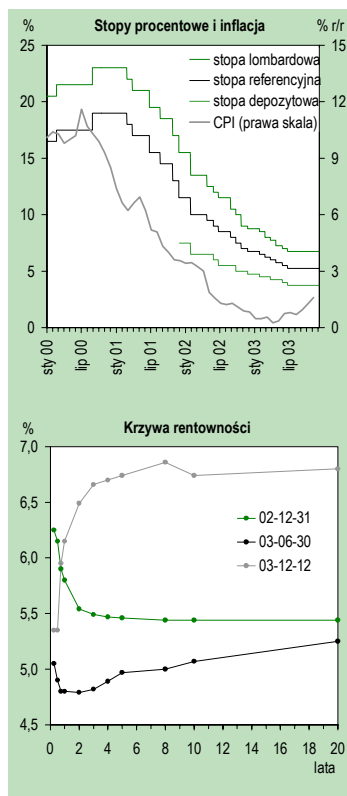




MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Grudzień 2003



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Ludzie o gołębich sercach	
Gospodarka Polski	8
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	14
Monitor rynku	17
Przegląd międzynarodowy	19
Kalendarz makroekonomiczny	21
Dane i prognozy ekonomiczne	22

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

Ptaki ciernistych krzewów

■ **Dobiega końca kadencja członków Rady Polityki Pieniężnej** i nieuchronnie zbliża się moment, kiedy stery polityki monetarnej przejmie nowa ekipa, wyłoniona przez parlament i prezydenta. Będzie to bez wątpienia wydarzenie o dużym znaczeniu dla polskiej polityki gospodarczej i rynku finansowego, o czym pisaliśmy już wiele miesięcy temu, przewidując tendencje gospodarcze na ten rok. Dlatego w tym numerze Makroskopu podejmujemy próbę przybliżenia tego, jak prawdopodobnie wyglądać będzie po zmianach organ decydujący o poziomie stóp procentowych w Polsce i w jakim kierunku może podążać prowadzona przez nową RPP polityka monetarna. Nie ulega wątpliwości, że układ sił, który utworzy się po mianowaniu nowych członków RPP będzie bardziej niż obecnie sprzyjał obniżkom poziomu stóp procentowych, a obawy o możliwość podwyżek stóp w najbliższym roku wydają w związku z powyższym mało uzasadnione. Warto wziąć to pod uwagę, szczególnie, że rynek finansowy wycenia obecnie podwyżki stóp NBP w nadchodzących miesiącach.

■ **Ożywienia gospodarcze w Polsce trwa.** Bardzo pozytywne jest, że przyspieszeniu wzrostu gospodarczego nie towarzyszy pogorszenie w zakresie równowagi zewnętrznej. Wręcz przeciwnie, w listopadzie po raz drugi z rzędu zanotowaliśmy nadwyżkę obrotów bieżących. Stało się tak dzięki coraz lepszym wynikom polskiego eksportu przy mizernej dynamice importu oraz dzięki utrzymaniu się wysokiej nadwyżki obrotów niesklasyfikowanych. Wydaje się, że wzrostowi łącznego popytu w gospodarce nie towarzyszy na razie również intensyfikacja presji inflacyjnej. Co prawda wskaźnik CPI stopniowo wzrasta, ale dane pokazują, że dzieje się tak głównie za sprawą cen żywności. RPP zwracała ostatnio uwagę na ryzyko dla inflacji ze strony czynników podaźowych (oprócz odbicia cen żywności także na wysokie cen ropy), ale polityka pieniężna nie musi reagować na przejściowe, odwracalne szkoki o takim charakterze. Podkreślał to m.in. prawdopodobny kandydat Prezydenta na członka RPP Andrzej Wojtyła.

■ **Koniec listopada i początek grudnia przyniosły huśtawkę nastrojów na polskim rynku finansowym.** Najpierw inwestorów zaskoczyła podwyżka stóp procentowych o 300 pb dokonana przez węgierski bank centralny. Doprowadziło to do gwałtownej przeceny złotego i osiągnięcia lokalnego minimum przez ceny papierów dłużnych. Osłabienie na krajowym rynku okazało się jednak bardzo krótkotrwałe, ponieważ inwestorzy szybko zdali sobie sprawę z różnic w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej w Polsce i na Węgrzech. Kolejny nerwowy ruch Narodowego Banku Węgier jest potwierdzeniem, że przy realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego nie jest wskazane nawet częściowe usztywnienie kursu krajowej waluty. Wydarzenia na Węgrzech mogą być też przedsmakiem problemów czekających kraje aspirujące do członkostwa w strefie euro w ramach systemu ERM2.

Na rynku finansowym 28 listopada 2003 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	5,83	USDPLN	3,9350
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	6,15	EURPLN	4,7127
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	7,72	EURUSD	1,1976

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.12.2003 r.



Temat miesiąca

Ludzie o gołębich sercach

Nadchodzi zmiana warty

Dobiega końca kadencja członków Rady Polityki Pieniężnej i nieuchronnie zbliża się moment, kiedy stery polityki monetarnej przejmie nowa ekipa, wyłoniona przez parlament i prezydenta. Będzie to bez wątpienia wydarzenie o dużym znaczeniu dla polskiej polityki gospodarczej i rynku finansowego, o czym pisaliśmy już wiele miesięcy temu, przewidując tendencje gospodarcze na ten rok. O ile dla znacznej części polityków jest to moment wyczekiwany długo, niecierpliwie i z nadzieją – obecni członkowie RPP postrzegani są bowiem przez przedstawicieli ekipy rządzącej oraz większości opozycji jako główni hamulcowi rozwoju gospodarczego kraju – to dla ekonomistów i uczestników rynku finansowego nadchodząca zmiana wiąże się ze sporą niepewnością i obawą. Co ciekawe, ich niepokój jest w zasadzie pochodną entuzjazmu polityków. Wynika to stąd, że pojawiające się deklaracje przedstawicieli dominujących w parlamencie sił politycznych, iż nowo powołany skład RPP zagwarantuje zasadniczą zmianę charakteru i kierunku prowadzonej polityki pieniężnej, budzą obawy o spójność i wiarygodność polityki banku centralnego w najbliższych latach, prowokując do zastanowienia się czy przyszłe decyzje w zakresie stóp procentowych i kursu walutowego nie będą zagrażały stabilności polskiego rynku finansowego.

W związku z powyższym, oraz ponieważ w ostatnim czasie pojawiło się już sporo informacji dotyczących prawdopodobnego kształtu i charakteru nowej Rady Polityki Pieniężnej, w tym numerze Makroskopu przedstawiamy szerszą analizę poświęconą temu, jak prawdopodobnie wyglądać będzie po zmianach organ decydujący o poziomie stóp procentowych w Polsce i w jakim kierunku może podążać prowadzona przez nową RPP polityka monetarna.

Kto kiedy odchodzi

Przypomnijmy, że w skład dziesięcioosobowej Rady Polityki Pieniężnej wchodzi prezes NBP oraz dziewięciu członków, powoływanych w równej części przez trzy organy: Sejm, Senat i Prezydenta RP. Obecni członkowie zostali zaprzysiężeni na początku 1998 roku w okresie między 8 stycznia (pierwsze nominacje Sejmu), a 17 lutego (kandydaci prezydencycy), a pierwsze posiedzenie RPP (na którym zresztą Rada

podjęła pierwsze decyzje odnośnie polityki pieniężnej, zmieniając zasady operacji otwartego rynku) odbyło się już kilka dni później – 25 lutego 1998 r.

Zgodnie z polskim prawem organy powołujące członków RPP muszą dokonać wyboru ich następców najpóźniej do dnia wygaśnięcia mandatu poprzedników, a dodatkowo wewnętrzne przepisy parlamentu wymagają, aby kandydaci z Sejmu i Senatu zostali zgłoszeni oficjalnie przynajmniej na 30 dni przed upływem poprzedniej kadencji (aby wszyscy członkowie parlamentu zdążyli zapoznać się ze zgłoszonymi propozycjami). Oznacza to, że dwie pierwsze kandydatury z ramienia Sejmu musiały zostać podane najpóźniej do 9 grudnia, a wkrótce zostaną też wysunięte propozycje na pozostałe miejsca w Radzie. Kalendarz wygasania kadencji obecnych członków RPP przedstawia tabela poniżej.

Kiedy upływa kadencja członków RPP

Członek	Powołany przez	Kończy kadencję
Jan Czekaj	Sejm	7 stycznia 2004
Jerzy Pruski	Sejm	7 stycznia 2004
Bogusław Grabowski	Senat	21 stycznia 2004
Cezary Józefiak	Senat	21 stycznia 2004
Paweł Łączkowski	Senat	21 stycznia 2004
Marek Dąbrowski	Sejm	5 lutego 2004
Dariusz Rosati	Prezydent	16 lutego 2004
Grzegorz Wójtowicz	Prezydent	16 lutego 2004
Wiesława Ziółkowska	Prezydent	16 lutego 2004
Leszek Balcerowicz		9 stycznia 2007

Źródło: NBP

Obowiązek wcześniejszego ujawnienia kandydatów nie dotyczy oczywiście Prezydenta RP, który osobiście dokonuje wyboru, więc w praktyce może podać nazwiska swoich wybrańców do publicznej wiadomości nawet na dzień przed ich oficjalnym zaprzysiężeniem.

Lista kandydatów do RPP niemal kompletna

W związku z koniecznością wystawienia kandydatów do RPP przez parlament, w ostatnim okresie pojawiło się szereg informacji na temat rozważanych przez polityków opcji. Chociaż znaczną część nadal stanowią wśród nich informacje nieoficjalne, wydaje się, że można już na podstawie obecnego stanu wiedzy z dużym prawdopodobieństwem określić kształt przyszłej RPP.

W chwili obecnej najwięcej możemy powiedzieć o tej części nowego składu RPP, która będzie powołana przez Sejm. Przy okazji nominowania kandydatów na kreatorów polityki pieniężnej, w izbie niższej parlamentu zawiązało się porozumienie pomiędzy trzema ugrupowaniami tworzącymi wcześniej koalicję



rzządzającą: SLD, UP oraz PSL. Każdy z klubów parlamentarnych wymienionych partii wyłonił po jednej osobie pretendującej na stanowisko w Radzie Polityki Pieniężnej, deklarując jednocześnie poparcie w głosowaniu dla kandydatów zgłoszonych przez dwóch pozostałych sojuszników. Taki układ w praktyce gwarantuje wybór wszystkim trzem kandydatom tego trójporozumienia, dysponującego w Sejmie bezwzględną większością głosów. W rezultacie członkami RPP z ramienia Sejmu zostaną najprawdopodobniej Jan Czekaj (kandydat SLD), Mirosław Pietrewicz (kandydat PSL) oraz Stanisław Nieckarz (kandydat UP). Według PAP Pietrewicz zastąpi Jerzego Pruskiego, który opuszcza Radę 8 stycznia, a Nieckarz wejdzie do RPP w miejsce Marka Dąbrowskiego, którego kadencja kończy się 6 lutego. Czekaj zostanie wybrany na drugą kadencję. Szef klubu parlamentarnego SLD Jerzy Jaskiernia, który potwierdził istnienie porozumienia pomiędzy trzema partiami odnośnie kandydatów na członków RPP, wyraził jednocześnie nadzieję swojego klubu na to, że zgłoszeni kandydaci będą się troszczyć nie tylko o stabilność cen, ale również o wzrost gospodarczy i walkę z bezrobociem. I nie jest to nadzieją bezzasadna, biorąc pod uwagę poglądy prezentowane przez wymienionych ekonomistów (patrz dalej).

Kandydatów na członków RPP z ramienia Sejmu przedstawiły też ugrupowania opozycyjne. Platforma Obywatelska zgłosiła Jana Winieckiego – liberalnego ekonomistę, profesora na Uniwersytecie Europejskim Viadrina we Frankfurcie nad Odrą i doradcę ekonomicznego banku WestLB Polska. Liga Polskich Rodzin zaproponowała Stefana Kurowskiego, a Samoobrona zgłosiła Adama Piotrowicza i jednocześnie zadeklarowała poparcie dla kandydata LPR. Szef Samoobrony powiedział, że ich poparcia nie może uzyskać kandydat PSL Mirosław Pietrewicz, ponieważ jego poglądy ekonomiczne są „zbyt liberalne”. To najlepiej świadczy o tym jak skrajne są poglądy reprezentowane przez kandydatów Samoobrony i LPR. Niemniej jednak, bez poparcia SLD, UP lub PSL kandydaci opozycyjni mają nikłe szanse na powołanie.

SLD ma już także przygotowaną listę kandydatów z ramienia Senatu, jednak ten zestaw nazwisk nie został już tak jednoznacznie potwierdzony. Jerzy Jaskiernia powiedział, że jako kandydatów na członków RPP z ramienia Senatu jego partia rozważa Mariana Nogę oraz Elżbietę Chojną-Duch przy czym ta druga kandydatura jest mniej prawdopodobna. Trzecie nazwisko w ogóle nie zostało wymienione. Ponieważ

SLD ma znacznie silniejszą pozycję w Senacie niż w Sejmie i może tam liczyć na większość głosów, wydaje się mało prawdopodobne, aby wśród kandydatów z izby wyższej parlamentu znaleźli się przedstawiciele partii opozycyjnych. Wśród najbardziej prawdopodobnych przyszłych bankierów centralnych z tej grupy – obok Nogi i Chojny-Duch – typujemy Andrzeja Sopoćkę, byłego wiceministra finansów i doradcę premiera Millera. Nie zdziwiłyby nas też kandydatury Witolda Kozińskiego (były wiceprezes NBP, obecnie szef BGK) oraz Krzysztofa Pietraszkiewicza (dyrektor Związku Banków Polskich). W gronie potencjalnych kandydatów widzimy też nadal Stanisława Gomułkę – profesora ekonomii z London School of Economics, byłego doradcę prezesa NBP i niemal wszystkich ministrów finansów od początku lat 90., obecnie głównego ekonomistę PZU S.A. Należał on do krytyków zbyt ostrej polityki pieniężnej i wpierał propozycję SLD ograniczenia niezależności NBP pod koniec 2001 roku. Parlamentarzyści SLD mogą jednak nie zdawać sobie sprawy, że równie szybko jak chciał obniżyć stopy, może on wkrótce chcieć ich podwyższenia – jego ostatnie wypowiedzi sugerowały, że nie ma podstaw do rozluźniania polityki pieniężnej w najbliższym roku.

Pomimo braku formalnego wymogu, w ostatnich tygodniach pojawiły się również nieoficjalne informacje dotyczące kandydatów ze strony prezydenta RP. Według anonimowego źródła, cytowanego przez PAP, „jest duże prawdopodobieństwo, że prezydent Aleksander Kwaśniewski desygnuje do nowego składu RPP trzech swoich doradców, profesorów Orłowskiego, Pietrzaka oraz Wojtynę.” O ile dwa ostatnie nazwiska wydają się rzeczywiście bardzo prawdopodobne na liście przyszłych członków RPP, to nie mamy 100% przekonania co do kandydatury Witolda Orłowskiego. On sam zresztą z rezerwą wypowiadał się o swoim kandydowaniu do Rady jakiś czas temu. Gazeta Wyborcza sugerowała, trzecim kandydatem prezydenta może być np. Maria Wiśniewska, była prezes Banku Pekao SA. Naszym zdaniem inną prawdopodobną opcją jest mianowanie osoby z NBP, posiadającej bieżącą i praktyczną wiedzę o polityce pieniężnej. Wśród możliwych nazwisk warto wymienić Andrzeja Sławińskiego, profesora SGH, specjalistę od polityki kursowej i rynków walutowych. Tak czy inaczej, wygląda na to, że grupa desygnowana przez Aleksandra Kwaśniewskiego stanowić będzie w nowym układzie najbardziej stabilną i wyważoną część RPP, będącą przeciwwagą do dość radykalnych postaw prezentowanych przez kandydatów Sejmu i Senatu.

Gołębie większe i mniejsze

Sugerowane nazwiska kandydatów na członków RPP nie są zaskoczeniem (może z wyjątkiem nie znanego dotąd bliżej Mariana Nogi). Wskazane przez polityków osoby potwierdziły przypuszczenia, że po zmianie składu osobowego, Rada Polityki Pieniężnej będzie ciałem o poglądach bardziej „gołębic” niż obecnie. Z drugiej strony, wydaje się, że w nowym składzie RPP znajdzie się więcej niż przypuszczano „wyważonych gołębi” w stosunku do członków o bardzo radykalnych poglądach. Co więcej, pierwsze wypowiedzi nominowanych ekonomistów, podobnie jak dotychczasowe zachowanie w Radzie Jana Czekaja, sugerują, że poglądy prezentowane w roli przedstawiciela banku centralnego, decydenta polityki gospodarczej, mogą się różnić od tych, głoszonych z pozycji obserwatora i komentatora życia ekonomicznego. Być może odpowiedzialna funkcja w banku centralnym wpłynie na „ucywilizowanie” niektórych radykalnych postaw?...

