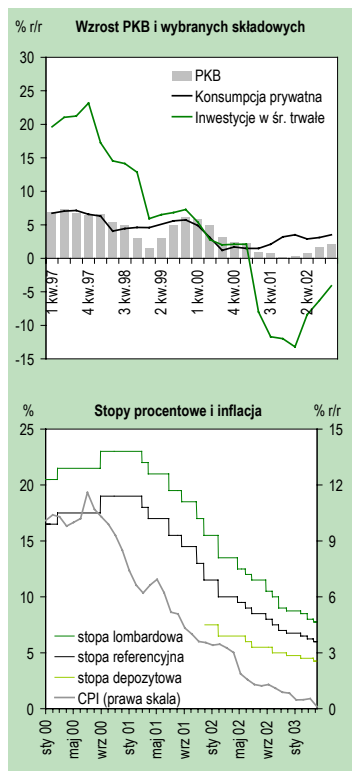


# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Kwiecień 2003



## Inflacja programów

■ **W porównaniu ze styczniem, nazwanym przez nas miesiącem rekordów, luty mógłby przyjąć nazwę miesiąca stabilizacji** – przynajmniej jeśli chodzi o wyniki ekonomiczne. Większość opublikowanych w marcu danych za luty była zgodna z oczekiwaniami, nie wpływając znacząco na zachowanie rynków finansowych. Niestety termin „stabilizacja” zupełnie nie pasował do sytuacji politycznej z ostatniego miesiąca. Niepewność wprowadzała zarówno sytuacja międzynarodowa (wojna w Iraku), jak i wydarzenia na krajowej scenie politycznej – w gabinecie Leszka Millera nastąpiły kolejne zmiany ministrów oraz zadziwiające rozmnożenie programów gospodarczych. Niestety oba projekty pozostawiają wiele do życzenia.

■ **W realnej sferze gospodarki wciąż bez zmian.** Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna kontynuują wzrost, podczas gdy produkcja sektora budowlanego osiąga kolejne dołki sugerując wciąż negatywną dynamikę inwestycji. Wskaźniki koniunktury są jak zwykle niejednoznaczne. Podobnie zresztą jak dane podaży pieniądza, która zachowuje się różnie w zależności od wybranej miary (M3 spada, M1 rośnie coraz szybciej). Dane opublikowane w marcu nie skłaniają nas do zmiany prognoz. Oczekujemy łagodnego ożywienia gospodarczego i utrzymujemy prognozę wzrostu gospodarczego na poziomie 2,5% w pierwszym kwartale oraz 3% w całym roku.

■ **Zgodnie z przewidywaniami, inflacja CPI utrzymała się na bardzo niskim poziomie,** podczas gdy inflacja producenta PPI pozostawała pod wpływem rosnących cen paliw, choć zauważyć należy, że trend cen ropy ostatnio się odwrócił. Wszystkie miary inflacji bazowej znajdują się poniżej celu inflacyjnego NBP. Co więcej dwie z nich spadły w ujęciu rocznym poniżej zera, co z pewnością zrobiło wrażenie szczególnie na tych członkach RPP, którzy ostrzegali przed deflacją. Według naszych prognoz, roczny wskaźnik inflacji CPI nie osiągnie ujemnych wartości w tym roku (nie wspominając już o deflacji) a najniższy poziom inflacji wyniesie 0,1-0,2% r/r w kwietniu.

■ **Perspektywy inflacji poruszamy bardziej szczegółowo w Temacie miesiąca.** Wskaźnik rocznej inflacji w Polsce spada prawie nieprzerwanie od lipca 2000 r. Marcowa decyzja RPP o kolejnym obniżeniu podstawowych stóp procentowych o 25 pb w marcu br. może wydawać się kontynuacją dotychczasowej polityki RPP, polegającej na ostrożnych redukcjach w obawie przed możliwością przyspieszenia cen. Jeśli jednak wziąć pod uwagę zmianę retoryki (przynajmniej niektórych) członków Rady, która zbiegła się z dokonaniem przez nią redukcji stóp, to można dojść do wniosku, że marcowa decyzja Rady stanowiła pewną zmianę w jej polityce. Po raz pierwszy członkowie RPP dali bowiem tak wyraźnie do zrozumienia, że nie dostrzegają zagrożenia dla realizacji celów inflacyjnych na lata 2003-2004. Czy RPP ma rację, że nie obawia się obecnie znacznego odbicia inflacji, które zagroziłoby realizacji celu inflacyjnego w tym i w przyszłym roku? Czy inflacja w Polsce długo jeszcze będzie spadać? W naszej analizie próbujemy odpowiedzieć na te pytania.

### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<b>Nabyte prawo niskich cen?</b>	
Gospodarka Polski	6
Pod lupą: Bank centralny	13
Pod lupą: Rząd i polityka	20
Pod lupą: Negocjacje z UE	27
Monitor rynku	28
Przegląd międzynarodowy	30
Kalendarz makroekonomiczny	32
Dane i prognozy ekonomiczne	33

### 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

### Na rynku finansowym 31 marca 2003 r.:

Stopa depozytowa NBP	4,25	WIBOR 3M	5,98	PLN/USD	4,0512
Stopa referencyjna NBP	6,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,55	PLN/EUR	4,4052
Stopa lombardowa NBP	7,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,25	EUR/USD	1,0874

## Temat miesiąca

### Nabyte prawo niskich cen?

Wskaźnik rocznej inflacji w Polsce spada prawie nieprzerwanie od lipca 2000 r. W okresie tym przyspieszał nieznacznie tylko w czterech miesiącach. Druga połowa ub.r. przyniosła zdecydowane obniżenie poziomu inflacji i w pierwszych dwóch miesiącach tego roku wskaźnik CPI spadł do rekordowo niskiego poziomu 0,5% r/r. W warunkach silnego spadku bieżącego poziomu inflacji i powolnego tempa wzrostu gospodarczego Rada Polityki Pieniężnej (RPP) od ponad dwóch lat stopniowo redukuje poziom nominalnych stóp procentowych. RPP zachowywała przy tym jednak daleko idącą ostrożność, związaną z obawą o możliwość przyspieszenia tempa wzrostu cen, a przejawiającą się w niewielkiej skali redukcji stóp procentowych.

Na pierwszy rzut oka marcowa decyzja RPP o kolejnym obniżeniu podstawowych stóp procentowych o 25 pb może wydawać się kontynuacją dotychczasowej polityki RPP. Wskazuje na to chociażby komunikat Rady zawierający uzasadnienie podjętej przez nią decyzji. Jak zwykle zwrócono w nim uwagę na niski bieżący poziom inflacji oraz niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i uczestników rynku finansowego. Poza tym, Rada uznała, że obserwowane ostatnio ożywienie gospodarcze nie jest na tyle silne, aby spowodować wyraźną presję inflacyjną. Jeśli jednak wziąć pod uwagę zmianę retoryki (przynajmniej niektórych) członków Rady, która zbiegła się z dokonaniem przez nią redukcji stóp, to można dojść do wniosku, że marcowa decyzja Rady stanowiła pewną zmianę w jej polityce. Po raz pierwszy członkowie RPP dali bowiem tak wyraźnie do zrozumienia, że nie dostrzegają zagrożenia dla realizacji celów inflacyjnych na lata 2003-2004. Do tej pory wskazywali raczej na konieczność zachowania ostrożności w polityce pieniężnej, ostrzegając głównie przed możliwością odwrócenia się pozytywnego jak dotąd szoku podaźowego na rynku żywności.

Zmienne i rozbieżne czasami oceny dotyczące perspektyw inflacji (nie tylko wśród bankierów centralnych) skłaniają do zastanowienia się nad kształtowaniem się inflacji w przyszłości. Czy RPP ma rację, że nie obawia się obecnie znacznego odbicia inflacji, które zagroziłoby realizacji celu inflacyjnego banku centralnego w tym i w przyszłym roku? Czy inflacja w Polsce długo jeszcze będzie spadać? Poniżej spróbujemy odpowiedzieć na te pytania.

Punktem wyjścia wydaje się odpowiedź na pytanie, jakie czynniki doprowadziły do spadku inflacji do obecnych, rekordowo niskich poziomów. Według nas jest to efekt polityki makroekonomicznej prowadzonej w Polsce w ciągu ostatnich pięciu lat oraz wynik silnych szoków podaźowych. Od początku swojego istnienia (czyli od 1998 r.) obecna RPP musiała przeciwdziałać narastającej nierównowadze zewnętrznej (co przejawiało się wysokim i rosnącym deficytem obrotów bieżących bilansu płatniczego) oraz nierównowadze wewnętrznej polskiej gospodarki (utrzymująca się pod koniec lat 90. względnie wysoka inflacja). W związku z tym od 1998 r. polityka pieniężna ukierunkowana była na ograniczanie nadmiernej dynamiki popytu krajowego.

#### Wybrane zmienne makroekonomiczne 1998-2002

(% r/r)	1998	1999	2000	2001	2002
Wzrost PKB	4,8	4,1	4,0	1,0	1,3
Konsumpcja indywidualna	4,8	5,2	2,6	2,1	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe	14,2	6,8	2,7	-10,2	-7,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego	10,4	13,1	15,1	17,5	18,1
Inflacja średnioroczna	11,8	7,3	10,1	5,5	1,9
Rach. bież. bilansu płatniczego*	-4,8	-7,9	-5,6	-3,9	-3,8

\* w % PKB

Źródło: GUS, NBP

Powstanie znacznej luki popytowej w polskiej gospodarce (czyli nadwyżki ogólnej podaży nad ogólnym popytem) oraz istotne pogorszenie sytuacji na rynku pracy uniemożliwiały znaczące podnoszenie cen dóbr i usług. Ponadto, czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu cen był względnie silny realny efektywny kurs złotego przed 2002 r., który bezpośrednio wpływał na ceny towarów importowanych, a pośrednio na ceny dóbr i usług krajowych. Koszt importowanych surowców i komponentów potrzebnych do krajowej produkcji był bowiem relatywnie niski, a tanie dobra finalne z zagranicy stanowiły silną konkurencję cenową dla dóbr krajowych. W 2002 r. sytuacja odwróciła się i realny efektywny kurs złotego uległ osłabieniu o prawie 10%. Deprecjacja złotego nie spowodowała jednak przyspieszenia tempa wzrostu cen ze względu na asymetryczny wpływ zmian kursu walutowego na inflację. Przy niskiej dynamice popytu spadek wartości złotego nie przekładał się na wzrost inflacji.

Najważniejszym jednak czynnikiem wpływającym na inflację w ostatnich latach były szoki podaźowe, przede wszystkim na rynku żywności. W przypadku Polski ma to bardzo ważne znaczenie, ponieważ w ostatnich latach artykuły żywnościowe stanowiły w koszyku konsumpcyjnym, odzwierciedlającym strukturę

wydatków przeciętnego gospodarstwa domowego w Polsce, około 30%.

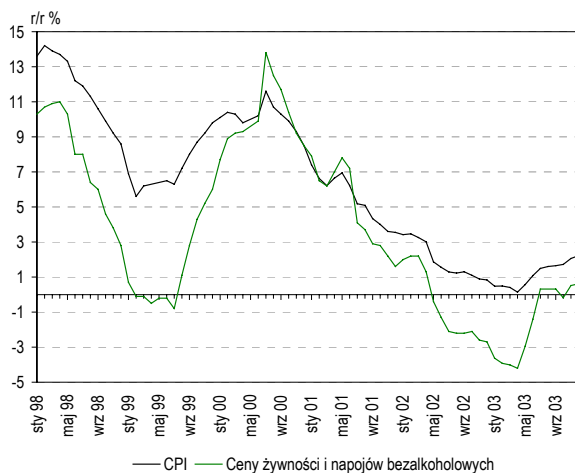
**Struktura wag koszyka CPI w latach 1999-2003 (%)**

Kategoria	1999	2000	2001	2002	2003
Żywność i napoje bezalk.	31,62	30,44	30,10	29,70	28,20
Napoje alk. i wyr. tytoniowe	6,40	6,54	6,10	6,20	6,20
Odzież i obuwie	6,96	6,56	5,90	5,50	5,40
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	18,44	19,50	19,00	19,60	20,60
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	5,09	5,19	5,10	4,70	4,80
Zdrowie	4,45	4,68	4,80	4,80	4,80
Transport	7,82	7,48	8,30	8,20	8,10
Łączność	2,36	3,04	3,80	4,60	4,80
Rekreacja i kultura	6,12	6,48	6,50	6,40	6,40
Edukacja	1,09	1,23	1,30	1,30	1,40
Restauracje i hotele	3,65	3,18	3,50	3,40	3,90
Inne towary i usługi	6,00	5,68	5,60	5,60	5,40

Źródło: GUS

W rezultacie zmiany cen żywności mają największy wpływ na ogólny wskaźnik wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych. W ostatnich dwóch latach zbiory w rolnictwie były bardzo dobre, nie tylko w Polsce, ale w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Wysoka podaż artykułów żywnościowych i wynikający z tego znaczny spadek cen żywności spowodował, że w kilku krajach regionu (np. na Litwie, Ukrainie i w Czechach) zanotowano ujemne wartości rocznej inflacji. Także w Polsce to właśnie ujemna roczna dynamika cen żywności jest odpowiedzialna za pogłębiający się proces deflacji.

**Dynamika roczna cen żywności i wskaźnika CPI**

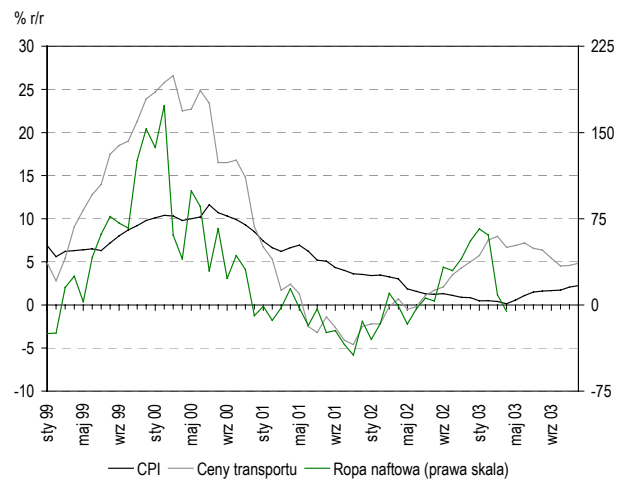


Uwaga: od marca do grudnia 2003 r. prognoza BZ WBK  
Źródło: GUS

Przez cały 2001 r. i połowę 2002 r. spadkowi inflacji sprzyjały też niskie notowania cen ropy naftowej, a co za tym idzie niewielka dynamika cen w kategorii „transport” (przez większą część tego okresu była ona ujemna), w

której paliwa stanowią główny element. Przyspieszająca od połowy ub.r. dynamika cen ropy przełożyła się na przyspieszenie cen w transporcie. Udział cen transportu w koszyku konsumpcyjnym jest dużo mniejszy niż cen żywności, więc mimo zwiększenia się dynamiki cen transportu w drugiej połowie ub.r., inflacja ogółem nadal spadała do kolejnych rekordowo niskich poziomów, za sprawą kilkuprocentowego rocznego spadku cen żywności. Dodatkowym czynnikiem, który przyczynił się do obniżenia inflacji poniżej 1% r/r pod koniec 2002 r. była obniżka akcyzy na napoje alkoholowe, która weszła w życie od października ub.r. W rezultacie od tego momentu roczna dynamika cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych jest ujemna, obniżając wartość ogólnego wskaźnika wzrostu cen.

**Ceny ropy a ceny transportu i CPI**



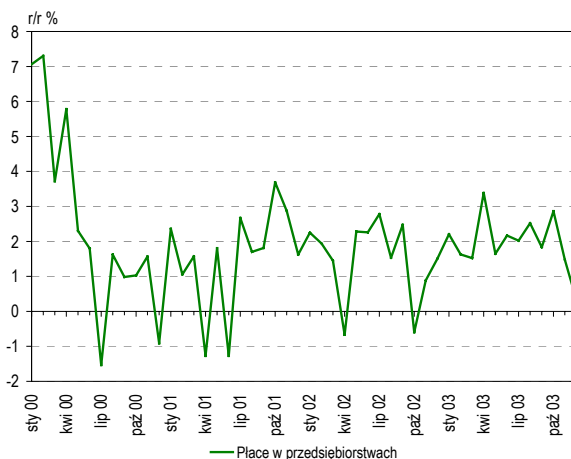
Uwaga: od marca do grudnia 2003 r. prognoza BZ WBK  
Źródło: GUS, Reuters

Jak omówione wyżej czynniki, mające największy wpływ na inflację, będą wpływały na jej kształtowanie się w przyszłości? Dane makroekonomiczne z początku tego roku wskazują, że sytuacja na rynku pracy w dalszym ciągu jest bardzo trudna, a aktywność gospodarcza podtrzymywana jest głównie przez eksport, podczas gdy dynamika popytu krajowego zwiększa się bardzo powoli, głównie z powodu gorszej niż oczekiwano poprawy w zakresie inwestycji. Oznacza to, że siedemnastokrotne obniżenie stóp procentowych z poziomu 19% na początku 2001 r. do 6% obecnie nie spowodowało znacznego pobudzenia popytu krajowego. Oczywiście należy pamiętać, że nie ujawniły się jeszcze wszystkie efekty dotychczasowych redukcji stóp procentowych. Trudno jednak oczekiwać, że nagle ujawnią się one w tym roku, doprowadzając do gwałtownego ożywienia popytu krajowego i wzrostu presji inflacyjnej. Tym bardziej, że od pewnego czasu RPP stosuje tzw. strategię „małych kroków”, czyli stopniowych, niewielkich redukcji stóp procentowych.



Rekordowo niska inflacja w ostatnich miesiącach w połączeniu z wysokim bezrobociem będzie ograniczała presję na wzrost płac w przedsiębiorstwach. W rezultacie dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw powinna kształtować się na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego. Można więc oczekiwać niskiej inflacji płacowej. Jeżeli chodzi o świadczenia społeczne, to od tego roku system ich indeksacji opiera się na rzeczywistej stopie inflacji w poprzednim roku powiększonej o 20% wzrostu płac. W ubiegłym roku inflacja była rekordowo niska, a dynamika płac niewielka, więc w tym roku świadczenia społeczne wzrosną bardzo niewiele. Zakładając podobną jak w ubiegłym roku skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania, dynamika konsumpcji indywidualnej w tym roku będzie niższa niż w 2002 r. W takim otoczeniu makroekonomicznym trudno spodziewać się znaczącej presji na wzrost inflacji ze strony popytu wewnętrznego.

**Realna dynamika wynagrodzeń w przedsiębiorstwach**



Uwaga: od marca do grudnia 2003 r. prognoza BZ WBK  
Źródło: GUS

W obecnej sytuacji trudno również mówić o zagrożeniu importem inflacji. W najbliższym czasie nie należy spodziewać się odnowienia presji inflacyjnej w krajach Unii Europejskiej. Przedstawione na początku kwietnia przez Komisję Europejską prognozy wzrostu gospodarczego na ten i następny rok nie są optymistyczne. Zgodnie z nimi nie dojdzie do gospodarczego przyspieszenia, a PKB w krajach „15” wzrośnie w 2003 r. o zaledwie 1,3% (są to przy tym jedne z bardziej optymistycznych prognoz dla UE), podczas gdy wcześniej przewidywano 2%. Niemcy, główny partner handlowy Polski, będą balansowały w tym roku na skraju recesji (spodziewany wzrost PKB o 0,4%). Z kolei według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego gorzej niż oczekiwano będzie także w Stanach Zjednoczonych oraz Azji. Jeśli dodamy do tego, że kurs złotego w drugiej połowie tego

roku powinien się wzmocnić w stosunku do obserwanego obecnie relatywnie niskiego poziomu (m.in. ze względu na poprawę nastrojów inwestorów po pozytywnym wyniku referendum akcesyjnego w czerwcu), to zagrożenie importem inflacji wydaje się niewielkie.

Jak powiedział Milton Friedman: „inflacja zawsze i wszędzie jest zjawiskiem pieniężnym”. Najszerza miara podaży pieniądza w Polsce, agregat M3, od sierpnia 2002 r. spada w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Wskazywałoby to na kontynuację procesu dezinflacji. Trzeba jednak również wziąć pod uwagę kształtowanie się innych, węższych miar pieniądza, np. agregatu M1 (gotówka w obiegu i depozyty bieżące). Dynamiki obu agregatów bardzo się różnią. Mimo spadku agregatu M3, węższa miara pieniądza od pewnego czasu przyspiesza (patrz wykres na stronie 12). Wiąże się to ze spadkiem depozytów terminowych w bankach w reakcji na ich malejącą atrakcyjność i ich zamianą na bardziej płynne formy pieniądza (spadające stopy procentowe powodują, że zmniejsza się koszt alternatywny posiadania bardziej płynnych form pieniądza). Na podstawie opisanych wyżej tendencji w strukturze podaży pieniądza nie można więc stwierdzić, że spadek szerokiej podaży pieniądza będzie miał znaczny wpływ dezinflacyjny w dłuższym okresie. Trudno jednak również zdecydowanie uznać, że dynamiczny wzrost agregatu M1 może spowodować wzrost inflacji.

Przyspieszenie inflacji musiałoby zatem wystąpić w wyniku wystąpienia negatywnych szoków podażyowych. Jeżeli chodzi o rynek żywności, to co najmniej do połowy bieżącego roku nie należy się spodziewać odwrócenia pozytywnego szoku podażyowego. Niepewna jest druga połowa tego roku. Nie została jeszcze opublikowana ocena GUS dotycząca stanu upraw rolnych i ogrodnich oraz szacunek tegorocznych zbiorów, więc trudno szacować wyniki tegorocznej produkcji rolnej. Jeśli spadnie ona znacząco (w wyniku nieurodzaju), to ujemna dynamika cen żywności może dość szybko przerodzić się w ich wzrost. Warto jednak zwrócić uwagę, że wpływ ewentualnego wzrostu cen żywności na ogólny wskaźnik wzrostu cen byłby hamowany przez wspomnianą wyżej niską dynamikę dochodów gospodarstw domowych. Wraz ze wzrostem cen żywności (przy dość sztywnym popycie na nią) zmniejszą się możliwości nabywcze ludności, a zatem popyt na inne towary spadnie, a w ślad za tym obniży się dynamika ich cen. Najbardziej prawdopodobny wydaje się jednak scenariusz, w którym produkcja rolna



i ogrodnicza będzie w tym roku o kilka procent niższa niż w wyjątkowo dobrych dla produkcji rolniczej ostatnich dwóch latach. Potwierdzają to wstępne szacunki niektórych instytutów rolniczych (np. Instytutu Ekonomiki Rolnictwa) wskazujące na spadek tegorocznych zbiorów w stosunku do poprzedniego roku (m.in. w wyniku zimowych strat). Z drugiej strony, utrzymuje się znaczna nadpodaż na rynku mięsa, co będzie skutkowało spadkiem jego cen. W sumie, tendencje w rolnictwie oznaczają, że do połowy roku ceny żywności powinny nadal spadać, ale później zaczną najprawdopodobniej nieznacznie rosnać w porównaniu z odpowiednim okresem poprzedniego roku. W ten sposób, w drugiej połowie roku ceny żywności nadal będą wpływały zmniejszająco na ogólny wskaźnik inflacji, choć w znacznie mniejszym stopniu niż obecnie, gdy ich dynamika jest ujemna i wynosi ok. -4% r/r. Wiązać się to będzie również z faktem, że w 2003 r. znacznemu zmniejszeniu z 29,7% do 28,3% uległ udział żywności w koszyku CPI (patrz tabela na stronie 2). Zmiana ta spowodowała już rewizję w górę danych o inflacji za styczeń z 0,4% r/r na 0,5% r/r.

Pozostając przy czynnikach podażowych, wydaje się, że nie powinno dojść w tym roku do znaczącego wzrostu cen surowców przemysłowych. Najważniejsze będą oczywiście tendencje na rynku ropy naftowej. Interwencja zbrojna w Iraku okazała się mieć pozytywny przebieg, co już spowodowało spadek cen ropy na rynkach światowych w stosunku do bardzo wysokiego poziomu obserwowanego na przełomie ubiegłego i bieżącego roku. W rezultacie średnia cena ropy w tym roku powinna być zbliżona do średniej ceny tego surowca zanotowanej w ubiegłym roku. Spowoduje to, że roczny wzrost cen w kategorii „transport” nie będzie już przyspieszał z obecnego poziomu (ponad 7% r/r). W dalszej części bieżącego roku dynamika cen w transporcie kształtować się będzie jednak na poziomie ok. 5% r/r, przyczyniając się do przyspieszenia wskaźnika CPI.

Pozostaje jeszcze pytanie, jak będą się kształtować ceny kontrolowane. Mają one największy udział w kategorii „użytkowanie mieszkania i nośniki energii”, czyli w tym komponencie koszyka CPI, w którym ceny w ostatnich dwóch latach rosły najsilniej. W znacznej mierze dzięki temu wskaźnik wzrostu cen w Polsce nie przyjął dotychczas ujemnych wartości (potwierdzają to dane o inflacji bazowej, które wskazują, że inflacja po wyłączeniu cen kontrolowanych jest ujemna). W tym roku wzrost cen w tej kategorii również powinien być jednym z wyższych wśród wszystkich komponentów CPI (obok cen w transporcie). Będzie on jednak niższy

niż w ubiegłym roku. W drugim półroczu prawdopodobnie o kilka procent zdrożeje energia elektryczna. Zakłady energetyczne opracowują teraz projekty nowych taryf, które prześlą do zatwierdzenia prezesowi Urzędu Regulacji Energetyki (URE). Z końcem czerwca br. upływa bowiem tzw. rok taryfowy dla spółek dystrybucyjnych i muszą one uzyskać akceptację dla nowych taryf. Zgodnie z polskim prawem ceny energii nie mogą rosnąć więcej niż o 3% ponad wskaźnik inflacji z poprzedniego roku. Dotychczasowe doświadczenie pokazuje, że prezes URE jest sprzymierzeńcem banku centralnego w walce z inflacją, ponieważ w poprzednich latach nie godził się na proponowaną przez zakłady energetyczne skalę podwyżek i w rezultacie były one mniejsze od dopuszczalnego limitu. Na razie prezes URE twierdzi, że za wcześnie jest na prognozowanie średniego wzrostu cen energii w kolejnym roku taryfowym, ale zadeklarował, że nie powinien on wynieść więcej niż 2-3% (w ubiegłym roku decyzją prezesa ceny energii elektrycznej wzrosły średnio o 5,7%). Będzie to więc nieco ograniczać względnie wysoką dynamikę cen w kategorii „użytkowanie mieszkania i nośniki energii”, która ma drugi po żywności udział w koszyku konsumpcyjnym.

Biorąc pod uwagę wszystkie opisane wyżej czynniki, spodziewamy się, że do połowy br. roczne tempo wzrostu cen pozostanie poniżej poziomu 1%. W marcu prognozujemy dalszy spadek stopy inflacji do 0,4% r/r, a w kwietniu stopa inflacji powinna osiągnąć najniższy poziom w tym roku, czyli 0,1-0,2% r/r. Następnie wskaźnik CPI powinien stopniowo przyspieszać do ok. 2% na koniec tego roku.

