spokojnie. Przez większość miesiąca obroty utrzymywały się na umiarkowanym poziomie, a dzienne wahania kursów były niewielkie. Złoty systematycznie osłabiał się zarówno wobec dolara jak i euro i na koniec lutego był słabszy o 2,3% wobec koszyka obu walut w porównaniu z końcem stycznia. Na rynku globalnym po dwóch miesiącach szybkiego wzrostu kurs EURUSD ustabilizował się na poziomie około 1,08 USD.

Złoty w ostatnich miesiącach



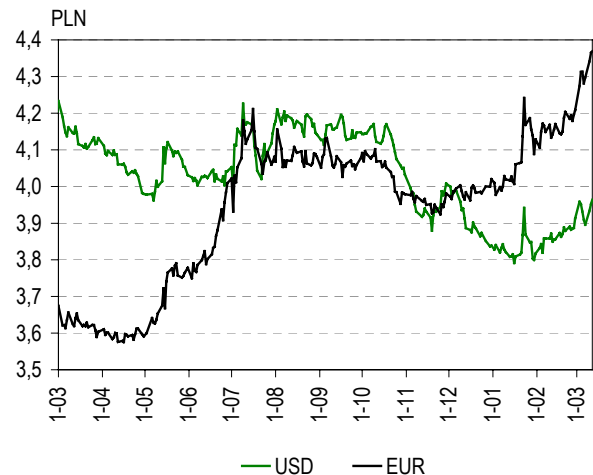
Źródło: NBP

Według fixingów NBP w lutym dolar był notowany pomiędzy 3,8191 zł (5 II) a 3,9135 zł (28 II) i średnio na poziomie 3,8666 zł (wobec 3,8308 zł w styczniu). Natomiast euro wyceniano od 4,1060 zł (3 II) do 4,2083 (28 II) oraz przeciętnie na poziomie 4,1651 zł (w styczniu 4,0693 zł). Średnie kursy w lutym były wyższe od naszych prognoz w poprzednim MAKROskopie na poziomie odpowiednio 3,80 i 4,07.

Dwie pierwsze dekady miesiąca upłynęły na rynku raczej spokojnie. Początkowo, przez kilka dni kursy były umiarkowanie niestabilne i dominował lekki trend do deprecjacji. Potem notowania ustabilizowały się, a przez większość dni obroty pozostawały niskie. Rynek ożywił się 20 lutego pod wpływem zleceń sprzedaży złotego ze strony inwestorów zagranicznych realizujących zyski. Wzrosły obroty i w ciągu jednego

dnia złoty stracił aż 0,75% wobec koszyka walutowego. W kolejnych dniach polska waluta częściowo odrobiła tę stratę, jednak w ostatnim tygodniu lutego jeszcze dwa razy złoty osłabiał się w wyniku realizacji dużego zlecenia, choć tym razem ruch ten był dużo słabszy.

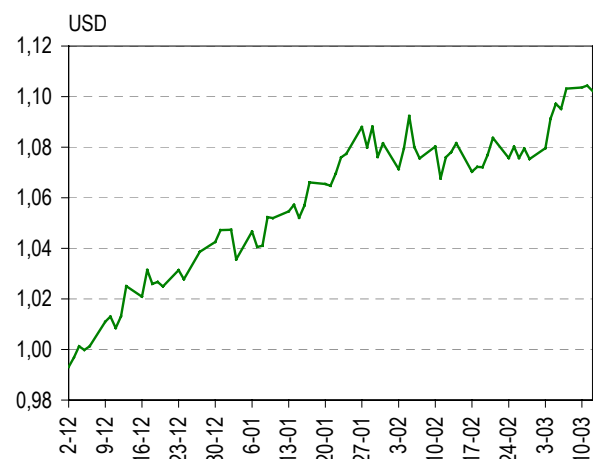
Złoty w ostatnim roku



Źródło: NBP

Na początku marca nastąpiło już drugie w tym roku zamieszanie na rynku walutowym. W reakcji na upadek koalicji rządowej w weekend, w poniedziałek 3 marca złoty otworzył się słabszy o 1,5% wobec koszyka walutowego w porównaniu z piątkiem. Nerwowość utrzymała się do wtorku, gdy kurs euro osiągnął najwyższy poziom od listopada 1999 r. i przekroczył wymarzony przez ministra Kołodkę poziom 4,35.