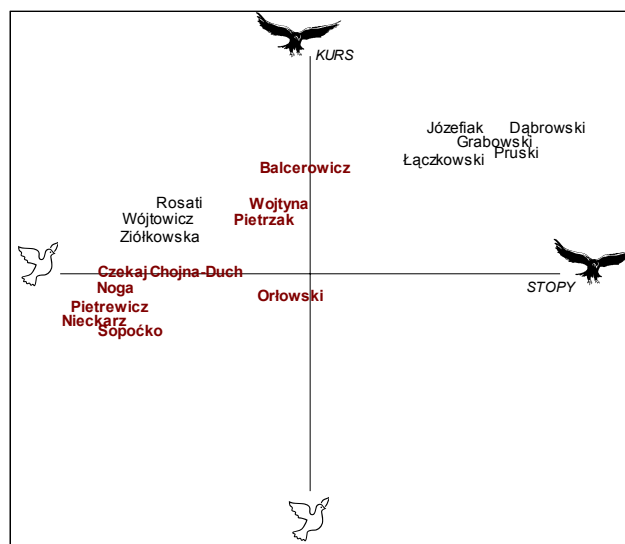
Poniżej (na stronie 6) przedstawiamy krótkie charakterystyki najbardziej prawdopodobnych – naszym zdaniem – przyszłych członków RPP. Dają one pewne wyobrażenie o ich możliwych przyszłych poczynaniach w charakterze kreatorów polityki pieniężnej państwa. Opis kandydatów podzieliłmy na kilka grup tematycznych, ze szczególnym uwzględnieniem opinii na temat stóp procentowych i polityki kursowej.

Nie ulega wątpliwości, że – przeciętnie rzecz biorąc – poglądy prezentowane przez nową RPP będą znacznie mniej „jastrzębie” od tych w obecnej RPP. Bierze się to oczywiście z tego, że w nowej RPP „jastrzębi”... nie będzie w ogóle (przynajmniej w takim rozumieniu, jak definiuje się ich obecnie). Przedstawione dalej zestawienie (patrz str. 6) wyraźnie wskazuje, że niemal wszyscy z nowych członków RPP widzą możliwość dalszego obniżania stóp procentowych, powołując się na brak poważnych zagrożeń inflacyjnych. Oczywiście różna jest preferowana przez każdego z kandydatów skala tych obniżek i to jest głównym czynnikiem różnicującym ich „gołębiość”. Jak już wspomniano wyżej, najbardziej wyważone poglądy w nowej Radzie będzie prawdopodobnie prezentować grupa mianowana przez Aleksandra Kwaśniewskiego. Pozostałe osoby to w zdecydowanej większości zwolennicy aktywnego wspierania koniunktury gospodarczej przez politykę pieniężną (niewielki wzrost inflacji przy tym nie zaszkodzi), a w ich wypowiedziach nieustannie przewija się argument, że stopy procentowe muszą być niskie, by nie zabijać inwestycji, gdyż od nich zależy długofalowe tempo wzrostu.

Co ciekawe, jeszcze bardziej homogeniczne wydają się poglądy kandydatów do RPP na kwestie związane z polityką kursową. To akurat powinno być dla rynku finansowego informacją pocieszającą, gdyż niemal wszyscy potencjalni członkowie Rady deklarują się obecnie jako zwolennicy w pełni płynnego kursu walutowego, szybkiego wejścia do strefy euro, możliwie jak najkrótszego pobytu w systemie kursowym ERM2 (nawet jeśli w przeszłości proponowali skokową dewaluację, usztywnienie kursu lub interwencje walutowe). Można się jednak zastanowić na ile ostatnie wypowiedzi kandydatów do RPP dotyczące polityki kursowej motywowane były poprawnością polityczną i świadomością, że nieostrożne sformułowania w tym zakresie mogą wywołać zabójczą dla finansów państwa nerwową reakcję rynku finansowego, a na ile odzwierciedlały wewnętrzne przekonania ich autorów.

Aby zobrazować poglądy prezentowane przez potencjalnych kandydatów do RPP oraz ułatwić ich porównanie z punktem widzenia prezentowanym przez urzędujących jeszcze członków Rady, sporządziliśmy „mapę preferencji” bankierów centralnych starej i nowej kadencji. Położenie na osi poziomej określa poglądy odnośnie stóp procentowych (im bardziej na prawo, tym bardziej „jastrzębie”), natomiast położenie w pionie odzwierciedla podejście do polityki kursowej (im wyżej, tym większy zwolennik kursu rynkowego, mniej skłonny do interwencji walutowych).

Indeks ornitologiczny – mapa preferencji członków RPP



Źródło: opracowanie własne

Co z tego wynika dla polityki pieniężnej?

Poglądy prezentowane przez potencjalnych członków RPP dają pewne wyobrażenie o tym, jak może wyglądać prowadzona przez nich polityka monetarna. Niewątpliwie



– co już wspomnieliśmy powyżej – układ sił, który utworzy się po mianowaniu nowych członków będzie bardziej sprzyjający dla decyzji o obniżaniu poziomu stóp procentowych. Nawet pobieżna analiza prawdopodobnego nowego składu Rady wskazuje wyraźnie, że raczej mało uzasadnione wydają się obawy o to, że w nadchodzącym roku nie tylko nie zobaczymy obniżek, ale wręcz należy liczyć się z możliwością podwyżek stóp. Oczywiście zakładając, że mówimy o scenariuszu w miarę stabilnego rozwoju sytuacji na rynkach finansowych, a nie wariacie „kryzysowym”, połączonym z niekontrolowaną deprecjacją złotego.

Wśród kandydatów do RPP opisanych przez nas w tabeli na następnej stronie przynajmniej 5 osób deklaruje wstępnie gotowość obniżenia stóp procentowych w o dalsze 100 pb. (Czekaj, Nieckarz, Noga, Pietrewicz, Sopoćko) – i to właśnie należy uznać obecnie za maksymalną skalę rozluźnienia polityki pieniężnej w przyszłym roku. Pozostałe z opisanych osób wydają się bardziej ostrożne jeśli chodzi o głębokość dopuszczalnych obniżek. Możliwe, że wraz z upływem czasu w przyszłej Radzie Polityki Pieniężnej, podobnie jak w obecnej, wyraźnie zaznaczy się wewnętrzny podział na dwa obozy: umiarkowany i radykalny. Z tą tylko różnicą, że to ta druga grupa będzie tym razem opowiadała się za głębszymi obniżkami (a nie podwyżkami) stóp procentowych. Można się domyślać, że – podobnie jak do tej pory – przewodniczący RPP Leszek Balcerowicz będzie poszukiwał kompromisu pomiędzy różnymi grupami poglądów w RPP. Biorąc pod uwagę jego własne zapatrywania nt. perspektyw polityki pieniężnej (które można wywnioskować na podstawie dotychczasowych wypowiedzi i sposobu głosowania), znacznie bliżej będzie mu do frakcji umiarkowanej, do której dołączą najprawdopodobniej członkowie RPP mianowani przez prezydenta Kwaśniewskiego. Jednak w takiej sytuacji kluczowe dla układu sił w Radzie i dla perspektyw polityki pieniężnej mogą okazać się nazwiska pozostałych kandydatów do RPP, co do których nie ma pewności. Dopóki nie znamy oficjalnych propozycji Senatu na te stanowiska, trudno powiedzieć, czy umiarkowanej frakcji w RPP uda się zdobyć przewagę głosów (aby tak było, do obozu tego musiałby dołączyć przynajmniej jeden kandydat z parlamentu).

Wydaje się jednak bardzo prawdopodobne, że tak czy inaczej nowa Rada Polityki Pieniężnej zdoła jeszcze obniżyć poziom stóp procentowych kilka razy w przyszłym roku. Nie ma gwarancji, że decyzje takie zapadną już na samym początku nowego roku – publiczna debata nt. planu Hausnera będzie trwała do

połowy stycznia, a poza tym część kandydatów do RPP podkreślała konieczność potwierdzenia wiarygodności Rady poprzez „nie podejmowanie gołębich decyzji” na początku kadencji. Jednak wydaje się, że do końca pierwszego półrocza możemy oczekiwać dwóch-trzech decyzji o 25-punktowych obniżkach głównych stóp procentowych. W drugiej części roku, gdy inflacja osiągnie mniej więcej środek celu inflacyjnego, a przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego będzie już wyraźnie odczuwalne w większości sektorów gospodarki, cykl obniżek stóp procentowych powinien definitywnie zostać zakończony, aby nie ryzykować nadmiernym rozbudzeniem presji inflacyjnej.

... i rynków finansowych?

Dla rynku finansowego wybór nowej RPP będzie bez wątpienia ważnym wydarzeniem. Biorąc pod uwagę, że rynek papierów dłużnych wycenia obecnie podwyżki stóp procentowych, powołanie składu RPP skłonnego do obniżek może wpłynąć na ceny obligacji. Z drugiej strony, pojawiające się nazwiska potencjalnych członków są przez rynek stopniowo wyceniane, a przeciętna ocena nowej Rady nie jest aż taka zła, więc reakcja inwestorów nie powinna być gwałtowna. Wg niedawnego rankingu wśród ekonomistów bankowych (patrz tabela) wskazany przez nas najbardziej prawdopodobny skład RPP został średnio oceniony na 5 w skali od 1 do 10 punktów. Poza tym, jak już pisaliśmy powyżej, część kandydatów do RPP wydaje się doskonale zdawać sobie sprawę z potrzeby właściwego komunikowania z rynkiem finansowym i konieczności uwiarygodnienia polityki pieniężnej w oczach inwestorów. Będzie to niewątpliwie czynnik, ograniczający zapędy nowych bankierów centralnych w kierunku zbyt radykalnych decyzji.

Jak rynek ocenia kandydatów do RPP

Kandydat	Ocena	Kandydat	Ocena
Andrzej Sławiński	9,4	Danuta Gotz-Kozierkiewicz	4,8
Andrzej Wojtyna	9,2	Stanisław Owsiak	4,0
Edmund Pietrzak	7,3	Grzegorz Kołodko	3,9
Witold Orłowski	7,2	Elżbieta Chojna-Duch	3,1
Stanisław Gomułka	6,7	Marian Noga	2,8
Wacław Wilczyński	6,3	Andrzej Sopoćko	2,7
Jan Winiecki	5,9	Władysław Jaworski	2,4
Jan Czekaj	5,6	Stanisław Nieckarz	2,0
Maria Wiśniewska	5,4	Miroslaw Pietrewicz	1,4
Antoni Kantecki	5,2	Stefan Kurowski	1,4

Uwaga: Średnie oceny na podstawie wskazań 9 ekonomistów bankowych, każdy kandydat oceniany w skali 1-10 pkt.
Źródło: Rzeczpospolita


Prawdopodobny skład Rady Polityki Pieniężnej – charakterystyka członków

	Kandydat	Doświadczenie	Stopy procentowe	Kurs walutowy	Inne
SEJM	Jan Czekaj	Wykładowca na Akademii Ekonomicznej w Krakowie, specjalista od rynków kapitałowych. Były wiceminister finansów, oraz m.in. członek Rady GPW, członek KDPW. Obecnie członek RPP (jedyne, który może zostać wybrany na drugą kadencję), wybrany w sierpniu 2003 r. w miejsce zmarłego tragicznie Janusza Krzyżewskiego.	W przeszłości ostro krytykował zbyt restrykcyjną politykę RPP, nawołując do znacznej redukcji stóp procentowych. Obecnie, chociaż nadal widzi miejsce na obniżki stóp (spadek ich realnego poziomu do ok. 2%), to popiera politykę „małych kroków”.	Uważa, że realny termin wstąpienia do strefy euro to rok 2009 lub 2010 – nie dlatego, że wcześniej nie spełnimy kryteriów, ale UE nie zechce nas przyjąć. Nadmierne osłabienie złotego widzi jako zagrożenie dla poziomu długu publicznego. Interwencje walutowe dopuszcza jedynie w sytuacjach nadzwyczajnych.	Jego zdaniem nowa RPP dla utrzymania wiarygodności będzie musiała na początku „podjąć bardziej jastrzębie decyzje, albo nie podejmować gołębic”.
	Stanisław Nieckarz	Do niedawna doradca ekonomiczny premiera Leszka Millera. Były wieloletni pracownik ministerstwa finansów, w latach 80. minister finansów i wiceprezes banku centralnego. Członek Rady Programowej Unii Pracy.	Bardzo mocny „gołąb”. Wielokrotnie zarzucał obecnej RPP, że polityką wysokich stóp procentowych „zarżnęła” polską gospodarkę. Również obecnie utrzymuje, że jest jeszcze „szerokie” pole do obniżek. Chce niskimi stopami stymulować inwestycje.	Kiedyś zalecał m.in. administracyjne osłabianie kursu w celu poprawy konkurencyjności gospodarki, proponował usztywnienie złotego na poziomie ok. 4,9-5,0 zł za euro. Uważa, że RPP zbyt wcześnie uwolniła kurs złotego, ale w obecnych warunkach kurs płynny jest najlepszy dla gospodarki. Do strefy euro chce wejść jak najszybciej, ale najpierw trzeba obniżyć bezrobocie do 10% i zrównoważyć HZ. Możliwa data wejścia do strefy euro to 2008.	Uważa, że rezerwa rewaluacyjna jest bardzo wysoka i „trzeba znaleźć jakieś rozwiązanie by część jej wykorzystać”.
	Mirosław Pietrewicz	Profesor ekonomii, wykładowca Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Ekspert ekonomiczny PSL. Był m.in. szefem Rządowego Centrum Studiów Strategicznych i Centralnego Urzędu Planowania, wicepremierem oraz ministrem skarbu.	Jego poglądy na politykę pieniężną można nazwać mocno „gołębimi”. W przeszłości mocno krytykował RPP za nadmierne schładzanie popytu krajowego. Twierdził, że realne stopy procentowe powinny zostać zredukowane do poziomu 1,5-2%. Obecnie nadal widzi pole do obniżek stóp, chociaż niekoniecznie w postaci jednorazowego głębokiego cięcia. Chciałby aby polityka pieniężna wspierała wzrost gospodarczy „nawet za cenę lekkiego wzrostu inflacji”.	Zwolennik jak najszybszego wejścia do strefy euro (ale nie należy tego „sztucznie przyspieszać”). Obawia się skutków usztywnienia złotego na zbyt mocnym poziomie. Uważa, że pobyt w ERM2 powinien być jak najkrótszy, a pasmo wahań jak najszersze. Zadeklarował poparcie dla płynnego kursu walutowego w obecnych warunkach.	W 2001 r. proponował wprowadzenie podatku importowego, co miało zastąpić cięcia wydatków budżetowych. Chciał, aby stabilizacja wzrostu gospodarczego była dodatkowym celem polityki pieniężnej, a rząd mógł ustalać cele inflacyjne. Uważa, że rezerwa rewaluacyjna jest za wysoka, widzi możliwość przeznaczenia jej części na spłatę długu zagr.
SENAT	Elżbieta Chojna-Duch	Profesor prawa na Uniwersytecie Warszawskim. Specjalista od prawa finansowego. Była doradcą ministra Grzegorza Kołodki, a wcześniej wiceministrem finansów (odpowiedzialnym za budżet państwa). Była też przewodniczącą Rady Nadzorczej NFZ.	Uważana za zwolenniczkę polityki gospodarczej typu keynesowskiego, czyli nakierowanej na wspomaganie wzrostu gospodarczego poprzez ekspansywną politykę fiskalną i pieniężną. Prawdopodobnie byłaby więc umiarkowanym „gołębiem” w nowej Radzie.	Jej poglądy na sprawy kursu walutowego nie są bliżej znane.	
	Marian Noga	Senator SLD. Rektor Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, gdzie kieruje katedrą makroekonomii. Wg informacji na internetowej stronie jego uczelni, zajmuje się ekonomicznymi aspektami ochrony środowiska i dobrobytem społecznym.	Ostatnio w wywiadzie dla PAP prezentował poglądy „gołębia” (choć nie ekstremalnego) – zwolennik obniżek (w sumie o 100pb), ale małymi krokami. Obecna politykę monetarną ocenił jako „mało aktywną” (najprawdopodobniej mając na myśli aktywność we wspieraniu wzrostu gospodarczego), dodając, że bank centralny nie może być głuchy na przebieg koniunktury gospodarczej.	Deklaruje się jako zwolennik szybkiego wejścia do strefy euro i jak najkrótszego pobytu w ERM2. Jako najbardziej realną datę wprowadzenia euro wskazał 2008 r.	Zadeklarował, że nie jest zwolennikiem rozwiązania rezerwy rewaluacyjnej, ale jej poziom trzeba przedyskutować. Przeciwnik „duszenia na siłę” deficytu budżetowego.