Należy jednak pamiętać, że obecne prognozy inflacji na ten rok mogą się okazać nieprecyzyjne ze względu na modyfikację systemu wag koszyka CPI. Niestety, GUS nie udostępnił jeszcze indeksu miesięcznych zmian cen w ubiegłym roku, przeliczonego według nowych wag, obowiązujących w 2003 r. Z tego powodu prognozy rocznego wskaźnika inflacji w kolejnych miesiącach tego roku mogą ulec pewnej zmianie. W niektórych miesiącach mogą one zostać zweryfikowane w górę, a w innych w dół. Może się np. okazać, że inflacja w kwietniu zamiast 0,2% r/r wyniesie 0,3% r/r, a w czerwcu zamiast wzrosnąć do 1,1% może być wciąż poniżej 1%. Takie rozbieżności nie wpłyną jednak na trend inflacji w najbliższych miesiącach, oraz oczywiście nie zmieniają prognozy inflacji na koniec roku.



## Gospodarka Polski

- **Inflacja bardzo niska, dwie miary bazowej ujemne**
- **Dobrze w przemyśle, gorzej w budownictwie**
- **Nakłady inwestycyjne wciąż na minusie**
- **... a eksport netto wraz z konsumpcją prywatną ciągnie gospodarkę**

W porównaniu ze styczniem, nazwanym przez nas miesiącem rekordów, luty mógłby przyjąć nazwę miesiąca stabilizacji. Większość opublikowanych w marcu danych za luty była zgodna z oczekiwaniami, nie wpływając znacząco na zachowanie rynków finansowych. Wiadomości gospodarcze miały dużo mniejsze znaczenie niż polityka – zarówno krajowa (kolejne zmiany w rządzie Leszka Millera, programy ministrów ds. gospodarczych), jak i zagraniczna (wojna w Iraku). Czynniki te spowodowały, że sytuacja polityczna w odróżnieniu od miesięcznych publikacji danych, była daleka od stabilizacji, co wpływało również na wysoką zmienność cen na rynkach finansowych.

Zgodnie z przewidywaniami, inflacja konsumenta CPI utrzymała się na bardzo niskim poziomie, podczas gdy inflacja producenta PPI pozostawała pod wpływem rosnących cen paliw, choć zauważyć należy, że trend cen ropy ostatnio się odwrócił. Wszystkie miary inflacji bazowej, mającej ukazywać zmiany w poziomie cen po oczyszczeniu z czynników sezonowych i jednorazowych, znajdują się poniżej celu inflacyjnego NBP. Co więcej dwie z nich spadły w ujęciu rocznym poniżej zera, co z pewnością zrobiło wrażenie szczególnie na tych członkach RPP, którzy ostrzegali przed deflacją. Według naszych prognoz, roczny wskaźnik inflacji CPI nie osiągnie poziomów ujemnych w tym roku (o zjawisku deflacji w ogóle nie wspominamy) a najniższy poziom inflacji w tym roku wyniesie 0,1-0,2% r/r w kwietniu (szczegóły w *Temacie miesiąca* powyżej).

W realnej sferze gospodarki wciąż bez zmian. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna kontynuuje wzrost, podczas gdy produkcja sektora budowlanego osiąga kolejne dołki sugerując wciąż negatywną dynamikę inwestycji. Wskaźniki koniunktury są jak zwykle niejednoznaczne. Podobnie zresztą jak dane podaży pieniądza, która zachowuje się różnie w zależności od wybranej miary (M3 spada, M1 rośnie coraz szybciej). Dane opublikowane w marcu nie skłaniają nas do zmiany prognoz. Oczekujemy łagodnego ożywienia gospodarczego i utrzymujemy prognozę wzrostu gospodarczego na poziomie 2,5% w pierwszym kwartale oraz 3% w całym roku.

## Inflacja wciąż niska, będzie jeszcze niższa

W marcu GUS podał ostateczne dane nt. stopy inflacji w styczniu i lutym br., potwierdzające większość wcześniejszych przypuszczeń. Po pierwsze, zmiany w systemie wag (oparte na strukturze konsumpcji gospodarstw domowych w 2002 r.) pokazały znaczący spadek udziału żywności i napojów bezalkoholowych (z 29,7% do 28,3%) wraz ze wzrostem wagi kosztów użytkowania mieszkania i nośników energii (z 19,6% do 20,6%) w koszyku CPI. Te dwie główne zmiany, wraz z pozostałymi mniej istotnymi, doprowadziły do rewizji wskaźnika inflacji styczniowej w górę z 0,4% do 0,5% r/r. Po drugie, tempo wzrostu cen konsumentów w lutym spełniło nasze oczekiwania, wynosząc 0,1% m/m. Złożył się na to niewielki spadek cen żywności (-0,2% m/m), znaczące sezonowe przeceny odzieży i obuwia (-1,2% m/m) oraz znaczny wzrost cen transportu (1,7% m/m) spowodowany podwyżkami cen paliw (3,7%), podczas gdy ceny pozostałych towarów i usług pozostały mniej więcej stabilne. W efekcie, stopa inflacji w lutym utrzymała się na bardzo niskim, a nawet rekordowo niskim poziomie (gdyż poprzedni rekord wynosił 0,5% a nie 0,4% jak się okazało).

Dane inflacyjne po raz kolejny pokazały, że popytowa presja inflacyjna pozostaje bardzo niewielka i nie widać fundamentalnych przyczyn dla znacznego wzrostu inflacji w średnim okresie. W związku z tym wydaje się, że wzrost CPI w nadchodzących miesiącach kształtowany będzie głównie poprzez czynniki podażowe, z których najistotniejsze będzie zachowanie cen żywności i paliw.

Średni wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych w marcu wyniósł 0,4% m/m i był napędzany głównie przez ceny owoców i warzyw, co potwierdziło nasze wcześniejsze prognozy. Ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych wzrosły o 0,2% m/m. Wzrost cen w tych dwóch kategoriach był mniejszy niż w marcu ubiegłego roku, co oznacza pozytywny wpływ na roczny wskaźnik inflacji.

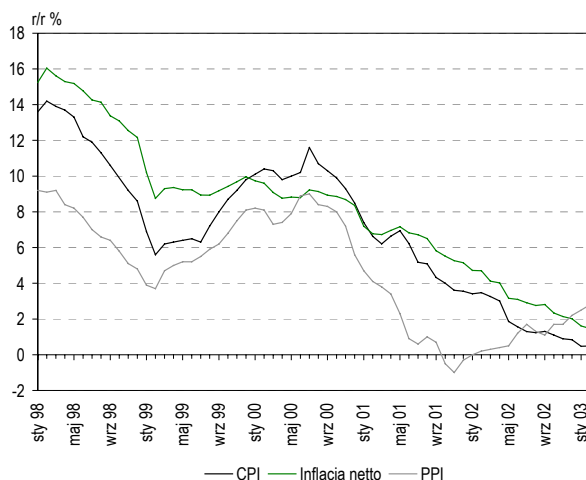
Tymczasem tendencje na detalicznym rynku paliw w kraju są mniej korzystne. Za sprawą rosnących cen ropy na rynkach światowych, średni miesięczny wzrost cen paliw na rynku krajowym wyniósł 3% w pierwszych dwóch miesiącach tego roku. Co prawda, na skutek pozytywnych wiadomości z Iraku cena ropy znacząco spadła na przełomie marca i kwietnia, jednak utrzymująca się relatywna słabość złotego może ten efekt zneutralizować. Roczny wskaźnik zmiany cen paliw rośnie od wielu miesięcy i wynosi już 15% r/r.



Wysokie ceny paliw powodują również, wraz z efektem niskiej bazy w analogicznym okresie poprzedniego roku, wzrost indeksu cen produkcji sprzedanej. Inflacja PPI wzrosła w lutym o 0,5% m/m i 2,8% r/r wobec 2,5% r/r w styczniu. Był to wynik nieznacznie wyższy od naszej prognozy 2,7% r/r (rynek oczekiwał średnio 2,6%), spowodowany przez wzrost cen w sektorze produkcji koks i produktów rafinacji ropy naftowej wzrosły o 7% m/m. Taki sam efekt wystąpił również w większości państw europejskich (m.in. w ostatnio opublikowanych danych dla Niemiec i Francji) oraz w USA. O ile wysokie ceny ropy mogą podwyższać PPI również w kolejnych miesiącach (choć jak napisaliśmy powyżej, trend cen paliw zaczął się już odwracać), nie powinno to spowodować gwałtownego przyspieszenia cen konsumpcyjnych, jako że producenci i pośrednicy handlowi najprawdopodobniej nie będą skłonni do zbyt szybkiego przenoszenia podwyżek na ceny płacone przez konsumentów przy wciąż stosunkowo słabym popycie krajowym.

Ponieważ nie oczekujemy zwiększenia presji inflacyjnej w kategoriach związanych bardziej z popytem wewnętrznym, przewidujemy, że inflacja pozostanie bardzo niska w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Prognozujemy dalszy spadek stopy inflacji w marcu do 0,4% r/r. Oczekujemy, że w kwietniu stopa inflacji powinna osiągnąć najniższy poziom w tym roku 0,1-0,2% r/r, co powinno wspierać oczekiwania na kolejne obniżki stóp procentowych. Ministerstwo Finansów spodziewa się inflacji na poziomie 0,5% r/r w marcu oraz 0,4% r/r w kwietniu. Podtrzymujemy również naszą prognozę, że w kolejnych miesiącach powinno nastąpić stopniowe przyspieszenie wzrostu cen do ok. 2% w grudniu, a będzie to po części związane z mniej korzystnym zachowaniem cen żywności dalszej części roku.

**Miary inflacji**



Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

**Inflacja bazowa ostro w dół w styczniu i lutym**

Marcowa publikacja danych nt. inflacji bazowej również dotyczyła dwóch miesięcy - stycznia i lutego. Wszystkie pięć miar inflacji bazowej podążyło w ślad za inflacją CPI, osiągając w lutym rekordowo niskie poziomy. Każda z nich była sporo poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego RPP na ten rok (2-4%). Tylko jedna z miar inflacji bazowej spadła w mniejszym stopniu niż CPI (w okresie grudzień-luty), jedna zmniejszyła się w dokładnie takiej samej skali (35 pb), a trzy pozostałe spadły silniej (55-71 pb). Co więcej, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, dwie z pięciu miar inflacji bazowej zanotowały po raz pierwszy od czasu ich obliczania wartości ujemne – były to CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych oraz CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw, które wyniosły odpowiednio -0,55% i -0,14%. Kształtująca się na najwyższym poziomie miara inflacji bazowej – inflacja „netto”, tj. po wyłączeniu cen żywności i paliw – spadła w lutym do 1,5% z 2% w grudniu, czyli dokładnie zgodnie z naszymi szacunkami.

Wskaźniki inflacji bazowej były zapewne bardzo silnym argumentem za obniżką stóp procentowych w marcu, a ponieważ nie wskazują one na ryzyko znacznego wzrostu inflacji w najbliższym czasie, pozostaną takim argumentem również na kolejnych posiedzeniach RPP. Skala spadku indeksów z pewnością zrobi wrażenie szczególnie na tych członkach RPP, którzy już wcześniej obawiali się o zbytnią restrykcyjność polityki pieniężnej i ostrzegali przed deflacją.

**Dobrze w przemyśle, kiepsko w budownictwie**

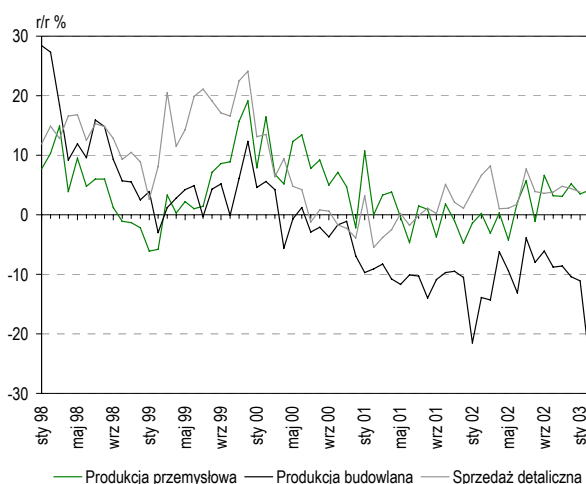
Produkcja przemysłowa w lutym zmniejszyła się o 1,7% w ciągu miesiąca i wzrosła o 4,1% r/r. Dane te były nieco wyższe niż nasze oczekiwania na poziomie 3,7% r/r, ale wynikało to głównie z rewizji danych za styczeń do 3,5% z wcześniejszych 4,2% r/r. Tym razem największy wzrost produkcji zanotowano w zaopatrywaniu i wytwarzaniu energii elektrycznej, gazu i wody (6,5% r/r). Wynik w przetwórstwie przemysłowym był o 4,2% r/r wyższy, a produkcja w górnictwie i kopalnictwie zwiększyła się o zaledwie 0,7% r/r. Produkcja wyrównana sezonowo wzrosła o 3,9% r/r (w porównaniu z 4,1% w styczniu) w sektorze przemysłowym oraz o 4% r/r (w styczniu 4,9%) w sektorze przetwórczym. Ogólnie rzecz biorąc lutowe wyniki produkcji przemysłowej nie zmieniają oceny sytuacji gospodarczej. Potwierdzają one, że gospodarka się rozwija, ale (podobnie jak w poprzednich miesiącach) w wolnym tempie. Taka opinia



została również wyrażona po publikacji danych przez członków RPP Bogusława Grabowskiego i Dariusza Rosatiego. Pierwszy z nich przewiduje, że wzrost PKB w I kwartale br. wyniesie od 2,0 do 2,2%, a drugi z nich oczekuje, że wzrost osiągnie 2,0-2,5%. Nasza prognoza jest bliższa górnej granicy tego przedziału. Obaj członkowie RPP uważają, że aktywność gospodarcza powinna poprawić się w pozostałej części roku, szczególnie gdyby doszło do pomyślnego zakończenia wojny w Iraku.

Lutowe dane o produkcji przyniosły jednak pewien niepokojący sygnał. Produkcja budowlano-montażowa zanotowała w lutym drastyczny spadek o 24% r/r (wzrost o zaledwie 0,7% m/m). Choć do pewnego stopnia wynikało to z trudnych warunków pogodowych w lutym br. (a zima wróciła na chwilę w kwietniu) oraz relatywnie dobrych wyników w odpowiednim okresie ub.r. (w lutym 2002 r. produkcja w budownictwie wzrosła znacznie po gwałtownym spadku w styczniu), co może zostać zrekompensowane w kolejnych miesiącach, to dane oznaczają, że budownictwo pogrążone jest nadal w głębokim kryzysie. Sugeruje to, że aktywność inwestycyjna na początku tego roku pozostaje słaba i roczna dynamika inwestycji w I kwartale br. może być w dalszym ciągu ujemna, ograniczając tempo wzrostu PKB. Z drugiej strony jednak, pozytywny wpływ na wzrost PKB będzie miał eksport netto (więcej szczegółów odnośnie struktury PKB poniżej).

### Dynamika realna



Źródło: GUS

### Dwuznaczne dane o sprzedaży detalicznej

Sprzedaż detaliczna w ujęciu nominalnym spadła w lutym o 3,7% m/m ze względu na efekt sezonowy oraz wzrosła o 4,7% r/r. Wynik był poniżej oczekiwań (my prognozowaliśmy wzrost o 7,1% r/r), ale potwierdził on,

że popyt konsumpcyjny nadal zwiększał się w I kw. 2003 roku w relatywnie szybkim tempie. Jednakże struktura dynamiki sprzedaży detalicznej sugeruje, że wzrost spożycia indywidualnego może osłabnąć w kolejnych kwartałach. Sprzedaż żywności, napojów alkoholowych i tytoniowych była mocna (30,4%), ale w pozostałych kategoriach obserwowano jedynie umiarkowany wzrost lub spadek. Zgodnie z informacją podaną przez agencję monitorującą rynek samochodów w Polsce, tempo ich sprzedaży spowolniło znacząco w lutym wobec wysokich wzrostów w grudniu i styczniu. Choć można się spodziewać, że sprzedaż aut przyspieszy ponownie (dane za marzec są ponownie pozytywne), pogorszenie sprzedaży detalicznej pozostałych dóbr trwałych nie wróży dobrze dla kondycji konsumpcji w tym roku. Sprzedaż mebli, sprzętu AGD i RTV spadła drugi miesiąc z rzędu (-6,8% r/r) po kilku latach silnego wzrostu. Ponadto, po znacznym spowolnieniu dynamiki rocznej w styczniu, sprzedaż odzieży i obuwia spadła w lutym (-3,9% r/r), pierwszy raz od grudnia 2000 r. Ogólnie, choć wyniki pokazują, że sprzedaż detaliczna przyspiesza w I kw. br., w lutym nastąpiło dalsze spowolnienie popytu na dobra trwałe, co potwierdza nasz pogląd, że dynamika spożycia indywidualnego będzie niższa w 2003 r. niż w roku poprzednim, a perspektywy wzrostu popytu krajowego w tym roku są zależne głównie od zmian działalności inwestycyjnej. Choć pamiętać należy, że na skutek pozytywnej niespodzianki inflacyjnej (znowu!), waloryzacja świadczeń emerytalno-rentowych, która miała miejsce pierwszego marca, będzie miała większy wymiar w ujęciu realnym. A skorzystają z niej grupy społeczne o wysokiej skłonności do konsumpcji.

### ... a koniunktura gospodarcza nadal zróżnicowana

Wyniki badań koniunktury gospodarczej w marcu podane przez GUS przyniosły pewne zmiany w obserwowanych tendencjach po raz kolejny dając mieszane sygnały. Podczas gdy wskaźnik dla przemysłu po raz kolejny zanotował dobry wynik (wzrost o 13 pkt. w porównaniu z marcem 2002), a wskaźnik dla budownictwa ponownie zanotował niewielki wzrost (był o 1 pkt. wyższy niż rok temu) po styczniowym spadku, to w handlu detalicznym, po raz pierwszy od 11 miesięcy zanotowano ujemną dynamikę. Wskaźnik dla przemysłu jako jedyny miał wartość dodatnią i wyniósł 4 pkt. (różnica między odpowiedziami wskazującymi na poprawę a odpowiedziami wskazującymi na pogorszenie stanu koniunktury). Dla budownictwa wynosi on -2 pkt., w





handlu detalicznym pozostaje głęboko poniżej zera na poziomie -28 pkt.

Przedsiębiorstwa w przemyśle nadal negatywnie oceniają bieżący poziom popytu, choć ocena ta nieznacznie poprawiła się w porównaniu z poprzednimi miesiącami, co ich zdaniem może doprowadzić do wzrostu produkcji. Z drugiej strony, wytwórcy zapowiadają kontynuację redukcji zatrudnienia. Podobne tendencje oczekiwane są w sektorze budownictwa.

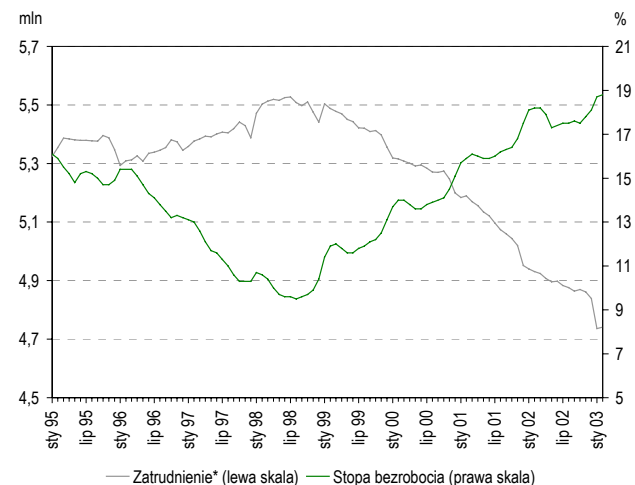
Przedsiębiorstwa z sektora handlu detalicznego deklarują znaczne ograniczenia bieżącej sprzedaży i przewidują spadek zamówień. Zadeklarowały również spadek bieżących cen sprzedawanych towarów, choć w kolejnych miesiącach spodziewają się odwrócenia tej tendencji (spójne z prognozami inflacji). Również w handlu detalicznym zapowiadane są dalsze redukcje zatrudnienia, ale w nieco wolniejszym tempie niż planowano miesiąc wcześniej.

**Bezrobocie nieco w górę, rynek pracy ciągle słaby**

Stopa rejestrowanego bezrobocia w lutym nieznacznie wzrosła do 18,8% (nowy rekord), zgodnie z przewidywaniami ministra gospodarki, pracy i polityki społecznej Jerzego Hausnera. Liczba bezrobotnych osiągnęła 3,334 mln wzrastając o 2% r/r wobec 2,1% r/r w styczniu i 8,7% średnio w całym 2002 r. Dane były zgodne z trendem obserwowanym przez kilka ostatnich miesięcy, pokazującym, że tempo wzrostu bezrobocia stopniowo spowalnia. Według naszych szacunków, poczynając od marca stopa bezrobocia powinna odnotować sezonowy spadek do 18% w maju, a w dalszej części roku powinna nieco wzrosnąć.

W lutym przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 0,1% m/m po głębokim spadku o 2,1% m/m zanotowanym w styczniu. Liczba miejsc pracy była o 3,9% niższa niż w lutym 2002 (wobec -4,1% r/r w styczniu). Równocześnie płace w przedsiębiorstwach spadły o 0,5% m/m, a ich roczne tempo wzrostu obniżyło się do 2,1% r/r z 2,7% przed miesiącem. Dane pokazały, że sytuacja na polskim rynku pracy wciąż pozostaje bardzo trudna, co z pewnością nie stanowi wsparcia dla dalszej ekspansji prywatnego popytu konsumpcyjnego. Nominalny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw zmalał o 1,8% wobec analogicznego miesiąca poprzedniego roku (wobec -1,6% r/r w styczniu). Dane z rynku pracy dostarczyły kolejnego argumentu, świadczącego o braku popytowej presji inflacyjnej w średnim okresie.

**Stopa bezrobocia i przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw**



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

**Mniejszy deficyt handlowy**

W lutym deficyt obrotów bieżących osiągnął 517 mln € wobec 704 mln € w styczniu. W dolarach deficyt wyniósł 561 mln \$ wobec 740 mln \$ w poprzednim miesiącu. W relacji do PKB skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących zmniejszył się do 3,3% z 3,5% po styczniu.

Wielkość deficytu obrotów bieżących była zaskoczeniem (pozytywnym), ale różnica pomiędzy oczekiwaniami a rzeczywistą wartością była znacznie większa (również *in plus*) w przypadku deficytu handlowego. W lutym wyniósł on 580 mln € w porównaniu z 1,12 mln € w poprzednim miesiącu i wobec oczekiwań na poziomie 930 mln €. Wynikało to głównie z osłabienia dynamiki importu wyrażonej w euro, która zmniejszyła się do -5,1% r/r. W wyrażeniu złotowym i dolarowym import po raz kolejny zanotował roczny wzrost (patrz tabela poniżej). Być może spowolnienie dynamiki importu w lutym wiązało się ze znacznym osłabieniem złotego w tym miesiącu, które mogło skłonić importerów do opóźnienia płatności za importowane dobra, ponieważ liczyli na to, że kurs złotego wkrótce się umocni (co w rzeczywistości nie nastąpiło). Może to oznaczać, że dynamika importu poprawi się w kolejnych miesiącach. Niemniej jednak, możliwe jest również, że słabsza dynamika importu odzwierciedla nadal malejący popyt inwestycyjny. Tymczasem, eksport wciąż przyspiesza, potwierdzając, że polskie przedsiębiorstwa nadspodziewanie dobrze radzą sobie z załamaniem koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski. Ponadto, ostatnie osłabienie złotego sugeruje, że pozytywna tendencja w eksporcie będzie w przyszłości kontynuowana.

**Dynamika eksportu i importu, % r/r**

		w USD	w EUR	w PLN
<b>Luty 2003</b>	<b>Eksport</b>	33,2 (27,9)	7,5 (6,2)	23,0 (20,6)
	<b>Import</b>	17,5 (21,0)	-5,1 (0,8)	8,5 (14,2)
<b>3-mies. średnia ruchoma</b>	<b>Eksport</b>	30,1 (25,0)	9,0 (8,0)	23,2 (20,1)
	<b>Import</b>	20,8 (20,5)	1,4 (4,2)	14,5 (15,9)

Uwaga: W nawiasach dane za styczeń  
Źródło: NBP

Podczas gdy deficyt handlowy był w styczniu nieoczekiwanie mały, luka w obrotach usługowych była wyższa niż oczekiwano, pogłębiając się do rekordowej wartości 268 mln € ze 149 mln € w poprzednim miesiącu i 169 mln € rok wcześniej. Wielkości innych elementów rachunku obrotów bieżących, w tym salda obrotów niesklasyfikowanych (nadwyżka 323 mln €) były zbliżone do oczekiwań.

Ciekawe zmiany zarejestrowano na rachunku finansowym bilansu płatniczego. W lutym zanotowano rekordowo wysoki napływ kapitału portfelowego (2,65 mld €), głównie w instrumenty dłużne (2,69 mld €). Chociaż po części mogło być to związane z emisją euroobligacji o wartości 1,5 mld €, napływ kapitału zagranicznego na rynek krajowych papierów skarbowych był również znaczący. Faktem jest, że rentowności pięcioletnich obligacji zanotowały w lutym spadek aż o 50pb (rentowności dwulatek spadły o ok. 30pb). Jednak zakup tych papierów nie był w całości sfinansowany zakupem złotych na rynku walutowym, ale również poprzez transakcje swap. Wskazuje na to rachunek obrotów kapitałowych, wykazujący kwotę 1,21 mld € w pozycji uwzględniającej transakcje tego typu.

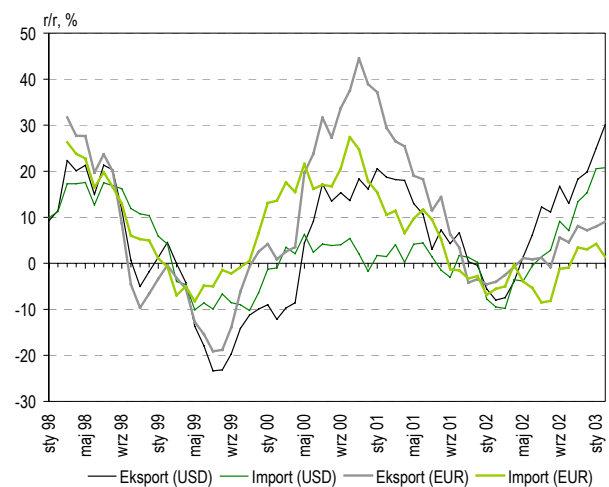
NBP zrewidował również dane o bilansie płatniczym za 2002 rok. Rewizja miała miejsce we wszystkich elementach rachunku obrotów bieżących, niemal w każdym miesiącu ubiegłego roku. O ile jednak w większości pozycji zmiany były bardzo małe, znacząca rewizja salda niesklasyfikowanych obrotów bieżących została dokonana dla stycznia 2002. Wysokość tego salda zmniejszono z +296 mln € do -131 mln €. W rezultacie bilans obrotów bieżących w 2002 okazał się wyższy niż podawano wcześniej i wyniósł 7,614 mld € (3,7% PKB).