Kurs euro do dolara



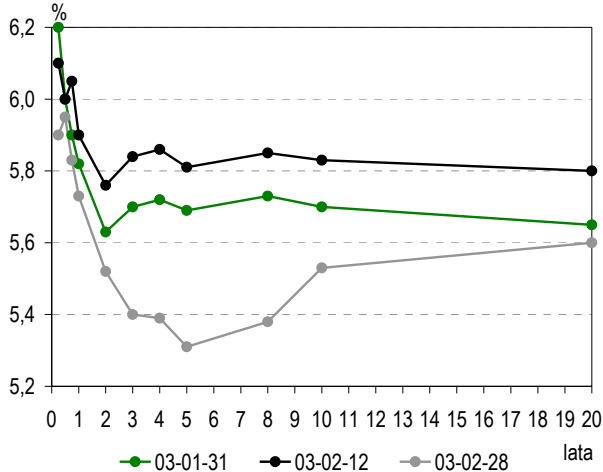
Źródło: NBP, BZ WBK

Przełom na rynku papierów skarbowych

Na początku lutego, podobnie jak w całym styczniu rynek wtórny obligacji skarbowych był pod presją rynku pierwotnego. Przed i po dwóch pierwszych aukcjach krzywa rentowności przesuwiała się w górę. Jednak niedługo po drugiej aukcji (12 lutego), na której nie

sprzedano obligacji w ogóle, nastąpił przełom. Rynek zareagował wzmocnieniem na informację Ministerstwa Finansów, że podaż obligacji w lutym będzie zmniejszona i od tego dnia widoczna była na rynku tendencja wzrostu cen, choć była ona zakłócona np. niejednoznaczными wynikami przetargów obligacji pięcioletnich. Dzień po decyzji RPP o obniżeniu stóp procentowych osiągnięte zostały najniższe poziomy rentowności - 5,26% w terminie 5L oraz 5,48% dla 2L.

Krzywa rentowności

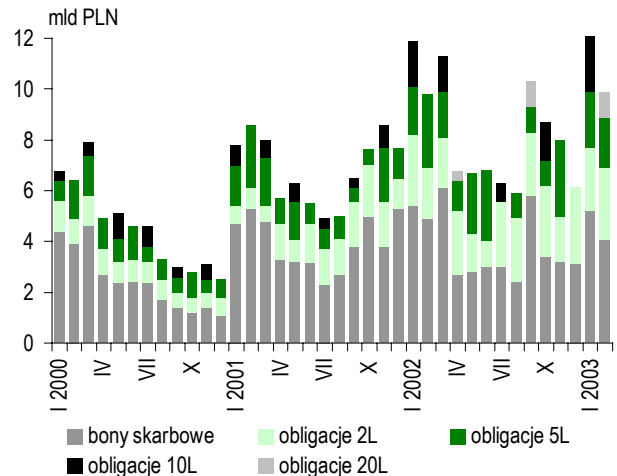


Źródło: BZ WBK

Na przetargu 12 lutego ministerstwo w ogóle nie sprzedało 20-letnich obligacji WS0922. Popyt na poziomie 953,9 mln zł był niższy od podaży (1 mld zł), a ponadto inwestorzy zaoferowali zbyt niskie ceny i odrzucone zostały wszystkie ich oferty. Ostatni raz resort finansów zdecydował się na to w przypadku przetargu sprzedaży obligacji w sierpniu 1999 r. Kolejne dwie aukcje były udane. Na pierwszej, 19 lutego sprzedano wszystkie oferowane papiery PS0506 wartości 2 mld zł, a średnia rentowność znalazła się poniżej oczekiwań i poziomu rynku wtórnego. Jednakże, dzień później na przetargu dodatkowym nie zgłoszono żadnego popytu. Na kolejnej aukcji, 5 lutego na oferowane 2,5 mld zł obligacji OK1204 zgłoszono aż 9,5 mld zł popytu. Oczywiście sprzedano wszystkie

zaoferowane papiery, a także jeszcze obligacje wartości 250 mln zł na przetargu dodatkowym dzień później. Średnia rentowność spadła do 5,543%, co było poniżej zarówno poziomu oczekiwanego, jak i bieżących notowań rynkowych.

