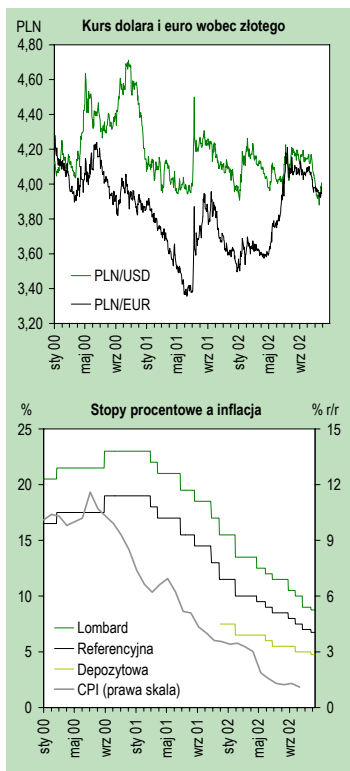




# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Grudzień 2002



### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<b>Ostatni rok poza Unią</b>	
Gospodarka Polski	8
Pod lupą: Bank centralny	14
Pod lupą: Rząd i polityka	22
Pod lupą: Negocjacje z UE	27
Monitor rynku	29
Przegląd międzynarodowy	31
Kalendarz makroekonomiczny	32
Dane i prognozy ekonomiczne	33

### Maciej Reluga

Główny ekonomista  
(22) 586 8363

**Piotr Bielski**  
(22) 586 8333

**Piotr Bujak**  
(22) 586 8341

**Aleksander Krzyżaniak**  
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

## Unia nadejdzie jutro

■ W tym numerze MAKROskopu przedstawiamy oczekiwany przez nas scenariusz rozwoju sytuacji ekonomicznej w przyszłym roku. Pozytywny wynik szczytu w Kopenhadze zwiększający szansę na „TAK” w referendum akcesyjnym w czerwcu przyszłego roku utwierdził niemalże wszystkich w przekonaniu, że będzie to ostatni rok Polski poza Unią Europejską. Naszym zdaniem będzie to również rok przyspieszenia wzrostu gospodarczego w związku z wyższym tempem wzrostu inwestycji, podczas gdy konsumpcja prywatna może nieco spowolnić. Oczekujemy wzrostu inflacji, jednak uważamy że wskaźnik CPI ukształtuje się w dolnej połowie celu inflacyjnego banku centralnego, wynoszącego 3% (+/- 1%). Utrzymywanie się inflacji niemal przez całą pierwszą połowę roku w przedziale 1-1,5% pozwoli na kolejne redukcje stóp procentowych banku centralnego – stopa referencyjna spadnie według nas do poziomu 6% w grudniu 2003. Złoty pozostanie mocny za sprawą napływu inwestycji zarówno portfelowych jak i bezpośrednich. Niewątpliwie pozostaną również czynniki ryzyka na polskim rynku finansowym, wśród których najbardziej istotne to: trudne (po zaniechaniu koniecznych zmian w budżecie 2003) planowanie budżetu na 2004 rok oraz wybór nowych, „mniej konserwatywnych” członków Rady Polityki Pieniężnej.

■ Opublikowane w listopadzie dane statystyczne za październik nie zmieniły obrazu sytuacji gospodarczej. W przypadku większości wskaźników makroekonomicznych kontynuowane były tendencje z poprzednich miesięcy. Po raz kolejny wzrosła produkcja przemysłowa, utrzymała się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej i obrotów handlu zagranicznego. Zjawiska te stanowią kolejne potwierdzenie przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. W październiku pojawiały się również nowe pozytywne elementy. Przede wszystkim, po raz pierwszy od 1997 r. stopa bezrobocia w październiku zmniejszyła się w stosunku do września. Wciąż trudno jednak mówić o poprawie na rynku pracy. Niska dynamika wynagrodzeń wobec jedynie nieznacznego zmniejszenia się spadku zatrudnienia przełożyła się na kolejny spadek funduszu płac. Rozczarowaniem okazały się dane o inwestycjach w III kwartale br. Sugeruje to, że poprawa sytuacji gospodarczej będzie postępować stopniowo i umiarkowanie. Taki punkt widzenia potwierdza wciąż bardzo niska presja inflacyjna oraz nadal ujemna dynamika podaży pieniądza.

■ W listopadzie RPP ponownie podjęła decyzję o redukcji wszystkich oficjalnych stóp procentowych, tym razem o 25 pkt. bazowych. Mająca najbardziej bezpośredni wpływ na rynek stopa referencyjna została zredukowana do 6,75% z 7%. Istotną zmianą było ograniczenie skali redukcji stóp z 50 do 25pb. Jesteśmy przekonani, że po tym jak rynek zinterpretował decyzję RPP jako czytelny i świadomy sygnał dla inwestorów, kolejne redukcje stóp nie będą głębsze niż 25pb. Wydają się to potwierdzać ostatnie wypowiedzi członków RPP. Oczekujemy dwóch obniżek w tej skali w pierwszym kwartale oraz jednej w drugim kwartale 2003 roku.

### Na rynku finansowym 29 listopada 2002 r.:

Stopa depozytowa NBP	4,75	WIBOR 3M	6,76	PLN/USD	4,0078
Stopa referencyjna NBP	6,75	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,80	PLN/EUR	3,9809
Stopa lombardowa NBP	8,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,93	EUR/USD	0,9933



## Temat miesiąca

### Ostatni rok poza Unią

#### 2002 – rok nadziei czy zmarnowanej szansy?

Ubiegający rok upłynął pod znakiem kolejnych rekordowo niskich poziomów inflacji i towarzyszących im kolejnych obniżek stóp procentowych, comiesięcznego wypatrywania oznak ożywienia gospodarczego oraz przyspieszonego tempa negocjacji z Unią Europejską, które z sukcesem skończą się zapewne w momencie końcowych prac nad niniejszym raportem. Ukończenie negocjacji wraz z ustaleniem daty wejścia do Unii Europejskiej było niewątpliwie największym sukcesem rządzącej koalicji. Oprócz sukcesów były jednak porażki. Oczekiwana od dawna reforma strony wydatkowej finansów publicznych po raz kolejny została zawieszona, a przyszłoroczny budżet wypełniony został jednorazowymi dochodami, które, tak jak lepsza ściągalność wydatków, stanowią „wypełniacz” wielu poprzednich budżetów (ocena budżetu była tematem miesiąca w jednym z poprzednich MAKROskopów).

Wysoki deficyt budżetowy finansowany znaczną podażą obligacji po raz kolejny nie stanowił jednak problemu dla inwestorów kupujących polskie papiery skarbowe. A stało się tak dlatego, że realna sfera gospodarki rozczarowała, co przy braku presji inflacyjnej ze strony popytowej oraz przy towarzyszących temu pozytywnych szokach podaźowych, szczególnie przy spadających cenach żywności (znowu!) doprowadziło do znacznych obniżek stóp procentowych banku centralnego.

Gospodarka rozczarowała, ale nie do końca. Od połowy bieżącego roku napływa coraz więcej sygnałów potwierdzających scenariusz przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Oczywiście, należy nadmienić że jest to przyspieszenie z około 0% do około 2%, czyli wciąż nie do poziomu, który mógłby doprowadzić do kracji zatrudnienia w gospodarce. Niski wzrost gospodarczy jest w głównej mierze rezultatem niskich nakładów inwestycyjnych i to od tego komponentu będzie zależało jakie tempo osiągniemy w roku przyszłym.

Pierwsze sygnały ożywienia napawać mogą pewną nadzieją, że w miarę upływu czasu będzie coraz lepiej. Nadzieja ta jest jeszcze bardziej podsycana przez zbliżające się członkostwo w UE, które zdaniem wielu rozwieje większość problemów polskiej gospodarki. Przyszły rok będzie ostatnim przed rozszerzeniem Unii

Europejskiej. Będzie to rok przygotowania na dodatkowe wyzwania związane z integracją. Szczególnie dotyczy to sfery finansów publicznych, która wymaga podjęcia szeregu istotnych i odważnych kroków, o czym pisaliśmy w zeszłym miesiącu. Niewątpliwie, szansa na wykonanie pierwszego kroku w tym kierunku w roku 2002 została zmarnowana.

#### 2003 – nieco lepsza sytuacja zewnętrzna

Jednym z wyjściowych założeń scenariusza rozwoju sytuacji makroekonomicznej w przyszłym roku jest oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w krajach Europy Zachodniej. Stwierdzić jednak należy, że nieśmiałe sygnały ożywienia gospodarczego w krajach rozwiniętych obserwowane na początku bieżącego roku straciły swój impet. Popyt w tych krajach jest wciąż, delikatnie mówiąc, umiarkowany, a presja inflacyjna jest niska. Nie dziwi więc, że towarzyszą temu kolejne rewizje w dół prognoz wzrostu PKB w tych krajach. Wygląda na to, że rok 2003 będzie kolejnym okresem wzrostu poniżej trendu zarówno w Unii Europejskiej jak i w Stanach Zjednoczonych. Oczekiwane jest jednak delikatne przyspieszenie tempa rozwoju do 1,7% w UE i 2,5% w USA (z odpowiednio 0,8% i 2,3% w 2002).

W powyższym otoczeniu banki centralne podtrzymywały politykę obniżania stóp procentowych, które spadły do poziomów 1,25% dla Stanów Zjednoczonych i 2,25% dla strefy euro. W przyszłym roku nie należy się spodziewać kontynuacji tego trendu, natomiast nie można wykluczyć delikatnej podwyżki stóp pod koniec 2003 roku (zwłaszcza w USA).

Wydaje się, że przede wszystkim gospodarce niemieckiej, będącej naszym głównym partnerem handlowym, nie będzie łatwo wyjść ze stagnacji. A powodem jest brak instrumentów mogących doprowadzić do ożywienia. Stopy procentowe odpowiadające za inflację w całej strefie euro są dla Niemców po prostu za wysokie. Kurs walutowy wobec partnerów handlowych wewnątrz strefy euro jest sztywny. Natomiast pokusy polityków, aby w warunkach dekoniunktury wydać nieco więcej zwiększając deficyt budżetowy, nie powiodą się ze względu na (zdaniem niektórych „głupie”) ograniczenia Paktu Stabilności i Wzrostu. Jeśli dodamy do tego plany podwyższenia podatków i starzejące się społeczeństwo z systemem emerytalnym znajdującym się na skraju wydolności, stwierdzimy że perspektywy znacznego ożywienia tamtejszej gospodarki są raczej mierne.



Opóźnienie przyspieszenia wzrostu w Niemczech może oczywiście negatywnie wpłynąć na perspektywy polskiego eksportu. Należy jednak zauważyć pewne pozytywne charakterystyki polskiego handlu zagranicznego. Kontynuowany jest wyraźny wzrost, jednak co ważniejsze wynika on głównie z poprawy w sektorach wytwarzających towary o wyższym stopniu przetworzenia. Czynnikiem ten może być pozytywny w długim okresie, ponieważ popyt zewnętrzny na takie dobra powinien być bardziej stabilny niż na dobra nieprzetworzone, dla których elastyczność cenowa może odgrywać bardziej istotną rolę. Ponadto, zaobserwować można reorientację polskiego eksportu – o ile eksport do Niemiec wzrósł o zaledwie 3% w pierwszych trzech kwartałach tego roku, sprzedaż na inne rynki rosła nawet powyżej 20% r/r (do Rosji o 28%, do Szwecji o 26%, na Ukrainę 22%). Można zatem przypuszczać, że wyniki eksportowe powinny pozostać relatywnie dobre w kolejnych kwartałach, a eksport w przyszłym roku będzie rósł w tempie nie odbiegającym zbyt od obserwowanego w latach 2000-02 (kiedy wynosiło 7-9%).

#### Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w kraju

Rewizja prognoz wzrostu gospodarczego na świecie może nie skłaniać do nadmiernie optymistycznych oczekiwań dotyczących gospodarki polskiej. Z drugiej strony jednak, publikowane ostatnio dane statystyczne potwierdzają scenariusz powolnej aktywizacji ekonomicznej oczekiwany przez nas od pewnego czasu, dlatego też podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB na poziomie 3% w 2003 roku. Jest to prognoza powyżej średniej oczekiwań rynkowych, która według badań Consensus Economics (w których uczestniczymy) wynosi 2,7%. Stopień niepewności prognozowania gospodarczego w obecnych warunkach najlepiej przedstawia przedział oczekiwań co do wzrostu gospodarczego (od 1,3% do 3,4%). Jak widać jednak, nawet najbardziej optymistyczna prognoza rynkowa jest niższa od założenia budżetowego przyjętego przez rząd (3,5%). Cóż, jeśli tempo wzrostu miałyby uplasować się w dolnych granicach powyższego przedziału, z pewnością minister finansów miałby problemy z domknięciem strony dochodowej budżetu. Uważamy jednak, że są solidne podstawy aby wierzyć w przyspieszenie do około 3%, co według naszych szacunków spowoduje dziurę w dochodach budżetowych nie wiele większą, niż to miało miejsce w poprzednich latach.

#### Prognozy wzrostu PKB i jego struktury (w % r/r)

	BZWBK	Rząd	Średnia oczekiwań	Przedział oczekiwań
Wzrost gospodarczy	3,0	3,5	2,7	1,3-3,4
Prywatna konsumpcja	2,3	3,2	2,9	1,0-4,0
Inwestycje	6,0	5,6	3,8	2,0-6,3
Eksport	6,4	5,7	7,8	4,2-22,8
Import	8,1	7,8	7,6	3,1-15,5

Uwaga: Dane handlu zagranicznego na bazie płatności

Źródło: BZ WBK, Consensus Economics

Jak widać w tabeli powyżej, oczekiwana przez nas struktura popytu wewnętrznego jest nieco inna zarówno od oczekiwań rynkowych, jak i założeń Ministerstwa Finansów. Oczekujemy spowolnienia tempa wzrostu prywatnej konsumpcji z 2,8% w tym roku do 2,3% w 2003 roku. Nie wydaje nam się bowiem, aby wciąż wysoka stopa bezrobocia, przy wzroście gospodarczym bliskim 3% nie generującym znaczącego dodatkowego zatrudnienia, mogła pozwolić na utrzymanie wzrostu konsumpcji na poziomie zbliżonym do 3% (lub go przekroczyć jak zakłada rząd). Tym bardziej, że w przyszłym roku inflacja nie będzie już spadać, a nie należy zapominać że wyższy realny fundusz płac w tym roku związany był z pozytywną niespodzianką inflacyjną. Dochodzi jeszcze do tego fakt, że prywatna konsumpcja była (przynajmniej w części) finansowana z oszczędności gospodarstw domowych, a ten czynnik ma również swoje ograniczenia. W końcu, nie należy też zapominać o wyższych efektywnych obciążeniach podatkowych w przyszłym roku.

Z drugiej strony jednak, oczekujemy przyspieszenia inwestycji w środki trwałe w przyszłym roku. Oczywiście zostanie to po części zniwelowane przez ujemną kontrybucję eksportu netto do PKB, gdyż wzrósł udział dóbr inwestycyjnych w polskim imporcie.

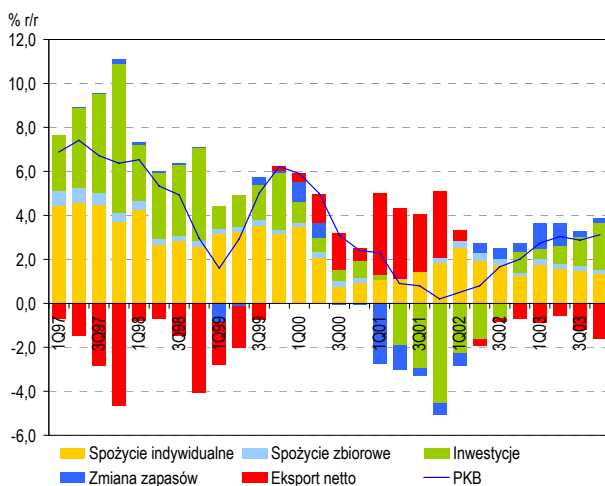
#### Względna stabilność zewnętrzna...

Jak wspomnieliśmy powyżej, nie oczekujemy zmniejszenia obrotów eksportowych. Biorąc jednak pod uwagę importochłonność konsumpcji i inwestycji, wyższe tempo wzrostu popytu wewnętrznego będzie wymagało przyspieszenia wzrostu importu (z niemal 4% do 8%). Tak więc wpływ eksportu netto na wzrost gospodarczy będzie zapewne negatywny, a deficyt bilansu obrotów bieżących powiększy się z 3,8% PKB w tym roku do ok. 4,4% w roku przyszłym. Oczekiwanie pogorszenia tego współczynnika jest oczywiste również z punktu widzenia relacji oszczędności i inwestycji w gospodarce. Wysoki deficyt budżetowy oznacza kolejny rok wysokiego ujemnego salda oszczędności publicznych, z kolei niskie stopy procentowe wraz z



podatkiem od odsetek zmniejszając skłonność do oszczędzania w sferze prywatnej. Dlatego też zwiększenie inwestycji krajowych musi być finansowane oszczędnościami zagranicznymi zwiększającymi nadwyżkę na rachunku kapitałowym, która przy płynnym kursie walutowym oznacza większy deficyt na rachunku obrotów bieżących. Pogorszenie tej relacji nie będzie jednak na tyle istotne, aby mogło stwarzać element ryzyka z punktu widzenia rynków finansowych. Można powiedzieć, że względna równowaga zewnętrzna w przyszłym roku zostanie zachowana.

**Struktura wzrostu PKB**



Źródło: BZ WBK, CSO

**...równowaga wewnętrzna również bez zmian**

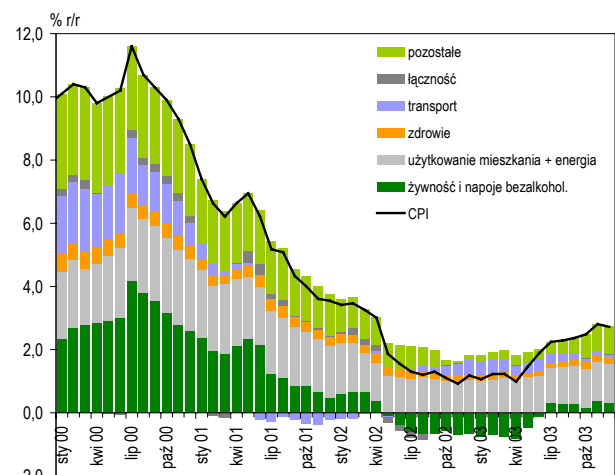
Czy przyspieszenie wzrostu popytu krajowego będzie powiązane ze zwiększoną presją inflacyjną? Być może w niewielkim stopniu tak, jednak należy pamiętać o kilku dodatkowych czynnikach. Po pierwsze, prywatna konsumpcja nie przyspieszy, a po drugie, jak zwykle w polskim przypadku, ścieżka inflacyjna w przyszłym roku będzie w dużej mierze zależała od kształtowania się cen żywności. Ponadto oczekujemy względnie silnego złotego, który poprzez wpływ na ceny towarów importowanych obniżać będzie inflację. Dlatego też nie oczekujemy znacznego wzrostu inflacji w przyszłym roku i uważamy że wskaźnik CPI ukształtuje się w dolnej połowie celu inflacyjnego banku centralnego, wynoszącego 3% (+/- 1%). Prognozujemy inflację na poziomie 2,7% w grudniu 2003 w porównaniu z 1,2% na koniec tego roku, jednak średnioroczna inflacja nie powinna przekroczyć 2%. A stanie się dlatego, że przez niemal całą pierwszą połowę roku będzie się ona utrzymywać w przedziale 1-1,5%.

Najistotniejszym komponentem koszyka inflacyjnego jest żywność, której udział wynosi ok. 30%. W

październiku tego roku inflacja cen żywności ukształtowała się na poziomie -1,9%, a po niespodziance listopadowej spadek ten pogłębi się i na koniec roku deflacja będzie głębsza niż 2%. Dla porównania, w roku 2001, który był również rokiem „klęski urodzaju”, inflacja cen żywności wyniosła 1,6%. Oczekujemy że w przyszłym roku, ten komponent koszyka inflacyjnego będzie pomiędzy wskaźnikami z obydwu poprzednich lat i wyniesie 1,1%. Tak niski poziom, który ponownie będzie ciągnął wskaźnik cen konsumenta w dół, będzie głównie wynikiem dobrych tegorocznych zbiorów oraz wysokiej podaży mięsa i ich wpływu na inflację w pierwszej połowie przyszłego roku. Oczekujemy jednoprocetowej deflacji w trzech miesiącach letnich (czerwiec-sierpień) 2003 r.

Jeśli chodzi o pozostałe komponenty inflacji, to oczekujemy przyspieszenia wzrostu cen w kategorii „użytkowanie mieszkania i nośniki energii” (z 5,4% do 6,4% r/r) oraz w obszarze usług. Nie przewidujemy istotnych długoterminowych wahań na rynku cen paliw – ewentualne wzrosty cen ropy na świecie powinny być rekompensowane mocnym złotym w stosunku do dolara. Względnie stabilne ceny paliw w ujęciu miesięcznym doprowadzą jednak do wzrostu inflacji rocznej w kategorii „transport”. Również roczny wskaźnik inflacji napojów alkoholowych wzrośnie pod koniec przyszłego roku, ponieważ czynnik jednorazowy w postaci spadku akcyzy w październiku tego roku z pewnością się nie powtórzy.

**Struktura wskaźnika zmian cen konsumpcyjnych**



Źródło: BZ WBK, CSO

**Budżet 2003 bez problemów, ale budżet 2004 wprost przeciwnie**

Polityce fiskalnej poświęciliśmy wiele miejsca w kilku kolejnych wydaniach miesięcznego biuletynu. Dokonałmy oceny zarówno tzw. pakietu ratunkowego



ministra finansów (w sierpniu), budżetu na rok przyszły (w październiku), oraz ukazaliśmy przed jakim wyzwaniem stoi minister finansów jeśli chodzi o kolejny budżet – pierwszy w Unii Europejskiej (listopad). O zatwierdzonej już przez Sejm ustawie budżetowej piszemy również w sekcji *Pod lupą: Rząd i polityka*. Dlatego też ograniczymy się do powtórzenia kilku głównych elementów polityki fiskalnej w przyszłym roku.

Nie mamy większych obaw jeśli chodzi o realizację przyszłorocznego budżetu i pomimo zawyżenia części dochodów (lepsza ściągłość, nieco zbyt wysoki wzrost) nie oczekujemy nowelizacji ustawy budżetowej w ciągu roku. Naszym zdaniem jednak niedobór w sektorze finansów publicznych może być większy niż przyjęte założenia budżetowe, i nie wydaje się możliwe aby deficyt ekonomiczny w przyszłym roku spadł poniżej 5% PKB. Stanie się tak głównie za sprawą zwiększonych wydatków poza budżetem centralnym.

Zdecydowanie większy wpływ na rynki finansowe od realizacji budżetu w 2003 roku, może mieć planowanie budżetu na rok kolejny. Akcesja do Unii Europejskiej wymaga zmiany struktury wydatków, a deklaracja spełnienia kryterium z Maastricht w roku 2005 oznacza zobowiązanie do zmniejszenia deficytu budżetowego do 3% PKB. Co prawda na początku grudnia wiceminister finansów Ryszard Michalski stwierdził, że do strefy euro wejdziemy nieco później (piszemy o tym w sekcji *Pod lupą: Bank centralny*), jednak obniżenie deficytu jest konieczne nie tylko ze względu na chęć zastąpienia złotego wspólną walutą. Co prawda po wejściu do Unii Europejskiej nie będą obowiązywały jeszcze polskie zapisy Paktu Stabilności i Wzrostu (deficyt budżetu poniżej 3% PKB), grożące karami finansowymi, jednak przekroczenie tego limitu może wiązać się z ryzykiem wstrzymania przez UE przepływów z niektórych funduszy pomocowych. Dlatego też niezbędne jest zreformowanie struktury finansów publicznych (zrobienie miejsca na wydatki inwestycyjne), a rozpocząć ten proces trzeba już w przyszłym roku.

Pierwszy krok w kierunku tych zmian będzie niezmiernie istotny dla rynków finansowych. Będzie istotny również z punktu widzenia wiarygodności ministra finansów, gdyż zobowiązał się on do przedstawienia pierwszych propozycji, mających na celu zmniejszenie „sztywności” wydatków budżetowych, na początku przyszłego roku. Można mieć jednak wątpliwości, czy odważne politycznie decyzje zostaną podjęte tuż przed referendum w sprawie rozszerzenia Unii Europejskiej. W takiej sytuacji bowiem wszelkie

próby obniżki wydatków socjalnych mogłyby zostać zinterpretowane jako koszt akcesji, co negatywnie wpłynęłoby na wynik głosowania. Odrzucenie przez społeczeństwo członkostwa w UE bez wątpienia byłoby porażką, nie tylko rządzącej koalicji, ale i polskiej gospodarki. Uwzględniając to ryzyko, oczekiwać można, że poważniejsze przymiarki do budżetu na rok 2004 zaczną się, jak to zwykle bywało, dopiero w połowie roku. Niemniej jednak, może być to jeden z czynników, który w drugiej połowie roku może ograniczyć presję aprecjacyjną na złotego.

### Stopy nadal w dół, złoty nadal mocny

Rekordowo niski poziom inflacji wraz z niską aktywnością gospodarczą doprowadziły do kolejnych obniżek stóp procentowych w tym roku. Pomimo tego, że oczekujemy wzrostu inflacji w przyszłym roku (do poziomu 2,7% w grudniu), jest bardzo prawdopodobne, że RPP będzie kontynuowała politykę obniżania stóp procentowych. Niska inflacja w pierwszej połowie roku prowadziła będzie do kolejnych 25-punktowych redukcji. Nie oczekujemy, aby po przejściu do tej skali redukcji w listopadzie tego roku, RPP zdecydowała się w przyszłym roku obniżyć stopy w skali większej niż 25 punktów bazowych. Obniżenie skali redukcji stóp ograniczyło oczekiwania rynku dotyczące dalszego poluzowania polityki monetarnej, podobnie jak w kwietniu 2002, kiedy RPP przyjęła skalę redukcji stóp wynoszącą 50 pkt. bazowych i nie redukowała już później stóp głębiej. Niektórzy uczestnicy rynku oczekiwali w pierwszej połowie listopada spadku stopy referencyjnej NBP do 5% do końca przyszłego roku i teraz wydaje się, że muszą zrewidować swoje oczekiwania. Prognozowany przez nas poziom stopy referencyjnej w grudniu przyszłego roku wciąż wynosi 6%. Obniżki skoncentrowane zostaną w pierwszej połowie roku – dwa razy 25pb w pierwszym kwartale i jeden raz w drugim kwartale.

