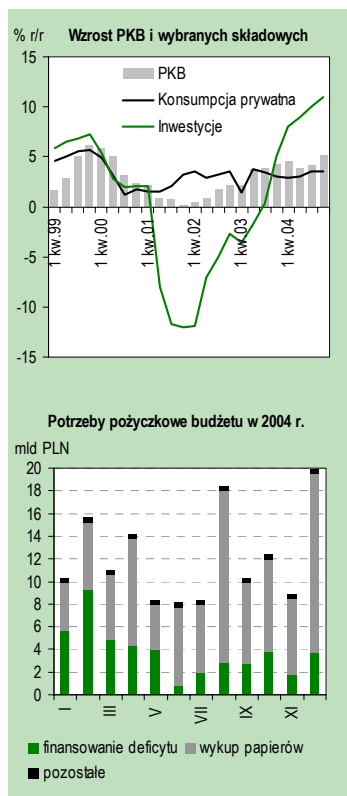


# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Styczeń 2004



## Rok wzrostów

■ **Rozpoczęty właśnie rok przyniesie niewątpliwie kontynuację przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Niestety będzie to również kolejny rok wzrostu deficytu budżetowego na skutek znacznego wzrostu wydatków, co spowoduje kontynuację niekorzystnego trendu wzrostowego długu publicznego oraz wzrost potrzeb finansowych państwa.** Wysoki deficyt sektora finansów publicznych stanowi największe zagrożenie dla wzrostu polskiej gospodarki. Co prawda tempo wzrostu gospodarczego w 2004 roku nie będzie zależało od tempa wprowadzanych zmian w finansach publicznych, ale skuteczność planowanych reform określi, czy obserwowane ożywienie może liczyć na trwałe podstawy w kolejnych latach. W roku bieżącym oczekujemy wzrostu inwestycji. Zaczęły one rosnać już w 2003 r., ponadto wyniki finansowe firm są znacznie lepsze oraz obniżone zostały podatki dla firm. Oczywiście, ze względu na wysoki udział dóbr inwestycyjnych w polskim imporcie, wzrost inwestycji spowoduje mniejszą kontrybucją eksportu netto do PKB (pomimo wciąż rosnącego eksportu).

■ **Przyspieszenie tempa wzrostu PKB odbywać się będzie przy zwiększonej nierównowadze ekonomicznej, jednak w skali, która nie zagraża wzrostowi gospodarczemu w dłuższym okresie.** Oczekujemy wzrostu zarówno deficytu obrotów bieżących jak i inflacji o około 1 punkt procentowy. Pomimo tego, że rosną również oczekiwania inflacyjne oraz (nieznacznie) inflacja bazowa, wydaje się, że perspektywy inflacji pozostają w miarę korzystne (cel inflacyjny NBP nie jest w najbliższym czasie zagrożony) i raczej nie przyprawia o ból głowy nowych, bardziej gołębiich członków RPP.

■ **W tym miesiącu przyglądamy się również planowi emisji skarbowych papierów wartościowych w 2004 r.** Trudności ze sprzedażą papierów w ubiegłym roku skłoniły Ministerstwo Finansów do szukania nowych instrumentów i sposobów finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Emisja w systemie *private placement*, sięgnięcie do źródeł zagranicznych oraz nowy typ obligacji o zmiennym oprocentowaniu pozwolą zamknąć finansowanie rozchodów budżetu w I kwartale, szacowanych przez nas na blisko 37 mld zł. Jednak w kolejnych kwartałach wysoka podaż papierów skarbowych utrzyma się, a w dwóch ostatnich kwartałach roku potrzeby pożyczkowe będą jeszcze wyższe.

■ **Parlament wybrał członków nowej Rady Polityki Pieniężnej.** Sejm powołał Jana Czekaja, Stanisława Nieckarza oraz Mirosława Pietrewicza. Senatorowie wybrali Mariana Nogę, Stanisława Owsiaka i Halinę Wasilewską-Trenkner. Nadal nie znamy oficjalnie nazwisk kandydatów prezydenta Kwaśniewskiego, jednak można stwierdzić, że skład nowej RPP będzie dość zrównoważony. Choć nowa Rada będzie z pewnością bardziej „gołębia” niż poprzednia, to należy się spodziewać rozważnych decyzji w zakresie stóp procentowych (kontynuacja polityki małych kroków, pierwszy z nich w marcu) i kursu walutowego (system kursowy bez zmian).

### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<b>Rok wzrostów w gospodarce</b>	
<b>Papiery skarbowe AD 2004</b>	
Gospodarka Polski	9
Pod lupą: Bank centralny	17
Pod lupą: Rząd i polityka	24
Monitor rynku	28
Przegląd międzynarodowy	30
Kalendarz makroekonomiczny	32
Dane i prognozy ekonomiczne	33

### Maciej Reluga

Główny Ekonomista  
(22) 586 8363

Piotr Bielski  
(22) 586 8333

Piotr Bujak  
(22) 586 8341

Aleksander Krzyżaniak  
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

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

Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	5,60	USDPLN	3,7405
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,75	EURPLN	4,7170
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,65	EURUSD	1,2611

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 14.01.2004 r.



## Temat miesiąca

### Rok wzrostów w gospodarce

#### 2003 – dobry rok, gdyby nie polityka fiskalna...

Patrząc na niektóre wskaźniki gospodarcze ubiegłego roku, można by powiedzieć że mieliśmy do czynienia z rokiem przełomu. Po dwóch wybitnie chudych latach 2001 i 2002, kiedy to wzrost gospodarczy wyniósł średnio 1,2%, zanotowano wyraźne przyspieszenie (do 3,6% wg naszej prognozy, choć GUS poda te dane dopiero w marcu). Przyspieszenie rozwoju gospodarczego było co prawda oczekiwane, ale na znacznie mniejszą skalę, bowiem dwanaście miesięcy temu oczekiwano wzrostu gospodarczego średnio na poziomie 2,7% (wg ankiety Gazety Bankowej), przy naszej prognozie w wysokości 3%. Co więcej, taka skala przyrostu tempa wzrostu oczekiwana była przy zwiększeniu nierównowagi ekonomicznej - powiększeniu deficytu obrotów bieżących do 4% PKB i przy wzroście inflacji do 2,5%. W rzeczywistości natomiast wyraźniejsze przyspieszenie odbyło się przy kompletnie innej strukturze wzrostu gospodarczego niż oczekiwał chociażby były minister finansów Grzegorz Kołodko, w związku z czym, nie pomogło to zbyt wiele w osiągnięciu planowanych dochodów budżetowych. Główną siłą napędową polskiej gospodarki był eksport, za którego dobre wyniki odpowiadał w znacznej mierze korzystny rozwój sytuacji na światowym rynku walutowym. To dzięki nieoczekiwanemu umocnieniu euro do dolara do 1,26 w ub.r. kurs złotego do euro wzrósł powyżej 4,70. Dla porównania, w ubiegłorocznej ankiecie Gazety Bankowej prognozowane wielkości dla tych dwóch zmiennych wyniosły 1,00 i 3,98. Faktem jest jednak, że nie tylko eksport ciągnął polską gospodarkę, gdyż, przy znacznie niższej od prognozowanej dwanaście miesięcy temu inflacji, obserwowany był wyraźny wzrost spożycia indywidualnego. Kolejne rekordy niskiej inflacji przyczyniły się również do kontynuacji cyklu obniżek stóp procentowych (co miesiąc w pierwszej połowie roku).

Oczywiście, największe zagrożenie dla wzrostu polskiej gospodarki w nadchodzących latach stanowić będzie wysoki deficyt sektora finansów publicznych, wraz z rosnącym długiem publicznym. Budżet na rok ubiegły stanowił kontynuację zbyt ekspansywnej polityki fiskalnej, w szczególności jeśli weźmiemy pod uwagę cały sektor finansów publicznych, a nie tylko budżet centralny. Niestety budżet na 2004 r. nie stanowi w tym zakresie żadnego przełomu. Wprost przeciwnie, niepewność co do kształtu polityki fiskalnej

spowodowała gwałtowne reakcje rynków finansowych pod koniec ubiegłego roku, a w konsekwencji była głównym powodem zatrzymania cyklu obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Oczywiście nerwowość na rynku finansowym była dodatkowo podsycana zwiększonym ryzykiem politycznym, a wcześniej zmianą na stanowisku ministra finansów. W pierwszej połowie ubiegłego roku zaskakującym był z kolei brak optymistycznej reakcji polskiego rynku walutowego na pozytywny wynik referendum europejskiego.

Rok temu pisaliśmy, że zaprzepaszczona została szansa na pierwszy krok w reformie finansów publicznych. Niestety tym razem należy to stwierdzenie powtórzyć. Nie wiadomo tylko ile jeszcze takich szans nam pozostało, biorąc pod uwagę tempo w jakim narasta dług publiczny (szczegółowej analizie obecnej sytuacji fiskalnej dokonaliśmy w kilku ostatnich edycjach MAKROskopu, oceniając projekt budżetu na 2004 r. oraz średnioterminową strategię finansów publicznych).

#### 2004 – na świecie szybszy wzrost i silne euro

W ubiegłym roku polski eksport rósł w siłę pomimo złej sytuacji gospodarczej u głównych partnerów handlowych. Skłoniło nas to do analizy ilościowej popytu na polski eksport (MAKROskop, sierpień 2003), z której nasuwała się prowokująca teza, że stagnacja gospodarcza w Unii Europejskiej mogła wpłynąć na zmianę parametrów funkcji popytu na nasz eksport (wzrost elastyczności cenowej, spadek elastyczności dochodowej). Oczywiście ta zmiana nie będzie powodowała, że w momencie ożywienia (choć niezbyt wyraźnego) w Europie, oczekiwanego w roku bieżącym, popyt na polskie towary się zmniejszy. Zakładając, że eksporterzy skutecznie wykorzystali zmianę kursu walutowego i nie tylko przetrwali, ale umocnili się na europejskich rynkach zbytu, można oczekiwać kontynuacji wzrostu eksportu. Tym bardziej, że sytuacja na międzynarodowym rynku walutowym prawdopodobnie się nie zmieni - euro wciąż pozostanie silne wobec dolara, co nawet przy umocnieniu złotego do koszyka obydwu walut pozwoli utrzymać wysoką konkurencyjność cenową polskich towarów.

Jeśli chodzi o tempo rozwoju gospodarki światowej, oczekujemy wzrostu gospodarczego w UE i w USA odpowiednio na poziomie 2,0% i 4,8%. Zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro w tym roku rozpocznie się zapewne cykl podwyżek stóp procentowych.

### Finanse państwa znów na cenzurowanym

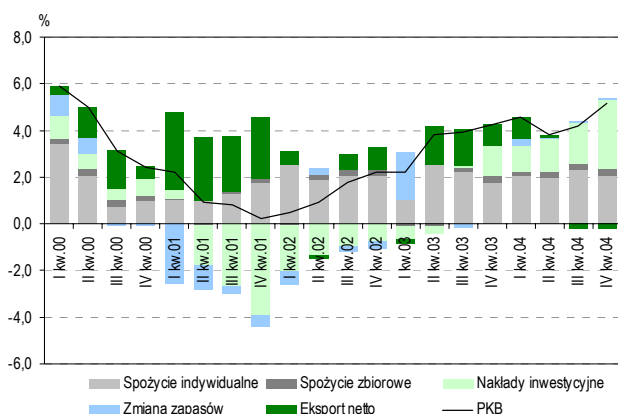
Problem finansów publicznych pozostanie w centrum zainteresowania również w roku bieżącym. Co prawda, tempo wzrostu gospodarczego w 2004 roku nie będzie zależało od tempa wprowadzanych zmian, ale skuteczność planowanych reform określi czy obserwowane ożywienie może liczyć na trwałe podstawy w kolejnych latach. O kwestii wpływu sytuacji fiskalnej, a przede wszystkim planowanej reformy, na obserwowane ożywienie gospodarcze oraz perspektywy wzrostu gospodarczego, pisaliśmy w jednej z poprzednich edycji MAKROskopu (listopad 2003), podkreślając znaczenie tzw. niekeynesowskich efektów dostosowań fiskalnych.

Od poparcia dla planu Hausnera w parlamencie będzie również w dużej mierze zależała sytuacja na polskim rynku finansowym – wahania kursu złotego i rentowności polskich obligacji, o czym poniżej.

### Kontynuacja nieodczuwalnego społecznie ożywienia

W pierwszym tegorocznym wydaniu Gazeta Bankowa zaprezentowała ankietę przeprowadzoną wśród analityków sektora bankowego, zawierającą prognozy makroekonomiczne na rozpoczynający się rok. Wyłaniający się z ankiety konsensus jest dość optymistyczny. Wszyscy oczekują przyspieszenia tempa wzrostu PKB, średnio o jeden punkt procentowy. Choć odbywać się to ma przy zwiększonej nierównowadze ekonomicznej, to oczekiwana skala wzrostu zarówno deficytu obrotów bieżących jak i inflacji (również o około 1 punkt procentowy) nie zagraża wzrostowi gospodarczemu w dłuższym okresie. Należy jednak zaznaczyć, że ankieta nie zawierała prognoz deficytu sektora finansów publicznych, który w nadchodzących latach, wraz z rosnącym długiem publicznym, niewątpliwie stanowić będzie największe niebezpieczeństwo dla dalszego wzrostu polskiej gospodarki.

### Udział składników we wzroście PKB



Źródło: GUS, szacunki własne

Również dosyć powszechne jest oczekiwanie spadku stopy bezrobocia. Problem jednak w tym, że nastąpić może zmiana metodologii liczenia stopy bezrobocia, a odsetek osób bezrobotnych zwiększyć się może na skutek zmniejszenia mianownika. W rezultacie Powszechnego Spisu Ludności okazało się bowiem, że w rolnictwie pracuje o połowę mniej osób, niż się dotychczas uwzględniało w statystykach. W takim przypadku trudno byłoby sobie wyobrazić, aby stopa bezrobocia spadła do oczekiwanego przez ekonomistów w ankiecie poziomu 17,5%. Byłaby ona raczej o około 2 punkty procentowe wyższa.

### Prognozy makroekonomiczne na 2004 r. (% r/r)

	BZWBK	Średnia oczekiwań	Przedział oczekiwań
Wzrost gospodarczy <sup>1</sup>	4,5	4,3	3,5-5,0
Prywatna konsumpcja <sup>1</sup>	3,2	4,0	3,2-5,5
Inwestycje <sup>1</sup>	9,9	6,6	3,5-10,0
Deficyt obrotów bieżących (% PKB) <sup>2</sup>	2,5	2,4	1,0-3,9
Inflacja (koniec roku) <sup>2</sup>	2,5	2,7	2,2-3,3
Stopa bezrobocia (koniec roku) <sup>2</sup>	17,2	17,5	16,5-19,0
Stopa referencyjna (koniec roku) <sup>2</sup>	4,50	4,90	4,50-5,75

Uwaga: Dane handlu zagranicznego na bazie płatności, stopa bezrobocia wg obowiązującej metodologii

Źródło: BZ WBK, <sup>1</sup>Consensus Economics, <sup>2</sup>Gazeta Bankowa

Powyższa tabela przedstawia konsensus rynkowy (wg *Gazety Bankowej* i *Consensus Economics*) odnośnie głównych prognoz makroekonomicznych na 2004 r., wraz z naszymi oczekiwaniami. Jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, nasza prognoza podobnie jak w roku ubiegłym znajduje się powyżej średniej. I podobnie jak w roku ubiegłym przyznać musimy, że naszym zdaniem odchylenie wartości rzeczywistej od naszej prognozy jest bardziej prawdopodobne w górę niż w dół. Bardzo szeroki jest przedział oczekiwań gdy weźmiemy pod uwagę tempo wzrostu prywatnej konsumpcji. Z pewnością ograniczony on będzie przez wciąż wysoką stopę bezrobocia i brak wyraźnego wzrostu zatrudnienia (niestety ożywienie gospodarcze znów nie będzie społecznie odczuwalne) oraz efektywne zwiększenie obciążeń podatkowych dla gospodarstw domowych. Choć z drugiej strony, najprawdopodobniej część spożycia indywidualnego generowana jest w szarej strefie, co zwiększa trudność w prognozowaniu tej wielkości. Powszechnie oczekiwane jest ożywienie w inwestycjach. Chciałoby się powiedzieć „podobnie jak w roku ubiegłym”. Jednak wydaje się, że teraz można mieć znacznie więcej powodów do optymizmu - inwestycje zaczęły rosnąć już w 2003 r., wyniki finansowe firm są znacznie lepsze, podatki dla firm



zostały obniżone. Oczywiście, ze względu na wysoki udział dóbr inwestycyjnych w polskim imporcie, wzrost inwestycji spowoduje mniejszą kontrybucją eksportu netto do PKB (pomimo wciąż rosnącego eksportu).

### ...i (nieodczuwalnego?) wzrostu inflacji

Jak już wspomnieliśmy powyżej, pomimo znacznego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w roku ubiegłym, inflacja cen konsumenta nie zanotowała znaczącego wzrostu. Na koniec roku pozostanie ona poniżej tegorocznego celu inflacyjnego banku centralnego (2% +/- 1pp). Brak przyspieszenia inflacji związany był przede wszystkim z inną od spodziewanej strukturą wzrostu gospodarczego i wyższą kontrybucją eksportu netto. Co więcej, za wzrost inflacji odpowiedzialna była w znacznym stopniu strona podaźowa, a nie popytowa polskiej gospodarki. Inflacja netto (nie uwzględniająca cen żywności i cen paliw) spadła bowiem ponownie do około 1,5% z 1,9% w grudniu 2002 r. Przyspieszenie cen żywności nastąpiło właściwie w ostatnich miesiącach roku (z deflacji 3,6% r/r w lutym inflacja cen żywności wzrosła do ok. 2% na koniec roku). Dlatego też w ciągu ubiegłego roku odnotowywaliśmy kolejne rekordy niskiej inflacji (najniższy poziom 0,3% r/r w kwietniu).