**.... i wciąż pozytywne dane handlu zagranicznego**

W marcu opublikowane zostały również statystyki handlu zagranicznego na bazie transakcji za ubiegły rok. Potwierdziły one dane na bazie płatności opublikowane wcześniej przez bank centralny. W grudniu nastąpiło kolejne przyspieszenie eksportu (wzrost dla danych skumulowanych za cały rok był wyższy niż wzrost dla

jedenastu miesięcy), który w całym roku wzrósł o 13,6% w ujęciu dolarowym, wskazując na rosnącą konkurencyjność polskich towarów na rynkach międzynarodowych. Import również zanotował znaczący wzrost sugerując pewne ożywienie popytu wewnętrznego. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, tempo wzrostu obrotów handlowych wyrażone w euro było nieco mniejsze na skutek deprecjacji dolara wobec wspólnej waluty europejskiej. Nie zmienia to jednak ogólnej konkluzji że wyniki handlu zagranicznego były najbardziej pozytywnym wskaźnikiem w polskiej gospodarce w ubiegłym roku.

**Obroty handlu zagranicznego (3m średnia ruchoma)**



Źródło: NBP

**PKB w IV kwartale 2002 - bez niespodzianek**

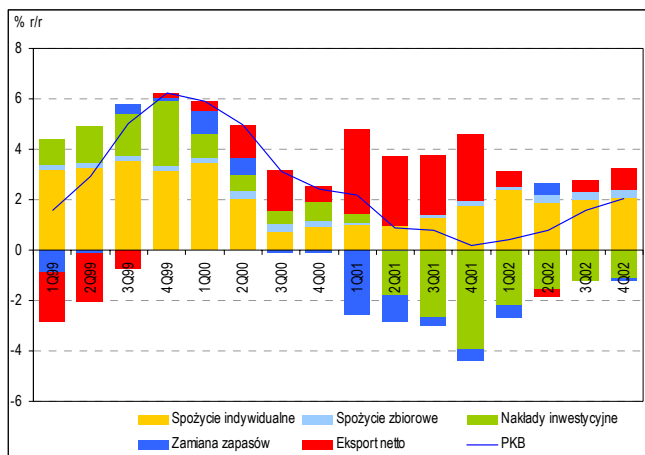
GUS podał ostateczne dane nt. wzrostu gospodarczego w całym 2002 r. wraz z danymi za IV kwartał ub.r., które nie były jeszcze publikowane. Wzrost PKB w minionym roku nie zmienił się w porównaniu ze wstępną publikacją i wyniósł 1,3%. Również struktura wzrostu PKB w całym 2002 r. była taka sama, jak wynikało z wcześniejszych danych GUS. Konsumpcja indywidualna wzrosła o 3,3% podczas gdy nakłady brutto na środki trwałe zmniejszyły się o 7,2%, co w sumie przełożyło się na wzrost całego popytu krajowego o 0,8%. Oznacza to pewną poprawę w porównaniu z 2001 r., kiedy odpowiednie stopy wzrostu wyniosły 2%, -8,8% i -1,7%.

W samym IV kwartale ub.r. zarówno skala wzrostu PKB ogółem, jak i jego komponentów była bardzo zbliżona do naszych szacunków opartych na wstępnych danych GUS za cały rok. PKB w ostatnim kwartale ub.r. zwiększyło się o 2,1% r/r (nasz szacunek był nieznacznie niższy i wynosił 2,0%) i wynikało to głównie ze wzrostu konsumpcji indywidualnej, który w IV kwartale ub.r. przyspieszył do 3,5% r/r z 3,1% r/r w III kwartale ub.r.



Tymczasem, inwestycje nadal spadały. Choć tempo ich spadku zmniejszyło się do  $-4,1\%$  r/r z  $-6,3\%$  r/r w poprzednim kwartale, to widać wyraźnie, że poprawa w aktywności inwestycyjnej wyraźnie się opóźnia w stosunku do wcześniejszych prognoz. Potwierdzają to ostatnie informacje o wynikach w budownictwie, które sugerują, że dynamika nakładów brutto na środki trwałe pozostanie ujemna również w I kwartale br. Kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB w IV kwartale ub.r. była po raz kolejny pozytywna i wyniosła 0,9 pkt proc.

**Kontrybucja składowych we wzroście PKB**



Źródło: GUS, szacunki BZ WBK

Po stronie podażowej wzrost PKB w IV kwartale 2002 napędzany był głównie przez przemysł. Wartość dodana w tym sektorze wzrosła o 4,0% wobec spadków w pierwszej połowie ub.r. i wzrostu o 2,6% w poprzednim kwartale. W usługach rynkowych wystąpił wzrost o 3,1% i było to najniższe tempo wzrostu w 2002 r. Po znacznej poprawie w III kwartale ub.r. ujemna dynamika wartości dodanej w budownictwie pogłębiła się w okresie październik-grudzień, co stanowi kolejne potwierdzenie, że obudowa aktywności inwestycyjnej opóźnia się.

W sumie, ponieważ dane o wzroście PKB były zgodne z wcześniejszymi szacunkami, nie wpływają one na zmianę naszych oczekiwań co do tempa wzrostu gospodarczego w tym roku. Powinno ono stopniowo przyspieszać w kolejnych kwartałach, ale przyspieszenie to będzie z pewnością wolniejsze niż zanotowane w minionym roku. Oczekujemy, że PKB w I kwartale 2003 r. wzrośnie o 2,5% przy mniej więcej takiej samej strukturze, jak w ostatnim kwartale ub.r.

Jest mało prawdopodobne, aby wzrost PKB w całym 2003 r. przekroczył 3%. Tymczasem, minister finansów Grzegorz Kołodko stwierdził, że wzrost gospodarczy przyspieszy powyżej 3% już w II kwartale br., umożliwiając osiągnięcie założonego w budżecie tempa wzrostu PKB o 3,5%.

**Lepsze wyniki finansowe przedsiębiorstw w 2002 r.**

Pewną wskazówką odnośnie możliwości wzrostu inwestycji w dalszej części tego roku mogą być dane o wynikach finansowych przedsiębiorstw (o zatrudnieniu powyżej 50 osób) w 2002 r. Pokazały one poprawę ogólnego wyniku finansowego przedsiębiorstw w porównaniu z poprzednim rokiem, co oznacza, że pozytywna tendencja z III kwartału ub.r. była kontynuowana również w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Wynik finansowy brutto ogółem wzrósł do 7,3 mld zł z 6,4 mld zł, a ujemny wynik finansowy netto zmniejszył się do  $-2,0$  mld zł z  $-2,6$  mld zł w 2001 r. Wynikało to z szybszego spadku kosztów niż przychodów. Również pozostałe główne wskaźniki ekonomiczno-finansowe przedsiębiorstw uległy nieznacznej poprawie. Potwierdza to, że proces restrukturyzacji polskich przedsiębiorstw przynosi rezultaty, zwiększając ich konkurencyjność w trudnych warunkach rynkowych (słaby popyt krajowy i zagraniczny). Potwierdza to szczególnie sytuacja eksporterów, która w 2002 r. ponownie się poprawiła. 66,3% z nich zanotowała w 2002 r. zyski, podczas gdy rok wcześniej odsetek ten wynosił 61,6%. Podobnie jak w poprzednich latach, główne wskaźniki sytuacji finansowej były lepsze w przypadku eksporterów niż ogółu przedsiębiorstw. Świadczy to o tym, że kurs złotego nie był w minionym roku utrudnieniem dla eksportu. W rzeczywistości, mieliśmy do czynienia z realną deprecjacją złotego, która pozytywnie wpłynęła na wyniki finansowe eksporterów.

W sumie, dane GUS potwierdziły dobre dane Ministerstwa Finansów o wpływach podatkowych z CIT w 2002 r. Pomimo, że sytuacja finansowa największych przedsiębiorstw pozostaje trudna, to poprawiła się ona w ubiegłym roku, co sugeruje, że w kolejnych kwartałach zobaczyć możemy kontynuację stopniowej poprawy w dynamice inwestycji.

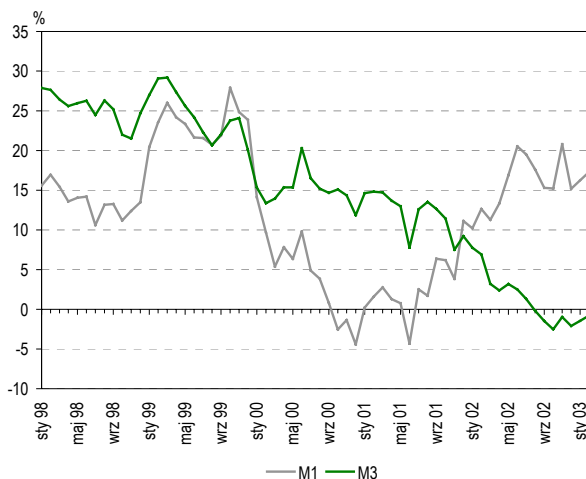
**Szeroki pieniądz spada wolniej, a wąski rośnie**

Podaż pieniądza M3 ogółem wzrosła w lutym o 1,1% m/m, sprowadzając roczne tempo spadku tego agregatu do  $-1,1\%$  r/r z poziomu  $-1,4\%$  r/r zanotowanego w styczniu, co było bliskie naszym oczekiwaniom. Depozyty ogółem w systemie bankowym spadały o  $-3,7\%$  r/r wobec  $-4,1\%$  w styczniu, z czego depozyty gospodarstw domowych zanotowały głębszy spadek  $-5,4\%$  r/r (wobec  $-5,5\%$  przed miesiącem). Jednak, co warto zauważyć, depozyty gospodarstw domowych nieznacznie zwiększyły się w lutym wobec poprzedniego miesiąca ( $0,6\%$  m/m) po 8



miesiącach nieprzerwanego spadku. Depozyty przedsiębiorstw zmniejszyły się o 0,7% m/m zgodnie ze swoją ścieżką sezonową, a ich wzrost w skali rocznej osiągnął 9,9% r/r. Rynek kredytowy pozostaje nadal w stagnacji, gdyż nieznaczna poprawa rocznego tempa wzrostu należności systemu bankowego (do 5,7% r/r z 5,5% w styczniu) była głównie efektem bardzo niskiej bazy roku poprzedniego. Wyjątkowo nieaktywny był rynek kredytów dla przedsiębiorstw, które wzrosły jedynie o 1,1% r/r (tyle samo co w styczniu), co w praktyce oznaczało spadek w kategoriach realnych – wzrost cen producentów w lutym wyniósł 2,8%. Kredyty gospodarstw domowych były o 9,3% wyższe niż przed rokiem (wobec 8,7% w styczniu), jednak w tym segmencie w praktyce również nie zanotowano żadnego ożywienia, a zanotowana poprawa tempa wzrostu wynikała z wyjątkowo słabych danych z lutego 2002.

#### Wzrost szerokiej i wąskiej miary pieniądza r/r



Źródło: NBP

Dane pieniężne nie pokazały żadnej wyraźnej ani istotnej poprawy sytuacji, co było zgodne z oczekiwaniami. Jednocześnie jednak wyraźnie widać, że nie następuje również dalsze pogorszenie negatywnych tendencji i dane powinny być raczej neutralne dla dalszych decyzji w zakresie polityki pieniężnej. Tym bardziej, że utrzymuje się pewna niespójność, jeśli chodzi o tempo wzrostu szerokiego (M3) i wąskiego (M1) pieniądza. Jak widać na powyższym wykresie, od pewnego już czasu węższa miara pieniądza M1 (zawierająca gotówkę i depozyty bieżące) przyspiesza, podczas gdy pieniądź M3 spowalniał przez wiele miesięcy, następnie nawet spadał w ujęciu rocznym, po czym w ostatnich miesiącach wykazuje pewną stabilizację. Z punktu widzenia prowadzenia polityki pieniężnej, pojawia się więc pytanie, który z tych wskaźników jest lepszą

wskazówką odnośnie przyszłych zjawisk inflacyjnych. Nie jest to jednoznaczne tym bardziej, że funkcja popytu na pieniądź może zachowywać się całkiem inaczej w zależności od tego którą miarę pieniądza weźmiemy pod uwagę.

#### Deficyt budżetowy pod kontrolą

Deficyt budżetowy na koniec lutego osiągnął 11,7 mld zł, czyli 30,2% planu na cały rok. Jest to mniej niż po dwóch miesiącach w 2001 i 2002 r. (odpowiednio 36,7% i 34,8%), ale w samym lutym deficyt był o 11% wyższy niż w analogicznym okresie w poprzednich dwóch latach.

Dochody budżetu po lutym wyniosły 22,2 mld zł, osiągając 14,3% planu. Roczny wzrost dochodów zmniejszył się do 5,9% z 12,2% po styczniu. Wynikało to z niższego wzrostu dochodów z podatków pośrednich (8,3% wobec 15,9% po styczniu) oraz słabszej dynamiki dochodów z tytułu CIT (spadek o 9,7% wobec wzrostu o 45,3% po styczniu). Niemniej jednak, dochody ogółem wzrastają szybciej niż w 2002 r. (wzrosły wówczas o 3,2%) i po dwóch miesiącach br. jest zbyt wcześnie, aby twierdzić, że mogą się pojawić jakieś problemy z realizacją dochodów zaplanowanych na 2003 r.

Wydatki budżetowe po dwóch miesiącach tego roku osiągnęły wielkość 33,9 mld zł, czyli 17,4% planu. Było to 2,2% mniej niż w analogicznym okresie 2002 r. Choć roczny spadek wydatków budżetowych po lutym był mniejszy niż po styczniu, to ich poziom pozostaje pod kontrolą w porównaniu w poprzednimi latami. Mimo to zanotowano znaczny wzrost (o 37,8% wobec 37,2% w całym 2002 r.) dotacji do Funduszu Pracy, co wiąże się z rosnącym bezrobociem. Poza tym, nastąpiło istotne zwiększenie subwencji ogólnej dla jednostek samorządów terytorialnych (8,2% wobec 0,2% w poprzednim roku).

Według wstępnych informacji z Ministerstwa Finansów, deficyt budżetowy po marcu wyniesie 40-45% planu, i może być niższy niż po I kwartale ub.r., gdy wyniósł 41,7% planowanej na cały rok wielkości. Jeśli deficyt budżetowy po I kwartale br. okaże się niższy (lub tylko nieznacznie wyższy) niż w odpowiednim okresie poprzedniego roku, to oznaczałoby to, że wykonanie budżetu w tym roku przebiega pomyślnie i nie powinno być większych problemów z jego realizacją w całym 2003 r., pomimo niższych od zakładanych wzrostów PKB i inflacji. Oficjalne dane nt. wykonania budżetu po marcu podane zostaną ok. 15 kwietnia.



## Pod lupą: Bank centralny

- **Stopy procentowe po raz trzeci w dół w tym roku**
- **...a wypowiedzi członków RPP sugerują, że jest jeszcze sporo miejsca na kolejne obniżki**
- **Bank centralny krytyczny wobec „reform” Kołodki**

### Ciach, ciach i ciach...

W marcu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła wszystkie główne stopy procentowe o 25 pkt. bazowych, dokonując już trzeciej redukcji w tym roku. Od 27 marca najważniejsza stopa referencyjna wynosi 6%, stopa lombardowa 7,75%, a stopa depozytowa 4,25%.

Oficjalny komunikat RPP opublikowany po posiedzeniu zawierał standardowy opis ostatnich danych ekonomicznych, nie dając żadnych istotnych wskazówek dotyczących przyszłych decyzji RPP (i dlatego też nie ma sensu zamieszczać go w raporcie). Wśród głównych czynników wspierających obniżkę stóp znalazły się jak zwykle: niska dynamika popytu krajowego, niska bieżąca inflacja (zarówno CPI, jak i bazowa) oraz niskie oczekiwania inflacyjne zarówno gospodarstw domowych, jak i analityków w bankach, oraz brak sygnałów ożywienia w gospodarce niemieckiej. RPP zauważyła sygnały stopniowego ożywienia w polskiej gospodarce, potwierdzone m.in. przez ostatnie dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i obrotach handlu zagranicznego, jednak najwyraźniej w opinii banku centralnego ożywienie to nie jest na tyle silne, aby spowodować wyraźną presję inflacyjną. Lista czynników, które mogłyby być potencjalnym źródłem takiej presji była również standardowa i zawierała: przyspieszenie wzrostu PPI, silną deprecjację złotego, ryzyko dalszego wzrostu cen ropy, prawdopodobieństwo przekroczenia planowanego deficytu ekonomicznego finansów publicznych w tym roku i niepewność co do polityki fiskalnej w 2004 roku. Jak stwierdziliśmy powyżej, komunikat nie był interesujący i nie zawierał żadnych nowych istotnych informacji. Chyba jedyną kwestią wartą odnotowania jest informacja, że RPP jest przekonana, że dalsze przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej możliwe będzie dopiero po przyspieszeniu popytu inwestycyjnego. Jest to bliskie naszemu punktowi widzenia, ponieważ zakładamy, że wzrost popytu inwestycyjnego będzie główną siłą napędową rozwoju gospodarczego w drugiej połowie tego roku.

Tak naprawdę istotne wypowiedzi, z punktu widzenia dalszych perspektyw polityki pieniężnej, pojawiły się dopiero pod koniec konferencji prasowej po posiedzeniu. Zapytani o potencjalny wpływ osłabienia złotego i wzrostu cen ropy na inflację w Polsce, Leszek

Balcerowicz i Dariusz Rosati odpowiedzieli, że wg symulacji przeprowadzonych przez NBP ani trwałe osłabienie złotego, ani dalszy wzrost cen paliw, utrzymujący się nawet przez 3 kwartały, nie spowodowałby przekroczenia celu inflacyjnego w latach 2003-04. Była to prawdopodobnie najbardziej otwarta jak dotąd deklaracja ze strony banku centralnego, że tak naprawdę przestrzeń dla obniżek stóp procentowych w krótkim, czy średnim okresie jest wciąż znacząca. Jeżeli RPP wierzy, że nawet w niesprzyjających okolicznościach zewnętrznych nie byłoby wyraźnego zagrożenia wzrostem inflacji powyżej 3,5% (cel inflacyjny na 2004 r. wynosi 2,5% ±1pp.), to w sytuacji gdy otoczenie okaże się bardziej stabilne (co jest bardzo prawdopodobne) – złoty się umocni, a ryzyko dla cen ropy zniknie – z pewnością pojawi się możliwość redukcji stóp procentowych bez zagrożenia dla przewidywanej przez NBP ścieżki inflacyjnej.

Biorąc to pod uwagę, wydaje nam się, że stopa referencyjna NBP może obniżyć się do 5% w ciągu najbliższych 12 miesięcy (a być może nawet w ciągu 3 kwartałów). Oczekujemy, że dwie kolejne redukcje o 25 pb będą przeprowadzone w II kwartale br. – prawdopodobnie w kwietniu i maju, chociaż dokładny rozkład w czasie może zależeć od politycznej sytuacji w Polsce i za granicą (tylko jeżeli wspomniane wyżej czynniki ryzyka i niepewności nie były wystarczającymi argumentami przeciwko obniżce stóp w marcu, to czemu miałyby nimi być w kwietniu?).

Głównym problemem, przed którym naszym zdaniem stała RPP w trakcie marcowego posiedzenia było to, że ewentualna decyzja o obniżce stóp mogła przejść niemal niezauważona przez większość uczestników życia gospodarczego, bardziej zainteresowanych zamieszczeniem sytuacji na polskiej scenie politycznej i trudnej sytuacji na świecie związanej z wojną w Iraku. Dlatego też oczekiwaliśmy wstrzymania się z decyzją o obniżce stóp procentowych. Poprzez obniżenie stóp w momencie gdy niepewność polityczna i osłabienie złotego były argumentami „jastrzębimi” (co przyznali nawet „gołębi” członkowie RPP), Rada zasugerowała, że obniżka mogłaby być nawet głębsza „w normalnych warunkach”. Następne oficjalne posiedzenie RPP odbędzie się tuż po Świątach Wielkanocnych, 23-24 kwietnia. I być może jest to jedyny powód, dla którego może nie być wtedy obniżki stóp – od marca 2002 przerwa w redukcjach stóp procentowych nastąpiła tylko w lipcu i podczas posiedzenia w grudniu, tuż przed Bożym Narodzeniem, co może sugerować, że bliskość świąt lub wakacji obniża skłonność członków RPP do obniżek.



### RPP „dość mocno krytyczna” wobec planu Kołodki

Dwa tygodnie po swoim marcowym posiedzeniu RPP opublikowała oficjalną opinię dotyczącą Programu Naprawy Finansów Rzeczypospolitej. Dokument był dość zwięzły i składał się z dwóch części: pierwsza część zawierała ogólną ocenę programu ministerstwa finansów, a druga odnosiła się do kwestii ewentualnego wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej NBP. Ogólna ocena była – jak określili to jeden z członków Rady – „dość mocno krytyczna”. Tylko cztery elementy planu Kołodki zostały określone jako „kierunkowo” słuszne (to bardzo modne ostatnio określenie, program Kołodki został „kierunkowo” przyjęty przez rząd): likwidacja ulg i zwolnień podatkowych, likwidacja mechanizmów indeksacyjnych, likwidacja kilku państwowych agencji i funduszy oraz decentralizacja finansów publicznych. Reszta programu została uznana za działania zmierzające do rozluźnienia polityki fiskalnej, nie zawierające zmian strukturalnych, niezbędnych dla trwałego obniżenia wydatków publicznych. RPP skrytykowała propozycje zmian w systemie podatkowym, a prognozy PKB oraz założenie o poprawie ściągalności podatków zostały ocenione jako zbyt optymistyczne. RPP napisała, że program ministerstwa nie może być traktowany jako kompleksowa reforma finansów publicznych. Przeciwnie, „budzi poważne zastrzeżenia co do przewidywanej skali konsolidacji finansów publicznych” w przyszłości.

Druga część opinii Rady była jeszcze bardziej krytyczna. RPP jednogłośnie i zdecydowanie odrzuciła propozycję Ministerstwa Finansów dotyczącą uwolnienia rezerwy rewaluacyjnej i przekazania jej do budżetu (nawet pomimo faktu, że wcześniej kilku członków RPP nie wykluczało możliwości wykorzystania jej części na spłatę długu zagranicznego). RPP stwierdziła, że rozwiązanie sugerowane przez ministerstwo łamałoby międzynarodowe standardy rachunkowości banków centralnych. Ponadto, według standardu ESA-95 wpływy z rezerwy rewaluacyjnej nie mogłyby zostać zaliczone do dochodów budżetu, a jedynie do źródeł finansowania deficytu. Z kolei ekspansja monetarna wywołana przez uwolnienie rezerwy musiałaby zostać zrekompensowana przez zwiększoną skalę operacji otwartego rynku (emisje bonów pieniężnych NBP absorbujących zwiększoną ilość pieniądza) lub spadek rezerw walutowych lub wzrost poziomu rezerw obowiązkowych banków. W rezultacie, oznaczałoby to zwiększenie deficytu budżetowego w kolejnym roku, ponieważ koszty operacji otwartego rynku byłyby wyższe niż koszty obsługi długu publicznego. Dlatego –

zdaniem RPP – uwolnienie rezerwy rewaluacyjnej jest nieuzasadnione, nie miałyby pozytywnego wpływu na politykę fiskalną, natomiast przyniosłoby szkodliwy efekt dla polityki pieniężnej.

### ...ale Grzegorz Kołodko kontratakuję

Tak surowa ocena spotkała się z natychmiastową odpowiedzią ministra finansów Grzegorza Kołodki. W trakcie spotkania z sejmową komisją finansów publicznych powiedział on, że polityka banku centralnego jest błędna, stopy procentowe są dalece za wysokie i zabijają działalność gospodarczą i że w rzeczywistości to nikt inny jak tylko NBP odpowiada za rosnący deficyt budżetowy w Polsce. Powiedział on też, że MF będzie nadal prowadzić rozmowy na temat wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej mimo negatywnej opinii RPP. „Nie ma wątpliwości, że jest tylko kwestią czasu, kiedy rezerwy rewaluacyjne zostaną wykorzystane we właściwym celu i zgodnie z tymi propozycjami, które tutaj [w programie MF] są zawarte.” – dodał, sugerując jasno, że umowa o wykorzystanie rezerw zostanie zawarta po zmianie składu RPP. Atak Kołodki na NBP został wsparty przez premiera Leszka Millera, który powiedział w telewizji publicznej, że obecna RPP „jest niereformowalna i dobrze, że jej kadencja kończy się w tym roku”, bo nowi członkowie z pewnością będą prowadzić inną politykę, lepszą dla polskich przedsiębiorstw i rozwoju gospodarczego. Miller powiedział też, że minister finansów będzie musiał znaleźć „skuteczne antidotum” na odmowę RPP uwolnienia części rezerwy rewaluacyjnej.

### Tylko ultra-jastrzębie przeciwni obniżce stóp w styczniu

W Monitorze Sądowym i Gospodarczym ukazały się oficjalne wyniki głosowania na posiedzeniu RPP w styczniu. Potwierdziła się wcześniejsza wiadomość z anonimowego źródła cytowanego przez PAP, że w styczniu tylko dwóch członków Rady było przeciw obniżce stóp o 25 pb. Byli to Marek Dąbrowski i Jerzy Pruski, uważani za najbardziej „jastrzębich” spośród członków Rady. Styczniowa decyzja była powszechnie oczekiwana i dobrze uzasadniona, więc trudno wyciągać jakieś wnioski na przyszłość z faktu, że dwaj inni „jastrzębie” (Bogusław Grabowski i Cezary Józefiak) poparli obniżkę. Jednak jak napisaliśmy powyżej, obniżka stóp w marcu (mimo wysokiej niepewności, znacznego osłabienia złotego i wzrostu cen ropy) pokazała, że RPP dostrzega więcej przestrzeni do obniżek w porównaniu z wcześniejszymi przewidywaniami.



## Wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego

W marcu wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego pojawiały się w mediach bardzo często, czemu sprzyjały wydarzenia polityczne i ekonomiczne – kolejna redukcja stóp procentowych, kontrowersje wokół projektu reformy finansów publicznych Grzegorza Kołodki, osłabienie na rynku walutowym, rozpad koalicji rządzącej, czy wreszcie wybuch wojny w Iraku.

Bardzo dużo komentarzy dotyczyło forsowanego przez ministerstwo finansów pomysłu wykorzystania przez budżet rezerwy rewaluacyjnej NBP. Prezes NBP Leszek Balcerowicz po raz pierwszy przyznał, że resort finansów i bank centralny kontaktują się w tej sprawie (wcześniej członkowie RPP zaprzeczali, że prowadzone są jakiegokolwiek rozmowy na ten temat). Powiedział on, że NBP zaakceptuje każdą propozycję, która będzie służyć stabilności polskiej gospodarki, zastrzegając, że bank centralny nie zgodzi się na żadne rozwiązanie, które byłoby sprzeczne z międzynarodowymi standardami, a jednocześnie nie poprawiałoby na trwałe sytuacji finansów publicznych. Pomysł wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej ostro skrytykowali niemal wszyscy pozostali członkowie RPP. W swojej oficjalnej opinii Rada jednoznacznie odrzuciła pomysł rozwiązania rezerwy walutowej i przekazania jej do budżetu – szerzej w sekcji *Pod lupą: Bank centralny* powyżej. Balcerowicz negatywnie ocenił też możliwość uszczuplenia rezerw walutowych Polski, szczególnie w sytuacji utrzymującej się niepewności związanej z polityką krajową i zagraniczną, oraz w perspektywie włączenia polskiej waluty do systemu ERM-2. Z kolei Dariusz Rosati dopuścił możliwość pewnego obniżenia poziomu rezerw dewizowych, chociaż przyznał, że nie może to być redukcja znacząca.