Na kolejne redukcje z pewnością będzie wpływał niski poziom inflacji oraz wciąż umiarkowana skala ożywienia gospodarczego. Wydaje się jednak, że RPP powinna teraz bardziej brać pod uwagę perspektywę inflacji w okresie późniejszym. W latach 2004-05, a z takim właśnie opóźnieniem będą oddziaływały przyszłoroczne obniżki stóp procentowych, oczekiwane jest bowiem wyraźniejsze ożywienie gospodarcze, które może powodować większą presję inflacyjną. Jeśli dodamy do tego harmonizację niektórych podatków pośrednich i proces (choć zapewne bardzo powolny) wyrównywania cen w Polsce i w krajach UE, stwierdzimy, że RPP powinna być ostrożna chcąc



spełnić kryterium inflacyjne z Maastricht. W szczególności, z perspektywy banku centralnego lepiej przesadzić nieco z wysokością stóp procentowych w górę niż w dół.

Ramy w których działać będzie bank centralny w perspektywie średnioterminowej nie zostały jeszcze precyzyjnie zdefiniowane. Oczywiście RPP będzie dążyła do stabilizacji inflacji na osiągniętym niskim poziomie. Dokładne określenie tego poziomu nastąpi zapewne w przyszłym roku gdy zostanie ogłoszona kolejna średnioterminowa strategia polityka pieniężnej. RPP ma o tyle trudny wybór, że wciąż nie wie jaka jest (realna, a nie deklarowana) perspektywa wejścia do Unii Gospodarczej i Walutowej, co z kolei zależy od planów rządowych dostosowania fiskalnego. Pojawia się pytanie czy trzyprocentowy poziom inflacji ma być ponownie środkiem, czy może górną granicą następnego celu inflacyjnego. Ponieważ wspólne oświadczenie rządu i banku centralnego o gotowości spełnienia kryteriów z Maastricht jest wciąż aktualne, wydaje nam się, że kolejny cel inflacyjny będzie określony jako poziom 2% (+/- 1%), co zapewniłoby najprawdopodobniej spełnienie kryterium inflacyjnego. Co więcej, wydaje nam się, że kolejny cel średnioterminowy niekoniecznie będzie zdefiniowany jako cel punktowy (koniec kolejnego roku), a raczej jako cel ciągły – stabilizacja cen na niskim poziomie. Cel ten ustalony przez obecnych członków RPP będzie realizowany przez ich następców. Niemniej jednak, już w przyszłym roku decyzje o zmianie stóp procentowych będą podejmowane z uwzględnieniem długiego mechanizmu transmisji.

Na ile kurs walutowy będzie brany pod uwagę przez RPP przy podejmowaniu decyzji? Wydaje nam się, że presja aprecjacyjna związana z oczekiwaniami dotyczącymi polityki pieniężnej będzie nieco niższa ze względu na listopadowe zmniejszenie sali redukcji stóp. Pomimo tego jednak, co podkreślaliśmy wielokrotnie w przeszłości, złoty pozostanie najprawdopodobniej relatywnie mocny ze względu na niższe ryzyko kraju wynikające z perspektywy integracji naszego kraju ze strukturami europejskimi. Nie zgadzamy się z punktem widzenia mówiącym o konieczności drastycznej obniżki stóp procentowych celem zmniejszenia presji wzmacniającej złotego (owszem, przy obniżce o np. 200pb kapitał mógłby odpłynąć, ale raczej dlatego że zachwiana zostałaby wiara w trwałe obniżenie inflacji) i uważamy, że takie działanie byłoby podobnie nieskuteczne jak na Węgrzech i Słowacji. Dlatego też uważamy, że mocny złoty będzie wpływał na obniżki stóp procentowych

tylko poprzez kanał zmniejszenia cen importowych i zmniejszenie oczekiwanej inflacji.

Oczekiwanie na obniżki stóp procentowych wraz z podpisaniem traktatu akcesyjnego wpływać będą na napływ kapitału portfelowego na początku przyszłego roku umacniając naszą walutę. Jeśli dojdzie do tego wzmocnienie przekonania co do przyspieszenia wzrostu gospodarczego, nadzieja na realną konwergencję może również się wzmocnić zachęcając tym samym do napływu większą ilość kapitału długoterminowego w postaci inwestycji zagranicznych. Prywatyzacja, mimo tego że zostanie zapewne delikatnie przyspieszona, raczej nie będzie wpływała na kurs złotego, gdyż rząd zdecyduje się prawdopodobnie na transakcje poza rynkiem walutowym. Kapitał krótkoterminowy może poczuć się niepewnie przed referendum europejskim w naszym kraju, szczególnie jeśli zobaczymy wcześniej agresywną kampanię negatywną. Ponieważ jednak oczekujemy pozytywnego rezultatu (jeśli frekwencja nie dopisze, polski parlament zaakceptuje wejście do UE), ewentualne osłabienie na rynku walutowym będzie krótkotrwałe. Złoty powinien później pozostać mocny, czemu sprzyjać będzie przez zatwierdzanie traktatów akcesyjnych przez kolejne kraje członkowskie.

Jak zwykle jednak, inwestowanie na polskim rynku nie będzie jednostronne i pojawią się pewne czynniki ryzyka. Obecnie wymienić można dwa, wydające się najbardziej istotne – propozycja budżetu na 2004 rok oraz powołanie nowych członków Rady Polityki Pieniężnej. Wpływ projektowania budżetu może działać w dwojaki sposób na rynki finansowe i można obawiać się, że w każdym wypadku wpływ może być negatywny. Jeśli minister finansów spotka się z blokadą pomysłów na szczeblu ministerialnym – rządowym, co oznaczałoby mniejszą szansę na obniżenie deficytu, inwestorzy mogą być rozczarowani perspektywą odłożenia w czasie spełnienia kryterium z Maastricht. Z drugiej strony, jeśli siła ministra finansów do spraw gospodarczych będzie wystarczająco wysoka aby przekonać premiera do odważnych działań (kosztem zwiększenia ryzyka porażki w referendum unijnym) dojdź może do przetasowania w rządzącej koalicji, co też mogłoby negatywnie wpłynąć na rynek finansowy. Oczywiście w pierwszym wypadku ten wpływ byłby zdecydowanie wyraźniejszy, tym bardziej że mógłby wiązać się z dymisją ministra finansów (którego mógłby zastąpić np. obecny minister pracy).

Drugim elementem, nie uwzględnianym jeszcze przez rynki finansowe, jest zmiana dziewięciu członków RPP.



Oficjalnie nastąpi to na początku 2004 roku, jednak giełda nazwisk pojawi się zapewne na początku drugiej połowy roku przyszłego. Zapewne trzy kandydatury prezydenta Kwaśniewskiego będą charakteryzowały się poglądami umiarkowanymi, nie stwarzającymi ryzyka zdecydowanej zmiany polityki pieniężnej, czym wyróżniali się na przykład dwaj kolejni doradcy prezydenta do spraw ekonomicznych (profesorowie Marek Belka i Witold Orłowski). Jednak już sześciu kandydatów (trzech z Sejmu i trzech z Senatu) rządzącej koalicji to mogą być, ujmując to w słowach wiceministra Michalskiego, osoby o poglądach „mniej konserwatywnych”. Oznaczać to może, że rynki finansowe mogą zacząć wyceniać potencjalną zmianę w polityce pieniężnej. Zmiana ta nie dotyczyłaby stóp procentowych, które byłyby na stosunkowo niskim poziomie i ewentualne ich obniżenie o dodatkowe 100pb niewiele by wniosło (oprócz lepszego samopoczucia polityków). Zmiana odnosiłaby się głównie do polityki kursowej – większa szansa na porozumienie się rządu i banku centralnego w sprawie parytetu wymiany wobec euro (słabszy złoty), potencjalna zmiana reżimu na bardziej aktywny, możliwe wprowadzenie korytarza walutowego etc. Pojawienie się w przyszłym roku nazwisk, kojarzonych z takimi poglądami, może niewątpliwie oddziaływać negatywnie na rynki finansowe.

Te same czynniki, które wpłynąć będą na rynek walutowy, determinować będą sytuację na rynku papierów dłużnych. Krzywa dochodowości pozostanie zapewne stosunkowo płaska na poziomie uzależnionym od kolejnych obniżek stóp procentowych, o których pisaliśmy powyżej. Wymienione czynniki ryzyka będą mogły prowadzić do wzrostu rentowności dochodowości, niemniej jednak wydaje nam się że każdy bardziej wyraźny ich wzrost będzie postrzegany jako okazja do kupienia polskich obligacji. Tym samym, nie oczekujemy aby ministerstwo finansów miało problem z uplasowaniem na rynku dużej ilości papierów skarbowych.

***Tabele z prognozami zmiennych makro-ekonomicznych znajdziecie Państwo jak zwykle na ostatnich stronach raportu.***



## Gospodarka Polski

- Październik przyniósł kontynuację pozytywnych tendencji obserwowanych w poprzednich miesiącach
- Z drugiej strony, rozczarowaniem okazały się dane o inwestycjach w III kwartale br.
- Całkowity brak presji inflacyjnej w krótkim okresie

### Powoli do przodu

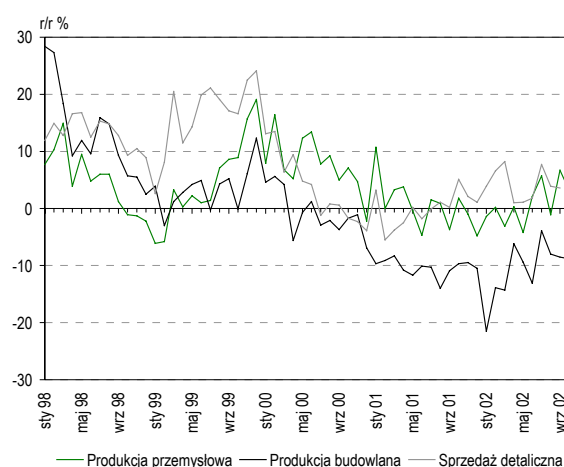
Opublikowane w listopadzie dane statystyczne za październik nie zmieniły obrazu sytuacji gospodarczej. W przypadku większości wskaźników makroekonomicznych kontynuowane były tendencje z poprzednich miesięcy. Po raz kolejny wzrosła produkcja przemysłowa, utrzymała się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej i obrotów handlu zagranicznego. Zjawiska te stanowią kolejne potwierdzenie przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. W październiku pojawiały się również nowe pozytywne elementy. Przede wszystkim, po raz pierwszy od 1997 r. stopa bezrobocia w październiku zmniejszyła się w stosunku do września. Wciąż trudno jednak mówić o znaczącej poprawie na rynku pracy. Niska dynamika wynagrodzeń wobec jedynie nieznacznego zmniejszenia się spadku zatrudnienia przełożyła się na kolejny spadek funduszu płac. Dużym rozczarowaniem okazały się dane o inwestycjach w III kwartale br. Sugeruje to, że poprawa sytuacji gospodarczej będzie postępować stopniowo i bardzo umiarkowanie. Taki punkt widzenia potwierdza coraz niższa presja inflacyjna oraz nadal ujemna dynamika podaży pieniądza. Badania koniunktury wskazują na sezonowe pogorszenie sytuacji przedsiębiorstw, ale w porównaniu z odpowiednim okresem poprzedniego roku widoczna jest wyraźna poprawa. W sumie, wydaje się, że w ciągu minionego miesiąca realizował się scenariusz stopniowego, niezbyt gwałtownego ożywienia gospodarczego.

### Produkcja przemysłowa ciągle rośnie...

Produkcja przemysłowa wzrosła w październiku o 4,4% m/m i 3,2% r/r. GUS poinformował, że po sezonowym dostosowaniu wzrost wyniósł 3,1% r/r. Wyniki te były słabsze niż oczekiwano, ale różnica nie jest wielka i nie zmienia to oceny ogólnej sytuacji gospodarczej. Wzrost produkcji w październiku był taki sam jak średni wzrost zanotowany w III kw. br. Pozytywne jest, że po raz kolejny wzrost produkcji w „przetwórstwie przemysłowym” (wyniósł 8,3% m/m i 4,0% r/r) był wyższy niż produkcji przemysłowej ogółem, której dynamikę zaniżały wyniki w górnictwie i energetyce.

Uważamy, że takie dane potwierdzają, że ożywienie obserwowane w polskim przemyśle w III kw. br. jest kontynuowane IV kw. br., choć jego tempo jest niewielkie. Najprawdopodobniej listopadowe dane o produkcji przemysłowej będą wyglądały znacznie mniej optymistycznie, ponieważ prognozujemy, że może ona zmniejszyć się o 1% r/r. Spadek ten będzie jednak w całości wynikał z niższej liczby dni roboczych. Z kolei grudniowe dane powinny być bardzo dobre, co w sumie spowoduje, że średnio w IV kw. br. wzrost produkcji powinien być wyższy niż 3,3% r/r osiągnięte w III kw. br. Nie zmieniamy naszej prognozy PKB w IV kw. na poziomie 2%.

### Dynamika realna, r/r %



Źródło: GUS, BZ WBK

### ...podobnie jak sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła nominalnie o 6,3% m/m i 5,1% r/r. Było to nieco więcej niż 4,7% r/r zanotowane we wrześniu i dokładnie tyle samo co w sierpniu. Biorąc jednak pod uwagę niższą inflację w październiku roczny wzrost sprzedaży detalicznej w wyrażeniu realnym (który zostanie podany przez GUS w późniejszym terminie) powinien być nawet silniejszy niż w poprzednich miesiącach. Podobnie jak w poprzednich okresach, najszybszy wzrost zanotowano w niewyspecjalizowanych sklepach z przewagą żywności, napojów i wyrobów alkoholowych (25,3% r/r) oraz farmaceutykach i kosmetykach (21,5% r/r). Istotny wzrost nastąpił w pojazdach samochodowych (13,5% r/r), co potwierdziło wcześniejsze informacje firmy monitorującej rynek samochodowy w Polsce. Nadal mocny wzrost sprzedaży detalicznej wskazuje, że pomimo spadającego funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw konsumpcja indywidualna w IV kw. br. pozostaje na względnie wysokim poziomie.



**Poprawia się też dynamika obrotów handlu zagranicznego**

Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł w październiku 562 mln dolarów, deficyt handlowy 1,006 mld dolarów, a nadwyżka obrotów niesklasyfikowanych 427 mln dolarów. Tak jak oczekiwaliśmy, dane potwierdziły, że pozytywne tendencje w handlu zagranicznym są kontynuowane. Eksport wyniósł 3,157 mld dolarów (wyższy poziom zanotowano tylko raz - w lipcu br.), a import osiągnął 4,163 mld dolarów (najwyższy poziom od grudnia 1999 r.), co oznacza wzrost o odpowiednio 13,6% r/r i 5,3% r/r. Należy jednak pamiętać, że na dane o bilansie płatniczym, które podawane są w dolarach amerykańskich, mają wpływ zmiany kursu dolara do euro (patrz tabela poniżej). Eksport wyrażony w euro zwiększył się o jedynie 4,9% r/r, a dynamika importu była ujemna i wyniosła -2,8% r/r. Mimo tego, wyniki bilansu płatniczego wyrażone we wszystkich walutach (również w złotych) wskazują, że zarówno popyt zagraniczny, jak i krajowy jest nadal silny. Niższe niż w poprzednim miesiącu dynamiki eksportu i importu związane są z bardzo wysoką bazą w październiku ub.r. Prawie rekordowy poziom eksportu (w euro był to najwyższy poziom w historii mimo faktu, że w walucie tej wzrósł on wolniej niż wyrażony w dolarze) świadczy o tym, że proces restrukturyzacji pozwolił polskim przedsiębiorstwom na utrzymanie konkurencyjności na rynkach zagranicznych, podczas gdy wysoki import sugeruje wzrost popytu krajowego (co być może zapowiada zmianę tendencji w inwestycjach).

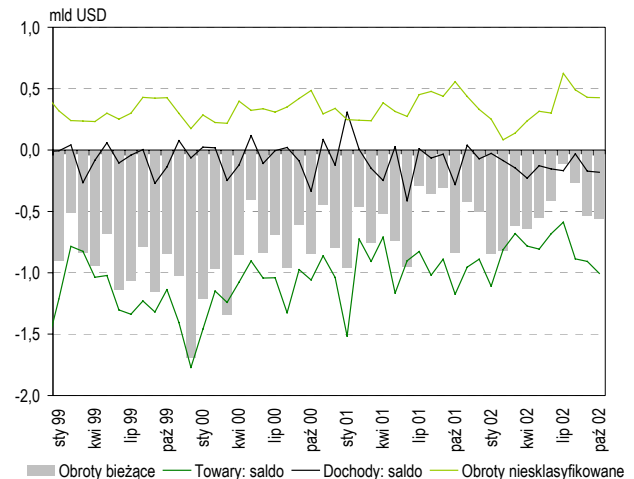
**Dynamika eksportu i importu w październiku, % r/r**

	w USD	w EUR	w PLN	2/3EUR / 1/3USD*
<b>Eksport</b>	13,6	4,9	13,2	7,7
<b>Import</b>	5,3	-2,8	4,9	-0,2

Uwaga: \* relacja w przybliżeniu odzwierciedlająca strukturę walutową polskiego handlu zagranicznego  
 Źródło: NBP, obliczenia własne

Październikowe dane o bilansie płatniczym potwierdziły również inną pozytywną tendencję: nadwyżka obrotów niesklasyfikowanych utrzymała się na wysokim poziomie obserwowanym w poprzednim miesiącu. Element ten, odzwierciedlający głównie obroty handlu przygranicznego, powinien być mocnym punktem bilansu płatniczego również w kolejnych miesiącach. Szacujemy, że skumulowany dwunastomiesięczny deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB osiągnął w październiku 3,4%, spadając z 3,6% miesiąc wcześniej.

**Elementy bilansu płatniczego, r/r %**



Źródło: NBP

Wg danych GUS (na bazie dokumentów celnych) na temat handlu zagranicznego eksport wyrażony w dolarach wzrósł w III kw. br. o 12,8% r/r, podczas gdy w okresie styczeń-wrzesień wzrost wyniósł 9,9% r/r. Import zwiększył się o 12,1% r/r w III kw. br. i o 5,8% w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy tego roku. Dane te generalnie potwierdziły obraz sytuacji wynikający z wcześniejszych informacji NBP o handlu zagranicznym na bazie płatności – zwolnienie dynamiki importu i eksportu zanotowane w sierpniu było przejściowe i nastąpił po nim dalszy wzrost obrotów handlowych z zagranicą we wrześniu. W sumie, sytuacja w handlu zagranicznym była w III kw. br. dużo lepsza niż w pierwszej połowie 2002 r. Co ciekawe, dane na bazie transakcji wskazują, że dynamiki zbliżyły się do siebie, a we wrześniu import wzrastał szybciej niż eksport (po raz pierwszy od połowy 2000 r.). Taka sytuacja jest spójna ze scenariuszem ożywienia gospodarczego w drugiej połowie br. i może odzwierciedlać przyspieszenie popytu krajowego (najprawdopodobniej stopniowego ożywienia inwestycji, ponieważ trudno spodziewać się znacznego przyspieszenia konsumpcji prywatnej w sytuacji spadającego funduszu płac).

**Jednak fundusz płac w przedsiębiorstwach ciągle się kurczy**

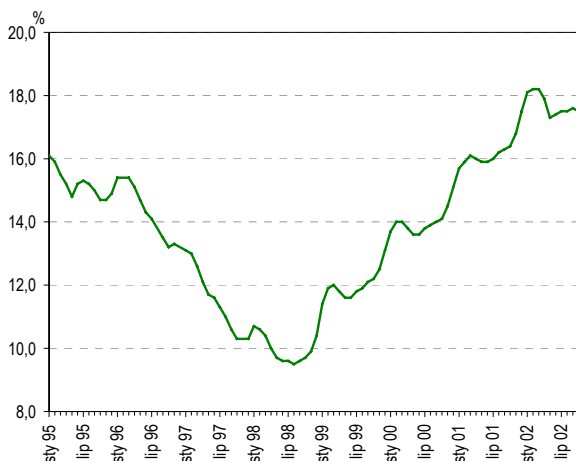
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w październiku o 0,1% m/m, co było pierwszym wzrostem od lutego 2001 r. Nadal jednak liczba miejsc pracy była niższa niż w odpowiednim okresie ub.r., choć tym razem roczny spadek był mniejszy niż w poprzednich miesiącach i wyniósł 3,4% r/r (w porównaniu ze średnim spadkiem o 4% w III kw. br.). Jednocześnie zanotowano spadek przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, który wyniósł 1,7% m/m i spowodował zmniejszenie się dynamiki



rocznej do 0,5% r/r z 3,9% r/r we wrześniu. W efekcie, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw spadł październiku o 3% r/r w wyrażeniu nominalnym i o 4% realnie.

Opisane wyżej dane dają mieszane sygnały. Z jednej strony wzrost zatrudnienia, nawet jeśli nie nazbyt imponujący, daje nadzieję, że po dwóch latach ograniczania zatrudnienia przedsiębiorstwa zaczęły być może wreszcie zwiększać liczbę pracowników. Ale z drugiej strony znaczny spadek płac wyraźnie sugeruje, że nie należy oczekiwać powstania presji płacowej, która mogłaby wpłynąć na wzrost inflacji w średnim okresie. Siła nabywczą gospodarstw domowych pozostaje ograniczona, co raczej słabo wróży możliwościom wzrostu prywatnej konsumpcji w IV kw. br.

**Stopa bezrobocia, %**



Źródło: GUS

Za tezę o możliwej, stopniowej poprawie sytuacji na rynku pracy przemawiają dane GUS o rejestrowanym bezrobociu. Stopa bezrobocia w październiku spadła do 17,5% z 17,6% we wrześniu. Liczba bezrobotnych zwiększyła się o 5,8% r/r (najwolniej od końca 1998 r.) i wyniosła 3,108 mln osób. Potwierdziło to wcześniejsze, optymistyczne zapowiedzi ministra finansów Grzegorza Kołodko i ministra pracy Jerzego Hausnera. Choć wzrost stopy bezrobocia rzeczywiście ulega zmniejszeniu, to jego poziom jest jednak wciąż o ponad 1 pkt. proc. wyższy niż w odpowiednim okresie ub.r. Ponadto, jak zauważył minister pracy, następne trzy miesiące przyniosą znaczne sezonowe pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Oczekujemy, że stopa bezrobocia na koniec roku wyniesie powyżej 18%. Minister pracy zapowiada jednak, że stopa bezrobocia w listopadzie wzrośnie jedynie nieznacznie, a na koniec roku może być niższa niż 18%. Potwierdzenie się tych zapowiedzi oznaczałoby, że w możemy w najbliższym czasie doświadczyć długo oczekiwanej poprawy

sytuacji na rynku pracy. Zwiększyłyby to szansę na kontynuowanie ożywienia gospodarczego zapoczątkowanego w III kwartale br. Nadal nie wiemy jednak, co stało się z tysiącami absolwentów, którzy mieli zalać rynek pracy w tym roku. Być może część z nich znalazło pracę dzięki rządowemu programowi „Pierwsza praca”, ale prawdopodobne jest również, że niższy wzrost bezrobocia wiąże się ze zmianami w procedurach rejestracji bezrobotnych. Motywacja do rejestrowania się w urzędach pracy zmalała m.in. ze względu na ostatnie zmiany w przepisach dotyczących ubezpieczeń społecznych zgodnie z którymi osoby nie posiadające zatrudnienia nie muszą koniecznie rejestrować się jako bezrobotne, żeby uzyskać dostęp do publicznej opieki zdrowotnej.

**...a wstępne dane o inwestycjach w III kw. są rozczarowujące**

GUS opublikował wstępne dane o inwestycjach po trzech kwartałach 2002 r. W ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy roku zarówno inwestycje ogółem, jak i inwestycje w środki trwałe spadły o ok. 15,5% r/r wobec ok. 15% r/r spadku w pierwszej połowie roku. Gdyby dane te były porównywalne z systemem rachunków narodowych (stosowanym przy obliczaniu wzrostu PKB), oznaczałoby to, że w III kwartale br. wystąpił podobny spadek inwestycji w środki trwałe, jak w II kwartale (-8,4% r/r), a taki wynik byłby z pewnością rozczarowujący. Niemniej jednak dane GUS nt. inwestycji są agregowane wyłącznie na podstawie sprawozdań z przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 50 osób. Oczekujemy, że aktywność inwestycyjna mniejszych przedsiębiorstw była wyższa i spadek nakładów na środki trwałe w rachunkach narodowych w III kw. br. nie powinien być tak duży jak w poprzednich kwartałach.

W trzech pierwszych kwartałach roku liczba nowo rozpoczętych inwestycji wzrosła znacząco (o 69,1% r/r wobec 82,2% r/r w pierwszym półroczu). Jednak wzrost wartości kosztorysowej nowych inwestycji wyhamował w trzecim kwartale. Po dziewięciu miesiącach wartość kosztorysowa była o 8,6% wyższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, podczas gdy w pierwszym półroczu wzrost wyniósł 23,7%, co sugeruje, że wartość nowych inwestycji spadła o ok. 20% w samym tylko III kwartale.

Struktura inwestycji była pozytywna. Najgłębszy spadek odnotowano w przypadku budynków i budowli, które ekonomicznie są mniej efektywne niż inwestycje w maszyny, instalacje i urządzenia (te doświadczyły



mniej spadku). Co więcej, po trzecim kwartale spadek inwestycji pogłębił się jedynie w przypadku nakładów na środki transportu.

### **...mimo lepszych wyników finansowych przedsiębiorstw w III kwartale br.**

Opublikowane przez GUS dane o wynikach finansowych przedsiębiorstw pokazały, że kontynuowana jest poprawa zyskowności polskich przedsiębiorstw niefinansowych i większość wskaźników sytuacji finansowej nieznacznie się poprawiła, zarówno w porównaniu do odpowiedniego okresu ub.r., jak i w odniesieniu do I połowy br. Mimo że wyniki finansowe przedsiębiorstw w trzech kwartałach br. były niższe niż w tym samym okresie 2001 r., to w samym III kw. br. firmy zaczęły osiągać zyski, co potwierdza obserwowaną już we wcześniejszych danych statystycznych poprawę aktywności gospodarczej w II połowie br. Do poprawy sytuacji finansowej przyczyniła się w dużym stopniu redukcja kosztów, co powinno zwiększyć konkurencyjność polskich firm ułatwiając dalszy rozwój ich działalności. Co ciekawe, najlepsze wyniki zanotowano w przedsiębiorstwach eksportowych (im wyższy udział eksportu w produkcji ogółem, tym lepsze wyniki finansowe). Jednym z czynników, które się do tego przyczyniły było z pewnością osłabienie złotego wobec euro - średnio o prawie 10% w III kw. br.

Ogólnie wyniki finansowe są dość pozytywne i potwierdzają, że sytuacja w sektorze przedsiębiorstw zaczęła się poprawiać już w III kw. br. Ostatnie dane Ministerstwa Finansów o dochodach z CIT (patrz niżej) w październiku sugerują, że proces ten jest również kontynuowany w kolejnym kwartale. Można mieć nadzieję, że przełoży się to na decyzje przedsiębiorców o zwiększeniu zatrudnienia, a październikowe dane pokazują, że być może zaczęło się już tak dziać (patrz wyżej).