Podaż papierów skarbowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Na przetargu zamiany obligacji 26 lutego odnotowano rekordowy wolumen zawartych transakcji – blisko 1,5 mld zł. Zaakceptowane przez resort finansów ceny wskazują na dużą determinację do zmniejszenia ilości papierów przypadających do wykupu w najbliższych miesiącach. Wartość obligacji zapadających w kwietniu została zmniejszona o ponad 10%.

Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA (SPRZEDAŻ)			
	13-tyg	26-tyg.	52-tyg.	Suma
03.02.2003	-	100 (100)	800 (800)	900 (900)
10.02.2003	-	100 (100)	800 (800)	900 (900)
17.02.2003	-	300 (300)	900 (900)	1 200 (1 200)
24.02.2003	-	400 (400)	900 (900)	1 300 (1 300)
Razem luty	-	900 (900)	3 400 (3 400)	4 300 (4 300)
03.03.2003	-	200	900	1 100
10.03.2003	-	200	900	1 100
17.03.2003	-	200	1 000	-
24.03.2003	-	200	1 100	-
31.03.2003	200	-	1 000	-
Razem marzec	200	800	4 900	5 900

Źródło: Ministerstwo Finansów

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
lutym	05.02	OK1204	2 800	2 114,3	12.02	WS0922	1 000	0	19.02	PS0608	2 400	2 000
marzec	05.03	OK1204	2 750	2 750	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

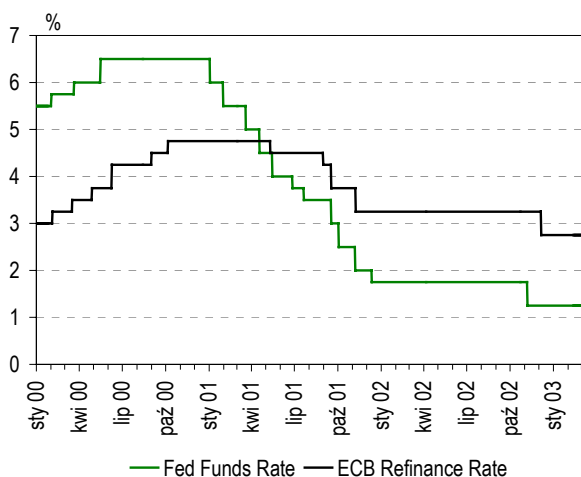
- **Obniżka stóp procentowych w strefie euro**
- **Inflacja amerykańska wyższa niż europejska**
- **Możliwa recesja w strefie euro w I kwartale 2003**
- **W USA mniejsze spowolnienie niż podawano**

Umiarkowana obniżka stóp w strefie euro

Na posiedzeniu 6 marca Rada Europejskiego Banku Centralnego podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych w strefie euro o 25 pb. Decyzja ta była zgodna z oczekiwaniami rynków finansowych, choć część inwestorów była rozczarowana, bowiem oczekiwali 50 pb obniżki. Od 7 marca główna stopa procentowa w strefie euro – stopa refinansowa – wynosi 2,50%, co jest najniższym poziomem od października 1999 r. Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes ECB Wim Duisenberg powiedział, że perspektywy wzrostu gospodarczego znacząco osłabły w porównaniu z wcześniejszymi prognozami zwłaszcza ze względu na napięcia geopolityczne i związany z nimi wzrost cen ropy. Dlatego, jego zdaniem, w tym roku można oczekiwać tylko bardzo wolnego wzrostu gospodarczego. Ponadto stwierdził on, że obecnie niepewność jest znaczna i sytuacja może zmienić się bardzo szybko, z czego wynika, że ECB zostawia sobie drogę do kolejnych obniżek.