	Kandydat	Doświadczenie	Stopy procentowe	Kurs walutowy	Inne
	Andrzej Sopoćko	Profesor ekonomii na Wydziale Zarządzania UW, specjalista od finansów i rynków kapitałowych. Jeden z głównych doradców ekonomicznych Leszka Millera. Były wiceminister finansów. Obecnie wiceprezes GPW.	Podobnie jak większość kandydatów z parlamentu, był ostrym krytykiem obecnej RPP, której zarzucał nadmierną restrykcyjność polityki, powodującą spadek inwestycji. Ostatnio przyznał, że chociaż nadal jest miejsce do obniżek stóp procentowych (ok. 100pb), to stopy procentowe nie będą już najważniejszą kwestią dla gospodarki.	Zwolennik usztywnienia złotego tuż przed wstąpieniem do ERM2. Interwencje walutowe uznaje za uzasadnione w przypadku spekulacyjnych ataków na złotego (a nie np. zawirowań politycznych).	Jako wiceminister finansów przekonywał NBP do rozwiązania części rezerwy rewaluacyjnej i zasilenia nią budżetu.
PREZYDENT	Witold Orłowski	Profesor ekonomii, szef doradców ekonomicznych prezydenta RP. Jeden z założycieli ośrodka NOBE, współpracownik CASE, b. ekonomista Banku Światowego. Zajmuje się problemami transformacji gospodarczej i integracją europejską.	Należał do krytyków nadmiernej restrykcyjności polityki pieniężnej RPP. Obecnie prawdopodobnie skłonny do poparcia jeszcze niewielkich redukcji stóp, ponieważ nie dostrzega poważnych zagrożeń inflacyjnych.	W przeszłości proponował podjęcie przez NBP interwencji walutowych przeciwdziałających aprecjacji złotego. Kilka miesięcy temu sugerował, że nowa RPP na początku kadencji będzie próbowała zmienić system kursowy, wprowadzając pasmo wahań złotego oraz rozpocznie aktywne interwencje walutowe.	
	Edmund Pietrzak	Profesor ekonomii na Uniwersytecie Gdańskim, współpracownik IBnGR. Ekspert od polityki kursowej i zagadnień związanych z wymiennalnością waluty. Doradca prezydenta RP. Wcześniej doradca premierów i min. finansów.	Ostatnio stwierdził, że jest szansa na dalsze obniżki stóp procentowych, ale najwcześniej w marcu, i nie powinny one przekroczyć 50-75pb. Obniżki możliwe jeśli powiedzie się plan Hausnera. Ale może się też pojawić potrzeba podwyżki. Uważa, że polityka nowej RPP nie będzie się bardzo różnić od obecnej, nie musi być bardziej gołębia.	Przeciwnik zbyt szybkiego wejścia Polski do strefy euro. Za najwcześniejszą możliwą datę uważa 2009. Najgorsze rozwiązanie to „szybkie wejście przy wysokim kursie [złotego]”. Jego zdaniem pobyt w ERM2 należy maksymalnie skrócić, a pasmo wahań powinno być maksymalnie szerokie. Kurs złotego powinien być jak najdłużej płynny.	Jedynym sposobem na wykorzystanie rezerwy rewaluacyjnej jest jego zdaniem wykorzystanie jej części na spłatę długu zagranicznego.
	Andrzej Wojtyna	Profesor ekonomii na Akademii Ekonomicznej w Krakowie, współpracownik PAN oraz CASE. Doradca prezydenta RP. Specjalista w zakresie makroekonomii oraz teorii polityki pieniężnej. Naszym zdaniem jeden z najlepiej przygotowanych kandydatów do RPP.	W jednym z wywiadów stwierdził, że w nowej RPP nie chciałby być ani gołębiem, ani jastrzębiem, lecz sową. I faktycznie, można oczekiwać po nim wyważonego i pragmatycznego stanowiska. Twierdzi, że na razie nie ma przesłanek do obniżki stóp. Poza tym nowa RPP musi na początku dać rynkowi „mądry sygnał”, dla zachowania wiarygodności. Uważa, że jeśli wzrost inflacji wywołany będzie przez szoki podażowe, to nie musi prowadzić do wzrostu stóp.	Za najwcześniejszą realną datę wprowadzenia euro uważa rok 2009. Przeciwnik zawężania pasma wahań kursowych w systemie ERM2 i usztywniania złotego przed wejściem do ERM2.	Przeciwny sięganiu do rezerwy rewaluacyjnej w okresie ożywienia koniunktury. Ale nie wyklucza tego w „sytuacji kryzysowej”. Zwolennik poprawy przejrzystości polityki pieniężnej poprzez lepszą komunikację z rynkiem i organami państwa.

Źródło: BZWBK, prasa, wypowiedzi i publikacje wymienionych osób.



Gospodarka Polski

- Dalsza poprawa w zakresie równowagi zewnętrznej
- Szybszy od oczekiwanego wzrost cen żywności
- ... ale perspektywy inflacji pozostają korzystne

Od czasu zakończenia prac nad poprzednią edycją MAKROskopu opublikowano niewiele danych makroekonomicznych. NBP podał dane na temat bilansu płatniczego za październik, a GUS wstępne dane o cenach żywności w listopadzie, będące ważną wskazówką odnośnie kształtowania się wskaźnika CPI.

Druga z rzędu niespodziewana nadwyżka obrotów bieżących

Dane na temat bilansu płatniczego były ponownie zaskakujące, pokazując drugi miesiąc z rzędu nadwyżkę w obrotach bieżących. Wyniosła ona 198 mln € wobec zrewidowanych 58 mln € nadwyżki we wrześniu. Według naszych szacunków skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących spadł po październiku do 2% PKB z 2,4% po wrześniu (według Grzegorza Wójtowicza z RPP relacja ta zmniejszyła się do 1,9% i utrzyma się na poziomie ok. 2% do końca tego roku). Wynik podany przez NBP był dużo lepszy niż oczekiwania rynkowe wskazujące na deficyt wielkości ok. 300 mln €. Znaczna poprawa salda na rachunku obrotów bieżących wynikała głównie z trzech czynników. Po pierwsze, w październiku nadal zmniejszeniu ulegał deficyt w handlu zagranicznym. Różnica między eksportem a importem wyniosła -637 mln € wobec -1,1 mld € rok wcześniej. To z kolei było rezultatem wysokiego wzrostu eksportu (o 12,1% r/r do nowego rekordowego poziomu 3,57 mld €) i nieznacznego spadku importu (-0,9% r/r). Po drugie, pozytywny wpływ na saldo obrotów bieżących miało utrzymane się wysokiej nadwyżki w obrotach niesklasyfikowanych (641 mln € wobec 684 mln € we wrześniu). Oznacza to, że pomimo wprowadzenia wiz dla wschodnich sąsiadów Polski, handel przygraniczny pozostał w dobrej kondycji - najprawdopodobniej ze względu na zwiększoną konkurencyjność polskich towarów i usług dla Niemców oraz południowych sąsiadów Polski po znacznej deprecjacji złotego w ostatnich miesiącach. Trzecim powodem lepszego od oczekiwań wyniku obrotów bieżących było niskie ujemne saldo dochodów (-139 mln €). W tym przypadku wydaje się, że wysokie płatności odsetkowe w październiku (ok. 450 mln €) zostały rozliczone dopiero na początku listopada.

Najważniejsze zjawiska na rachunku finansowym to nieco wyższy napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (351 mln € po 191 mln € we wrześniu) oraz duży napływ kapitału portfelowego w instrumenty dłużne (prawie 1,1 mld €). Napływ inwestycji bezpośrednich jest jednak nadal dużo poniżej poziomów obserwowanych przed 2002 rokiem. Natomiast napływ inwestycji portfelowych wynika prawdopodobnie (biorąc pod uwagę bardzo złe nastroje na krajowym rynku papierów dłużnych) z emisji obligacji na rynku amerykańskim o wartości 1 mld \$.

W sumie dane na temat bilansu płatniczego pokazały, że zyskujące na sileżywienie gospodarce przynajmniej na razie nie przekłada się na pogorszenie równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Wręcz przeciwnie, mimo stopniowej poprawy dynamiki popytu krajowego obserwujemy kontynuację spadku deficytu handlowego i deficytu obrotów bieżących. Pamiętając również o niskiej presji inflacyjnej wspiera to oczekiwania na kontynuację ekspansji monetarnej po złagodzeniu napiętej sytuacji wokół polityki fiskalnej. Jednocześnie nadal doskonale rozwijający się sektor eksportowy wróży dobrze trwałości ożywienia gospodarczego.

Ceny żywności po raz kolejny wyższe od oczekiwań

Według wstępnych danych GUS średni wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych w listopadzie wyniósł 0,85% m/m. Wynikało to głównie ze wzrostu cen owoców, warzyw oraz cen w kategorii „mleko, sery i jaja”, podczas gdy ceny pozostałych grup artykułów były prawie stabilne. Ceny żywności po wyłączeniu cen owoców i warzyw wzrosły w listopadzie o zaledwie 0,1% m/m.

W sumie, mimo że wzrost cen żywności był ponownie wyższy niż oczekiwano, nie oznacza to intensyfikacji presji inflacyjnej w polskiej gospodarce. Obserwujemy po prostu odwrócenie pozytywnego szoku podażowego na rynku żywności. Niemniej jednak, ze względu na efekt bardzo niskiej bazy, umiarkowany wzrost cen żywności w listopadzie przełoży się na dość znaczne przyspieszenie inflacji. Utrzymujemy naszą prognozę wzrostu CPI do 1,6% r/r w listopadzie z 1,3% r/r w październiku. Należy pamiętać, że wzrost cen jest w praktyce spowodowany tylko przez czynniki podażowe. Dlatego nie musi on wywołać reakcji ze strony polityki monetarnej.



Pod lupą: Bank centralny

- **NBP na razie nie widzi ryzyka dla inflacji ze strony nabierającego na sile ożywienia gospodarczego**
- **Decyzja w sprawie zmian w zasadach rachunkowości NBP odłożona na ostatnią chwilę**

NBP przewiduje ożywienie gospodarcze bez znacznej presji cenowej

28 listopada NBP opublikował *Raport o inflacji* za III kw. br. Najbardziej ogólny wniosek, jaki można wysnuć z tego raportu to, że polska gospodarka jest gotowa do przyspieszenia w przyszłym roku i utrzymania wysokiego tempa w 2005 r., a inflacja pozostanie przez cały ten okres w granicach celu inflacyjnego banku centralnego (1,5-3,5%). Jednakże NBP nie wykluczył, że pojawią się czynniki zwiększające presję inflacyjną, np. szoki na rynkach żywności czy ropy naftowej, ale głównym czynnikiem ryzyka jest niepewność wokół polityki fiskalnej. Z drugiej strony, RPP raczej nie obawia się za bardzo deprecjacji złotego. W dokumencie napisano, że długoterminowy wskaźnik przeniesienia (tzw. *pass-through*, przedstawiający wpływ nominalnego kursu walutowego na ceny) spadł z 0,19 w II kw. 03 do 0,15 w III kw. 03. Według szacunków NBP, oznacza to, że osłabienie złotego spowodowało 0,17 pkt proc. (czyli 22%) wzrostu CPI w okresie lipiec-wrzesień. Jeśli chodzi o perspektywy wzrostu gospodarczego, NBP stwierdził, że zależą one od poprawy działalności inwestycyjnej, która z kolei będzie zależała od postępów reformy finansów publicznych. Co do tej reformy NBP oczekuje, że do końca 2005 r. zostanie ona wprowadzona tylko częściowo i finanse publiczne będą nadal czynnikiem spowalniającym wzrost (ze względu na efekty wypychania inwestycji prywatnych). W sumie ton raportu jest podobny do dwóch ostatnich komunikatów z posiedzeń RPP. Bankierzy centralni dostrzegają przyspieszenie gospodarcze, ale stwierdzają, że nie powoduje ono nadmiernej presji inflacyjnej, która mogłaby stwarzać zagrożenie dla średnioterminowego celu inflacyjnego.

Raport zawierał również wyniki głosowania na posiedzeniu RPP w sierpniu – pierwszym z udziałem Jana Czekaja. Jak oczekiwano, pokazały one, że dla pozostawienia stóp bez zmian istotny był głos prezesa NBP Leszka Balcerowicza. Głosowanie dotyczyło redukcji o 25 pb. Opowiedzieli się za nią Jan Czekaj, Grzegorz Wójtowicz, Wiesława Ziółkowska oraz Dariusza Rosati. Przeciw byli, oprócz Balcerowicza, Bogusław Grabowski, Jerzy Pruski, Cezary Józefiak i Wojciech Łączkowski. Ultra-„jastrząb” Marek Dąbrowski

był nieobecny. Najważniejszy dla oczekiwań dotyczących przyszłych decyzji RPP jest punkt widzenia prezesa NBP, a jego głos w sierpniu wskazuje, że stał się on bardziej ostrożny w ocenie perspektyw inflacji lub... chciał w ten sposób podkreślić potrzebę reformowania finansów publicznych.

Bez decyzji w sprawie zasad księgowości NBP

Specjalne posiedzenie RPP z 2 grudnia nie przyniosło rozstrzygnięcia w sprawie zmian zasad księgowości NBP. Prezes banku centralnego Leszek Balcerowicz zapowiedział, że decyzja zostanie podjęta 16 grudnia na comiesięcznym posiedzeniu Rady. Tymczasem członek RPP Bogusław Grabowski stwierdził, że zmiany, które zostaną wprowadzone do systemu księgowości, dostosowujące go do standardów UE, nie zwiększą możliwości pozyskania przez budżet środków z rezerwy rewaluacyjnej NBP. Zapewnił on, że niezrealizowane zyski z różnic kursowych pozostaną w bilansie NBP i nie będą transferowane do budżetu. Grabowski powiedział również, że nowa RPP będzie musiała przestrzegać tych reguł, ponieważ są one narzucone przez regulacje Europejskiego Banku Centralnego. Istnieje natomiast możliwość porozumienia pomiędzy rządem a NBP w sprawie pożyczki walut obcych na przedterminowy wykup części zadłużenia zagranicznego Polski. Poseł SLD Mieczysław Czerniawski powiedział, że NBP zaproponował rządowi pożyczkę w wysokości 1 mld USD. Rosati potwierdził, że NBP jest otwarty na rozmowy o pożyczeniu przez rząd małej części rezerw walutowych NBP do wykorzystania na wcześniejszą spłatę zadłużenia zagranicznego. „Byliśmy i jesteśmy gotowi powtórzyć operację brazylijską, czyli pożyczyć z naszych rezerw pod zastaw obligacji rządowych jakąś kwotę dewiz na spłatę długu, o ile to oczywiście jest korzystne z punktu widzenia ogólnoeconomicznego”, powiedział. Zdaniem Rosatego bank centralny mógłby pożyczyć kwotę na wykup nawet jednej czwartej lub jednej trzeciej długu wobec Klubu Paryskiego (równowartość ok. 4-5 mld USD).

Wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego

Umarł król, niech żyje król! Grudzień będzie ostatnim miesiącem, w którym RPP spotka się w dotychczasowym składzie. W styczniu i lutym dotychczasowi członkowie Rady zostaną stopniowo zastąpieni przez nowych. Oznacza to, że wypowiedzi obecnych członków RPP stają się mało istotne z punktu widzenia przewidywań dotyczących przyszłej polityki pieniężnej. Trzeba się natomiast zacząć bacznie przysłuchiwać nowym członkom Rady. W tabeli poniżej prezentujemy więc zarówno wypowiedzi obecnych członków Rady, jak i komentarze ich prawdopodobnych następców. Szerzej o przebiegu procesu wyboru nowych członków Rady i potencjalnych kandydatach piszemy w *Temacie miesiąca*.