### **Jak na PKB wpłynie zmiana stanu zapasów?**

Opublikowane w listopadzie dane o stanie zapasów w przedsiębiorstwach w III kwartale br. są dość optymistyczne z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego (dodatnia zmiana zapasów wpływa na zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego). W III kwartale br. zapasy w przedsiębiorstwach zmniejszyły się co prawda o 3,4% r/r wobec spadków o 4,0% r/r w II kwartale br. i 4,3% r/r w I kwartale br., ale zmiana stanu zapasów w III kwartale br. zwiększyła się o ponad 80% r/r. Dane te sugerują, że prawdopodobnie nieco słabsza niż oczekiwano dynamika nakładów brutto na środki

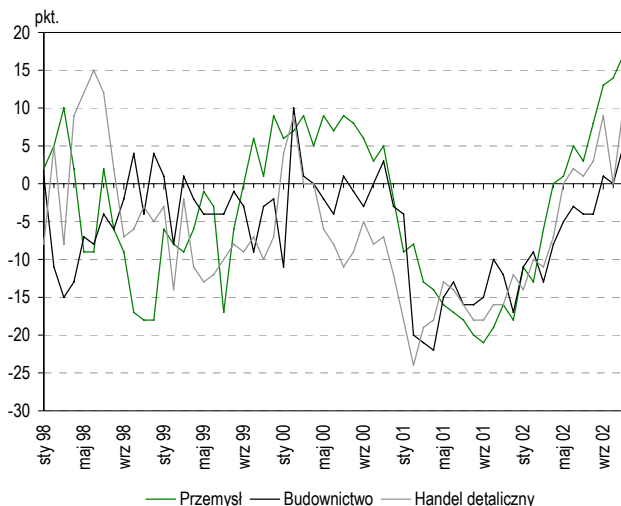
trwałe (patrz wyżej) może zostać częściowo zrekompensowana poprzez poprawę w dynamice zmiany zapasów. Dane GUS tego jednak nie przesądzają, ponieważ obejmują one jedynie duże przedsiębiorstwa (zatrudniające powyżej 50 pracowników). Ponadto, trudno uznać te dane za zgodne z szacunkami pojawiającymi się w rachunkach narodowych (wykorzystywanych do obliczania wzrostu gospodarczego). Poza małymi przedsiębiorstwami nie obejmują one bowiem innych sektorów gospodarki, takich jak rolnictwo lub sektor rządowy. Przede wszystkim jednak zmiana zapasów ma w rachunkach narodowych charakter rezydualny (jest elementem wynikowym szacunków innych części składowych wzrostu PKB), co oznacza, że ich szacowanie na podstawie jakichkolwiek danych jest bardzo utrudnione. Nie zmienia to jednak faktu, że dane GUS o zapasach w przedsiębiorstwach są pozytywne, na co wyraźnie wskazuje ich struktura. Zmniejszył się bowiem stan zapasów produktów gotowych i półproduktów, a prawie bez zmian pozostał stan zapasów towarów. Po wielu kwartałach spadku zwiększeniu uległ natomiast stan zapasów materiałów. Świadczy to o tym, że przedsiębiorstwa nie napotykają na znaczną barierę niedostatecznego popytu i planują powiększanie produkcji.

### **Indeksy koniunktury się poprawiają, ale niezbyt dynamicznie**

Opublikowane przez GUS wyniki badania koniunktury w listopadzie wydają się potwierdzać, że koniunktura stopniowo poprawia się w IV kwartale w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, jednak aktywność w sektorze przedsiębiorstw nie jest jeszcze na tyle silna by twierdzić, że trudne czasy dla nich się skończyły. Trzy główne indeksy dla przemysłu, budownictwa i handlu detalicznego, były nie tylko zauważalnie wyższe niż przed rokiem, ale ich roczna dynamika znacznie przyspieszyła w porównaniu z poprzednimi miesiącami (patrz wykres poniżej). Niemniej we wszystkich trzech przypadkach poziom wskaźnika koniunktury pozostał ujemny, odzwierciedlając fakt, że liczba przedsiębiorców oceniających negatywnie stan koniunktury nadal przeważa liczbę optymistów. Wciąż obecne są również pewne negatywne elementy, szczególnie oczekiwana kontynuacja procesu ograniczania zatrudnienia. Sytuacja wydają się poprawiać w handlu detalicznym, co zostało potwierdzone przez kolejny znaczny wzrost sprzedaży detalicznej w październiku.



**Wskaźniki koniunktury wg GUS, r/r**



Źródło: GUS, BZ WBK

Wyniki kwartalnego badania koniunktury gospodarczej przez NBP również wydają się sugerować, że sytuacja ekonomiczna powinna się poprawić w IV kwartale tego roku, chociaż postęp ten nie będzie gwałtowny. Pośród najważniejszych pozytywnych zjawisk, wynikających z badania, należy odnotować: wzrost wykorzystania mocy wytwórczych w przedsiębiorstwach; plany zwiększenia poziomu produkcji (we wszystkich sektorach) oraz – co szczególnie istotne – zwiększenia inwestycji (głównie w nowe maszyny i urządzenia). Z drugiej strony, przedsiębiorcy oczekują nieznacznego osłabienia popytu w IV kwartale (choć oczekiwania te są mniej pesymistyczne niż kwartał wcześniej); zgłaszali oni również pogorszenie salda nowych zamówień.

Wskaźnik optymizmu konsumentów (WOK) wzrósł w listopadzie w stosunku do poprzedniego miesiąca, osiągając poziom najwyższy od dwóch lat. Skłonność do zakupów wzrosła o 2 pkt proc., a ocena klimatu gospodarczego ustabilizowała się na wysokim poziomie – również najwyższym od dwóch lat. Roczne dynamiki wszystkich trzech wskaźników były pozytywne czwarty miesiąc z rzędu, choć poprawa była mniej wyraźna niż poprzednio. Podobnie jak przed miesiącem, największa zmiana nastąpiła w przypadku klimatu gospodarczego (4,3% r/r), optymizm konsumentów wzrósł o 3,8% r/r, skłonność do zakupów o 2,3% r/r.

**Słabe dane monetarne nie potwierdzają ożywienia w gospodarce**

Podaż pieniądza M3 zwiększyła się w październiku zaledwie o 0,1% m/m, co oznacza spadek w ujęciu rocznym o 2,5% (wobec -1,5% r/r we wrześniu i -0,2% w sierpniu). Według 'starej definicji', dynamika pieniądza M2 osiągnęła 1,5% r/r, spadając z 2,6% r/r we wrześniu.

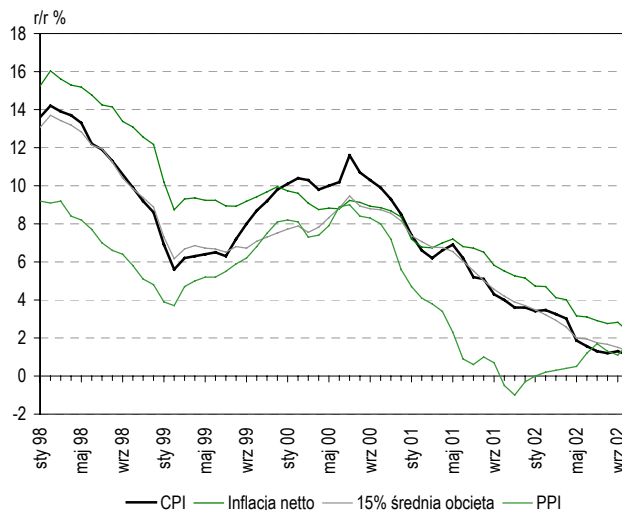
Nadal ubywa depozytów w systemie bankowym, głównie z powodu zapaści największego składnika – depozytów gospodarstw domowych. Te ostatnie spadły o 1% m/m oraz o 5,6% r/r. Jednocześnie kredyty bankowe pozostały w stagnacji, nie odzwierciedlając praktycznie żadnych oznak ożywienia gospodarczego. Dynamika należności systemu bankowego ogółem zwolniła do 4,4% r/r z 4,9% miesiąc temu, przy czym kredyt dla firm wzrósł jedynie o 0,5% r/r (-0,8% m/m). W przypadku gospodarstw domowych wzrost był także słaby, wynosząc 0,2% m/m i 8,3% r/r. Zapewne sektorem, który pozytywnie wpływa na dynamikę kredytów ludności są kredyty mieszkaniowe.

Dane o podaży pieniądza i jej elementach nie są do końca spójne z obserwowanym ożywieniem z sferze realnej gospodarki. Biorąc pod uwagę, że gospodarka przyspieszyła już w III kwartale br. (wzrost wartości dodanej był dwukrotnie szybszy niż w II kw. br.) i nasze przekonanie, że poprawa będzie kontynuowana również w IV kw. br., należałoby oczekiwać ożywienia także na rynku kredytowym. Statystyki banku centralnego nie wskazują jednak na to. Oznacza to, że oczekiwania na dalsze przyspieszenie wzrostu gospodarczego nie powinny być nadmierne. Z drugiej strony oznacza to jednak również, że obserwowana dotąd poprawa sytuacji gospodarczej nie przekłada się na wzrost presji inflacyjnej.

**Brak presji inflacyjnej w gospodarce**

Ostatnie dane GUS i NBP potwierdziły, że wciąż nie widać żadnych sygnałów presji inflacyjnej w polskiej gospodarce. Przeciwnie, inflacja najprawdopodobniej spadnie jeszcze bardziej w najbliższym czasie i pozostanie niska przez kolejne miesiące i kwartały.

**Miary inflacji, r/r %**



Źródło: GUS, NBP



Wzrost CPI spowolnił w październiku do rekordowo niskiego poziomu 1,1% z 1,3% we wrześniu. Ponownie czynniki podażowe przyczyniły się do wzrostu cen w ujęciu miesięcznym. Ceny żywności wzrosły o 1,0% m/m, a ceny transportu o 0,9% m/m. To ostatnie wynikało z paliw drożących o 2,0%. Tym razem również ceny odzieży i obuwi pchały inflację w górę, wzrastając o 0,5% m/m. Z drugiej strony, zgodnie z oczekiwaniami, ceny napojów alkoholowych i tytoniowych, które spadły o 2,3% m/m w wyniku obniżenia akcyzy na napoje alkoholowe od początku miesiąca, były głównym czynnikiem ciągnącym inflację w dół.

Choć roczny wzrost cen producenta w październiku istotnie przyspieszył do 1,7% r/r z 1,1% r/r zanotowanych we wrześniu, to wynik ten był oczekiwany i był spowodowany w dużym stopniu przez tzw. efekt bazy, czyli fakt, że PPI spadł znacznie w końcu 2001 r. po redukcjach cen ropy naftowej. Teraz więc stabilne lub nawet nieznacznie spadające w ujęciu miesięcznym ceny powodują wzrost inflacji PPI w ujęciu rocznym. Efekt ten będziemy również obserwować w dwóch kolejnych miesiącach, w związku z czym oczekujemy dalszego przyspieszenia wzrostu cen producenta w listopadzie i grudniu. Pomimo przyspieszenia rocznego tempa wzrostu, wskaźnik PPI wydaje się odzwierciedlać ogólną słabość presji inflacyjnej w gospodarce (miesięczne wzrosty są bardzo ograniczone). Być może poprawa w sferze realnej sygnalizowana przez dane o produkcji przemysłowej jest nadal zbyt słaba, aby mieć istotny wpływ na ceny.

O przyspieszeniu inflacji trudno jest obecnie mówić tym bardziej, że wstępne dane nt. cen żywności, napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych w listopadzie były bardzo pozytywne. Tak jak się spodziewaliśmy, ceny żywności i napojów bezalkoholowych spadły o 0,2% m/m w II poł. listopada, po spadku o 0,4% m/m w I poł. miesiąca. Daje to średnio 0,3% spadek w całym miesiącu. Również ceny napojów alkoholowych oraz wyrobów tytoniowych spadły w drugiej połowie listopada o 0,8% m/m, po spadku o 1,5% m/m odnotowanym w pierwszej połowie miesiąca, co wskazuje na kontynuację spadkowej tendencji cen alkoholi wywołanej obniżką akcyzy w październiku. Biorąc pod uwagę powyższe informacje, szacujemy, że w listopadzie CPI spadł o 0,1% m/m, co przekłada się na roczny wskaźnik inflacji 0,9% wobec 1,1% w październiku.

Również dane NBP nt. inflacji bazowej w październiku zaskoczyły skalą spadku. Inflacja netto (CPI z wyłączeniem cen żywności i paliw) spadła do 2,3% r/r z 2,8% odnotowanych we wrześniu, a 15% średnia obciążona zmniejszyła się do 1,3% r/r z 1,5%. Pozostałe trzy wskaźniki były poniżej 1%. Inflacja z wyłączeniem cen kontrolowanych osiągnęła rekordowo niski poziom 0,51% r/r. Spadek inflacji bazowej był głębszy niż inflacji konsumenta, dowodząc, że w gospodarce nie ma presji inflacyjnej. Choć należy podkreślić, że najważniejsza miara (15% średnia obciążona) jest nadal wyższa od głównego wskaźnika, sugerując że inflacja może rosnąć w najbliższych miesiącach. Oczywiście spodziewany wzrost raczej nie będzie duży i nie powinien zagrozić przyszłorocznemu celowi inflacyjnemu 2-4%.

### **Brak zagrożenia dla budżetu w tym roku**

Według podanych przez Ministerstwo Finansów wyników budżetu po 10 miesiącach br. deficyt budżetowy zwiększył się do 34,05 mld zł, co stanowi 85,1% wielkości planowanej na cały rok (po trzech kwartałach było to 74,4%). Wynik ten był gorszy niż nasze oczekiwania na poziomie 78% i konsensus rynkowy wskazujący na 82%. Niemniej jednak, dobre rezultaty po stronie dochodowej budżetu sugerują poprawę sytuacji w gospodarce, podczas gdy deficyt wynika z większego niż oczekiwano wzrostu wydatków. Dochody ogółem osiągnęły 81% planu wzrastając w okresie styczeń-październik o 1,6% wobec 0,9% wzrostu po wrześniu. Wpłynął na to wysoki wzrost dochodów z podatków pośrednich, który wyniósł 9% w okresie styczeń-październik (9,4% po wrześniu). Dochody z CIT były jeszcze lepsze, wzrastając o 11,4% w ciągu 10 miesięcy br. (plan na cały rok wynosi 4,2%), a w samym październiku o 24,7% r/r. Zarówno kształtowanie się dochodów z CIT, jak i z podatków pośrednich wydaje się potwierdzać stopniową poprawę sytuacji gospodarczej.

Wydatki ogółem po październiku osiągnęły 81,9% planu, wzrastając 8,1% w okresie styczeń-październik (powyżej plany na cały rok na poziomie 7,1%). Najbardziej istotny wzrost wydatków zanotowany (wyższy niż po poprzednich miesiącach) został w tym okresie w dotacjach dla Funduszu Pracy i w dotacjach dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Zwiększyły się one odpowiednio o 80,6% i 36,1%. Choć nie powinno to zagrozić realizacji tegorocznego budżetu, to potwierdza to nasze obawy, że sytuacja w tych funduszach może stanowić problem dla polityki fiskalnej w przyszłym roku.



## Pod lupą: Bank centralny

- **Obniżka stóp o 25 pb w listopadzie**
- **Następne redukcje nie będą głębsze**
- **RPP oczekuje poprawy aktywności gospodarczej**
- **Jak długo złoty pozostanie płynny?**

### Wszystkie stopy o 25 punktów w dół w listopadzie

W listopadzie RPP ponownie podjęła decyzję o redukcji wszystkich oficjalnych stóp procentowych, tym razem o 25 pkt. bazowych. Mająca najbardziej bezpośredni wpływ na rynek stopa referencyjna została zredukowana do 6,75% z 7%. Stopa lombardowa wyznaczająca krańcowy koszt pieniądza na rynku spadła do 8,75%, stopa redyskontowa do 7,5%, a stanowiąca dolne ograniczenie dla stóp rynkowych stopa depozytowa do 4,75%. RPP utrzymała też neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

Wydaje się, że prezes NBP Leszek Balcerowicz chciał podkreślić podczas konferencji po posiedzeniu RPP spójność ze swoimi wcześniejszymi wypowiedziami. Stwierdził on po raz kolejny, że „obecny poziom stóp procentowych jest bardzo bliski odpowiedniemu do sytuacji ekonomicznej”, oraz że obniżka stóp o 25 pb nie stoi w sprzeczności z takim samym stwierdzeniem wygłoszonym miesiąc wcześniej. Ostatnia decyzja zbliża nas po prostu do końca cyklu obniżek. Przed miesiącem Balcerowicz stwierdził również, że „spadająca inflacja z powodu obniżki akcyzy na alkohol nie będzie wpływać na politykę pieniężną” i faktycznie, inflacja CPI nie była tym razem wymieniona wśród argumentów za obniżką stóp. Oczywiście nie było problemów ze znalezieniem innych argumentów dla tej decyzji – inflacja bazowa, niższe oczekiwania inflacyjne, spadająca dynamika podaży pieniądza, niski wzrost płac, słaby wzrost w Europie Zachodniej, szczególnie w Niemczech.

Zdaniem RPP dane nt. aktywności ekonomicznej w III kwartale i w październiku (produkcja, sprzedaż detaliczna, sytuacja finansowa przedsiębiorstw, wysoki wzrost w sektorze usług rynkowych) potwierdzają wcześniejsze założenia o stopniowej poprawie sytuacji. Jednak, jak zwykle, RPP zauważyła również pewne oznaki sugerujące ostrożność – niższy wzrost w budownictwie, niskie inwestycje w III kw., wskaźniki koniunktury i opóźnione ożywienie w Niemczech. RPP oczekuje jednak, że popyt krajowy w Polsce przyspieszy wzrost w kolejnych kwartałach.

Rada wyraziła przekonanie, że nie ma obecnie zagrożenia dla celu inflacyjnego w 2003 r., ale rosnąca

presja inflacyjna jest możliwa w 2003 i 2004 r. Czynniki zagrożenia obejmują: ceny paliw, możliwe osłabienie złotego pod koniec 2003 r., ekspansywną politykę fiskalną. RPP podkreśliła wiele razy w treści komunikatu, że jej obecne decyzje będą wpływać na inflację w 2004 roku, co jest dość jasne, biorąc pod uwagę opóźnienia pomiędzy zmianami w polityce pieniężnej a reakcją gospodarki. Pokazuje to jednak również, że niska (lub bardzo niska) inflacja na początku 2003 roku niekoniecznie musi prowadzić do głębszych redukcji stóp procentowych, ponieważ RPP myśli już o kolejnym średniookresowym celu inflacyjnym i o perspektywie gospodarczej dłuższej niż rok 2003. Nawet pomimo faktu, że na początku 2004 r. do Leszka Balcerowicza dołączy dziewięciu nowych członków RPP.

Istotną zmianą było ograniczenie skali redukcji stóp z 50 do 25pb. Taki manewr Rady przypomina jej kwietniową decyzję, kiedy po serii obniżek w skali 100-150pb nastąpiła redukcja o 50pb, zapowiadająca zmniejszenie skali obniżek w kolejnych miesiącach. Argumentowaliśmy przed listopadowym posiedzeniem RPP, że zmniejszenie głębokości kolejnego cięcia o połowę może pomóc w ograniczeniu oczekiwań rynku na dalszą ekspansję monetarną, ograniczając tym samym presję aprecjacyjną na złotego. I rzeczywiście, podobnie jak w kwietniu, tym razem również oczekiwania inwestorów uległy korekcie. Warto jednak odpowiedzieć na pytanie, czy ograniczenie skali redukcji stóp było świadomą decyzją RPP, czy też po raz kolejny było wynikiem kompromisu pomiędzy zwolennikami bardziej agresywnych redukcji a „jastrzębiami”, którzy byli przeciwko głębszej zmianie stóp. Można mieć wrażenie, że tym razem część „gołębich” członków Rady głosowała jednak za większą skalą obniżki (odpowiedź poznamy w styczniu). Mimo to jesteśmy przekonani, że po tym jak rynek zinterpretował decyzję RPP jako czytelny i świadomy sygnał dla inwestorów, kolejne redukcje stóp nie będą głębsze niż 25pb. Wydają się to potwierdzać ostatnie wypowiedzi członków RPP.

Mimo iż w listopadzie prawdopodobnie zanotowano kolejny rekordowo niski poziom inflacji (poniżej 1%), nie spodziewamy się obniżki stóp w grudniu, ponieważ ostatnie tegoroczne posiedzenie RPP zaplanowano przed publikacją danych o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz inflacji bazowej. Naszym zdaniem, jest to zbyt poważny niedobór informacji aby podjąć decyzję o obniżeniu stóp. Wydają się to potwierdzać niedawne wypowiedzi Janusza Krzyżewskiego, Dariusza Rosatego oraz Leszka Balcerowicza. Kolejną obniżkę przewidujemy na początku przyszłego roku w skali 25pb.

**Raport o inflacji za III kwartał 2002**

Według opublikowanego na początku grudnia *Raportu o inflacji* za III kwartał 2002 bank centralny szacuje, że wzrost PKB w III kw. br. przyspieszył do 1,9% r/r z 0,8% w II kw. dzięki poprawie popytu krajowego (1,7% r/r) i eksportu netto. Wzrost konsumpcji prywatnej pozostał wysoki (3% r/r), natomiast spadek inwestycji był łagodniejszy niż w pierwszym półroczu (-3,4% wobec -8,4% w II kw.). NBP spodziewa się dalszej poprawy sytuacji ekonomicznej w kolejnych kwartałach, ale w dość umiarkowanym tempie. Zgodnie z prognozą banku polska gospodarka nie odczuje pozytywnych skutków ożywienia globalnego wcześniej niż w drugiej połowie 2003 r., w związku z czym wzrost PKB w przyszłym roku osiągnie 2-3%.

Bank centralny odnotował jedynie nieznaczną poprawę na rynku pracy w III kwartale w stosunku do pierwszego półrocza. Zatrudnienie w przedsiębiorstwach nadal się zmniejszało, jednak wolniej niż w dwóch poprzednich kwartałach. Płace nominalne rosły znacznie wolniej niż w analogicznym okresie przed rokiem, chociaż wzrost realny był zbliżony z powodu znacznie niższej inflacji. Silny wzrost był natomiast kontynuowany w dochodach nierejestrowanych w związku z rozwojem szarej strefy w gospodarce. Wg szacunków NBP wzrost rejestrowanych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych był w III kw. nieco niższy niż w pierwszym półroczu, a ich wartość nabywcza zwiększyła się o 0,4% r/r.

NBP pozostaje zaniepokojony polityką fiskalną. Wg przewidywań banku deficyt ekonomiczny finansów publicznych osiągnie 5,5-5,8% w całym 2002 r. wobec planowanego poziomu 4,8%. Raport podkreśla, że kształt polityki fiskalnej w 2003 zaprojektowany w budżecie na przyszły rok nie stanowi zaostrzenia warunków fiskalnych i nie będzie korzystny dla długoterminowych perspektyw wzrostu.

**Wyniki głosowań RPP w 2002 r.**

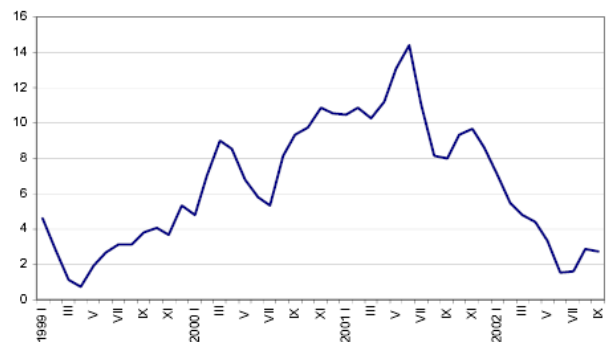
	I	I	I	III	IV	IV	V	V	VI	VI	VII	VIII	VIII	IX	X	XI
Zmiana (pb)	-200	-100	-150	-100	-100	-50	-75	-50	-100	-50	-50	-75	-50	-50	-50	-25
Decyzja	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK
Balcerowicz	-	-	+	-	-	+	-	+	-	+	-	-	+	+	b/d	b/d
Dąbrowski	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	b/d	b/d
Grabowski	-	+	-	-	-	+	-	+	-	+	-	-	+	-	b/d	b/d
Józefiak	-	+	-	-	-	+	-	+	-	+	-	-	+	+	b/d	b/d
Krzyżewski	-	-	+	-	+	+	-	+	-	+	+	-	+	+	b/d	b/d
Łączkowski	-	+	-	-	-	+	-	+	-	+	-	-	+	+	b/d	b/d
Pruski	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	+	-	b/d	b/d
Rosati	+	-	+	+	nieobecny	+	+	+	+	+	+	+	nieobecny	+	b/d	b/d
Wójtowicz	+	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	b/d	b/d
Ziółkowska	+	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+	+	+	+	b/d	b/d

Źródło: NBP, Monitor Sądowy i Gospodarczy

Raport o inflacji potwierdza, że inflacja CPI na koniec tego roku znajdzie się poniżej celu inflacyjnego. Według NBP osłabienie presji inflacyjnej w 2002 w drugim półroczu było efektem zarówno czynników popytowych jak i podażowych (z jednej strony opóźnienie ożywienia gospodarczego w Polsce i za granicą oraz niski wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych; z drugiej strony rekordowo silny spadek cen żywności). NBP uważa, że trend spadku cen żywności może być kontynuowany również w IV kwartale br.

Bank centralny powtórzył w raporcie, że poziom celu inflacyjnego na 2003 r. (3% ±1pp) oznacza przejście od polityki dezinflacji do fazy stabilizacji inflacji na niskim poziomie. NBP opublikował również indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (ang. MCI), który wzrósł nieznacznie w III kwartale po okresie nieprzerwanego spadku od grudnia 2001.

**Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI (podstawa = grudzień 1994)**



Źródło: Raport o inflacji, NBP

W *Raporcie o inflacji* opublikowano również szczegółowe wyniki głosowań RPP nad decyzjami w zakresie polityki pieniężnej w III kwartale (patrz tabela poniżej). Okazało się, że w lipcu (kiedy nie było obniżki) czworo członków RPP (z frakcji gołębiej) głosowało za redukcją stóp o 50pb, a w sierpniu dwoje z nich proponowało obniżkę o 75pb.



### Jak długo jeszcze złoty będzie płynny?

Na początku grudnia wiceminister finansów Ryszard Michalski, w wywiadzie dla PAP, wypowiedział wiele ciekawych uwag na temat kursu złotego i jego perspektyw przed wejściem do strefy euro. Oczywiście, powtórzył, że zdaniem rządu złoty jest przewartościowany, wpływając niekorzystnie na rozwój polskiej gospodarki, a przede wszystkim wyrządzając szkody polskim eksporterom.