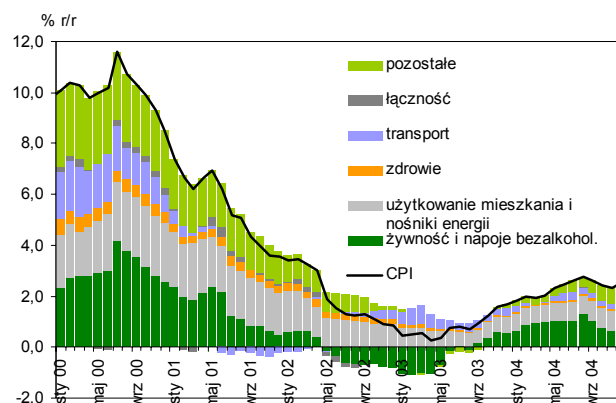
W roku bieżącym oczekujemy dalszego przyspieszenia inflacji, w granicach celu inflacyjnego banku centralnego (od tego roku jest to cel ciągły w wysokości 2,5% +/-1pp). Wciąż jednym z głównych elementów odpowiedzialnych za ten wzrost będą ceny żywności, stanowiące około jedną trzecią koszyka konsumpcyjnego (oczekujemy ich przyspieszenia do 2,3% r/r), jednak odnotujemy zapewne również wzrost inflacji netto oraz innych miar inflacji bazowej. Oznacza to, że wraz z ożywającym się popytem wewnętrznym może pojawić się większa popytowa presja na ceny. Będzie ona jednak ograniczona wciąż trudną sytuacją na rynku pracy (wysokie bezrobocie, brak nadmiernej presji na płace). Dodatkowo, wraz z akcesją Polski do Unii Europejskiej nastąpi zmiana niektórych stawek podatków pośrednich (m.in. VAT na materiały budowlane), które mogą powodować (jednorazowy) wzrost wskaźnika inflacji. Ponadto oczekujemy kilkuprocentowego umocnienia złotego, który poprzez wpływ na ceny towarów importowanych może nieco obniżyć inflację. Efekt ten będzie jednak prawdopodobnie ograniczony, chociażby dlatego że nie widzieliśmy efektu przeciwnego gdy złoty się osłabiał. Według badań NBP, przedstawionych w jednym z raportów inflacyjnych, długoterminowy wskaźnik przeniesienia (tzw. *pass-through*, przedstawiający

wpływ nominalnego kursu walutowego na ceny) spadł z 0,19 w II kw. 2003 do 0,15 w III kw. 2003.

Prognozujemy inflację na poziomie 2,5% w grudniu 2004 w porównaniu z 1,7% na koniec 2003 r., ze średnioroczną inflacją na poziomie 2,3%. W ciągu roku oczekujemy przyspieszenia inflacji do 2% w pierwszym kwartale, do około 2,5% w drugim kwartale, po czym po osiągnięciu maksymalnego poziomu 2,8% w sierpniu, zacznie się ona pod koniec roku delikatnie obniżać.

Jeśli chodzi o pozostałe komponenty inflacji, to najwyraźniejszego przyspieszenia wzrostu cen oczekujemy w kategoriach „wyposażenie mieszkania i prowadzenie” (z 0,6% do 3,2% r/r). Kategoria „użytkowanie mieszkania i nośniki energii” ma oprócz cen żywności największy udział w koszyku inflacyjnym (ok. 20%), więc przewidywany przez nas wzrost cen tych towarów (z 3,3% do 4,1% r/r) również może przyczynić się do wzrostu inflacji. Z drugiej strony, oczekujemy utrzymania deflacji w kategorii „odzież i obuwie”. Nie przewidujemy istotnych długoterminowych wahań na krajowym rynku cen paliw – ewentualne wzrosty cen ropy na świecie powinny być rekompensowane słabszym dolarem.

### Struktura wskaźnika zmian cen konsumpcyjnych



Źródło: BZ WBK, GUS

### Nowa Rada w Nowym Roku – stopy nieco w dół

Choć kilku członków Rady Polityki Pieniężnej weźmie jeszcze udział w styczniowym posiedzeniu, kadencja RPP praktycznie się zakończyła. Niezależnie od skali krytyki, jakiej w ostatnich latach poddawano politykę monetarną i członków RPP, z całą pewnością należą się jej gratulacje za spełnienie swojego głównego zadania, czyli obniżenia inflacji z kilkunastu do poniżej 2 procent. Na uznanie zasługuje również konsekwencja w prowadzeniu polityki kursu walutowego - wraz z zastosowaniem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego RPP przeszła stopniowo do całkowicie płynnego kursu złotego. To właśnie dzięki dobrej



koordynacji polityki kursowej i stóp procentowych uniknęliśmy problemów, jakie pod koniec 2003 roku widoczne były na Węgrzech.

Należy jednak pamiętać, że niewątpliwie sukces RPP w kończącej się kadencji nie oznacza wcale, że nowym jej członkom będzie łatwiej prowadzić politykę pieniężną. Przy oczekiwanym ożywieniu gospodarczym i dużej skali ekspansji polityki fiskalnej ciągle będzie się to odbywać w warunkach dużej niepewności. Tym bardziej że kilka lat stosowania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego nie zwiększyło znacząco precyzji w określaniu mechanizmów transmisji polityki monetarnej do sfery realnej.

To samo odnosi się do oczekiwań inflacyjnych, sposobu ich formułowania oraz ewentualnego przenoszenia się na te oczekiwania rzeczywistego wzrostu cen konsumpcyjnych. Jest to o tyle ważne, że za znaczną część niechybnego wzrostu inflacji, oczekiwanego w najbliższych kwartałach, odpowiadać będą czynniki podażowe. Choć jednak wzrost inflacji z tej przyczyny (bądź z powodu zwiększenia podatków pośrednich, o czym mówił nie tak dawno prezes NBP) może mieć charakter jednorazowy, to nie wiadomo do końca, jak będą to traktować uczestnicy życia gospodarczego (konsumenci, przedsiębiorstwa, rynki finansowe), od których zależy zmiana poziomu cen.

Być może właśnie głównym zadaniem nowej RPP będzie uświadamianie społeczeństwu powodów wzrostu cen (mieści się to zresztą w jej głównym celu, czyli utrzymywaniu inflacji na niskim poziomie). A wówczas wzrost inflacji - nawet do np. 3% - wynikający z czynników odwracalnych i występujący jednocześnie z względnie stabilnymi oczekiwaniami inflacyjnymi, niekoniecznie będzie musiał oznaczać podwyżki stóp procentowych.

Poziom kontraktów terminowych na stopę procentową na rynku finansowym wciąż wskazuje na możliwość podwyżek stóp procentowych. Naszym zdaniem jednak, w najbliższych miesiącach powinniśmy oczekiwać raczej obniżek, niż podwyżek stóp procentowych. Przede wszystkim wciąż brak jest istotnej popytowej presji na ceny. Nie ma zresztą pewności (i nigdy nie będzie), czy po zaakceptowaniu tzw. planu Hausnera odchodząca RPP nie zdecydowałaby się na dodatkowe delikatne obniżki (zapewne z równym rozkładem głosów). Argumentem przemawiającym za oczekiwaniami obniżek stóp procentowych jest również zmian skład osobowy Rady Polityki Pieniężnej. Pisaliśmy o tym szczegółowo w poprzedniej edycji MAKROskopu (grudzień 2002).

Układ sił, który tworzy się w RPP (szczególnie w sekcji *Pod lupą: Bank centralny*), będzie niewątpliwie bardziej sprzyjający dla decyzji o obniżaniu poziomu stóp procentowych. Oczywiście jeśli mówimy o scenariuszu w miarę stabilnego rozwoju sytuacji na rynkach finansowych, a nie wariacie „kryzysowym”. Dlatego też oczekujemy kontynuacji ekspansji monetarnej, w postaci 2-3 redukcji głównej stopy NBP. Nie spodziewamy się odejścia od polityki tzw. małych kroków (nawet jeśli niektórzy kandydaci na członków RPP byli innego zdania), co oznacza że każda z nich wyniesie 25 pb.

**Rynki finansowe raczej nie będą spokojne**

Wśród ekonomistów biorących udział w noworocznych ankietach zwykle znajdują się zarówno optymiści jak i pesymiści. Są i tacy, którzy zdecydowanie odstają od konsensusu, nawet jeśli chodzi o kierunek zmian niektórych wskaźników ekonomicznych np. oczekiwanie wzrostu stóp procentowych banku centralnego. Najciekawsze są jednak zwykle prognozy wskaźników rynkowych.

**Prognozy wskaźników rynkowych (koniec roku 2004)**

	BZWBK	Średnia oczekiwań	Przedział oczekiwań
Rentowność 5-letnich obligacji rządowych (%)	6,5	6,9	5,8-8,1
Kurs walutowy EURPLN	4,50	4,50	4,10-4,79
Kurs walutowy USDPLN	3,60	3,68	3,36-4,30
Kurs walutowy EURUSD	1,25	1,23	1,07-1,32
Zmiana wartości złotego wobec koszyka dwóch walut (minus=deprecjacja)	4,7%	3,6%	od -4,0% do +12,2%

*Źródło: BZ WBK, Gazeta Bankowa*

Jak pokazuje powyższa tabela, zróżnicowanie prognoz kursu walutowego i rentowności obligacji rządowych jest (podobnie zresztą jak w roku ubiegłym) niebagatelne. Oczywiście szeroki przedział prognoz kursu złotego do dwóch najważniejszych walut jest w dużej mierze wypadkową dużej zmienności prognoz kształtowania się kursu euro do dolara na rynkach międzynarodowych (w ankiecie od 1,07 do 1,32). Jednak ankietowani ekonomiści wykazują również duże zróżnicowanie prognoz, jeśli chodzi o siłę złotego wobec koszyka obydwu walut. Najwięksi optymiści widzą złotego w tym ujęciu silniejszego o około 12% w porównaniu ze średnim poziomem grudnia 2003 roku, podczas gdy pesymiści widzą złotego słabszego o około 4%. Jak można się spodziewać, pochodną oczekiwań co do siły złotego są oczekiwania rozwoju sytuacji na rynku papierów dłużnych – dla obligacji pięcioletniej oczekiwane rentowności wahają się od 5,8% do 8,1%. Patrząc na średnie prognozy na koniec



2004 roku kursu złotego wobec koszyka walut oraz rentowności obligacji można dojść do wniosku, że w porównaniu z końcem roku ubiegłego niewiele się zmieni, co nie znaczy oczywiście, że przez najbliższe dwanaście miesięcy nie będzie zmienności na rynkach walutowych.

Na tle tych bardzo zróżnicowanych prognoz rynkowych, nasze oczekiwania wydają się umiarkowanie optymistyczne. Oczekujemy umocnienia złotego w stosunku do koszyka euro-dolar, a na rynku długu oczekujemy kontynuacji pozytywnego sentymentu, szczególnie jeśli chodzi o krótki koniec krzywej rentowności, ze względu na nadchodzące, naszym zdaniem, obniżki stóp procentowych. Choć nasza prognoza rentowności obligacji pięcioletniej wskazuje na mniej więcej taki sam poziom w grudniu jak obecnie, nie oznacza to, że polski rynek długu pozostanie stabilny. Wprost przeciwnie, możemy się spodziewać tradycyjnego „cyklu budżetowego” na rynku finansowym. Tuż przed pierwszymi przymiarkami do budżetu na rok przyszły, co zapewne będzie miało miejsce wczesnym latem (pod warunkiem braku zmiany ministra finansów, co ostatnimi laty zwykle przypadać na lipiec), rynki finansowe zaczną żyć na nowo „kryzysem finansów publicznych”. Ponieważ, jak zwykle w Polsce, planowanie budżetu na rok kolejny jest trudniejsze niż rok wcześniej, należy się liczyć z tymczasową deprecjacją złotego i wzrostem rentowności w tym okresie. Podobnie jednak, jak miało to miejsce w roku ubiegłym, wyższe poziomy rentowności oraz niska wartość złotego skłonić mogą inwestorów do powrotu na polski rynek ze względu na dużą atrakcyjność polskich obligacji w regionie. Choć oczywiście ta atrakcyjność, oraz w ogóle sytuacja na rynku papierów dłużnych w pierwszej połowie roku, uzależniona jest przede wszystkim od zaakceptowania planu Hausnera w rządzie, w koalicji rządzącej i w parlamencie. Jeśli tak się stanie będzie okazja aby po raz kolejny skorzystać z „gry na konwergencję”. W przeciwnym przypadku, rentowności obligacji mogłyby ponownie wzrosnąć do poziomów obserwowanych w listopadzie ubiegłego roku. Naszym zdaniem ten pierwszy scenariusz jest bardziej prawdopodobny, choć pamiętać należy, że rynek obligacji może być w tym roku bardziej niż zwykle wrażliwy na wiadomości płynące z parlamentu, ze względu na bardzo wysokie potrzeby pożyczkowe państwa (piszemy o tym w drugim *Temacie miesiąca*). W sytuacji niekorzystnego splotu wydarzeń polityczno-gospodarczych inwestorzy wymagać mogą większej premii za ryzyko na kolejnych aukcjach, na których zaferowana będzie historycznie wysoka podaż papierów skarbowych.

## Życzenia na Nowy Rok

Choć zmniejszanie deficytu budżetowego ma szansę rozpocząć się dopiero od przyszłego roku, ministrowi finansów już teraz życzyć można przede wszystkim skutecznego łatania dziury budżetowej. Tym bardziej, że są to właściwie życzenia dla nas wszystkich, gdyż bez tego nie będzie szybszego wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie. Zdając sobie jednak sprawę z niedoboru w kasie państwa, który nieunikniony jest w najbliższym czasie, ministrowi finansów życzyć wypada również jak najtańszego finansowania tego czego nie uda się obniżyć wydatków załatać. Jeśli tylko zostaną podjęte kroki (plan Hausnera) w celu ograniczania deficytu w przyszłości, z nastrojem inwestorów zagranicznych nie musi być wcale tak kiepsko. Warto zwrócić również uwagę na politykę informacyjną i komunikację z rynkami finansowymi – niech emisje spójne będą ze strategią zarządzaniem długiem, a wymiany walut na rynku przeprowadzane w przejrzysty sposób.

Niewątpliwie życzenia przejrzystości działania należeć się mogą większości decydentów życia społeczno-gospodarczego, włączając w to bank centralny. Oby publikowane były średnioterminowe prognozy inflacyjne, a informacje po posiedzeniach nie ograniczały się do skrótu wiadomości ekonomicznych z poprzedniego miesiąca. Nowej RPP życzyć można jednak przede wszystkim stabilnego kursu walutowego oraz niskiej inflacji bez konieczności podwyżek stóp procentowych.

Wspomnianym instytucjom życzymy szybkiego wypracowania stanowiska w sprawie wejścia Polski do strefy euro, a niech dobrze prowadzona polityka makroekonomiczna sprawi aby wspólna waluta zawitała u nas jak najszybciej (ponownie wprowadzenie planu Hausnera jest warunkiem koniecznym).

Przedsiębiorcy zapewne byłiby szczęśliwi z obniżenia kosztów pracy, w szczególności tych pozapłacowych. Jeśli doszłoby do tego odbiurokratyzowanie gospodarki oraz zmniejszenie liczby uciążliwych urzędników, to firmy zaczęłyby powstawać jak grzyby po deszczu a i ich wyniki finansowe byłyby zapewne całkiem niezłe. Jeśli obciążenia pozapłacowe będą obniżane, to będzie większa szansa na (trwałe, a nie tylko sezonowe) obniżenie bezrobocia. Jeśli dzięki odpowiedzialnej polityce monetarnej inflacja nie będzie przy tym zjadała części dochodów, to i konsumenci będą mogli w końcu odczuć postępujące ożywienie gospodarcze w swoich kieszeniach.

A ponadto dużo optymizmu i aby choć część z powyższych życzeń została zrealizowana.



## Papiery skarbowe AD 2004

Na początku grudnia ubiegłego roku Ministerstwo Finansów przesłało uczestnikom rynku do konsultacji, a następnie opublikowało, dokumenty dotyczące planów finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w 2004 r. Wśród nich znalazła się propozycja kalendarza przetargów obligacji skarbowych na bieżący rok oraz bardziej szczegółowe propozycje dotyczące finansowania deficytu w pierwszym kwartale, a mianowicie przedziały w jakich powinna się mieścić podaż poszczególnych typów skarbowych papierów wartościowych na kolejnych przetargach. Pierwszy raz zdarzyło się, że resort finansów przysyłał tego typu materiały do konsultacji, bowiem dotychczas zwykle na przełomie roku ministerstwo publikowało od razu gotowy kalendarz emisji obligacji na cały rok, a na początku miesiąca podawało przedziały w jakich będzie się mieścić podaż na najbliższych przetargach.

### Kalendarz przetargów obligacji skarbowych w 2004 r.

miesiąc	Typ obligacji				
	2L	5L	10L	20L	nowy*
styczeń	✓				✓
luty	✓				✓
marzec	✓	✓	✓		
kwiecień	✓	✓	✓		
maj	✓	✓			✓
czerwiec	✓	✓			✓
lipiec	✓		✓		
sierpień	✓				✓
wrzesień	✓	✓		✓	
październik	✓	✓	✓		
listopad	✓	✓			✓
grudzień	✓				

\* o zmiennym oprocentowaniu

Źródło: Ministerstwo Finansów

Jak się wydaje, główną przyczyną chęci resortu do skonsultowania planu emisji była sytuacja na rynku papierów skarbowych, gdzie od połowy ubiegłego roku wzrastały rentowności, a od początku września wyraźnie zmniejszyło się zainteresowanie inwestorów kupnem polskich obligacji skarbowych, zwłaszcza tych o dłuższych terminach zapadalności. Do końca roku sprzedaż na przetargach była stosunkowo niska, często niższa od podaży, a we wrześniu w ogóle nie sprzedano obligacji 5-letnich.