W lutym nie było posiedzenia Komitetu Otwartego Rynku w Stanach Zjednoczonych i stopa funduszy federalnych pozostaje bez zmian na poziomie 1,25% – najniższym od 40 lat – od ostatniej obniżki, która miała miejsce 6 listopada. Najbliższe posiedzenie Komitetu jest zaplanowane na 18 marca, a znaczny wpływ na decyzje o stopach procentowych będzie miała sytuacja wokół wojny z Irakiem.

Stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Reuters

Inflacja w USA wyraźnie wyższa niż w Europie

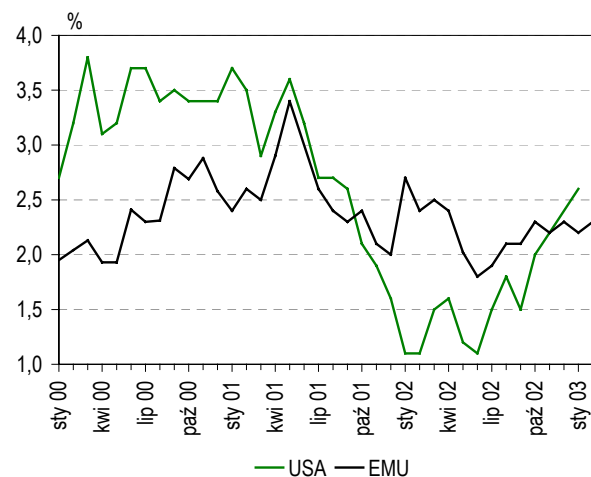
Według danych finalnych, inflacja w strefie euro wyniosła w styczniu 0,0% m/m, co przełożyło się na spadek rocznej stopy inflacji do poziomu 2,2% z 2,3% w grudniu, podczas gdy wstępne szacunki wskazywały na spowolnienie nawet do 2,1% r/r. Analitycy oczekiwali inflacji na poziomie 0,3% m/m oraz 2,1% r/r. Z kolei, według wstępnych szacunków, w lutym roczna stopa inflacji powróciła na poziom 2,3%, choć prognozy wskazywały na 2,2%. Od siedmiu miesięcy inflacja utrzymuje się powyżej 2,0%, czyli limitu ustalonego przez ECB jako wyznacznik stabilności cenowej, co może być używane przez bank centralny jako czynnik ryzyka dla bardziej zdecydowanych obniżek stóp procentowych.

Ceny producenta wzrosły w styczniu o 0,8% m/m, co przełożyło się na przyspieszenie dynamiki rocznej do 2,0% z 1,5% miesiąc wcześniej. Dane te były bardzo bliskie oczekiwań analityków na poziomie 0,8% m/m oraz 2,1% r/r.

Ceny konsumenta w Stanach Zjednoczonych wzrosły w styczniu o 0,3% m/m, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Wzrost ten był największy od kwietnia 2002 r., ale był spowodowany głównie cenami energii (wzrost o 4% m/m). Został on oceniony jako jedynie umiarkowany i uspokoił obawy na temat rosnącej presji inflacyjnej, które pojawiły się po zaskakującym wzroście cen producenta (patrz dalej) podanym wcześniej. W ujęciu rocznym inflacja wyniosła 2,6%.

Ceny produkcji w styczniu wzrosły o 1,6% m/m wobec prognozowanego wzrostu o 0,5% m/m. Jedną z głównych przyczyn był duży wzrost cen energii (aż o 4,8% m/m). Zanotowany wzrost cen był najwyższy od stycznia 1990 r.