Według Michalskiego Ministerstwo Finansów planuje rozpocząć zakupy walut zagranicznych na spłaty rat odsetkowych od polskiego długu zagranicznego bezpośrednio na rynku walutowym. Takie rozwiązanie było kilka miesięcy wcześniej proponowane przez RPP jako sposób na ograniczenie aprecjacji złotego. Wydaje się, że MinFin chce wykorzystać ten pomysł i wiosną mogą nastąpić pierwsze tego rodzaju operacje. Wydatki na obsługę długu zagranicznego w przyszłym roku wynoszą 4,7 mld zł, co oznacza, że rząd kupiłby na rynku około 1,2 mld dolarów. Ponadto, Michalski zapowiedział, że na początku 2003 r. MinFin wyemituje nowe obligacje denominowane w walutach obcych: w dolarach amerykańskich, jenach oraz funtach. W kwietniu ministerstwo planuje wykupić kolejną część polskich obligacji Brady'ego.

Michalski powiedział, że MinFin i rząd uważają, że dobrym pomysłem byłoby zastąpienie obecnego reżimu kursowego przez system sterowanego kursu płynnego przed wejściem do ERM2, co stworzyłoby użyteczne narzędzie wpływania na aktywność gospodarczą i ograniczanie nadmiernej zmienności kursu walutowego. Niestety, jak powiedział Michalski, takie rozwiązanie jest w tej chwili niemożliwe, ponieważ wymaga zgody banku centralnego, a NBP nie chce obecnie zmieniać reżimu kursowego. Minister zasugerował, że „następna RPP” (czyli po zastąpieniu dziewięciu jej obecnych członków przez nowych) może być zdecydowanie mniej konserwatywna, co może wskazywać, że rząd ma nadzieję na zmianę reżimu kursowego na początku kadencji nowych członków RPP (na początku 2004 r.).

Michalski powiedział, że po przesunięciu daty poszerzenia UE na maj 2004 r. najwcześniejszym możliwym terminem wejścia Polski do strefy euro stał się początek 2007 r. Oznacza to - powiedział minister - że wszystkie kryteria z Maastricht, poza dotyczącym kursu walutowego, muszą być spełnione w 2006 r., co pozwala na pewien dodatkowy „oddech” w reformie finansów publicznych. Powiedział jednak, że nadal wysokie jest prawdopodobieństwo, że Polska będzie w stanie obniżyć deficyt budżetowy poniżej 3% już w

2005 r. Wydaje się, że rząd przyjął już bardziej miękkie podejście do budżetu na 2004 r. i najprawdopodobniej nie będzie on istotnym krokiem w kierunku niezbędnej reformy publicznych wydatków.

Wkrótce po wywiadzie z Michalskim na stronie internetowej NBP pojawił się oficjalny komunikat prasowy. Stwierdzał on, że bank centralny z zadowoleniem przyjął deklarację ministra dotyczącą planowanych zakupów walut obcych na rynku, przypominając jednocześnie, że przyjęta przez RPP strategia bezpośredniego celu inflacyjnego wyklucza możliwość wyznaczania konkretnego celu kursowego. Jednak wg komunikatu „NBP nie wyklucza możliwości pogodzenia polityki bezpośredniego celu inflacyjnego z wprowadzeniem szerokiego pasma dopuszczalnych wahań kursu wokół rynkowo wyznaczonego parytetu”. To ostatnie zdanie jest niezwykle zaskakujące, ponieważ stoi w sprzeczności z opiniami prezentowanymi do tej pory przez wszystkich członków RPP i prezesa NBP Leszka Balcerowicza. Wydaje nam się jednak, że nie oznacza to zmiany oficjalnego stanowiska NBP w sprawie polityki kursowej, a raczej jest wynikiem nieporozumienia lub zamieszania w NBP. Wkrótce po tym zaskakującym stwierdzeniu w mediach pojawiły się wypowiedzi członków RPP. Zarówno Grzegorz Wójtowicz, jak i Bogusław Grabowski powiedzieli, że w dalszym ciągu zdaniem RPP wprowadzenie pasma wahań kursu walutowego nie jest dobrym rozwiązaniem i należy to wykluczyć. Komunikat prasowy został prawdopodobnie „wypuszczony” przez wiceprezesa NBP Andrzeja Bratkowskiego, ponieważ Leszek Balcerowicz przebywał za granicą. Dzień później w Rzeczpospolitej Bratkowski wyjaśnił, że powyższe stwierdzenie oznaczało tylko, że NBP nie przewiduje 30% wahań kursu w normalnych warunkach gospodarczych. W związku z tym uważamy, że odejście od całkowicie płynnego kursu złotego wciąż jest bardzo mało prawdopodobne w trakcie tej kadencji RPP. Jednak na początku 2004 r. rząd może próbować przeforsować zmianę reżimu kursowego na kurs kierowany, który miałby umożliwić osłabienie złotego przez wejściem do ERM-2.





## Wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego

W pierwszej połowie listopada obecność przedstawicieli banku centralnego w mediach była bardzo ograniczona. Nieliczne wypowiedzi członków RPP (zanotowaliśmy jedynie głosy Wiesławy Ziółkowskiej i Grzegorza Wójtowicza) w tym czasie podkreślały dominujące wśród nich przekonanie, że ze względu na bardzo niewielką dynamikę procesów inflacyjnych nie tylko tegoroczny, ale również przyszłoroczny cel inflacyjny nie są zagrożone. Po publikacji danych o rekordowo niskiej inflacji w październiku przedstawiciel frakcji gołębiej w Radzie Janusz Krzyżewski wspominał nawet o zagrożeniu deflacją w polskiej gospodarce. W dalszej części miesiąca również inni członkowie RPP wyrażali publicznie pogląd, że procesy inflacyjne pozostaną w najbliższym czasie pod kontrolą.

Poza perspektywami inflacyjnymi komentarze przedstawicieli NBP w minionym miesiącu koncentrowały się na kwestii kursu walutowego. Wszyscy z wypowiadających się na ten temat członków Rady wykluczyli możliwość przeprowadzenia interwencji walutowych. Nieco zamieszania wywołały wypowiedzi Dariusza Rosatego w wywiadzie udzielonym agencji Reuters. Powiedział on, że bank centralny nie chce dalej zmniejszać inflacji, lecz raczej zamierza ją stabilizować, co ma skutkować zmianą akcentów w polityce pieniężnej. Znaczna aprecjacja złotego, którą bank centralny był gotów akceptować w trakcie ograniczania inflacji, jest obecnie niepożądana i stwarza nadmierne koszty dla gospodarki. Rosati stwierdził, że umocnienie złotego odzwierciedla spekulacyjny napływ kapitału portfelowego wywołany przez silne oczekiwania na obniżki stóp procentowych. Rosati zasugerował, że RPP może chcieć ograniczyć presję aprecjacyjną na złotego, ale jednocześnie wykluczył możliwość interwencji walutowych (przynajmniej w krótkim/średnim okresie) i/lub zmianę reżimu kursowego. Zamiast tego wspominał możliwość obniżenia przez bank centralny stóp procentowych, co zmniejszyłoby spekulacyjny popyt na złotego związany z oczekiwaniami rynku na redukcję stóp procentowych.

Wypowiedź Rosatego wzmogła oczekiwania na redukcję stóp procentowych, ale została szybko zneutralizowana przez wypowiedzi dwóch innych członków RPP – Bogusława Grabowskiego i Cezarego Józefiaka. Zdaniem Grabowskiego umocnienie na polskim rynku finansowym jest nadmierne, ponieważ inwestorzy zbyt optymistycznie oceniają ryzyko związane z członkostwem Polski w Eurolandzie. Powiedział on, że zbyt optymistyczne oczekiwania inwestorów z pewnością będą brane pod uwagę podczas następnego spotkania RPP, ale dodał, że Rada nie powinna podążać za rynkiem [w obniżaniu stóp procentowych]. Grabowski stwierdził ponadto, że Rada nie ignoruje kursów walutowych, ale chodzi o to, że nie ma ona na myśli żadnego docelowego kursu złotego przy podejmowaniu decyzji o celu inflacyjnym. Cezary Józefiak powiedział, że nie jest przekonany, że obniżka stóp procentowych pomoże w osłabieniu złotego, ponieważ aprecjacja walut obserwowana w większości krajów naszego regionu ma znacznie głębsze, fundamentalne przyczyny. Przeciwnie, zdaniem Józefiaka nawet obniżka o 50 pb wzmocniłaby oczekiwania rynku na głębokie rozluźnienie polityki pieniężnej i (prawdopodobnie) wspierałaby dalszą aprecjację złotego. Z kolei Marek Dąbrowski powiedział, że ostatnie wzmocnienie złotego jest związane z procesem integracji z UE i zgodził się z Grabowskim, że reakcje rynku bywają przestrelone. Również sam Rosati, kilka dni po swojej wcześniejszej wypowiedzi sugerującej, że redukcja stóp procentowych mogłaby być sposobem na osłabienie złotego, powiedział, że iluzją jest myślenie, że złoty mógłby być trwale osłabiony. Dodał on, że skala umocnienia złotego nie jest dla gospodarki alarmująca i wyraził przekonanie, że wzmocnienie będzie kontynuowane i złoty pozostanie silną walutą do końca swoich dni.

Tuż przed posiedzeniem RPP Bogusław Grabowski udzielił obszernego wywiadu agencji PAP. Stwierdził w nim, że następny średniookresowy cel polityki pieniężnej będzie przede wszystkim zależał od deklaracji rządu dotyczącej daty gotowości Polski do spełnienia kryterium z Maastricht dotyczącego deficytu budżetowego. Jego zdaniem zredukowanie deficytu finansów publicznych do poniżej 3% będzie najtrudniejszym kryterium do spełnienia w Polsce i rząd powinien zadeklarować, czy jest w stanie przeprowadzić niezbędne w tym celu reformy finansów publicznych. Grabowski wypowiadał się również nt. wzrostu PKB i perspektyw inflacyjnych. Oczekuje on przyspieszenia wzrostu w drugiej połowie 2003 (oczekuje wzrostu pomiędzy 2% a 3% w całym 2003 r.), ale jego skala będzie zależała od sytuacji w gospodarce światowej. Grabowski powiedział, że szybszy wzrost PKB będzie wynikał z ożywienia popytu inwestycyjnego. Jednak jego zdaniem inwestycje będą niższe od prognozowanych, podczas gdy konsumpcja przekroczy oczekiwania. Dodał on również, że jeśli taka sytuacja utrzyma się w dłuższym okresie, zagrożony zostanie stabilizacji makroekonomicznej.

Po posiedzeniu Rady, prezes NBP Leszek Balcerowicz podkreślił po raz kolejny, że „obecny poziom stóp procentowych jest bardzo bliski odpowiedniemu do sytuacji ekonomicznej”, oraz że obniżka stóp o 25 pb nie stoi w sprzeczności z takim samym stwierdzeniem wygłoszonym miesiąc wcześniej. Zapytany o prognozę inflacyjną Ministerstwa Finansów na poziomie 0,8% r/r w grudniu br. powiedział, że nie można wykluczyć, że CPI na koniec roku będzie poniżej 1% r/r. Podkreślił jednak, że decyzje o polityce pieniężnej nie są podejmowane na podstawie wyników wyłącznie jednego miesiąca, lecz są konstruowane w oparciu o przewidywania dotyczące przyszłości. Balcerowicz dodał, że niższy niż oczekiwano wskaźnik CPI w październiku wynikał głównie z deflacji na rynku żywności oraz spadku cen paliw, a takie czynniki nie mogą być prognozowane i nie muszą być trwałe.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz, prezes NBP; PAP, 27 XI	Zmniejszona porcja obniżek jest takim sygnałem [że poziom stóp zbliża się do postrzeganego przez RPP jako adekwatny]. Rada konsekwentnie w ciągu tego cyklu obniżek przechodziła od większych do mniejszych [obniżek] i nie było przypadku cofnięcia się od mniejszych do większych. Jest to świadoma strategia. Informacje jakie dotyczą października w porównaniu z odpowiednim miesiącem rok temu też sygnalizowałyby raczej utrzymywanie się tendencji do stopniowego ożywienia. [...] Utrzymuje się spora dynamika sprzedaży detalicznej.
PAP, 22 XI	Wahania waluty są zjawiskiem do pewnego stopnia naturalnym w tym systemie kursu jaki mamy. Poziom stóp procentowych i jego zmiany nie są jedynym czynnikiem, który na to wpływa. W miarę obniżki stóp ten czynnik traci na znaczeniu. Na krótkookresowych wahanach kursowych w ciągu miesiąca nie można opierać decyzji o stopach, w każdym razie nie są wystarczającą przesłanką. Potrzebne są mocniejsze przesłanki. Będzie to [wejście do strefy euro] prawdziwe wyzwanie z punktu widzenia konsolidacji budżetu. Z kolei konsolidacja budżetu jest ważna dla makroekonomicznej stabilizacji. Wczesne spełnienie kryteriów z Maastricht sprzyja pobudzeniu gospodarczego wzrostu. Kluczem jest zdyscyplinowana polityka fiskalna. Wczesne członkostwo w eurostrefie sprzyjałoby również umocnieniu zdobyczy osiągniętych w walce z inflacją, ustabilizowałoby rynek walutowy, stworzyłoby sprzyjające warunki dla polskiego eksportu i napływu FDI. Strategia wprowadzania Polski do eurostrefy nie wymaga ponoszenia ekonomicznych kosztów, lecz politycznej odwagi i poczucia misji.
Jerzy Stopyra, wiceprezes NBP; PAP, 22 XI PAP, 21 XI	Myślę, że w przyszłym roku powinniśmy się spodziewać obniżki stopy rezerw obowiązkowych. Termin i skala obniżki będą uzależnione od sytuacji pieniężnej na rynku finansowym w Polsce, od nadpłynności w sektorze bankowym. Jest to [umocnienie złotego] fundamentalnie uzasadnione. Nie widzimy żadnej spekulacji. Obserwujemy to cały czas, do tego jest dopasowywana polityka pieniężna. Poziom kurs złotego jest wyznaczany przez mechanizmy rynkowe i jeżeli rynek odebrał bardzo pozytywnie informacje o naszej gospodarce, dobre wyniki tempa wzrostu PKB w III kwartale, bardzo dobrą sytuację w bilansie płatniczym, niską inflację, umiarkowany poziom deficytu, to zdyskontował te pozytywne dane. Mechanizm rynkowy jest samowystarczalny, nawet jeśli mocny złoty osłabił tendencję w zakresie handlu zagranicznego, to kurs z tego tytułu ulegnie osłabieniu.



Marek Dąbrowski, członek RPP; konferencja prasowa NBP, 27 XI	Ten wyścig spekulacyjny w krajach regionu związany jest z procesem integracji europejskiej. Bardzo często reakcje rynku bywają przestrzelone. Tym bardziej że sytuacja ekonomiczna na świecie zwiększa dysparytet stóp procentowych, a nie ma zbyt wiele możliwości inwestowania z małym ryzykiem.
Bogusław Grabowski, członek RPP; PAP, Reuters, 27 XI	To nie jest tak, że kurs jest ignorowany, ale w sposób naturalny RPP w bezpośrednim celu inflacyjnym nie ma żadnego poziomu kursu walutowego, który chciałaby osiągnąć, albo który powinen sprzyjać procesom inflacyjnym. Polityka pieniężna przecież nie będzie podejmowała decyzji z zakresu stóp procentowych, które by miały na celu przebijanie bańki na rynku walutowym czy chęć oddziaływania na kurs, żeby się nagle zaczął deprecjonować, ani aprecjonować, czyli nie będzie się kierowała pośrednim celem w realizacji celu inflacyjnego. Obecny proces konwergencji jest zbyt głęboki. Rynek nie doszacowuje ryzyka wynikającego z polityki fiskalnej. [...] Rynek przesadza, ale liczy, że może się wycofać z tych inwestycji nie ponosząc żadnych kosztów. Inwestorzy zagraniczni mogą dojść do przekonania, że proces konwergencji w stopach został przeprowadzony zbyt głęboko i zbyt szybko i w efekcie [w 2003 r.] może się rozpocząć proces lekkiego wzrostu długookresowych stóp ze skutkiem deprecjacyjnym dla kursu walutowego. RPP pracuje nad średniookresową strategią polityki pieniężnej po roku 2003. Musimy sformułować w niej następny cel, a najważniejszym punktem będzie tu data wypełnienia kryteriów z Maastricht. A tę datę musi sformułować rząd, musi powiedzieć, kiedy będzie gotowy z kryterium fiskalnym. Dla lepszej koordynacji polityki fiskalnej i pieniężnej, oraz żeby nie wprowadzać rynku w błąd, rząd powinien zastanowić się, czy jest w stanie w ogóle przeprowadzić reformy. [...] Mam wrażenie, że wielu polityków nie zdaje sobie sprawy, co wynika z deklaracji zmniejszania deficytu finansów publicznych poniżej 3% w 2005 r. Jeśli nie dojdzie do reformy finansów publicznych, to za 1-2 lata będziemy mieli sytuację bardzo rozluźnionej polityki fiskalnej, zdecydowanie za luźnej polityki pieniężnej i odwrót inwestorów od rynku polskiego, bo przestaną wierzyć, że Polska jest na dobrej ścieżce do EMU. Problem w tym, że nie można liczyć na to, że ożywienie będzie bardzo szybkie i znaczące, bo w gospodarce światowej cały czas mamy stagnację. Wzrost gospodarczy zbliżył się do 1,5-2% w III kw. 2002 r. i mniej więcej na tym poziomie utrzyma się w I poł. Przyszłego roku. Dopiero w II poł. wzrost gospodarczy przyspieszy, co ostatecznie przyniesie wzrost PKB o 2-3% w 2003 r. [...] Przedział szeroki, ale dobrze oddaje niepewność co do gospodarki światowej. W najbliższych miesiącach będzie się ożywał wzrost gospodarczy, a jego siłą napędową będzie odradzający się proces inwestycyjny. Ale ten proces inwestycyjny będzie nieco słabszy, niż oczekiwaliśmy, ale silniejsza od przewidywań będzie konsumpcja. [...] Konsumpcja i eksport netto wzmocniły wzrost gospodarczy w III kwartale. Ale jeśli w dłuższym okresie utrzyma się taka sytuacja, że wzrost będzie opierał się na konsumpcji, a za nią nie pójdzie znaczna dynamika inwestycji, to nie będzie to dobrze dla stabilizacji makroekonomicznej w dłuższym okresie czasu.
PAP, 26 XI	
Puls Biznesu, 18 XI	Teraz przychodzi okres sukcesów w ograniczaniu nadpłynności w systemie bankowym. W latach 2004-05 sektor bankowy może dojść do takiej sytuacji że będzie przechodził z nadpłynności do braku płynności. [...] Stopa interwencyjna zamiast być minimalną stopą procentową rynku pieniężnego, będzie stopą maksymalną. Będziemy podlegali stopniowemu ograniczaniu autonomiczności w prowadzeniu polityki pieniężnej. [...] Fakt bliskiego wstąpienia Polski do UE powoduje zjawisko dostosowywania się długich stóp procentowych Polsce do stóp w UE. [...] Arbitraż dokonywany przez rynki finansowe współdecyduje o poziomie stóp procentowych. Tempo nominalnej konwergencji krótkich stóp procentowych zależy obecnie przede wszystkim o wiarygodności polityki fiskalnej. [...] Najważniejsze jest, by zaraz po przyjęciu budżetu na 2003 r. minister finansów natychmiast rozpoczął proces przygotowywania głębokiej reformy finansów publicznych. Największe zagrożenia zaczną ujawniać się pod koniec 2003 i w 2004 r. Podwaliny dla nich tworzone są obecnie. Teraz będziemy decydować, na ile te zagrożenia ujawnią się w przyszłości. Jeżeli RPP mocno obetnie stopy, nie musi to oznaczać przestrzelenia naszego celu inflacyjnego, ale będzie ogromnym zagrożeniem dla realizacji celu z Maastricht w 2005 r.
Cezary Józefiak, członek RPP; Reuters, 22 XI	Mam wątpliwości, czy zmniejszenie dysparytetu stóp pomoże osłabić waluty środkowoeuropejskie. Ja nie mam przekonania, że różnica stóp jest istotną przyczyną, choć jest jedną z wielu przyczyn. Niektóre czynniki stojące za wzmocnieniem złotego są nie do uniknięcia. Fundusze szukają możliwości inwestycyjnych, a biorąc pod uwagę problemy Argentyny i Brazylii nie mają innego miejsca, do którego mogłyby pójść. Byłbym przeciwny by interweniować dopóki mamy płynny kurs walutowy.
Janusz Krzyżewski, członek RPP PAP, 15 XI	Dochodzimy do miejsca, w którym należy bardzo uważać, żeby nie spowodować deflacji i z pewnością będzie to bardzo istotnym elementem naszych rozważań. Musimy patrzeć, czy dalszym ciągiem nie będzie niepokojące zjawisko stagnacji oraz czy nie wkraczamy w sferę zagrożenia deflacją. Nominalny wzrost inflacji świadczy jednak o poprawie koniunktury. Wykluczam, żeby inflacja na koniec roku przekroczyła 1,4 proc. Wskaźnik ten w znacznym stopniu będzie determinowany okresem świątecznym, w tym roku wydłużonym. W związku z tym grudzień pokaże nieprawdziwą wizję roku. Natomiast w grudniu przyszłego roku inflacja nie powinna być wyższa niż 2,5 proc. Naszym zamierzeniem jest dążenie do przystosowania stóp w wiadomym kierunku i daliśmy temu wyraz. Trzeba pamiętać o tym, że nasze operacje nie mogą zagrażać nieodpowiedzialną kolekturą kursową i nie mogą powodować kompletnej destrukcji skłonności do oszczędzania. Bardzo modelujemy nasze kroki. Na pewno większość kolegów patrzy na kurs ze spokojem. Wykluczam interwencje, bo to jest istota kursu uwolnionego, ale osobiście wolalbym, by kurs nie szalał w taki sposób. O żadnych działaniach w postaci interwencyjnych zakupów nie może być mowy.
Dariusz Rosati, członek RPP; TVP1, 29 XI PR3, 25 XI	Gospodarka powoli odbija się od dna, ale jest to bardzo powolne ożywienie. I w najbliższych miesiącach nie będzie gwałtownej poprawy. Dobrze, że gospodarka rusza, bo to oznacza, że poziom bezrobocia nie będzie się zwiększać. Przede wszystkim główną słabością tego budżetu jest to, że w ramach budżetu i wokół niego nie podjęto próby reformy finansów publicznych, to znaczy próby ograniczenia tych słynnych wydatków sztywnych i przeznaczenia większej ilości środków na sprawy rozwojowe. Strona dochodowa budzi wiele niepokoju, budzi wiele wątpliwości, przede wszystkim założenie szybkiego tempa wzrostu gospodarczego, które ma zaowocować szybkim przyrostem, więcej niż proporcjonalnym przyrostem, jest to założenie ambitne i nie wszyscy się zgadzają, że to się musi zdarzyć. [...] Polska gospodarka ma szansę się rozwijać z tempem 3-3,5%, może to jest na górnej granicy dopuszczalnych prognoz, ale to na pewno nie jest niemożliwe, natomiast to, co budzi większy niepokój, to fakt, że się zakłada równolegle znacznie większy przyrost dochodów z płac, mimo że zakłada się brak wzrostu wydajności pracy. Głównym źródłem siły złotego jest usunięcie szeregu niepewności związanych z perspektywą naszego wejścia do Unii. Po referendum irlandzkim i uspokojeniu sytuacji w Holandii, po przyjęciu przez Unię pakietów finansowych, wszystko wskazuje na to, że teraz już nic nam nie stanie na drodze. Stopień umocnienia złotego nie jest jeszcze tak duży, by osiągnął stopień alarmowy. Moim zdaniem, złoty jest trochę za mocny w stosunku do tych czynników