W związku z tym, dostosowując się do sytuacji na rynku, w planach na I kwartał 2004 r. resort finansów przesunął większość podaży papierów skarbowych na krótszy koniec krzywej rentowności, a emisje papierów 5- i 10-letnich odłożył aż do marca. Ponadto, ministerstwo będzie emitować nowy typ obligacji o zmiennym oprocentowaniu i terminach zapadalności 3 i 7 lat (pierwszy ich przetarg odbył się 14 stycznia), oraz organizować emisje obligacji o niestandardowych

kuponach w systemie *private placement* (pierwsza taka operacja odbyła się w połowie grudnia). Wreszcie, pewna kwota potrzeb pożyczkowych ma być finansowana pożyczkami od instytucji zagranicznych oraz emisjami euroobligacji, bowiem w I kwartale resort finansów ma zamiar pozyskać z tych źródeł 4-5 mld €, z których część ma być przeznaczona na „uzupełnienie finansowania krajowego w I kwartale 2004 r. oraz zabezpieczenie finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w II kw. 2004 r.” W związku z tym już pod koniec ubiegłego roku ministerstwo uruchomiło pożyczki z Europejskiego Banku Inwestycyjnego i wymieniło pochodzące z nich 200 mln € na złote, które mają być wykorzystane w I kwartale. Warto odnotować fakt, że dotychczas środki z zagranicy nie były wykorzystywane na finansowanie deficytu budżetu, a tylko na spłatę zadłużenia zagranicznego, zarówno przedterminową, jak i w terminie zapadalności.

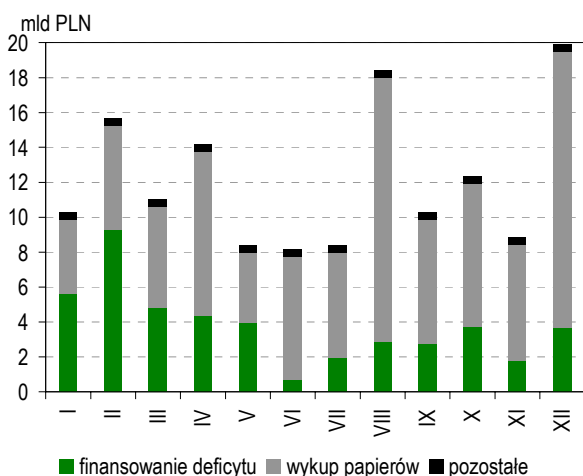
W uzasadnieniu do projektu budżetu na rok 2004 zapisano, że w bieżącym roku wpływy z emisji skarbowych papierów wartościowych (SPW) wyniosą 144,4 mld zł. Jednocześnie w tym samym dokumencie prognozowano pozyskanie 119 mld zł w roku ubiegłym, podczas gdy w uzasadnieniu do budżetu na rok 2003 zakładano uzyskanie z emisji SPW 115,1 mld zł. Blisko 4 mld zł więcej prognozowane obecnie to z pewnością wynik niezrealizowania planowanych wpływów z prywatyzacji.

Planowana na bieżący rok wielkość emisji wynika z oszacowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Składają się na tą kwotę przede wszystkim deficyt budżetu zakładany w przyjętym przez rząd projekcie na poziomie 45,5 mld zł oraz nominalna wartość przypadających do wykupu papierów skarbowych (wyemitowanych w latach ubiegłych, jak i 13- i 26-tyg. bonów skarbowych, które zostaną sprzedane już w bieżącym roku), którą szacujemy na około 95,5 mld zł. Otrzymana kwota 141 mld zł musi być jeszcze powiększona o tzw. ujemne saldo przychodów z prywatyzacji<sup>\*</sup> na poziomie blisko 6 mld zł oraz niemal 4,5 mld zł przeznaczone na prefinansowanie projektów realizowanych z udziałem środków pochodzących z UE. Wreszcie po odjęciu około 5,5 mld zł, czyli środków pochodzących z rachunków budżetu państwa, które mają finansować deficyt otrzymaliśmy kwotę około 146 mld zł, a więc dość bliską wpływom planowanym w budżecie.

\* termin ten oznacza niedobór przychodów z prywatyzacji wobec wielkości rozchodów, które powinny zostać sfinansowane tymi przychodami zgodnie z zapisami odpowiednich ustaw

Wykres poniżej przedstawia nasze oszacowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnych miesiącach br. W prognozach wykonania deficytu wzięliśmy pod uwagę trendy z lat poprzednich, a profil zapadalności SPW opracowaliśmy na podstawie danych Ministerstwa Finansów o wyemitowanych papierach. Pozostałe kwoty rozłożyliśmy równo na pozostałe miesiące, wychodząc z założenia, że wpływy z prywatyzacji będą skoncentrowane w II połowie roku, a więc niedobór tych wpływów będzie finansowany głównie w I połowie, natomiast prefinansowanie projektów unijnych skupi się w II połowie roku, ze względu na pewne opóźnienia w ich przygotowaniu.

**Potrzeby pożyczkowe budżetu w 2004 r.**



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Najtrudniejszymi miesiącami dla ministerstwa będą luty, kwiecień, sierpień i grudzień, kiedy widoczne są znaczne „kominy płatnicze”. W lutym wysoka kwota jest rezultatem wysokiego deficytu budżetowego, natomiast w przypadku trzech ostatnich miesięcy są one wynikiem spiętrzenia płatności z tytułu wykupu SPW. Jednak na podstawie potrzeb pożyczkowych nie można wprost prognozować wielkości emisji w poszczególnych miesiącach, bowiem resort finansów ma zawsze możliwość wygładzania podaży papierów skarbowych, posiłkując się środkami zgromadzonymi na rachunkach rządu w NBP. W miesiącach, gdy potrzeby są mniejsze, emisja jest od nich większa, by zgromadzoną w ten sposób rezerwę środków wykorzystać w trudniejszych miesiącach i w rezultacie ograniczyć podaż. Ponadto, jak napisaliśmy powyżej, w bieżącym roku resort finansów zamierza się wspierać źródłami zagranicznymi. Dlatego bardziej bliska rzeczywistości powinna być prognoza podaży SPW w poszczególnych kwartałach. Naszą prognozę emisji papierów brutto i netto (zmniejszonej o wykup papierów zapadających) zawarliśmy w tabeli.

**Prognoza podaży papierów skarbowych (mld PLN)**

kwartał	emisja brutto	emisja netto	wykup
I 2004	36,9	20,9	16,0
II 2004	30,7	10,2	20,5
III 2004	37,1	8,8	28,2
IV 2004	41,2	10,5	30,7
SUMA	145,9	50,5	95,4

Źródło: BZ WBK

Porównanie emisji brutto prognozowanej przez nas na I kwartał z podażą bonów skarbowych i obligacji 2-, 5- i 10-letnich zapowiedzianą przez resort finansów w stosunkowo szerokim przedziale 26-35,1 mld zł wskazuje, że resort zdoła zamknąć finansowanie rozchodów budżetu państwa w bieżącym kwartale, jeżeli sprzedaż papierów będzie bliska górnej granicy planów ministerstwa. Obecna sytuacja na rynku wskazuje, że powinno to być wykonalne. Niedobór rządu kilku miliardów złotych zostanie pokryty już zgromadzonymi środkami z emisji *private placement* oraz z wymiany pożyczki z EBI na złote. Pewną rolę odegrać powinny też obligacje o zmiennym oprocentowaniu, jednak nadal nie wiadomo jak zostaną one przyjęte przez rynek.

W następnych kwartałach wysoka podaż papierów skarbowych zapewne utrzyma się. Jedynie w drugim kwartale potrzeby pożyczkowe budżetu będą wyraźnie niższe niż w pierwszym (choć w kwietniu będą one wciąż wysokie), natomiast w dwóch ostatnich kwartałach br. emisja papierów skarbowych będzie nawet wyższa niż w I kwartale. Część podaży zostanie zapewne przeniesiona na przetargi zamiany, jednak doświadczenia z lat poprzednich wskazują, że zwykle dotyczy to stosunkowo niewielkich kwot.

Z kolei, gdyby kolejny rok z rządu nie zostały zrealizowane w całości planowane przychody z prywatyzacji, mogło by to skutkować nawet dalszym wzrostem podaży papierów skarbowych w II połowie roku.



## Gospodarka Polski

- **Wzrost PKB w III kw. 2003 przyspieszył do 3,9%**
- **Ożywienie w przemyśle i handlu trwało też w IV kw.**
- **Stopniowo wzrasta inflacja i oczekiwania inflacyjne**
- **... a także podaż pieniądza i jej komponenty**

Wskaźniki gospodarcze opublikowane w ostatnim miesiącu ub.r. potwierdziły, że gospodarka jest na ścieżce wzrostu. Dynamika PKB w III kw. 2003 wyniosła 3,9%. Statystyki produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej, handlu zagranicznego za listopad dowiodły też kontynuacji tendencji wzrostowych w ostatnim kwartale 2003. Spodziewamy się wzrostu PKB o 4,3% w IV kw. i o 3,6% w całym roku 2003. Wraz z poprawą koniunktury pojawiły się informacje o rosnącej inflacji, inflacji bazowej i oczekiwaniach inflacyjnych, jednak zjawiska te nie powinny przyprawić o ból głowy nowych członków RPP na początku kadencji, zważywszy na to, że pomimo wzrostu, zarówno inflacja bieżąca, jak i oczekiwana wciąż pozostają na dość niskim poziomie.

### Szybszy wzrost PKB w III kwartale 2003

Według informacji Głównego Urzędu Statystycznego, w trzecim kwartale bieżącego roku polska gospodarka rozwijała się w tempie 3,9% r/r po wzroście o 2,2% i 3,8% odpowiednio w dwóch pierwszych kwartałach. Poniższa tabela podsumowuje informacje dotyczące wzrostu gospodarczego, przedstawione przez GUS.

#### PKB i komponenty, %/r

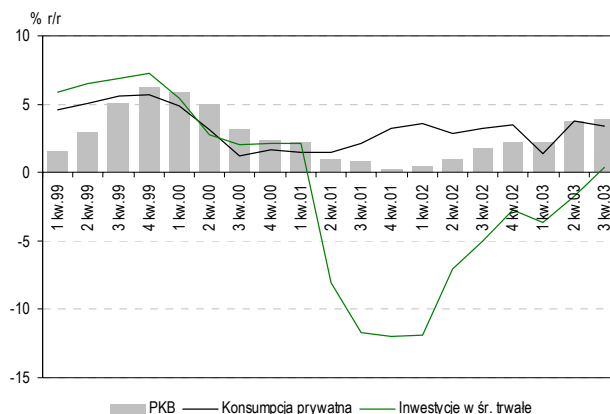
	I kw. 03	II kw. 03	III kw. 03	IV kw. 03*
<b>PKB</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>
Popyt wewnętrzny	2,3	2,0	2,3	3,3
Spożycie ogółem	1,0	2,8	2,9	2,7
Spożycie indywidualne	1,4	3,8	3,4	3,0
Spożycie zbiorowe*	-0,5	-0,6	1,1	1,5
Akumulacja brutto	12,7	-1,6	-0,3	4,9
Nakłady brutto na środki trwałe	-3,6	-1,7	0,4	5,0
Kontrybucja eksportu netto (pp)*	-0,2	1,7	1,5	0,9

Źródło: GUS, BZ WBK; \* prognoza / szacunek BZ WBK

Popyt wewnętrzny był głównym czynnikiem odpowiedzialnym za przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, co było z kolei spowodowane wysokim tempem wzrostu konsumpcji (2,9% r/r). Spożycie indywidualne wzrosło o 3,4% w porównaniu ze średnią 2,6% obserwowaną w pierwszej połowie roku. Jednakże nastąpiło spowolnienie w porównaniu z drugim kwartałem (3,9%), kiedy to wystąpiły czynniki jednorazowe (wcześniejsza waloryzacja świadczeń z budżetu, efekt późniejszych Świąt Wielkanocnych).

Drugim, oprócz konsumpcji, czynnikiem powodującym przyspieszenie wzrostu gospodarczego był eksport netto. W trzecim kwartale dodał on 1,5 punktu procentowego do tempa wzrostu PKB, co zgodnie z naszymi oczekiwaniami reprezentowało nieco mniejszą kontrybucję w porównaniu z drugim kwartałem (1,7pp). Oczywiście, wciąż duży wpływ eksportu netto wystąpił dzięki dwóm elementom – świetnym wynikom eksportu oraz dość niskiemu importowi w związku z niewielkim ożywieniem inwestycji. Wysokie tempo wzrostu eksportu nie jest zaskakujące biorąc pod uwagę dane z ostatnich miesięcy (produkcja przemysłowa, eksport na bazie płatności i transakcji). Oczekiwaliśmy jednak szybszego tempa wzrostu inwestycji w środki trwałe – podczas gdy oczekiwaliśmy wzrostu o 2% r/r, wyniósł on zaledwie 0,4%. Choć warto zauważyć, że jest to pierwszy wzrost nakładów na środki trwałe w statystykach rachunków narodowych od pierwszego kwartału 2001, co może potwierdzać nadzieję, na ich dalszy wzrost. Dynamika akumulacji brutto była ponownie negatywna (-0,3% r/r, kontrybucja około zera), ponieważ zmiana zapasów negatywnie wpływała na wzrost gospodarczy w trzecim kwartale (obniżyła tempo wzrostu o 0,1pp).

### Wzrost PKB i wybranych komponentów



Źródło: GUS, szacunki własne

Po stronie podażowej, jak zwykle w ostatnich kwartałach, najlepsze wyniki odnotował sektor przemysłowy, w którym wartość dodana wzrosła o 8,2% r/r (8,3% w II kw.). Wartość dodana w sektorze usług rynkowych również utrzymała wysoką dynamikę (4,5% r/r wobec 5% w II kw.). Sektor budowlany wciąż obniżał tempo wzrostu PKB (wartość dodana spadła o -2% r/r), jednak jego dynamika z kwartału na kwartał wykazuje pewne symptomy poprawy, w porównaniu ze spadkami o 19,5% i 7,4% w dwóch poprzednich kwartałach. W pierwszych dwóch miesiącach czwartego kwartału produkcja przemysłowa w ujęciu rocznym wzrosła odpowiednio o 12,1% i 9,1%, a w grudniu



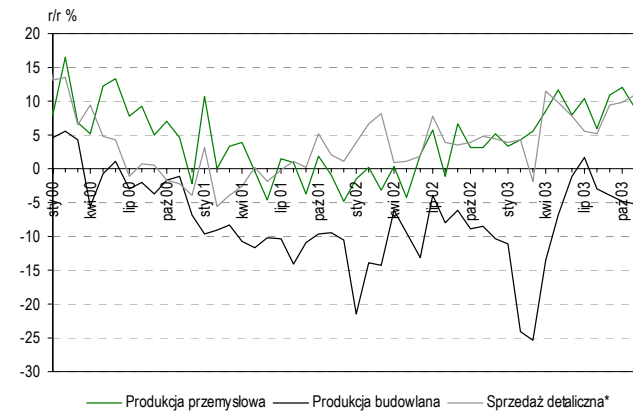
prognozujemy ponownie wzrost o ponad 10% r/r. Oznacza to, że możliwa jest dwucyfrowa dynamika wartości dodanej w sektorze przemysłowym w ostatnim kwartale tego roku. Wygląda więc na to, że nawet jeśli kontynuowana będzie negatywna kontrybucja sektora budowlanego, to nie powinna ona przeszkodzić w osiągnięciu ponad czteroprocentowego wzrostu gospodarczego w IV kwartale (zakładając stabilną dynamikę w usługach rynkowych). Oczekujemy również przyspieszenia wzrostu inwestycji w środki trwałe, co wraz ze stabilnym wzrostem prywatnej konsumpcji i wciąż wysokim wzrostem eksportu netto, powinno dać wzrost gospodarczy w IV kwartale na poziomie 4,3% r/r. Całoroczny wzrost PKB w 2003 wyniesie wówczas 3,6%.

#### W IV kwartale sektor przemysłowy rozwijał się dalej

W listopadzie produkcja sprzedana przemysłu spadła 8,1% wobec poprzedniego miesiąca i wzrosła 9,1% r/r. Chociaż wynik był nieco słabszy niż oczekiwał rynek (ok. 11% r/r), odzwierciedlał on kontynuację silnej ekspansji sektora przemysłowego. Podobnie jak w poprzednich miesiącach była ona napędzana głównie dzięki doskonałym wynikom sektora przetwórczego, gdzie produkcja wzrosła o 10,7% r/r. W sektorze tym najlepsze wyniki osiągnęły ponownie te działy, które produkcję kierują głównie na eksport: produkcja pojazdów mechanicznych (40,5% r/r), mebli i innych produktów (25,6% r/r), maszyn i urządzeń (21,7%), aparatury elektrycznej (18,8%). Produkcja przemysłowa skorygowana o czynniki sezonowe wzrosła o 8,7% r/r, co oczywiście było poniżej październikowego wyniku 11,8% r/r, ale było wzrostem szybszym niż średni osiągnięty w II i III kw. tego roku (8,5%). Ogólnie, mimo iż dane nie były tak dobre jak oczekiwano, były one pozytywne dla perspektyw wzrostu gospodarczego i nie dostarczyły powodów, aby wątpić w kontynuację procesu ożywienia w polskim przemyśle.

O wiele gorsze informacje nadeszły z sektora budowlanego, gdzie produkcja spadła w listopadzie o 5,1% r/r, a po korekcie o wahania sezonowe spadek był nawet głębszy i wyniósł 6,9% r/r. Wskazuje to, że poprawa działalności inwestycyjnej, którą wykazały ostatnio dane GUS, nie jest powszechna, albo być może koncentruje się na nakładach inwestycyjnych w maszyny i urządzenia, a nie w budynki i budowle (co akurat mogłoby być zjawiskiem korzystnym dla polskiej gospodarki). Tak czy inaczej, negatywne wyniki budownictwa osłabiają pozytywny wydzźwięk danych z przetwórstwa przemysłowego. Na szczęście nie jest to wpływ na tyle silny, aby przeciwdziałać stopniowemu przyspieszeniu wzrostu PKB w kolejnych kwartałach.