Najnowsze wypowiedzi potencjalnych kandydatów parlamentu na członków RPP (Nieckarz, Noga, Pietrewicz) są dużo mniej kontrowersyjne niż ich komentarze sprzed paru lat czy nawet sprzed kilku miesięcy. Przede wszystkim żaden z nich nie postuluje zmiany reżimu kursowego. Wręcz przeciwnie, wypowiadają się oni o konieczności zachowania płynnego kursu aż do momentu wejścia złotego do systemu ERM2 (Nieckarz, Pietrewicz). Są również zwolennikami szybkiego przystąpienia do strefy euro, choć podkreślają, że nie za wszelką cenę (Nieckarz, Noga i Pietrewicz). Z drugiej strony, prawdopodobni kandydaci parlamentu w dalszym ciągu widzą znaczne pole do obniżek stóp („szerokie” pole widzi Nieckarz, Noga wspomina o 100 pkt). Uważają oni również, że rezerwa rewaluacyjna jest zbyt duża i należy znaleźć jakieś rozwiązanie umożliwiające wykorzystanie jej części. W sumie, wiele wskazuje na to, że nowy skład Rady będzie miał dużo bardziej „gołębie” nastawienie niż poprzednicy. Silna koalicja „gołębi” w ramach RPP spotka się jednak z oporem ostrożnie nastawionych ekonomistów. Wydaje się, że do tej grupy należy być może, oprócz prezesa NBP Leszka Balcerowicza (jego zdaniem obniżki stóp stają się coraz mniej uzasadnione), również „prezycy” członkowie RPP. Według Andrzeja Wojtyny „nie ma na razie wystarczających przesłanek do obniżki stóp”. Uważa on, że nowa Rada będzie musiała dać rynkowi wyważony, mądry sygnał. Podkreśla on, że przy niepewności związanej z wyborem nowej Rady istotna jest ciągłość działań, przynajmniej w tym pierwszym okresie funkcjonowania nowej Rady. Podobną opinię wyraził inny potencjalny kandydat Prezydenta - Edmund Pietrzak.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz, Prezes NBP; PAP, 2 XII PR1, 27 XI	<p>Odbyła się dzisiaj dobra dyskusja [o zmianie zasad rachunkowości NBP]. Decyzje zostaną podjęte 16 grudnia.</p> <p>Analizujemy za każdym razem sytuację, patrzymy, co ona oznacza dla przyszłej inflacji, ale można powiedzieć, że bieg spraw w Polsce czyni coraz mniej uzasadnionymi przypuszczenia, że usprawiedliwione byłyby obniżki stóp procentowych, dlatego, że są coraz mocniejsze sygnały wzrostu gospodarczego w Polsce. Problem polega na tym, że on może być nietrwały, jeśli na czas nie będą „zrobione” finanse naszego państwa. Ale rzeczywiście mamy wzrost, a za wzrostem przychodzi presja inflacyjna. [...] Przepuszczenia o zasadności dalszych obniżek w świetle tych faktów stają się coraz mniej uzasadnione.</p> <p>Jestem bardzo zaniepokojony, wczoraj na posiedzeniu Komisji Finansów Publicznych przegłosowano poprawkę, na mocy której bank centralny miałby być zmuszony do drukowania pieniędzy, to godzi w samą istotę niezależności. [...] Po to jest niezależny bank centralny, by mógł dbać o zdrowy, stabilny pieniądz i nie był zmuszony do jego emitowania.</p>
Jerzy Stopyra, wiceprezes NBP; PAP, 9 XII	<p>To jest typowa operacja [wymiana na rynku 250 mln € pochodzących z pożyczki EBI dla rządu], której dokonuje MF jeśli ma potrzebę zamiany waluty obcej na krajową czy odwrotnie i robi na rynku walutowym. To jest w dobrym momencie zapowiedziana operacja, natomiast nie traktuję jej jako interwencji. MF jako uczestnik rynku powinien być widoczny na nim od dłuższego czasu i dobrze się stało, że to się w końcu realizuje. [...] Ja nie traktuję tego jako interwencji, ani jako specjalnego wydarzenia, natomiast to, że MF będzie to robił poza bankiem centralnym czyni operację bardziej przejrzystą. Gdyby NBP robił to w imieniu MF, to rynki miałyby wątpliwość czy jest to interwencja, czy tylko operacja którą NBP robi w imieniu rządu.</p> <p>RPP odbyła kilka dyskusji z nadzieją, że na najbliższym posiedzeniu Rada uchwali nowe zasady rachunkowości i tworzenia rezerwy rewaluacyjnej. [...] Parę miesięcy temu prezes Balcerowicz mówił, że bank centralny jest gotowy do powtórzenia operacji, którą nazwaliśmy dwa lata temu operacją brazylijską, i to będzie miało związek z wielkością rezerwy rewaluacyjnej.</p> <p>W momencie kiedy Polska wejdzie do strefy euro, stopa rezerw powinna być taka jak w strefie euro, ale z uwagi, że mogą się pojawić warunki do obniżenia rezerwy wcześniej, gdyby nadpłynność uległa dalszemu zmniejszeniu, to w 2004 r. mogą się pojawić przesłanki które skłonią RPP do wcześniejszej obniżki. [...] To nowa RPP będzie decydować o obniżce.</p> <p>Przewidujemy, że zysk za 2003 r. wyniesie 4,1 mld zł, z tego prawie 4 mld zł trafi do budżetu, czyli trochę mniej niż w projekcie budżetu, ale różnica jest niewielka.</p>
Bogusław Grabowski, członek RPP; PAP, 2 XII	<p>Według wyników dotychczasowych prac każda transakcja walutowa w NBP przeprowadzona po 1 stycznia 2004 r. ma dokładnie ten sam skutek dla rachunku wyników, jakby nie było żadnych zmian. [...] Nic kompletnie dla rządu się nie zmienia w tej kwestii, żadne niezrealizowane różnice kursowe nie będą kwalifikowane jako niezmonetyzowany dochód poprzez dodruk pieniądza. [...] Zasada nie pokazywania w rachunku wyników niezrealizowanych różnic kursowych była do tej pory w banku centralnym i nadal będzie, ale sposób jej ujawniania w bilansie będzie inny. [...] To jest zakazane przez zasady i wytyczne EBC. W związku z tym, gdyby coś takiego nastąpiło, byłoby to sprzeczne z obowiązującymi zasadami. Nowa RPP będzie zobowiązana do przestrzegania tych zasad.</p>
PAP, 28 XI	<p>Deficyt [obrotów bieżących] zacznie się pogarszać już w pierwszej połowie 2004 roku, od drugiego kwartału. Możemy się spodziewać, że pozytywnie na eksport będzie nadal oddziaływał czynnik poprawy konkurencyjności przedsiębiorstw i deprecjacji kursu złotego, choć prawdopodobnie ten drugi będzie wygasał. Z drugiej strony ożywienie gospodarcze wpłynie ożywiająco na import. W następnym roku należy przewidywać, że poprawa wyniku na rachunku obrotów bieżących wyhamuje i będziemy mieli przejście do wzrostu deficytu. To pogorszenie deficytu w relacji do PKB będzie się więc odbywało w warunkach wysokiej dynamiki eksportu i importu. Wchodzimy w okres dość dużego wzrostu importu ze względu na święta. Później w pierwszych miesiącach roku aktywność eksportowo-importowo jest zazwyczaj mniejsza.</p>
Dariusz Rosati, członek RPP; Parkiet, 3 XII	<p>W sytuacji, gdy jest tak duża niepewność, gdy kurs złotego się osłabia, gdy stopy procentowe są wyższe o około 250 pb od tych, które były w czerwcu, przestrzeń do obniżek stóp procentowych bardzo poważnie się ograniczyła. Ale jeżeli Sejm przyjąłby budżet na 2004 r. z mniejszym deficytem niż 45,5 mld [...], a do tego przyjąłby program Hausnera [...], to nie wykluczam, że w 2004 roku będzie można myśleć o obniżce stóp.</p> <p>pyt. Co musiałoby się wydarzyć, żeby RPP podniosła stopy? odp. W tej chwili perspektywy inflacyjne są dobre. Pamiętajmy jednak, że gospodarka przyspiesza, a efektem ożywienia może być nasilenie zjawisk inflacyjnych. Poza tym, na skutek rosnącej niepewności i przyjęcia błędnej polityki fiskalnej może dojść do dalszej wyprzedzaży polskich obligacji, wzrostu stóp rynkowych i głębszego osłabienia złotego. W takiej sytuacji bank centralny musiałby bronić gospodarki przy pomocy wyższych stóp.</p> <p>Rynki oswoiły się już z tym, że w przyszłym roku potrzeby pożyczkowe państwa będą dużo większe. Pogodziły się nawet z tym, że w 2004 r. dług publiczny przekroczy poziom 55% PKB.</p>



Reuters, 28 XI	<p>Na pewno nie będzie to operacja wykupu całości długu [wobec Klubu Paryskiego]. NBP nie zgodziłby się na tak znaczące obniżenie rezerw walutowych [17 mld USD], bo te rezerwy są nam potrzebne. Ale możliwy jest wykup części zadłużenia – jednej czwartej, może nawet jednej trzeciej. [może to nastąpić] Najwcześniej za sześć do dziewięciu miesięcy.</p> <p>To są bardzo dobre dane [o bilansie płatniczym za październik]. Świadczą, że ożywienie jest spowodowane przez wzrost eksportu, do czego przyczynia się słaby od kilku miesięcy kurs złotego.</p> <p>Nic nie wskazuje, że dynamika eksportu w przyszłym roku miałyby być mniejsza niż w tym roku, a wzrostowi dynamiki eksportu sprzyjać będzie ożywienie koniunktury w Europie Zachodniej.</p>
Grzegorz Wójtowicz członek RPP PAP, 28 XI	<p>Deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB wyniósł w październiku 1,9 proc. Na koniec roku będzie podobnie, czyli ok. 2 proc. Można było na to liczyć. W poprzednim miesiącu również była korzystna sytuacja. Nie można jednak traktować tego jako sytuacji strukturalnej. Ciągłe mamy deficyt, choć znacznie mniejszy. Można powiedzieć, że sektor eksportowy działa dobrze. Co będzie dalej, zobaczymy.</p>
Stanisław Nieckarz, prawdopodobny kandydat Sejmu na członka RPP; PAP, 9 XII	<p>W obecnej sytuacji, gdy jest niska inflacja i niższe stopy procentowe kurs powinien być płynny. Najlepiej jest, gdy kurs ustalany jest przez rynek. [...] Miałem pretensje do obecnej RPP, że za wcześniej upłynniła kurs. Nie upłynnia się w pełni kursu, jeżeli się ma najwyższe w Europie realne stopy procentowe.</p> <p>Zawsze trzeba mówić o realnej stopie procentowej, która w tej chwili wynosi powyżej 4%. W krajach UE jest ona praktycznie zerowa. [...] Pole do obniżki jest szerokie. Dla mnie z punktu widzenia kształtowania stóp procentowych ważne jest, by przełamać sytuację w inwestycjach. Bez inwestycji nie będzie rozwoju gospodarczego, a samą obniżką podatków nie uruchomi się procesów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach. Brakowało przełożenia polityki pieniężnej [obecnej Rady] na procesy mikro. Uważam, że mimo samodzielności działania trzeba liczyć się z tym, jakie procesy zachodzą w gospodarce. [...] Oczywiście trzeba miarkować, by nie wywołać procesu inflacyjnego. Inflację można szybko doprowadzić do zera, tylko przy okazji zniszczyć gospodarkę.</p> <p>Złotowa rezerwa na ryzyko zmian kursowych jest bardzo wysoka. Na pewno trzeba znaleźć jakieś rozwiązanie by część jej wykorzystać.</p> <p>Do Unii Monetarniej powinniśmy wejść jak najszybciej, ale w pierw musimy zdecydowanie zmniejszyć bezrobocie, zejść gdzieś do 10-11%. Ważne jest by przed wejściem do strefy euro mieć także zrównoważony bilans handlu zagranicznego i wzrost inwestycji. [...] Nie chcę stawiać roku jako celu samego w sobie, choć myślę, że wejście do strefy euro byłoby możliwe w 2008 r. Można wejść do ERM2 i spełniać wszystkie kryteria, ale to nie ułatwia sprawy z punktu widzenia całej gospodarki.</p> <p>Nie widzę problemu, by za 3-4 lata zejść z deficytem poniżej 3% PKB. Jeżeli utrzymamy dynamikę wzrostu w granicach 5%, nie będą nam wyciekały dochody budżetowe a wydatki na cele społeczne będą ileś punktów poniżej realnego wzrostu PKB, to nie będzie z tym problemu.</p>
Marian Noga, prawdopodobny kandydat Senatu na członka RPP; PAP, 3 XII	<p>Obecna stopa referencyjna banku centralnego jest jeszcze za wysoka. RPP ma jeszcze co robić i przestrzeń do obniżek jeszcze istnieje. Może nie od razu, może po 25 pb., ale obniżka o 100 pkt. w sumie jest możliwa.</p> <p>Od dawna mówiłem, że kształtowanie stóp przez RPP musi być podobne do lądowania samolotu, ale on nieraz może szybciej zniżyć lot.</p> <p>Działania obecnej RPP oceniam jako pasywne. Rada w okresie kryzysu powinna walczyć z kryzysem, w okresie dobrej koniunktury zapobiegać wystąpieniu kryzysu. [...] Naszą piętą achillesową jest zbyt niski poziom inwestycji. Trzeba zachęcić do inwestowania w kraju i do tego jest potrzebna odpowiednia stopa procentowa.</p> <p>Inflacja może wynieść na koniec 2003 r. około 1,5%. A w następnym to może być 2,2-2,5%, gdyż wejście do UE będzie także związane z dostosowaniem cen i to się odbije na inflacji. [...] Absolutnie zgadzam się z przyjętym przez RPP celem inflacyjnym. Akceptuję też strategię bezpośredniego celu inflacyjnego.</p> <p>Nie jestem za uruchomieniem rezerwy rewaluacyjnej, ale zawsze można dyskutować, czy rezerwa ma być w obecnej wysokości. Tym Rada na pewno będzie się zajmować. Ale nie jest odpowiedzialne nawoływanie do przekazania rezerwy do budżetu.</p> <p>Jestem zwolennikiem tego, aby Polska zrobiła wszystko, by wejść do strefy euro jak najszybciej. Współczynniki konwergencji są dość jasne i program rządu jest tak przygotowany, aby wejść do euro w 2008 r. [...] Ja bym był za tym, żeby wejść nawet w 2006 r., ale do 2006 r. na pewno nie spełnimy wszystkich kryteriów konwergencji, np. deficytu. Dlatego chyba najbardziej realna data wejścia to 2008 r.</p> <p>Nie jest uzasadniony taki wysoki kurs euro, to trzeba wiązać z zawirowaniami na rynku obligacji. Osłabianie się kursu złotego sprzyja eksporterom, ale tylko krótkotrwale. Długookresowo bowiem to np. konkurencyjność bardziej wpływa na eksport niż tylko sam kurs.</p> <p>Deficyt w budżecie jest tylko wtedy uzasadniony, gdy służy wzrostowi gospodarczemu. Ja bym na siłę nie dusił deficytu, bo to będzie duszeniem popytu wewnętrznego, a on dla nas jest zbawienny.</p> <p>Bank centralny ma swój cel konstytucyjny, czyli umacnianie waluty krajowej i zapobieganie procesom inflacyjnym. Ale jednocześnie bank centralny nie może być głuchy na przebieg koniunktury gospodarczej.</p> <p>Politykę obecnej RPP oceniałbym na słabe 'cztery'.</p>
Miroslaw Pietrewicz, prawdopodobny kandydat Sejmu na członka RPP; Reuters, 8 XII, PAP, 9 XII	<p>Powinniśmy dążyć do jak najszybszego wejścia do strefy euro, ale nie powinniśmy tego sztucznie przyspieszać. To znaczy powinniśmy wejść w tym momencie, kiedy to będzie najbardziej korzystne dla gospodarki. Zbyt wysoki kurs złotego do euro oznaczałby pogorszenie konkurencyjności cenowej.</p> <p>Do ERM-2, jak się wydaje, moglibyśmy wejść w 2007 r. i powinniśmy być w tym systemie oczywiście jak najkrócej, co umożliwiłoby wejście do strefy euro w 2008-2009 r. Powinniśmy także bronić szerokiego pasma wahań w systemie ERM-2, to znaczy $\pm 15\%$.</p> <p>Nie chcę się znajdować ani po stronie zwolenników szybkiego, przyspieszonego wejścia do euro, ani po stronie tych, którzy uważają, że nie powinniśmy się tym zbytnio przejmować.</p> <p>Kurs płynny ma swoje zalety. Nie sądzę, żebyśmy musieli powracać do poprzedniego systemu, system kursu płynnego chroni przed zawirowaniami walutowymi. [...] Obecny kurs złotego dla importerów jest za słaby, dla eksporterów jest dobry. Ale on prawdopodobnie odbiega w dół od fundamentalnego i należy oczekiwać pewnego wzmocnienia polskiej waluty.</p> <p>Przedwcześnie jest mówić o dużej, jednorazowej obniżce [stóp procentowych]. W przyszłym roku trudno mówić o tym, że pojawi się konieczność podwyższenia stóp procentowych, nie widzę takiej konieczności.</p> <p>Bank centralny powinien oczywiście zgodnie z Konstytucją dbać o stabilizację pieniądza, jednak szczególnie istotne jest współdziałanie najważniejszych organów państwa w zapewnieniu stabilnego wzrostu gospodarczego, a polityka pieniężna także powinna służyć temu celowi.</p> <p>RPP prowadziła od wiosny 2000 r. zbyt restrykcyjną politykę. Zbyt mocno ją zaostrzyła i potem zbyt wolno ją łagodziła. Przyczyniła się więc do dramatycznego obniżenia tempa wzrostu i taką kunktatorską polityką przyczyniła się do tego, że zahamowanie wzrostu trwało tak długo.</p> <p>Jestem zwolennikiem większej spolegliwości w realizacji polityki stabilnego, wysokiego wzrostu gospodarczego. Nawet za cenę lekkiego wzrostu inflacji. [...] Przyjęty przez obecną RPP cel inflacyjny wydaje się dość realistyczny.</p>



Oczywiście byłbym dość ostrożny w rozwiązywaniu tej rezerwy [rewaluacyjnej] w zbyt dużym stopniu, istnieje jednak możliwość części jej rozwiązania i przeznaczenia na spłatę długu zagranicznego. Wydaje się, że rezerwa rewaluacyjna jest za wysoka, ponieważ nie ma niebezpieczeństwa, które wymagałoby tak dużych zabezpieczeń. Istnieje możliwość znacznego uszczuplenia tej rezerwy rewaluacyjnej, ale dla określenia wysokości konieczne są szczegółowe badania. Jestem zwolennikiem obniżania deficytu, ale nie za wszelką cenę. Trzeba dość spokojnie reagować. Trzeba uzyskać tak zwaną równowagę pierwotną w budżecie, czyli równowagę dochodów i wydatków bieżących, po wyeliminowaniu obciążeń związanych z obsługą zadłużenia publicznego. To jest najważniejsze i musi stopniowo prowadzić do obniżenia deficytu budżetowego oraz długu. [pyt. Czy słuszne jest założenie zejścia z deficytem w takim tempie, jak przewidziano w planie Hausnera] Uważam, że to nie jest takie konieczne.