Komentując wyniki gospodarcze członkowie RPP byli w zasadzie zgodni w ocenie, że dane potwierdzają stopniowe ożywienie gospodarcze, które jednak jest na razie wciąż stosunkowo powolne i powinno nabrać tempa dopiero w drugiej połowie roku. Spójne były również opinie RPP na temat konfliktu w Iraku: krótka wojna, zakończona bez poważniejszych niespodzianek nie zaszkodzi gospodarce, a wręcz może poprawić klimat inwestycyjny; z kolei przedłużający się konflikt w Iraku może zagrozić ożywieniu gospodarczemu. Członkowie RPP nie dostrzegają poważnego zagrożenia inflacyjną (Wiesława Ziółkowska ostrzegła wręcz przed deflacją), nawet w scenariuszu niekorzystnych i długotrwałych zmian na rynku walutowym i paliw. Ponieważ jednak osłabienie złotego ocenione zostało przez większość członków Rady jako tymczasowe i nie poparte fundamentami makroekonomicznymi, należy sądzić, iż dostrzegają oni możliwość dalszych redukcji stóp w tym roku. Otwarcie mówili o tym Wiesława Ziółkowska i Dariusz Rosati. Ten ostatni nie wykluczył nawet możliwości głębszej jednorazowej obniżki niż 25pb w dalszej części roku. W opinii Ziółkowskiej do końca roku stopy mogą spaść jeszcze o 100bp.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz prezes NBP PAP, 26 III	Przy każdorazowej decyzji [o stopach procentowych] trzeba brać pod uwagę skumulowane skutki wszystkich obniżek stóp procentowych. Ta była siedemnastą w ciągu ostatnich dwóch lat. Są nasze pewne szacunki dotyczące wpływu osłabienia złotego na inflację, z których wynika, że nawet gdyby osłabienia było trwałe, to cel inflacyjny powinien być zrealizowany. Mam nadzieję, że nie będziemy mieli do czynienia z nawrotem ataków na NBP pod pretekstem, jakoby RPP nie chciała uczestniczyć w naprawie finansów publicznych. Wyrażam taką nadzieję. Byłoby bardzo niedobrze, gdyby używano takich pretekstów.
PAP, 20 III	Propozycje te [uwolnienia rezerwy rewaluacyjnej NBP] nie rozwiążą problemu finansów publicznych. W obecnej sytuacji weszliśmy w okres zwiększonej niepewności. [...] Naszym zadaniem jest umacnianie stabilizatorów i unikanie źródeł niepewności, naszym stabilizatorem są między innymi rezerwy dewizowe. W tej kwestii [wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej] jesteśmy w kontakcie [z MF], ale to jest rzecz do roboczych kontaktów. Wszystko to, co służy stabilności polskiej gospodarki jest chętnie widziane w NBP, ale gdyby szło w odwrotnym kierunku i naruszałoby przyzwoite standardy, nie może być akceptowane przez NBP w interesie stabilności. [...] NBP nie może zgodzić się i nie zgodzi się na ruchy, które łamałyby dotychczasowe międzynarodowe standardy, które nie rozwiązywałyby trwale problemów polskich finansów publicznych. Przedstawiliśmy wcześniej nasze prognozy, które wskazywały, że PKB może wzrosnąć o 2,5% i uważam, że są one nadal realne. Jest związek pomiędzy wahaniami kursu a inflacją, ale czy ten związek będzie słaby czy silny to zależy od trwałości, tego nie da się precyzyjnie przewidzieć.
Bogusław Grabowski; członek RPP; Reuters, 31 III	Powinniśmy się spodziewać dobrej dynamiki eksportu, bo nie tylko powinna sprzyjać temu poprawa konkurencyjności na skutek ostatniego osłabienia złotego, ale również poprawa ta powinna być bardziej trwała, wynikająca z obniżania jednostkowych kosztów pracy. Dane te [rachunku obrotów bieżących] są bardzo dobre. Wskazują na utrzymującą się wysoką dynamikę eksportu, która nie tylko znacznie przewyższa dynamikę polskiego PKB, ale również dynamikę importu u naszych najważniejszych partnerów handlowych. Zestaw ostatnich danych potwierdza dotychczasową słuszność prognoz. Niezakłócony kolejnymi danymi ten trend pokazuje fazę powolnego ożywiania się popytu wewnętrznego, szybszego niż popytu wewnętrznego przyspieszenia wzrostu gospodarczego no i stabilizowania się inflacji. W kolejnych miesiącach możemy mieć do czynienia z kontynuacją fazy lekkiego ożywienia bez poważnego przyspieszenia inflacji. Może ona zacząć nieznacznie rosnąć w drugiej połowie roku. To jest absurdałne oświadczenie [ministra finansów, iż nie uwolnienie części środków z rezerwy rewaluacyjnej uniemożliwi przyjęcie przez Polskę euro w 2007 roku]. Wynika z niego jednoznacznie, że cała reforma finansów publicznych polega na drukowaniu pustego pieniądza przez NBP. Dla każdego ekonomisty jest oczywiste, że rozwiązanie rezerwy rewaluacyjnej, czyli druk pustego pieniądza, nie tylko nie rozwiązuje żadnych problemów państwa, w najmniejszym stopniu nie przybliża nas do spełnienia kryteriów z Maastricht. To dodatkowo zdestabilizowałoby sytuację w zakresie inflacji, jeszcze bardziej oddalając perspektywę wejścia do wspólnego obszaru walutowego. [W programie Kołodki] mamy wzrost fiskalizmu bez obniżki wydatków, a bez reformy wydatków nasza gospodarka daleko nie zajędzie.
TVN24, 26 III	Niezrealizowany dochód [z rezerwy rewaluacyjnej] nie może być przekazany do budżetu. Nie ma powodu aby psuć dobre zasady rachunkowości. A bez pieniędzy z NBP trzeba będzie pogłębić reformę finansów publicznych. Oczekiwania [na obniżkę stóp procentowych] są dostosowywane do sytuacji ekonomicznej, więc nie wiadomo jaka będzie redukcja stóp w tym roku. Stopy zostały radykalnie obniżone, trzeba wyhamowywać swoje zapędy, jesteśmy jeżeli nie w końcu, to bardzo blisko końca redukcji stóp procentowych.
PAP, 26 III	Inflacja w marcu będzie w okolicy tego, co było. W najbliższych miesiącach będzie zależała od wielu czynników, ale obecne jej wahania nie będą miały wpływu na procesy gospodarcze. W drugiej połowie roku zacznie lekko przyspieszać, nie dopuścimy jednak do takiego wzrostu inflacji, który trzeba by było zwalczać wyższymi stopami procentowymi. Krótkotrwałe wahania inflacji nie będą miały wpływu bezpośrednio na decyzje polityki pieniężnej. Nie ma żadnych warunków, żeby zmieniać dobre zasady księgowo. [...] Zasady w europejskim systemie banków centralnych w sprawie rezerwy rewaluacyjnej są bardziej restrykcyjne niż nasze z punktu widzenia transferów różnic kursowych do budżetu państwa.
PAP, 24 III	Kurs złotego, którego deprecjacja była wynikiem napięć politycznych w ostatnich tygodniach, a nie czynników fundamentalnych, ustabilizuje się i nie będzie już dalej spadał poniżej obecnego poziomu.



Puls Biznesu, 21 III	Wojna błyskawiczna poprawi klimat inwestycyjny. Już teraz widać wzrost optymizmu na giełdach. Osłabienie złotego spowodowało głównie wydarzenia polityczne. Po referendum akcesyjnym rynek powinien się stabilizować. Nie wrócimy już jednak do poziomu notowanego kilka tygodni temu, czyli około 4 zł za dolara i euro.
Reuters, 19 III	Widać, że dane te [o produkcji przemysłowej] potwierdzają powolne ożywienie. [...] Wzrost PKB w tym kwartale powinien być nieco wyższy niż w ostatnim kwartale ub. r. Szacuję, że dynamika wzrostu może wynieść 2,0-2,2%. Jeśli wojna nie potrwa długo, a po jej zakończeniu lub w jej trakcie nie zintensyfikuje się konflikt polityczny na świecie, z którego wynikałaby niepewność dla rynków finansowych, nie powinna nam zaszkodzić i powinniśmy realizować scenariusz powolnego ożywienia.
Parkiet, Reuters, 14 III	To, co przedstawił minister Kołodko, to szcążkowe działania, które nie spełniają kryteriów głębokiej reformy finansów publicznych. Wprawdzie reforma ministra Kołodki zapewne nie przyniesie spowolnienia wzrostu, ale i nie da też impulsu do przyspieszenia rozwoju gospodarki. [...] Tak naprawdę ta reforma podatkowa jest tragiczna.
Reuters, 12 III	Niewątpliwie osłabienie kursu złotego nie ma podłoża fundamentalnego. To są niepokoje na rynkach finansowych związane z konfliktem w Iraku, dodatkowo zintensyfikowane sytuacją polityczną w Polsce. Biorąc pod uwagę, że podłoże deprecjacji złotego nie jest fundamentalne, trudno prognozować jak długo ono potrwa. Niepewność co do dalszego kierunku złotego może jednak zmniejszyć pole do obniżek stóp.
PAP, 11 III	Rezerwa rewaluacyjna [...] to nie jest worek z dolarami, z którego spłaca się zadłużenie zagraniczne. Aktywa dewizowe NBP to rezerwy walutowe, a nie rezerwa rewaluacyjna. Z rezerwy rewaluacyjnej niczego się nie spłaci, bo jest to urządzenie księgowo, a nie aktywa walutowe. [...] Biorąc pod uwagę poziom obrotów handlu zagranicznego, duży deficyt w obrotach bieżących, duże zadłużenie zagraniczne i rosnące spłaty rat kapitałowych oraz okres przebywania w ERM2 trudno uznać, że poziom rezerw walutowych w Polsce jest za duży.
ISB, 11 III	Ministerstwo Finansów, które planowało skupić waluty na obsługę długu zagranicznego, może w obecnej sytuacji rynkowej zmienić strategię i zdecydować o zakupie wyższej kwoty niż ta, której spodziewają się rynki finansowe. [...] Nie daj Bóg, ale np. okazuje się, że jest to bardzo poważny, skumulowany zakup walut, właśnie mający na celu kształtowanie kursu walutowego. Jeśli się okaże, że resort złamie dotychczas przedstawianą strategię uczestnictwa na rynku i będzie chciał znacznie wpłynąć na kurs, to będziemy mieli perturbacje. Gdyby ministerstwo nie dokonało tego zakupu, to znowu byłoby to zachowanie nieprzejrzyste, wskazywałoby na brak strategii, co w efekcie też zwiększyłoby ryzyko w oczach inwestorów.
TVN24, 5 III	Rada [Polityki Pieniężnej] jest jedynym organem upoważnionym do prowadzenia polityki pieniężnej. Jeśli działania ministerstwa naruszają poziom rezerw walutowych, bank centralny mógłby podjąć decyzję o podjęciu działań kompensujących. Rezerwy walutowe na pewno nie będą kształtowane decyzją rządu. [propozycja reformy finansów publicznych Kołodki] To nie jest właściwy kierunek. Tzn. tam są dobre elementy, natomiast kierunek moim zdaniem jest bardzo dyskusyjny i wątpliwy. Najważniejsze, co musimy zrobić w finansach publicznych, to poważnie zreformować stronę wydatkową, tak żebyśmy mogli efektywnie uelastyczniać i obniżyć wydatki budżetowe. W tym programie właściwie o tym nie ma słowa. I dobrze, że upraszczamy system podatkowy, ale w ślad za tym mają iść poważne redukcje stawek, szczególnie tych wyższych, a nie zmniejszenie z 19% do 17% czy 15%. To nic nie da wzrostowi gospodarczemu.
Cezary Józefiak, członek RPP; Puls Biznesu, 21 III	Krótką wojną oznacza niskie koszty, ale zbyt szybkie zwycięstwo nie da dostatecznego impulsu dla trwałego ożywienia. [...] Długa wojna spowoduje problemy finansowe jej uczestników, zmniejszy optymizm inwestorów. To może zakończyć się załamaniem na światowych rynkach.
Reuters, 12 III	Sądzę, że [osłabienie złotego] jest to chwilowa sprawa i nie ma wpływu na najbliższe decyzje dotyczące stóp procentowych, ponieważ my opieramy się na strategii w dłuższym terminie.
Wprost, 3 III	Na drodze do unii i strefy euro będzie wiele do zrobienia w dziedzinie polityki pieniężnej. Przyjdzie nam się również zmierzyć z takimi problemami, jak nieelastyczność polskiego rynku pracy, ograniczenia mechanizmu konkurencji na rynkach towarów, nadmierna biurokratyzacja hamująca napływ kapitału i technologii czy strukturalne wady budżetu państwa. [...] Najbliższym możliwym terminem wejścia do strefy euro wydaje się rok 2007. [...] Spełnienie kryteriów z Maastricht nie powinno być traktowane jak ciężar narzucony naszemu krajowi. Jeśli idzie o politykę pieniężną, RPP uważa, że bezpośredni cel inflacyjny i płynny kurs się sprawdziły. Wobec tego do czasu przystąpienia do ERM2 powinny być stosowane. Pozwoli to stabilizować niską inflację (w wysokości około 2,5 proc.) i amortyzować szkodliwe dla gospodarki wstrząsy, chroniąc ją przed kryzysem walutowym.
Janusz Krzyżewski, członek RPP; Gazeta Wyborcza, 26 III	Jestem wielkim przeciwnikiem takich pomysłów [wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej]. To nie są co prawda pieniądze wirtualne, ale są one zabezpieczeniem dla pieniędzy, które są na rynku. Jeżeli teraz część tego zabezpieczenia zabierzemy, to działamy przeciwko stabilizacji złotego. A przecież do tego zobowiązuje nas konstytucja. Zaufanie do złotego w świecie i w kraju nie jest zbyt duże. Oddając do budżetu część rezerwy jeszczę to zaufanie podważamy. Moim zdaniem RPP nie wolno robić niczego, co szarpnie wartość złotego w dół. [wojna w Iraku] Jest to za mały konflikt, aby odwrócić trendy w gospodarce. Rada od kilku miesięcy uwzględniała niepewność na rynku paliw w swoich decyzjach. Jednak obecnie ceny ropy spadają i presja inflacyjna zanika.
Puls Biznesu, 21 III	
Dariusz Rosati, członek RPP; PAP, 27 III	Po danych o cenach żywności spodziewam się wzrostu inflacji wobec lutego o 0,1-0,2 proc, co w ujęciu rocznym przełoży się na stabilizację inflacji w marcu na poziomie 0,5 proc. W kwietniu należy się liczyć ze spadkiem inflacji do nawet 0,2 proc., co w części jest chociażby wynikiem bazy statystycznej. W kwietniu będzie można dokonać pierwszych szacunków zbiorów zbóż, co będzie stanowić podstawę do oceny cen żywności w całym roku. Realistyczna data wejścia Polski do eurolandu to 2008 rok. Rok 2007 mógłby być, przy wyjątkowo sprzyjającym układzie. Gdy ktoś przekonuje, że lepiej później wejść do eurolandu, żeby nie wiązać sobie rąk, to wiązanie ich nastąpi już przy wejściu do Unii Europejskiej. Gdy ktoś chce by to [wejście do strefy euro] nastąpiło później, to jedyną korzyścią może być zachowanie własnej polityki pieniężnej, ale i to trzeba będzie wykazać. Stanowisko Unii może być raczej takie, by trzymać nowe kraje daleko od eurolandu i jak najdłużej. Nie ma pewności, czy Polska otrzyma zgodę na wahaną [kursu walutowego w systemie ERM-2] plus/minus 15 proc. w węży walutowym. Już słyszałem, że to może być plus 15 proc. w górę i 2,25 proc. w dół. Też miałem wrażenie, że [rezerwy dewizowe Polski] są przesadnie wysokie [...] Jednak robiliśmy badania, czy rezerwy dewizowe około 31 mld USD są właściwe porównując je do obrotów bieżących czy importu. Daje nam to 6-7 miejsce wśród krajów akcesyjnych, wyżej niż średnia w OECD i UE, jednak niżej niż Węgry czy Słowenia. Do ostrożności skłania to, że wejście do ERM2 będzie oznaczało wzrost ryzyka walutowego i dlatego trzeba mieć odpowiednio wyższe rezerwy. Być może nie musimy mieć tak wysokiego poziomu rezerw, ale okres związany z ERM2 będzie bardzo trudny. Nie ma precyzyjnej odpowiedzi na to pytanie [ile powinny wynosić rezerwy walutowe]. Może nie 31, a 25, może 22 mld USD, ale nie niżej, bo wtedy w koszyku ocenianych krajów byłibyśmy niżej i wpływa to na ocenę ryzyka inwestycyjnego. Węgry mają wyższe rezerwy niż Polska i przez to są oceniane jako bardziej bezpieczne. Propozycja wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej, niezależnie od sympatii dla programu naprawy finansów publicznych, budzą bardzo poważne wątpliwości prawne i ekonomiczne.





PAP, 26 III	<p>Wiele wskazuje na to, że nawet gdyby średnia cena ropy wzrosła wobec obecnego stanu i utrzymywała się przez dwa-trzy kwartały, to nie stanowi to zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego na ten i przyszły rok. Rezerwa rewaluacyjna ulega rozwiązaniu w momencie zakupu w NBP dewiz przez np. rząd w części dokładnie odpowiadającej części kupowanych dewiz. Wówczas wedle polskiego prawa i ustawy o NBP ta część uwolniona zostaje przekazana w ramach wpłaty z zysku NBP do rządu. Ten przepis jest sprzeczny ze standardami europejskimi, gdyż standardy europejskie przewidują możliwość wykorzystania tej uwolnionej we właściwym trybie rezerwy tylko na spłatę długu. Ona nie może być spożytkowana na finansowanie bieżących wydatków, w tym np. składki do UE, nie może być również wykorzystywana na bieżące pokrywanie deficytu. Z tej analizy, którą do tej chwili zrobiliśmy wynika niezbicie, że w stanie prawnym przyjętym w międzynarodowych standardach wykorzystanie rezerwy rewaluacyjnej do finansowania bieżących wydatków rządowych, bądź do pokrywania konkretnych pozycji, w tej chwili z wyłączeniem długu zagranicznego, jest po prostu niemożliwe. Ona (uwolniona rezerwa) nie może być spożytkowana na finansowanie bieżących wydatków, w tym na składkę do Unii Europejskiej, nie może być również wykorzystywana na bieżące pokrywanie deficytu. Teoretycznie można sobie wyobrazić, że rząd kupi 1 mld dolarów jednego dnia, sprzeda drugiego, potem znowu kupi. Cóż byśmy wówczas mieli - manipulacje wokół istniejącego stanu prawnego i wokół rezerw walutowych, mielibyśmy emisję pustego pieniądza do gospodarki. Rezerwa rewaluacyjna to nie są jakieś ekstra pieniądze. To oznacza konieczność dodruku pieniędzy.</p>
PAP, 25 III	<p>Takie możliwości istnieją [obniżki stóp większej niż 25 pb dokonanej w jednym kroku] nie na najbliższym posiedzeniu, ale w dalszej średniokresowej perspektywie, w ciągu kilku miesięcy czy do końca roku i podtrzymuję to stanowisko.</p> <p>Wszystkie dane makroekonomiczne wskazują, że gospodarka zbiera się bardzo powoli, poziom inflacji mamy bardzo niski, poziom stóp realnych mamy ciągle bardzo wysoki i od strony sektora realnego zagrożeń inflacyjnych nie ma, więc można myśleć, że jakaś przestrzeń jest i nie trzeba jej wykluczać. [...] Z drugiej strony mamy wojnę i właściwie trudną sytuację polityczną kraju, niejasność co do szczegółów planu naprawy finansów publicznych. Są czynniki niepewności, które też trzeba brać pod uwagę.</p> <p>Słaby kurs już spowodował poluzowanie polityki pieniężnej, bo restrykcyjność zależy od poziomu stóp realnych i od poziomu kursu. W istocie mamy już do czynienia z bardzo znacznym luzowaniem polityki niezależnie od stóp procentowych, a mianowicie osłabiony kurs walutowy.</p> <p>Można się spodziewać, że w wyniku osłabienia kursu będzie pewne odbicie inflacyjne. Wedle naszych ocen spadek kursu o 1% przenosi się w ciągu 1-2 kwartałów na wzrost cen o mniej więcej 0,13-0,15 pkt proc. Ta deprecjacja, która w ciągu ostatnich dwóch miesięcy miała miejsce rzędu 5-8% może mieć wpływ na przyspieszenie inflacji o 1 pkt proc. w perspektywie kilku miesięcy.</p> <p>W perspektywie dwóch miesięcy kurs będzie się tak kształtował, jak obecnie, natomiast w drugiej połowie roku powinien powrócić do długookresowego trendu i będziemy mieć do czynienia z umacnianiem się polskiej waluty. Moim zdaniem na osłabienie kursu wpływają czynniki przejściowe, a więc sytuacja polityczna w kraju, rozpad koalicji, zawirowania na linii prezydent-premier, niejasność co do programu naprawy finansów publicznych i co do tego, czy Sejm go przyjmie, czy nie. Z drugiej strony mamy wojnę w Iraku. To są dwa główne czynniki wpływające na kurs plus perspektywa referendum, którego wyniku nie jesteśmy pewni.</p> <p>Presja na inflację nie powinna być tak silna z dwóch powodów, po pierwsze nie sądzę, żeby kurs jeszcze bardziej się osłabiał, chyba, że będziemy mieli jakąś katastrofę. Jeżeli się nic dramatycznego nie stanie, to kurs raczej nie powinien się już osłabić. Może się on wahać, ale nie powinna to być stała tendencja do osłabiania. [...] Ponadto w warunkach słabej aktywności gospodarczej przeniesienie zmian kursu na ceny jest bardziej utrudnione, niż w warunkach wysokiego poziomu popytu. Producenci i importerzy nie będą mogli tak łatwo przerzucić tej deprecjacji na ceny, bo istnieje bariera popytu.</p>
Puls Biznesu, 21 III	<p>Jeżeli wojna będzie krótka i zwycięska, to w ciągu kilku tygodni na rynku powróci optymizm. Nastąpi wzmocnienie kursu dolara, znacząco spadną ceny ropy. Pozytywnym impulsem dla gospodarki będzie także możliwość uczestnictwa firm z państw koalicji antyirackiej w odbudowie tego kraju. Natomiast w wypadku przedłużenia się działań wojennych, rozprzestrzenienia się konfliktu poza granice Iraku, ataków terrorystycznych – niepewność powróci na rynku. To z kolei może przesunąć moment poprawy koniunktury w gospodarce światowej na drugą połowę 2003 r.</p>
PAP, 19 III	<p>Dane o produkcji przemysłowej są zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Potwierdza się prognoza, że gospodarka zbiera się, ale powoli. Trend do wolnego ożywienia jest widoczny od sześciu, siedmiu miesięcy. [...] Ożywienie widoczne jest głównie w sektorach przemysłu przetwórczego. Jest to naturalne, bo czynnikiem ciągnącym głównie gospodarkę jest eksport oraz niewielki popyt konsumpcyjny.</p> <p>Znaczniejsze ożywienie może mieć miejsce w II połowie tego roku między innymi wynikające z usunięcia czynników niepewności w związku z wojną w Iraku. Być może wystąpi także impuls popytowy z zagranicy oraz odbudowa inwestycji w kraju.</p>
PAP, 17 III	<p>Lutowe dane [o CPI] są zgodne z oczekiwaniami i świadczą, że inflacja jest pod kontrolą, absolutnie nie ma presji inflacyjnej, a wzrost cen paliw został zrekompensowany przez cały czas niskie ceny żywności.</p> <p>Inflacja w marcu ustabilizuje się na poziomie lutowym, czyli wyniesie 0,5 proc, a w kwietniu spadnie do 0,2 proc. ze względu na efekt bazy, w trzecim kwartale może niewiele wzrosnąć do około 1,5 proc. Nie można wykluczyć, że inflacja na koniec roku wyniesie poniżej 2 proc. Niski poziom inflacji pozwala na dalsze łagodzenie polityki monetarnej, nie powinno się wykluczać głębszych obniżek niż 25 pkt bazowych, czyli 50 pkt bazowych.</p>
Reuters, 12 III	<p>Przynajmniej osłabienia złotego są przejściowe związane z niepewną sytuacją polityczną i perspektywą wojny w Iraku. Fundamentalne czynniki się nie zmieniły. W perspektywie średniokresowej jak najbardziej [jest możliwość umocnienia złotego].</p>
PAP, 4 III	<p>Obecny kurs złotego ma szansę się utrzymać przez kilka najbliższych miesięcy, co jest oczywistym efektem wzrostu ryzyka politycznego po rozpadzie koalicji rządowej i zwiększonej niepewności co do wyników referendum akcesyjnego. [...] W drugiej połowie roku złoty powinien jednak się umocnić, pod warunkiem opowiedzenia się w czerwcowym referendum akcesyjnym po stronie integracji.</p>
Grzegorz Wójtowicz; członek RPP; ISB, 31 III	<p>Gospodarka rozwija się jednak zupełnie przyzwoicie. Przy okazji spada saldo [rachunku obrotów bieżących], czyli poprawia się równowaga zewnętrzna. [...] Eksport pokazuje, że gospodarka jest w fazie ożywienia. [...] Słaby import to przede wszystkim wynik niskiego popytu inwestycyjnego w polskiej gospodarce. Mnie osobiście te dane nie niepokoją. Import jest wciąż przecież duży, nie załamuje się. Nie widzę więc tutaj żadnego zagrożenia dla ożywienia. To są zjawiska, które trzeba po prostu przetrzymać.</p> <p>Podtrzymuję swoją prognozę wzrostu gospodarczego na 2003 rok na poziomie 2,0-3,0% przy dynamice PKB w pierwszym kwartale w wysokości około 2,0%. [...] Nie oczekujemy cudownych wskaźników, bo nie ma dla nich źródeł. Na wzrost wyższy trzeba będzie niestety poczekać.</p>
PAP, 31 III	<p>Za ostatnie dwa miesiące deficyt obrotów bieżących spadł w lutym do 3,3% z 3,5% w styczniu. [...] Dane te świadczą, że gospodarka zrobiła kolejny krok w kierunku równowagi.</p> <p>Podtrzymuję swoją prognozę, że deficyt na koniec roku wyniesie ok. 4% wobec 3,6% w roku ubiegłym. [...] Eksport w najbliższych miesiącach nas nie zawiedzie.</p>