#### Wskaźniki aktywności gospodarczej (realne)



Źródło: GUS, szacunek własny

#### ... podobnie jak handel detaliczny

Sprzedaż detaliczna wzrosła w listopadzie o 11,4% r/r po spadku (sezonowym) o 4,1% w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Wynik ten był wyższy od konsensusu rynkowego (9,4%) oraz naszej prognozy (10,6%). Podział sektorowy wzrostu sprzedaży detalicznej był bardzo podobny do tego co było obserwowane w poprzednich miesiącach. Najwyższe tempo wzrostu sprzedaży odnotowano w „pozostałej sprzedaży detalicznej w niewyspecjalizowanych sklepach” (67% r/r) oraz w sprzedaży żywności, napojów i tytoniu (16% r/r). Ponadto, wysoką dynamiką charakteryzowała się sprzedaż pojazdów mechanicznych i części (14,8%), paliw (12,35), odzieży i obuwia (7%) oraz kosmetyków i farmaceutyków (6,8%). Kontynuacja szybkiego wzrostu sprzedaży w większości działów sugeruje, że wzrost konsumpcji indywidualnej może utrzymać się na poziomie około 3% r/r, pomimo faktu, że mniejsi detaliści negatywnie postrzegają możliwości ekspansji, a indeks optymizmu konsumentów wykazuje bardzo niski poziom.

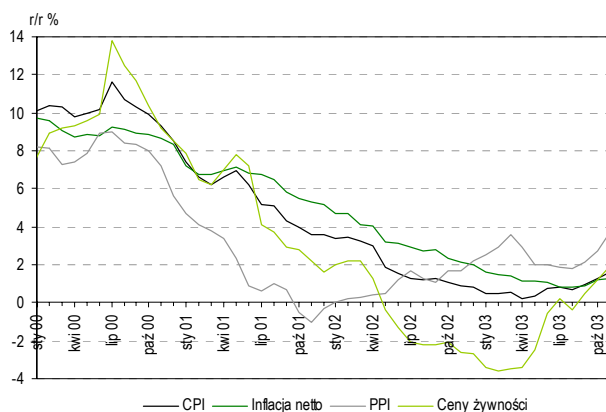
#### Stopniowo wzrasta inflacja

Ceny konsumenta wzrosły o 0,3% m/m, a roczna dynamika inflacji zwiększyła się do 1,6% r/r z 1,3% w poprzednim miesiącu. Taki rezultat był dokładnie zgodny z naszymi prognozami oraz konsensusem rynkowym. Zgodna z oczekiwaniami była również struktura wzrostu cen. Największy impuls inflacyjny nastąpił ze strony rynku żywności, na którym ceny zwiększyły się w listopadzie o 0,8% m/m. Biorąc pod uwagę, że w analogicznym okresie poprzedniego roku ceny żywności zanotowały nieoczekiwany spadek o 0,3% m/m, wysoki wzrost cen artykułów żywnościowych w listopadzie 2003 spowodował gwałtowne przyspieszenie rocznej dynamiki cen



żywności i napojów bezalkoholowych z 1,2% r/r do 2,1% r/r, co stało się najistotniejszym czynnikiem wzrostu inflacji. Z podobną sytuacją mamy do czynienia na rynku paliw, których ceny wzrosły w listopadzie 2003 o 0,8% m/m wobec spadku o 0,3% m/m w listopadzie 2002 r. Przełożyło się to na wzrost cen w kategorii transport o 0,4% m/m, co zwiększyło roczne tempo ich wzrostu do 3,0% z 2,3% w październiku. Ceny pozostałych dóbr i usług zanotowały raczej umiarkowane zmiany cen.

**Miary inflacji**



Źródło: GUS, NBP

Dane o inflacji potwierdziły, że trend wzrostowy wskaźnika CPI wynika prawie wyłącznie z czynników podażowych, których działanie zmieniło się w II połowie 2003 r. z pozytywnego na niekorzystne. Ceny żywności i paliw powodują przyspieszenie inflacji, ale dynamika cen innych kategorii dóbr i usług jest stabilna lub nawet słabnie. Średnioterminowe perspektywy inflacji są nadal dość optymistyczne, ponieważ za 12 miesięcy CPI powinien być co najwyżej w okolicach środka przedziału stanowiącego cel inflacyjny RPP (1,5-3,5%). W związku z tym wydaje się, że nadal jest miejsce na niewielką redukcję stóp procentowych w tym roku, gdy nowa grupa ekonomistów o bardziej „gołębi” nastawieniu do polityki pieniężnej zasiądzie w RPP.

GUS poinformował również, że ceny producenta wzrosły bardziej niż oczekiwano, przyspieszając w listopadzie do 3,7% r/r z 2,7%, po wzroście o 0,4% m/m wobec października. Do tak gwałtownego skoku wskaźnika PPI przyczyniła się kombinacja dwóch czynników: bardzo niskiej bazy (w listopadzie 2002 ceny spadły o 0,5% m/m) oraz szybko rosnących cen surowców (metali, węgla i ropy), wzmocnionych przez słabego złotego. Najwyższy wzrost odnotowano w górnictwie (1,9% m/m oraz 7,1% r/r), jednak także w przetwórstwie dynamika cen odnotowała przyspieszenie – z 2,4% r/r do 3,7% r/r. silny wzrost dynamiki PPI, może w średnim terminie wywołać

pewną presję na CPI, ale nie sądzimy by ten efekt był bardzo znaczący. Zławszcza, że z drugiej strony istnieją ważne czynniki, które powstrzymują wzrost cen konsumenta (np. wysokie bezrobocie). Tak więc, w sumie uważamy, że perspektywy inflacji na 2004 r. są nadal bezpieczne i nie powinny być problemem dla decydentów w najbliższych miesiącach.

**Wskaźniki inflacji, % r/r**

	PPI	CPI	Inflacja netto	15% średnia obciążona
Koniec 2001	-0,3	3,55	5,15	3,70
Koniec 2002	2,2	0,84	2,02	1,19
Połowa 2003	2,0	0,75	1,07	0,91
Wrzesień 2003	2,1	0,93	0,86	1,19
Październik 2003	2,7	1,26	1,20	1,20
Listopad 2003	3,7	1,59	1,26	1,39

Źródło: GUS, NBP

Miary inflacji bazowej za listopad zgodnie z oczekiwaniami pokazały wzrost w stosunku do poprzednich miesięcy. Inflacja netto (CPI z wyłączeniem cen żywności i paliw) wzrosła umiarkowanie o 0,06 pkt. proc. do 1,26% z 1,2% w październiku, potwierdzając, że to czynniki podażowe były w dużym stopniu odpowiedzialne za przyspieszenie wzrostu CPI. Kolejna bardzo istotna miara, tj. 15%-średnia obciążona, wzrosła o 0,2 pkt. proc. do 1,39% r/r w listopadzie, co było siódmym kolejnym wzrostem tego wskaźnika. Najszybszy wzrost zanotował CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych (do 1,37%, czyli o 0,34 pkt. proc. w górę). CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności przyspieszył do 0,7% r/r (o 0,4 pkt. proc.), a CPI wyłączając ceny o największej zmienności i ceny paliw wzrósł do 0,98% (z 0,7%). Wszystkie miary inflacji bazowej wzrosły w ślad za głównym wskaźnikiem inflacji CPI. Warto jednak zauważyć, że średni wzrost inflacji bazowej był w listopadzie niższy od wzrostu CPI (0,22 pkt. proc. wobec 0,33 pkt. proc.), podobnie jak w dwóch poprzednich miesiącach (patrz tabela powyżej). Co więcej, wszystkie miary inflacji bazowej pozostają poniżej głównej miary inflacji oraz poniżej celu inflacyjnego banku centralnego.

**... a wraz z nią oczekiwania inflacyjne**

Tymczasem oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych wyraźnie zwiększyły się w grudniu. Według danych opublikowanych przez NBP, średnia stopa inflacji za 12 miesięcy oczekiwana przez osoby prywatne wzrosła do 1,6% r/r z 0,9% w listopadzie, co było największym wzrostem od końca 2000 r. Należy zauważyć, że część tego znacznego wzrostu wynika ze

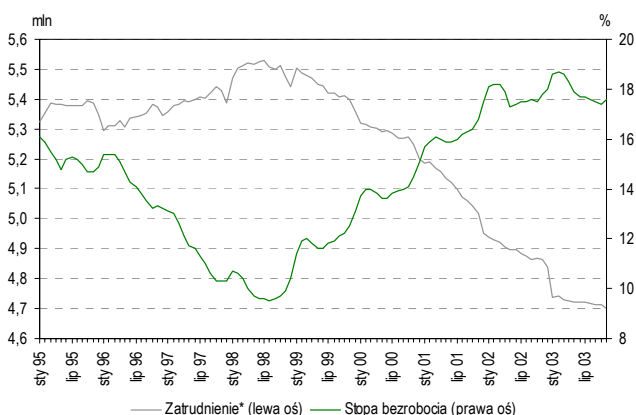


wzrostu bieżącej inflacji (z powodów metodologii stosowanej przez NBP przy obliczaniu oczekiwań inflacyjnych). Jednak wzrost inflacji oczekiwanej (o 0,7 pkt. proc.) był wyższy od inflacji rzeczywistej (o 0,4 pkt. proc.), co wskazuje, że gospodarstwa domowe naprawdę stały się bardziej pesymistyczne co do ruchów cen konsumenta w przyszłości. Choć może to być argument nakazujący ostrożność w przyszłych decyzjach polityki pieniężnej, to jego moc w znacznym stopniu będzie zależała od trwałości tego trendu. Tymczasem my spodziewamy się, że chociaż nawet wzrost oczekiwań inflacyjnych będzie kontynuowany w ślad za inflacją, to tempo ich wzrostu będzie raczej umiarkowane i nie powinno wystraszyć nowych członków RPP, przynajmniej na początku ich kadencji.

**Stopa bezrobocia również w górę**

Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w listopadzie do 17,6% z 17,4% miesiąc wcześniej, co było zgodne z naszą i rynkową prognozą. Spowodowane było to typowym dla końca jesieni sezonowym efektem, który będzie zapewne kontynuowany również w kolejnych miesiącach (prognozujemy wzrost stopy bezrobocia do 17,8% w grudniu). Warto zaznaczyć, że stopa bezrobocia była niższa o dwa punkty procentowe w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego, choć oczywiście należy pamiętać, że stopa bezrobocia według Badań Aktywności Ekonomicznej Ludności wyniosła w trzecim kwartale 19,4%.

**Zatrudnienie i bezrobocie**

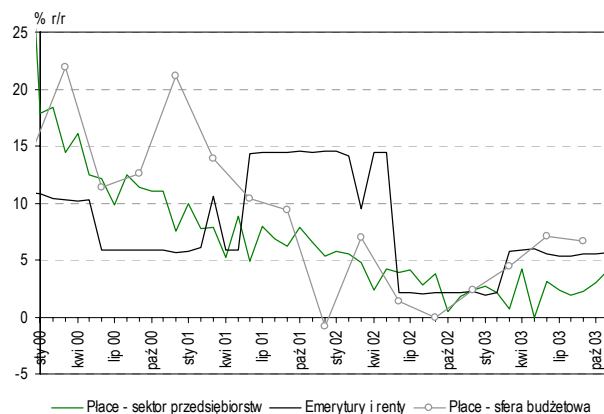


\* dynamika zatrudnienia skorygowana o zmiany metodologii GUS  
 Źródło: GUS, szacunki własne

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się w listopadzie o 0,3% m/m, a roczna dynamika spadku pogłębiła się do 3,3% z 3,2% w poprzednim miesiącu. Liczba zatrudnionych w sektorze osiągnęła 4,701 mln osób, czyli historyczne minimum. Wskazuje to, że coraz lepsze w sferze realnej gospodarki nie idą w parze z poprawą wskaźników opisujących sytuację

na rynku pracy. Jak pisaliśmy już wielokrotnie, wynika to z przeprowadzenia przez polskie firmy głębokich procesów restrukturyzacyjnych i rosnącej wydajności pracy, co pozwala przedsiębiorstwom na rozszerzanie działalności bez zwiększania popytu na pracę, przynajmniej w krótkim okresie. Podczas gdy zatrudnienie ciągle spada, dynamika wynagrodzeń stopniowo wzrasta. W listopadzie płace w sektorze przedsiębiorstw zwiększyły się o 4,7% wobec poprzedniego miesiąca i o 4,1% r/r w porównaniu ze wzrostem o 3,0% r/r w poprzednim miesiącu. W efekcie średni wzrost płac w listopadzie w okresie styczeń-listopad wyniósł 2,4% r/r wobec 2,2% po dziesięciu miesiącach roku. Wysoki wzrost płac w listopadzie zrównoważył spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach i nominalny fundusz płac zwiększył się o 0,7% r/r. Jednak nie zdołał zrównoważyć rosnącej równocześnie dynamiki cen i realny fundusz płac spadł o 0,9% r/r.

**Przeciętne wynagrodzenia i świadczenia społeczne**



Źródło: GUS, szacunki własne

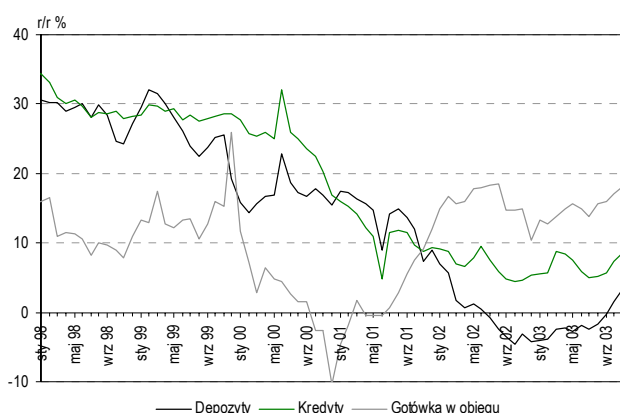
**Kolejne przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza**

Ożywienie aktywności w realnej sferze gospodarki i stopniowy wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych idzie w parze z przyspieszeniem wzrostu podaży pieniądza. Najszersza miara pieniądza, agregat M3, nie uległa w listopadzie zmianie w porównaniu z poprzednim miesiącem, ale zwiększyła się o 5,7% r/r po wzroście o 4,7% r/r w październiku. Wiązało się to nie tylko z kontynuacją przyspieszenia wzrostu pieniądza gotówkowego (wzrost o 1,2% m/m i 18,2% r/r), ale również z dalszej poprawy dynamiki depozytów. Depozyty ogółem zwiększyły się o 0,5% m/m i 3,4% r/r. Był to drugi z rzędu miesiąc wzrostu depozytów po wcześniejszym, 15-miesięcznym okresie ich spadku. Co ważne, w listopadzie doszło do spowolnienia spadku depozytów gospodarstw domowych, ponieważ zmniejszyły się one tylko o 3,2% r/r wobec spadków o



5,1% r/r w poprzednim miesiącu i 6,2% r/r średnio w okresie styczeń-październik. Oprócz wzrostu popytu na pieniądź może to wynikać z faktu, że zyskowność alternatywnych form oszczędzania, głównie funduszy inwestycyjnych działających na rynku papierów dłużnych, uległa ostatnio znacznemu pogorszeniu (zarówno jeśli chodzi o bieżące, jak i oczekiwane stopy zwrotu), a więc ich względna przewaga pod tym względem nad tradycyjnymi depozytami bankowymi uległa istotnemu zmniejszeniu. Jednocześnie, nadal bardzo szybko przyrastały depozyty przedsiębiorstw (25,1% r/r), odzwierciedlając wyraźną poprawę ich wyników finansowych i wzrost płynności.

**Kredyty, depozyty i gotówka w obiegu**



Źródło: NBP

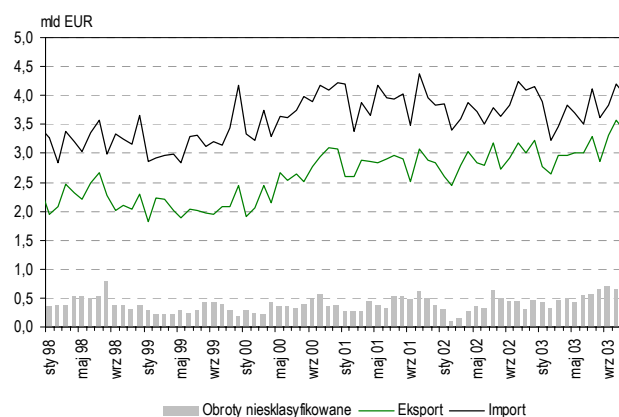
Główną przyczyną wzrostu podaży pieniądza jest wzrost popytu na pieniądź. Kredyty ogółem zwiększyły się o 1,4% m/m i 8,5% r/r wobec wzrostów o 7,2% r/r w poprzednim miesiącu i 6,5% r/r średnio w okresie styczeń-październik. Podobnie jak w poprzednich miesiącach wiązało się to głównie z przyspieszeniem dynamiki kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe (przede wszystkim hipotecznych) - w listopadzie zwiększyły się one o 13,6% r/r po wzrostach o 12,2% w październiku i 8,8% r/r średnio w pierwszych dziesięciu miesiącach roku. Tymczasem stopa wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw jest nadal niewielka i wyniosła w listopadzie tylko 3,6% r/r wobec wzrostów o 3,1% r/r w poprzednim miesiącu i 3,5% średnio w okresie styczeń-październik. Nie musi to jednak koniecznie oznaczać, że przedsiębiorstwa nie rozszerzają swojej aktywności inwestycyjnej, ponieważ głównym źródłem nakładów inwestycyjnych były zwykle środki własne przedsiębiorstw (zatrzymane zyski), a nie kredyty bankowe.