Inflacja konsumenta r/r



Źródło: Reuters

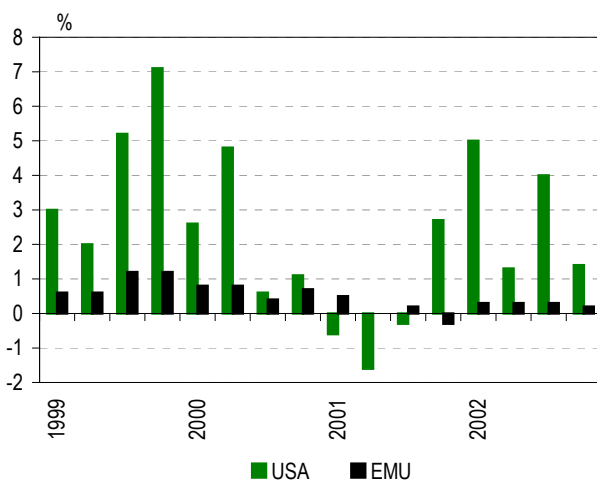


Spadek PKB w strefie euro w I kwartale?

Dane o wzroście gospodarczym strefy euro w IV kwartale 2002 r. okazały się być bliskie oczekiwań rynku i znalazły się blisko dolnej granicy przedziału oczekiwań Komisji Europejskiej (0,1-0,4%). PKB wzrósł o 0,2% kw/kw, w porównaniu ze wzrostem o 0,3% w III kwartale. W skali roku PKB strefy euro zwiększył się o 1,3% przyspieszając z 0,9% w III kw. W całym 2002 roku gospodarka strefy euro rozwijała się w tempie 0,8%. Jednocześnie Komisja obniżyła prognozę dynamiki PKB na I kwartał br. do -0,1-0,3% kw/kw oraz opublikowała prognozę na II kw. na poziomie 0,2-0,5%. Komisja zastrzegła, że przewidywane przyspieszenie w II kw. jest obciążone znacznym ryzykiem z powodu ewentualnej wojny w Iraku.

Według wstępnych danych o wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych, w IV kw. ub.r. PKB wzrósł o 1,4% kw/kw, a więc znacznie szybciej niż podano miesiąc temu w informacji przedwstępnej, gdy wzrost ten szacowano jedynie na 0,7%. Analitycy oczekiwali mniejszej rewizji danych do 1,0%. Dane te oznaczają, że nastąpiło znaczne spowolnienie tempa wzrostu z 4,0% odnotowanych w III kw. 2003 r.

Dynamika PKB kw/kw



Źródło: Reuters

Ostatnie dane o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w strefie euro były słabsze od prognoz. W grudniu produkcja spadła o 1,5% m/m oraz 0,5% r/r, wobec prognoz na poziomie odpowiednio -1,6% i 1,1%. Sprzedaż spadła w grudniu o 1,1% m/m oraz 1,9% r/r, wobec oczekiwanych odpowiednio -0,1% i 0,3%. Natomiast dane o produkcji przemysłowej ze Stanów Zjednoczonych były wyraźnie lepsze od prognoz. Produkcja zwiększyła się w styczniu o 0,7% m/m, tymczasem oczekiwany był wzrost tylko o 0,3%. Z kolei, sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych spadła w styczniu o 0,9% m/m, po wzroście o 2,0% (zrewidowanym z 1,2%) w grudniu. Wynik ten był

słabszy od oczekiwań na poziomie -0,6%, do czego przyczynił się znaczny spadek sprzedaży samochodów.

Wzrosty bezrobocia...

Zgodnie z oczekiwaniami analityków, stopa bezrobocia w strefie euro wzrosła w styczniu do 8,6% z 8,5% w grudniu. Najwyższe bezrobocie odnotowano w Hiszpanii (12,1%), Finlandii (9,0%), Francji (9,0%) i Niemczech (8,6%), a najniższe w Luksemburgu (2,7%).

Stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych wzrosła w lutym do 5,8% z 5,7% odnotowanych w styczniu, podczas gdy analitycy przewidywali, że wyniesie ona 5,9%. Bardzo negatywne były dane o zmianie liczby miejsc pracy w gospodarce amerykańskiej, która spadła w lutym o 308 tys., co było największym spadkiem od listopada 2001 r., po wzroście o 185 tys. w styczniu.