Reuters, 21 XI	<p>fundamentalnych. [...] Generalnie w perspektywie 2-3 lat, złoty pozostanie mocna walutą i musimy się na to przygotować. Iluzją jest oczekiwanie, że w sposób trwały można było osłabić złotego, chyba że rząd by oświadczył, że rezygnuje z wejścia do Unii, wtedy by było osłabienie. Ale w momencie, gdy się nic nie zmienia z punktu widzenia pewnych strategicznych perspektyw, złoty będzie mocny do końca swych dni.</p> <p>Od kilku miesięcy mamy inflację na poziomie zadowalającym, w związku z tym nie chcemy już zbijać inflacji, chcemy ją stabilizować. A to oznacza, że możemy sobie pozwolić na inne rozłożenie akcentów w zakresie polityki pieniężnej. Bilans kosztów był [w przeszłości] inaczej rozłożony, ponieważ zbijaliśmy inflację i byliśmy gotowi zaaplikować pewną dawkę aprecjacji w gospodarce, licząc że gospodarka się dostosuje. [...] A teraz, ponieważ nie możemy już obniżyć inflacji, możemy sobie pozwolić by kosztów tych nie ponosić. Wzmacnianie kursu złotego prowadzące do dalszego obniżania inflacji jest nam niepotrzebne i – oprócz tego – szkodliwe.</p> <p>Złoty się umacnia i nie jest to wynik bezpośredniego napływu kapitału zagranicznego w instrumenty polskie tylko wyraźnie spekulacyjny napływ w oczekiwaniu na obniżkę stóp. To martwi RPP, bo ta aprecjacja jest nam zupełnie niepotrzebna i w tym stanie rzeczy jest szkodliwa ponieważ utrudnia wychodzenie gospodarki ze stagnacji. Mamy kilka możliwości. Obniżając stopy procentowe będziemy wygaszać tę część popytu na złotego, który wynika z oczekiwań obniżki. My jeszcze taką możliwość mamy. [...] Wariantem jest interwencja na rynku walutowym. Taka możliwość teoretycznie istnieje. Nigdy nie powiedzieliśmy, że nie będziemy interweniować, ale dawaliśmy do zrozumienia, że interwencje są kosztowne i nieskuteczne. Można przyjąć jeszcze inny system kursowy. [...] To drastyczne wybory. Staniemy przed nimi w sytuacji gdy będziemy przekonani, że napływ kapitału do Polski będzie tak duży, że nie unikniemy umocnienia kursu złotego do takiego poziomu, z którego będzie on musiał z trzaskiem zlecieć. Jeszcze nie jesteśmy w takiej sytuacji.</p>
PAP, 20 XI	<p>Podejmując decyzje o kształcie polityki pieniężnej w dalszym ciągu bierzemy pod uwagę czynniki makroekonomiczne, w tym przede wszystkim poziom przyszłej inflacji, a obecny kurs złotego nie jest podstawowym argumentem, decydującym o zmianie stóp procentowych. Kurs złotego nie jest na razie zagrożeniem, w tym sensie, że spowodowałby jakieś tąpnięcie.</p> <p>Nie widzę zagrożenia ze strony inflacji, nie ma presji inflacyjnej. Inflacja na koniec tego powinna wynieść ok. 1,5% a na koniec przyszłego roku 2-2,5%.</p>
Rzeczpospolita, 20 XI	<p>Jeżeli umocnienie złotego jest strukturalne, czyli związane z akcesją Polski do Unii Europejskiej, to interwencja na rynku byłaby nieskuteczna, kosztowana i nietrwała. Interwencja przeciw rynkowi byłaby nieskuteczna.</p> <p>Złoty jest teraz trochę mocniejszy, niż wynikałoby to z siły samej gospodarki: jej zdolności eksportowych, napływających inwestycji bezpośrednich czy sytuacji budżetowej. Polską walutę wzmacnia ostatnio usunięcie niepewności co do członkostwa naszego kraju w Unii Europejskiej oraz oczekiwanie rynku na obniżkę stóp procentowych. Zostało ono wzmocnione najnowszymi danymi gospodarczymi, w tym o spadku inflacji. W przyszłym roku powinno nastąpić osłabienie złotego, związane choćby z majowym referendum inijnym czy oczekiwaniem na wybór nowej Rady Polityki Pieniężnej. [...] RPP w decyzjach dotyczących stóp procentowych musi brać to pod uwagę. Taki gwałtowny spadek wywołałby presję inflacyjną. RPP bierze też pod uwagę wpływ wyższego kursu walutowego na obniżenie inflacji, poprzez spadek cen dóbr importowanych.</p>
PAP, 20 XI	<p>Dane o październikowej produkcji przemysłowej potwierdzają powolne ożywienie gospodarcze, w dalszym ciągu tempo nie jest oszłamiające. Dynamika ożywienia jest bardzo słaba. PKB w III kw. tego roku wzrósł o 1,5-2%, w IV kw. można liczyć na wzrost o 2,5%. Oceniałbym, że jeśli wyniki ostatnich dwóch kwartałów będą zgodne z oczekiwaniami, to [w 2003 r.] możemy się liczyć ze wzrostem 3,5% PKB. Sytuacja w sferze realnej, rynku walutowym i pracy daje prawie pewność, że nie ma zagrożeń inflacyjnych w ciągu najbliższych kilku kwartałów.</p>
Grzegorz Wójtowicz; Członek RPP; Reuters, 25 XI	<p>Od marca mamy pewne wahania tego wskaźnika [dynamiki rocznej sprzedaży detalicznej] i nakładają się na to czynniki sezonowe, w tym przypadku zakupy szkolne i jesienno zimowe, więc wzrost tego wskaźnika nie jest dla mnie zaskoczeniem, to normalna reakcja gospodarki. Myślę, że wzrost PKB rządu 1,3% na koniec roku jest najbardziej prawdopodobny, ale 1,4% nie można wykluczyć. [...] Sądzę, że czwarty kwartał będzie podobny do trzeciego kwartału. Nie ma sygnałów negatywnych.</p> <p>Teraz [od października] wskaźniki inflacji bazowej będą się stabilizować, bądź wykazywać tendencję do lekkiego wzrostu.</p>
PiG, 22 XI	<p>W ten sposób przedstawione informacje o dodatkowym, planowanym zysku NBP mogą wytworzyć wrażenie posiadania jakichś zaskórniaków bądź niejasnych operacji księgowych. Nic takiego nie ma miejsca, a sprawa była znana od tygodni. Niepodanie jej do wiadomości publicznej odpowiednio wcześniej było posunięciem nieszczęśliwym i wywołującym niepotrzebne emocje.</p>
PAP, 15 XI	<p>Większy niż oczekiwałem spadek inflacji w październiku do zaledwie 1,1 proc. z 1,3 proc., każe zweryfikować prognozy inflacji na koniec roku do zaledwie 1,3-1,5 proc. Nieoczekiwanie głęboki spadek inflacji w tym roku jest spowodowany przez głęboki spadek cen żywności, paliw, oraz silny kurs złotego. Oczywiście trudno liczyć na to, żeby te czynniki trwały wiecznie. Nie ma obecnie presji inflacyjnej, a ewentualne odbicie inflacyjne w przyszłym roku nie powinno być gwałtowne, dzięki czemu inflacja na koniec przyszłego roku powinna maksymalnie wynieść 2- 2,5 proc. W 2003 roku PKB prawdopodobnie wzrośnie o ok. 3 proc., choć przekroczenie 3 proc. będzie bardzo trudne. Trudno się spodziewać, aby motorem wzrostu w przyszłym roku był popyt zewnętrzny czy inwestycje.</p>
Wiesława Ziółkowska; członek RPP; Reuters, 28 XI PAP, 25 XI	<p>Nic nie wskazuje na to, że będą istniały przesłanki do silnego osłabienia złotego. Nie tylko stopy i oczekiwania co do dalszych obniżek wpływają na kurs złotego, ale również gra na konwergencję, sytuacja gospodarcza w Eurolandzie i Stanach Zjednoczonych, obawy wokół konfliktu irackiego.</p> <p>Nie ma żadnych czynników popytowych, które mogłyby zagrażać inflacji. Na koniec roku inflacja będzie niższa od tej przewidywanej jeszcze kilka tygodni temu. Inflacja będzie poniżej dolnej granicy celu [inflacyjnego].</p>
PAP, 7 XI	<p>Bank centralny będzie działał zgodnie ze strategią, którą przyjął, czyli będzie interweniował na rynku walutowym tylko w wypadku zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego. Takiego zagrożenia w tej chwili nie ma. Spodziewam się, że inflacja na koniec roku będzie poniżej celu inflacyjnego i wyniesie około 1,5 proc., a w przyszłym roku inflacja powinna ukształtować się w granicach celu inflacyjnego.</p> <p>Umocnienie złotego nie wynika z ostatniej obniżki stóp procentowych, ale z napływu inwestycji. Coraz mniej intratne staje się inwestowanie w krajach zachodnich i USA. I nadal dysparytet stóp procentowych jest wysoki.</p>
Tomasz Pasikowski, członek zarządu NBP; PAP, 21 XI	<p>Dokonałiśmy korekty planu finansowego na 2002 rok, dzięki czemu zysk zwiększył się. Zysk zwiększył się dzięki obniżce kosztów, zwiększeniu przychodów z zarządzania rezerwami oraz wcześniejszego rozwiązania części rezerw na ryzyko kursowe.</p>



## INFORMACJA Z POSIEDZENIA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIACH 26-27 LISTOPADA 2002

W dniach 26-27 listopada 2002 r. odbyło się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Rada zapoznała się z materiałami przygotowanymi przez Zarząd i departamenty NBP oraz materiałami informacyjnymi i analitycznymi Ministerstwa Finansów, banków oraz instytutów badawczych. Rada omówiła sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki oraz tendencje w sferze realnej, zakresie płac i świadczeń społecznych, w sektorze finansów publicznych, w zakresie podaży pieniądza, kredytu i stóp procentowych oraz kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych i cen oraz perspektyw inflacji.

### Decyzja Rady Polityki Pieniężnej

W październiku 2002 r. w gospodarce nadal dominowały zjawiska sprzyjające utrwalaniu się niskiego poziomu inflacji:

- obniżeniu uległy wszystkie miary inflacji bazowej,
- oczekiwania inflacyjne zarówno osób prywatnych, jak i analityków bankowych ustabilizowały się na tym samym, co miesiąc wcześniej, niskim poziomie,
- wyraźnie obniżyła się roczna dynamika podaży pieniądza ogółem, ustabilizowała się dynamika pieniądza gotówkowego, a roczna dynamika kredytów pozostaje na niskim poziomie,
- umiarkowany wzrost płac - przy wysokim poziomie bezrobocia - nie zagraża wzrostem presji inflacyjnej,
- prognozy wzrostu gospodarki światowej, w tym zwłaszcza gospodarki niemieckiej, wskazują, że ożywienia gospodarczego należy oczekiwać dopiero w drugiej połowie 2003r. i będzie ono wolniejsze niż przewidywano jeszcze miesiąc temu.

Obraz czynników decydujących o wzroście gospodarczym - i pośrednio o tendencjach inflacyjnych - w 2003 i 2004 r. raczej potwierdza wcześniejsze dane o stopniowej poprawie aktywności gospodarczej.

- W III kwartale br.:
  - \* wzrosła wartość dodana w przemyśle,
  - \* zmniejszył się spadek wolumenu produkcji budowlano-montażowej,
  - \* potwierdziły się dane o poprawie sytuacji finansowej przedsiębiorstw.
  - \* utrzymała się wysoka dynamika sprzedaży w działach zaliczanych do usług rynkowych.

Wyższe tempo wzrostu PKB w III kwartale jest pozytywnym sygnałem, zwłaszcza na tle pogarszającej się koniunktury w Niemczech.

- W październiku:
  - \* produkcja sprzedana przemysłu była wyższa niż w analogicznym miesiącu ub.r. o 3,2%,
  - \* wzrosła dynamika sprzedaży detalicznej, była ona nominalnie wyższa o 5,1% niż w analogicznym miesiącu roku ubiegłego

Nadal jednak utrzymuje się niepewność co do trwałości ożywienia:

- Pogłębił się natomiast spadek produkcji budowlanej (z 6,1% do 8,8%).
- Ostatnie wyniki badań koniunktury GUS wskazują na pogorszenie klimatu w przemyśle przetwórczym, budownictwie i w handlu detalicznym.
- Mimo poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw nakłady inwestycyjne w cenach stałych po trzech kwartałach były - podobnie jak w I półroczu br. - o 15,5% niższe niż w analogicznym okresie 2001 r. (spadek ten dotyczył jednak przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 50 pracowników, wobec czego nie przesądza o skali spadku inwestycji w ujęciu rachunków narodowych).
- Najnowsze prognozy ponownie przesuwają w czasie moment ożywienia gospodarczego w Niemczech, co pociąga za sobą przesunięcie na drugie półrocze 2003 r. okres przyspieszenia wzrostu polskiego eksportu.

W sumie należy jednak ocenić, że tempo wzrostu popytu krajowego w ciągu najbliższych kwartałów będzie stopniowo rosło. Do przyspieszenia wzrostu inwestycji będą przyczyniać się procesy integracji z UE, zwłaszcza w 2004 r. i w latach następnych.

Nadal utrzymują się czynniki mogące utrudniać stabilizację inflacji na niskim poziomie:

- Mimo, że ceny ropy naftowej na rynkach światowych w październiku obniżyły się, to niepewność związana z konfliktem wokół Iraku powoduje, że należy liczyć się z możliwością ponownego ich wzrostu.
- W październiku, już trzeci miesiąc z rzędu wystąpił spadek depozytów gospodarstw domowych w bankach, częściowo wynikający ze spadku oprocentowania oraz wprowadzenia podatku od dochodów odsetkowych,
- Mimo, że dynamika agregatów monetarnych jest bardzo niska, trudno jest precyzyjnie ocenić jaka będzie ich opóźniona reakcja na już podjęte decyzje o obniżkach stóp procentowych, które w stosunku do 2001 r. są na radykalnie niższym poziomie.
- Istnieje zagrożenie wyższego, niż planowano w projekcie ustawy budżetowej na 2003 r. deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych, przede wszystkim na skutek większego niedoboru jednostek tego sektora poza budżetem państwa.
- Wzrost cen sprzedaży w przemyśle w 2002 r. świadczy o wysokiej wrażliwości tych cen na zmiany kursu złotego. Wraz z poprawą dynamiki wzrostu gospodarczego można spodziewać się pogłębienia deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, co osłabiło by złotego. Nie można więc wykluczyć, że w II połowie 2003 i 2004 r. dojdzie do skumulowania dwóch czynników zwiększających presję inflacyjną: wzrostu popytu wewnętrznego i spadku kursu złotego.

Dlatego, choć nie widać obecnie poważnych zagrożeń dla realizacji celu inflacyjnego w 2003 r., nie da się wykluczyć wzrostu presji inflacyjnej pod koniec 2003 r. i w 2004 r.

Rada Polityki Pieniężnej uznała, że z punktu widzenia przyszłej inflacji czynniki ograniczające presję inflacyjną mają większy wpływ niż czynniki zagrażające stabilizacji inflacji i postanowiła:

- oprocentowanie kredytu lombardowego zostaje obniżone z 9,0% do 8,75% w skali rocznej;
- stopa redyskonta weksli zostaje obniżona z 7,75% do 7,50% w skali rocznej;
- Narodowy Bank Polski będzie prowadził 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności nie niższej niż 6,75% w skali rocznej;
- stopa oprocentowania lokaty terminowej przyjmowanej od banków przez NBP wynosi 4,75% w skali rocznej;

Rada utrzymuje neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.



Rada Polityki Pieniężnej zatwierdziła plan finansowy NBP na 2003 rok oraz kontynuowała dyskusję nad średniookresową strategią polityki monetarnej na lata 2004-2006. Rada przyjęła także Raport o inflacji w III kwartale 2002 r.

Następne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniach 17-18 grudnia 2002 r.

\*\*\*

## I. Ocena sytuacji gospodarczej

W III kwartale br. wzrosła wartość dodana w przemyśle, zmniejszył się spadek wolumenu produkcji budowlano-montażowej, utrzymała się wysoka dynamika sprzedaży w działach zaliczanych do usług rynkowych. Wzrost popytu krajowego wynikał z dalszego zmniejszenia spadku akumulacji oraz nadal wysokiej w stosunku do wzrostu dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych dynamiki spożycia indywidualnego. Mimo niskiej dynamiki wzrostu dochodów wzrosła dynamika wolumenu sprzedaży detalicznej. Równocześnie nastąpił spadek depozytów i szybszy wzrost kredytów gospodarstw domowych. Łączne wystąpienie tych zjawisk świadczy o dalszym spadku stopy oszczędności. Dane GUS o obrotach handlu zagranicznego w II kwartale 2002 r. pokazują, że nastąpiło istotne przyspieszenie dynamiki eksportu. Wolumen eksportu Polski w II kwartale 2002 r. wzrósł w tempie 7,4%, pomimo powolnego wzrostu gospodarczego w Niemczech (0,1% PKB w II kwartale 2002 r.) i w strefie euro (0,7% PKB w II kwartale 2002 r.). Na podstawie informacji o płatnościach za eksport szacuje się, że wysokie tempo wzrostu wolumenu eksportu utrzymało się również w III kwartale, co wskazuje na wzrost elastyczności popytowej polskiego eksportu. Można przypuszczać, że wzmocnienie reakcji eksportu na wzrost popytu zagranicą ma charakter trwały i jest wynikiem restrukturyzacji w przedsiębiorstwach eksportujących, dokonanej w latach 2000-2001.

Wyraźne nasilenie ryzyka politycznego w świecie w III kwartale br. wywołało znaczne pogorszenie wskaźników zaufania w głównych gospodarkach. Najwyraźniej wystąpiło to w USA, gdzie wskaźnik Conference Board, mierzący poziom nastrojów konsumentów amerykańskich, spadł w październiku, w porównaniu do września br., o ponad 14 pkt., a zatem w podobnej skali, jak po wydarzeniach z 11 września 2001 r., kiedy to spadek ten wyniósł 17 pkt. Obniżył się również wskaźnik zaufania konsumentów niemieckich z poziomu 15 we wrześniu br. do 11 w październiku. Nie było natomiast tak silnych spadków w zakresie indeksów oddających nastroje przedsiębiorców. Wpłynęły na to między innymi takie czynniki, jak dobre wyniki w zakresie wydajności pracy i wzrostu w gospodarce USA w III kwartale i ustabilizowanie się sytuacji na giełdach. Pozytywnym sygnałem dla międzynarodowych rynków finansowych było silniejsze od oczekiwań obniżenie stóp procentowych przez FED oraz zapowiedź administracji Prezydenta Busha nasilenia działań fiskalnych dla ożywienia gospodarki amerykańskiej. Korzystnym sygnałem dla klimatu koniunkturalnego w regionie gospodarek akcesyjnych było również oficjalne zatwierdzenie terminu poszerzenia Unii Europejskiej o kolejne 10 krajów.

W dalszym ciągu czynnikiem o dużym stopniu niepewności jest kształtowanie się światowych cen ropy naftowej. Ceny ropy do połowy października utrzymywały się na wysokim poziomie ok. 28 USD. Od drugiej połowy października następował jednak spadek cen tego surowca wynikający z oddalenia się bezpośredniego zagrożenia rozpoczęcia działań wojennych w Zatoce Perskiej. W cenie ropy zredukowana została tzw. premia wojenna. Średnia cena ropy naftowej w październiku br. wyniosła 27,6 USD/b, a więc była o 0,8 USD niższa niż w poprzednim miesiącu. Na spadek cen wpłynęły także informacje o dalszym zwiększaniu wydobycia przez kraje OPEC, mimo wrześniowej decyzji o utrzymaniu dotychczasowych limitów na niezmiennym poziomie. Spadek cen ropy nie trwał jednak długo, w listopadzie z poziomu 22,8 USD/bar. w dn.14.XI. cena wzrosła do 24,85 USD/bar w dn.25.XI.br.

## II. Sytuacja w sektorze finansów publicznych

Realizacja budżetu państwa po dziesięciu miesiącach br. świadczy, że nie ma zagrożenia przekroczenia ustawowego poziomu deficytu budżetowego. Zaawansowanie realizacji planu rocznego dochodów budżetu państwa wskazuje, że możliwe jest osiągnięcie poziomu dochodów budżetowych zbliżonego do planowanego w ustawie budżetowej na 2002 r. Skutki finansowe zmian systemowych obowiązujących w IV kwartale br., tj. obniżenia o 30% akcyzy na wyroby alkoholowe oraz kwartalnego rozliczania VAT przez małe i średnie przedsiębiorstwa nie spowodują - wg informacji z Ministerstwa Finansów - istotnego ubytku dochodów budżetu państwa. Wynika to przede wszystkim z bardzo małego zainteresowania przedsiębiorstw nowym systemem rozliczeń. Dynamika wydatków budżetu państwa w październiku br. była wysoka, co m.in. związane było z wysokimi kosztami obsługi długu, zwiększoną dotacją dla FUS oraz przekazaniem środków na podwyżki dla nauczycieli (realizacja III etapu reformy oświaty). Po dziesięciu miesiącach wydatki budżetu państwa były o 8,1% wyższe niż w analogicznym okresie ub.r. ale wskaźnik ich wykonania w stosunku do planu nie odbiegał znacząco od zrealizowanego w poprzednich latach. Perspektywa osiągnięcia w 2002 r. planowanych wielkości dochodów prawdopodobnie nie będzie stwarzać konieczności ograniczania wydatków budżetowych. W ostatnich miesiącach nadal niekorzystnie kształtowała się sytuacja finansowa FUS i FP. Fundusze te odnotowały wysokie przekroczenie wydatków nad wpływami, finansowane kredytami bankowymi. Jedyne sytuacja finansowa Agencji Rynku Rolnego rysuje się nieco korzystniej niż to wynikało z przewidywanego wykonania zamieszczonego w ustawie budżetowej na 2003 r. Według prognoz NBP deficyt ekonomiczny całego sektora finansów publicznych ukształtuje się w 2002 r. na poziomie ok. 5,8% PKB tj. o 1 pkt. proc. więcej niż zakładał to projekt ustawy budżetowej.

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

W październiku 2002 r. podaż szerokiego pieniądza M3 wzrosła o 0,35 mld zł. Wzrost ten byłby większy, gdyby nie silna aprecjacja złotego. Po wyeliminowaniu różnic kursowych przyrost M3 wyniósłby 1,7 mld zł. Roczna dynamika podaży pieniądza obniża się od maja br. i trzeci miesiąc z rzędu pozostaje ujemna. W październiku wyniosła ona -2,5%. Ustabilizowała się natomiast roczna dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu: wyniosła ona 14,8% wobec 14,6% we wrześniu oraz powyżej 18% w poprzednich miesiącach. Październik 2002 r. był trzecim kolejnym miesiącem, w którym odnotowano istotny spadek depozytów gospodarstw domowych - wyniósł on ponad 2 mld zł (po wyeliminowaniu różnic kursowych spadek ten byłby o 0,6 mld zł mniejszy). Roczną dynamikę depozytów gospodarstw domowych charakteryzuje silny trend spadkowy, w październiku wyniosła ona -5,6%. W październiku, w porównaniu do września br. nastąpił spadek kredytów zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Roczne dynamiki tych kategorii wyniosły w październiku br. odpowiednio: 0,5% i 8,3%, podczas gdy we wrześniu br. 1,2% i 8,4%.

W porównaniu do września br. w październiku - po pozytywnym wyniku referendum w Irlandii - złoty wyraźnie umocnił się, zarówno wobec dolara o 0,7%, jak i euro o 0,3%. W listopadzie tendencja do aprecjacji złotego była jeszcze silniejsza. W okresie 1-25 listopada kurs złotego umocnił się odpowiednio o: 4,6% i 2,9%.



## Pod lupą: Rząd i polityka

- Sejm przyjął budżet na 2003 rok
- Abolicja podatkowa niezgodna z Konstytucją
- Wpływy z restrukturyzacji również niższe
- ...ale dochody budżetu uratował wyższy zysk NBP
- Prawdziwym problemem będzie budżet na 2004 r.

### Wyższy zysk NBP ratuje dochody budżetu w 2003 r.

W listopadzie Trybunał Konstytucyjny jednogłośnie orzekł, że uchwalona przez parlament ustawa o abolicji podatkowej, stanowiąca jeden z kluczowych elementów tzw. „pakietu ratunkowego” Grzegorza Kołodki, jest niezgodna z Konstytucją RP. Decyzja ta oznacza automatycznie niższe o 600 mln zł dochody w przyszłorocznym budżecie. Co więcej, znacznie mniejsze od planowanych okazały się również dochody możliwe do uzyskania z opłaty restrukturyzacyjnej. Zainteresowanie przedsiębiorców restrukturyzacją złych długów wobec skarbu państwa i podmiotów publicznych zaproponowaną przez Ministerstwo Finansów okazało się na tyle małe, że wpływy budżetowe z tego tytułu będą najprawdopodobniej o 700 mln zł niższe od przewidywanych pierwotnie.

Okazało się jednak, że minister finansów Grzegorz Kołodko nie miał żadnych problemów z wypełnieniem powstałej w ten sposób luki w dochodach budżetu wielkości ok. 1,3 mld zł. Resort finansów przedstawił w listopadzie poprawkę do projektu budżetu, zgodnie z którą większość niedoboru dochodów zostanie pokryta przez wyższe transfery z zysku NBP, które wyniosą 4,681 mld zł zamiast 3,567 mld zł (wzrost o 1,113 mld zł). Pozostała część luki zostanie pokryta z innych źródeł: wyższych dochodów z akcyzy (głównie na alkohol, 83 mln zł), wyższych wpływów z ceł (60 mln zł) oraz niższych kosztów obsługi długu (43,4 mln zł).

Największa pozycja powyższej listy – wzrost zysku NBP – została oficjalnie potwierdzona przez bank centralny. Według NBP zwiększenie prognozy zysku banku w 2002 wynika z kilku czynników: zwiększenie zysków z inwestowania rezerw dewizowych, wyższe dochody z różnic kursowych (istotne przychody uzyskano z rozwiązania rezerwy na pokrycie ryzyka zmiany kursu walutowego), niższych kosztów operacji otwartego rynku oraz redukcji kosztów operacyjnych banku. Ciekawe, że problemy budżetu zostały tym razem rozwiązane przez NBP – instytucję, która była przez rząd obwiniana o spowodowanie wszystkich problemów gospodarczych oraz utrudnianie polityki gospodarczej rządu i tę samą, która miesiąc wcześniej zdecydowanie skrytykowała projekt budżetu.

### Budżet przyjęty przez Sejm, wzrost składki na ubezpieczenie zdrowotne

Sejm uchwalił ustawę budżetową na przyszły rok pod koniec listopada. Zgodnie z oczekiwaniami, posłowie bez problemów zaakceptowali wszystkie poprawki rządowe uzupełniające brakujące dochody i przesuujące niektóre wydatki, co nie wpłynęło na ogólną ocenę projektu budżetu przedstawioną przez nas w październikowym MAKROskopie. Jednak posłowie zdecydowali również o podniesieniu składki na obowiązkowe ubezpieczenie zdrowotne z 7,75% do 8% (co ciekawe, była to propozycja opozycyjnej partii PiS). Co więcej, zgodnie z przyjętą poprawką, jedynie część składki zdrowotnej (7,75%) może być odliczona od podatku, co oznacza kolejny wzrost efektywnych obciążeń podatkowych w przyszłym roku.

Senat zgłosił do ustawy kilka poprawek, przesuujących niektóre środki w ramach limitu przyszłorocznych wydatków. Rozpatrzenie poprawek Senatu zaplanowane jest na ostatnim posiedzeniu Sejmu w tym roku w dniach 17-20 grudnia. Jeżeli prezydent Kwaśniewski zdąży podpisać budżet przed końcem roku, to po raz pierwszy w historii III RP prace nad ustawą budżetową na rok kolejny zostaną ostatecznie zakończone przed jego rozpoczęciem.

Generalnie wydaje się, że zmiany wprowadzone w budżecie na wniosek ministra finansów nie powinny spowodować dodatkowego ryzyka dla dochodów przyszłorocznego budżetu. Zresztą, jak twierdziliśmy już wcześniej, nawet w przypadku wystąpienia w 2003 r. niedoboru dochodów sięgającego 1-2 mld zł rząd nie powinien mieć dużych problemów z utrzymaniem deficytu pod kontrolą, ponieważ możliwe będzie zredukowanie wydatków bieżących w ciągu roku (np. przełożenie ich na 2004 r.), tak jak to zwykle miało miejsce w latach poprzednich.

Dużo większe problemy napotka minister finansów przy konstrukcji budżetu na rok 2004 w związku z pojawieniem się pokaźnych „sztywnych” kosztów związanych z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej, o czym pisaliśmy już w poprzednim MAKROskopie. W związku z tym polski rząd zdecydował się zmienić stanowisko negocjacyjne w sprawie budżetu i ubiegać się o obniżenie polskiej składki do budżetu UE o 80% w 2004, 60% w 2005 i 40% w 2006 roku. Rząd przedstawił również rozwiązanie alternatywne – zakładając, że zapłacimy pełną składkę, powinniśmy otrzymać rekompensaty z budżetu Unii.



## Wypowiedzi członków rządu i polityków

Podobnie, jak w przypadku wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego również w komentarzach członków rządu i polityków dużo miejsca zajmowała kwestia kursu walutowego. Ich zdanie na ten temat są zupełnie różne niż głosy z NBP. Na przewartościowanie kursu złotego narzekał nie tylko minister finansów Grzegorz Kołodko, ale również minister gospodarki Jacek Piechota, minister infrastruktury Marek Pol oraz premier Leszek Miller. Zapytany o kurs złotego, Miller powiedział, że zdaniem rządu złoty jest wciąż przewartościowany (osłabiając eksport i wzrost gospodarczy), a realne stopy procentowe wciąż pozostają zbyt wysokie dla polskiej gospodarki. Jednak dodał on również, że NBP i Rada Polityki Pieniężnej są dobrze poinformowane o takiej opinii rządu, ale to od niej zależą dalsze decyzje dotyczące polityki monetarnej; rada ministrów nie zamierza w nie ingerować. Takie stanowisko potwierdził również pod koniec tygodnia wicepremier Grzegorz Kołodko.