**Znowu pojawił się deficyt na rachunku bieżącym**

W listopadzie na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, po dwóch miesiącach nadwyżki (58 mln €

we wrześniu i 198 mln € w październiku), pojawił się deficyt wielkości 286 mln €. Był on wyższy niż nasza prognoza i konsensus rynkowy na poziomie ok. 100 mln €. Pogorszenie salda na rachunku obrotów bieżących nie wiąże się jednak z powiększeniem deficytu handlu zagranicznego, ponieważ w listopadzie uległ on zmniejszeniu i wyniósł 633 mln € (wobec 644 mln € w poprzednim miesiącu). Tendencje w handlu zagranicznym były zgodne z naszymi przewidywaniami. Eksport nadal szybko wzrastał, powtarzając wynik na poziomie 12,1% r/r z października. Potwierdza to, że sprzedaż na rynki zagraniczne jest istotnym czynnikiem umożliwiającym dynamiczny wzrost produkcji przemysłowej w ostatnich miesiącach. Jednocześnie dynamika importu jest nadal słaba - w listopadzie spadł on o 2,2% r/r, co jest najgłębszym spadkiem od marca 2003 r. Sugeruje to, że nie należy liczyć na znaczne odbicie popytu krajowego, szczególnie inwestycyjnego. Taki wynik może jednak również odzwierciedlać zmiany w strukturze popytu krajowego, a mianowicie przesunięcie z dóbr importowanych na krajowe substytuty ze względu na istotny wzrost ich konkurencyjności cenowej. Byłoby to pozytywne dla długookresowych perspektyw polskiej gospodarki, ale sądzimy, że taki efekt nie będzie długotrwały i gdy w 2004 r. popyt krajowy zacznie się wyraźnie zwiększać odnotowany zostanie w końcu wzrost importu.

**Obroty handlu zagranicznego**



Źródło: NBP (dane na bazie płatności)

Podczas gdy w rejestrowanym handlu zagranicznym zanotowano poprawę wyniku, saldo obrotów niesklasyfikowanych uległo pogorszeniu - nadwyżka, która w poprzednich trzech miesiącach wahała się na poziomie ok. od 650 mln € w listopadzie zmniejszyła się do 385 mln €. Na razie trudno wyjaśnić to zjawisko, ponieważ słaby złoty znacznie sprzyjał ostatnio handlowi przygranicznemu, który jest ważnym komponentem obrotów niesklasyfikowanych. Być może z opóźnieniem jednego miesiąca wystąpił efekt



wprowadzenia wiz dla wschodnich sąsiadów Polski lub mimo wciąż atrakcyjnego kursu walutowego Polacy przestali wymieniać na złote posiadane waluty zagraniczne.

Oprócz obrotów niesklasyfikowanych do pogorszenia salda na rachunku obrotów bieżących w listopadzie w porównaniu z poprzednim miesiącem przyczyniły się także inne czynniki. Po pierwsze, w listopadzie, po bezprecedensowej nadwyżce wielkości 65 mln € w październiku, ponownie ujemne (-23 mln €) stało się saldo usług. Po drugie, po bardzo dobrych wynikach we wrześniu i październiku o blisko połowę zmniejszyła się w listopadzie nadwyżka w transferach. Po trzecie, dużo głębsze niż zazwyczaj w listopadzie okazało się ujemne saldo dochodów (-155 mln € wobec -78 mln € przed rokiem i nadwyżek we wcześniejszych latach), zarówno ze względu na wysokie wypłaty, jak i niskie wpływy z tego tytułu.

W sumie, dane na temat bilansu płatniczego za listopad były pozytywne, potwierdzając siłę sektora eksportowego oraz pokazując kontynuację poprawy w zakresie równowagi zewnętrznej gospodarki. Skumulowany w okresie ostatnich 12 miesięcy deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB spadł do 1,8% z 2% w poprzednim miesiącu. Oczekujemy kontynuacji powyższych trendów w grudniu.

**Bez niespodzianek w kwartalnych danych bilansu płatniczego**

Również dane NBP na temat bilansu płatniczego na bazie transakcji za III kwartał 2003 nie przyniosły żadnych niespodzianek, potwierdzając tendencje zarysowane przez opublikowane wcześniej dane miesięczne za ten okres (dane NBP na bazie płatności i dane GUS na bazie statystyk celnych). Tabela poniżej przedstawia główne elementy bilansu płatniczego na bazie transakcji w porównaniu ze statystykami na bazie płatności.

**Główne elementy bilansu płatniczego (EUR)**

	I kw. 03	II kw. 03	III kw. 03
Eksport %YoY	7,7 (6,4)	5,1 (3,9)	9,0 (7,1)
Import %YoY	3,0 (-2,5)	-2,5 (-0,6)	7,2 (2,7)
Deficyt obrot. bież. (mld)	1,58 (1,44)	0,90 (0,97)	0,46 (0,29)

Uwaga: w nawiasach dane na bazie płatności

Źródło: NBP, BZ WBK

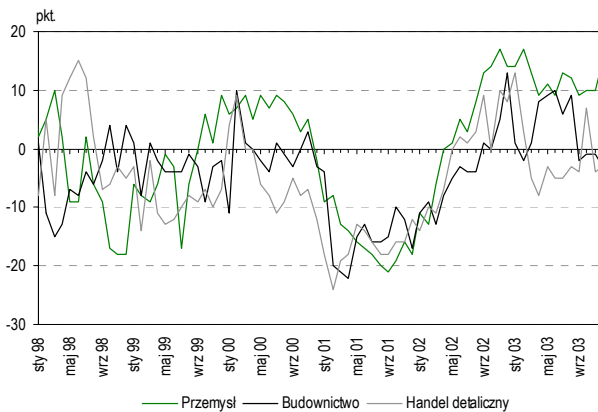
Według kwartalnych danych na bazie transakcji, tendencje w polskim handlu zagranicznym w III kwartale 2003 r. były takie same (pomimo dość dużych rozbieżności dynamik) jak wynikało z podanych wcześniej statystyk na bazie płatności. Nadal następował szybki wzrost eksportu, a jego dynamika była nawet szybsza niż w poprzednich kwartałach, do czego mógł się przyczynić słabnący kurs złotego. Jednocześnie doszło do odbicia w przypadku importu wobec dużo słabszych wyników w poprzednich kwartałach, wskazując na poprawę dynamiki popytu krajowego. Tendencje w handlu zagranicznym doprowadziły do zmniejszenia się deficytu handlowego i były główną przyczyną spadku deficytu obrotów bieżących. Wydarzenia na rachunku finansowym bilansu płatniczego zestawianego na bazie transakcji również były podobne do wskazanych przez dane na bazie płatności, a mianowicie w III kwartale ub.r. widoczna była kontynuacja spadku napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz odpływu inwestycji portfelowych z rynku instrumentów dłużnych.

**Bardzo dobre wyniki koniunktury w przemyśle**

Wskaźniki koniunktury za grudzień przyniosły potwierdzenie świetnych wyników produkcji przemysłowej, będących rezultatem szybkiego wzrostu eksportu. Wskaźnik koniunktury sektora przemysłowego odnotował kolejny silny wzrost (o 15 punktów w porównaniu z grudniem 2002), co było spowodowane pozytywnymi oczekiwaniami odnośnie przyszłych zamówień i przyszłej produkcji. Co ciekawe jednak, w tym samym czasie przedsiębiorcy sceptycznie oceniają bieżące zamówienia (zarówno krajowe jak i zagraniczne), co zostało odzwierciedlone ich zdaniem w redukcji bieżącej produkcji. Trudno jednak szukać potwierdzenia tego zjawiska w danych makroekonomicznych, gdyż produkcja przemysłowa rośnie co miesiąc o około 10% r/r. Pozytywne wyniki koniunktury w sektorze przemysłowym są bardzo zróżnicowane pomiędzy gałęziami. Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, najlepiej radzą sobie sektory eksportowe (meble, elektronika), jednak w grudniu wyniki były negatywne w przypadku pojazdów mechanicznych.



## Koniunktura gospodarcza



Źródło: GUS

Wskaźniki wyprzedzające były negatywne w dwóch pozostałych sektorach – indeksy w sektorze budowlanym i handlu detalicznym spadły o 3 punkty w porównaniu z grudniem 2002. W budownictwie zaledwie 13% respondentów oceniło pozytywnie sytuację ekonomiczną, podczas gdy 38% było nastawionych negatywnie. Wynikało to głównie z niskich zamówień, kiepskiej kondycji finansowej i spadających cen. W stosunku do oczekiwanego popytu w okresie najbliższych dwunastu miesięcy około 30% przedsiębiorstw budowlanych oceniło swoje zdolności produkcyjne jako zbyt wysokie, co w konsekwencji przekłada się na plany dalszej redukcji zatrudnienia. Większość firm w sektorze handlu detalicznego oceniło klimat ekonomiczny negatywnie, było to jednak pod znaczącym wpływem małych przedsiębiorstw, zatrudniających mniej niż 9 pracowników. Duże firmy były bardziej optymistyczne, co może tłumaczyć dlaczego wciąż obserwujemy bardzo szybki wzrost sprzedaży detalicznej – dane GUS w tym zakresie podawane są właśnie dla dużych firm. Ważnym czynnikiem, który wymagać może komentarza, jest fakt, że przedsiębiorstwa (również w sektorze przemysłowym) oczekują wzrostu cen (czasami nawet wyraźnego) w kolejnych miesiącach.

### ... chociaż nastroje konsumentów się pogarszają

Grudniowe wyniki badań optymizmu konsumentów instytutu Ipsos-Demoskop okazały się po raz drugi z rzędu dość słabe. Ogólny indeks optymizmu (WOK) spadł o 3 pkt. w porównaniu z listopadem oraz o 2,6% r/r. Spadek ten był spowodowany niższą skłonnością do konsumpcji (w dół o 2 pkt. wobec poprzedniego miesiąca i bez zmian rok do roku). Ogólna ocena klimatu gospodarczego znacząco się pogorszyła - o 5 pkt wobec listopada i 5% wobec grudnia 2002. Gospodarstwa domowe oczekiwały wzrostu poziomu cen oraz

deklarowały większą skłonność do zakupu dóbr trwałego użytku (finansując się kredytem komercyjnym).

### Budżet centralny w 2003 r. pod kontrolą

Deficyt budżetu po jedenastu miesiącach tego roku okazał się mniejszy niż zapowiadali przedstawiciele resortu finansów. Niedobór wyniósł 35,55 mld zł, tj. 91,8% planu całorocznego. Oznacza to, że w samym tylko listopadzie deficyt był bardzo niski, wynosząc zaledwie 0,7 mld zł wobec ponad 3 mld zł w analogicznych miesiącach dwóch poprzednich lat. Jednak, tak jak przewidywaliśmy, taki wynik nie wynikał z wyraźnego przyspieszenia wzrostu dochodów budżetowych, ale z cięć w wydatkach. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, duża część tych cięć dotyczyła dotacji do różnych funduszy - m.in. Funduszu Pracy, który zrealizował swój roczny plan dotacji już w sierpniu, oraz Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, który sięgnął górnego pułapu w listopadzie. Oznacza to, że chociaż deficyt budżetu centralnego nie przekroczy raczej w grudniu maksymalnego poziomu 38,7 mld zł zapisanego w ustawie budżetowej, to faktyczny deficyt sektora finansów publicznych będzie wyższy od planowanego w 2003 r. Co ważne, dane budżetowe nie tylko pokazały, że nie grozi nam przekroczenie deficytu budżetu, ale potwierdziły również, że Ministerstwo Finansów nie powinno mieć poważnych problemów z płynnością na przełomie roku. Poduszka płynnościowa MF ponownie wzrosła, sięgając 13,1 mld zł na koniec listopada wobec 8,5 mld zł miesiąc wcześniej i zaledwie 1,1 mld zł we wrześniu.

Równocześnie Ministerstwo Finansów podało zaktualizowane prognozy makroekonomiczne. Zdaniem resortu wzrost PKB w ostatnim kwartale przyspieszy do 4,4%. W całym 2003 roku wzrost PKB powinien wynieść 3,6%, a w 2004 r. aż 5%. Prognoza inflacji wskazuje na 1,8% r/r w grudniu 2003 oraz 2% średniorocznie w 2004 roku.

### Dług publiczny lekko w górę w III kw. 2003

Według informacji z Ministerstwa Finansów dług sektora finansów publicznych na koniec III kwartału 2003 wyniósł 39,8 mld zł. Oznacza to, że w kwartale tym nastąpił jedynie nieznaczny wzrost zadłużenia o 0,2% PKB (5,8 mld zł) do poziomu 49,7% PKB, podczas gdy w pierwszych dwóch kwartałach roku przyrosty były znacznie szybsze – w I kw. 25,7 mld zł (2,9% PKB), w II kw. 10,7 mld zł (0,8% PKB). Jednak miara zadłużenia publicznego określona w polskiej ustawie o finansach publicznych – tj. dług sektora



finansów publicznych powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji – która na koniec 2002 roku osiągnęła poziom 47,6% PKB, z pewnością przekroczyła już pierwszy próg bezpieczeństwa 50% PKB i będzie wyraźnie powyżej tego poziomu na koniec 2003 roku. Nie jest to zaskoczenie – z takim rozwojem wydarzeń liczył się zarówno rząd jak i rynek.

### Dług zagraniczny Polski również stabilny

Z kolei według danych Narodowego Banku Polskiego zadłużenie zagraniczne Polski na koniec III kwartału 2003 wynosiło 93,27 mld USD, czyli 79,94 mld €. Wahania poziomu długu zagranicznego w tym okresie związane były głównie z gwałtownymi zmianami kursu walutowego (w szczególności deprecjacją dolara wobec euro). Podczas gdy zadłużenie wyrażone w dolarach USA wzrosło w relacji do poprzedniego kwartału i III kw. 2002 (odpowiednio o 1% kw/kw i 16% r/r), to po przeliczeniu na euro zanotowano spadek zadłużenia (-1% kw/kw i -2,2% r/r). Tabela poniżej przedstawia bardziej szczegółowe rozbięcie zadłużenia zagranicznego Polski w przeliczeniu na obydwie waluty. Naszym zdaniem, nic niepokojącego nie wydarzyło się w III kwartale tego roku jeśli chodzi o poziom długu zagranicznego. Jednak należy zwrócić uwagę na trwającą już kilka kwartałów tendencję zmiany struktury terminowej polskiego zadłużenia. Zadłużenie krótkoterminowe wzrasta zarówno w stosunku do zadłużenia ogółem (17,6% w III kw. 03), jak i do rezerw walutowych (50% w III kw.), osiągając najwyższe poziomy od co najmniej kilku lat. Chociaż jest jeszcze za wcześnie na twierdzenie, że jest to sytuacja niebezpieczna, to tendencję tę należy śledzić z uwagą w kolejnych kwartałach, ponieważ niewątpliwie zwiększa ona wrażliwość polskiej gospodarki na potencjalne zawirowania na rynku walutowym.

### Zadłużenie zagraniczne (w mld)

	koniec 2002		III kw. 2003	
	USD	EUR	USD	EUR
Narodowy Bank Polski	0,1	0,1	1,1	1,0
Sektor rządowy i samorządowy	35,7	34,1	38,6	33,1
Sektor bankowy	7,6	7,2	8,4	7,2
Sektor pozarządowy i pozabankowy	40,9	39,1	45,2	38,8
<b>ZADŁUŻENIE OGÓŁEM</b>	<b>84,3</b>	<b>80,5</b>	<b>93,3</b>	<b>79,9</b>
- krótkoterminowe	13,6	13,0	16,4	14,1
- długoterminowe	70,7	67,5	76,8	65,8

Źródło: NBP

### Krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne wobec rezerw walutowych Polski

Relacja długu krótkoterminowego do rezerw walutowych	
I kw.01	35,65
II kw.01	38,79
III kw.01	37,44
IV kw.01	41,93
I kw.02	40,51
II kw.02	40,95
III kw.02	39,60
IV kw.02	45,59
I kw.03	46,44
II kw.03	48,42
III kw.03	49,97

Źródło: NBP, szacunki BZ WBK





## Pod lupą: Bank centralny

- **Bez zmian w polityce pieniężnej pod koniec kadencji starej RPP**
- **Parlament dokonał wyboru nowych członków Rady**

### Polityka pieniężna bez zmian pod koniec 2003 r.

Rada Polityki Pieniężnej nie sprawiła niespodzianki na koniec swojej kadencji. Na ostatnim posiedzeniu w dniach 16-17 grudnia 2003 roku (a jednocześnie na ostatnim posiedzeniu w dotychczasowym składzie) Rada nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej. Główna stopa procentowa banku centralnego pozostała na poziomie 5,25% i utrzymano neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Komunikat opublikowany po posiedzeniu zawierał jak zawsze listę argumentów, które miały wpływ na podjętą decyzję. Wśród czynników sprzyjających utrzymaniu niskiej inflacji w przyszłości wymieniono: utrzymanie silnej dyscypliny płac w przedsiębiorstwach (duże przyspieszenie wzrostu płac w listopadzie zostało wytłumaczone przez efekt niskiej bazy), umiarkowaną dynamikę podaży pieniądza (pomimo wyraźnego trendu wzrostowego) oraz niski wzrost kredytów. RPP przyznała, że wzmocnienie ożywienia gospodarczego zwiększa presję inflacyjną, ale nie do takiego stopnia, aby mogło to zagrozić realizacji celu inflacyjnego. W komunikacie zaznaczono również wyraźnie, że głównym argumentem przeciw redukcji stóp w listopadzie była utrzymująca się niepewność dotycząca bieżącej oraz przyszłej sytuacji finansów publicznych, co zdaniem RPP jest przyczyną wzrostu rentowności obligacji oraz osłabienia złotego. Co ciekawe, prezes NBP podkreślił, że dodatkowa niepewność na polskim rynku finansowym może się pojawić po zmianie przez Ministerstwo Finansów strategii zarządzania długiem publicznym (skrócenie średniej zapadalności papierów). Jako potencjalne źródło presji inflacyjnej RPP wymieniła (jak zwykle): wysoką i rosnącą dynamikę pieniądza gotówkowego, możliwy wzrost cen ropy naftowej oraz prognozowany wzrost cen żywności w 2004 r.