... oraz aktywności gospodarczej

W lutym nastąpił pierwszy od pół roku wzrost aktywności gospodarczej w przemyśle strefy euro, choć był on na razie niewielki. Indeks aktywności Reuters PMI wzrósł do 50,1 pkt z 49,3 pkt w styczniu, podczas gdy oczekiwania wskazywały na mniejszy wzrost do 49,6 pkt. Tym samym, pierwszy raz od sześciu miesięcy indeks przekroczył poziom 50 pkt, oddzielający fazę rozwoju od recesji. Natomiast w Stanach Zjednoczonych wzrost aktywności w lutym był mniejszy niż przed miesiącem. Analogiczny indeks ISM odnotował w lutym spadek do 50,5 pkt z 53,9 pkt w styczniu. Wynik był gorszy niż przewidywane 52,4 pkt.

W sektorze usług strefy euro aktywność gospodarcza spadła w lutym, podczas gdy w styczniu nie zmieniła się, a prognozy na luty wskazywały, że nastąpi niewielki wzrost. Indeks Reuters Services spadł do 48,9 pkt z 50,0 pkt miesiąc wcześniej, podczas gdy analitycy oczekiwali wzrostu do 50,4 pkt. Natomiast w Stanach Zjednoczonych aktywność wzrastała wolniej niż w styczniu, ale szybciej niż przewidywano. Indeks ISM Non-manufacturing osiągnął 53,9 pkt wobec 54,5 pkt w styczniu oraz oczekiwanych 53,4 pkt.

Najważniejszy wskaźnik koniunktury dla gospodarki Niemiec – indeks nastrojów przedsiębiorców IFO – nieoczekiwanie odnotował w lutym drugi z rzędu wzrost do 88,9 pkt z 87,4 pkt w styczniu, podczas gdy prognozy analityków były na poziomie 87,2 pkt. Szef instytutu IFO ocenił, że widoczne są sygnały, że sytuacja gospodarcza poprawia się, jednak dopiero po trzecim z rzędu wzroście indeksu można będzie mówić o ożywieniu gospodarczym.



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
3 marca POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja wstępna (lut) EMU: PMI (lut) USA: ISM (lut)	4 EMU: Bezrobocie (sty) EMU: Sprzedaż detaliczna (gru)	5 POL: Przetarg obligacji 0K1204 EMU: Ceny producenta (sty)	6 EMU: Posiedzenie ECB EMU: PKB (IV kw.) USA: Zamówienia w przemyśle (sty)	7 POL: Ceny żywności (II poł. lut) USA: Bezrobocie (lut)
10 POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: PKB (IV kw.)	11 GER: Produkcja przemysłowa (sty)	12 POL: Przetarg obligacji DS1013 FRA: Produkcja przemysłowa (sty) USA: Handel zagraniczny (sty)	13 ITA: Inflacja finalna (lut) USA: Sprzedaż detaliczna (lut)	14 POL: Inflacja (sty, lut) POL: Podaż pieniądza (lut) POL: Płace i zatrudnienie (lut) FRA: Inflacja wstępna (lut) USA: Ceny producenta (lut) USA: Produkcja przemysłowa (lut)
17 POL: Przetarg bonów skarbowych	18 EMU: Inflacja finalna (lut) EMU: Produkcja przemysłowa (sty) USA: Posiedzenie Fed	19 POL: Produkcja przemysłowa (lut) POL: Ceny producenta (lut) POL: Przetarg obligacji PS0608	20	21 POL: Sprzedaż detaliczna (lut) POL: Koniunktura (mar) FRA: Inflacja finalna (lut) ITA: Produkcja przemysłowa (sty)
24 POL: Inflacja bazowa (sty, lut) POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Handel zagraniczny (sty)	25 POL: Posiedzenie RPP EMU: Sprzedaż detaliczna (sty)	26 POL: Posiedzenie RPP	27 POL: Ceny żywności (I poł. mar) GER: IFO (mar)	28 EMU: Podaż pieniądza (lut)
31 POL: Bilans płatniczy (lut) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja wstępna (mar) EMU: Inflacja wstępna (mar) EMU: Nastroje w biznesie (mar) EMU: Koniunktura (mar)	1 kwietnia EMU: Bezrobocie (lut) EMU: PMI (mar) USA: ISM (mar)	2 POL: Przetarg obligacji 0K0404 EMU: Ceny producenta (lut)	3 EMU: Posiedzenie ECB	4 USA: Bezrobocie (mar)