PAP, Reuters, 17 III	<p>Inflacja w lutym nie była zaskoczeniem dla rynku. Już wcześniej sugerowałem, że po spadkach, od lutego będziemy mieli lekkie wzrosty. Jest duże prawdopodobieństwo, że [na koniec roku] będziemy blisko granicy 2 proc. [...] Ale jeśli się utrzyma słabszy złoty może to dać dodatkowy impuls inflacyjny.</p> <p>Teraz trzeba przede wszystkim obserwować rynek walutowy, bo co tu dużo mówić mamy do czynienia z deprecjacją złotego, a to jest czynnik, który zawsze ma charakter proinflacyjny, o ile niski kurs utrzymuje się przez jakiś czas. Zobaczmy, jaka z wahań kursu wyłoni się tendencja. To jest dzisiaj czynnik najważniejszy.</p>
Życie Warszawy, Reuters, 13 III	<p>Nie można patrzeć na to w ten sposób, że zmiana w rządzie zmienia politykę pieniężną banku centralnego. Polityka pieniężna jest uzależniona od różnych czynników, w tym od budżetu czy w ogóle od polityki fiskalnej. Doświadczenie pokazuje, że taki rząd [mniejszościowy] ma kłopoty z przeprowadzeniem w Sejmie swoich ustaw. To powoduje, że rośnie niepewność na rynkach finansowych, w tym na walutowym. Z taką nerwowością będziemy mieli do czynienia za każdym razem, kiedy rząd skieruje do parlamentu projekt ustawy, nie zabezpieczwszy sobie odpowiedniej większości.</p> <p>Biorąc pod uwagę, że duża część wydatków budżetowych jest prawnie zdeterminowana, a więc sztywna, tu należy przeprowadzić poważne zmiany. Przedstawione przez wicepremiera Kołodkę propozycje odnoszą się jednak głównie do dochodów. A to niedobrze, kiedy mamy dostosowywać dochody do wydatków.</p>
Wiesława Ziółkowska, członek RPP; PAP, 24 III	<p>Zwiększająca się niepewność co do przebiegu kampanii irackiej, a także niepewność polityczna w kraju utrudni RPP podjęcie decyzji o redukcji stóp marcu. [...] Mam coraz większe wątpliwości do możliwości redukcji stóp już w marcu. [...] Trudno przewidzieć konsekwencje konfliktu irackiego dla skali tegorocznej inflacji, jednak nie wyczerpały się możliwości redukcji stóp procentowych w tym roku, chociaż przestrzeń jest mniejsza niż się wcześniej wydawało i wynosi ok. 100 pb. [...] Nadal podtrzymuję zdanie, że RPP zbyt wcześnie przeszła do taktyki małych kroków, jednak w obecnej sytuacji głębsze obniżki niż 25 pb byłyby mało realne.</p>
PAP, 7 III	<p>Spodziewam się, że inflacja w lutym nie będzie wyższa niż w styczniu i wyniesie 0,3-0,4%. Na koniec roku prawdopodobnie będzie poniżej dolnego przedziału celu inflacyjnego RPP, czyli wyniesie poniżej 2%. [...] Niski poziom inflacji świadczący o braku presji inflacyjnej ze strony popytu pozwala na stwierdzenie, że istnieje przestrzeń do redukcji stóp procentowych już w marcu.</p> <p>Za wcześnie wprowadzono strategię obniżek po 25 pb, ale w obecnej sytuacji jednak powinna zostać utrzymana strategia niewielkich obniżek, przynajmniej po to, by nie wywoływać zamieszania na rynku.</p> <p>Trudno nie dostrzegać, że wielką niepewnością pozostaje rozwój sytuacji wokół Iraku, słabszy kurs złotego, co może się przełożyć na to, że inflacja w końcu roku może się jednak znaleźć w dolnym przedziale celu, co z kolei powoduje, że na rozważania o zmianie tegorocznego celu jest przedwcześnie.</p>
Wprost, 3 III	<p>Od początku ubiegłego roku mamy do czynienia ze spadkiem cen żywności. Chociaż zabrzmi to kasandrycznie, ale muszę stwierdzić, że jesteśmy o krok od deflacji. Obecną sytuację przewidywałam już dawno. Podobne zdanie miał między innymi profesor Stanisław Gomułka. Niestety, teraz nasze prognozy się sprawdzają. Do spadku cen przyczyniają się przede wszystkim bezrobocie i niski popyt. Na szczęście deflacja nie powinna trwać długo, gdyż jest wiele czynników powodujących wzrost cen, na przykład zwiększający się powoli popyt dzięki poprawiającej się koniunkturze w Polsce i na świecie. Nie mogę oceniać, czy do przeciwdziałania deflacji przyczyni się ostatnia decyzja Rady Polityki Pieniężnej o obniżce stóp procentowych.</p>



## OPINIA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ DO PROGRAMU NAPRAWY FINANSÓW RZECZYPOSPOLITEJ

Niniejsza opinia dotyczy projektu dokumentu przekazanego Radzie Polityki Pieniężnej w dniu 25 marca 2003 r.

### I. Uwagi ogólne

1. Zdaniem Rady Polityki Pieniężnej obecny stan finansów Rzeczypospolitej wymaga przeprowadzenia głębokiej reformy. Duża nierównowaga sektora finansów publicznych, narastanie deficytu w tych finansach i długu publicznego są efektem braku niezbędnych dostosowań w tym obszarze od wielu lat. Podstawowymi problemami sektora są wysoki poziom i dynamika wydatków publicznych, duży udział tzw. wydatków sztywnych (w tym o charakterze socjalnym) i mały udział wydatków prorozwojowych. Dzieje się to przy wysokim, jak na obecny poziom rozwoju gospodarki (PKB na mieszkańca), udziale dochodów sektora finansów publicznych w PKB i dużym poziomie obciążeń fiskalnych. Skutkiem kryzysu finansów publicznych jest ograniczanie nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw, zmniejszanie wydatków na infrastrukturę, ciągłe niedofinansowanie podstawowych funkcji państwa, a w konsekwencji hamowanie wzrostu gospodarczego i kreowanie wysokiego bezrobocia.
2. Za kierunkowo słuszne należy uznać przewidziane w Programie działania, które zmierzają do zwiększenia elastyczności wydatków (likwidację Mechanizmów indeksacyjnych i waloryzacyjnych, „odsztynwienie” wydatków na obronę narodową), ich konsolidacji instytucjonalnej (likwidacja i łączenie okołobudżetowych funduszy i agencji) oraz decentralizacji (zwiększenie udziału dochodów własnych samorządów w finansowaniu ich zadań). Działania te stanowią próbę sprostania kryteriom formalnym wstąpienia do Unii Europejskiej i stworzenia mechanizmów absorpcji funduszy strukturalnych. Pozytywnie należałoby też ocenić zapowiadaną likwidację ulg i zwolnień podatkowych, jeżeli towarzyszyłoby temu obniżenie efektywnych stawek podatkowych.
3. W Programie nie przedstawiono żadnych argumentów uzasadniających optymistyczne założenia dotyczące dynamiki PKB. Brak jest w nim także przedsięwzięć po stronie podażowej gospodarki, które mogłyby skutkować przewidywanym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego. Wymienione w Programie czynniki wzrostu gospodarczego (dalsze obniżki stóp procentowych i stopniowe rozwiązywanie rezerwy NBP na pokrycie ryzyka kursowego, kontrolowany poziom deficytu budżetowego) świadczą o koncentrowaniu się na pobudzaniu popytu wewnętrznego dla krótkookresowego ożywienia gospodarczego bez budowania trwałych, podażowych podstaw długookresowego rozwoju gospodarki.
4. Propozycje zmian w systemie podatkowym mają na celu jego uproszczenie. Nie będzie jednak temu sprzyjać wprowadzanie nowych stawek podatku dochodowego od osób fizycznych. Planowana skala zmniejszenia nominalnych stawek od dochodów osób prawnych i osób fizycznych będzie niewspółmierna do utraconych korzyści przy założeniu zniesienia ulg i odliczeń oraz zamrożenia progów podatkowych. Przedstawione propozycje w zakresie zmian stawek podatku od osób fizycznych prawdopodobnie przyczynią się do wzrostu efektywnej stawki PIT, szczególnie podatników z wyższej grupy podatkowej oraz utrzymania co najwyżej na poziomie z 2002 r. efektywnej stawki CIT. Nowe rozwiązania w podatku PIT nie likwidują dotkliwej progresji podatkowej - wprost przeciwnie: zamiast pożądanego spłaszczenia skali podatkowej następuje jej wzrost. W połączeniu z rosnącymi podatkami pośrednimi, jak również wprowadzeniem opodatkowania dochodów z giełdy, można twierdzić, że reforma podatkowa prowadzi do wzrostu obciążeń fiskalnych. W efekcie wzrost obciążeń podatkowych może negatywnie wpłynąć na skłonność sektora prywatnego do oszczędzania.
5. Program nie przewiduje systemowych zmian ograniczających trwale poziom wydatków budżetowych. Proponowane działania w zakresie zmniejszania wydatków są bardzo ograniczone i doraźne (np. zamrożenie na nominalnym poziomie świadczeń społecznych, tzw. wydatków pozostałych, obniżenie z 35% do 30% części akcyzy od paliw przeznaczonych na utrzymanie i budowę dróg). Dlatego też projektowana skala konsolidacji fiskalnej jest zdecydowanie niedostateczna.
6. Zasadnicze wątpliwości budzi przedstawiona w Programie koncepcja „otwartego deficytu”. W dokumencie przyjęto jako możliwy do sfinansowania deficyt budżetu państwa na wysokim poziomie ok. 40 mld zł, a dodatkowo wykazano lukę, tj. wydatki nie pokryte dochodami w wysokości ok. 10 mld zł. W dokumencie deklaruje się wprawdzie, iż będą prowadzone dalsze prace mające na celu zlikwidowanie tej luki, ale niepokojący jest fakt przyjęcia jako równoważne rozwiązania zarówno uzyskanie dodatkowych dochodów jak i redukcję wydatków, pomijając kwestie odmiennych skutków makroekonomicznych tych różnych kierunkowo dostosowań. Rozstrzygnięcie tego problemu jest podstawowym warunkiem oceny polityki fiskalnej w nadchodzących latach. Uwidacznia się poważne zagrożenie dalszego wzrostu fiskalizmu i/lub wzrostu nierównowagi sektora finansów publicznych z jej negatywnymi konsekwencjami dla gospodarki. Powiększenie deficytu budżetu państwa w latach 2004-2006 do ok. 50 mld zł rocznie oznaczałoby rozluźnianie polityki fiskalnej, dokonywane dodatkowo w warunkach założonego przyspieszania wzrostu gospodarczego oraz przekraczanie kolejnych, ustawowych progów ostrożnościowych poziomu długu publicznego w relacji do PKB.
7. Faktycznie projektowany w Programie poziom deficytu budżetowego może być jeszcze większy z uwagi na szacunki dochodów budżetowych oparte na założeniu silnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego i znacznej poprawy ścigalności podatków.
8. Przedstawione przez Ministerstwo Finansów Programu naprawy finansów Rzeczypospolitej nie można uznać za kompleksowy program działań zmierzający do głębokiej i trwałej naprawy tych finansów. Przeciwnie, w swojej obecnej postaci budzi on poważne zastrzeżenia co do przewidywanej skali konsolidacji finansów publicznych, sposobów jej osiągnięcia oraz jej trwałości. Dokument rządowy nie może być zatem traktowany jako ostateczny zbiór rozwiązań w obszarze finansów publicznych.

### II. Rozwiązanie rezerwy rewaluacyjnej

1. Narodowy Bank Polski dokonuje rozwiązywania rezerwy rewaluacyjnej przy osiągnięciu zysków transakcyjnych. Mechanizm ten jest zgodny z przyjętymi w świecie standardami rachunkowości dotyczącymi banków centralnych. Natomiast propozycja Ministerstwa Finansów zawarta w Programie oznacza przekazanie rezerwy rewaluacyjnej z tytułu niezrealizowanych zysków na sfinansowanie bieżących wydatków budżetu państwa i narusza te standardy.
2. Przekazanie budżetowi rezerwy rewaluacyjnej stanowiłoby równoważną w wielkości ekspansję monetarną, która wymagałaby adekwatnego zwiększenia operacji otwartego rynku skutkujących wzrostem stóp procentowych i/lub zmniejszeniem poziomu rezerw walutowych i/lub wzrostem stopy rezerw obowiązkowych.
3. Zgodnie ze standardami ESA 95, przekazanie rezerwy rewaluacyjnej nie może stanowić dochodu budżetu państwa a jedynie źródło finansowania deficytu. Ponadto przyczyniłoby się to w następnym roku do wzrostu deficytu finansów publicznych, ponieważ przy wyższym poziomie krótkookresowych stóp procentowych od stóp właściwych dla dłuższych okresów, koszty operacji otwartego rynku w NBP byłyby wyższe od uzyskanych przez budżet oszczędności na kosztach obsługi długu publicznego.
4. Przekazanie rezerwy rewaluacyjnej naruszające przyjęte wcześniej, i zgodne ze standardami międzynarodowymi, zasady jej kształtowania zmniejszyłoby wiarygodność banku centralnego.
5. Rada Polityki Pieniężnej nie widzi więc uzasadnienia dla przedstawionej w Programie propozycji przekazania rezerwy rewaluacyjnej, gdyż jej realizacja nie dając korzyści w zakresie polityki fiskalnej wywołałaby wiele negatywnych skutków na polu polityki pieniężnej.

## Pod lupą: Rząd i polityka

- Rząd „kierunkowo” zaakceptował plan naprawy finansów publicznych Grzegorza Kołodki
- ... ale minister gospodarki ma odmienne zdanie w kilku kluczowych punktach
- Zmiany w rządzie jak w kalejdoskopie

### Zielone światło dla programu Kołodki

W drugiej połowie marca po bardzo długim posiedzeniu Rada Ministrów „kierunkowo” zaakceptowała program ministra finansów dotyczący tzw. reformy finansów publicznych, zgadzając się z przedstawionymi prognozami inflacji, wzrostu PKB i deficytu budżetowego (patrz tabele poniżej). Jednocześnie rząd zalecił jednak przeprowadzenie dalszych konsultacji i modyfikacji programu w zakresie zmian w systemie podatkowym, sztywnych wydatków budżetowych, finansowania jednostek samorządu terytorialnego, likwidacji funduszy celowych i państwowych agencji oraz eliminacji mechanizmów indeksacyjnych. Oznacza to, że ministerstwo finansów musi przemyśleć większość głównych elementów swojego programu. W komunikacie po posiedzeniu rządu stwierdzono ponadto, że powinny również zostać przeprowadzone konsultacje z partnerami społecznymi oraz bankiem centralnym (najprawdopodobniej w sprawie rezerwy rewaluacyjnej). Minister finansów otrzymał miesiąc na przygotowanie ostatecznej wersji dokumentu, uwzględniającej wnioski z posiedzenia rządu.

### Założenia makroekonomiczne 2003-2006

	2003	2004	2005	2006
Wzrost PKB	3,5	4,9	5,4	6,0
Spożycie	3,0	3,3	3,9	4,3
Inwestycje	5,6	12,2	12,8	13,5
Eksport	8,1	8,9	8,8	9,1
Import	7,4	8,8	9,3	9,8
Inflacja	1,6	2,6	2,8	2,9

Źródło: Ministerstwo Finansów

### Podstawowe parametry budżetowe na lata 2003-2006

	2003*	2004**	2005**	2006**
1. Dochody	155,7	160,2	169,2	178,8
2. Wydatki (po dostosowaniach)	194,4	210,1	219,0	225,1
3. Deficyt	38,7	40,0	39,5	35,9
4. Wydatki możliwe do sfinansowania (1+3)	194,4	200,2	208,7	214,7
5. Luka (4-2)	-	-9,9	-10,3	-10,4
Dług publiczny w relacji do PKB (%)	51,2	52,6	53,0	52,7

\* ustawa budżetowa, \*\* prognoza

Źródło: Ministerstwo Finansów

### ... jednak plan „reformy” nadal pełen niejasności

Pełny tekst Programu Naprawy Finansów Publicznych Rzeczypospolitej został opublikowany przez ministerstwo finansów na stronach internetowych. Dokument zawiera ponad 60 stron tekstu i ok. 10 załączników, jednak lista istotnych szczegółów reformy, których można się z niego dowiedzieć jest nadzwyczaj krótka. Większość kwestii poruszanych w programie była już ogłoszona wcześniej i pisaliśmy już o nich w naszych publikacjach (m.in. w poprzednim MAKROskopie), a informacji wyjaśniających dotychczasowe niejasności można znaleźć bardzo niewiele. Wśród najistotniejszych nowych informacji, które wyczytaliśmy z dokumentu jest to, że stawka podatku od dochodów kapitałowych (który od stycznia 2004 będzie obejmował wszystkie rodzaje tego typu zysków) wyniesie 20%, wobec zapowiadanej wcześniej wysokości z przedziału 15-20%. Oznacza to, że wzrost podatku od dywidendy o 5 pkt. procentowych. Zmieniono również propozycję dotyczącą reformy PIT (w stosunku do tego, co pokazywał minister Kołodko w trakcie publicznej prezentacji w końcu lutego). We wszystkich trzech proponowanych wariantach modyfikacji stawek PIT obniżki zostały ograniczone w stosunku do wcześniejszych propozycji. Pomimo to jednak, dokument wciąż utrzymuje, że proponowane zmiany systemu podatkowego są neutralne dla finansów gospodarstw domowych i dla budżetu.

Dokument zawiera również m.in. zmodyfikowaną tabelę zawierającą podstawowe proporcje budżetu na lata 2004-06 (patrz obok). W porównaniu z wersją założeń budżetu prezentowaną przez ministra finansów na początku marca, w zestawieniu pojawiła się tajemnicza „luka” pomiędzy prognozowanymi dochodami budżetu, a wydatkami „po dostosowaniach” (dostosowania również nie zostały wyjaśnione). Ta „luka”, wynosząca w sumie ok. 30 mld zł w latach 2004-06 (a w wariantcie zakładającym podjęcie reformy finansów samorządowych sięgająca 40 mld zł) powiększa deficyt budżetowy, wynoszący 40 mld zł. Wbrew temu, czego należałoby się spodziewać, w całym programie nie ma jednak ani jednego słowa wyjaśnienia, co oznacza „luka”. Jest poza tym nie do końca jasne jak (i czy w ogóle) ministerstwo zamierza tę lukę wypełnić.

Kolejnym tematem budzącym wątpliwości jest wykorzystanie części rezerwy rewaluacyjnej NBP (można by pomyśleć, że to właśnie rezerwa ma wypełnić „lukę”, ale problem w tym że jest ona na ten cel za mała). Dokument jest w tej kwestii niespójny, ponieważ w jednym punkcie stwierdza, że wykorzystana ma być jedynie jedna trzecia rezerwy (ok.



9 mld zł) i to w dodatku w całości na wpłatę składki członkowskiej do budżetu UE, podczas gdy nieco dalej znajdujemy propozycję wykorzystania „drugiej części rezerwy” (również 9 mld zł) na wsparcie samorządów w wykorzystaniu i absorpcji funduszy strukturalnych z UE. Dalej znaleźć można również propozycję wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej na spłatę polskiego długu zagranicznego. O rezerwie rewaluacyjnej i pomysłach wykorzystania jej przez rząd pisaliśmy szerzej w marcowym wydaniu MAKROskopu, a w sekcji powyżej *Pod lupą*: Bank centralny napisaliśmy o podejściu NBP do tego zagadnienia.

### **...a minister Hausner ma odmienną koncepcję ożywienia gospodarki**

Równoległe do Programu Naprawy Finansów Publicznych Rzeczypospolitej własny program gospodarczy opracowało również ministerstwo gospodarki, pracy i polityki społecznej. Program ma na celu ożywienie gospodarki (Hausner planuje, że już w przyszłym roku wzrost PKB osiągnie 5%), ograniczenie ubóstwa, promocję zatrudnienia oraz efektywne wykorzystanie funduszy unijnych.

Wg oficjalnych deklaracji plan ministerstwa gospodarki nie stanowi konkurencji, a raczej „podbudowę” dla programu naprawy Grzegorza Kołodki, a oba programy są „w znaczącej mierze do pogodzenia”. Jednak wypowiedzi ministra Hausnera wyraźnie sugerują, że pomiędzy szefami dwóch kluczowych resortów gospodarki istnieją wyraźne różnice poglądów w istotnych kwestiach ekonomicznych. W jednym z wywiadów radiowych przyznał on wprost, że między nim a ministrem Grzegorzem Kołodką istnieje „spór merytoryczny” dotyczący „linii gospodarczej”. Wg Hausnera np. nie należy eliminować wszystkich automatycznych mechanizmów indeksacyjnych i waloryzacyjnych (co proponuje plan Kołodki), szczególnie w przypadku wydatków na emerytury i renty, a wydatki przeznaczone dla najbiedniejszych grup społecznych nie mogą być zredukowane. Minister wyraził również dezaprobatę dla proponowanych przez Kołodkę zmian w podatkach, gdyż jego zdaniem redukcje stawek podatkowych powinny być dużo głębsze (zapropozował redukcję stawki CIT do 19%). Zasadnicza różnica zdań dotyczy też tempa ograniczania deficytu budżetowego. Zdaniem Hausnera szybkie wejście do strefy euro, będące celem programu Kołodki „to zła linia polityki gospodarczej, ponieważ jest to linia, która będzie musiała oznaczać zaciskanie polityki fiskalnej i w istocie rzeczy rezygnację z bodźców pobudzających gospodarkę”. Wg ministra gospodarki deficyt budżetowy

może być redukowany tylko wówczas, gdy wzrost gospodarczy nabierze tempa.

Więcej informacji nt. wyników tego sporu poznamy zapewne na przełomie kwietnia i maja, ponieważ w tym terminie rząd ma – jak zadeklarował premier Leszek Miller – przyjąć ostateczną wersję programu naprawy finansów publicznych. Z jednej strony część postulatów Hausnera prawdopodobnie znajdzie poparcie w rządzie i minister finansów będzie zmuszony uwzględnić je w swoim programie (np. już wiadomo, że Kołodko zrezygnował z likwidacji indeksacji rent i emerytur). Jednak z drugiej strony należy pamiętać, że to Grzegorz Kołodko jest zwierzchnikiem wszystkich resortów gospodarczych i jego dotychczasowe wypowiedzi sugerują, że nie jest on skłonny akceptować znacząco odmiennych poglądów.

### **Zmiany w rządzie dzień po dniu**

Pierwszego kwietnia, w pierwszym dniu funkcjonowania Narodowego Funduszu Zdrowia (zastąpił on regionalne kasy chorych), minister zdrowia Marek Balicki podał się do dymisji. Balicki zrezygnował po zaledwie dwóch i pół miesiąca na stanowisku (zastąpił poprzedniego ministra zdrowia Mariusza Łapińskiego 17 stycznia br.). Bezpośrednią przyczyną decyzji ministra zdrowia było powołanie Aleksandra Naumana na stanowisko szefa Narodowego Funduszu Zdrowia. Nowy szef Funduszu będzie odpowiedzialny (począwszy od przyszłego roku) za rozdysponowanie 30 mld zł (pieniądze na ten rok zostały już rozdzielone). Z tego względu, minister finansów Grzegorz Kołodko stwierdził w jednym z wywiadów, że musi mieć wpływ na nominację zastępcy szefa funduszu, odpowiedzialnego za finanse. Ewa Kralkowska, która miała zastąpić Marka Balickiego na stanowisku ministra zdrowia nie przyjęła nominacji. Dlatego premier Leszek Miller mianował na to stanowisko Leszka Sikorskiego (dotąd był on wiceministrem zdrowia).

Zmiana w rządzie nastąpiła również w resorcie skarbu. Potwierdziły się wcześniejsze plotki i z rządu odszedł minister skarbu Sławomir Cytrycki, a zastąpił go Piotr Czyżewski, który dotąd był wiceministrem skarbu odpowiedzialnym za politykę przemysłową. Przyczyną tej zmiany była przypuszczalnie prywatyzacja Rafinerii Gdańskiej i/lub PZU. Powiększa to niepewność odnośnie realizacji założonych na ten rok wpływów prywatyzacyjnych. Tym bardziej, że w zaplanowane w budżecie przychody rządu 7,4 mld zł nie wierzy już nawet ministerstwo finansów. Pod koniec marca wiceminister Ryszard Michalski powiedział, że wpływy z



tęgo tytułu powinny wynieść w tym roku 4-4,5 mld zł. Nietrudno się domyślać, że będzie to oznaczać konieczność przeprowadzenia dodatkowych emisji papierów skarbowych. Przedstawione na początku kwietnia plany prywatyzacyjne nowego ministra skarbu wskazują, że w pesymistycznym scenariuszu nawet kwoty wymieniane przez Michalskiego mogą być trudne do zrealizowania, gdyż w zasadzie wszystkie większe transakcje prywatyzacyjne są zaplanowane najwcześniej na przełom lat 2004/2005.

**Następne wybory parlamentarne w czerwcu 2004?**

Równocześnie z ogłoszeniem ostatnich zmian w składzie gabinetu, premier Leszek Miller oświadczył, iż uzgodnił z prezydentem Aleksandrem Kwaśniewskim, że kadencja obecnego parlamentu powinna zostać skrócona, a wcześniejsze wybory powinny się odbyć w czerwcu 2004 r., wraz z wyborami do Parlamentu Europejskiego. Jest to zgodne z naszymi przewidywaniami, przedstawionymi w MAKROskopie w ubiegłym miesiącu. Poza tym, premier zadeklarował po rozmowie z ministrami, że nie będzie już więcej zmian w składzie Rady Ministrów. Decyzja Millera i jej akceptacja przez prezydenta ma na celu ustabilizowanie sytuacji politycznej w Polsce. Przyszłość pokaże, czy to się uda.

**Wątpliwe sukcesy rządu mniejszościowego**

W Sejmie odbyło się głosowanie nad wotum nieufności wobec wicepremiera i ministra infrastruktury Marka Pola. W zasadzie odbyły się aż dwa głosowania na ten temat, ponieważ już chwilę po pierwszym głosowaniu okazało się, że dwóch posłów SLD głosowało za odrzuceniem wniosku w imieniu swoim i swoich kolegów nieobecnych na sali. Wszyscy czterej posłowie zostali wykluczeni z klubu SLD i poproszeni o złożenie mandatów poselskich, a sprawą zajęła się prokuratura. Głosowanie zostało powtórzone i – ponownie jak za pierwszym razem – wniosek o wotum nieufności Marka Pola został odrzucony. Mogłoby to na pierwszy rzut oka wyglądać na sukces rządu (małe koła poselskie oraz posłowie niezależni dołączyli do koalicji SLD-UP). Wydaje się jednak, że ten skandal w Sejmie może bardziej negatywnie wpłynąć na odbiór polityki rządu i jego poparcie społeczne niż ewentualne usunięcie Pola ze stanowiska.

Oczywiście, należało się spodziewać kolejnego wystawiania

na próbę rządu mniejszościowego. Następnym członkiem rządu wobec którego zgłoszono wniosek (a nawet dwa) o wotum nieufności był minister spraw wewnętrznych i administracji Krzysztof Janik. Jemu również udało się przetrwać, ale jak zwykle oznaczało to raczej słabość opozycji, a nie siłę rządu.