Jak już wspomnieliśmy, ani decyzja Rady ani jej komunikat nie były zaskoczeniem. Wnioski z ostatniego posiedzenia potwierdziły to, o czym wielokrotnie pisaliśmy w przeszłości – nawet obecna RPP zdecydowałaby się prawdopodobnie na cięcie stóp o 25 pb, gdyby nie doszło do zawirowania na tle sytuacji finansów publicznych. Biorąc pod uwagę, że w 2004 r. stery polityki pieniężnej będą w rękach ekonomistów o bardziej „gołębi” nastawieniu

(szczegóły poniżej), prawdopodobieństwo, że dojdzie do kolejnych redukcji stóp jest nadal wysokie. Z drugiej strony nie należy oczekiwać zbyt głębokich obniżek, ponieważ coraz bardziej wyraźne staje się przyspieszenie wzrostu gospodarczego i inflacji. Nawet najbardziej skrajne „gołębie” nie będą chciały ryzykować cięcia stóp procentowych w sytuacji, gdy wzrost PKB będzie wynosił 4-5%, a inflacja zbliżać się będzie do poziomu 3%.

RPP podjęła również decyzję odnośnie zmian w zasadach rachunkowości NBP. Zgodnie z oczekiwaniami dokonane modyfikacje (dostosowania do standardów UE) sprawią, że rządowi będzie trudniej uzyskać w banku centralnym środki na sfinansowanie deficytu budżetowego. Weszły one w życie 1 stycznia 2004 r. Rezerwa rewaluacyjna NBP została przekształcona w rachunek rewaluacyjny, co jest spójne z metodologią EBC. Warunki uwalniania środków z rachunku rewaluacyjnego zostały ściśle określone i – według Bogusława Grabowskiego – wprowadzone zmiany oznaczają w praktyce, że nowej RPP będzie trudno podjąć decyzję o uwolnieniu środków z tego tytułu, ponieważ jakiegokolwiek zmiany w rachunku rewaluacyjnym będą musiały zostać zainicjowane przez prezesa NBP.

### Sejm i Senat wybrały członków nowej RPP

8 stycznia Sejm powołał trzech kandydatów do nowej RPP. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami przedstawionymi w grudniowym MAKROskopie posłowie powołali Jana Czekaję, Stanisława Nieckarza oraz Mirosława Pietrewicza (ich poglądy przedstawialiśmy miesiąc temu), czyli tak jak zakładało porozumienie zawarte pomiędzy SLD, UP i PSL. Jan Czekaj wybrany został na drugą kadencję (w starej Radzie zastępował od sierpnia ub.r. zmarłego tragicznie Janusza Krzyżewskiego), Mirosław Pietrewicz zastąpił Jerzego Pruskiego, którego kadencja zakończyła się 7 stycznia, a Stanisław Nieckarz rozpocznie pracę w Radzie po odejściu z niej Marka Dąbrowskiego, co nastąpi 6 lutego.

Dużo bardziej niepewny był do ostatniej chwili wynik głosowania w Senacie. Krótco przed głosowaniem z wyścigu o miejsce w Radzie wycofało się kilku kandydatów-parlamentarzystów, m.in. radykalny „gołąb” poseł Stanisław Stec (pod pretekstem, że parlamentarzyści nie powinni rezygnować ze swoich mandatów na rzecz pracy w banku centralnym). Ostatecznie senatorowie postanowili poprzeć trio kandydatów, stanowiące kompromis pomiędzy kilkoma



ośrodkami władzy. I tak, wybrani zostali senator Marian Noga (rektor Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, a jednocześnie ostatni parlamentarzysta, który do końca pozostał na placu boju o posadę w RPP), Stanisław Owsiak (profesor Akademii Ekonomicznej w Krakowie, specjalizujący się w zakresie finansów publicznych, mający poparcie zarówno parlamentarzystów, jak i wicepremiera Jerzego Hausnera oraz prezydenta Aleksandra Kwaśniewskiego) oraz Halina Wasilewska-Trenkner (długoletnia wiceminister finansów, specjalistka od konstruowania budżetu państwa, za którą bardzo mocno agitował minister finansów Andrzej Raczko oraz wicepremier Hausner). Jeszcze kilka tygodni temu zarówno Wasilewska-Trenkner, jak i Owsiak nie byli raczej oczekiwani jako potencjalni kandydaci do RPP.

Wybór dokonany przez senatorów jest pozytywną wiadomością dla polskiej gospodarki i rynku finansowego, ponieważ nie zmaterializował się najbardziej pesymistyczny scenariusz zdominowania nowej RPP przez ludzi o radykalnych, mocno „gołębich” poglądach. Nadal nie znamy oficjalnie nazwisk kandydatów prezydenta Kwaśniewskiego (mają zostać podane na początku lutego), ale z dużym prawdopodobieństwem możemy założyć, że w gronie tym znajdują się profesorowie Edmund Pietrzak i Andrzej Wojtyna. Więcej niepewności wiąże się z trzecią nominacją prezydencką. Naszym zdaniem może to być osoba z banku centralnego, posiadająca doświadczenie w zakresie polityki pieniężnej i funkcjonowania rynków finansowych. Wydaje się, że kandydatem tym może być Andrzej Sławiński, profesor SGH i wieloletni pracownik NBP, autor licznych publikacji na temat rynków finansowych, polityki pieniężnej oraz makroekonomii gospodarki otwartej.

Chociaż nie wszystkie nazwiska są już pewne, można stwierdzić, że skład nowej RPP będzie dość zrównoważony. Oczywiście podtrzymujemy naszą opinię, że nowa Rada przeciętnie rzecz biorąc będzie bardziej „gołębia” niż poprzednia. Jednak większość członków RPP najprawdopodobniej będzie prezentowało wyważone i pragmatyczne podejście do polityki pieniężnej, co powinno skutkować rozsądnymi decyzjami w zakresie stóp procentowych i kursu walutowego. Nadal spodziewamy się powrotu RPP do obniżek stóp procentowych i kontynuacji strategii „małych kroków”. Niemal wszyscy nowo wybrani członkowie Rady wskazywali w swoich wypowiedziach (publikujemy je na kolejnych stronach), że istnieje jeszcze przestrzeń do ostrożnych obniżek stóp procentowych.

Pierwszej redukcji o 25 pb można oczekiwać jeszcze w I kwartale br., najprawdopodobniej w marcu. Natomiast do końca pierwszego półrocza stopa referencyjna może według nas spaść do poziomu 4,5%. Najbliższe posiedzenie RPP zostało zaplanowane na 20-21 stycznia, czyli na ostatnie dwa dni przed zakończeniem kadencji trzech dotychczasowych członków RPP (Bogusława Grabowskiego, Cezarego Józefiaka i Wojciecha Łączkowskiego). Oznacza to, że skład Rady na styczniowym posiedzeniu nie będzie się znacząco różnił od obecnego. Zmieni się tylko jedna osoba – Jerzego Pruskiego, którego kadencja skończyła się 6 stycznia, zastąpi Miroslaw Pietrewicz. W ten sposób obniżka stóp procentowych w styczniu jest w praktyce wykluczona. Jeden z nowo wybranych członków Rady Polityki Pieniężnej zasugerował, że obniżka stóp procentowych nie nastąpi również na pierwszym posiedzeniu w nowym składzie w lutym – „Rada musi się poznać i ustalić zasady współpracy”.



## Wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego

Największą część przedstawionych poniżej komentarzy przedstawicieli banku centralnego zajmują wypowiedzi nowych członków i kandydatów do RPP. Jeśli chodzi o wypowiedzi dotychczasowych członków RPP, umieściliśmy tylko te z nich, które odnoszą się do polityki pieniężnej, która będzie prowadzona już przez nową Radę. Generalnie, najważniejszy wniosek płynący ze słów nowych członków RPP jest taki, że chociaż uważają oni, iż polityka pieniężna powinna w większym niż dotychczas stopniu wspomagać wzrost gospodarczy, to jednocześnie są przeciwni radykalnym zmianom w polityce pieniężnej. Dotyczy to nie tylko ewentualnych obniżek stóp procentowych, ale również kwestii kursu walutowego oraz rozwiązania rezerwy rewaluacyjnej (w tym ostatnim przypadku nowi członkowie i tak nie mogliby wiele zrobić biorąc pod uwagę zmiany dokonane w grudniu przez poprzednią RPP). Niemniej jednak, poglądy nowych członków wskazują, że w I połowie br. można spodziewać się wznowienia procesu ostrożnych obniżek stóp procentowych. Ponadto, wyrażając przekonanie, że kurs złotego powinien pozostać w pełni płynny do momentu wejścia Polski do strefy euro, dopuszczają oni interwencje walutowe banku centralnego na rynku międzybankowym w celu zapobieżenia niepożądanym, nadmiernym zmianom kursu krajowej waluty.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz, prezes NBP; PAP, 14 I	Mierzenie w jak najszybszą możliwą datę wejścia do Unii Walutowej i Pieniężnej jest najlepszą strategią, ponieważ mobilizuje kandydatów do przeprowadzenia reform strukturalnych i zastopowania długu w celu spełnienia kryteriów z Maastricht. Skracca to również okres przejściowy, w którym mogą wystąpić zawirowania wynikające z przepływów kapitału krótkoterminowego. Fundamentalnego znaczenia jest to, żeby unijne polityki, które najbardziej przyczyniają się do wzrostu gospodarczego, takie jak Pakt Stabilności i Wzrostu, jednolity rynek, zintegrowane rynki finansowe oraz ograniczenia pomocy publicznej, powinny być wzmacniane, a nie osłabiane. Nikt nie chce widzieć Unii Europejskiej jako scentralizowanego państwa. Powinien być tu szeroki wachlarz różnorodności, włączając w to system podatkowy, aby utrzymać konkurencyjność.
PAP, 6 I	Rada [poprzedniej kadencji] stała przed dużo trudniejszym zadaniem: sprowadzić inflację z wysokiego do niskiego poziomu. W tym samym czasie banki centralne w krajach rozwiniętych miały za cel utrzymanie osiągniętej wcześniej stabilności cen. Taką misję będzie miała nowa Rada Polityki Pieniężnej. Wyrażam głęboką nadzieję, że wszelkie próby nadania polskiej gospodarce trwałej dynamiki będą respektować [nowi członkowie RPP], co więcej, umacniać ten świeżo zbudowany fundament zdrowego rozwoju. W przeciwnym wypadku nie mogłyby być one skuteczne. Jeżeli plan rządowy w wersji nie okrojonej, najlepiej rozszerzonej, nie zostanie wcielony szybko w życie, to trwałość przyspieszającego wzrostu byłaby niemożliwa. W tym roku jest prawdopodobne, że Polska gospodarka osiągnie 4-5% wzrost, ale gdyby plan nie był wcielony w życie, to można z dużym prawdopodobieństwem powiedzieć, że to będzie wzrost nietrwały. W następnym okresie musiałyby on spadać, a w 2004 r. najprawdopodobniej pojawiłyby się różne nieprzyjemne zaburzenia na rynku finansowym. Rentowność obligacji musiałyby rosnać.
PR1, 6 I	W grudniu tego roku [inflacja] najprawdopodobniej będzie wynosić 1,7%, w każdym razie wyraźnie poniżej 2%. Prognozy inflacji, które w tej chwili są dostępne sytuują inflację [w 2004 r.] w przedziale 2-3%, czyli ona będzie nieznacznie wyższa, trochę wyższa niż w tym [2003 r.] roku. Na część tego przyrostu inflacji składają się rzeczywiście podwyżki cen. Większość z tych podwyżek związana jest z ruchami podatków pośrednich, a one z kolei są w pewnym związku z dostosowaniem do UE, ale także z sytuacją budżetu.
PAP, 17 XII	Teraz mamy stabilność cen, to jest jedna z nielicznych dziedzin, dzięki której jesteśmy w Europie, należy to zachować, nie narażać na szwank, bo to by zagrażało stabilnemu rozwojowi. Może wynikać dodatkowa niepewność odnośnie kursu złotego w związku z odchodzeniem od ogłoszonej wcześniej strategii zarządzania długiem publicznym w latach 2004-2006, a konkretnie w związku ze skracaniem średniego terminu wykupu długu oraz planami większych emisji na rynkach zagranicznych. Większość prognoz sugeruje, że wzrost gospodarczy [w 2003 r.] wyniesie 3,5%, lub więcej. [...] Przyspieszenie jest autentyczne. Chodzi o to, żeby nie było krótkotrwałe. To wymaga zrealizowania w szybkim tempie kilku kroków, dzięki którym nasze finanse publiczne zostaną trwale uzdrowione. Z całą pewnością plan [Hausnera] idzie w pożądanym kierunku. Wszystkie zasadnicze zmiany są potrzebne. Jedyna rzecz, którą można postulować to rozszerzać [zakres planu], a nie zmniejszać. Przepisy EBC nie przewidują, żeby można było emitować pieniądź po to, żeby w sztuczny sposób zwiększać dochody budżetu. [...] Nie wyobrażam sobie, aby mając już stabilizację cen mielibyśmy ryzykować w ten sposób.
Jerzy Stopyra, wiceprezes NBP; PAP, 9 XII	[Wymiana na rynku walut z pożyczki EBI] To jest typowa operacja, której dokonuje MF jeśli ma potrzebę zamiany waluty obcej na krajową czy odwrotnie i robi na rynku walutowym. To jest w dobrym momencie zapowiedziana operacja, natomiast nie traktuję jej jako interwencji. MF jako uczestnik rynku powinien być widoczny na nim od dłuższego czasu i dobrze się stało, że to się w końcu realizuje. [...] Ja nie traktuję tego jako interwencji, ani jako specjalnego wydarzenia, natomiast to, że MF będzie to robić poza bankiem centralnym czyni operację bardziej przejrzystą. Gdyby NBP robił to w imieniu MF, to rynki miałyby wątpliwość czy jest to interwencja, czy tylko operacja którą NBP robi w imieniu rządu. W momencie kiedy Polska wejdzie do strefy euro, stopa rezerw [obowiązkowych] powinna być taka jak w strefie euro, ale z uwagi, że mogą się pojawić warunki do obniżenia rezerwy wcześniej, gdyby nadpłynność uległa dalszemu zmniejszeniu, to w 2004 r. mogą się pojawić przesłanki które skłonią RPP do wcześniejszej obniżki. To nowa RPP będzie decydować o obniżce. Przewidujemy, że zysk NBP za 2003 r. wyniesie 4,1 mld zł, z tego prawie 4 mld zł trafi do budżetu, czyli trochę mniej niż w projekcie budżetu, ale różnica jest niewielka.
Jan Czekaj, członek RPP; PAP, Reuters, 9 I	Wygląda na to, że nie ma jakiegoś nasilenia [presji na ceny]. Jest wzrost cen pod koniec ubiegłego roku, wynikający między innymi ze wzrostu cen żywności i paliw. Dane dotyczące płac pokazują, że nie ma presji na wzrost płac. Utrzymuje się bezrobocie. Zasadniczy czynnik mogący destabilizować, jest pod kontrolą. Nie widzę tutaj zagrożenia, ale to nie znaczy, że się nie pojawiają. Nie wiadomo, co dzieje się z inwestycjami, ale nie wydaje się żeby z ich strony było zagrożenie. Nie przewiduję gwałtownych ruchów w jedną i w drugą stronę, co nie wyklucza zmian stóp.
PAP, Reuters, 8 I	Nie obawiam się aby zaistniały jakieś zawirowania w polityce pieniężnej. Nie sądzę aby gwałtowne zmiany mogły nastąpić. Nowa Rada będzie musiała określić swoją strategię i z tego będą wynikały decyzje co do obniżki, bądź też nieobniżania stóp procentowych. Zasady rachunkowości zostały ustalone przez starą RPP. Oczywiście nowa będzie miała możliwość zajęcia się tym jeszcze raz, jeśli uzna za stosowne. [...] Na pewno do 2007 roku nie zdążymy [przyjąć euro], moim zdaniem będzie to bliżej 2009-2010.
PAP, 17 XII	Ten wzrost [produkcji w listopadzie] o około 10% świadczy, że tendencje wzrostowe utrwalają się. Jest to pozytywne. [...] Powinno to znaleźć odzwierciedlenie w polityce pieniężnej.
PAP, 15 XII	Jesteśmy wciąż w granicach celu inflacyjnego i nie ma jakis zagrożenia. Takie były oczekiwania, mamy wzrost cen żywności, paliw i to się przekłada na inflację. Do jej wzrostu przyczynia się też przyspieszenie w gospodarce. Ale wciąż nie widzimy zagrożenia ze strony inflacji. Oprócz przyspieszenia gospodarczego na wzrost inflacji zapewne wpłynie wejście do UE. Nie wiemy jak duży będzie wzrost cen wynikający z ich dostosowania do cen panujących w Unii Europejskiej.