Na początku listopada odbyła się Rada Gabinetowa. Jej obrady poświęcone były strategii rozwoju Polski po wejściu do Unii Europejskiej. Prezydent Kwaśniewski i premier Miller wystąpili po spotkaniu na wspólnej konferencji prasowej. Kwaśniewski powiedział, że wprowadzenie w Polsce euro niedługo po przyjęciu do UE jest jednym z najważniejszych priorytetów rządowej strategii rozwoju, i że nasz kraj jest bardzo blisko wypełnienia kryteriów z Maastricht. Potwierdził to premier Miller, dodając jednocześnie, że rząd bardzo blisko współpracuje z NBP, a ich wspólne wysiłki „bardzo dobrze rokuja” i powinny umożliwić spełnienie wymaganych kryteriów zbieżności na czas.

Jak zwykle, minister finansów zajął dominującą pozycję w naszym comiesięcznym zestawieniu wypowiedzi polityków. Kołodko wypowiadał się m.in. na temat spełnienia przez Polskę kryteriów z Maastricht i wejścia do strefy euro. Minister finansów pozostał bardzo optymistyczny co do dalszych perspektyw gospodarczych, przewidując, że wzrost PKB osiągną 2% w III kw. br. i przekroczy 2% w IV kw. br. Powiedział, że bez gwałtownego przyspieszenia tempa wzrostu Polska może nie zdołać spełnić fiskalnego kryterium z Maastricht. Może to sugerować, że nie powinniśmy się spodziewać głębokiej reformy wydatków finansów publicznych. Podkreślił on jednak, że Polska ma zamiar spełnić wszystkie kryteria konwergencji w 2005 roku. Kołodko dodał, że nie będzie to oznaczało, że nasz kraj automatycznie przystąpi do strefy euro w 2006 roku. Minister finansów stwierdził, że Polska będzie miała swobodę wyboru, czy przyjąć wspólną walutę w 2006 r. czy później, oraz że będzie to zależało od poziomu kursu złotego wobec euro. Póki co, Kołodko uważa, że kurs złotego jest przewartościowany, głównie za sprawą niewłaściwej polityki pieniężnej. Kołodko nie obawia się poziomu długu publicznego (wg jednego z kryteriów z Maastricht dług publiczny nie może przekroczyć 60% PKB) i powiedział, że zgodnie z polską metodologią dług ten nie przekroczy 55% PKB w 2006 r. Jego zdaniem dług publiczny do PKB obliczony wg standardów UE osiągnie tylko 51%. Minister finansów wypowiedział się również nt. decyzji RPP o obniżce stóp procentowych o 25 pb. Jego zdaniem decyzja rozczarowała rynek, ale była ruchem we właściwym kierunku. Jednak Kołodko powiedział, że redukcje nominalnych stóp procentowych wciąż są niewystarczające, jako że realne stopy procentowe wciąż pozostają bardzo wysokie. Równocześnie Kołodko podkreślił, że inflacja pozostaje bardzo niska i oczekuje się jej dalszego spadku.

Oczywiście, dużo miejsca w wypowiedziach polityków w minionym miesiącu zajmowała sprawa negocjacji z UE. Zarówno minister ds. europejskich Danuta Hübner oraz główny negocjator Jan Trzczyński zapowiadali twarde negocjacje do końca, czyli do szczytu w Kopenhadze. Ponieważ poparcie Polaków dla integracji nie wydaje się być bezwarunkowe, to wynegocjowane warunki będą miały duże znaczenie dla wyniku referendum akcesyjnego, które ma się odbyć w maju. Doradca ekonomiczny prezydenta RP Witold Orłowski powiedział, że obawia się o wynik referendum, ponieważ rząd będzie się musiał zmierzyć z agresywną kampanią eurosceptyków, a siła kampanii negatywnej jest większa, więc kampania pozytywna powinna być znacznie bardziej intensywna.

Minister pracy Jerzy Hausner powiedział, że stopa bezrobocia w listopadzie wzrośnie ponownie po spadku do 17,5% w październiku. Jednak zdaniem ministra pracy poczynając od wiosny 2003 roku bezrobocie powinno stopniowo, ale systematycznie spadać.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Aleksander Kwaśniewski; Prezydent RP; PAP, 27 XI	Same propozycje duńskie idą we właściwą stronę. Wykazują zrozumienie dla naszej sytuacji i naszych potrzeb. [...] Jest sygnał, że po stronie Unii jest pewna elastyczność. Rozmowy będą trwały do samego końca. [...] Dobrze, że nastąpiło otwarcie. Daje ono nadzieję, że można wynegocjować warunki, które na pewno będą lepsze od tych, które do tej pory znaliśmy. Ważne dla krajów kandydujących jest to, że całkowicie nieaktualna jest obawa, iż moglibyśmy być płatnikami netto do budżetu UE. [...] Skończmy przynajmniej ze straszeniem ludzi. Elastyczność UE w sprawie pieniędzy dla nowych członków kończy się na budżecie, przyjętym w Berlinie na lata 2000-2006. Nie możemy oczekiwać, że kraje Unii zdecydują się dać więcej nowym członkom. Myślę, że my też mielibyśmy taki kłopot, gdyby od nas tego żądano. Powinniśmy w pierwszych kilku miesiącach przyszłego roku zaproponować daleko idące zmiany w budżecie. One będą dotyczyć podatków, ale w moim przekonaniu, nie powinny dotyczyć podwyższania podatków. Jak pokazuje przykład z różnych stron, podwyższanie podatków nie jest dobrą zachętą do rozwoju gospodarczego, ale budżet ma swoje wymagania.
PAP, 6 XI	Polska jest blisko wypełnienia kryteriów z Maastricht. (...) Traktujemy wejście do systemu euro jako jeden z istotnych elementów strategii rozwojowej Polski.
Leszek Miller; Premier; PAP, 26 XI	Niski poziom inflacji i negatywne skutki umocnienia się złotego to czynniki, które Rada Polityki Pieniężnej powinna wziąć pod uwagę w swojej decyzji o poziomie stóp procentowych. Mam nadzieję, że w sytuacji bardzo niskiej i ustabilizowanej inflacji RPP zacznie się zachowywać mniej doktrynalnie niż do tej pory i będzie obniżać stopy procentowe. Dochodzą nas różne sygnały, ale droga, którą idzie NBP i RPP takiej kroplówki, czyli bardzo powolnego obniżania stóp procentowych nie jest najlepsza. Według mnie są absolutnie warunki w tej chwili w Polsce, żeby dokonać śmiałego kroku obniżając stopy procentowe znaczenie bardziej wyraźnie, dlatego że nie ma niebezpieczeństwa inflacji. Inflacja jest dziś w Polsce niższa niż w wielu krajach Unii Europejskiej, a stopy procentowe jedne z najwyższych w Europie i świecie.
Reuters, 26 XI	Musimy powiedzieć wprost, że informacje, które dzisiaj otrzymaliśmy [pakiet finansowy zaproponowany przez Duńczyków] pokazują na wyraźną poprawę. Jednak oczywiście nie rozwiązują wszystkich problemów.
PAP, 6 XI	Rząd współpracuje w tym zakresie [określenie strategii kursowej przed wejściem do strefy euro] z NBP i prace dobrze rokuja. Wszystko wskazuje na to, że Polska będzie mogła spełnić kryteria wynikające z przynależności do strefy euro. Stanowisko rządu jest doskonale znane prezesowi NBP i Radzie Polityki Pieniężnej. My uważamy, że złoty jest przewartościowany, kurs złotego osłabia eksport, stopy realne są zbyt wysokie i też utrudniają rozwój gospodarki. Stoimy na stanowisku, że władze lokalne powinny być kształtowane bez ingerencji władz centralnych koalicji SLD-UP. Postanowiliśmy w trakcie posiedzenia zarządu krajowego Sojuszu, że wszędzie tam, gdzie koalicja SLD-UP wygrała wybory do sejmików wojewódzkich, powinna ona wykazać inicjatywę w tworzeniu większości koalicji. Dzisiaj trudno mi powiedzieć, kto będzie partnerem dla koalicji SLD-UP.
PAP, 4 XI	
Grzegorz Kołodko; wicepremier, minister finansów; PR1, 28 XI	Rynek jest rozczarowany [skalą redukcji stóp procentowych]. (...) Spodziewano się większej obniżki. Inflacja jest bardzo, bardzo niska i nadal spada. (...) Mimo tego minimalnego spadku, te stopy są realnie bardzo wysokie. No, ale na pewno jest to ruch we właściwym kierunku. Nawet spełnienie kryterium z Maastricht nie będzie oznaczać automatycznego wejścia do strefy euro. Kryterium ma



PAP, 28 XI	<p>być spełnione, by mieć możliwość wyboru. Spełnienie kryteriów bierzemy bardzo ambitnie na rok 2005. Jeśli będzie się opłacać wejście do strefy euro w 2006 roku, to wejdziemy, jeśli nie, to później, ale na pewno nie będzie to wcześniej. [...] Istotny będzie kurs walutowy. Zależy po jakim kursie.</p> <p>Nawet w pesymistycznym scenariuszu dług liczony według polskiej metodologii nie powinien do 2006 roku przekroczyć 55% PKB, a według metodologii Unii 51%.</p>
PR1, 21 XI	<p>Uważam, że idea [abolucji podatkowej] była słuszna, jeżeli były błędy [w ustawie], to trzeba je poprawić i wrócić do samej idei zaproponowania rozwiązania prawnego, bo z szarą strefą trzeba walczyć.</p> <p>Chce zapewnić, że ten deficyt będzie utrzymany, nie będzie cięcia wydatków.</p>
PAP, 21 XI	<p>Dochody i wydatki na 2003 r. nie ulegną zmianie. [...] Wydatki jednak będą najprawdopodobniej [realnie] wyższe od zakładanych, bo inflacja będzie niższa i może jeszcze spadać. Oznacza to, że realny wzrost wydatków w przyszłym roku może wynieść 2,5% realnie, a nie 2,2% zakładanych w budżecie.</p> <p>Trudny budżet na 2002 r. jest pomyślnie realizowany, że nawet można było przyspieszyć realizację III etapu podwyżek płac dla nauczycieli.</p> <p>Kiedy i na jakich warunkach zajmuję się polityką, na jakich warunkach merytorycznych, kiedy wchodzę i wychodzę [z rządu], decyduję ja i tylko ja. A jeżeli opozycja z tak dowcipnymi propozycjami występuje, dowodzi tylko tego, jak strasznie musi być poirytowana tym, że ta polityka jest coraz bardziej skuteczna, i coraz więcej jest symptomów poprawy sytuacji w gospodarce i finansach publicznych.</p>
PAP, 17 XI	<p>Jeśli będziemy zwiększać deficyt, to będzie problem ze spełnieniem kryteriów konwergencji. Jeśli nie, to pozostają dwie drogi. Albo zwiększyć dochody poprzez racjonalizację podatków, albo ograniczyć wydatki. Jednak w sytuacji tak wysokiego poziomu wydatków sztywnych zmniejszenie wydatków jest niemożliwe.</p> <p>Największy problem w 2005 roku ze spełnieniem kryteriów zbieżności, Polska będzie miała z kryterium deficytu. Jeśli chodzi o dług publiczny, to nie ma żadnego problemu. O kryterium inflacyjne jestem zupełnie spokojny. Również kryterium pasma wahań [kursu walutowego] jesteśmy w stanie spełnić.</p> <p>Jeśli chodzi o spełnienie kryterium stóp procentowych, to należy pamiętać, że w eurolandzie stopy procentowe są obecnie niskie i sądzę, że będą jeszcze niższe, choć trudno przewidzieć, jak to będzie w 2005 roku i latach późniejszych. W Polsce rozpoczął się przecież proces, może zbyt rachityczny, redukcji stóp procentowych nie tylko nominalnych, ale realnych. Jest jeszcze przestrzeń dla ich obniżki i z pewnością do kryterium będziemy spełniać.</p> <p>Jedyna realna szansa na spełnienie kryterium deficytu, to zdecydowane przyspieszenie tempa wzrostu i poszerzenie bazy podatkowej. W innym przypadku nie da się tej luki zmniejszyć.</p> <p>Trzeba dążyć do tego, aby w 2005 roku spełnić wszystkie kryteria. Natomiast, czy to będzie realne, to będzie wiadome dopiero za jakiś czas. Między innymi wtedy, kiedy będzie już jasne, co się uda przeprowadzić w pakiecie restrukturyzacji finansów publicznych oraz wtedy, gdy będziemy wiedzieć, czy jest realna szansa, by w 2005 roku tempo wzrostu gospodarczego przekroczyło 5 proc.</p> <p>Restrukturyzacja finansów publicznych jest ważna już w krótkim okresie, ale posiada implikacje długofalowe. Reforma finansów publicznych musi polegać na odsztywnianiu części wydatków budżetowych, co na pewno będzie wywoływało kontrowersje. Dokładnego pułapu ograniczenia wydatków sztywnych jeszcze nie ustaliliśmy. Chodzi o to, by szybciej zbliżyć się do poziomu 60 proc., tym bardziej, że ze względu na integrację z UE trzeba będzie wyjąć przed nawias pewną kwotę na 2004 rok. Dług publiczny nie podlega negocjacji. Koszt obsługi długu publicznego stanowi znaczną część wydatków budżetu. Dług publiczny należy rolować i restrukturyzować, a także płacić wciąż bardzo wysokie odsetki. Dług publiczny na koniec tego roku licząc metodą ESA 95 wyniesie 44,6 proc.PKB, a według polskiej metodologii jest około 5 pkt. wyższy, czyli stanowi 49,5 do 50 proc.PKB. Ocieramy się o ustawową granicę 50 proc., ale to wciąż jest bezpieczny poziom długu publicznego pod warunkiem, że nie będzie nieprzewidywalnych zdarzeń w przyszłości i będziemy utrzymywać w ryzach finanse publiczne. Trzeba tak racjonalizować wydatki, aby wydawanie pieniędzy było w mniejszym stopniu funkcją przymusu ustawowego i regulacji, często pozostających bez związku z aktualną sytuacją społeczno-gospodarczą. Wydatki płacowe w sferze budżetowej nie są sztywne i teoretycznie można je zwiększyć lub zmniejszyć o 10 proc. Odsztywnienie nie oznacza również, że nie będzie podwyżek na przykład zasiłków rodzinnych, rent i emerytur. Będą, ale ma być to funkcją decyzji politycznych.</p> <p>Cieszyłbym się ze spadku inflacji, gdyby nie koszt jaki mu towarzyszy w postaci wyhamowania tempa wzrostu gospodarczego. Nie wiem, czy udałoby się zejść z inflacją aż tak nisko, gdyby nie było niepotrzebnego przechodzenia koniunktury. Jeśli nie będzie żadnych szoków zewnętrznych, tutaj jest niepewność, to inflacja w roku przyszłym może być niższa, niż mamy zapisaną. Nie jest wykluczone, że wskaźnik inflacji średniorocznej będzie poniżej 2,3 proc. W tej fazie trzeba walczyć o to, by stabilizować inflację na tak niskim poziomie. Jeśli przedział kształtowania się inflacji będzie na poziomie 1-2,5 proc., to w niczym nie zaszkodzi to gospodarce. [Jednak] dalsze obniżanie inflacji może być niebezpieczne dla gospodarki.</p>
PAP, 14 XI	<p>Znalezienie tej kwoty [na składkę do budżetu UE], która stanowić będzie około 1,5 proc. PKB, może okazać się niemożliwe, jeśli wzrost PKB utrzyma się na poziomie z 2001 i 2002 roku.</p> <p>Jeśli będą istniały instrumenty sprzyjające osłabieniu złotego, to z pewnością będziemy do nich sięgali. Chodzi o koordynację polityki monetarnej z fiskalną i najlepszym instrumentem jest obniżka stóp, czemu powinno sprzyjać zmniejszenie deficytu budżetowego. Będziemy pomagać osłabieniu [złotego], by rósł popyt w sposób nieinflacyjny i aby makroekonomiczna sfera gospodarki tak się restrukturyzowała, żeby rosła konkurencyjność polskich przedsiębiorstw. Umocnienie złotego nie jest długofalową tendencją, to jest sztucznie wygórowany kurs, który szkodzi konkurencyjności polskiej gospodarki. A jaki będzie złoty do końca swoich dni - zobaczymy, z pewnością będzie słabszy.</p> <p>Jeśli chodzi o naszą współpracę z NBP, to ze swojej strony byłbym bardziej zadowolony, gdyby złoty bardziej sprzyjał eksporterom, gdyż wzrost polskiej gospodarki musi się opierać na zwiększeniu chłonności rynku wewnętrznego i ekspansji eksportu. Dla gospodarki i koniunktury byłoby lepiej, gdyby złoty był słabszy, gdyż jego siła nie jest funkcją polskiej gospodarki, tylko pewnych ruchów - także ruchów kapitału spekulacyjnego wykorzystującego utrzymujące się wysokie stopy procentowe.</p> <p>Pewne propozycje [reformy finansów publicznych] będą gotowe już w przyszłym miesiącu. Sądzę, że szersza debata odbędzie się na początku przyszłego roku. To jest dużo większe przedsięwzięcie i chodzi o duży pakiet stabilizacji i rozwoju przy zwiększeniu absorpcji funduszy strukturalnych. To wymaga wyzwolenia pewnych kwot pieniężnych, co będzie możliwe tylko wtedy, gdy nie będziemy uwikłani w gorset płatności sztywnych. Wymagać to będzie pewnych zmian ustawowych, które będą przedmiotem prac parlamentarnych w pierwszym półroczu [2003], aby budżet na 2004 rok był już rozpatrywany w nowych warunkach. Tu chodzi o to, by nie było samego tytułu prawnego pewnych wydatków i automatyzmu, co oznacza, że wydatki nie będą rosły w takim samym stopniu albo nawet większym.</p>
Polskie Radio 1, 14 XI	<p>W IV kwartale ożywienie trwa. Dalej podtrzymujemy, że PKB zwiększył się w IV kwartale już o ponad 2 procent. W III kwartale zwiększył się o 2 procent. Po raz pierwszy od wielu miesięcy [w październiku] spadło bezrobocie. To jest bardzo ważna wiadomość. Mówiliśmy, że od listopada bezrobocie powinno spadać, może ono jeszcze</p>





PAP, 8 XI	chwilowo wzrośnie, ale tendencja już się odwraca.
PR1, 7 XI	Pieniądz jest drogi i to jest utrudnienie. Kurs jest nadwartościowy. W naszych realiach byłoby lepiej, żeby ten pieniądz był słabszy. W jednym państwie występuje deficyt większy niż ten, który jest ustalony w ramach tak zwanych kryteriów z Maastricht, czyli trzy procent PKB. Są kraje - większość - gdzie jest on dużo mniejszy. Chodzi o to, żeby spojrzeć w sumie na to, jak się kompensują [deficyty], żeby była możliwość uśredniania tych deficytów. Jest to pewna twórcza propozycja, nie śmiałybym się tak daleko posunąć jak Prodi. [Zapisy Paktu o Stabilizacji i Rozwoju] nie są głupie, ale jest to dyskusyjne i dlatego nad nimi dyskutujemy. Jesteśmy w początkowej fazie tego przedsięwzięcia [reforma systemu emerytalnego w Polsce] i trzeba patrzeć z punktu widzenia długofalowych interesów rozwojowych polskiej gospodarki, a także nas wszystkich. System zasadniczo jest prawidłowo skonstruowany. Pojawiają się takie pomysły [likwidacji OFE]. System jednak zakłada, że będziemy odchodzić od obecnego systemu repartycyjnego do systemu funduszowego i bardzo wiele zależy od tego, jak się będzie rozwijała polska gospodarka i jak opłacalny będzie rynek kapitałowy. Będziemy sobie z tym radzić spokojnie i sukcesywnie przez następne lata. Nie należy tu robić żadnych gwałtownych ruchów i nie należy w początkowej fazie funkcjonowania tego systemu rewidować jego podstawowych założeń pod presją sytuacji fiskalnej. Do naszego kraju w sumie wpłynie więcej środków, niż od nas wypłynie. Ale dla budżetu to będzie problem, bo pieniądze będą wypływać z budżetu w całości, a trafiać będą do gospodarki, a tylko po części do budżetu. Z tego też względu przygotowujemy większą restrukturyzację finansów publicznych, aby zwiększyć nasze zdolności absorpcyjne i żeby odsztywnić wydatki.
PAP, 5 XI	Dla wszystkich nowych członków ramy budżetowe zostaną dramatycznie zmienione wskutek członkostwa UE zarówno jeśli chodzi o poziom, jak i strukturę. Po stronie wydatków od momentu wejścia do Unii trzeba dokonywać comiesięcznych wpłat do budżetu UE, które w przypadku Polski sięgną 6-7 proc. dochodów państwa. To bardzo poważny problem, zważywszy, że bardzo wysoka część bieżących wydatków państwa w nowych krajach, rzędu 60-80 proc. całości, jest obecnie całkowicie nieelastyczna. Dodatkowa sztywność wynikająca z obowiązkowych wpłat do budżetu UE i z warunków towarzyszących przelewom pieniędzy unijnych nie pozostawia właściwie miejsca na elastyczną politykę budżetową.
Jacek Krzyślak; dyrektor departamentu polityki finansowej MF; PAP, 28 XI Reuters, 6 XI	Według naszych szacunków inflacja w grudniu spadnie do 1% lub nawet bardziej. Inflacja średnioroczna w 2003 roku może być niższa niż założone w budżecie 2003 2,2%. Ostatnie dane inflacji 12-miesięcznej w tej chwili wskazują, że średnioroczna inflacja może być niższa od przewidywanej o 0,1 punktu procentowego w tym roku do 2,0 procent, a zatem podobnej technicznej rewizji należy dokonać w przyszłym roku do 2,2 procent. Nasz scenariusz zakłada, że do połowy roku ceny żywności będą stabilne, nie będzie gwałtownego wzrostu. Potem będzie skutek plonów 2003 roku, co jest w tej chwili trudne do przewidzenia. Inflacja może przekroczyć 2 proc. w czerwcu przyszłego roku. W maju i w czerwcu możemy mieć do czynienia ze wzrostem cen, chociażby ze względu na porę roku. Jeżeli przyjąć tylko to, co się wydarzyło do tej pory i nasze prognozy inflacji oraz wykluczając różne szoki podażowe i szoki zewnętrzne, to średnioroczny wskaźnik inflacji w 2003 roku wyniesie 2,2 proc. a nie 2,3 proc.
PAP, 5 XI	Najważniejsze, że doszliśmy do zgody, że przede wszystkim trzeba osiągnąć zdrowe fundamenty stabilnego wzrostu. Jeśli okaże się, że będzie temu służyć dewaluacja złotego przy dochodzeniu do ERM II, to nie można jej wykluczyć. Trzeba ustalić, co te warunki trwałego wzrostu oznaczają. Bo po doświadczeniach roku 2000 i 2001 wydawałoby się, że bez dewaluacji sobie nie poradzimy. Teraz widać, że eksperci sobie radzą. Ale bez końca tak być nie może i z punktu widzenia gospodarki osłabienie złotego byłoby pożądane. Z drugiej strony obecna aprecjacja jest naturalnym procesem. Wydatki związane z Unią Europejską będzie można zaliczyć do wydatków sztywnych, ale będą one, poza składką, przeznaczane przede wszystkim na projekty prorozwojowe, więc nie można ich traktować tak, jak obecnych wydatków sztywnych. Powzięliśmy działania pod kierunkiem wicepremiera Kołodko, które zmierzają do restrukturyzacji sektora finansów publicznych. Głównym celem jest poprawa funkcjonowania sektora finansów publicznych. Chcemy uelastyczyć całą stronę dochodową jak i wydatkową sektora finansów. Wydatki, związane np. z indeksacją, są sztywne, a jednocześnie chcemy obniżyć podatek CIT i zmniejszać deficyt budżetowy. Gdzieś tu jest sprzeczność. Pracujemy nad zmianą struktury, by więcej wydatków służyło rozwojowi, a nie tylko było związanych z bieżącym finansowaniem.
Ryszard Michalski, wiceminister finansów; PAP, 13 XI	Decyzja Moody's, zrównująca ocenę wiarygodności finansowej papierów lokalnych i zagranicznych, jest dowodem na to, że nasze wysiłki w zakresie polityki gospodarczej i negocjacji z UE są oceniane przez zewnętrznych obserwatorów jako dobrze rokujące. Idziemy w dobrym kierunku, jesteśmy doceniani i perspektywy są bardzo obiecujące.
Irena Ożóg, wiceminister finansów; GW, 16 XI PAP, 7 XI PAP, Reuters, 5 XI	Obawiam się, że nie uda się uzyskać z restrukturyzacji założonych w budżecie 1,3 mld zł. Może zabraknąć nawet 600 mln zł, bo do restrukturyzacji zgłosiło się niewiele dużych przedsiębiorstw. Dane Ministerstwa Finansów potwierdzają, że nie ma żadnej korelacji między stawką podatku CIT a dynamiką inwestycji i poziomem bezrobocia. Są różne instrumenty możliwe do zastosowania, ale przede wszystkim można posługiwać się stopą procentową. Nie mówi się na razie o administracyjnym osłabieniu złotego. Nie ma urzędowych planów deprecjacji złotego.
Halina Wasilewska- Trenkner; wiceminister finansów; PAP, 7 XI PAP, 6 XI	Szacujemy, że zobowiązania ZUS wobec OFE do końca tego roku wyniosą 6-7 mld zł, a odsetki karne za nieterminowe przekazywanie składek będą stanowić ok. 20 proc. tej kwoty, czyli od 1,2 mld zł do 1,4 mld zł. W tym roku na pewno nie [możliwość spłaty zadłużenia wobec OFE w gotówce]. W przyszłym roku to też prawdopodobnie nie będzie możliwe z uwagi na to, że jest to jednak spora kwota. Kwota ta nie jest zapisana w budżecie. Żeby spłacić dług musimy wiedzieć komu i za co.
Witold Orłowski, doradca ekonomiczny Prezydenta; PAP, 21 XI	Oczywiście, że się boją o wynik referendum. Będziemy mieli do czynienia z bardzo agresywną kampanią ze strony eurosceptyków. To oczywiście jest ich prawo, ale siła propagandy nastawionej na straszenie ludzi jest większa, więc kampanię pozytywną trzeba by prowadzić dużo intensywniej. Obawiam się, że w umysłach wielu osób te dwie rzeczy [wejście do UE i reforma finansów publicznych] się połączą. To kolejny punkt, który powoduje, że trudno będzie przeprowadzić głęboką reformę, a z drugiej strony przeprowadzanie reformy może odbić się negatywnie na poziomie akceptacji dla UE. [...] Tymczasem to, że w 2003 roku muszą nastąpić drastyczne zmiany w finansach, to nie jest wynik negocjacji z UE, tylko naszych zaniedbań. Myślę, że wśród polityków nie ma orientacji, że obecna stabilizacja polskiej gospodarki, łatwość z jaką możemy pozyskać kapitał, wysoka wiarygodność Polski wynika przynajmniej w połowie z tego, że rynek, zakłada, że znajdziemy się w Unii Europejskiej. Jeśli rynek dojdzie do przekonania, że nie wejdziemy do UE, to może dojść do poważnych perturbacji gospodarki. Może dojść do gwałtownego zahamowania napływu kapitału do Polski i to nie tylko portfelowego, a to może prowadzić do kryzysu walutowego. Budżet 2004 roku jest wielką niewiadomą. Trudno jednoznacznie powiedzieć, jakim kosztem będzie możliwe