Wygląda na to, iż rynki finansowe już się chyba przyzwyczyły do takich sytuacji (które najprawdopodobniej będą się powtarzać, ponieważ opozycja bardzo stara się uprzykrzyć życie premierowi), i głosowanie wniosków o wotum nieufności nie powodowało nawet krótkoterminowych wzrostów zmienności cen.

**Ministerstwo Finansów gotowe na zakup walut ...ale się powstrzyma póki złoty jest słaby**

Wiceminister finansów Ryszard Michalski zapowiedział w połowie marca, że jego resort jest już gotowy do operacji zakupu walut na rynku. Przypomnijmy, że ministerstwo finansów chce kupować waluty obce na rynku walutowym na spłaty odsetek od polskiego długu zagranicznego, co miałyby pomóc w osłabieniu kursu złotego. Płatności odsetkowe związane z obsługą długu zagranicznego wynoszą w całym 2003 r. ok. 1 mld USD i rozłożone są na kilka rat o różnej wysokości.

Proszę sobie przypomnieć naszą analizę, przedstawioną w lutym numerze MAKROskopu. Napisaliśmy, że z powodu twardego ograniczenia budżetowego MinFin będzie prawdopodobnie dążyć do osłabienia złotego jak najmniejszym kosztem, co oznacza zakup walut obcych w momencie, gdy ich wartość zbliża się do lokalnego minimum. Potwierdzają to wypowiedzi wiceministra Michalskiego, według którego resort nie będzie kupować walut na rynku, dopóki złoty pozostaje słaby. Michalski zasugerował, że transakcje zakupu byłyby możliwe jeśli złoty wzocni się o 5% „od obecnego poziomu” (ok. 4,3-4,35 wobec euro). Oczywiście reakcją inwestorów było natychmiastowe umocnienie złotego, bowiem rynki uwielbiają testować cierpliwość i wiarygodność polityków.

**Płatności odsetkowe od zadłużenia zagranicznego (miliony USD)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 i dalej
PLATNOŚCI ODSETEK	1 014	890	816	749	671	575	475	438	1 612
Kredyty	558	455	404	342	269	178	83	51	161
Klub Paryski	380	330	292	244	185	107	24	3	5
Instytucje finansowe	171	120	108	95	82	69	57	47	152
Inne	7	5	4	3	2	2	2	2	4
Obligacje	456	435	411	407	402	397	392	387	1 452
Obligacje Brady'ego	149	152	150	145	140	136	131	125	1 086
Obligacje zagraniczne	308	283	261	261	261	261	261	261	366

Źródło: Ministerstwo Finansów, dane na 29 listopada 2002



## Wypowiedzi członków rządu i polityków

Ubiegły miesiąc obfitował w burzliwe wydarzenia polityczne w kraju i za granicą, co było tematem licznych wypowiedzi przedstawicieli rządu i parlamentu. Premier Leszek Miller musiał zabiegać o poparcie mniejszościowych ugrupowań w parlamencie w trudnych głosowaniach politycznych, odpierając liczne ataki opozycji i zapewniając, że nie zamierza podać się do dymisji, czego głośno domagali się przedstawiciele partii opozycyjnych (również niedawni koalicjanci z PSL).

Oczywiście największą obecnością w mediach wykazywali się (już tradycyjnie) przedstawiciele kierownictwa ministerstwa finansów, bardzo aktywnie promując na wszystkich frontach firmowany przez Grzegorza Kołodkę program naprawy finansów publicznych. Wiceministrowie finansów oraz ich szef Grzegorz Kołodko mówili wielokrotnie o toczących się pomiędzy MF a NBP rozmowach w sprawie wykorzystania części rezerwy rewaluacyjnej NBP oraz apelując do banku centralnego o zgodę na przeznaczenie części rezerwy na „bezinflacyjne” wsparcie polskiej gospodarki, np. na spłatę długu zagranicznego lub zapłatę składki do budżetu UE. Przedstawiali też czarne wizje kryzysu gospodarczego, który czeka nasz kraj w przypadku odrzucenia przedstawionego programu reform. Grzegorz Kołodko osobiście zabiegał o poparcie dla projektu reformy wśród różnych ugrupowań, w tym w gronie własnego rządu, m.in. grożąc dymisją w przypadku odrzucenia istotnych elementów. I okazało się, że rzeczywiście nawet Rada Ministrów nie jest jednomyślna w ocenie tego planu.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPowiedzi
Aleksander Kwaśniewski, Prezydenta; PAP, 20 III	Ja ze swojej strony zagwarantowałem poparcie dla tego planu [reformy finansów publicznych] i wyraziłem przekonanie, że wszystkie rozsądne siły polityczne w Polsce wezmą udział w tej poważnej dyskusji o naprawie finansów i pomogą tej naprawie i temu programowi. [...] Czas jest ostatni, żeby tego dokonać; decyzje muszą zapaść, i to, że ten rząd chce wziąć na siebie odpowiedzialność, powinno spotkać się z szacunkiem, zrozumieniem i wsparciem. To musi być odpowiednio głęboki, odważny program. Czy tak odważny program może zyskać odpowiednią większość w parlamencie, to już jest pytanie trudniejsze, ale wierzę, że tak.
Leszek Miller premier Polskie Radio 1, 24 III PAP, 20 III	Nie zamierzam podawać rządu do dymisji ani wykonywać niczego, co mogłoby pogłębić destabilizację życia w naszym państwie. Rząd jest dalej ukierunkowany na dobrą, konstruktywną współpracę z prezydentem, bo to jest w interesie Rzeczypospolitej. Program naprawy finansów publicznych został przyjęty przez Radę Ministrów bez zdania odrębnego żadnego z ministrów, aczkolwiek prowadziliśmy długą, bardzo ciekawą dyskusję. Nie bez powodu Rada Ministrów zaleciła, żeby w dalszych pracach minister finansów zrezygnował z rozwiązań, których realizacja wymagałaby zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej. Jeśli nasze działanie ma być skuteczne to musimy mieć świadomość ograniczeń w których przychodzi nam działać. Kołodko [likwidacji RPP] nie proponował, ale gdyby się pojawił taki pomysł, to wymagałby on zmian w konstytucji. Jeśli chodzi o indeksację, chodziłoby o takie rozwiązania, które nie będą powodem interwencji Trybunału [Konstytucyjnego], który jest wrażliwy na prawa nabyte, wypowiadał się w tej sprawie wielokrotnie, więc to również trzeba brać pod uwagę. Profesor Kołodko ma miesiąc na poddanie programu konsultacji, ale równolegle będzie pracować nad projektami ustaw. [...] Miesiąc powinien być poświęcony na przygotowanie pierwszych projektów, potem dokonano by ewentualnie korekt, w zależności od konsultacji i sukcesywnie przesyłano by do Sejmu. Rząd potwierdził aktualność celów strategicznych (...) rząd zrealizuje cały program legislacyjny przewidywany na ten rok. Referendum na temat przystąpienia Polski do Unii Europejskiej pozostaje najważniejszym celem politycznym naszego rządu. Chodzi też o przygotowanie naszych struktur do zagospodarowania funduszy unijnych. Rząd nie będzie ponawiał inicjatywy dotyczącej finansowania budowy dróg i autostrad za pomocą winiet. Uznajemy bowiem, że ta koncepcja nie ma szans, aby mogła zostać przyjęta w parlamencie.
PAP, 11 III	Sejm nie składa się tylko z tych największych klubów parlamentarnych. Są także koła poselskie, grupy posłów. Od pewnego czasu otrzymywaliśmy sygnały, że część tych parlamentarzystów jest zainteresowana jakąś bardziej sformalizowaną koalicją z nami. No, a czy nastąpi finał, to właśnie jest kwestia tych kilku najbliższych dni. To jest pytanie, czy nie dokonać zmian w Konstytucji, likwidując Krajową Radę (Radiofonii i Telewizji) czy Radę Polityki Pieniężnej. Ja uważam, że zbliża się pomału taki czas, żeby dokonać niezbędnych zmian konstytucyjnych, ale w tym wypadku nie chodziłoby tylko o Krajową Radę. Jest, być może, jeszcze kilka instytucji, które mogłyby ulec likwidacji.
Polskie Radio 1, 10 III	Nie chcę powiedzieć, że jakaś kolejna koalicja SLD z PSL jest niemożliwa. Ale jeśli taka koalicja powstanie, to może się to stać tylko bez ludzi, którzy uważają, że można być jednocześnie w opozycji i w rządzie, jak to miało miejsce do tej pory. Jeśli chodzi o wcześniejszy termin wyborów, to będzie to zależało od sytuacji, czy Sejm będzie mógł pracować normalnie, czy rząd będzie mógł pracować normalnie. Ale dla SLD jedna rzecz pocieszająca - bez SLD nie można podjąć w tej sprawie żadnej decyzji. Nie można przekreślać perspektywy wcześniejszych wyborów parlamentarnych. Ale czas, kiedy to się stanie, wybierze Sojusz. Jeśli mamy skrócić kadencję, to zaczniemy od naszego starego postulatu - wybory wiosną 2005 roku.
PAP, 8 III	Kiedyś uważałem, że nie można [być premierem rządu mniejszościowego] albo że jest to bardzo trudne. Ale kiedy pan premier Buzek został szefem rządu mniejszościowego, to wówczas ze strony wielu polityków [...] słyszałem, że to jest możliwe. Przekonuje się, że mieli oni wtedy rację. [...] Tamten rząd przetrwał do końca kadencji. [...] Wiele rzeczy w Polsce dzieje się po raz pierwszy, konstytucja stwarza wiele możliwości, które są weryfikowane poprzez praktykę. Poprzedni rząd dowiódł, że możliwości konstytucyjne są właśnie takie, że tego rodzaju rządy mogą trwać. Jeżeli założenia tej reformy [finansów publicznych] zostały zaprezentowane, w połowie marca rząd przyjmie w tej sprawie program, zaczną się pojawiać pierwsze projekty ustaw, to będzie to sprawdzian dla prawdziwych intencji polityków, którzy mówią, że byliby zainteresowani takim planem.
Radio Zet, 5 III	Nic strasznego nie stanie się, jeżeli Węgry czy Polska wejdą dopiero w 2008 lub 2009 roku. [Ale] byłoby źle, gdyby oboje kraje nie przyjęły wspólnej waluty przed końcem tej dekady. Kurs po jakim polska waluta zostanie związana z euro jest znacznie ważniejszy niż data wejścia do unii walutowej. Tak niska inflacja nie jest dobra, zważywszy na to, jaką cenę płaci za to gospodarka. Mamy najniższą inflację w Europie i najwyższe stopy procentowe. Rząd zrobi co w jego mocy, by utrzymać w ryzach deficyt budżetowy i oczekuje, że polityka monetarna niezależnego banku centralnego będzie brała pod uwagę sytuację gospodarczą. Poziom rezerwy [rewaluacyjnej] jest zdecydowanie za wysoki i całkowicie niedorzeczny. Rząd i niezależny bank centralny muszą znaleźć rozwiązanie [...] ale argumenty makroekonomiczne są po naszej stronie.
Grzegorz Kołodko, wicepremier, minister finansów; PAP, Reuters, 28 III	Inflacja średnioroczna [w 2003] będzie bliżej 1,1 proc., natomiast PKB w I kwartale wyniesie 2,3 proc., w drugim ponad 3 proc., a w III i IV ponad 4 proc. Bezrobocie zacznie spadać. W marcu spadek wyniesie, mam nadzieję 0,1 pkt proc. i do końca roku spaść może nawet o cały punkt procentowy.
PAP, 26 III	Ostabilnienie złotego już ma miejsce od kilku tygodni, co dobrze wpływa na pobudzenie produkcji eksportowej, a w ślad za tym na ogólną dynamikę rozwojową i poziom zatrudnienia. Kurs może się jeszcze nieco osłabić, z czym należy się liczyć. Produkcja przemysłowa w I kw. tego roku rośnie o ponad 4%, PKB o blisko 2,5%, a inwestycje zaczynają ponownie wzrastać. Rzecz zatem nie w jeszcze dalszym obniżaniu CIT-u, ale w redukcji realnych stóp procentowych, które nadal są najwyższe w Europie, hamując możliwe do osiągnięcia tempo wzrostu.
www.mf.gov.pl, 26 III	

- Najtrudniejszą sprawą [aby wejść do strefy euro] jest spełnienie kryterium fiskalnego, czyli sprowadzenie deficytu budżetu Państwa poniżej 3% PKB - zgodnie z kryteriami z Maastricht. Obecnie deficyt ten - liczony metodą tzw. ESA 95 wynosi 3,9% (liczony naszymi metodami 4,8%). Jest szansa - w przypadku realizacji PNFRP i prawidłowej polityki pieniężnej niezależnego NBP - spełnienia tego kryterium już w roku 2006. Jeśli tak się stanie, wówczas możliwe byłoby wprowadzenie euro w roku 2007. Wymagać to jeszcze będzie porozumienia z UE co do wysokości kursu, według którego wejdziemy do obszaru euro. Na marginesie nadal uważam, że taki kurs - gwarantujący konkurencyjność polskich przedsiębiorstw i długotrwałą równowagę zewnętrzną - oscyluje wokół 4,35 zł za euro. Sugerowałem to w maju ub.r. i skądinąd akurat tak mniej więcej kurs ten kształtuje się w ostatnich dniach. I dobrze. [Właśnie RPP obniżyła stopy o 0,25%, czy jest Pan zadowolony z jej decyzji?] Wiedziałem, że tak będzie. Zresztą oczekiwał tego rynek, a RPP lubi czynić to, co on sugeruje. I powiedziałem pół godziny temu, że nie spodziewam się aby ta redukcja była znacząca - i nie oczekuję tego również w najbliższych miesiącach - choć, jak wiemy, uzasadnienia do dalszego głębszego cięcia są oczywiste.
- Polskie Radio 1, 26 III Żadnych takich propozycji, które wymagałyby zmiany Konstytucji bynajmniej w tym programie [reformy finansów publicznych] nie ma. Te propozycje, które tam są, wymagają całego szeregu zmian ustawowych. My naliczyliśmy, że to wymaga wprowadzenia nowych bądź znowelizowania istniejących ustaw aż 117, więc jest to naprawdę niezwykle skomplikowane przedsięwzięcie także od tej strony, dlatego liczę na poparcie ponad podziałami partyjnymi, gdyż nie jest to program partyjny. [...] Wszystko, co proponujemy, jest zgodne z Konstytucją, honoruje prawa nabyte, zwłaszcza jeśli chodzi o ulgi i zwolnienia podatkowe, jest także - co ważne - zgodne z ustawodawstwem, które nas obowiązuje w kontekście Unii Europejskiej. [...] to, co my proponujemy w tej sprawie [wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej] jest rozsądne makroekonomicznie i ma głębokie uzasadnienie. [...] Zresztą praktyka wielu państw zna podobne posunięcia. Przypomnę chociażby to, że wtedy, kiedy powstawało euro i wprowadzano Niemcy w strefę euro, zamieniając marki na euro, była decyzja niemieckiego parlamentu Bundestagu o rewaluacji zapasów złota, [...] a więc doprowadzenia ich wartości niematerialnej do rzeczywistej rynkowej, a nie według tych cen, po których one wcześniej taniej były zakupywane, i zysk stąd wyliczony został przejęty do budżetu państwa po to, żeby sfinansować koszty wynikające z wprowadzania euro w miejsce marki i konsekwencje budżetowe tego. I takich przykładów jest bardzo wiele.
- Polskie Radio 1, 19 III Mogę przy tej okazji poinformować, że budżet jest realizowany sprawnie i po stronie dochodów, i po stronie wydatków. Także I kwartał jest dobrym zwiastunem na przyszłość. Być może, że już w marcu - choć nie mamy takiej statystyki miesięcznej - produkt krajowy brutto rośnie ponad 3% i jest realne wciąż zwiększenie naszego dochodu narodowego o 3,5% w tym roku. Sądzę, że już po marcu zacznie spadać bezrobocie w wyniku tego, że szybciej przybywa nam nowych, bardziej konkurencyjnych, lepiej płatnych miejsc pracy niż ubywa tych starych, niekonkurencyjnych w przemysłach.
- www.mf.gov.pl, 18 III Z punktu widzenia makroekonomicznego jest całkowicie zasadne wykorzystanie części rezerwy rewaluacyjnej - około 1/3 - na sfinansowanie części kosztów nadchodzącego członkostwa Polski w UE i/lub obsługi długu zagranicznego. Wówczas nie wzrośnie podaż pieniądza krajowego, a tym samym nie pojawi się z tego powodu żadna dodatkowa presja inflacyjna. Jeśli w tej sprawie nie byłoby porozumienia pomiędzy Rządem RP a jej bankiem centralnym, to brakujące środki trzeba będzie znaleźć gdzie indziej. I to z pewnością rozumieją wszyscy - także Prezes i Zarząd NBP oraz RPP. Brak możliwości sięgnięcia do tych zasobów państwowych wymusiłby drastycznie cięcie wydatków socjalnych i na rozwój infrastruktury lub poważnie obciążające społeczeństwo - zarówno ludność, jak i przedsiębiorców - podniesienie podatków. Nie należy tego czynić i - sądząc, że tak również uważa bank centralny - dalej staram się, aby w tej sprawie osiągnąć porozumienie. Restrukturyzacja finansowa uratowała, jak szacują niezależni eksperci, blisko 200 tys. miejsc pracy. Wobec tego teraz jest szansa na obniżenie bezrobocia i wzrost zatrudnienia. Jeśli wdrożony będzie PNFRP w takim kształcie, jak to proponuję, to bezrobocie będzie spadało w kolejnych latach przynajmniej o 1 pkt proc. rocznie i w roku 2006 oscylować może pomiędzy 12 a 13%. Jeśli zaś Program, który proponuję, nie miałby być podjęty i zrealizowany, przekroczy ono wówczas 20%.
- PAP, 17 III Być może lekka presja inflacyjna w skali jednego pkt proc. z tego tytułu [napływu środków z UE] mogłaby się pojawić. Możemy nad tym zapanować. [...] Nawrót silnej inflacji nam nie zagraża.
- Przegląd, 17 III Założmy, że mamy 8,7 mld zł z rezerwy rewaluacyjnej i kupujemy 2 mld euro. Starczy to na zapłacenie składki i poniesienie innych kosztów w pierwszym roku członkostwa w Unii Europejskiej. To nie zwiększa podaży pieniądza, tak samo, jak spłata długu zagranicznego. [...] Ale jeśli nie będzie środków z rezerwy rewaluacyjnej, to trzeba będzie zmniejszyć wydatki, żeby kupić 2 mld euro i wpłacić, albo podnieść podatki.
- ISB, 13 III Gdyby [Program Naprawy Finansów Rzeczpospolitej] miał być rozmontowywany czy opóźniany, Polska znajdzie się w rozległym kryzysie, nie tylko gospodarczym. [...] Gdyby przeszły wszystkie moje propozycje z wyjątkiem likwidacji powiatów, nie będzie to oznaczać klęski programu. Ale jeśli takich odrzuconych propozycji będzie więcej, jeśli okaże się, że to, co konieczne jest niemożliwe do przeprowadzenia, wtedy powiem - dziękuję.
- www.mf.gov.pl, 13 III Jeśli rząd przyjmie mój program, a zapewne tak zrobi, to będzie to dopiero początek prac nad naprawą finansów publicznych. Zmiany dotyczące będą ponad 117 ustaw. Niedługo potem nadejdzie też krytyczny moment - czas uchwalenia budżetu na 2004 rok - w pełnej świadomości potrzeb związanych z wejściem Polski do Unii Europejskiej. Jediną szansą na wsparcie w parlamencie jest PO, która powinna postrzegać tę sytuację jako moment historyczny. Jeśli postowie PO czują się odpowiedzialni za kraj, poprą moje propozycje. Byłoby czystą głupotą, gdyby nie wykorzystali tej szansy.
- Kurs [złotego] znacznie się osłabił, a to dobrze dla polskiej gospodarki, a teraz spokojnie czekam, co powie rynek. Deflacja nam nie zagraża, pomimo tak restrykcyjnej i niesprzyjającej rozwojowi polityki niezależnego NBP. Na koniec roku zaś stopa inflacji, licząc grudzień do grudnia, oscylować będzie między 1,7 a 2%. [Czy nie jest Pan zaniepokojony tempem spadku wartości złotego?] Nie. [Czy rząd mniejszościowy przetrwa całą kadencję?] Nie.
- Realizacja tego wielkiego programu [reformy finansów publicznych] wymaga stabilnej większości parlamentarnej. Trzeba zatem jej szukać. A z PSL albo i bez, ale wtedy trzeba znaleźć innego strategicznego partnera politycznego, któremu naprawdę zależy na korzystnej integracji z UE i przyjaznym dla przedsiębiorców oraz ludności systemie podatkowym. Niektórzy uważają, że takim partnerem może być PO. Też chciałbym w to wierzyć.
- PAP, Reuters, 12 III Obecnie są zróżnicowane stawki od dochodów kapitałowych, my proponujemy ujednolicenie tego podatku, bliżej 20 proc. niż 15 proc.
- Polskie Radio 1, 12 III W przypadku, kiedy inflacja w marcu wynosi 0,3 a w lutym 0,4 proc. należy odejść od indeksacji. Słyszałem tutaj przed wejściem do studia plotki, że podobno sam głoszę, że odchodzę z rządu, aby w ten sposób osłabić złotego. Gdyby to było tak proste, to może bym zechciał go trochę osłabić, dlatego że to jest czynnik umacniający polską gospodarkę.
- Nie ma wątpliwości, że będziemy musieli zwiększyć w jakimś rozsądnym stopniu dług publiczny. [Na co mają być przeznaczone środki z rezerwy rewaluacyjnej NBP?] Z punktu widzenia ostatecznego, finalnego efektu, to makroekonomicznie można powiedzieć, upraszczając, że na jedno by wyszło, dlatego że prezes





	<p>Narodowego Banku Polskiego i koleżanki i koledzy z Rady Polityki Pieniężnej mają rację, że gdyby te pieniądze były wykorzystane przez budżet państwa polskiego i poszły wzrost na nasz rynek, to zwiększyłyby to tzw. podaż pieniądza, co mogłoby wywołać pewną presję inflacyjną. Natomiast gdyby one były wykorzystane po to, żeby kupić od banku np. 2 miliardy euro [...] to wówczas rezerwy banku centralnego zmniejszyłyby się do 28 miliardów dolarów. My byśmy mieli na pokrycie znaczącej części składki, ale równie dobrze możemy obsłużyć część przypadającego na dany okres z tego tytułu długu zagranicznego, i to bezpośrednio. [...] Tak, tu nie ma decyzji [na co te środki pójdą].</p> <p>To jest tajemnicą tzw. publiczną, że w tej sprawie trwają konsultacje, trwają rozmowy. Tak, my spokojnie, rzeczowo rozmawiamy z prezesem niezależnego banku centralnego, panem prof. Balcerowiczem, z kolegami z Rady Polityki Pieniężnej, wiceministrowie z wiceprezesami, eksperci z ekspertami.</p>
PAP, Reuters, 11 III	<p>Misja Funduszu Walutowego poparła kierunek reform i uważa, że wzrost gospodarczy może przyspieszyć do 4 proc., a nawet więcej w przyszłym roku. Ja się z tym zgadzam, pod warunkiem ruszenia masy krytycznej jaką jest naprawa finansów.</p>
PAP, 7 III	<p>Jest szansa [na 3,5% wzrostu PKB w br.], ale pewności nie ma. [...] jest kilka warunków, których trzeba być świadomym. Musi ruszyć masa krytyczna programu naprawy finansów publicznych. [...] Jeśli ten program miałby się złamać, zanim zacznie być realizowany, to tej szansy nie będzie, będzie ona zniweczona, a co dużo gorsze, będzie zniweczona perspektywa zbliżenia się do 5% w przyszłym roku lub przekroczenia 5% w latach następnych. [...] Dużo łatwiej byłoby osiągnąć 3,5% wzrostu, gdyby niższe było oprocentowanie kredytów, ale wymaga to działań, których oczekujemy wciąż ze strony RPP i prezesa NBP. [...] Utrzymujemy dialog, jesteśmy w dobrych kontaktach i liczymy, że ta polityka pieniężna będzie podlegała dalszej racjonalizacji, co będzie ożywiało koniunkturę. Konieczność realizacji tego programu [reformy fiskalnej] jest dla mnie absolutnie poza dyskusją. [...] Nadchodzi czas ciężkiej próby nie tylko dla mnie, ale dla grupy reformatorsko myślących posłów z ugrupowań opozycyjnych, na których poparcie również liczę.</p>
Polskie Radio 1, 5 III	<p>Chciałbym, by większość ustaw [z programu naprawy finansów publicznych] była podejmowana w pracach parlamentarnych już teraz. Jest to kwestia tego półrocza, ale nie wszystkie rozstrzygnięcia zapadną w tym półroczu. [...] To będzie cały pakiet ustaw, oczywiście o trybie postępowania zadecyduje premier i rząd. Dobrze byłoby, aby była powołana specjalna komisja sejmowa, która będzie rozważała cały pakiet ustaw.</p> <p>Chciałbym przygotować budżet na bardzo trudny, pierwszy rok członkostwa już w oparciu o nowe regulacje. Dlatego ten cykl polityczny już biegnie i sądzę, że II kwartał i III kwartał są kluczowymi z punktu widzenia przetaczania się masy krytycznej, nie tylko w sensie politycznym, ale też legislacyjnym.</p>
Marek Pol, wicepremier, minister infrastruktury; PAP, 7 III	<p>Ewentualna likwidacja ulgi mieszkaniowej nie byłaby dobrym rozwiązaniem. Wydaje się, że narzędzie, które wprowadziliśmy niedawno, jest bardzo nowoczesne. Ono nie tylko skłania do tego, żeby budować mieszkania, a nie lokować na kontach, ale skłania też do tego, aby budować z kredytu.</p> <p>Ta propozycja [likwidacji ulg] nie jest propozycją sztywną, bo jeśli taka miałaby być, to w ogóle nie byłoby o czym dyskutować. Od początku obie partie, SLD i UP, mówiły, że należy skłaniać obywateli do angażowania pieniędzy w budowanie mieszkań.</p>
Jerzy Hausner minister gospodarki, pracy i pol.it.społecznej PAP, 27 III Reuters, 14 III	<p>We wtorek na rządzie przedstawię plan działania mojego resortu, który zakłada działania mające pobudzić ożywienie gospodarki, pobudzenie przedsiębiorczości oraz ograniczenie bezrobocia. Nie jest to alternatywa dla programu ministra finansów, ale jego podbudowa.</p> <p>RPP nigdy nie przyznała się do żadnego błędu i nigdy nie była skłonna do współpracy z rządem i nigdy takiej kooperacji nie podjęła. Dziś zbieramy tego owoce. Obecna Rada nie zmieni się, nie chciała i nie chce być partnerem rządu, nawet najbardziej wymagającym ale partnerem, a nie najwyższym i nieomylnym arbitrem. To, co się stało, to się odstanie. Zło się stało, zupa się wylała. Teraz nawet skokowe obniżenie stóp niewiele już pomoże. To, co rada mogłaby jeszcze zrobić to porozumieć się z rządem w sprawie sensownego i bezpiecznego dla gospodarki rozwiązania rezerw dewizowych. Taka propozycja jest przedkładana, ale nie spotyka się z pozytywnym odzewem. Trwanie w uporze szkodzi wszystkim także autorytetowi RPP i NBP.</p>
PAP, Reuters, ISB, 12 III	<p>Polska gospodarka jest w fazie stagnacji. Nie cofa się, ale też nie idzie do przodu. Jest jednak gotowa do wzrostu, ale potrzebuje impulsów. Przed rządem stoi dylemat, czy do strefy euro wchodzić tak szybko, jak to możliwe, przy zastrzeżeniu polityki fiskalnej, albo pobudzić popyt, łagodząc obciążenia fiskalne, pobudzając wzrost gospodarczy, kontrolując poziom długu do PKB, tak by nie przekroczył 55 proc. i wejść do strefy euro bez wyznaczania miar czasowych. Jak najszybsze wejście do strefy euro oznaczałoby, że euroizacja nie odzwierciedli stanu polskiej gospodarki.</p> <p>Duże pole do obniżek stóp już obecnie nie istnieje, sądzę, że nowa Rada nie będzie prowadziła znacznie różnej polityki. Nowe ciało powinno być odpowiedzialne, choć może nie tak restrykcyjne jak teraz. Kurs walutowy nie jest dla rządu problemem, jest przestrzeń do dyskusji z NBP o wykorzystaniu rezerwy rewaluacyjnej.</p> <p>Stopa bezrobocia w lutym wzrosła do 18,8 proc. i to będzie apogeum. Później będzie już powoli spadać. Realne jest osiągnięcie trzyprocentowego wzrostu PKB w 2003 roku.</p>
Adam Tański, minister rolnictwa; Radio Zet, 4 III	<p>Ten obecny system [KRUS] odgrywa ogromną rolę, bo w zasadzie oznacza ogromne wsparcie socjalne dla wsi. Ale przy rozwarstwianiu się sytuacji dochodowej... To znaczy niewielka część gospodarstw, kilkanaście procent, ma niezłą sytuację finansową i nie ma powodu do takich głębokich dotacji, do ubezpieczeń. Część natomiast, ta większa część, wymaga ciągłego wsparcia. Tak więc reforma powinna polegać na tym, że te gospodarstwa, które są w znacznie lepszej sytuacji dochodowej, powinny płacić składkę dużo wyższą - tak żeby przynajmniej w części doprowadzić do samofinansowania systemu ubezpieczeń w rolnictwie.</p> <p>Jestem natomiast przeciwnikiem doraźnych, wymuszonych interwencji, które dają fałszywe sygnały. Bo potem powstaje błędne koło interwencji: wymuszamy dopłaty, pobudzamy produkcję i w kolejnym roku mamy znowu problem z nadprodukcją. Tak więc musi to być system, który nie daje fałszywych sygnałów na rynek i mam nadzieję, [...] że w ramach tych środków, które mamy w agencji, taki czysty system rolnikom przedstawiemy. Bo rolnicy tęsknią do stabilizacji i jasności tego, co będzie w przyszłości.</p>
PAP, 3 III	<p>Dziś uznałem, że te wyzwania, które stoją przed rolnictwem, być może oczekują mojej osoby. Postaram się im sprostać. [...] Pierwsze zadanie jakie sobie stawiam, to uspokojenie nastrojów w rolnictwie, stabilizacja sytuacji i przygotowanie rolników do wejścia do UE. [...] W rolnictwie zawsze była trudna sytuacja, ale teraz jest ona szczególnie trudna.</p>
Danuta Huebner; minister ds. europejskich; PAP, 5 III	<p>Gdy w 2008 roku przystąpimy do euro, jak to, jak się wydaje, widzą NBP i MF, to przystąpienie może nastąpić na poziomie około 4 zł za euro i ten okres będzie się wiązał z utrzymywaniem się inflacji na niskim poziomie.</p> <p>Wydaje się, że największy problem Polska będzie miała ze spełnieniem kryterium deficytu budżetowego i dlatego spełnienie wszystkich kryteriów konwergencji nie będzie łatwe.</p> <p>[po wejściu do UE] Szybszy będzie wzrost importu, co będzie m.in. wynikiem realnej aprecjacji złotego. W latach 2005-07 nastąpi przyspieszenie wzrostu gospodarczego, które będzie związane ze wzrostem konsumpcji i inwestycji. [...] To może umożliwić boom gospodarczy, ale to będzie też okres wzrostu deficytu obrotów bieżących i pogorszenia salda bilansu handlowego. Lata 2008-10 pokażą wyczerpywanie się wzrostu opartego na popycie. [...] To będą trudne lata, lata spadku spożycia, PKB i inwestycji, a także osłabienia dynamiki eksportu. [...] To mogą być</p>