Edmund Pietrzak,
prawdopodobny
kandydat Prezydenta na
członka RPP;
PAP, 5 XII

Zakładając, że nic nadzwyczajnego się nie wydarzy, to jest szansa na obniżki stóp, ale najwcześniej w marcu. Jednak trochę bardziej prawdopodobne jest podwyższenie stóp procentowych. [...] Z tym, że szansa obniżki jest, ale nie jest duża. W ciągu roku 2004 może wynieść nie więcej 50-75 pb. [...] Jest to realne pod warunkiem, że budżet na 2004 rok będzie zakładał deficyt nie większy niż 45,5 mld zł. Po drugie powinien zostać zaakceptowany plan Hausnera. Jeżeli się te dwie rzeczy uda, to otwiera się pole do nieznaczących obniżek stóp procentowych. [...] Przy czym nie sądzę, żeby obniżki mogły nastąpić w najbliższych miesiącach w grudniu, styczniu, lutym. Z drugiej strony są czynniki, które nie będą ułatwiały obniżki stóp, ale przeciwnie. Mogą sprawić, że konieczne będzie podwyższenie stóp.

Następuje przyspieszenie gospodarki i będzie ono wywierało nacisk na wzrost cen. Jeżeli polityka fiskalna przyniesie gorsze rezultaty niż zakładamy, to doprowadzi do wyprzedzaży obligacji i osłabienia złotego. [...] To osłabienie, które nie przyniosło jeszcze wzrostu cen może go przynieść. Jeśli inflacja wyraźnie przyspieszy, to wtedy nie tylko nie będzie obniżek, ale nowa Rada będzie musiała podjąć decyzję o podwyżce stóp. Inflacja będzie rosła. W listopadzie inflacja może wynieść 1,5-1,6%, może się podwoić w ciągu roku i pod koniec następnego roku wyniesie prawdopodobnie nawet 2,5%, a może nawet wyżej, 3%. [...] To nie musi oznaczać wcale potrzeby rewizji celu inflacyjnego.

RPP uczyła się na własnych błędach. Wraz z upływem czasu działała lepiej. Podwyżki stóp procentowych w przeszłości są odpowiedzialne po części za spowolnienie gospodarcze w latach 2001-2002. [...] Polityka nowej Rady raczej niewiele będzie się różniła od polityki starej Rady. Nie musi być bardziej gołębia, ale będzie na pewno bogatsza o doświadczenia dotychczasowej Rady. [...] Głównym zajęciem nowej RPP będzie nie tylko polityka pieniężna, ale także sprawy związane z przystępowaniem Polski do strefy euro. Główny punkt ciężkości skierowany będzie na sprawy unii walutowej. [...] Powinni znaleźć się w niej nie tylko specjaliści od makroekonomii, ale wybitni specjaliści finansów międzynarodowych, rynków finansowych, rynku walutowego i unii walutowej.

2009 r. jest pierwszą z możliwych dat przystąpienia Polski do strefy euro, ale biorąc pod uwagę pewne nieprzewidziane opóźnienia, sprawy proceduralne, to wydaje się, że okrągła data 2010 jest datą realistyczną. [...] To nie jest późno, tylko realistycznie, a rok 2009 jest relatywnie wczesny. Taką datę przyjęcia euro przez Polskę prognozowałem po raz pierwszy na konferencji NBP w 1997 r.

Jeżeli nie powiedzie się średnioterminowa strategia finansów publicznych i plan Hausnera, to nie spełnimy kryteriów z Maastricht. Wejście do strefy euro przesuwa się wtedy poza 2010 rok i to nie byłoby dobre.

Wydaje się to jednak niemożliwe [przyjęcie euro w 2008 r.]. Po pierwsze istnieją określone procedury włączenia do strefy euro. GUS ogłosi dane o deficycie budżetowym za 2007 r. dopiero w maju 2008 r. [...] Ponadto ostateczną decyzję o wyrażeniu zgody na wejście do strefy euro podejmuje Komisja Europejska, która co dwa lata dokonuje przeglądu sytuacji makroekonomicznej krajów członkowskich, jak i kandydujących. Następnym będzie w 2004, kolejny w 2006, potem w 2008 r. [...] Komisja w tej sprawie zbiera się w marcu i jeśli w marcu 2008 r. podejmą dla Polski pozytywną decyzję, to mamy znów 1 stycznia 2009 r.

Główne założenie, które trzeba przyjąć, to przebywanie w mechanizmie ERM2 jak najkrócej, czyli dwa lata. [...] Jeżeli mamy być w ERM2, to jak najkrócej, żebyśmy nie byli wystawieni na ataki spekulacyjne. Ważny jest także, by w drugim roku uczestnictwa w mechanizmie kursowym spełnione były pozostałe kryteria zbieżności.

Im dłużej kurs płynny będziemy mieli, tym lepiej. Absolutnie nie ma sensu i nie należy z tego rezygnować. System kursowy należy zmienić, kiedy będziemy wchodzić do ERM2. Musimy się upierać przy interpretacji $\pm 15\%$. [...] Parytet centralny powinien być tak określony, by nie obniżał konkurencyjności cenowej naszej gospodarki.

Wszystko zależy od roku, w którym będziemy przystępować do ERM2. Gdybyśmy wchodzić do ERM2 na początku 2007 r., to nie jest wykluczone, że byłby to kurs 4,40-4,60 zł za euro.

Sądzę, że kraje przystępujące do UE równocześnie nie przyjmą euro. Zależy to oczywiście od spełnienia kryteriów. Cały proces będzie rozciągnięty na lata 2007-2012.

Jeżeli reforma finansów będzie wcielana i kondycja finansów publicznych będzie poprawiać się, to złoty będzie się tylko nieznacznie osłabiał aż do momentu akcesji Polski do UE chyba, że zadziała czynnik, który do tej pory nie zadziałał, napływ inwestycji zagranicznych. Nie czerpiemy renty z nadchodzącego członkostwa w UE i trudno się spodziewać, żeby to się stało natychmiast. Po akcesji złoty powinien być mniej więcej na tym poziomie koszyka, na którym jest teraz, lub nieznacznie się umocnić. Jeśli nastąpi jakieś duże polityczne zamieszanie i plan Hausnera nie byłby realizowany, to złoty bardzo się osłabi i mógłby nastąpić nawet kryzys walutowy. Ale jego prawdopodobieństwo uważam za nikłe.

PAP, 27 XI

Mam prawie pewność, że w przyszłym roku nic nadzwyczajnego nie zdarzy się [na rynkach], nie powinno być sytuacji kryzysowej.

Jedynym sposobem na wykorzystanie rezerwy rewaluacyjnej jest wykorzystanie jej części na spłatę długu zagranicznego. To jedyny sposób, reszta to kuglarstwo, dodrukowanie pieniądza.

Andrzej Woźny,
prawdopodobny
kandydat Prezydenta na
członka RPP;
PAP, 3 XII

Z jednej strony są argumenty za najwcześniejszym z możliwych terminów przyjęcia euro, ale może się okazać, że nieznaczne odroczenie w czasie może być korzystniejsze. [...] Wcześniejsze przystąpienie niż w 2009 nie będzie łatwe, szczególnie patrząc na kalendarz rządu, ścieżkę ograniczenia narastania długu oraz deficytu. Rok 2009 jest realistyczny.

Teraz trzeba się martwić o spełnienie kryteriów, to jest w naszych rękach. [...] Nieuczciwe byłoby natomiast po referendum [...] zmieniać reguły gry i ograniczać pasmo wahań dla waluty. Gdyby zostało narzucone wąskie pasmo wahań, to może oznaczać, że bez względu na wyrzeczenia nie spełnimy wymogów i w ogóle nie przystąpimy do EMU w dającej się przewidzieć perspektywie.

Jestem przeciwny sięganiu do rezerwy [rewaluacyjnej] w przypadku, gdy następuje ożywienie gospodarcze. Szczególnie w takim okresie, gdy mają się decydować sprawy racjonalizacji wydatków. [...] Wolałbym sięgnąć po nią, gdyby się okazało, że na przykład za dwa lata, pomimo starań rządu i wyrzeczeń społeczeństwa te wydatki są zmniejszane, ale na skutek niekorzystnych szoków zewnętrznych kurs walutowy obniża się, dług gwałtownie narasta. Wówczas jest powód, żeby ewentualnie skorzystać z rezerwy. Do rezerwy powinno się sięgać w sytuacji



kryzysowej. Przeznaczenie części rezerwy na zmniejszenie zadłużenia zagranicznego może być natomiast dobrym testem woli współpracy między rządem i RPP.

Nie rozumiem sensu takiej propozycji [wcześniejszego usztywnienia kursu]. [...] Zmiana reżimu nie wchodzi chyba w grę, komplikowałoby to niepotrzebnie proces przystępowania do EMU. Nowe rozwiązania nie zawsze lepiej funkcjonują od istniejących.

Mam nadzieję, że zaufanie inwestorów powróci. Węgry, którzy mają gorszą sytuację ekonomiczną są ogólnie postrzegani jako kraj bardziej stabilny. Wiele wskaźników pokazuje, że kurs powinien ulegać aprecjacji, ale do końca trudno jest prognozować.

Gospodarka przyspiesza, nie możemy więc wykluczyć pewnego przyspieszenia inflacji. Nie ma na razie wystarczających przesłanek do obniżki stóp. Ponadto nowa Rada będzie musiała dać wyważony, mądry sygnał rynkowi. Ważne jest, by nie wysłać fałszywego sygnału szczególnie w początkowym okresie, gdy kształtować się będzie tożsamość nowej Rady. [...] Przy niepewności związanej z wyborem do nowej Rady istotna jest ciągłość działań, przynajmniej w tym pierwszym okresie funkcjonowania nowej Rady.

Ryzyko pojawienia się presji inflacyjnej istnieje, ale jeżeli będzie ona wywołana krótkookresowymi i odwracalnymi szokami, to nie powinno to stanowić podstawy do wzrostu stóp procentowych.

Coraz częściej podkreśla się, że prowadzenie polityki pieniężnej zaczyna przypominać zarządzanie w warunkach kryzysu [...]. W związku z tym oparcie tej polityki na pewnych sztywnych regułach staje się trudne. Tym bardziej nabiera więc znaczenia problem wyjaśniania przez członków RPP motywów podejmowanych decyzji. [...]

Niezrealizowanie na przykład rocznego celu inflacyjnego nie jest samo w sobie dużym problemem. Natomiast trzeba wyraźnie umieć pokazać, które szoki są zależne od polityki pieniężnej, a które nie. Wyjaśnić na co stopy procentowe mają wpływ.

To jest problem demokratycznego nadzoru, który nie ogranicza w żaden sposób niezależności banku centralnego. To są różne rzeczy. Narzędzia demokratycznej kontroli wcale nie ograniczają niezależności NBP. Chodzi tutaj na przykład o list, który zobowiązany byłby wysłać prezes banku centralnego do rządu, czy Sejmu, jeśli cel inflacyjny nie zostanie zrealizowany. Wyjaśniono by w nim przyczyny takiego stanu. Nie byłoby jednak żadnych sankcji.

Nie zostały popełnione istotne błędy dotyczące podejmowania decyzji o kształcie stóp procentowych przez obecną Radę. [...] Rada działała ostrożnie. [...] Słabość polegała raczej na komunikowaniu się z rynkami, a przede wszystkim z rządem i parlamentem.

Pod lupą: Rząd i polityka

- Komisja Finansów Publicznych skończyła prace nad budżetem – zaproponowała niewielkie zmiany
- Zapowiedź dobrego wyniku budżetu w listopadzie
- Sezonowe pogorszenie rządowych prognoz bezrobocia

Komisja sejmowa proponuje nieco niższy deficyt

Sejmowa Komisja Finansów Publicznych zakończyła prace nad projektem przyszłorocznego budżetu. W wyniku zaproponowanych zmian członkom Komisji udało się znaleźć 732 mln zł oszczędności w budżecie. Niemniej jednak tylko 200 mln zł przeznaczonych zostanie na redukcję deficytu, podczas gdy reszta powinna zostać według postów przeznaczona na różne inne cele, w największej skali na pomoc społeczną (225 mln zł), kontrakty wojewódzkie (120 mln zł) oraz policję (100 mln zł). Co ciekawe (i dość typowe dla parlamentarnych pomysłów), większość z wypracowanych „oszczędności” (426 mln zł) powstała w rezultacie zwiększenia dochodów budżetowych (co gorsza, w dość nierealistyczny sposób, tj. poprzez założenie lepszej ściągłości podatków). Tymczasem zaproponowane cięcia wydatków wyniosły tylko nieco powyżej 300 mln zł. O 100 mln zł zredukowano wydatki administracyjne ZUS, a o 70 mln zmniejszono przewidywane wydatki na organizację wyborów i referendum. O 12,3 mld zł obcięto planowane wydatki Kancelarii Sejmu, a po 10 mln zmniejszono wydatki Kancelarii Senatu, Kancelarii Prezydenta oraz IPN. Pozostałe cięcia wydatków wyniosły 93 mln zł.

W sumie modyfikacje dokonane przez Komisję Finansów Publicznych w projekcie budżetu na przyszły rok mają niewielkie znaczenie i nie zmieniają jego oceny. Dlatego propozycje postów nie wywarły wpływu na sytuację rynkową. Najważniejsze jest to, że zaproponowane zmiany nie zmniejszają ryzyka przekroczenia w 2004 r. prognozy ostrożnościowego poziomu długu publicznego do PKB w wysokości 55%. Aby zredukować to ryzyko konieczne byłyby dużo głębsze cięcia wydatków lub zmiany po stronie dochodów oparte na bardziej wiarygodnych założeniach (niż większa ściągłość podatków). Po zakończeniu prac w Komisji Finansów Publicznych projekt ustawy budżetowej trafił do drugiego czytania w Sejmie, które zostało zaplanowane na 16 grudnia. Ostateczne głosowanie posłów nad budżetem nastąpi 19 grudnia.

Dobry wynik budżetu w listopadzie

Według dyrektora departamentu budżetu Ministerstwa Finansów Elżbiety Suchockiej-Roguskiej deficyt

budżetowy po jedenastu miesiącach br. nie przekroczył 92% całorocznego planu. Oznacza to, że w samym listopadzie różnica między dochodami a wydatkami budżetu państwa była naprawdę niewielka, sięgając maksymalnie 800 mln zł (wobec 3 mld zł deficytu w listopadzie 2002 i 2001 r. oraz średniego miesięcznego deficytu na poziomie 3,48 mld zł w okresie styczeń–październik br.). Z punktu widzenia perspektyw realizacji tegorocznej ustawy budżetowej jest to oczywiście pozytywna wiadomość. Ryzyko przekroczenia zaplanowanego na ten rok poziomu deficytu (38,7 mld zł) jest dość niskie. Ale inną kwestią jest to, jak ten wynik został osiągnięty. Należy się spodziewać, że zahamowane przyrostu deficytu możliwe było, podobnie jak w październiku, dzięki cięciom wydatków, a nie poprawie we wpływach podatkowych. Problem polega na tym, że „cięcia wydatków”, które dotyczą głównie dotacji dla różnych funduszy (Funduszu Pracy, FUS-u) nie oznaczają obniżenia poziomu wydatków całego sektora publicznego, lecz zmuszają jedynie niedoszlanych beneficjentów dotacji do poszukiwania pieniędzy gdzie indziej (np. w bankach komercyjnych). W rezultacie deficyt „wycieka” poza budżet centralny do pozostałych elementów sektora finansów publicznych. Podsumowując, oczekiwany niski poziom deficytu budżetu w listopadzie zmniejsza obawy o możliwość przekroczenia zaplanowanej wielkości deficytu i wystąpienie problemów płynnościowych budżetu, ale nie zmienia ogólnego obrazu sytuacji całego sektora finansów publicznych.