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	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	30	30	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	7	6	-	-	-	-	-	-
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

		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	mar 03
PKB	% r/r	x	0,4	x	x	0,8	x	x	1,6	x	x	2,0	x	x	x
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,2	-3,1	0,3	-4,2	2,1	5,7	-1,1	6,6	3,2	3,1	5,2	4,2	3,7	3,4
Sprzedaż detaliczna ***	% r/r	6,7	9,9	3,1	1,8	2,5	8,6	5,1	4,7	5,1	5,9	4,1	6,4	7,1	5,8
Stopa bezrobocia	%	18,2	18,2	17,9	17,3	17,4	17,5	17,5	17,6	17,5	17,8	18,1	18,7	18,9	18,7
Place brutto ** ***	% r/r	5,5	4,8	2,3	4,2	3,9	4,1	2,8	3,8	0,5	1,8	2,4	2,7	2,6	2,4
Eksport (wg NBP)	mIn USD	2 140	2 447	2 695	2 610	2 674	3 175	2 669	2 850	3 130	3 007	3 312	2 870	2 750	3 025
Import (wg NBP)	mIn USD	2 950	3 148	3 437	3 414	3 354	3 763	3 556	3 758	4 162	4 085	4 255	3 960	3 750	4 125
Bilans handlowy (wg NBP)	mIn USD	-810	-701	-742	-804	-680	-588	-887	-908	-1 032	-1 078	-943	-1 090	-1 000	-1 100
Rachunek bieżący	mIn USD	-816	-652	-634	-557	-429	-108	-265	-534	-612	-744	-519	-720	-780	-970
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-13,7	-16,4	-20,0	-23,0	-25,0	-25,7	-27,3	-29,8	-34,0	-37,1	-39,4	-4,1	-11,6	-16,3
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	3,3	3,0	1,9	1,6	1,3	1,2	1,3	1,1	0,9	0,8	0,4	0,4	0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,2	0,3	0,4	0,5	1,2	1,7	1,3	1,1	1,7	1,7	2,2	2,5	2,7	2,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6,9	3,2	2,4	3,2	2,5	1,3	-0,2	-1,5	-2,5	-1,0	-2,3	-1,4	-1,2	1,0
Zobowiązania	% r/r	5,7	1,7	0,6	1,3	0,5	-0,8	-2,5	-3,5	-4,6	-3,2	-4,3	-4,1	-3,3	-0,5
Należności	% r/r	8,8	7,1	6,6	7,9	9,4	7,5	5,9	4,9	4,4	4,6	5,3	5,5	5,9	7,6
USD/PLN	PLN	4,19	4,14	4,06	4,05	4,03	4,12	4,18	4,15	4,12	3,95	3,91	3,84	3,87	3,94
EUR/PLN	PLN	3,64	3,63	3,59	3,71	3,85	4,09	4,08	4,07	4,04	3,96	3,99	4,08	4,17	4,31
Stopa interwencyjna*	%	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	6,25
WIBOR 3M	%	10,83	10,32	10,20	9,89	9,30	8,89	8,55	8,07	7,45	6,81	6,82	6,56	6,37	6,22
Stopa lombardowa*	%	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	8,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	9,68	9,62	9,56	9,22	8,54	8,35	7,86	7,25	6,77	5,88	5,78	5,74	5,83	5,75
Rentowność obligacji 2L	%	9,37	9,32	9,22	9,03	8,27	8,12	7,60	7,16	6,62	5,78	5,75	5,55	5,66	5,45
Rentowność obligacji 5L	%	9,26	9,11	9,02	8,90	8,17	8,11	7,62	7,07	6,57	5,91	5,67	5,57	5,58	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	8,34	8,25	8,19	8,02	7,55	7,63	7,29	6,79	6,22	5,89	5,69	5,62	5,67	5,50