	<p>lata wyczerpywania się poparcia dla UE. [...] Polska gospodarka dopiero po roku 2011 może wejść na ścieżkę szybkiego wzrostu. [...] Tej dynamice wzrostu powinna towarzyszyć stabilizacja gospodarki, co może się wiązać m.in. z wejściem do ERM2. Jednak wypełnienie kryteriów konwergencji nie będzie łatwe.</p> <p>[jeśli Polska pozostanie poza UE] To oznaczałoby wygaśnięcie unijnych transferów, niższe zaufanie inwestorów, wolniejszy proces modernizacji polskiej gospodarki i byłby to okres osłabienia polskiej waluty. Złoty może osłabić się nawet o 15%. [...] Rok 2004 mógłby być rokiem utrzymującej się dewaluacji wobec euro, co z kolei trzymałoby inflację na znacznie wyższych poziomach niż to jest w scenariuszu członkostwa.</p> <p>Boję się referendum, gdyż nie mamy tradycji referendum w Polsce. Tak jak w 2002 roku bałam się jedynie referendum w Irlandii, tak w tym roku jedyną rzeczą, której się boję, jest referendum w Polsce. Przeraża mnie bowiem scenariusz destabilizacji, z którego będziemy się latami wygrzebywać.</p>
Halina Wasilewska-Trenkner, wiceminister finansów; www.mf.gov.pl, 24 III	<p>Podatek od zysków kapitałowych szacujemy na około 1,8 - 2,0 mld zł rocznie. Będzie większy przy szybszym tempie rozwoju gospodarczego.</p> <p>[Czy osiągniemy plan roczny wpływów z prywatyzacji?] Chyba niestety nie. Ale budżet będzie musiał zaciągnąć dodatkowe długi, tzn. sprzedać większą ilość skarbowych papierów wartościowych. Taka sytuacja istnieje już od 3 lat. Dochody z prywatyzacji pojawiają się zazwyczaj w ostatnim kwartale, natomiast przez cały rok finansujemy z budżetu wydatki, które zgodnie z ustawami powinny być finansowane wpływami z prywatyzacji.</p>
Ryszard Michalski wiceminister finansów www.mf.gov.pl, 27 III	<p>[Planujemy emisję obligacji zagranicznych] Nie tylko na rynek amerykański. W tym roku planujemy jeszcze emisję na rynku japońskim rzędu 20 bln jenów oraz na rynku europejskim rzędu 1 mld euro. Nie przewidujemy opóźnienia. Przewidujemy również nowe atrakcyjne instrumenty, które umożliwią nam sprostanie konkurencji ze strony obligacji bankowych ze strony funduszy inwestycyjnych. Nastąpi to w drugiej połowie bieżącego roku.</p> <p>Nie [planujemy skupu walut na obsługę długu zagranicznego przy obecnym kursie złotego], bo nie ma takiej potrzeby. Nie ukrywam, że przed wydaniem każdego grosza publicznego oglądamy go kilka razy z każdej strony. Do tej pory MF nie interweniowało, gdyż obecny kurs nie jest dla nas interesujący.</p> <p>Gwałtowna deprecjacja jednak niepokoi, gdyż jest to nietrwała tendencja.</p> <p>Chcielibyśmy, by uwolnienie rezerwy rewaluacyjnej nastąpiło bez skutków inflacyjnych, czyli bez zasilania obiegu pieniężnego kraju. Chcemy te środki przeznaczyć głównie na opłatę składki członkowskiej.</p> <p>Propozycja nasza jest taka, by być może bank centralny utworzył fundusz zasilający środki potrzebne na współfinansowanie projektów finansowanych ze środków unijnych.</p> <p>My twierdzimy, że szereg transakcji walutowych, które zostały między nami (NBP, a ministerstwem) dokonane nie znajdowało należytego odzwierciedlenia w stanie rezerwy dewaluacyjnej. Przy naszych zakupach środków dewizowych nie następowało rozwijanie tej rezerwy adekwatnie do tych transakcji. One nie były przekazywane na zysk zrealizowany i potem do budżetu państwa.</p>
PAP, 12 III TVN24, 11 III	<p>Inflacja [średnioroczna w 2003] będzie niższa od tej zapisanej w budżecie i wyniesie 1,5-1,7%.</p> <p>Polska planuje na czerwiec emisję obligacji o wartości około 250 mln USD z przeznaczeniem na rynek japoński.</p>
Andrzej Sopoćko wiceminister finansów Reuters, 10 III	<p>Nie jestem pewien, czy technicznie jest możliwe żeby to [sprzedaż PZU] miało miejsce w tym roku. Szanse są małe. Technicznie jest to trudne, ale teoretycznie wykonalne.</p>
Jan Czekaj, wiceminister finansów; PAP, 20 III	<p>Nie ma możliwości radykalnej obniżki podatków i stymulowania przez to wzrostu. Wydatki są mało wrażliwe na tempo wzrostu gospodarczego. To konieczność indeksacji powoduje, że wydatki nie dostosowują się tak łatwo do słabnącej strony dochodowej. [...] Główny ciężar reformy finansów publicznych zatem widzimy po stronie wydatkowej. Likwidacja mechanizmu indeksacji jest konieczna. Nie ma innej możliwości na obniżenie deficytu, jak przez ograniczenie sztywnych wydatków.</p>
Jacek Piechota, wiceminister gospodarki; PAP, 5 III	<p>Reforma finansów publicznych przedstawiona przez premiera Kołodkę też takiej determinacji, która by się polskim przedsiębiorcom, również inwestorom zagranicznym, marzyła na pewno nie pokazuje.</p> <p>Trudno nie zgodzić się z głosami wielu środowisk przedsiębiorców, iż ta reforma finansów publicznych nie jest dostatecznie daleko idącą reformą abyśmy mogli w tym zakładanym tempie, przecież bardzo ambitnym, osiągnąć oczekiwany wzrost gospodarczy. I tu zgadzam się z poglądami formowanymi przez organizacje przedsiębiorców, że to jest za mało. Reforma finansów publicznych w mojej ocenie, ocenie resortu na pewno nie daje gwarancji, które by się nam marzyły, mających przyspieszać wzrost gospodarczy i stąd na pewno budzi wiele znaków zapytania.</p>
Marek Wagner, szef kancelarii premiera; Radio Zet, 19 III	<p>Sądę, że dziś w wielu sprawach będzie można znaleźć kompromis. Na pewno jest kilka spraw, które - dla ministra finansów podejmującego się naprawy finansów publicznych państwa - muszą być rozstrzygnięte zgodnie z jego propozycjami. Premier Kołodko zdawał sobie sprawę, że nie wszystko może być zaakceptowane przez rząd.</p> <p>Uważam, że tym razem on nie ma takiego stanowiska, że wszystko albo nic, czyli jak nie wszystko, to nie ma mnie.</p>
Jarosław Kalinowski przewodniczący PSL PAP, 13 III	<p>Jeśli te ustawy [o uzupełnieniu dopłat budżetu, kształtowaniu ustroju rolnego i biopaliwach] nie zostaną uchwalone, w zbliżającym się referendum nie będziemy mogli powiedzieć tak dla Unii.</p>
Stanisław Żelichowski ex min. środowiska, PSL PAP, 30 III	<p>[Powrót PSL do koalicji jest możliwy], jeżeli partner koalicyjny zmieni sternika i jeżeli ten sternik będzie przez nas akceptowalny. Trudno, żebyśmy przyszli pod skrzydła pana premiera Millera i uznali, że nic się nie stało. Tym bardziej, że rząd ma potwornie niskie notowania - 13 proc. poparcia społecznego, więc byłoby bardzo ciężko wywindować te notowania na wyższy poziom.</p>
Marek Dyduch sekretarz generalny SLD PAP, 30 III	<p>Jakby nastąpiła zmiana sternika, to każda koalicja w tym parlamencie jest możliwa. Problem polega tylko na tym, że nie będzie zmiany sternika i my pod takim warunkiem na pewno nie będziemy się decydować na zmianę premiera. Bez względu na to, kto by rządził w SLD, na takie działanie nie pozwolimy. Dlatego PSL musi zrozumieć, że przyczyna nie leży w +sterniku+, tylko w ich zachowaniach i w ich podejściu do koalicji.</p>
Longin Pastusiak, marszałek Senatu; PAP, 3 III	<p>Senat w tych warunkach [gdą funkcjonuje rząd mniejszościowy] staje się gwarantem stabilności rządu mniejszościowego. W tej chwili 74 senatorów reprezentuje klub SLD-UP. Zawsze rząd mniejszościowy SLD znajdzie oparcie w Senacie. [...] Gdyby się tak zdarzyło, że w jakichś ustawach przejdzie zapis, który nie odpowiada interesom i polityce rządu, Senat zawsze może zgłosić poprawkę, a jej odrzucenie wymaga bezwzględnej większości głosów i to jest trudniejsze.</p>
Witold Orłowski, doradca ekonomiczny Prezydenta; Reuters, 25 III	<p>Część rezerwy rewaluacyjnej przeznaczonej na obronę kursu złotego mogłaby zostać uwolniona, bardzo ostrożnie i na podstawie porozumienia pomiędzy bankiem centralnym i ministerstwem finansów. Jest wiele sposobów na jej uwolnienie. Rząd mógłby, na przykład kupić jednego dnia dolary od banku centralnego i odsprzedać je następnego. Zgadzam się z argumentami NBP, że biorąc pod uwagę sytuację międzynarodową, rezerwy walutowe nie mogą zostać w żaden sposób uszczuplone.</p>



## Pod lupą: Negocjacje z UE

- **Parlament Europejski zatwierdził Traktat Akcesyjny**
- **...który ma zostać podpisany 16 kwietnia w Atenach**
- **Dopłaty bezpośrednie dla rolników mają kosztować budżet ok. 2 mld zł rocznie**

### Coraz bliżej Unii Europejskiej

9 kwietnia Parlament Europejski w Strasburgu zdecydowaną większością głosów pozytywnie zarekomendował Traktat Akcesyjny oraz poparł przyjęcie Polski i dziewięciu pozostałych krajów kandydujących do Unii Europejskiej z dniem 1 maja 2004 roku. Eurodeputowani musieli w osobnych głosowaniach zdecydować o przyjęciu do UE każdego z państw kandydujących i we wszystkich przypadkach wynik okazał się pomyślny. Za przyjęciem Polski głosowało 509 posłów, 25 było przeciw, a wstrzymało się 31. Mniej pozytywnych głosów od Polski dostały tylko Cypr i Czechy, a „najpopularniejsze” okazały się Łotwa, Słowenia i Węgry.

Traktat Akcesyjny – niezwykle obszerny dokument, określający dokładnie warunki, na których Polska i dziewięciu pozostałych kandydatów ma przystąpić do Unii 1 maja 2004 roku – musi zostać podpisany przez przedstawicieli 25 państw (wszystkich obecnych członków UE oraz wszystkich przystępujących kandydatów). Uroczystość, w trakcie której nastąpi podpisanie tego dokumentu, odbędzie się podczas specjalnego szczytu Unii Europejskiej 16 kwietnia w Atenach.

Polski rząd oficjalnie wyraził zgodę na podpisanie przez Polskę Traktatu Akcesyjnego tego samego dnia, kiedy Parlament Europejski pozytywnie rekomendował nasze członkostwo w UE. Decyzja ta nie była niespodzianką, ponieważ rząd zawsze traktował integrację z UE jako jeden ze swoich najważniejszych priorytetów. Do podpisania Traktatu upoważnieni zostali premier Leszek Miller i minister spraw zagranicznych Włodzimierz Cimoszewicz. Na uroczystości w Atenach obecny będzie również prezydent Aleksander Kwaśniewski.

### ... ale przed nami wciąż referendum akcesyjne

Oczywiście podpisanie Traktatu Akcesyjnego nie zakończy naszej drogi do UE, ponieważ czeka nas jeszcze najpoważniejsze wyzwanie – referendum akcesyjne. Następnego dnia po podpisaniu Traktatu odbędzie się specjalne posiedzenie Sejmu, na którym posłowie ostatecznie zadecydują o dacie i długości

trwania (jedno- lub dwudniowe) referendum. Równocześnie na dobre rozpocznie się rządowa kampania na rzecz poparcia akcesji do UE.

Jak dotąd poparcie dla integracji z UE utrzymuje się w Polsce na bezpiecznie wysokim poziomie. Według marcowego sondażu OBOP 66% badanych osób, zamierzających wziąć udział w referendum akcesyjnym, zadeklarowało chęć poparcia przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. 23% zamierzających głosować oddało głos przeciwko członkostwu. 11%, mimo że chce głosować, nie podjęło jeszcze decyzji. W pierwszej połowie marca zdecydowany zamiar wzięcia udziału w referendum akcesyjnym wyrażała prawie połowa – 49% – ankietowanych (2% więcej niż przed miesiącem). 30% uprawnionych do głosowania z wahaniem deklaruje uczestnictwo w referendum. Brak chęci głosowania w referendum europejskim wyraża 13% uczestników sondażu; 7% zdecydowanie odmawia udziału w referendum, a 6% umiarkowanie. Nie wie jeszcze, czy weźmie udział w referendum 8% badanych.

### Dopłaty dla rolników w 2004-2006 będą kosztowały polski budżet 6,6 mld zł

Według wiceministra finansów Ryszarda Michalskiego w latach 2004-2006 budżet państwa będzie musiał ponieść koszty w wysokości ok. 6,6 mld zł w związku z wypłatą dopłat bezpośrednich dla rolników. Michalski dodał jednocześnie, że wygospodarowanie środków m.in. na pomoc dla rolnictwa jest jednym z celów reformy finansów publicznych, nad którą pracuje obecnie ministerstwo finansów.

O poważnych kosztach związanych z wypłatą dopłat bezpośrednich pisaliśmy już w analizie kosztów wynikających z akcesji Polski do UE przedstawionej w MAKROskopie ze stycznia br. Kwota wymieniona przez wiceministra Michalskiego jednoznacznie sugeruje, że faktyczna wysokość dopłat bezpośrednich będzie wyraźnie niższa od wynegocjowanego przez Polskę maksymalnego poziomu (55%, 60% i 65% „pełnych dopłat” w trzech kolejnych latach 2004-06). Według naszych szacunków wypłacenie dopłat w maksymalnej skali musiałoby kosztować polski budżet prawie dwukrotnie więcej. Szczególnie wysokie wydatki z tego tytułu przypadną na rok 2004, ponieważ w tym roku polski budżet będzie musiał pokryć niemal całość wypłacanych kwot – środki na dopłaty bezpośrednie z UE zwracane będą z opóźnieniem. Szacujemy, że koszty przypadające na rok 2004 będą sięgały ok. 3 mld zł.



## Monitor rynku

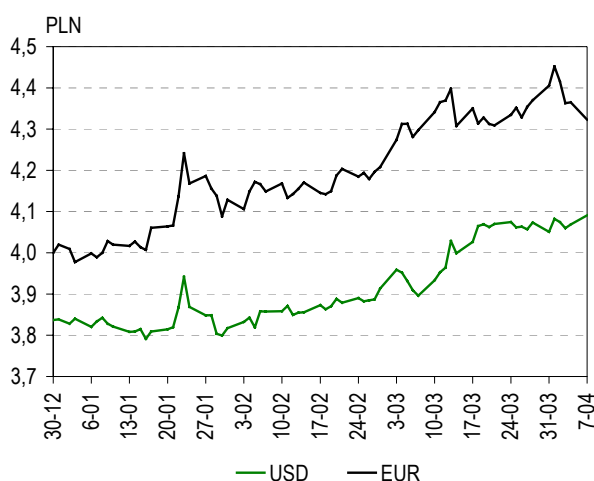
- Cztery fale wyprzedaży złotego w marcu
- Rynek obligacji odporniejszy na czynniki niepewności
- Rekordy podaży i popytu na przetargu obligacji 2L

### Na początku trzęsienie ziemi, potem napięcie rosło

Na rynku walutowym w Polsce po spokojnym lutym marzec rozpoczął się od panicznej wyprzedaży złotego po rozpadzie koalicji rządowej, a w ciągu miesiąca przez rynek przetoczyły się jeszcze trzy fale podaży polskiej waluty, głównie w wyniku utrzymującej się niepewności na scenie politycznej. Mimo że w międzyczasie następowały korekty i złoty wzmacniał się, to na koniec marca był on słabszy o ok. 4% wobec koszyka dolar-euro w porównaniu z końcem lutego. Również na rynku globalnym widoczna była duża zmienność. Kurs EURUSD odnotował znaczne wahania pod wpływem kolejnych informacji na temat konfliktu w Iraku zarówno przed wybuchem wojny, jak i w jej trakcie.

Według fixingów NBP w marcu dolar był notowany pomiędzy 3,8959 zł (7 III) a 4,0746 zł (24 III) i średnio na poziomie 4,0095 zł (wobec 3,8666 zł w lutym). Natomiast euro wyceniano od 4,2741 zł (3 III) do 4,4052 (31 III) oraz przeciętnie na poziomie 4,3342 zł (w lutym 4,1651 zł). Średnie kursy były wyższe od naszych prognoz w poprzednim MAKROskopie na poziomie odpowiednio 3,94 i 4,31.

### Złoty w ostatnich miesiącach



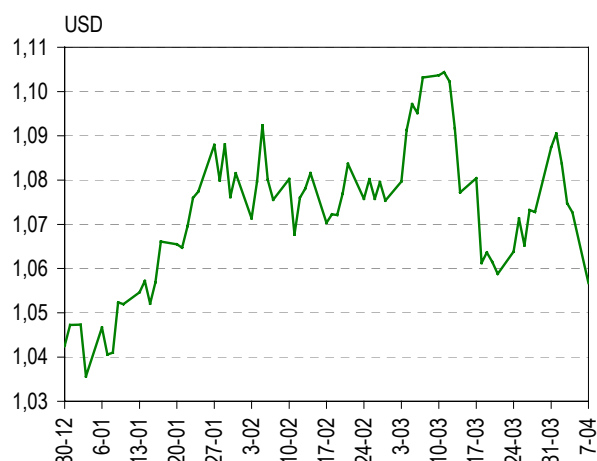
Źródło: NBP

Na początku marca nastąpiło już drugie w tym roku zamieszanie na rynku. W reakcji na rozpad koalicji rządowej w weekend, w poniedziałek 3 marca złoty otworzył się słabszy o 1,5% w porównaniu z piątkiem i wyprzedaż trwała do wtorku, gdy kurs euro przekroczył na krótko wymarzony przez G. Kołodkę poziom 4,35 zł.

W kolejnych dniach złoty przejściowo się wzmacnił, ale już w piątek znów zaczął tracić, wobec obaw przed coraz bliższą wojną w Iraku. Na początku tygodnia (10 III) dołączyła do nich niepewność płynąca z kraju po wypowiedzi premiera o możliwości likwidacji RPP oraz pojawieniu się plotek o zmianach w rządzie i kurs euro na kilka dni znalazł się powyżej „poziomu Kołodki”. 12 marca kurs złotego przekroczył 4,40 zł do euro i 4,00 zł do dolara, co było apogeum tej fali osłabienia.

Niewątpliwie w marcu rynek był bardzo podatny na złe informacje, a tych nie brakowało w sytuacji niepewności na scenie politycznej. W związku z tym, nastąpiła trzecia fala wyprzedaży złotego w poniedziałek 17 III, po publikacji wywiadu prasowego ministra Kołodki (patrz sekcja *Pod lupą*), który postawił pod znakiem zapytania jego przyszłość w rządzie. Tym razem złoty osłabił się na krótko, bowiem już dnia następnego straty zostały odrobione. Po wybuchu wojny, na rynku zapanował zastój, a złoty był notowany w bardzo wąskich przedziałach.

### Kurs euro do dolara



Źródło: NBP, BZ WBK

Ostatniego tygodnia miesiąca, przy mało aktywnym handlu złoty powoli osłabiał się, co było głównie wynikiem narastania zamieszania na scenie politycznej. Ostatniego dnia marca, czwarty raz w marcu i piąty w tym roku, pojawiła się fala wyprzedaży złotego – powodująca deprecjację o 1,7% w trzy godziny. Pewne uspokojenie nastrojów miało miejsce na początku kwietnia po wspólnej konferencji prasowej premiera i prezydenta, a w drugim tygodniu kwietnia złoty zaczął się na nowo umacniać, po wypowiedzi wiceministra finansów - szczegóły w sekcji *Pod lupą: Rząd i polityka*.

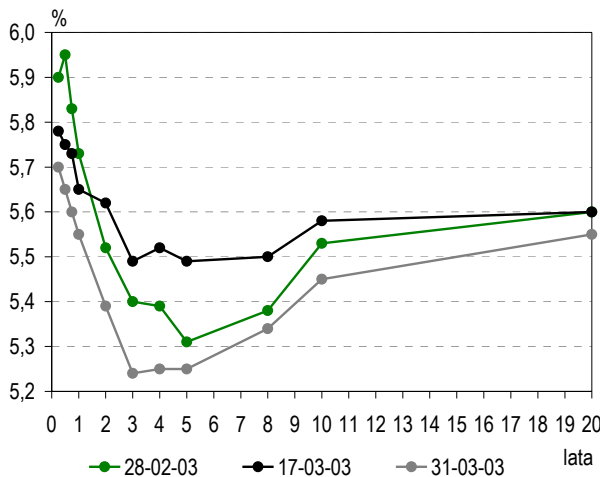
### Rekordowy przetarg obligacji skarbowych

Rynek obligacji skarbowych również był pod presją wydarzeń na scenie politycznej oraz sytuacji w Iraku,



jednak reakcje na nim były spokojniejsze i bardziej krótkotrwałe. Na rozpad koalicji rynek odpowiedział słabym otwarciem, ale potem wzmacniał się przez cały tydzień. Dopiero w drugim tygodniu marca, gdy niepewność nasiliła się, krzywa rentowności przesunęła się w górę przez kilka dni, a najwyższy poziom osiągnęła w poniedziałek 17 III po wywiadzie z ministrem finansów. W pozostałej części miesiąca obserwowany był silny trend spadku rentowności zakłócony na krótko przez zamieszanie na linii prezydent-premier. Rynek wzmacniał się po wybuchu wojny w Iraku oraz kolejnej obniżce stóp procentowych, bowiem uczestnicy rynku ocenili, że decyzja ta została odebrana jako sugestia kolejnych obniżek w przyszłości. Wypzedaż w ostatnim dniu miesiąca na rynku walutowym nie znalazła odzwierciedlenia na rynku obligacji.