Byłe do wiosny

Minister gospodarki, pracy i polityki społecznej Jerzy Hausner powiedział, że stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w listopadzie do 17,5% z 17,4% w październiku. Dodał również, że w kolejnych miesiącach bezrobocie nadal będzie wzrastać. Ponowny spadek stopy bezrobocia nastąpić ma zdaniem Hausnera od marca. Szczerze mówiąc nie odkrył on żadnej tajemnicy, ponieważ taka ścieżka stopy bezrobocia wynika z silnej sezonowości tego wskaźnika - liczba miejsc pracy w gospodarce późną jesienią każdego roku ulega znacznemu zmniejszeniu i spada aż do marca-kwietnia następnego roku, powodując wzrost stopy bezrobocia. Nie ma wątpliwości, że po zimie bezrobocie rzeczywiście spadnie. Pozostaje pytanie, jak silny będzie ten spadek. Niestety nie oczekujemy gwałtownej poprawy na tym polu i stopa bezrobocia będzie nadal na tyle wysoka, że niemożliwe będzie spektakularne ożywienie popytu konsumpcyjnego.



Wypowiedzi członków rządu i polityków

W końcu listopada i na początku grudnia media prezentowały najczęściej komentarze członków rządu i polityków dotyczące zbliżającego się szczytu w Brukseli, na którym miały się zdecydować losy projektu nowej konstytucji Unii Europejskiej. Problematyka gospodarcza nie znikła jednak zupełnie z wypowiedzi polityków. Z tygodnia na tydzień coraz bardziej optymistyczne są przewidywania wicepremiera Jerzego Hausnera odnośnie wzrostu gospodarczego (wystarczy porównać jego wypowiedzi na ten temat z 27 października i 2 listopada). Jego zdaniem w całym 2003 r. PKB może wzrosnąć nawet o 3,7%. Będąc przekonany o zdrowiu fundamentów gospodarki Hausner podkreśla w swoich wypowiedziach, że osłabienie na krajowym rynku finansowym jest nieracjonalne. Andrzej Raczko odniósł się natomiast do irracjonalnej polityki pieniężnej prowadzonej na Węgrzech. Jego zdaniem wydarzenia na Węgrzech są przestrożą przed próbami modyfikacji podstawowego celu NBP i zmianą reżimu kursu walutowego.

Dyrektor departamentu polityki zagranicznej w Ministerstwie Finansów Jacek Tomorowicz powiedział, że dokonywane przez resort finansów transakcje sprzedaży i zakupu na rynku walutowym nie będą miały charakteru interwencji rynkowych. Potwierdził on, że ministerstwo zamierza przeprowadzić pierwszą operację tego typu (sprzedaż 250 mln € do końca grudnia w celu zasilenia złotych rachunków rządowych - waluty mają pochodzić z pożyczki 500 mln € z EBI), ale dodał, że nie ma obecnie planów podejmowania takich działań również w przyszłości. Tomorowicz dodał, że decyzja o przeprowadzeniu tej transakcji nie była spowodowana wysokim kursem euro. Z drugiej strony, powiedział on, że przy niekorzystnych warunkach rynkowych transakcja nie zostałaby przeprowadzona. Powiedział też, że ministerstwo zdecydowało się na transakcję na rynku, ponieważ będzie ona bardziej opłacalna niż wymiana dewiz w NBP.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Miller premier PAP, 28 XI	Kurs złotego cały czas się waha, raz jest słabszy raz silniejszy. Ważne jest, że utrzymuje się mniej więcej na tym samym poziomie. Nie widzę specjalnych zagrożeń. Wolabym nie mówić o szczegółach, bo okaże się, że rynki zareagowały w pozytywny czy inny sposób. Nie sądzę, aby te wahania wywoływały jakieś zagrożenia. 4,5 mld zł [planowanych wpływów z prywatyzacji w 2003 r.] będzie wykonane.
Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy; PAP, 2 XII	Jeżeli się nie mylę, w IV kw. PKB wzrosło o 4,5%, to w całym roku możliwy jest wzrost PKB nawet o 3,7%. Nie spodziewam się żadnych zawirowań na rynkach finansowych [przy wyborze członków RPP], bo spodziewam się, że kandydatury, które zostaną zgłoszone i zaakceptowane [...] to będą kandydatury osób uznanych za profesjonalne, kompetentne, gwarantujące dobre wypełnianie przez RPP swojej konstytucyjnej i ustawowej roli. [...] W najmniejszym stopniu nie przypuszczam, że pojawią się w tym składzie osoby przypadkowe, które nie posiadałyby potwierdzonych kwalifikacji merytorycznych związanych ze znajomością problemów makroekonomii i finansów publicznych. [...] Będę przekonywał decydentów, że wszystkie osoby, niezależnie od tego jakie to będą nazwiska, muszą się legitymować wysoką wiedzą i kompetencjami zawodowymi, bo to jest nasze wspólne bezpieczeństwo. Co do skali koniecznej konsolidacji fiskalnej to ta, którą zaproponował rząd nie jest skalą, którą można obniżyć, bo nie uzyska się wówczas celu. Ale co do struktury działań i ich harmonogramu możliwe jest korygowanie i modyfikacja pierwotnych propozycji. [...] Na pewno rząd nie ma zamiaru tego robić [wycofać się z podejmowanych działań].
PAP, 1 XII	Na pewno bezrobocie rejestrowane wzrosło [w listopadzie] – to jest nieuniknione. Mam nadzieję, że ten wzrost będzie wzrostem, który przesunie nas o 0,1% w porównaniu z październikiem, czyli będziemy mieć 17,5%. [...] Zakładam, że najbliższe 3-4 miesiące na pewno będą miesiącami, w których bezrobocie rejestrowane wzrosło. Natomiast zapewniam, że od marca będziemy mieli znaczącą i wyraźną poprawę. W tym roku przez osiem kolejnych miesięcy bezrobocie spadało i jestem przekonany, że taki sam, i to znacznie mocniejszy okres czeka nas w przyszłym roku. Zdaję sobie sprawę, że najtrudniejszy z tego punktu widzenia [finansowania budżetu] będzie I kwartał, bo taki jest układ strumieni finansowych, związanych z budżetem państwa, że najtrudniej ministrowi finansów rozwiązywać problemy w I kwartale, bo z jednej strony są relatywnie najmniejsze wpływy, a relatywnie wysokie wydatki.
PAP, Reuters, 28 XI	Coraz więcej osób jest poza rynkiem pracy, coraz większa liczba osób otrzymuje świadczenia. Zagadnienia, które mnie interesują są takie: wzrost, inwestycje i wchodzenie na rynek pracy, przy czym w kwestii wzrostu mnie się wydaje, że w IV kwartale będziemy mieli wzrost na poziomie około 4,5 proc. Mamy do czynienia z bardzo chwiejnymi rynkami, z sytuacją, która trwa od wielu tygodni i nie ma żadnych fundamentów naszej gospodarki, bo Polska gospodarka w tej chwili rozwija się w tempie 4,5 proc. wzrostu. Naprawdę trzeba się zastanowić, dlaczego rynki finansowe reagują tak jak reagują obecnie w Polsce, w sytuacji kiedy, gdy chodzi o fundamenty polskiej gospodarki, powodów do takiej reakcji nie ma. Jest pytanie, czy rynki finansowe reagują na poziom ryzyka, oceniają obiektywnie poziom ryzyka i dokonują zakupów, czy też same stwarzają ryzyko, które później eksploatują przeciwko państwu. (...) Moim zdaniem ten system nie działa w sposób obiektywny i racjonalny.
PAP, Reuters, 27 XI	Na dzisiaj moja prognoza jest taka, że wzrost PKB w III kwartale wyniesie 4%, a w IV kwartale minimum 4%, zaś w całym roku 3,5%. Tego się trzymam. [...] Jesteśmy na dobrej drodze do osiągnięcia 5% wzrostu w przyszłym roku. Dane za październik są danymi, które skłaniają mnie do posunięcia się dalej w moim lekkim optymizmie, bo mamy już w tej chwili sygnały świadczące o tym, że nie tylko mamy wzrost produkcji eksportu, ale także nakładów inwestycyjnych. Jeżeli ruszą inwestycje, a to jest pierwszy miesiąc, w którym idą w górę, choć z niskiego pułapu, to uważam, że jesteśmy 'w domu'. [...] Na pewno inwestycje będą systematycznie rosły, na inwestycje musi się przenieść obniżenie podatków [...] Polska gospodarka jest na ścieżce wzrostu i trzeba teraz pilnować finansów publicznych i na prawdę będzie dobrze. W listopadzie mamy zawsze tendencję wzrostową [stopy bezrobocia]. Nie wydaje mi się, by tym razem było inaczej. Ja szacuję, że będzie to więcej o 0,1 maksymalnie 0,2 i mam nadzieję, że będzie to maksymalnie o 0,1 [pkt. proc. więcej niż w październiku]. Rząd będzie chciał uzgodnić z NBP sposób rozwiązania rezerwy rewaluacyjnej, ale nie będzie chciał robić tego ustawowo.
Andrzej Raczko, minister finansów; PAP, 28 XI	Sądzę, że przykład węgierski jest przestrożą przed próbami modyfikacji podstawowego celu NBP. Próby realizacji obu tych celów [ograniczenie inflacji oraz zapobiegania niekorzystnym zmianom kursu] mogą czasami spowodować dość zaskakujące skutki finansowe. Jednoznacznie celem polityki NBP jest cel inflacyjny. Bank centralny uznaje, że kurs [walutowy] nie powinien być tym celem, w związku z tym nie należy oczekiwać takiego zachowania się banku, jak to było na Węgrzech. W Polsce mamy płynny kurs walutowy. Rynek decyduje o poziomie kursu. NBP i MF nie mają zamiaru na to wpływać. Nie ma możliwości powtórzenia się scenariusza węgierskiego.
Witold Orłowski, główny doradca ekonomiczny Prezydenta;	[zespół doradców Prezydenta] Zapoznaliśmy się z planem Hausnera, wyrażamy poparcie dla niego. To minimum które musi zostać zrobione. Ale to nie wystarczy dla zapewnienia długofalowego wzrostu. [...] Jeśli nie nastąpi korekta polityki gospodarczej, czyli plan Hausnera plus reforma samorządowa, zdrowia i działania proinwestycyjne to uważam, że jest prawdopodobieństwo, że Polska przekroczy poziom 60% długu w relacji do PKB. [...] Zespół nie



PAP, 27 XI	<p>wątpi, że Polska wchodzi w okres ożywienia gospodarczego. Nie wydaje nam się by powtórzyły się lata łatwego wzrostu. Bez reform strukturalnych nie doprowadzimy do tego by tempo wzrostu było na dłuższą metę większe. [...] Ekonomiści spodziewają się, że tempo wzrostu w ostatnich dwóch kwartałach przyspieszy do około 4%, a w całym roku wzrost wyniesie około 3,5%. [...] Nie mamy wątpliwości, że jest konieczne przeprowadzenie korekt polityki gospodarczej by Polska mogła rozwijać się w tempie pozwalającym na ograniczenie bezrobocia, czyli ok. 5%. [...] Rząd powinien skupić się na lepszym komunikowaniu z rynkiem, jeżeli nie będzie podjęty wysiłek ograniczenia deficytu w 2004 roku wzrost rynkowych stóp spowoduje, że rząd będzie musiał dokonać większych cięć wydatków. Ze względu na wysoki poziom, na jakim stopy znajdują się obecnie, nie ma pewnie co obawiać się podwyżek stóp procentowych. Natomiast ewidentnie może zniknąć ochota do obniżania stóp procentowych i to nawet przez nową RPP. [...] W tej chwili nie bardzo widoczny jest powód, dla którego RPP miałaby zaostrzać politykę pieniężną, podwyższać stopy. Są one na stosunkowo wysokim poziomie. Można by oczywiście powiedzieć, że gdyby Rada we właściwym w czasie obniżała bardziej radykalnie stopy, mogłyby być one na przykład niższe o 200 pb., to znacznie bardziej byłby prawdopodobne podwyżki dzisiaj.</p> <p>Mamy do czynienia z rozchodzeniem się wskaźników makroekonomicznych i wskaźników rynków finansowych. To świadczy o pogarszających się ocenach rynków finansowych. Rynki zwiększają swoją premię za ryzyko. To jest proces na szczęście bardzo wolny i można go jeszcze powstrzymać. [...] Fundamenty są zupełnie niezłe. Nie ma powodów do tak nerwowych reakcji rynku. Jeśli rząd zdoła przedstawić wiarygodny, spójny budżący zaufanie program całościowy reform gospodarczych, to da się powstrzymać proces rozbiegania wskaźników makroekonomicznych i oczekiwać.</p> <p>Wydaje się, że w jakiś sposób jest możliwe części rezerwy bez zagrożenia dla polityki monetarnej. Mówimy o operacjach pod kreską, a nie bieżących dochodach, na przykład poprzez odsprzedanie budżetowi części rezerw dewizowych.</p>
Jerzy Jaskiernia, szef klubu SLD; PAP, 9 XII	Co do tego, że te osoby [Czekaj, Nieckarz, Pietrewicz] powinny być zgłoszone jest porozumienie, i my to porozumienie uszanujemy. [...] SLD oczekuje, że to będą kandydaci, którzy wzmocnią RPP, ale swoimi decyzjami będą dbali zarówno o pieniądź jak i rozwój gospodarczy, o obniżenie bezrobocia.
Zbigniew Kuźmiuk, wiceszef klubu PSL; PAP, 9 XII PAP, 2 XII	<p>Jeżeli kandydatura Nieckarza zostanie zgłoszona, to prawdopodobnie ją poprzemy. Znamy poglądy Nieckarza i one były zawsze krytyczne wobec zarządu NBP i RPP. On gwarantuje inne podejście do polityki pieniężnej i nie nawrócił się wczoraj.</p> <p>Można powiedzieć, że na pewno naszym kandydatem [do RPP] będzie profesor Mirosław Pietrewicz. [...] Liczymy na poparcie i klubów i kół opozycyjnych, a może nawet SLD.</p> <p>Zobaczymy co to będą za kandydaci [zgłoszeni przez SLD]. Dla nas kryterium wyboru jest deklaracja prowadzenia innej niż do tej pory polityki pieniężnej.</p>
Janusz Lisak, szef klubu UP; PAP, 9 XII	Prawdopodobnie zgłosimy naszego kandydata na trzecie miejsce w RPP i będzie to pan Stanisław Nieckarz.
Andrzej Pęczak, poseł SLD; PAP, 9 XII	Stanisław Nieckarz będzie prawdopodobnie kandydatem SLD i UP do Sejmu. [...] Podczas niedzielnego posiedzenia prezydium klubu była rozważana ta kandydatura. My zgłosiliśmy już Jana Czekaję, a PSL Mirosława Pietrewicza. Natomiast Stanisław Nieckarz byłby kandydatem rekomendowanym przez UP.
Elżbieta Suchocka-Roguska, dyr. dep. budżetu MF; PAP, 2 XII	[deficyt budżetu po listopadzie] Będzie to nie więcej niż 92%. Ile dokładnie, jeszcze nie wiemy.
Jacek Tomorowicz, dyr. dep. polityki zagranicznej MF; PAP, 8 XII	<p>Ministerstwo jest przygotowane do tego, aby przeprowadzać operacje w dwie strony: albo kupna, albo sprzedaży walut na rynku. Poinformowaliśmy o pierwszej tego typu transakcji. Na razie nie ma żadnego programu przeprowadzania takich działań w przyszłości. W przypadku tej operacji [sprzedaży 250 mln €] chodziło przede wszystkim o to, żeby pozyskać złote. W tym przypadku sytuacja rynkowa była neutralna. Oczywiście, jeśli warunki rynkowe będą niekorzystne, to takiej operacji nie będzie się przeprowadzać.</p> <p>Zamiast kupować środki w NBP, z pewnych względów może być bardziej opłacalne dokonanie tego na rynku. Natomiast nie ma to żadnego charakteru interwencji rynkowych.</p>
Anonimowy przedstawiciel SLD, członek zespołu weryfikacyjnego; PAP, 4 XII	<p>SLD wyłoniło wstępną listę kandydatów na członków Rady Polityki Pieniężnej. Znalazło się na niej 6 osób, w tym obecnie zasiadający w Radzie Jan Czekaj oraz senator Marian Noga. W pewnym momencie na „długiej liście” znajdowało się 9 osób, ale ostatecznie pod koniec rozmów wyłoniliśmy 6 osób. Wyboru kandydatów SLD do RPP dokona prezydium klubu w niedzielę. Nie wszystkie środowiska, które z nami współpracują odpowiedziały do dnia dzisiejszego, więc może się tak zdarzyć, że będziemy musieli uwzględnić jeszcze inne propozycje. Lista nie jest zamknięta. Przygotowana lista dotyczy osób wybieranych do RPP zarówno przez Sejm jak i Senat.</p> <p>SLD jest otwarte ma dyskusję i z Platformą Obywatelską i z PSL. Porozumienie jest możliwe nie tylko z PSL. Dotyczyłoby ono wyboru jednego członka w Senacie.</p>

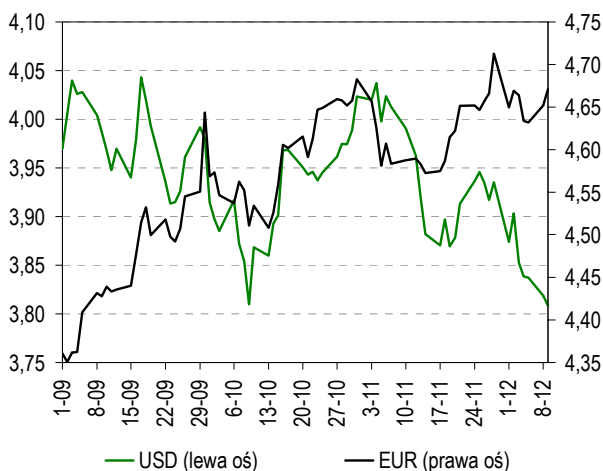
Monitor rynku

- **Zamieszanie na Węgrzech spowodowało osłabienie kursu złotego i polskiego rynku długu**
- **Na początku grudnia wyraźna poprawa nastrojów**

Podwyżka stóp na Węgrzech osłabia złotego

Koniec listopada na polskim rynku finansowym stał pod znakiem zamieszania na Węgrzech. Po kilku tygodniach stosunkowo spokojnego handlu w piątek 28 listopada ożywił się z powodu nieoczekiwanej podwyżki stóp procentowych dokonanej przez węgierski bank centralny. W piątek rano podniósł on główną stopę procentową o 300 pkt. bazowych. Decyzja miała na celu powstrzymanie spekulacji na fornicie. Jednak naszym zdaniem tak zaskakujące posunięcie może jedynie pogłębić wątpliwości inwestorów odnośnie spójności polityki monetarnej Węgier, nakierowanej równocześnie na stabilizację kursu walutowego i bezpośredni cel inflacyjny. Może to prowadzić do dalszych spekulacji przeciw forintowi. Dowodzi to również, jakie problemy mogą mieć kraje wstępujące do UE, jeśli zostaną poddane konieczności utrzymania wąskiego pasma wahań kursowych w systemie ERM2, co sugerują niektórzy decydenci po stronie Unii.