	wypełnienie tego kryterium [deficyt budżetowy poniżej 3% PKB] w 2005 roku. Polska powinna wstąpić do strefy euro jak najszybciej. Ale nie stać nas na falstart. Proces przystąpienia do euro trwa dwa lata. Za dramatyczną pomyłkę uznalibyśmy, gdybyśmy zaczęli bieg do euro, a po roku okazało się, że nie jesteśmy w stanie wypełnić warunków.
PAP, 20 XI	Obcinanie wydatków nie jest łatwe, ale nie sądzę, żeby minister zdecydował się na zwiększenie deficytu.
Danuta Huebner; minister ds. europejskich; PAP, 26 XI Reuters, 4 XI	Negocjacje będą twarde do końca, natomiast w jakimś momencie kompromis musi być osiągnięty i chcemy go osiągnąć na poziomie jak najbliższym naszym oczekiwaniom. Cieszymy się, że UE zaczęła w tę stronę iść. Z zaprezentowanej nam [przez Duńczyków] oferty wynika, że Polska będzie miała bilans dodatni w pierwszym roku członkostwa na poziomie 1,5 mld euro, a w ciągu trzech pierwszych lat - łącznie 6,5 mld euro. Gospodarka wzrośnie w tym roku o prawie dwa procent, czyli co najmniej ponad dwa procent w trzecim i czwartym kwartale.
Jan Truszczyński, główny negocjator z UE; PAP, 26 XI PAP, 22 XI	Najnowsza oferta negocjacyjna jest dużym krokiem we właściwym kierunku. [...] Na pewno nie jest w pełni satysfakcjonująca z punktu widzenia potrzeb Polski. Wydawałoby mi się rzeczą niezwykle trudną, gdybyśmy mieli zamknąć negocjacje dokładnie na poziomie tej oferty, nie poprawiając w żadnym z kluczowych aspektów. Rząd chce, by Polska w pierwszym roku członkostwa w UE wpłacała do unijnego budżetu 20% składki, w drugim 40%, a w trzecim 60%. [...] Jeżeli UE nie wyrazi na to zgody i będziemy musieli płacić do unijnego budżetu 100% składki, to będziemy się domagać od Unii rekompensaty w wysokości postulowanej obniżki. Stabilna pozycja finansów publicznych w pierwszych latach członkostwa jest drugim powodem, dla którego uważamy, że oferta UE jest niewystarczająca.
PAP, 4 XI	[Przedstawiciele UE] dobrze rozumieją, iż dochody i konkurencyjność polskich rolników nie mogą ucierpieć w wyniku wejścia do Unii. Ta zasada jest podzielana, jak rozumiem, i myślę, że taką śmiało mogę wynieść lekcję z dzisiejszego spotkania. A skoro tak, to pozostaje nam pracować nadal nad sposobami jej spełnienia. Istnieje bardzo wysokie prawdopodobieństwo, graniczące właściwie z pewnością, że dobrze znany polski postulat negocjacyjny dotyczący stosowania zredukowanej stawki VAT w budownictwie mieszkaniowym zostanie zaakceptowany przez kraje Unii.
Jerzy Hausner, minister pracy; PAP, 27 XI	Jest to [obniżka stóp procentowych] sygnał pozytywny i oczekiwany, nie ma powodów do żadnych komentarzy. Przed nami trzy najcięższe miesiące [dla rynku pracy]. Odwrócenie trendu wzrostowego [bezrobocia] jest możliwe dopiero wiosną. Od tego momentu należy oczekiwać, że bezrobocie w Polsce powoli, trwale zacznie spadać. [...] W listopadzie wystąpi niewielki wzrost bezrobocia.
PAP, 14 XI PAP, Reuters, 7 XI	Istnieje duże prawdopodobieństwo, że pod koniec tego roku stopa bezrobocia nie przekroczy 18 proc. Jest uzgodniony projekt ustawy zakładający spłatę całej sumy w obligacjach, ale wstrzymałem ten projekt na 3 miesiące, gdyż chcę zobaczyć, jak przebiega proces identyfikacji składek. Chciałem te sprawę zadłużenia OFE wobec ZUS rozwiązać w tym roku, jednak dziś widzę, że nie ma na to szans.
Krzysztof Pater, wiceminister pracy; PAP, 27 XI	Od 2004 roku waloryzacja rent i emerytur będzie oparta o realny wskaźnik inflacji powiększony o 20% realnego wzrostu płac w roku poprzedzającym. Jest to rozwiązanie systemowe, które będzie obowiązywało od 2004 roku i w latach kolejnych. Zmiana zasad waloryzacji ma na celu przede wszystkim stabilizację budżetu. Obecny mechanizm przewiduje bardzo duże wahania wskaźnika waloryzacji. Zmiana mechanizmu spowoduje stabilizację wydatków.
Jacek Piechota, minister gospodarki; Reuters, 21 XI	Rząd ma jednoznaczny stosunek w sprawie obniżki stóp. Przewartościowany złoty powoduje obniżenie rentowności działalności polskich eksporterów.
Marek Pol; minister infrastruktury; PAP, 8 XI	Kurs negatywnie wpływa na gospodarkę w dwóch płaszczyznach. Po pierwsze, jeśli waluta krajowa jest za mocna, każdy kraj, który ma taką walutę, traci konkurencyjność swoich produktów i usług na rynkach międzynarodowych. Drugi problem, który źle wpływa na gospodarkę to niestabilność. Mamy nadzieję, że dolar wróci do tych wartości w złotychkach przewidzianych w budżecie państwa, a więc wyraźnie ponad 4 zł.
Marek Dyduch, sekretarz generalny SLD; PAP, 11 XI	[Wyniki wyborów samorządowych] To jest na pewno ostrzeżenie dla SLD, że jeśli nie rozwiążemy poważnych problemów w Polsce, takich jak bezrobocie, nie zapewnimy właściwego wzrostu gospodarczego, to dalszy ciąg możemy sobie wyobrazić.
Marek Olewiński, wiceprzewodniczący Komisji Finansów Publicznych; PAP, 20 XI	Jak pokazuje budżet na ten rok, [w przyszłym roku] 600 mln zł może być uzyskane tytułem lepszej ściągalności podatków.



## Pod lupą: Negocjacje z UE

- **Data rozszerzenia UE ustalona na 1 maja 2004**
- **Dania proponuje lepsze warunki finansowe...**
- **...ale Polska chce wynegocjować więcej**
- **ECB nie chce nas szybko widzieć w strefie euro**

### Rozszerzenie Unii Europejskiej 1 maja 2004

W połowie listopada ministrowie spraw zagranicznych państw Unii Europejskiej uzgodnili, że rozszerzenie UE nastąpi 1 maja 2004 r. Decyzja była uzasadniana m.in. tym, że parlamenty krajów członkowskich Unii mogą nie zdążyć na czas z ratyfikacją traktatów akcesyjnych, jeżeli rozszerzenia miałyby się odbyć w styczniu. Naszym zdaniem nie jest to zła wiadomość dla Polski. Niewielka zwłoka w przystąpieniu do UE będzie wręcz korzystna dla polskiego budżetu w 2004 r., ponieważ w pierwszym roku członkostwa zapłacimy jedynie część obowiązkowej składki do budżetu Unii (o ok. 3-4 mld zł mniej), podczas gdy kwoty płatności z UE do Polski nie ulegną zmniejszeniu. Uzgodnienie daty rozszerzenia Unii zostało pozytywnie odebrane przez rynek finansowy.

Data rozszerzenia powinna zostać potwierdzona podczas rozpoczynającego się właśnie szczytu UE w Kopenhadze 12-13 grudnia, kiedy to oczekuje się zakończenia negocjacji z krajami kandydującymi. Traktaty akcesyjne z nowo przystępującymi członkami powinny zostać podpisane w Atenach 16 kwietnia 2003. Następnie będą one ratyfikowane przez parlamenty wszystkich obecnych członków UE, a w międzyczasie w Polsce odbędzie się referendum nt. przystąpienia do UE (najprawdopodobniej w czerwcu).

### Dania poprawia ofertę finansową dla kandydatów

W ostatnim tygodniu listopada Dania, która przewodniczy Unii Europejskiej w tym półroczu, przedstawiła krajom kandydującym modyfikację oferty finansowej, uzgodnionej wcześniej przez kraje UE na szczycie w Brukseli w październiku. Według warunków zaproponowanych przez Duńczyków kraje kandydujące miałyby wpłacić do budżetu UE w pierwszym roku członkostwa w sumie o 2,5 mld € mniej niż zakładała propozycja z Brukseli, otrzymałyby o nieco ponad 1 mld € więcej w gotówce i mogłyby przeznaczyć więcej własnych środków na poprawę konkurencyjności rolnictwa. Dania zaproponowała m.in., że nowi członkowie UE, którzy otrzymają w pierwszym roku 25% dopłat bezpośrednich z Unii, będą mogli powiększyć tę kwotę z własnych budżetów do wysokości 40% pełnych dopłat. Zaproponowano też zwiększenie limitów

produkcji mleka oraz dodatkowe ponad 1 mld € na ochronę granic i poprawę bezpieczeństwa żywności.

Oferta Danii miała na celu zadowolenie lobby rolniczych w krajach kandydujących, z myślą o wynikach referendum akcesyjnych w tych krajach. Duńczycy sądzili też, że ich propozycja będzie ostateczna i pomoże wcześniej (przed szczytem w Kopenhadze) zakończyć negocjacje finansowe. Tymczasem skutek był nieco inny od zamierzonego, przynajmniej w przypadku Polski. Można podejrzewać, że tak naprawdę propozycja duńska podwyższyła „punkt wyjściowy” dla ostatecznych żądań naszego kraju, zgłoszonych na szczycie w Kopenhadze.

### ...ale Polska chciała osiągnąć jeszcze więcej

Większość rządów krajów kandydujących odebrało duńską propozycję, jako wyraźny krok w dobrym kierunku. I prawie wszystkim z nich – z wyjątkiem Malty i Polski – udało się osiągnąć ostateczne porozumienie w sprawie warunków członkostwa w końcowej fazie uzgodnień negocjacyjnych przed szczytem w Kopenhadze. Polski rząd, chociaż odnotował poprawę proponowanych warunków, jednoznacznie uznał ofertę Unii za wciąż niezadowalającą. Polska zgłosiła listę dodatkowych postulatów, w tym m.in. przyznanie wyższych rekompensat z budżetu UE w latach 2004-06, podwyższenie dopłat bezpośrednich z UE dla rolników do 25% i umożliwienie wyrównania ich do 100% z własnego budżetu, zwiększenie plonu referencyjnego i limitów produkcji rolnej (m.in. mleka), utrzymanie niższego VAT na maszyny rolne i gotowe mieszkania.

Polski rząd zdecydował, że wszystkie postulaty, których nie udało się do tej pory wynegocjować, spróbuje przeforsować w ostatnim etapie rozmów na szczycie w Kopenhadze. Bardzo stanowcze stanowisko zajęło z tej sprawie koalicyjne PSL. Wicepremier Jarosław Kalinowski ostrzegł, że jeśli polskie postulaty dotyczące rolnictwa nie zostaną ostatecznie uwzględnione, to będzie on przeciwny akcesji i zagroził ustąpieniem ze stanowiska.

### Szczęśliwy koniec negocjacji

W piątek 13 grudnia wieczorem Polska i pozostałe 9 krajów kandydujących zakończyło negocjacje z Unią Europejską. Unia zgodziła się zapłacić nieco więcej w porównaniu z tzw. „propozycją Duńską”. Polscy negocjatorzy uzyskali niemal wszystko, czego oczekiwali:



- Polska otrzyma dodatkowy 1 mld € w gotówce płatnej z góry, podczas gdy wcześniej kwota ta była zarezerwowana na przyszłe projekty infrastrukturalne - jest to dobra wiadomość dla ministra finansów, bo oznacza łatwiejsze (choć wciąż nie bez problemów) planowanie budżetu na kolejne lata.
- Wyższe dopłaty bezpośrednie dla rolników (55%, 60% i 65% w kolejnych latach 2004-06; część tych kwot będzie przesunięta z funduszy strukturalnych i/lub polskiego budżetu).
- Uzgodnienie wyższych limitów produkcji mleka dla Polski.
- Zgoda na niższy VAT w budownictwie.
- Dodatkowe 108 mln € na bezpieczeństwo granicy wschodniej

Finansowy wynik negocjacji jest bez wątpienia sukcesem koalicji rządzącej. Powinien on, poczynając od dzisiaj, pozytywnie wpłynąć na rynek finansowy. Nie tylko dlatego, że negocjacje zakończyły się (co było w dużym stopniu już wycenione), ale z uwagi na fakt, że wynegocjowane warunki wejścia do UE zwiększają szanse na wynik TAK w referendum akcesyjnym, które odbędzie się w czerwcu przyszłego roku. Również lepsze warunki uzyskane dla polskich rolników zmniejszają możliwość rozpadu koalicji. Jednak należy podkreślić, że lider PSL i minister rolnictwa Jarosław Kalinowski powiedział, że w negocjacjach z Unią udało się osiągnąć „dobry wynik, ale nie sukces”. Wicepremier Kalinowski najbardziej żałuje, że nie udało się uzyskać większego plonu referencyjnego dla zbóż.

Więcej o końcowej fazie negocjacji i jej wyniku napiszemy w biuletynie styczniowym.

### **Poparcie dla integracji lekko w dół**

Według ostatniego sondażu CBOS dotyczącego poparcia społecznego dla przystąpienia do UE, w grudniu 67% osób deklarujących swój udział w referendum zamierzało głosować „za” przystąpieniem do UE (spadek z 73% w listopadzie), 22% było przeciwnych polskiemu członkostwu w Unii (wzrost z 18% w zeszłym miesiącu), a 11% nie miało na ten temat zdania (wobec 9% przed miesiącem). Wydaje się, że polskie społeczeństwo jest nieco rozczarowane warunkami finansowymi członkostwa zaproponowanymi przez stronę unijną. Choć poparcie dla integracji pozostaje wysokie, to jego spadający poziom zanim jeszcze na dobre rozpoczęła się negatywna kampania

eurosceptyków może być dodatkowym argumentem dla polskich negocjatorów próbujących przekonać państwa członkowskie UE, że Polska potrzebuje lepszych warunków finansowych członkostwa.

### **Europa nie chce za szybko poszerzać strefy euro**

W ostatnich tygodniach pojawiło się szereg wypowiedzi i sygnałów ze strony przedstawicieli Unii Europejskiej, sugerujących jednoznacznie, że obecni członkowie Unii Gospodarczej i Walutowej niezbyt przychylnie odnoszą się do perspektywy poszerzenia strefy euro o nowych członków, rekrutujących się spośród dziesięciu krajów, które mają przystąpić do Unii Europejskiej w 2004 roku.

Na początku grudnia Reuters dotarł nieoficjalnie do raportu ekonomicznego Komisji Europejskiej, przedstawianego na szczycie w Kopenhadze. W dokumencie tym KE przestrzega dziesięć krajów kandydujących do Unii, że nie powinny dążyć do zbyt szybkiego wejścia do unii monetarnej, ponieważ może to zaszkodzić ich gospodarkom. Zdaniem Komisji „przyjęcie euro w sytuacji, kiedy warunki mikro i makroekonomiczne nie są w pełni przystosowane do realiów unii monetarnej, niesie za sobą istotne ryzyko dla kontrolowania procesu transformacji gospodarki, rozwoju makroekonomicznego po przyjęciu euro i utrzymywania dynamiki procesu konwergencji”. Co więcej, szybkie wypełnienie kryteriów zbieżności z Maastricht przez nowych członków UE „może pozostawać w sprzeczności z potrzebą wyrównywania poziomu dochodów pomiędzy członkami UE a krajami kandydackimi (...) i zaowocować bardzo restrykcyjnym nastawieniem w polityce makroekonomicznej”, co z kolei bardzo wydłużyłoby okres nadganiania przez nowych członków średniego unijnego poziomu rozwoju gospodarczego. W podobnym tonie wypowiadało się też ostatnio kilku wysokich rangą przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego, m.in. Wim Duisenberg, Jean-Claude Trichet, Pedro Solbes i Eugenio Domingo Solans, wyraźnie sugerując, że EBC nie jest zainteresowany szybkim włączeniem nowych członków do wspólnego obszaru walutowego. Co ciekawe, dość optymistycznie o stanowisku EBC wypowiadał się niedawno prezes NBP Leszek Balcerowicz, twierdząc, że „pogląd EBC ewoluuje w stronę lepszego zrozumienia naszych argumentów na rzecz przyjęcia kryteriów euro”. Również szef banku centralnego Węgier stwierdził na początku grudnia, że EBC nie zniechęca ich kraju do przyjęcia euro tak szybko, jak to możliwe.

## Monitor rynku

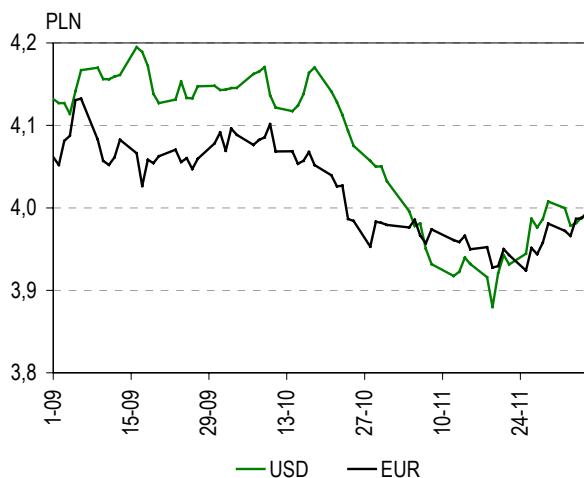
- Złoty jeszcze silniejszy... ale z korektami
- Pierwszy spadek cen obligacji od dymisji Belki
- Emisje nowych serii obligacji 2- i 5-letnich

### Złoty rekordowo mocny wobec dolara

W listopadzie krajowy rynek walutowy był bardzo aktywny. Notowane były wysokie obroty, a kursy złotego podlegały dość znacznym wahaniom, bowiem po okresach, gdy polska waluta zyskiwała, następowały korekty i inwestorzy z dużą determinacją realizowali zyski. Stąd też, choć przez cały miesiąc złoty był wyraźnie mocniejszy niż w październiku, to jednak na koniec listopada był on tylko już tylko nieznacznie silniejszy niż pod koniec października.

Według fixingów NBP w listopadzie dolar amerykański był notowany pomiędzy 3,8798 zł (19 XI) a 4,0078 zł (29 XI) i średnio na poziomie 3,9496 zł (wobec 4, 1212 zł w październiku). Natomiast euro wyceniano od 3,9239 zł (25 XI) do 3,9856 (5 XI) oraz przeciętnie na poziomie 4,9555 zł (w październiku 4, 0443 zł). Średnie kursy były zgodne z naszymi prognozami z poprzedniego biuletynu (3,95 wobec obu walut).

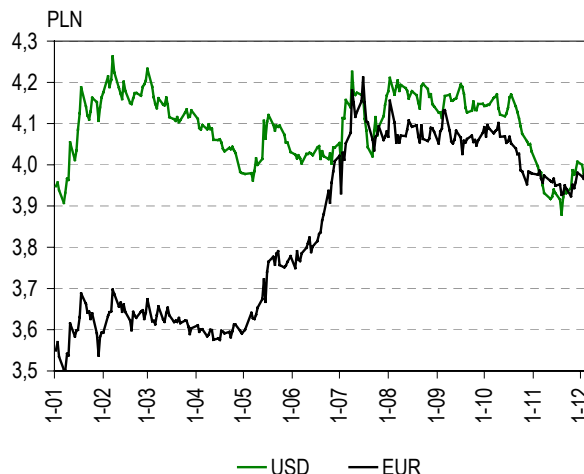
### Złoty w ostatnich miesiącach



Źródło: NBP

Na początku listopada nadal utrzymywał się znaczny popyt na złotego, który pojawił się po referendum w Irlandii i porozumieniu członków UE w sprawie warunków rozszerzenia. W pierwszej dekadzie złoty znacznie się wzmocnił, głównie w stosunku do dolara, który osłabiał się wobec innych głównych walut i kurs EURUSD wzrósł powyżej parytetu. Druga dekada to okres dość znacznych wahań kursów. Jak napisaliśmy powyżej po okresach wzrostu, następowały silne korekty, jednak w sumie nastąpiło jeszcze niewielkie wzmocnienie. 19 listopada kurs USDPLN osiągnął poziom najniższy od momentu uwolnienia złotego w kwietniu 2000 r., przy kursie EURUSD powyżej 1,01 USD.

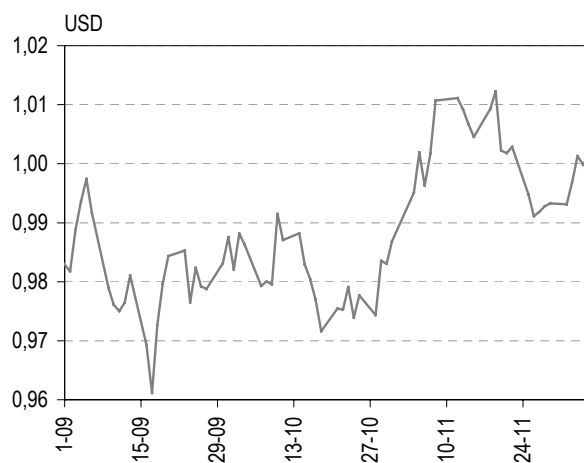
### Złoty w 2002 r.



Źródło: NBP

W trzeciej dekadzie listopada pojawiła się znaczna podaż złotego ze strony inwestorów masowo realizujących zyski. Osłabieniu polskiej waluty sprzyjało pogorszenie nastrojów na rynku papierów skarbowych po decyzji RPP (patrz niżej). Dodatkowo na spadek wartości złotego wpływ miał gwałtowny spadek kursu EURUSD, który ponownie znalazł się poniżej poziomu parytetu. Ta dość silna korekta z końca miesiąca sprawiła, że pod koniec listopada złoty był tylko minimalnie silniejszy niż miesiąc wcześniej.

### Kurs euro do dolara



Źródło: NBP, BZ WBK

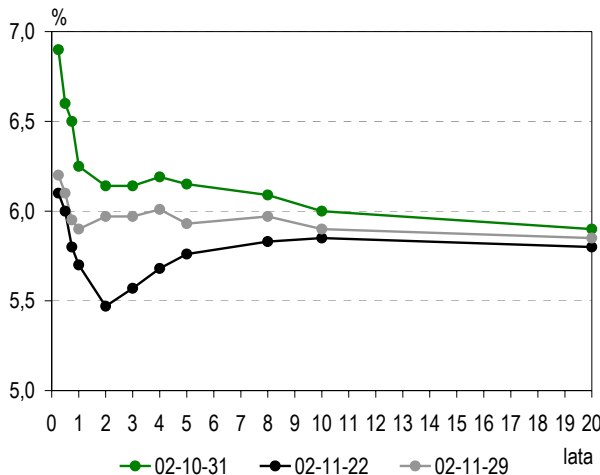
### Korekta na rynku obligacji po decyzji RPP

Do posiedzenia RPP na rynku obligacji kontynuowany był trwający od lipca trend spadku rentowności. Rynek wzmacniał się bardziej w krótszych terminach, w wyniku czego krzywa rentowności przyjęła pozytywne nachylenie w sektorze 2-10L. W związku z tym, tylko w przypadku papierów 2-letnich średnia rentowność ukształtowała się nieco poniżej naszych oczekiwań zaprezentowanych w poprzednim MAKROskopie, podczas gdy w pozostałych terminach była z nimi zgodna.



Na decyzję RPP rynek zareagował wyraźnym wzrostem rentowności (szczególnie na krótszym końcu krzywej), bowiem Rada obniżyła stopy w mniejszym stopniu niż oczekiwano i zapowiedziała mniejsze cięcia w przyszłości, co zmniejszyło skalę oczekiwanych obniżek. Było pierwsze wyraźne osłabienie na tym rynku od początku lipca, czyli od dymisji ministra finansów Marka Belki.

**Krzywa rentowności**



Źródło: BZ WBK

**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

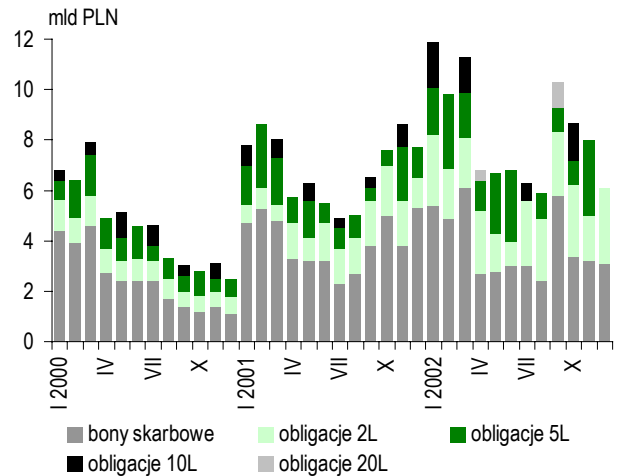
Data przetargu	OFERTA (SPRZEDAŻ)		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
04.11.2002	-	800 (800)	800 (800)
07.11.2002	-	800 (800)	800 (800)
18.11.2002	-	800 (800)	800 (800)
25.11.2002	-	800 (800)	800 (800)
<b>Razem listopad</b>	<b>-</b>	<b>3200 (3200)</b>	<b>3200 (3200)</b>
02.12.2002	-	1000	1000
09.12.2002	100	700	800
16.12.2002	100	1200	1300
<b>Razem grudzień</b>	<b>200</b>	<b>2900</b>	<b>3100</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów

Na ostatnich dwóch przetargach obligacji skarbowych Ministerstwo Finansów sprzedawało nowe papiery benchmarkowe. 20 listopada zaoferowano papiery 5-letnie (PS0608), a 4 grudnia 2-letnie (OK1204). W obu przypadkach podaż była stosunkowo wysoka, wynosząc po 3 mld zł, jednak spotkała się ona

odpowiednio dużym popytem ze strony inwestorów. Natomiast już po przetargu duża emisja sprzyja wysokim obrotom na rynku wtórnym. Średnie rentowności ukształtowały się na poziomie rynku wtórnego, co w obu przypadkach oznaczało bardzo silny spadek wobec poprzedniego przetargu, silniejszy od skali obniżek stóp NBP w tym okresie.