Bogusław Grabowski, członek poprzedniej RPP; PAP, Reuters, 17 XII	Nowe zasady rachunkowości spowodują, że każda transakcja przeprowadzona w NBP da dokładnie skutek dla rachunku wyników, jaki dałaby, gdybyśmy zasad nie zmienili. [...] Ta zmiana w sposobie księgowania daje prezesowi banku centralnego inicjatywę przy wprowadzaniu wszelkich potencjalnych zmian w wartości rezerw.
Dariusz Rosati, członek poprzedniej RPP; PR3, 6 I	Myśmy doszli już do stosunkowo niskiego poziomu stóp procentowych. [...] Pamiętajmy, że to co się dzieje w tej chwili na rynku już nie zależy tak bardzo od stóp procentowych NBP, ale przede wszystkim od stanu finansów publicznych. [...] Ponieważ te plany rządu są dosyć znaczne, jeśli chodzi o pożyczki, bo deficyt ma być duży w tym i w przyszłym roku, to stopy procentowe na rynku pozostaną dosyć wysokie. A zatem tu ta nowa RPP nie będzie miała zbyt wielkiego pola do popisu, żeby dalej te stopy obniżyć. Chociaż ja nie wykluczam, że taka możliwość się może pojawić, jak się po prostu trochę uporządkuje i wyjaśni sytuacja w finansach publicznych.
Grzegorz Wójtowicz, członek poprzedniej RPP; PAP, 17 XII	Nasza rada dla nowej RPP to właściwie tylko dwa słowa: kierunek euro.
Stanisław Nieckarz, członek nowej RPP; PAP, Reuters, 9 I	Nie wolno robić na dużej szybkości ostrych zakrętów. Zmiana polityki musi następować bardzo elastycznie z uwzględnieniem pewnych tendencji i uwarunkowań gospodarczych. [...] W tej chwili mamy kurs płynny i nikt nie odejdzie od tego, bo nie ma już odwrotu. [...] Doktrynalnie nie wiązałbym się z celem inflacyjnym. Trzeba pragmatycznie do tego podejść. Życie pokazuje, że jest tyle zmiennych czynników, że wyznaczony cel nie pasuje potem do rzeczywistości. Trzeba optymalizować kilka czynników - nie dopuszczać do wzrostu inflacji bez powodu, ale też sprzyjać tworzeniu mocniejszych fundamentów gospodarki, które by utrwały inflację na niskim poziomie. Celem działania RPP powinno być dbanie o fundamenty gospodarki, która kształtuje się pieniądza. Celem jest dojście za rok, półtora do poziomu realnych stóp procentowych w UE. A tam jest to około 1%. Do 2010 r. Polska powinna przyjąć euro. [...] Celem nie jest termin wejścia do euro. Musi być to poprzedzone poprawą fundamentów i osiągnięciem równowagi gospodarczej. Nie wyobrażam sobie wejścia do euro z 20% bezrobociem. [...] Problem obniżenia oprocentowania kredytów jest związany z likwidacją nadpłynności sektora bankowego, ale nie uda się tego uzyskać przy wysokich stopach procentowych, jednych z najwyższych w Europie. [...] NBP nie realizuje podstawowego celu, bo jak można wspierać politykę gospodarczą rządu utrzymując tak wysokie stopy procentowe. [...] Problem rezerwy rewaluacyjnej w części wynikał z zanizonych wpłat z zysku NBP do budżetu. Jest to sprawa złożona operacyjnie, wymaga dokładnego zbadania. Rezerwa nie może być angażowana w bieżące sprawy budżetu. Może być przeznaczona na zmniejszenie długu publicznego. W obecnej sytuacji, gdy jest niska inflacja i niższe stopy procentowe kurs powinien być płynny. Najlepiej jest, gdy kurs ustalany jest przez rynek. [...] Miałem pretensje do obecnej RPP, że za wcześniej upłynnia kurs. Nie upłynnia się w pełni kursu, jeżeli się ma najwyższe w Europie realne stopy procentowe. Zawsze trzeba mówić o realnej stopie procentowej, która w tej chwili wynosi powyżej 4%. W krajach UE jest ona praktycznie zerowa. [...] Pole do obniżki jest szerokie. Dla mnie z punktu widzenia kształtowania stóp procentowych ważne jest, by przełamać sytuację w inwestycjach. Bez inwestycji nie będzie rozwoju gospodarczego, a samą obniżką podatków nie uruchomi się procesów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach.
PAP, Reuters, 6 I	Brakowało przełożenia polityki pieniężnej [obecnej Rady] na procesy mikro. Uważam, że mimo samodzielności działania trzeba liczyć się z tym, jakie procesy zachodzą w gospodarce. [...] Oczywiście trzeba miarkować, by nie wywołać procesu inflacyjnego. Inflację można szybko doprowadzić do zera, tylko przy okazji zniszczyć gospodarkę. Nie chcę stawiać roku jako celu samego w sobie, choć myślę, że wejście do strefy euro byłoby możliwe w 2008 r. Można wejść do ERM2 i spełniać wszystkie kryteria, ale to nie załatwia sprawy z punktu widzenia całej gospodarki. Nie widzę problemu, by za 3-4 lata zejść z deficytem poniżej 3% PKB. Jeżeli utrzymamy dynamikę wzrostu w granicach 5%, nie będą nam wyciekały dochody budżetowe a wydatki na cele społeczne będą ileś punktów poniżej realnego wzrostu PKB, to nie będzie z tym problemu.
Marian Noga, członek nowej RPP; PAP, 14 I	Jeśli stopa inflacji wynosi obecnie 2 proc., a stopa referencyjna 5,25 proc., to różnica wynosi 3,25 pkt proc. i to jest ta przestrzeń, gdzie można się poruszać. Zdecydowanie potwierdzam, że jestem zwolennikiem łagodnych zmian w gospodarce. Stabilizacja cen jako cel ustawowy jest na pewno najistotniejsza, ale też takie kształtowanie polityki monetarnej, aby stymulowała wzrost gospodarczy. Aprecjacja jest zawsze niekorzystna, nadwartościowość jest niekorzystna dla gospodarki i należy interweniować, niezależnie czy kiedyś, czy teraz. Jestem za utrzymaniem płynnego kursu walutowego. Przez trzy lata nie zmieniałbym wysokości stopy rezerw obowiązkowych, bo te pieniądze będą przeznaczone na fundusz poręczeń unijnych. [O rezerwie rewaluacyjnej] Ona może być tylko rozwiązana jako pożyczka dla rządu w celu obsługi zadłużenia zagranicznego.
PAP, 7 I	Celem podstawowym jest utrzymanie inflacji na niskim poziomie. Ponadto w 2004 i 2005 najważniejsze będzie przygotowanie systemu bankowego do absorpcji funduszy unijnych. Należy zrobić wszystko, by w 2008 roku Polska weszła do EMU.
Reuters, 7 I	Podstawowym celem Rady będzie utrzymanie inflacji poniżej 2%. Wierzę, że zarówno inflacja średnioroczna jak i na koniec 2004 roku będzie poniżej 2%, ale są pewne ryzyka. [...] Absolutnie jestem zwolennikiem bardzo minimalnego obniżania stóp, o 25 pb. i w bardzo wolnym tempie. W 2004 r. może być to maksymalnie 100 pb. Pierwsza mogłaby być ewentualnie w okresie luty-marzec. [...] Jestem jak najbardziej za zawężeniem pasma wahań [w ERM2] do $\pm 10\%$ . Nie ma nic lepszego dla polskiego przedsiębiorcy niż przewidywalna sytuacja gospodarcza - żeby ten, kto produkuje i eksportuje wiedział, że wahnięcia nie będą zbyt duże. Bank centralny mógłby pożyczyć dolary polskiemu rządowi na finansowanie zadłużenia, ale absolutnie jestem przeciwny wykorzystaniu rezerwy na cele gospodarcze, puszczeniu w obieg tych środków, ponieważ to byłoby zwiększeniem presji inflacyjnej.
Gazeta Wyborcza, 23 XII	Nie sądzę, by na tym etapie była potrzeba zastanawiania się nad możliwą interwencją banku centralnego w obronie złotego - interwencja za każdym razem jest ingerencją w rynek, dlatego trzeba bardzo dokładnie przeanalizować przesłanki, które do niej prowadzą. Ja na razie takich mocnych przesłanek, które by za tym krokiem przemawiały, nie widzę. Nie mamy skokowych zmian wartości polskiej waluty, rynek ustala ich cenę w sposób umiarkowany, nie ma się na razie czym martwić.
PAP, 3 XII	Obecna stopa referencyjna banku centralnego jest jeszcze za wysoka. RPP ma jeszcze co robić i przestrzeń do obniżek jeszcze istnieje. Może nie od razu, może po 25 pb., ale obniżka o 100 pkt. w sumie jest możliwa. Od dawna mówiłem, że kształtowanie stóp przez RPP musi być podobne do lądowania samolotu, ale on nieraz może szybciej zniżyć lot. [...] Działania obecnej RPP oceniam jako pasywne. Rada w okresie kryzysu powinna walczyć z kryzysem, w okresie dobrej koniunktury zapobiegać wystąpieniu kryzysu. [...] Naszą piętą achillesową jest zbyt niski poziom inwestycji. Trzeba zachęcić do inwestowania w kraju i do tego jest potrzebna odpowiednia stopa procentowa. [...] Inflacja może wynieść na koniec 2003 r. około 1,5%. A w następnym to może być 2,2-2,5%, gdyż wejście do UE będzie także związane z dostosowaniem cen i to się odbije na inflacji. [...] Absolutnie zgadzam się z przyjętym przez RPP celem inflacyjnym. Akceptuję też strategię bezpośredniego celu inflacyjnego.



	<p>Nie jestem za uruchomieniem rezerwy rewaluacyjnej, ale zawsze można dyskutować, czy rezerwa ma być w obecnej wysokości. Tym Rada na pewno będzie się zajmować. Ale nie jest odpowiedzialne nawoływanie do przekazania rezerwy do budżetu. [...] Jestem zwolennikiem tego, aby Polska zrobiła wszystko, by wejść do strefy euro jak najszybciej. Współczynniki konwergencji są dość jasne i program rządu jest tak przygotowany, aby wejść do euro w 2008 r. [...] Ja bym był za tym, żeby wejść nawet w 2006 r., ale do 2006 r. na pewno nie spełnimy wszystkich kryteriów konwergencji, np. deficytu. Dlatego chyba najbardziej realna data wejścia to 2008 r. Nie jest uzasadniony taki wysoki kurs euro, to trzeba wiązać z zawirowaniami na rynku obligacji. Oslabianie się kursu złotego sprzyja eksporterom, ale tylko krótkotrwale. Długookresowo bowiem to np. konkurencyjność bardziej wpływa na eksport niż tylko sam kurs. [...] Deficyt w budżecie jest tylko wtedy uzasadniony, gdy służy wzrostowi gospodarczemu. Ja bym na siłę nie dusił deficytu, bo to będzie duszeniem popytu wewnętrznego, a on dla nas jest zbawienny. [...] Bank centralny ma swój cel konstytucyjny, czyli umacnianie waluty krajowej i zapobieganie procesom inflacyjnym. Ale jednocześnie bank centralny nie może być głuchy na przebieg koniunktury gospodarczej. [...] Politykę obecnej RPP ocenilibym na słabe 'cztery'.</p>
Stanisław Owsiak, członek nowej RPP; PAP, 14 I	<p>Nie należy spodziewać się redukcji stóp procentowych (w lutym), wszystko zależy od tego, co będzie działo się z kursem i z inflacją na początku roku. Dokonywanie radykalnych zmian dotyczących podstawowych parametrów polityki monetarnej byłoby wysoce niekorzystne. Najważniejszym zadaniem jest przyglądanie się inflacji. Są pewne impulsy inflacyjne związane z obniżką podatków. Być może należałoby korzystać z tych rezerw (walutowych). Dla mnie jest to dozwolone. To by oznaczało, że byłaby to pewna ulga dla bardzo napiętych finansów publicznych. Wyzwaniem dla banku i rządu jest to, żeby rozwiązać problem polskiego długu finansów publicznych wynikający z przynależności do Unii Europejskiej. Będę się starał, aby poprawiły się stosunki między rządem a władzami monetarnymi kraju. Możliwy jest konsensus dla wzrostu gospodarczego. [...] Polityka finansowa jest jedna, a problemem wcześniej był brak koordynacji polityki fiskalnej i pieniężnej. Można współpracować, władze monetarne mogą pomagać w kwestii zadłużenia zagranicznego i krajowego. [...] Sukcesem NBP jest zejście z inflacją, ale otwarte pozostaje pytanie, czy koszt nie był zbyt wysoki.</p>
PAP, 7 I	
Mirosław Pietrewicz, członek nowej RPP; Reuters, 9 I	<p>Złoty wobec euro jest niedowartościowany, przy założeniu postępującego wzrostu gospodarczego i braku nieoczekiwanych zawirowań na rynku finansowym. Złoty do końca roku powinien się umacniać. Ja nie jestem zwolennikiem zbyt silnego kursu złotego. Pytanie jednak, jaki jest poziom równowagi dla kursu. Na to pytanie obecnie jest trudno odpowiedzieć.</p>
Reuters, PAP, 8 I	<p>Istnieje prawdopodobieństwo konieczności podjęcia w I kwartale tego roku decyzji o redukcji stóp procentowych o 50 pb. [...] Najważniejsze jest podjęcie decyzji, czy i w jakim stopniu należy obniżyć stopę procentową, a to będzie zależało od wyników IV kw. ub. r., jeśli chodzi o tempo wzrostu PKB oraz wzrostu inwestycji. Duże znaczenie ma, czy tempo wzrostu jest rosnące czy ustabilizowane. Jeśli by się ono ustabilizowało na poziomie 3,9%, czyli takim jak w III kw., to oznaczałoby to, że jest jeszcze możliwość dalszego pobudzania gospodarki, zwłaszcza poprzez pobudzanie inwestycji, czyli obniżanie ceny pieniądza. Wcześniej niż na lutowym posiedzeniu nie jest możliwe rozważenie tej kwestii. [...] Rezerwa [rewaluacyjna] powinna być tak duża, aby z punktu widzenia ekonomicznego zabezpieczała operacje walutowe NBP. Wydaje się, że w tej chwili jest ona za wysoka, i że część środków z rezerwy może być wykorzystana, jednak nie na bieżące wydatki czyli zwiększenie dochodów budżetowych. Powinna ona posłużyć obniżeniu naszego zadłużenia zagranicznego. To jest ważna sprawa i powinna być traktowana jako dość pilna.</p>
Reuters, PAP, 6 I	<p>Jest szansa na redukcję stóp procentowych w 2004 r. Będzie to zależało od rozwoju sytuacji gospodarczej, a szczególnie od poziomu inwestycji w IV kw. [2003]. Jeżeli okazałoby się, że poziom inwestycji jest w dalszym ciągu niski, to należy rozważyć pobudzenie inwestycji przez potaniecie pieniądza, czyli redukcję stóp. [obniżki] jednorazowo może to być nie więcej niż 50 pb. Nie chodzi o ściganie się z czasem, ale o to, by polska gospodarka była przygotowana do EMU. Nadmierne przyspieszenie terminu może przynieść więcej szkody niż pożytku.</p>
Gazeta Wyborcza, 23 XII	<p>Proces umacniania się euro i słabnięcia złotego, jeżeli nie przybiera gwałtownych form, sprzyja polskim producentom i powinien być tolerowany zarówno przez NBP, jak i RPP. Jeżeli nastąpiłoby gwałtowne przyspieszenie deprecjacji polskiej waluty, to wtedy trzeba byłoby poważnie rozważyć interwencję, bo mogłoby to grozić kryzysem. W moim przekonaniu w tej chwili nie ma ani potrzeby ingerencji na rynkach walutowych, ani powodów do niepokoju, że taka ingerencja będzie niedługo niezbędna.</p>
Reuters, 8 XII, PAP, 9 XII	<p>Powinniśmy dążyć do jak najszybszego wejścia do strefy euro, ale nie powinniśmy tego sztucznie przyspieszać. To znaczy powinniśmy wejść w tym momencie, kiedy to będzie najbardziej korzystne dla gospodarki. Zbyt wysoki kurs złotego do euro oznaczałoby pogorszenie konkurencyjności cenowej. Do ERM-2, jak się wydaje, moglibyśmy wejść w 2007 r. i powinniśmy być w tym systemie oczywiście jak najkrócej, co umożliwiłoby wejście do strefy euro w 2008-2009 r. Powinniśmy także bronić szerokiego pasma wahań w systemie ERM-2, to znaczy <math>\pm 15\%</math>. Nie chcę się znajdować ani po stronie zwolenników szybkiego, przyspieszonego wejścia do euro, ani po stronie tych, którzy uważają, że nie powinniśmy się tym zbyt szybko przejmować. Kurs płynny ma swoje zalety. Nie sądzę, żebyśmy musieli powracać do poprzedniego systemu, system kursu płynnego chroni przed zawirowaniami walutowymi. [...] Obecny kurs złotego dla importerów jest za słaby, dla eksporterów jest dobry. Ale on prawdopodobnie odbiega w dół od fundamentalnego i należy oczekiwać pewnego wzmocnienia polskiej waluty. Przeważnie jest mówić o dużej, jednorazowej obniżce [stóp procentowych]. W przyszłym roku trudno mówić o tym, że pojawi się konieczność podwyższenia stóp procentowych, nie widzę takiej konieczności. Bank centralny powinien oczywiście zgodnie z Konstytucją dbać o stabilizację pieniądza, jednak szczególnie istotne jest współdziałanie najważniejszych organów państwa w zapewnieniu stabilnego wzrostu gospodarczego, a polityka pieniężna także powinna służyć temu celowi. RPP prowadziła od wiosny 2000 r. zbyt restrykcyjną politykę. Zbyt mocno ją zaostrzyła i potem zbyt wolno ją łagodziła. Przyczyniła się więc do dramatycznego obniżenia tempa wzrostu i taką kunktatorską polityką przyczyniła się do tego, że zahamowanie wzrostu trwało tak długo. Jestem zwolennikiem większej spolegliwości w realizacji polityki stabilnego, wysokiego wzrostu gospodarczego. Nawet za cenę lekkiego wzrostu inflacji. [...] Przyjęty przez obecną RPP cel inflacyjny wydaje się dość realistyczny.</p> <p>Oczywiście byłbym dość ostrożny w rozwiązywaniu tej rezerwy [rewaluacyjnej] w zbyt dużym stopniu, istnieje jednak możliwość części jej rozwiązania i przeznaczenia na spłatę długu zagranicznego. Wydaje się, że rezerwa rewaluacyjna jest za wysoka, ponieważ nie ma niebezpieczeństwa, które wymagałoby tak dużych zabezpieczeń. Istnieje możliwość znacznego uszczuplenia tej rezerwy rewaluacyjnej, ale dla określenia wysokości konieczne są szczegółowe badania.</p> <p>Jestem zwolennikiem obniżania deficytu [budżetowego], ale nie za wszelką cenę. Trzeba dość spokojnie reagować. Trzeba uzyskać tak zwaną równowagę pierwotną w budżecie, czyli równowagę dochodów i wydatków bieżących, po wyeliminowaniu obciążeń związanych z obsługą zadłużenia publicznego. To jest najważniejsze i musi stopniowo prowadzić do obniżenia deficytu budżetowego oraz długu.</p>