Złoty w ostatnich 3 miesiącach



Źródło: NBP

Krótko po ogłoszeniu decyzji Narodowego Banku Węgier złoty uległ znacznej deprecjacji. Ponieważ towarzyszył temu znaczny wzrost kursu EURUSD osiągnięty został rekordowo wysoki poziom kursu EURPLN (4,7127 na fixingu NBP 28 listopada). Jeszcze tego samego dnia krajowa waluta zaczęła jednak odrabiać straty. Wsparciem dla niej były m.in. zaskakująco dobre dane na temat bilansu płatniczego w październiku. Stopniowe umocnienie złotego kontynuowane było na początku grudnia. Umiarkowany

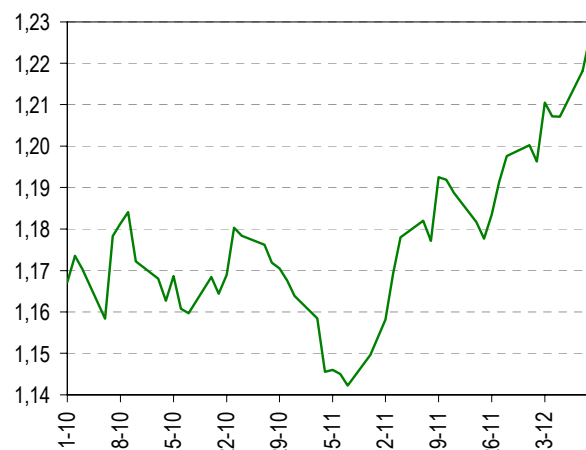
wpływ na poprawę notowań złotego miała podana 5 grudnia informacja Ministerstwa Finansów o planowanej sprzedaży walut obcych na rynku międzybankowym. Kurs krajowej waluty pozostawał przede wszystkim pod wpływem aprecjacji euro względem dolara. Dlatego złoty był na początku grudnia relatywnie mocniejszy wobec amerykańskiej waluty.

Według fixingów NBP w listopadzie dolar był notowany pomiędzy 3,8694 zł (19 XI) a 4,0373 zł (4 X) i średnio na poziomie 3,9443 zł (wobec 3,9240 zł w październiku). Natomiast euro wyceniano od 4,5726 zł (14 XI) do 4,7127 (31 X) oraz przeciętnie na poziomie 4,6194 zł (w październiku 4,5918 zł).

Euro bije rekordy względem dolara

Pod koniec listopada rozpoczęła się kolejna fala osłabienia dolara względem euro. Kurs EURUSD przebił psychologiczną barierę 1,20 dolara za euro, a następnie osiągał kolejne rekordowe poziomy. Osłabienie dolara przypisuje się przede wszystkim obawą inwestorów o narastający deficyt budżetowy i deficyt handlowy w Stanach Zjednoczonych (problem tzw. twin deficits), co równoważy pozytywny wpływ coraz lepszych wskaźników aktywności gospodarczej oraz coraz silniejszych symptomów poprawy sytuacji na rynku pracy w gospodarce amerykańskiej. Nie bez znaczenia jest też utrzymująca się napięta sytuacja w Iraku.

Kurs euro do dolara



Źródło: NBP, BZ WBK

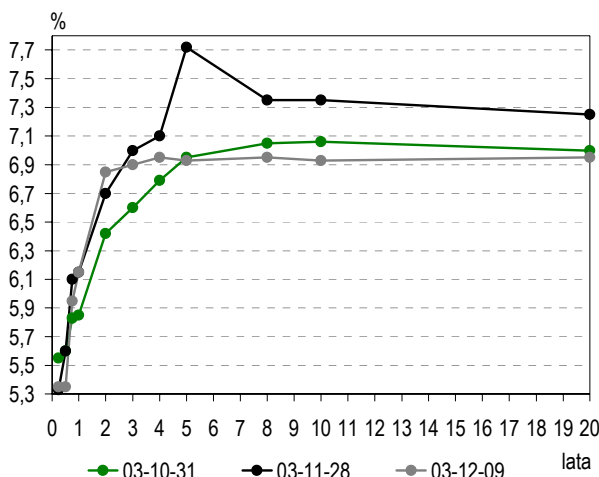
Odwiłz na rynku papierów dłużnych

Podobnie jak na rynku walutowym, sytuacja na krajowym rynku papierów dłużnych pod koniec listopada ukształtowana została przez wydarzenia na Węgrzech. Tak jak w przypadku kursu złotego, wzrost rentowności polskich obligacji po ogłoszeniu decyzji Narodowego Banku Węgier okazał się bardzo krótkotrwały. Na



początku grudnia na rynku papierów dłużnych następowało stopniowe umocnienie. Pozytywnym czynnikiem była podana 1 grudnia wstępna informacja o planach finansowania potrzeb pożyczkowych w I kwartale 2004 r. Wzmocnienie nastąpiło szczególnie w segmencie obligacji 5-letnich, ponieważ okazało się, że tego rodzaju papiery zostaną zaoferowane dopiero w marcu. Wielu inwestorów, którzy wcześniej liczyli, że będą mogli wkrótce kupić takie papiery za niższą cenę, po komunikacie Ministerstwa Finansów uznało, że nie mogą czekać tak długo i postanowiło przystąpić do zakupów. W kolejnych dniach następowała dalsza poprawa sytuacji na długim końcu krzywej dochodowości (segment 5 i 10 lat), czemu nie przeszkodziła nawet stosunkowo nieudana aukcja obligacji 5-letnich (patrz niżej). Natomiast sektor 2 lat pozostawał pod presją oczekiwaną wysokiej podaży. W rezultacie doszło do spłaszczenia krzywej dochodowości.

Krzywa rentowności



Źródło: BZ WBK

Pierwszy przetarg nowego benchmarku 2-letniego OK0406, który odbył się 3 grudnia, można uznać za raczej nieudany. Umiarkowana oferta papierów ze strony ministerstwa spotkała się z dość niskim popytem inwestorów. Sprzedano wszystkie obligacje, jednak

średnia rentowność przekroczyła poziom 7% i była znacznie wyższa od rentowności na poprzednim przetargu obligacji 2-letnich oraz wyraźnie powyżej notowań rynkowych dotychczasowego benchmarku 2-letniego (OK0805). Bardziej udany był przetarg uzupełniający, na którym zaoferowano papiery za 200 mln zł. Zgłoszono bardzo wysoki popyt, bowiem cena z pierwszego przetargu była niższa od bieżącego poziomu na rynku. Ministerstwo Finansów sprzedało wszystkie oferowane papiery.

Na przetargu zamiany obligacji w dniu 9 grudnia Ministerstwo Finansów oferowało odkup obligacji trzech serii (OK1203, OS0204, OK0404) i sprzedawało papiery dwóch serii (OK0406, DS1013). Sprzedano obligacje o wartości nominalnej 1 072 mln zł w zamian za papiery o wartości 909 mln zł, podczas gdy inwestorzy zgłosili do odkupu obligacje na kwotę 1 438 mln zł. Wśród odkupionych obligacji były między innymi papiery serii OK1203 o wartości 496 mln zł, co zmniejszyło ilość obligacji do wykupu 21 grudnia o niemal 8%.

Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
03.11.2003	-	1 400 / 1 400	1 400 / 1 400
07.11.2003	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
17.11.2003	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
24.11.2003	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
Razem listopad	-	4 400 / 4 400	4 400 / 4 400
01.12.2003	-	1 100 / 1 100	1 100 / 1 100
08.12.2003	-	1 100 / 1 100	1 100 / 1 100
15.12.2003	100	1 500	1 600
22.12.2003	-	1 500	1 500
Razem grudzień	100	5 200	5 300

Źródło: Ministerstwo Finansów

Szczególne znaczenie dla inwestorów będzie miała wielkość podaży w I kwartale przyszłego roku, tym bardziej, że będzie jeszcze wówczas utrzymywała się niepewność związana z implementacją planu Hausnera. O planach emisji papierów skarbowych w 2004 r. napiszemy w ramach *Tematu miesiąca* styczniowej edycji MAKROskopu.

Przetargi obligacji skarbowych w 2003 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	08.01	OK1204	2 500	2 500	15.01*	DS1013	2 400	2 400	22.01	PS0608	2 200	1 959,1
lut	05.02	OK1204	2 800	2 114,3	12.02	WS0922	1 000	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	3 600	3 600	-	-	-	-
maj	07.05	OK0405	2 800	2 800	21.05*	PS0608	3 600	3 555	-	-	-	-
czerwiec	04.06*	OK0405	3 300	2 852,2	18.06	PS0608	2 000	2 000	-	-	-	-
lipiec	02.07*	OK0405	3 000	2 836,0	9.07*	DS1013	1 200	1 200	-	-	-	-
sierpień	06.08*	OK0805	3 360	3 360	-	-	-	-	-	-	-	-
wrzesień	03.09*	OK0805	3 000	2 501	10.09	WS0922	odwołany	-	17.09	PS0608	2 700	0
październik	01.10	OK0805	2 900	2 900	08.10	DS1013	500	500	15.10*	PS0608	1 200	1 000
listopad	05.11*	OK0805	1 800	1 800	19.11	DS0509	2 000	1 485,5	-	-	-	-
grudzień	03.12*	OK0406	2 000	2 200	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy

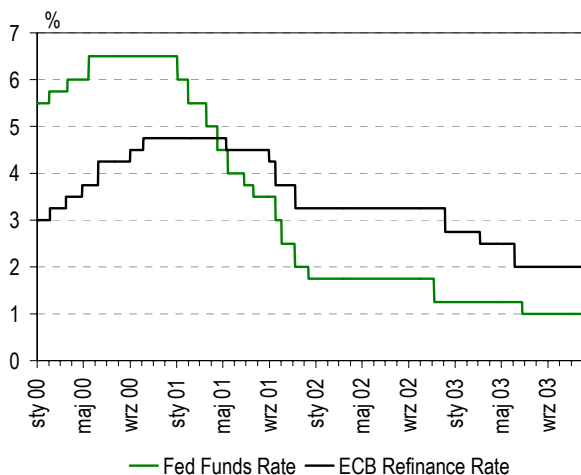
- Stopy procentowe nadal bez zmian
- Wzrost inflacji i podaży pieniądza w strefie euro
- ... ale zdecydowane ożywienie jeszcze nie nastąpiło
- Coraz lepsze wskaźniki koniunktury

Stopy nadal bez zmian – zgodnie z oczekiwaniami

Zgodnie z oczekiwaniami rynku Rada Europejskiego Banku Centralnego nie zmieniła stóp procentowych na posiedzeniu 4 grudnia. Główna stopa procentowa w strefie euro – stopa refinansowa – wynosi 2,0%, czyli nadal jest na najniższym poziomie w historii polityki pieniężnej EBC. W dalszym ciągu oczekuje się, że stopy procentowe zostaną podniesione dopiero w II połowie przyszłego roku.

Kilka dni po Radzie EBC, na posiedzeniu 9 grudnia, również amerykański Komitet Otwartego Rynku pozostawił stopy procentowe bez zmian. Decyzja ta była zgodna z oczekiwaniami analityków. Stopa funduszy federalnych pozostała na poziomie 1,0%, najniższym od 1958 r. W komunikacie z posiedzenia Fed stwierdzono, że dzięki niskiej inflacji i niskiemu wykorzystaniu mocy produkcyjnych oficjalne stopy procentowe mogą pozostać bez zmian przez dłuższy okres. Z drugiej strony podkreślono, że ryzyko niepożądanego spadku inflacji znacznie zmniejszyło się w ostatnich miesiącach, co przez część analityków zostało odebrane jako zapowiedź wcześniejszego niż dotąd oczekiwanego zwrotu w polityce pieniężnej Fed.

Stopy procentowe w USA i strefie euro

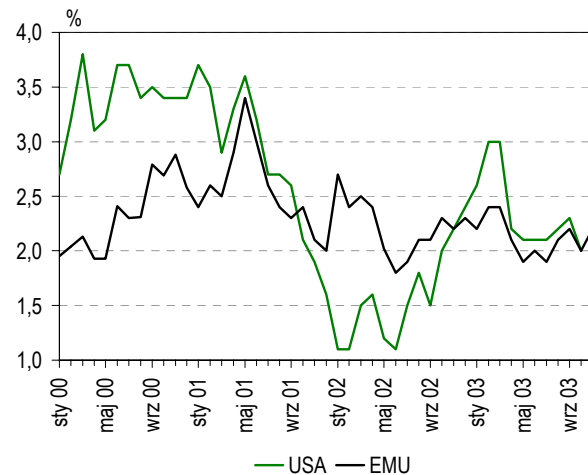


Źródło: Reuters

Przyspieszenie inflacji i pieniądza w strefie euro

Według wstępnych szacunków roczna stopa inflacji w strefie euro zwiększyła się w listopadzie do 2,2% z 2,0% odnotowanych w październiku, przekraczając cel inflacyjny ECB na poziomie 2,0%. Analitycy spodziewali się przyspieszenia dynamiki cen do 2,1%. Podano również dane o cenach producenta w strefie euro za październik. Wzrosły one o 0,1% m/m, a roczna dynamika PPI wyniosła 0,9% wobec 1,1% we wrześniu. Prognozy analityków były na poziomie odpowiednio 0,0% m/m oraz 1,0% r/r.

Inflacja konsumenta r/r



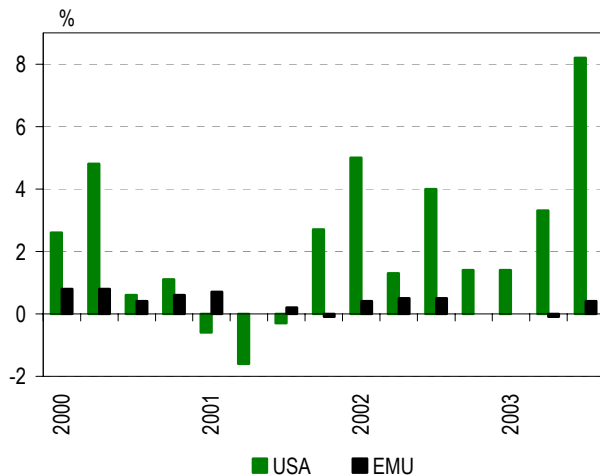
Źródło: Reuters

Według danych EBC, dynamika podaży pieniądza M3 w strefie euro wyniosła w październiku 8,0% r/r, co oznacza wyraźne i nieoczekiwane przyspieszenie z 7,6% odnotowanych we wrześniu (po rewizji z 7,4%). Tymczasem analitycy spodziewali się spowolnienia tempa wzrostu do 7,2%.