**Podaż papierów skarbowych**



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Pod koniec listopada Ministerstwo Finansów opublikowało kalendarz emisji obligacji w przyszłym roku. Daty przetargów obliczone według zasad podanych przez resort podajemy w tabeli na marginesie..

**Przetargi obligacji skarbowych w 2003 r**

	2L	5L	10L	20L
I	8	22	15	-
II	5	19	-	12
III	5	19	12	-
IV	2	16	-	-
V	7	21	-	-
VI	4	18	-	-
VII	2	-	9	-
VIII	6	-	-	-
IX	3	17	-	10
X	1	15	8	-
XI	5	19	-	-
XII	3	-	-	-

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

**Przetargi obligacji skarbowych w 2002 r. (mln zł)**

Miesiąc	I przetarg						II przetarg				
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	09.01	OK1203	2 800	2 800	PS1106	1 900	1 900	16.01	DS1110	1 800	1 800
luty	06.02	OK1203	2 000	2 000	PS1106	2 900	2 900	13.02	DZ0811	500	495,5
marzec	06.03	OK1203	2 000	2 000	PS1106	1 800	1 800	20.03	DS1110	1 400	1 400
kwiecień	03.04	OK0404	2 500	1 756,5	PS1106	1 200	1 200	10.04	WS0922	400	400
maj	08.05	OK0404	1 500	1 500	PS0507	2 400	2 400	-	-	-	-
czerwiec	05.06	OK0404	1 000	1 000	PS0507	2 800	2 800	-	-	-	-
lipiec	03.07	OK0404	2 600	1 922,1	-	-	-	17.07	DS1110	700	700
sierpień	07.08	OK0804	2 500	2 500	PS0507	1 000	1 000	-	-	-	-
wrzesień	04.09	OK0804	2 500	2 500	PS0507	1 000	1 000	11.09	WS0922	1 000	1 000
październik	02.10	OK0804	2 800	2 800	PS0507	1 000	1 000	09.10	DS1013	1 500	1 500
listopad	06.11	OK0804	1 800	1 800	-	-	-	20.11	PS0608	3 000	3 000
grudzień	04.12	OK1204	3 000	3 000	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

## Przegląd międzynarodowy

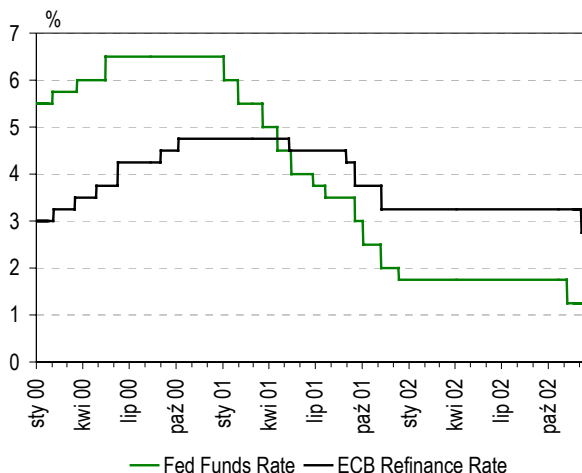
- **Obniżka stóp procentowych w strefie euro; w Stanach Zjednoczonych tym razem bez zmian**
- **Spadek inflacji w strefie euro; w USA wyraźny wzrost**
- **Możliwy recesja w strefie euro w I kwartale 2003**
- **W USA jeszcze szybszy wzrost w III kwartale**

### Stopy w Europie w dół w ślad za amerykańskimi

Na posiedzeniu 5 grudnia Rada Europejskiego Banku Centralnego podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych w strefie euro o 50 pb. Decyzja ta była zgodna z oczekiwaniami rynków. Od 6 grudnia główna stopa procentowa – refinansowa – wynosi 2,75%, co jest najniższym poziomem od października 1999 r. Na konferencji prasowej prezes EBC Wim Duisenberg powiedział, że od poprzedniego posiedzenia, wzrosły się argumenty za obniżką stóp, bowiem osłabła presja inflacyjna częściowo na skutek słabnącego wzrostu gospodarczego. Duisenberg zasugerował także, że w najbliższych miesiącach EBC nie obniży już stóp.

Pięć dni później Komitet Otwartego Rynku, pozostawił stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych bez zmian. Także ta decyzja była zgodna z oczekiwaniami rynku. Stopa funduszy federalnych pozostała na poziomie 1,25%, najniższym od 40 lat. Fed postanowił zaczekać by przekonać się, jak gospodarka poradzi sobie z przejściowymi trudnościami po obniżce stóp przed miesiącem. W komunikacie Fed napisał podobnie jak miesiąc wcześniej, że niebezpieczeństwa dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego i wzrostu inflacji są zrównoważone.

### Stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Reuters

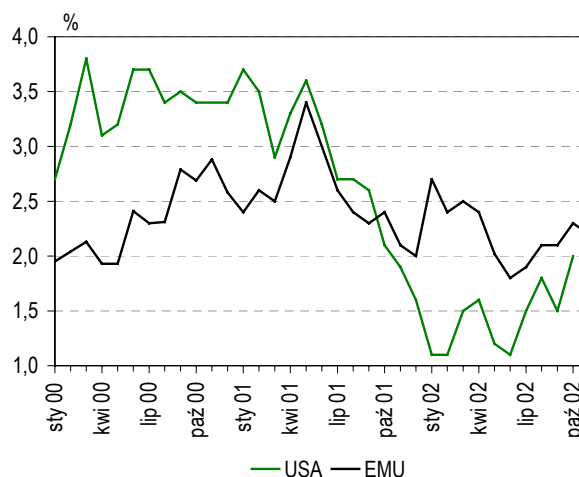
### Nieoczekiwany spadek inflacji w listopadzie

Według danych ostatecznych, inflacja w strefie euro wyniosła w październiku 0,3% m/m, co przełożyło się

na wzrost inflacji w skali roku do poziomu 2,3% z 2,1% we wrześniu, podczas gdy wstępne szacunki wskazywały na przyspieszenie do 2,2%. Analitycy oczekiwali inflacji na poziomie 0,2% m/m oraz 2,2% r/r. Oznacza to, że inflacja roczna była najwyższa od kwietnia br. Natomiast według wstępnych szacunków, w listopadzie roczna stopa inflacji nieoczekiwanie zmniejszyła się do 2,2%, podczas gdy oczekiwania wskazywały na utrzymanie się jej na poprzednim poziomie. Choć inflacja czwarty miesiąc z rzędu była wyższa od 2%, czyli limitu ustalonego przez EBC jako wyznacznik stabilności cen, to jednak nieoczekiwany jej spadek, oraz prognozy spadku w I poł. 2003 r. posłużyły EBC jako argument za obniżką stóp.

W październiku ceny konsumenta w Stanach Zjednoczonych wzrosły o 0,3% m/m, co było zbieżne z prognozami i spowodowało wzrost rocznej stopy inflacji do 2,0% z 1,5% we wrześniu. Najsilniejszy wzrost cen odnotowano w przypadku energii.

### Inflacja r/r



Źródło: Reuters

### Recesja w strefie euro na początku 2003 r.?

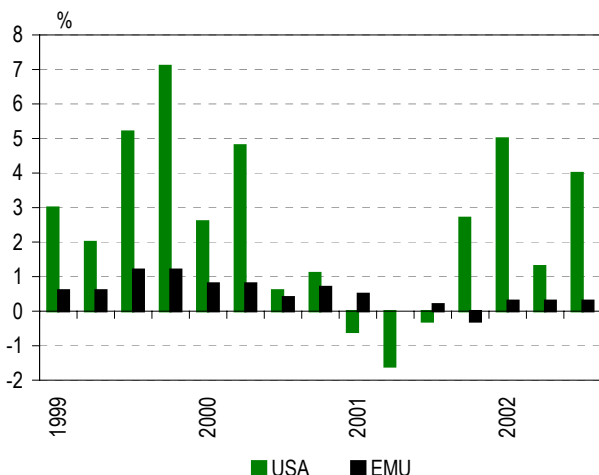
Dane o wzroście gospodarczym strefy euro w III kw. br. okazały się być dokładnie zgodne z oczekiwaniami rynków i znalazły blisko dolnej granicy przedziału oczekiwań Komisji Europejskiej (0,2-0,5%). PKB wzrósł o 0,3% kw/kw, co oznaczało powtórzenie tempa wzrostu odnotowanego w II kwartale (skorygowanego z 0,4%). W skali roku PKB strefy euro zwiększył się o 0,8% przyspieszając z 0,6% w II kw. Jednocześnie Komisja podtrzymała prognozę wzrostu na IV kwartał na poziomie 0,2-0,5% oraz opublikowała prognozę na I kw. 2003 r., z której wynika, że możliwy jest spadek PKB na początku przyszłego roku (-0,2 do 0,2%).

Według wstępnych danych o wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych, w III kwartale br. PKB wzrósł o 4,0% kw/kw, a więc wyraźnie szybciej niż podano w informacji przedwstępnej, gdy wzrost ten szacowano



jedynie na 3,1%. Analitycy oczekiwali nieco mniejszej rewizji danych do 3,8%. Dane te oznaczają, że nastąpiło znaczne przyspieszenie tempa wzrostu z 1,3% odnotowanych w II kw., do czego głównie przyczyniło się przyspieszenie wzrostu konsumpcji, podczas gdy wydatki inwestycyjne nadal malały.

**Dynamika PKB kw/kw**



Źródło: Reuters

Dane o produkcji przemysłowej w strefie euro były lepsze od prognoz. We wrześniu produkcja spadła o 0,2% m/m oraz 0,6% r/r, wobec oczekiwanych spadków o odpowiednio 0,4% i 0,7%. Wrześniowy spadek produkcji w ujęciu rocznym był już trzynasty z rzędu. Dane o cenach producenta były zgodne z prognozami. W październiku ceny wzrosły o 0,2% m/m, co przełożyło się na gwałtowne przyspieszenie dynamiki rocznej do 0,9% z 0,1% we wrześniu. Natomiast sprzedaż detaliczna odnotowała we wrześniu wynik znacznie gorszy od oczekiwań. Sprzedaż spadła aż o 2,1% m/m oraz 0,6% r/r, wobec oczekiwanych odpowiednio -0,3% i 1,6%. W ujęciu miesięcznym był to największy spadek od marca 2000 r.

W październiku dane ze Stanów Zjednoczonych o produkcji przemysłowej oraz cenach producenta były znacznie gorsze od oczekiwań. Produkcja odnotowała trzeci z rzędu spadek o 0,8% m/m, tymczasem oczekiwany był spadek tylko o 0,3%. Ceny produkcji wzrosły aż o 1,1% m/m wobec oczekiwań na poziomie 0,2%. Był to najwyższy wzrost cen od ponad trzech lat i tak słaby wynik przełożył się na wzrost cen w skali roku o 0,6%, podczas gdy we wrześniu odnotowano 1,9% deflację. Ponadto, w październiku sprzedaż detaliczna pozostała bez zmian, po spadku o 1,3% m/m (rewizja w dół) we wrześniu. Wynik ten był lepszy od oczekiwań na poziomie -0,2% m/m, jednak podobnie jak przed miesiącem sprzedaż była słaba ze względu na malejącą sprzedaż samochodów.

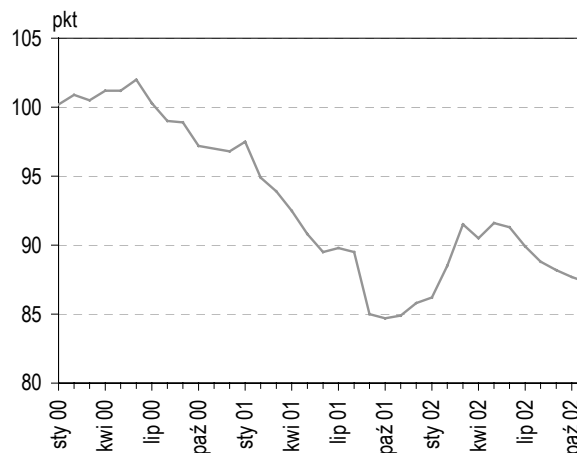
Zgodnie z oczekiwaniami analityków, stopa bezrobocia w strefie euro wzrosła w październiku do 8,4% z 8,3% we wrześniu. Bezrobocie wzrosło pierwszy raz po

trzech miesiącach stabilizacji. W Stanach Zjednoczonych stopa bezrobocia wzrosła w listopadzie aż do 6,0% z 5,7% odnotowanych w październiku, podczas gdy analitycy przewidywali wyraźnie słabszy wzrost do 5,8%. Ponadto liczba miejsc pracy w gospodarce amerykańskiej zmniejszyła się aż o 40 tys. po wzroście o 6 tys. w październiku.

W listopadzie poprawiły się indeksy aktywności gospodarczej w przemyśle strefy euro oraz Stanów Zjednoczonych, jednakże w obu przypadkach utrzymały się one poniżej poziomu 50 pkt, oddzielającej fazę rozwoju od recesji. Oznacza to, że aktywność nadal zmniejszała się choć w wolniejszym tempie niż przed miesiącem. W strefie euro indeks Reuters PMI wzrósł nieznacznie do 49,5 pkt z 49,1 pkt w październiku, podczas gdy oczekiwane było powtórzenie tego wyniku. Natomiast analogiczny indeks dla Stanów Zjednoczonych – ISM odnotował w listopadzie wynik gorszy niż prognozowano, zwiększając się do 49,2 pkt z 48,5 pkt w październiku, jednak analitycy spodziewali 51,3 pkt. Natomiast aktywność w sektorach pozaprzemysłowych wzrastała znacznie szybciej niż przewidywano. W strefie euro indeks Reuters Services wzrósł do 50,8 pkt z 50,1 pkt w październiku, podczas gdy analitycy oczekiwali 50,2 pkt. W USA indeks ISM Non-manufacturing osiągnął 57,4 pkt wobec 53,1 pkt w październiku oraz oczekiwanych 53,7 pkt.

Najważniejszy wskaźnik koniunktury dla gospodarki Niemiec – indeks nastrojów przedsiębiorców IFO – odnotował w listopadzie szósty z rzędu spadek do 87,3 pkt z 87,7 pkt w październiku. Wynik ten był wyraźnie lepszy od oczekiwań rynkowych na poziomie 86,8 pkt. Przedstawiciel instytutu IFO, ocenił, że dane te świadczą o nieznacznym ożywieniu gospodarczym i oddalają ryzyko recesji.

**Indeks IFO**



Źródło: Reuters





## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>2 grudnia</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (1 mld PLN) EMU: PMI (lis) EMU: Sprzedaż detaliczna (wrz) USA: ISM (lis)	<b>3</b> EMU: Ceny producenta (paź) EMU: Bezrobocie (paź)	<b>4</b> POL: Przetarg obligacji 0K1204 (3 mld PLN) GER: Bezrobocie (lis) EMU: PKB (III kw.) USA: Zamówienia w przemyśle (paź)	<b>5</b> GER: Zamówienia w przemyśle (paź) EMU: Posiedzenie ECB	<b>6</b> POL: Ceny żywności (II poł. lis) USA: Bezrobocie (lis)
<b>9</b> POL: Przetarg bonów skarbowych (800 mln PLN) GER: Produkcja przemysłowa (paź)	<b>10</b> ITA: PKB (III kw.) USA: Posiedzenie Fed	<b>11</b> FRA: Inflacja wstępna (lis)	<b>12</b> Szczyt UE w Kopenhadze FRA: Produkcja przemysłowa (paź) USA: Sprzedaż detaliczna (lis)	<b>13</b> Szczyt UE w Kopenhadze POL: Podaż pieniądza (lis) POL: Płace i zatrudnienie (lis) USA: Ceny producenta (lis)
<b>16</b> POL: Inflacja (lis) POL: Przetarg bonów skarbowych (1,3 mld PLN) ITA: Produkcja przemysłowa (paź)	<b>17</b> POL: Posiedzenie RPP ITA: Inflacja finalna (lis) USA: Inflacja (lis)	<b>18</b> POL: Posiedzenie RPP POL: Produkcja przemysłowa (lis) POL: Ceny producenta (lis) EMU: Inflacja finalna (lis) USA: Handel zagraniczny (paź)	<b>19</b> POL: Koniunktura (gru) EMU: Produkcja przemysłowa (paź)	<b>20</b> POL: PKB (III kw.) POL: Sprzedaż detaliczna (lis) POL: Bezrobocie (lis) FRA: Inflacja finalna (lis) EMU: Handel zagraniczny (paź) USA: PKB (III kw.)
<b>23</b> POL: Inflacja bazowa (lis)	<b>24</b>	<b>25</b> Święta Bożego Narodzenia	<b>26</b> Święta Bożego Narodzenia	<b>27</b> POL: Bilans płatniczy (lis)
<b>30</b> POL: Ceny żywności (I poł. gru) EMU: Podaż pieniądza (lis)	<b>31</b>	<b>1 stycznia</b> Nowy Rok	<b>2</b> EMU: PMI (gru) USA: ISM (gru)	<b>3</b>
<b>6</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>7</b> POL: Ceny żywności (II poł. gru) EMU: Ceny producenta (lis) EMU: Bezrobocie (lis) EMU: Nastroje w biznesie (gru) EMU: Koniunktura (gru)	<b>8</b> POL: Przetarg obligacji 0K1204 EMU: Sprzedaż detaliczna (paź)	<b>9</b> EMU: Posiedzenie ECB EMU: PKB (III kw.)	<b>10</b> USA: Bezrobocie (gru)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

## Kalendarz publikacji danych w 2003 roku

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

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

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

Źródło: GUS, NBP



## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		paź 01	lis 01	gru 01	sty 02	lut 02	mar 02	kwi 02	maj 02	cze 02	lip 02	sie 02	wrz 02	paź 02	lis 02	gru 02
PKB	% r/r	x	x	0,2	x	x	0,5	x	x	0,8	x	x	1,7	x	x	2,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,8	-1,0	-4,8	-1,4	0,2	-3,1	0,3	-4,2	2,1	5,7	-1,1	6,7	3,2	-1,3	9,2
Sprzedaż detaliczna ***	% r/r	5,8	2,4	2,4	4,7	6,7	9,9	3,1	1,8	2,5	8,6	5,1	4,7	5,1	4,7	4,5
Stopa bezrobocia	%	16,4	16,8	17,5	18,1	18,2	18,2	17,9	17,3	17,4	17,5	17,5	17,6	17,5	17,8	18,4
Place brutto ** ***	% r/r	7,8	6,6	5,3	5,7	5,5	4,8	2,3	4,2	3,9	4,1	2,8	3,8	0,5	1,1	1,1
Eksport (wg NBP)	mIn USD	2 778	2 555	2 540	2 308	2 141	2 467	2 739	2 610	2 678	3 175	2 669	2 850	3 157	2 999	3 089
Import (wg NBP)	mIn USD	3 953	3 509	3 430	3 418	2 952	3 148	3 521	3 416	3 360	3 763	3 556	3 758	4 163	4 080	4 325
Bilans handlowy (wg NBP)	mIn USD	-1 175	-954	-890	-1 110	-811	-681	-782	-806	-682	-588	-887	-908	-1 006	-1 081	-1 235
Rachunek bieżący	mIn USD	-838	-417	-500	-847	-820	-612	-643	-549	-408	-108	-265	-534	-562	-701	-970
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-24,6	-27,7	-32,6	-6,9	-13,7	-16,4	-20,0	-23,0	-25,0	-25,7	-27,3	-29,8	-34,0	-35,2	-40,0
Inflacja (CPI)	% r/r	4,0	3,6	3,6	3,4	3,5	3,3	3,0	1,9	1,6	1,3	1,2	1,3	1,1	0,9	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,5	-1,0	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	1,2	1,7	1,3	1,1	1,7	2,3	2,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,4	7,5	9,2	7,8	6,9	3,2	2,4	3,2	2,5	1,3	-0,2	-1,5	-2,5	0,4	0,3
Zobowiązania	% r/r	12,0	7,3	8,9	6,9	5,7	1,7	0,6	1,3	0,5	-0,8	-2,5	-3,5	-4,7	-2,0	-1,5
Należności	% r/r	9,7	8,9	9,3	9,0	8,8	7,1	6,6	7,9	9,4	7,5	5,9	4,9	4,4	8,0	10,0
USD/PLN	PLN	4,13	4,09	4,01	4,06	4,19	4,14	4,06	4,05	4,03	4,12	4,18	4,15	4,12	3,95	3,92
EUR/PLN	PLN	3,74	3,64	3,58	3,59	3,64	3,63	3,59	3,71	3,85	4,09	4,08	4,07	4,04	3,96	3,92
Stopa interwencyjna*	%	13,00	11,50	11,50	10,00	10,00	10,00	9,50	9,00	8,50	8,50	8,00	7,50	7,00	6,75	6,75
WIBOR 3M	%	14,01	13,91	12,29	11,90	10,83	10,32	10,20	9,89	9,30	8,89	8,55	8,07	7,45	6,81	6,70
Stopa lombardowa*	%	17,00	15,50	15,50	13,50	13,50	13,50	12,50	12,00	11,50	11,50	10,50	10,00	9,00	8,75	8,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	12,64	11,80	10,66	9,62	9,68	9,62	9,56	9,22	8,54	8,35	7,86	7,25	6,77	5,88	5,70
Rentowność obligacji 2L	%	11,36	11,00	10,70	9,11	9,37	9,32	9,22	9,03	8,27	8,12	7,60	7,16	6,62	5,78	5,75
Rentowność obligacji 5L	%	11,32	10,13	9,91	8,91	9,26	9,11	9,02	8,90	8,17	8,11	7,62	7,07	6,57	5,91	5,73
Rentowność obligacji 10L	%	10,31	9,19	8,92	8,25	8,34	8,25	8,19	8,02	7,55	7,63	7,29	6,79	6,22	5,89	5,73

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

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


**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	1Q02	2Q02	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03
PKB	mld PLN	553,6	615,1	685,0	721,6	750,8	791,3	171,4	182,8	186,2	210,4	180,5	192,9	195,9	222,0
PKB	% r/r	4,8	4,1	4,0	1,0	1,3	3,0	0,5	0,8	1,7	2,0	2,7	3,0	2,9	3,1
Spożycie ogółem	% r/r	4,2	4,4	2,4	1,8	2,5	2,1	3,2	2,7	2,5	1,9	2,2	2,1	2,1	2,0
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	4,8	5,2	2,6	2,1	2,8	2,3	3,5	2,9	2,7	2,1	2,4	2,3	2,2	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,2	6,8	2,7	-10,2	-3,5	6,0	-13,3	-8,4	-3,5	3,3	3,0	4,5	7,0	7,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,5	3,6	6,8	-0,2	1,3	3,4	-1,6	-0,4	3,3	3,7	3,2	2,8	3,0	4,5
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	2,6	4,0	1,0	0,2	3,5	3,1	5,8	0,7	3,9	3,5	4,0	3,0	3,0	2,6
Stopa bezrobocia*	%	10,4	13,1	15,1	17,4	18,4	19,0	18,1	17,4	17,6	18,4	18,8	17,9	17,9	19,0
Place realne brutto	% r/r	4,3	3,3	1,3	1,6	1,4	1,6	1,9	1,4	2,3	-0,2	0,6	1,7	1,8	2,2
Eksport (wg NBP)	mld USD	30 122	26 347	28 256	30 276	32 882	35 015	6 916	8 027	8 694	9 245	7 600	8 300	9 130	9 985
Import (wg NBP)	mld USD	43 842	40 727	41 424	41 955	43 459	47 050	9 518	10 297	11 077	12 567	10 700	10 900	11 850	13 600
Bilans handlowy (wg NBP)	mld USD	-13 720	-14 380	-13 168	-11 679	-10 577	-12 035	-2 602	-2 270	-2 383	-3 322	-3 100	-2 600	-2 720	-3 615
Rachunek bieżący	mld USD	-6 862	-11 558	-9 946	-7 075	-7 019	-9 009	-2 279	-2 075	-907	-2 233	-2 635	-1 950	-1 496	-2 928
Rachunek bieżący	% PKB	-4,3	-7,4	-6,3	-4,0	-3,8	-4,4	-4,1	-4,0	-3,9	-4,1	-4,1	-4,0	-4,2	-4,4
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-13,2	-12,5	-15,4	-32,6	-40,0	-38,7	-16,4	-25,0	-29,8	-40,0	-17,1	-24,5	-30,0	-38,7
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,4	-2,0	-2,2	-4,5	-5,3	-4,9	-9,6	-13,7	-2,6	-4,9	-9,5	-12,7	-2,8	-3,9
Inflacja	% r/r	11,8	7,3	10,1	5,5	2,0	1,9	3,4	2,1	1,3	1,1	1,2	1,4	2,3	2,7
Inflacja*	% r/r	8,6	9,8	8,5	3,6	1,2	2,7	3,3	1,6	1,3	1,2	1,2	1,9	2,4	2,7
Ceny produkcji	% r/r	7,3	5,7	7,8	1,6	1,1	2,4	0,2	0,7	1,3	2,3	3,1	2,9	1,9	1,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	25,3	24,6	15,2	12,1	2,0	4,5	5,9	2,7	-0,1	-0,6	1,5	3,9	5,7	6,9
Zobowiązania	% r/r	28,4	26,4	17,2	13,5	0,1	7,3	4,8	0,8	-2,3	-2,7	1,4	5,2	8,7	13,9
Należności	% r/r	30,0	28,6	24,7	11,3	7,5	12,0	8,3	8,0	6,1	7,5	7,4	9,9	11,9	18,7
USD/PLN	PLN	3,49	3,97	4,35	4,09	4,08	3,85	4,13	4,04	4,15	4,00	3,87	3,85	3,85	3,82
EUR/PLN	PLN	3,92	4,23	4,01	3,67	3,85	3,85	3,62	3,72	4,08	3,97	3,87	3,85	3,85	3,82
Stopa interwencyjna*	%	15,50	16,50	19,00	11,50	6,75	6,00	10,00	8,50	7,50	6,75	6,25	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	21,34	14,73	18,78	16,08	9,08	6,43	11,02	9,80	8,50	6,99	6,72	6,38	6,30	6,30
Stopa lombardowa*	%	20,00	20,50	23,00	15,50	8,75	7,50	13,50	11,50	10,00	8,75	8,00	7,50	7,50	7,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	18,59	12,95	17,77	14,77	8,17	5,49	9,64	9,11	7,82	6,11	5,70	5,45	5,40	5,40
Rentowność obligacji 2L	%	18,08	12,41	17,37	13,91	7,95	5,49	9,27	8,84	7,63	6,05	5,70	5,45	5,40	5,40
Rentowność obligacji 5L	%	15,83	10,87	14,00	12,59	7,86	5,40	9,09	8,69	7,60	6,07	5,60	5,35	5,35	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	x	9,60	11,79	10,74	7,35	5,38	8,28	7,92	7,24	5,94	5,60	5,35	5,30	5,25

*Źródło: GUS, NBP, BZ WBK*

\* stan na koniec okresu



Bank Zachodni WBK S.A.

## PION SKARBU

plac Gen. Władysława Andersa 5, 61-894 Poznań

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach otrzymanych do 13.12.2002 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.