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	801,4	177,9	188,8	190,5	212,2	183,1	195,0	198,7	224,6
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	4,6	-1,6	-0,4	3,3	3,8	3,8	4,2	4,8	5,7
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	18,2	18,1	17,4	17,6	18,1	18,7	17,8	17,8	18,2
Place realne brutto	% r/r	3,3	1,3	1,6	1,5	2,8	1,9	1,4	2,3	0,6	2,2	3,0	3,1	2,7
Eksport (wg NBP)	mld USD	26 349	28 255	30 275	32 998	36 695	6 893	7 979	8 694	9 449	8 645	8 800	9 300	9 950
Import (wg NBP)	mld USD	40 728	41 423	41 950	43 292	48 835	9 512	10 205	11 077	12 502	11 835	11 800	11 900	13 300
Bilans handlowy (wg NBP)	mld USD	-14 379	-13 168	-11 675	-10 294	-12 140	-2 619	-2 226	-2 383	-3 053	-3 190	-3 000	-2 600	-3 350
Rachunek bieżący	mld USD	-11 553	-9 952	-7 166	-6 734	-9 105	-2 336	-1 620	-907	-1 875	-2 712	-2 250	-1 430	-2 714
Rachunek bieżący	% PKB	-7,4	-6,3	-4,0	-3,6	-4,4	-4,0	-3,6	-3,5	-3,6	-3,7	-4,0	-4,1	-4,4
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-12,5	-15,4	-32,6	-39,4	-38,7	-16,4	-25,0	-29,8	-39,4	-16,3	-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	-5,1	-5,0	-5,0	-4,8
Inflacja	% r/r	7,3	10,1	5,5	1,9	1,1	3,4	2,1	1,3	0,9	0,4	0,6	1,4	1,9
Inflacja*	% r/r	9,8	8,5	3,6	0,8	2,1	3,3	1,6	1,3	0,8	0,4	1,1	1,5	2,1
Ceny produkcji	% r/r	5,7	7,8	1,6	1,0	2,1	0,2	0,7	1,3	1,9	2,7	2,5	1,5	1,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	24,6	15,2	12,1	1,6	2,8	5,9	2,7	-0,1	-1,9	-0,5	1,9	3,6	6,1
Zobowiązania	% r/r	26,4	17,2	13,5	-0,2	2,2	4,8	0,8	-2,3	-4,1	-2,6	1,1	3,6	6,9
Należności	% r/r	28,6	24,7	11,3	6,8	8,4	8,3	8,0	6,1	4,8	6,3	7,7	7,8	11,8
USD/PLN	PLN	3,97	4,35	4,09	4,08	3,88	4,13	4,04	4,15	3,99	3,88	3,95	3,83	3,85
EUR/PLN	PLN	4,23	4,01	3,67	3,85	4,10	3,62	3,72	4,08	4,00	4,18	4,22	4,03	3,98
Stopa interwencyjna*	%	16,50	19,00	11,50	6,75	5,50	10,00	8,50	7,50	6,75	6,25	5,75	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	14,73	18,78	16,08	9,09	5,96	11,02	9,80	8,50	7,03	6,38	6,12	5,73	5,60
Stopa lombardowa*	%	20,50	23,00	15,50	8,75	7,00	13,50	11,50	10,00	8,75	8,00	7,25	7,00	7,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	12,95	17,77	14,77	8,18	5,54	9,64	9,11	7,82	6,14	5,77	5,55	5,50	5,35
Rentowność obligacji 2L	%	12,41	17,37	13,91	7,94	5,39	9,27	8,84	7,63	6,05	5,55	5,40	5,35	5,25
Rentowność obligacji 5L	%	10,87	14,00	12,59	7,86	5,32	9,09	8,69	7,60	6,05	5,48	5,30	5,25	5,25
Rentowność obligacji 10L	%	9,60	11,79	10,74	7,34	5,42	8,28	7,92	7,24	5,93	5,59	5,40	5,35	5,35

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 13.03.2003 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.