... ale ożywienie gospodarki jeszcze nie nadeszło

W strefie euro opublikowane zostały zrewidowane i bardziej szczegółowe dane PKB. Potwierdzone zostały wstępne szacunki, co było zgodne oczekiwaniami. W III kw. br. PKB strefy euro zwiększył się o 0,4% kw/kw po tym jak zmniejszył się o 0,1% w II kw. W ujęciu rocznym gospodarka strefy euro wzrosła w III kw. o 0,3%. Jednocześnie Komisja Europejska podtrzymała prognozy wzrostu na IV kw. br. i I kw. 04 na poziomie odpowiednio 0,2-0,6% kw/kw oraz 0,3-0,7% kw/kw.

Dynamika PKB kw/kw



Uwaga: stopy wzrostu dla USA annualizowane
 Źródło: Reuters

We wrześniu sprzedaż detaliczna w strefie euro pozostała bez zmian w ujęciu miesięcznym oraz zmniejszyła się o 0,6% r/r, w porównaniu z prognozami na poziomie odpowiednio 0,5% oraz 0,5%. Wyniki sierpniowe zostały zrewidowane w dół do -0,4% i -1,1% z -0,1% i -0,9% podanych poprzednio.

Stopa bezrobocia w strefie euro wyniosła w październiku 8,8%, bez zmian wobec danych wrześniowych, co oznacza piąty z rzędu miesiąc stabilizacji stopy bezrobocia. Wynik był zgodny z oczekiwaniami analityków. Najwyższe bezrobocie odnotowano w Hiszpanii, Francji i Niemczech.

Coraz lepiej w gospodarce amerykańskiej

W Stanach Zjednoczonych dane o zamówieniach na dobra trwałe użytku były dość mocne oraz lepsze od oczekiwań ekonomistów, dzięki wysokiemu popytowi na środki transportu. W październiku nastąpił wzrost wartości zamówień aż o 3,3% m/m, podczas gdy prognoza rynku wynosiła 0,8%. Ponadto, wrześniowe dane zrewidowano w górę do 2,1% z 1,1%. Również dane o zamówieniach w przemyśle były mocniejsze niż oczekiwano. W październiku nastąpił znaczny wzrost ich wartości o 2,2% m/m, po wzroście o 1,4% we wrześniu. Prognoza rynkowa była na poziomie 2,0%.

Stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych spadła w listopadzie do 5,9% z 6,0% w październiku, podczas gdy oczekiwano, że pozostanie ona bez zmian. Co więcej, liczba nowych miejsc pracy wzrosła czwarty raz z rzędu, tym razem o 57 tys. Był to jednak wynik poniżej oczekiwań na poziomie 150 tys.

Według danych finalnych, wskaźnik nastrojów amerykańskich konsumentów Uniwersytetu Michigan

zanotował w listopadzie wzrost do 93,7 pkt. z 89,6 pkt. w poprzednim miesiącu. Był to nieco niższy wynik od oczekiwań analityków na poziomie 94,0 pkt., ale wyższy od 93,5 pkt. uzyskanych w badaniu wstępnym.

Poprawa wskaźników koniunktury

Indeks nastrojów w gospodarce strefy euro liczony przez Komisję Europejską wzrósł w listopadzie do 95,9 pkt z 95,5 pkt (zrewidowanych z 95,8 pkt) w październiku. Indeks był dokładnie na poziomie prognozy rynku, a jego wzrost wynikał z poprawy zarówno nastrojów konsumenckich jak i w biznesie. W osobnym raporcie Komisja podała, że wskaźnik koniunktury w przemyśle zwiększył się w listopadzie do 0,02 pkt z -0,21 pkt (zrewidowanych z -0,18 pkt) w październiku. Indeks osiągnął wartość dodatnią pierwszy raz od maja 2001 r.

W listopadzie aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro wzrastała trzeci miesiąc z rzędu i przyspieszała ona w szybszym tempie niż w październiku, ale wolniej niż spodziewali się analitycy. Wskaźnik Reuters PMI wzrósł do 52,2 pkt., co jest najwyższym poziomem od lutego 2001 r., z 51,3 pkt. w poprzednim miesiącu. Trzeci miesiąc z rzędu indeks pozostał powyżej poziomu 50 pkt., czyli granicy między pogorszeniem a poprawą aktywności. Tymczasem w Stanach Zjednoczonych wskaźnik ISM znacznie już się oddalił od tego poziomu, bowiem aktywność gospodarcza w przemyśle szybko wzrastała, a przyspieszenie przekroczyło oczekiwania. Indeks ISM osiągnął w listopadzie poziom 62,8 pkt. wobec 57,0 pkt. w październiku oraz prognozowanych 58,0 pkt.

Jeśli chodzi o aktywność gospodarczą w sektorze usług, to w strefie euro wzrastała ona w szybszym tempie niż w październiku oraz szybciej niż spodziewali się analitycy. Indeks Reuters Services wzrósł do 57,5 pkt z 56,0 pkt w październiku, podczas gdy prognozowano wzrost do 56,5 pkt. Natomiast w Stanach Zjednoczonych aktywność w sektorze usług odnotowała znaczne spowolnienie wzrostu zamiast jedynie nieznacznego spadku prognozowanego przez analityków. Indeks ISM Non-manufacturing spadł w listopadzie do 60,1 pkt wobec 64,7 pkt w październiku oraz oczekiwanych 64,3 pkt. Indeks pozostaje jednak wyraźnie powyżej 50 pkt, czyli granicy pomiędzy pogorszeniem a poprawą aktywności.



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
1 grudnia POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI (XI) USA: ISM (XI)	2 POL: Posiedzenie RPP EMU: Ceny producenta (X) EMU: Bezrobocie (X)	3 POL: Przetarg obligacji 0K0406 EMU: PKB (III kw.)	4 GER: Bezrobocie (XI) EMU: Posiedzenie EBC EMU: Sprzedaż detaliczna (IX)	5 POL: Ceny żywności (II poł. XI) USA: Bezrobocie (XI) USA: Zamówienia w przemyśle (X)
8 POL: Przetarg bonów skarbowych	9 USA: Posiedzenie Fed	10 ITA: PKB (III kw.)	11 FRA: Inflacja wstępna (XI) USA: Sprzedaż detaliczna (XI)	12 POL: Podaż pieniądza (XI) POL: Place i zatrudnienie (XI) FRA: Produkcja przemysłu (X) ITA: Produkcja przemysłu (X) USA: Ceny producenta (XI) USA: Handel zagraniczny (X)
15 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Inflacja (XI) ITA: Inflacja finalna (XI)	16 POL: Posiedzenie RPP (I dzień) USA: Inflacja (XI) USA: Produkcja przemysłu (XI)	17 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) POL: Produkcja przemysłu (XI) POL: Ceny producenta (XI) EMU: Inflacja finalna (XI) EMU: Produkcja przemysłu (X)	18 GER: IFO (XII)	19 POL: PKB (III kw.) POL: Sprzedaż detaliczna (XI) POL: Bezrobocie (XI) FRA: Inflacja finalna (XI) EMU: Handel zagraniczny (X)
22 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Koniunktura (XII)	23 POL: Inflacja bazowa (XI) EMU: Bilans płatniczy (X)	24	25 Święta Bożego Narodzenia	26 Święta Bożego Narodzenia
29 POL: Ceny żywności (I poł. XII)	30 POL: Bilans płatniczy (XI) EMU: Podaż pieniądza (XI)	31	1 stycznia Nowy Rok	2 POL: Bilans płatniczy (III kw.) EMU: PMI (XII) USA: ISM (XII)
5 POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Inflacja wstępna (XII)	6 USA: Zamówienia w przemyśle (XI)	7 POL: Przetarg obligacji 0K0406 POL: Ceny żywności (II poł. XII) EMU: Ceny producenta (XI) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (XII)	8 EMU: Bezrobocie (XI) EMU: Sprzedaż detaliczna (X)	9 USA: Bezrobocie (XII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz publikacji danych w 2004 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
PKB*	-	-	19	-	-	22	-	-	21	-	-	21
Inflacja	15	16 ^a	15 ^b	14	14	14	14	16	14	14	15	14
Inflacja bazowa	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ceny producenta	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	22	20	19	22	24	22	21	20	21	21	23	21
Place brutto, zatrudnienie	16	13	12	15	17	16	14	13	14	14	17	14
Bezrobocie	22	20	19	22	24	22	21	20	21	21	23	21
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy	30	-	12 ^c	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	13	12	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	6	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	20	22	22	21	22	22	20	22	21	22	22
Ceny żywności, 1-15	-	9 ^c i 25 ^d	25	23	25	25	23	25	24	25	25	23
Ceny żywności, 16-30 XII	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-5

* dane kwartalne,

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

Źródło: GUS, NBP



Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		lis 02	gru 02	sty 03	lut 03	mar 03	kwi 03	maj 03	cze 03	lip 03	sie 03	wrze 03	paź 03	lis 03	gru 03
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,1	5,2	3,3	4,3	5,5	8,5	11,7	7,9	10,3	5,9	10,9	12,1	12,0	18,1
Sprzedaż detaliczna ***	% r/r	5,9	4,9	4,1	4,2	-1,7	11,0	9,7	8,1	5,4	5,5	9,7	10,3	10,6	11,8
Stopa bezrobocia	%	17,8	18,0	18,6	18,7	18,6	18,3	17,9	17,7	17,7	17,6	17,5	17,4	17,6	17,8
Place brutto ** ***	% r/r	1,8	2,4	2,7	2,1	0,7	4,2	0,0	3,1	2,4	1,9	2,2	3,0	4,1	4,0
Zatrudnienie **	% r/r	-3,2	-2,3	-4,1	-3,9	-4,0	-3,7	-3,5	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4
Eksport (wg NBP)	mln EUR	3,004	3,223	2,761	2,635	2,957	2,969	3,015	3,018	3,282	2,862	3,302	3,566	3,423	3,680
Import (wg NBP)	mln EUR	4,090	4,166	3,895	3,219	3,467	3,833	3,696	3,512	4,107	3,615	3,838	4,203	4,098	4,241
Bilans handlowy (wg NBP)	mln EUR	-1,086	-943	-1,134	-584	-510	-864	-681	-494	-825	-753	-536	-637	-675	-561
Rachunek bieżący	mln EUR	-753	-484	-711	-483	-248	-460	-411	-100	-239	-111	58	198	-125	-151
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-37,1	-39,4	-4,1	-11,7	-15,5	-18,0	-23,2	-23,8	-27,7	-29,6	-33,1	-34,8	-35,6	-38,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu rocznego	94,0	100,0	10,6	30,2	40,0	46,6	60,0	61,5	71,5	76,4	85,4	89,9	92,0	100,0
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,8	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,7	2,2	2,5	2,9	3,6	2,9	2,0	2,0	1,9	1,8	2,1	2,7	3,3	3,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-1,0	-2,0	-1,4	-1,2	0,5	0,8	0,3	1,3	0,7	1,7	3,1	4,7	5,7	5,0
Zobowiązania	% r/r	-3,2	-4,2	-4,1	-3,8	-2,3	-2,3	-2,9	-1,9	-2,5	-1,7	-0,2	1,5	3,4	2,4
Należności	% r/r	4,6	5,3	5,5	5,7	8,7	8,5	7,6	5,9	5,0	5,2	5,7	7,2	8,5	8,7
USD/PLN	PLN	3,95	3,91	3,84	3,87	4,01	3,96	3,74	3,80	3,90	3,92	3,98	3,92	3,94	3,84
EUR/PLN	PLN	3,96	3,99	4,08	4,17	4,33	4,30	4,33	4,44	4,44	4,37	4,46	4,59	4,62	4,65
Stopa interwencyjna*	%	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	6,81	6,82	6,56	6,37	6,17	5,90	5,53	5,38	5,26	5,16	5,17	5,42	5,68	5,60
Stopa lombardowa*	%	8,75	8,75	8,50	8,00	7,75	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,88	5,78	5,74	5,83	5,67	5,43	4,75	4,66	4,85	4,82	4,91	5,30	5,95	6,15
Rentowność obligacji 2L	%	5,78	5,75	5,55	5,66	5,52	5,16	4,78	4,79	4,89	4,86	5,02	5,53	6,31	6,50
Rentowność obligacji 5L	%	5,91	5,67	5,57	5,58	5,36	5,15	4,88	4,90	5,17	5,38	5,60	6,04	6,86	7,00
Rentowność obligacji 10L	%	5,89	5,69	5,62	5,67	5,52	5,41	5,13	5,03	5,37	5,60	5,93	6,36	6,92	7,00

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

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


Wskaźniki kwartalne i roczne

		2001	2002	2003	1Q02	2Q02	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03
PKB	mld PLN	750,8	772,2	808,6	178,6	189,5	191,2	213,0	184,5	198,2	200,6	225,3
PKB	% r/r	1,0	1,4	3,5	0,5	0,9	1,8	2,2	2,2	3,8	3,7	4,2
Spożycie ogółem	% r/r	1,8	2,9	2,3	2,8	2,6	2,8	3,2	1,0	2,9	2,6	2,7
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	2,1	3,3	2,8	3,5	2,9	3,1	3,5	1,4	3,9	3,0	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-10,2	-6,7	1,4	-12,8	-7,9	-5,9	-3,6	-3,6	-1,7	2,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,6	1,5	9,1	-1,6	-0,4	3,3	4,6	4,4	9,1	8,9	14,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	0,2	3,3	6,7	5,8	0,7	3,9	2,6	1,2	9,8	6,4	9,4
Stopa bezrobocia*	%	17,5	18,0	17,8	18,2	17,4	17,6	18,0	18,6	17,7	17,5	17,8
Place realne brutto	% r/r	1,6	1,5	1,7	1,9	1,4	2,3	0,3	1,4	1,7	1,7	2,2
Eksport (wg NBP)	mld EUR	33,823	34,746	37,470	7,853	8,668	8,816	9,409	8,353	9,002	9,446	10,669
Import (wg NBP)	mld EUR	46,848	45,712	45,724	10,847	11,109	11,259	12,497	10,581	11,041	11,560	12,542
Bilans handlowy (wg NBP)	mld EUR	-13,025	-10,966	-8,254	-2,994	-2,441	-2,443	-3,088	-2,228	-2,039	-2,114	-1,873
Rachunek bieżący	mld EUR	-7,992	-7,188	-2,783	-2,659	-1,780	-932	-1,817	-1,442	-971	-292	-78
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-3,6	-1,5	-3,9	-3,6	-3,6	-3,6	-3,1	-2,7	-2,4	-1,5
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-32,6	-39,4	-38,7	-16,4	-25,0	-29,8	-39,4	-15,5	-23,8	-33,1	-38,7
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,3	-5,1	-4,8	-9,2	-4,5	-2,5	-4,5	-8,4	-4,2	-4,6	-2,5
Inflacja	% r/r	5,5	1,9	0,8	3,4	2,1	1,3	0,9	0,5	0,5	0,8	1,5
Inflacja*	% r/r	3,6	0,8	1,7	3,3	1,6	1,3	0,8	0,6	0,8	0,9	1,7
Ceny produkcji	% r/r	1,6	1,0	2,6	0,2	0,7	1,4	1,9	3,0	2,3	1,9	3,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,2	-2,1	5,0	3,2	2,5	-1,5	-2,1	0,5	1,3	3,1	5,0
Zobowiązania	% r/r	8,9	-4,3	2,4	1,7	0,5	-3,5	-4,3	-2,3	-1,9	-0,2	2,4
Należności	% r/r	9,3	5,3	8,7	7,1	9,4	4,9	5,3	8,7	5,9	5,7	8,7
USD/PLN	PLN	4,09	4,08	3,89	4,13	4,04	4,15	3,99	3,90	3,83	3,93	3,90
EUR/PLN	PLN	3,67	3,85	4,40	3,62	3,72	4,08	4,00	4,19	4,36	4,42	4,62
Stopa interwencyjna*	%	11,50	6,75	5,25	10,00	8,50	7,50	6,75	6,00	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	16,10	9,09	5,68	11,02	9,80	8,50	7,03	6,37	5,60	5,20	5,57
Stopa lombardowa*	%	15,50	8,75	6,75	13,50	11,50	10,00	8,75	7,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	14,77	8,18	5,34	9,64	9,11	7,82	6,14	5,75	4,94	4,86	5,80
Rentowność obligacji 2L	%	13,97	7,94	5,38	9,27	8,84	7,63	6,05	5,58	4,91	4,92	6,11
Rentowność obligacji 5L	%	12,59	7,86	5,62	9,09	8,69	7,60	6,05	5,50	4,98	5,38	6,64
Rentowność obligacji 10L	%	10,74	7,34	5,80	8,28	7,92	7,24	5,93	5,60	5,19	5,63	6,76

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 dostępnych do 10.12.2003 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. (22) 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski (22) 586 83 33

Piotr Bujak (22) 586 83 41

Aleksander Krzyżaniak (22) 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5

61-894 Poznań

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

fax (61) 856 55 65

Wrocław

ul. Rynek 9/11

50-950 Wrocław

tel. (71) 370 25 87

fax (71) 370 26 22

Warszawa

ul. Marszałkowska 142

00-061 Warszawa

tel. (22) 586 83 20

fax (22) 586 83 40

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



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group.