**Krzywa rentowności**

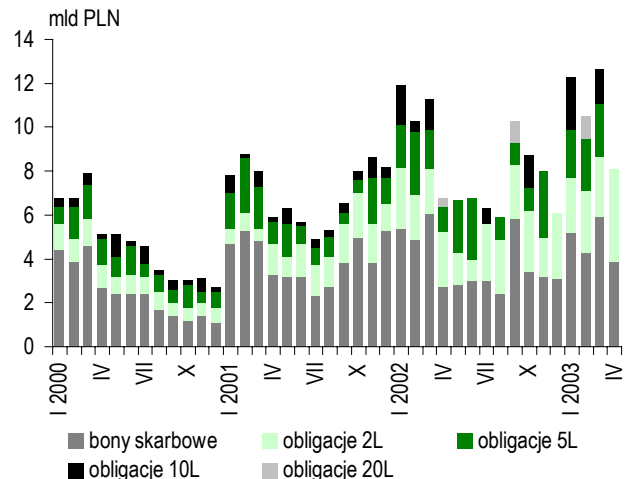


Źródło: BZ WBK

Na przetargu 12 marca resort finansów sprzedał wszystkie oferowane obligacje 10-letnie DS1013. Popyt był dwa razy wyższy od podaży, a średnia rentowność znalazła się poniżej oczekiwań i poziomu rynku wtórnego. Na kolejnej aukcji, 19 marca sprzedano papiery 5-letnie PS0608 o wartości tylko 2,24 mld zł z oferowanych 2,4 mld zł, choć popyt wyniósł aż 5,17 mld zł. Z drugiej strony, mniejsza sprzedaż pozwoliła na

spadek rentowności poniżej notowań na rynku wtórnym. W środę 2 kwietnia odbył się pierwszy przetarg benchmarku 2-letniego OK0405. Rekordowa podaż (3,5 mld zł) spotkała się z rekordowym popytem (15,1 mld zł), więc z łatwością sprzedano wszystkie oferowane papiery, a także obligacje wartości 700 mln zł na przetargu uzupełniającym. Średnia rentowność spadła do 5,201%, ponownie kształtując się poniżej oczekiwań oraz bieżących notowań rynkowych.

**Podaż papierów skarbowych**



Uwaga: IV 2003 bez obligacji 5-letnich  
Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Ministerstwo Finansów zapowiedziało, że na przetargu 16 kwietnia podaż obligacji 5-letnich PS0608 będzie się mieścić w przedziale 2,0-3,0 mld zł.

**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA (SPRZEDAŻ)			
	13-tyg.	26-tyg.	52-tyg.	Suma
03.03.2003	-	200 (200)	900 (900)	1 100 (1 100)
10.03.2003	-	200 (200)	900 (900)	1 100 (1 100)
17.03.2003	-	200 (200)	1 000 (1 000)	1 200 (1 200)
24.03.2003	-	200 (200)	1 100 (1 100)	1 300 (1 300)
31.03.2003	200 (200)	-	1 000 (1 000)	1 200 (1 200)
<b>Razem marzec</b>	<b>200 (200)</b>	<b>800 (800)</b>	<b>4 900 (4 900)</b>	<b>5 900 (5 900)</b>
07.03.2003	300	-	1 000	1 300
14.03.2003	300	-	1 000	1 300
17.03.2003	300	-	1 000	1 300
<b>Razem kwiecień</b>	<b>900</b>	<b>-</b>	<b>3 000</b>	<b>3 900</b>

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
luty	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	1 600	1 600	19.03	PS0608	2 400	2 236,8
kwiecień	02.04	OK0405	4 200	4 200	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

- Tym razem bez obniżek, ale jeszcze nadejda
- Ceny energii zwiększają inflację
- Coraz niższe prognozy wzrostu w strefie euro
- Zaufanie konsumentów w dół przed wojną w Iraku, zobaczymy jak będzie po wojnie

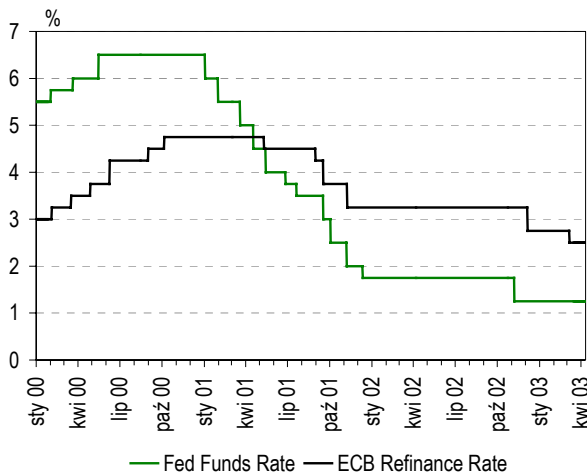
### Bez obniżek stóp procentowych

Na marcowym posiedzeniu Komitet Otwartego Rynku, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawił stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych bez zmian na poziomie 1,25%. W komunikacie z posiedzenia Fed podał, że nie jest w stanie określić czy w obecnej sytuacji dla gospodarki większym zagrożeniem jest inflacja, czy też spowolnienie wzrostu. Jednocześnie zapowiedziano baczne obserwowanie sytuacji gospodarczej, co może oznaczać, że Fed jest gotowy obniżyć stopy przed kolejnym posiedzeniem 6 maja jeżeli przedłużająca się wojna w Iraku negatywnie odbiłaby się na kondycji gospodarki. Ostatnie doniesienia z Iraku wydają się jednak wspierać scenariusz relatywnie szybkiego rozstrzygnięcia.

Nie było również niespodzianką, że Rada Europejskiego Banku Centralnego nie zmieniła stóp procentowych na kolejnym posiedzeniu. Po obniżce o 25 pb dokonanej 6 marca, główna stopa procentowa w strefie euro pozostaje na poziomie 2,5%. Jest to najniższy poziom od października 1999 r., jednak istnieje duże prawdopodobieństwo kolejnych redukcji.

Według EBC podaż pieniądza M3 wzrosła w lutym o 8,1% r/r, wobec zrewidowanych 7,2% w styczniu. Średnia trzymiesięczna za okres grudzień-luty wyniosła 7,4% (z 7,0% r/r po styczniu), co było znacznie wyższe od poziomu pożądanego przez EBC tj. 4,5% r/r.

### Stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Reuters

### Inflacja pod wpływem cen energii

W lutym inflacja w strefie euro była wyższa niż oczekiwano. Indeks cen HICP wzrósł o 0,3% m/m i 2,4% r/r wobec wstępnego szacunku 2,3% r/r i styczniowego poziomu 2,2% r/r. Tym samym inflacja już siódmy miesiąc z rzędu pozostała powyżej górnej granicy celu EBC, tj. 2%, osiągając w lutym najwyższy poziom od 11 miesięcy. Wśród najistotniejszych przyczyn wzrostu inflacji znalazły się ceny energii, które w lutym wzrosły o 1,8% m/m i 7,6% r/r. Niemniej jednak również inflacja bazowa wykazała wzrost, sięgając 2,1% w lutym wobec 2,0% w styczniu.

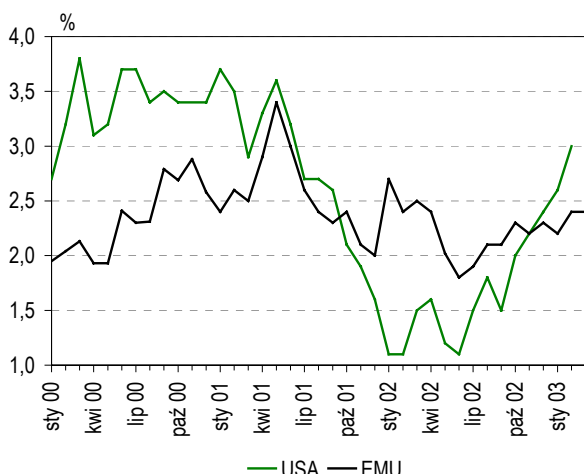
Według wstępnych szacunków, roczna stopa inflacji w strefie euro pozostała w marcu bez zmian, podczas gdy prognozy wskazywały na jej spadek do 2,3%. Inflacja w Niemczech wyniosła 0,1% m/m, co spowodowało spadek rocznej stopy inflacji do 1,2% z 1,3% w lutym. Natomiast wstępne szacunki wskazują, że w marcu ceny konsumenta we Włoszech wzrosły o 0,3% m/m, a roczna stopa inflacji przyspieszyła do 2,7% z 2,6% w styczniu. Dane te były zgodne z oczekiwaniami rynków.

Ceny producenta w strefie euro wzrosły w lutym o 0,4% m/m, co było wynikiem zgodnym z przewidywaniami analityków. Roczna dynamika cen wyniosła 2,7% i wynik ten był wyższy od prognoz na poziomie 2,4%, jednak ta rozbieżność wynikała z rewizji dynamiki za styczeń z 2,0% do 2,3%

Również ceny producenta w gospodarce amerykańskiej wzrosły w lutym o 1,0% m/m, czyli powyżej oczekiwań analityków na poziomie 0,7% m/m. Było to konsekwencją największego od października 1990 wzrostu cen energii - o 7,4% m/m. Z drugiej strony, tzw. inflacja bazowa, czyli PPI po wyłączeniu cen żywności i energii, spadła o 0,5% m/m. Oznacza to, że poza sektorem energetycznym nie ma oznak inflacji. Pełen obraz procesów inflacyjnych dały dane o cenach konsumenta. W lutym wzrosły one 0,6% m/m, nieznacznie szybciej od prognoz analityków na poziomie 0,5%, co przełożyło się na wyraźne przyspieszenie rocznej stopy inflacji do 3,0% z 2,6% odnotowanych w styczniu.

Fed będzie oczywiście ze szczególną uwagą śledził dane o PPI i CPI na swoich kolejnych posiedzeniach. Nie oczekuje się jednak aby miały one mieć znaczny wpływ na decyzję amerykańskiego banku centralnego, ponieważ już wcześniej informował on, że perspektywy inflacji nie są dla niego powodem do niepokoju.

**Inflacja konsumenta r/r**



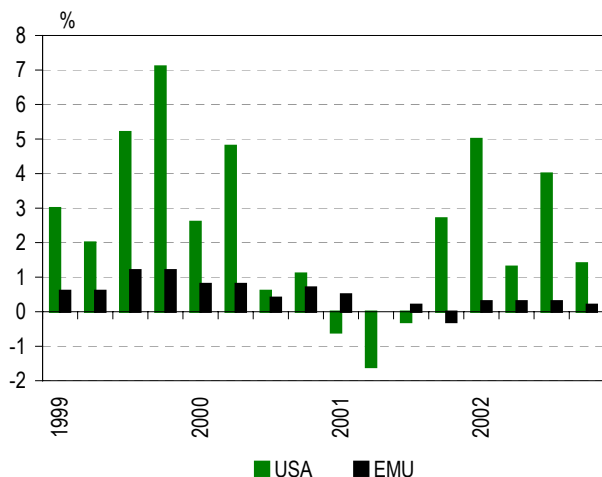
Źródło: Reuters

**Prognozy PKB w strefie euro wciąż w dół**

Zrewidowano w dół dane o wzroście gospodarczym w strefie euro w IV kwartale 2002 r. Według najnowszych danych, PKB strefy euro wzrósł w tym okresie o 0,1% kw/kw oraz 1,3% r/r, wobec odpowiednio 0,2% i 1,3% podanych w pierwszej publikacji. Nowe prognozy Komisji Europejskiej wskazują na niższe prognozy wzrostu na pierwszą połowę br. Obecnie Komisja spodziewa się dynamiki PKB w I kw. na poziomie -0,2-0,2% kw/kw oraz 0,1-0,4% w II kw., podczas gdy miesiąc temu prognozy były wyższe o 0,1 pkt proc.

Według ostatecznych danych amerykańskiego Departamentu Handlu nt. wzrostu PKB w USA w IV kwartale ub.r. wyniósł on 1,4% wobec 4% zanotowanych w III kwartale. Dokonano niewielkich, równoważących się rewizji dynamiki poszczególnych komponentów PKB. W całym ub.r. gospodarka amerykańska wzrastała w tempie 2,4%. Zgodnie z oczekiwaniami ostateczne dane nie uległy zmianie w porównaniu ze wstępną publikacją sprzed miesiąca.

**Dynamika PKB kw/kw**



Źródło: Reuters

**Stopy bezrobocia w miarę stabilne**

Stopa bezrobocia w strefie euro (wyrównana sezonowo) wzrosła w lutym do 8,7%, czyli najwyższego poziomu od trzech lat, z 8,6% w styczniu. Analitycy oczekiwali, że pozostanie ona bez zmian. Najwyższe bezrobocie odnotowano w Hiszpanii (11,9%) i Francji (9,1%), a najniższe w Luksemburgu (2,8%). Stopa bezrobocia w Niemczech (niewyrównana sezonowo) spadła w marcu do 11,1% z 11,3% przed miesiącem. Jednakże dane skorygowane sezonowo wskazują na wzrost liczby osób bezrobotnych o 52 tys. do 4,414 mln.

Stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych wyniosła w marcu 5,8%, bez zmian wobec lutego. Natomiast negatywne były dane o zmianie liczby miejsc pracy w gospodarce amerykańskiej, która spadła w marcu o 108 tys., podczas gdy prognozowany był spadek o 29 tys., jednak z drugiej strony wynik ten był lepszy niż spadek o 357 tys. odnotowany w lutym.

**Wskaźniki aktywności pod wpływem wojny**

W marcu indeks aktywności gospodarczej w przemyśle strefy euro – Reuters PMI spadł do 48,4 pkt z 50,1 pkt w lutym, podczas gdy oczekiwania wskazywały na mniej głęboki spadek do 49,5 pkt. Po zaledwie jednomiesięcznej przerwie indeks powrócił poniżej poziomu 50 pkt, oddzielającego fazę rozwoju od recesji, co oznacza, że aktywność znowu spadała. Podobnie, analogiczny indeks dla Stanów Zjednoczonych – ISM odnotował w marcu spadek do 46,2 pkt z 50,5 pkt w lutym. Wynik ten był gorszy niż przewidywane 48,6 pkt. Aktywność gospodarcza w przemyśle USA spadła pierwszy raz od października.

Amerykański Departament Handlu podał również, że sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych spadła w lutym o 1,6% m/m, co było najgłębszym spadkiem od listopada 2001 r. i został on zanotowany w większości działów gospodarki. Dane te potwierdzają, że obawy związane z wojną ograniczają skłonność do konsumpcji w największej gospodarce świata. Tym bardziej, że w marcu nadal pogarszały się nastroje Amerykanów w obawie przed zbliżającą się wojną. Wskaźnik zaufania konsumentów amerykańskich do gospodarki odnotował spadek do 62,5 pkt po dramatycznym spadku do 64,8 pkt w lutym. Badanie to zostało przeprowadzone przed rozpoczęciem wojny, a na nastroje wpływ miały również wysokie ceny ropy i stagnacja na rynku pracy. Jednak dopiero kwietniowy wskaźnik zaufania lepiej odzwierciedli wpływ wojny w Iraku na konsumentów. Pozostaje mieć nadzieję, że szybkie zakończenie wojny poprawi nastroje.



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>31 marca</b> POL: Bilans płatniczy (II) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja wstępna (III) EMU: Inflacja wstępna (III) EMU: Nastroje w biznesie (III) EMU: Koniunktura (III)	<b>1 kwietnia</b> EMU: Bezrobocie (II) EMU: PMI (III) USA: ISM (III)	<b>2</b> POL: Przetarg obligacji 0K0405 EMU: Sprzedaż detaliczna (I) USA: Zamówienia w przemyśle (II)	<b>3</b> GER: Bezrobocie (III) EMU: Posiedzenie ECB	<b>4</b> EMU: Ceny producenta (II) USA: Bezrobocie (III)
<b>7</b> POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Ceny żywności (II poł. III)	<b>8</b> GER: Produkcja przemysłu (II)	<b>9</b> GER: Inflacja finalna (III)	<b>10</b> EMU: PKB (IV kw.) USA: Handel zagraniczny (II)	<b>11</b> FRA: Inflacja wstępna (III) USA: Sprzedaż detaliczna (III) USA: Ceny producenta (III)
<b>14</b> POL: Inflacja (III) POL: Podaż pieniądza (III) POL: Płace i zatrudnienie (III) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja finalna (III) ITA: Produkcja przemysłu (II)	<b>15</b> FRA: Produkcja przemysłu (II) USA: Produkcja przemysłu (III)	<b>16</b> POL: Przetarg obligacji PS0608 EMU: Inflacja finalna (III) EMU: Produkcja przemysłu (II) USA: Inflacja (III)	<b>17</b> POL: Produkcja przemysłu (III) POL: Ceny producenta (III) POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>18</b>
<b>21</b> <b>Poniedziałek Wielkanocny</b>	<b>22</b> POL: Sprzedaż detaliczna (III)	<b>23</b> POL: Posiedzenie RPP POL: Inflacja bazowa (III) POL: Koniunktura (IV) FRA: Inflacja finalna (III) EMU: Handel zagraniczny (II)	<b>24</b> POL: Posiedzenie RPP	<b>25</b> POL: Ceny żywności (I poł. IV) EMU: Sprzedaż detaliczna (II)
<b>28</b> GER: IFO (IV) EMU: Podaż pieniądza (III)	<b>29</b> FRA: PKB (IV kw.) EMU: Bilans płatniczy (II)	<b>30</b> POL: Bilans płatniczy (III) ITA: Inflacja wstępna (IV) EMU: Inflacja wstępna (IV) EMU: Nastroje w biznesie (IV) EMU: Koniunktura (IV)	<b>1 maja</b> <b>Święto Pracy</b> USA: ISM (IV)	<b>2</b> EMU: PMI (IV) EMU: Ceny producenta (III) USA: Bezrobocie (IV)
<b>5</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>6</b> EMU: Bezrobocie (III) USA: Posiedzenie Fed	<b>7</b> POL: Przetarg obligacji 0K0405 POL: Ceny żywności (II poł. IV) GER: Bezrobocie (IV)	<b>8</b> EMU: Posiedzenie ECB EMU: PKB (IV kw.)	<b>9</b> GER: Produkcja przemysłu (II)

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	23-24	27-28 <sup>a</sup>	24-25 <sup>a</sup>	29-30 <sup>a</sup>	26-27 <sup>a</sup>	23-24 <sup>a</sup>	28-29 <sup>a</sup>	25-26 <sup>a</sup>	16-17 <sup>a</sup>
Inflacja	15	17 <sup>b</sup>	14 <sup>c</sup>	14	14	16	14	14	15	14	14	15
Inflacja bazowa	24	-	24 <sup>c</sup>	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	31	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	7	6	7	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	21	21	23	22	24	22	22	22	22	21	22
Ceny żywności, 1-15	-	7 <sup>d</sup> i 27 <sup>e</sup>	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

<sup>a</sup> według wstępnego harmonogramu,

<sup>b</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>c</sup> dane za styczeń i luty, <sup>d</sup> za styczeń, <sup>e</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP





## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		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	kwi 03
PKB	% r/r	0,4	x	x	0,8	x	x	1,6	x	x	2,1	x	x	2,5	x
Produkcja przemysłowa	% r/r	-3,1	0,3	-4,2	2,1	5,7	-1,1	6,6	3,2	3,1	5,2	3,5	4,1	3,8	4,5
Sprzedaż detaliczna ***	% r/r	9,9	3,1	1,8	2,5	8,6	5,1	4,7	5,1	5,9	4,9	4,1	4,7	3,8	9,0
Stopa bezrobocia	%	18,2	17,9	17,3	17,4	17,5	17,5	17,6	17,5	17,8	18,1	18,7	18,8	18,6	18,2
Place brutto ** ***	% r/r	4,8	2,3	4,2	3,9	4,1	2,8	3,8	0,5	1,8	2,4	2,7	2,1	1,9	3,5
Eksport (wg NBP)	mln USD	2 793	3 038	2 833	2 797	3 177	2 727	2 912	3 182	3 004	3 223	2 769	2 637	3 059	3 242
Import (wg NBP)	mln USD	3 594	3 879	3 722	3 508	3 791	3 642	3 826	4 241	4 090	4 166	3 891	3 217	3 700	3 848
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-801	-841	-889	-711	-614	-915	-914	-1 059	-1 086	-943	-1 122	-580	-641	-605
Rachunek bieżący	mln USD	-743	-716	-613	-451	-119	-284	-529	-580	-753	-484	-704	-517	-491	-415
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-16,4	-20,0	-23,0	-25,0	-25,7	-27,3	-29,8	-34,0	-37,1	-39,4	-4,1	-11,7	-16,3	-20,5
Inflacja (CPI)	% r/r	3,3	3,0	1,9	1,6	1,3	1,2	1,3	1,1	0,9	0,8	0,5	0,5	0,4	0,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,3	0,4	0,5	1,2	1,7	1,3	1,1	1,7	1,7	2,2	2,5	2,8	2,8	2,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	3,2	2,4	3,2	2,5	1,3	-0,2	-1,5	-2,5	-1,0	-2,1	-1,4	-1,2	1,0	1,7
Zobowiązania	% r/r	1,7	0,6	1,3	0,5	-0,8	-2,5	-3,5	-4,6	-3,2	-4,3	-4,1	-3,8	-0,7	0,5
Należności	% r/r	7,1	6,6	7,9	9,4	7,5	5,9	4,9	4,4	4,6	5,3	5,5	5,7	7,4	8,0
USD/PLN	PLN	4,14	4,06	4,05	4,03	4,12	4,18	4,15	4,12	3,95	3,91	3,84	3,87	4,01	4,03
EUR/PLN	PLN	3,63	3,59	3,71	3,85	4,09	4,08	4,07	4,04	3,96	3,99	4,08	4,17	4,33	4,35
Stopa interwencyjna*	%	10,00	9,50	9,00	8,50	8,50	8,00	7,50	7,00	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75
WIBOR 3M	%	10,32	10,20	9,89	9,30	8,89	8,55	8,07	7,45	6,81	6,82	6,56	6,37	6,17	5,95
Stopa lombardowa*	%	13,50	12,50	12,00	11,50	11,50	10,50	10,00	9,00	8,75	8,75	8,50	8,00	7,75	7,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	9,62	9,56	9,22	8,54	8,35	7,86	7,25	6,77	5,88	5,78	5,74	5,83	5,67	5,50
Rentowność obligacji 2L	%	9,32	9,22	9,03	8,27	8,12	7,60	7,16	6,62	5,78	5,75	5,55	5,66	5,52	5,22
Rentowność obligacji 5L	%	9,11	9,02	8,90	8,17	8,11	7,62	7,07	6,57	5,91	5,67	5,57	5,58	5,36	5,22
Rentowność obligacji 10L	%	8,25	8,19	8,02	7,55	7,63	7,29	6,79	6,22	5,89	5,69	5,62	5,67	5,52	5,45

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

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


**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		2000	2001	2002	2003	1Q02	2Q02	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03
PKB	mld PLN	712,3	749,3	769,4	801,6	177,9	188,8	190,5	212,2	183,2	195,0	199,1	224,3
PKB	% r/r	4,0	1,0	1,3	3,0	0,4	0,8	1,6	2,1	2,5	2,7	2,9	3,6
Spożycie ogółem	% r/r	2,4	1,8	2,8	2,4	2,8	2,6	2,8	3,2	2,6	2,3	2,4	2,2
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	2,6	2,1	3,3	2,7	3,5	2,9	3,1	3,5	2,9	2,6	2,6	2,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	2,7	-10,2	-7,2	4,4	-13,2	-8,4	-6,3	-4,1	-3,5	3,5	6,0	7,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,7	0,6	1,5	4,9	-1,6	-0,4	3,3	4,6	3,8	4,6	5,2	6,1
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,0	0,2	3,3	3,2	5,8	0,7	3,9	2,6	4,0	3,0	3,0	2,6
Stopa bezrobocia*	%	15,1	17,5	18,1	18,2	18,2	17,4	17,6	18,1	18,6	17,8	17,8	18,2
Place realne brutto	% r/r	1,3	1,6	1,5	2,0	1,9	1,4	2,3	0,3	1,8	2,4	2,1	1,5
Eksport (wg NBP)	mld USD	28 255	33 823	34 746	35 147	7 853	8 668	8 816	9 409	8 465	8 224	8 829	9 629
Import (wg NBP)	mld USD	41 423	46 848	45 712	46 004	10 847	11 109	11 259	12 497	10 808	11 028	11 297	12 871
Bilans handlowy (wg NBP)	mld USD	-13 168	-13 025	-10 966	-10 857	-2 994	-2 441	-2 443	-3 088	-2 343	-2 804	-2 468	-3 242
Rachunek bieżący	mld USD	-9 952	-7 992	-7 614	-7 798	-3 085	-1 780	-932	-1 817	-1 712	-2 103	-1 358	-2 626
Rachunek bieżący	% PKB	-5,6	-3,9	-3,8	-4,0	-4,2	-3,8	-3,8	-3,8	-3,2	-3,5	-3,6	-4,0
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-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	-2,2	-4,3	-5,1	-4,8	-9,2	-13,2	-2,5	-4,5	-5,1	-5,0	-5,0	-4,8
Inflacja	% r/r	10,1	5,5	1,9	1,2	3,4	2,1	1,3	0,9	0,5	0,6	1,6	2,0
Inflacja*	% r/r	8,5	3,6	0,8	2,2	3,3	1,6	1,3	0,8	0,4	1,1	1,7	2,2
Ceny produkcji	% r/r	7,8	1,6	1,0	2,2	0,2	0,7	1,4	1,9	2,7	2,6	1,6	2,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	15,2	12,1	1,7	2,8	5,9	2,7	-0,1	-1,9	-0,5	1,9	3,6	6,1
Zobowiązania	% r/r	17,2	13,5	-0,2	1,9	4,8	0,8	-2,3	-4,1	-2,9	0,8	3,2	6,5
Należności	% r/r	24,7	11,3	6,8	8,3	8,3	8,0	6,1	4,8	6,2	7,5	7,7	11,7
USD/PLN	PLN	4,35	4,09	4,08	3,90	4,13	4,04	4,15	3,99	3,90	4,00	3,83	3,85
EUR/PLN	PLN	4,01	3,67	3,85	4,12	3,62	3,72	4,08	4,00	4,19	4,28	4,03	3,98
Stopa interwencyjna*	%	19,00	11,50	6,75	5,00	10,00	8,50	7,50	6,75	6,00	5,50	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	18,78	16,10	9,09	5,62	11,02	9,80	8,50	7,03	6,37	5,72	5,32	5,10
Stopa lombardowa*	%	23,00	15,50	8,75	6,50	13,50	11,50	10,00	8,75	7,75	7,25	6,50	6,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	17,77	14,77	8,18	5,29	9,64	9,11	7,82	6,14	5,75	5,43	5,10	4,90
Rentowność obligacji 2L	%	17,37	13,97	7,94	5,20	9,27	8,84	7,63	6,05	5,58	5,21	5,10	4,90
Rentowność obligacji 5L	%	14,00	12,59	7,86	5,23	9,09	8,69	7,60	6,05	5,50	5,21	5,20	5,00
Rentowność obligacji 10L	%	11,79	10,74	7,34	5,42	8,28	7,92	7,24	5,93	5,60	5,42	5,35	5,30

*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 11.04.2003 r. zostało przygotowane przez:

### ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto: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](mailto: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.