Edmund Pietrzak, kandydat do nowej RPP; PAP, 7 I Reuters, ISB, 22 XII	Nowa RPP będzie miała trudniejsze zadanie niż odchodząca. Oprócz celu inflacyjnego będzie wprowadzała też Polskę do strefy euro. [...] Wstąpienie do ERM2 powinno nastąpić jak najpóźniej, gdy spełnimy odpowiednie kryteria i powinniśmy tam być jak najkrócej, czyli dwa lata. Obecny poziom stóp nie stanowi żadnego zagrożenia dla wzrostu. Nie tłumi on działalności gospodarczej. Do końca lutego nie przewiduje żadnych zmian w polityce stóp procentowych. Jeżeli udałoby się zrealizować plan ministra Hausnera, a budżet na 2004 rok będzie zakładał deficyt nie większy od rządowego celu, to jest miejsce na dwie obniżki stóp procentowych o 25 pb. w pierwszym półroczu. [...] Teoretycznie, w drugim półroczu możliwa byłaby jeszcze jedna obniżka o ćwierć pkt proc. Ale jeśli któryś z tych dwóch warunków fiskalnych nie byłby spełniony, to bardziej prawdopodobne jest nieduże podwyższenie stóp procentowych. Inflacja już teraz przyspiesza i będzie nadal nieznacznie wzrastać w ciągu najbliższych 12 miesięcy w miarę jak przyspiesza gospodarka, ale nie sądzę, żeby w tym czasie wyszła poza założenia celu RPP. [...] Inne ważne czynniki kształtujące inflację w przyszłym roku to postępy w reformowaniu finansów publicznych oraz polityka fiskalna rządu. Potencjalne osłabienie złotego wynikające z niepokojów na rynku może także przełożyć się na wyższą inflację. [...] Decyzja RPP praktycznie uniemożliwia rozwiązanie rezerwy rewaluacyjnej przez działania inne niż sprzedaż walut albo pożyczka dla rządu z rezerwy walutowej. [...] Bank centralny mógłby pożyczyć rządowi na wcześniejszą spłatę zadłużenia zagranicznego do 5 mld USD. Ale nie więcej, ponieważ im wyższe rezerwy, tym lepsza możliwość obrony w przypadku ataku spekulacyjnego.
Gazeta Wyborcza, 12 XII	Jedną z najlepszych rzeczy, jakie w czasie transformacji zrobiono, była polityka kursowa prowadząca do płynnego kursu złotego. Można było szybciej pewne elementy elastyczności wprowadzać, ale efekt jest bardzo dobry. [...] Płynny kurs to świetne narzędzie polityki makroekonomicznej. Powinien być zmieniony dopiero wtedy, gdy już naprawdę będziemy musieli to zrobić, najpóźniej, jak to możliwe. I tu się zgadzamy – ja, bank centralny, rząd, doradcy prezydenta i sam prezydent, bo w ostatnim czasie się tym zainteresowałem.
PAP, 5 XII	Zakładając, że nic nadzwyczajnego się nie wydarzy, to jest szansa na obniżki stóp, ale najwcześniej w marcu. Jednak trochę bardziej prawdopodobne jest podwyższenie stóp procentowych. [...] Z tym, że szansa obniżki jest, ale nie jest duża. W ciągu roku 2004 może wynieść nie więcej 50-75 pb. [...] Jest to realne pod warunkiem, że budżet na 2004 rok będzie zakładał deficyt nie większy niż 45,5 mld zł. Po drugie powinien zostać zaakceptowany plan Hausnera. Jeżeli się te dwie rzeczy udać, to otwiera się pole do nieznacznych obniżek stóp procentowych. [...] Przy czym nie sądzę, żeby obniżki mogły nastąpić w najbliższych miesiącach w grudniu, styczniu, lutym. Z drugiej strony są czynniki, które nie będą ułatwiały obniżki stóp, ale przeciwnie. Mogą sprawić, że konieczne będzie podwyższenie stóp. Następuje przyspieszenie gospodarki i będzie ono wywierało nacisk na wzrost cen. Jeżeli polityka fiskalna przyniesie gorsze rezultaty niż zakładamy, to doprowadzi do wyprzedzaży obligacji i osłabienia złotego. [...] To osłabienie, które nie przyniosło jeszcze wzrostu cen może go przynieść. Jeśli inflacja wyraźnie przyspieszy, to wtedy nie tylko nie będzie obniżek, ale nowa Rada będzie musiała podjąć decyzję o podwyżce stóp. Inflacja będzie rosła. W listopadzie inflacja może wynieść 1,5-1,6%, może się podwoić w ciągu roku i pod koniec następnego roku wyniesie prawdopodobnie nawet 2,5%, a może nawet wyżej, 3%. [...] To nie musi oznaczać wcale potrzeby rewizji celu inflacyjnego. [...] RPP uczyła się na własnych błędach. Wraz z upływem czasu działała lepiej. Podwyżki stóp procentowych w przeszłości są odpowiedzialne po części za spowolnienie gospodarcze w latach 2001-2002. [...] Polityka nowej Rady raczej niewiele będzie się różniła od polityki starej Rady. Nie musi być bardziej gołębia, ale będzie na pewno bogatsza o doświadczenia dotychczasowej Rady. [...] Głównym zajęciem nowej RPP będzie nie tylko polityka pieniężna, ale także sprawy związane z przystępowaniem Polski do strefy euro. Główny punkt ciężkości skierowany będzie na sprawy unii walutowej. [...] Powinni znaleźć się w niej nie tylko specjaliści od makroekonomii, ale wybitni specjaliści finansów międzynarodowych, rynków finansowych, rynku walutowego i unii walutowej. 2009 r. jest pierwszą z możliwych dat przystąpienia Polski do strefy euro, ale biorąc pod uwagę pewne nieprzewidziane opóźnienia, sprawy proceduralne, to wydaje się, że okragła data 2010 jest datą realistyczną. [...] To nie jest późno, tylko realistycznie, a rok 2009 jest relatywnie wczesny. Taką datę przyjęcia euro przez Polskę prognozowałem po raz pierwszy na konferencji NBP w 1997 r. Jeżeli nie powiedzie się średnioterminowa strategia finansów publicznych i plan Hausnera, to nie spełnimy kryteriów z Maastricht. Wejście do strefy euro przesunę się wtedy poza 2010 rok i to nie byłoby dobre. Wydaje się to jednak niemożliwe [przyjęcie euro w 2008 r.]. Po pierwsze istnieją określone procedury włączenia do strefy euro. GUS ogłosi dane o deficycie budżetowym za 2007 r. dopiero w maju 2008 r. [...] Ponadto ostateczną decyzję o wyrażeniu zgody na wejście do strefy euro podejmuje Komisja Europejska, która co dwa lata dokonuje przeglądu sytuacji makroekonomicznej krajów członkowskich, jak i kandydujących. Następny będzie w 2004, kolejny w 2006, potem w 2008 r. [...] Komisja w tej sprawie zbiera się w marcu i jeśli w marcu 2008 r. podjęłaby dla Polski pozytywną decyzję, to mamy znów 1 stycznia 2009 r. [...] Główne założenie, które trzeba przyjąć, to przebywanie w mechanizmie ERM2 jak najkrócej, czyli dwa lata. [...] Jeżeli mamy być w ERM2, to jak najkrócej, żebyśmy nie byli wystawieni na ataki spekulacyjne. Ważnej jest także, by w drugim roku uczestnictwa w mechanizmie kursowym spełnione były pozostałe kryteria zbliżone. Im dłużej kurs płynny będziemy mieli, tym lepiej. Absolutnie nie ma sensu i nie należy z tego rezygnować. System kursowy należy zmienić, kiedy będziemy wchodzić do ERM2. Musimy się upierać przy interpretacji $\pm 15\%$ . [...] Parytet centralny powinien być tak określony, by nie obniżał konkurencyjności cenowej naszej gospodarki. Wszystko zależy od roku, w którym będziemy przystępować do ERM2. Gdybyśmy wchodzić do ERM2 na początku 2007 r., to nie jest wykluczone, że byłby to kurs 4,40-4,60 zł za euro. Sądzę, że kraje przystępujące do UE równocześnie nie przyjmą euro. Zależy to oczywiście od spełnienia kryteriów. Cały proces będzie rozciągnięty na lata 2007-2012. Jeżeli reforma finansów będzie wcielana i kondycja finansów publicznych będzie poprawiać się, to złoty będzie się tylko nieznacznie osłabiał aż do momentu akcesji Polski do UE chyba, że zadziała czynnik, który do tej pory nie zadziałał, napływ inwestycji zagranicznych. Nie czerpiemy renty z nadchodzącego członkostwa w UE i trudno się spodziewać, żeby to się stało natychmiast. Po akcesji złoty powinien być mniej więcej na tym poziomie koszyka, na którym jest teraz, lub nieznacznie się umocnić. Jeśli nastąpi jakieś duże polityczne zamieszanie i plan Hausnera nie byłby realizowany, to złoty bardzo się osłabi i mógłby nastąpić nawet kryzys walutowy. Ale jego prawdopodobieństwo uważam za nikłe.
Halina Wasilewska-Trenkner, członek nowej RPP; PAP, 7 I	Chciałabym zachęcić RPP do dyskusji, do wyjścia poza teoretyczne zapisy. Jeśli wkraczymy w okres wzrostu, to stabilizacji cen nie uda się utrzymać na tak niskim poziomie i nowa RPP nie powinna reagować zbyt gwałtownymi ruchami stóp do góry lub innymi decyzjami dotyczącymi agregatów pieniężnych. Czasem odnosi się wrażenie, że zasoby rezerw NBP są pieniędzmi będącymi własnością NBP, są to jednak pieniądze państwa, są to środki, które niezwykle ostrożnie powinny być użyte i zastosowane po to, aby rozwikłać największe problemy finansowe. [...] NBP powinien realizować politykę stabilnych cen i wspierać politykę rządu, choć te dwie rzeczy są zazwyczaj w sporze.
PAP, 18 XII	Wyrażam zgodę [na kandydowanie do RPP]. To jest taka przygoda, której pan też by nie odmówił. Poczekajmy na werdykt Senatu.

PAP, 16 XII	Rezerwa rewaluacyjna nie będzie wpisana do budżetu, przynajmniej nie teraz, ponieważ po to, żeby mogła być wpisana, wymaganych jest jeszcze kilka zmian, w tym również decyzja RPP. Bez zmian decyzji odnośnie systemu księgowego NBP i działania dotyczącego rezerw nic się z rezerwami NBP stać nie może. W związku z tym te wielkości nie znajdują odbicia, przynajmniej nie teraz, w ustawie budżetowej.
Andrzej Wojtyła, kandydat do nowej RPP; PAP, 7 I	Wiele błędów ustępującej Rady nie dotyczyło prowadzenia polityki monetarnej tylko komunikowania się z otoczeniem. Wiele spraw można było lepiej wyjaśnić. Co miałyby być złego w tym, gdyby przedstawiciel MF uczestniczył w posiedzeniach RPP. [...] Dlaczego nie można by na przykład ustalać z rządem wspólnego celu inflacyjnego. [Cel RPP to] ani nie zaskakiwanie rynku, ani też nie uleganie rynek finansowym.
Reuters, 6 I	Polityka monetarna stanie się znowu bardziej skomplikowana, gdy będziemy w paśmie wahań. Z jednym instrumentem, stopami procentowymi, będziemy musieli osiągnąć dwa cele – cel inflacyjny oraz cel walutowy. Trudno będzie znaleźć parytet. Patrząc na wahania jakim podlega dolar wobec euro wydaje się, że nie ma jednej dobrej teorii na znalezienie kursu równowagi, po którym złoty powinien wejść do ERM-2. Rada będzie musiała wytłumaczyć, że ten wzrost cen [po wejściu do UE] nie jest sygnałem powrotu wyższej presji inflacyjnej, a jedynie jednorazowym szokiem, który nie wpłynie na kształt polityki i proces inflacyjny. To będzie interesujący sprawdzian nie tylko tego, co nowa Rada zrobi ze stopami procentowymi, ale również tego, jak będzie się komunikować ze społeczeństwem.
Gazeta Bankowa, 22 XII	Na pewno nowo wybrana rada powinna zająć się tą strategią [działania RPP po 2004 r.] już na pierwszych posiedzeniach. [...] Sądzę, że koniec obecnej kadencji rady jest dla parlamentu dobrą i, jak dotąd, niewykorzystaną okazją do dyskusji nad dotychczasową, a przede wszystkim przyszłą polityką, która na pewno nie będzie łatwiejsza. [...] Początkowy okres działania RPP w nowym składzie będzie bacznie obserwowany przez rynki finansowe – ważne jest więc, aby miały one pewność, że będzie to kontynuacja. Jeśli nawet w jakiejś mierze tak było [do ożywienia przyczynił się wysoki deficyt budżetu], nie można twierdzić, że poluzowanie polityki fiskalnej było celowe. Częściowo wynikało ono z błędnej diagnozy sytuacji, nieuwzględnienia pewnych elementów, które – jak się później okazało – doprowadziły do wyższego deficytu. Nie przypuszczam jednak, by ten impuls był duży. Trzeba też pamiętać, że nie każdy wzrost deficytu oznacza poluzowanie polityki. Takie uproszczenie przyjmują u nas czasem nawet specjaliści. [...] Naszym problemem nie jest zbyt niska konsumpcja, lecz niskie oszczędności. Musimy poprawić podaźową stronę gospodarki, czyli efektywność, z jaką wykorzystujemy czynniki produkcji. Stymulowanie popytu nie przyniesie korzyści, bo gdy przekroczymy potencjalne tempo wzrostu PKB szybko pojawi się presja inflacyjna. A historia gospodarcza uczy, że wysoka stopa oszczędzania była w wielu krajach bardzo ważnym czynnikiem pozwalającym skrócić dystans do najbogatszych. Najpewniejszym sposobem na to, aby zwiększyć oszczędności, jest ograniczenie deficytu budżetu. [...] Jest jeszcze trzecie [wyjście z przekroczenia ustawowych progów dług publiczny] – kreatywna księgowość budżetowa. Sięgnęła do niej np. Portugalia, gdy miała kłopoty ze spełnieniem wymagań Paktu Stabilności i Wzrostu. Nie dopuszczam myśli o zmianie konstytucji. Gdybyśmy byli zmuszeni do spełnienia tego warunku [wąskiego korytarza wahań w ERM2 – $\pm 2,25\%$ ], nasze przystąpienie do ERM2 odsunęłoby się <i>ad calendas grecas</i> . W moim przekonaniu byłaby to też zasadnicza zmiana zasad gry w jej trakcie. Mam więc nadzieję, że był to tylko balon próbny. [...] Polityka ta [kursowa] stanie się jeszcze trudniejsza po wejściu do ERM2. Powróci tzw. trylemat polityki pieniężnej w otwartej gospodarce: będzie ona musiała realizować bezpośredni cel inflacyjny spójny z kryterium z Maastricht, a jednocześnie utrzymywać kurs walutowy w paśmie $\pm 15\%$ i to w warunkach pełnej już liberalizacji przepływu kapitału. Tak więc nie zanosi się na to, aby nowa rada miała łatwe życie.
PAP, 3 XII	Z jednej strony są argumenty za najwcześniejszym z możliwych terminów przyjęcia euro, ale może się okazać, że nieznaczne odroczenie w czasie może być korzystniejsze. [...] Wcześniejsze przystąpienie niż w 2009 nie będzie łatwe, szczególnie patrząc na kalendarz rządu, ścieżkę ograniczenia narastania długu oraz deficytu. Rok 2009 jest realistyczny. Teraz trzeba się martwić o spełnienie kryteriów, to jest w naszych rękach. [...] Nieuczciwie byłoby natomiast po referendum [...] zmieniać reguły gry i ograniczać pasmo wahań dla waluty. Gdyby zostało narzucone wąskie pasmo wahań, to może oznaczać, że bez względu na wyrzeczenia nie spełnimy wymogów i w ogóle nie przystąpimy do EMU w dającej się przewidzieć perspektywie. Jestem przeciwny sięganiu do rezerwy [rewaluacyjnej] w przypadku, gdy następuje ożywienie gospodarcze. Szczególnie w takim okresie, gdy mają się decydować sprawy racjonalizacji wydatków. [...] Wolabym sięgnąć po nią, gdyby się okazało, że na przykład za dwa lata, pomimo starań rządu i wyrzeczeń społeczeństwa te wydatki są zmniejszane, ale na skutek niekorzystnych szoków zewnętrznych kurs walutowy obniża się, dług gwałtownie narasta. Wówczas jest powód, żeby ewentualnie skorzystać z rezerwy. Do rezerw powinno się sięgać w sytuacji kryzysowej. Przeznaczenie części rezerwy na zmniejszenie zadłużenia zagranicznego może być natomiast dobrym testem woli współpracy między rządem i RPP. Nie rozumiem sensu takiej propozycji [wcześniejszego usztywnienia kursu]. [...] Zmiana reżimu nie wchodzi chyba w grę, komplikowałoby to niepotrzebnie proces przystępowania do EMU. Nowe rozwiązania nie zawsze lepiej funkcjonują od istniejących. Mam nadzieję, że zaufanie inwestorów powróci. Węgry, którzy mają gorszą sytuację ekonomiczną są ogólnie postrzegani jako kraj bardziej stabilny. Wiele wskaźników pokazuje, że kurs powinien ulegać aprecjacji, ale do końca trudno jest prognozować. [...] Gospodarka przyspiesza, nie możemy więc wykluczyć pewnego przyspieszenia inflacji. Nie ma na razie wystarczających przesłanek do obniżki stóp. Ponadto nowa Rada będzie musiała dać wyważony, mądry sygnał rynkowi. Ważne jest, by nie wysłać fałszywego sygnału szczególnie w początkowym okresie, gdy kształtować się będzie tożsamość nowej Rady. [...] Przy niepewności związanej z wyborem do nowej Rady istotna jest ciągłość działań, przynajmniej w tym pierwszym okresie funkcjonowania nowej Rady. [...] Ryzyko pojawienia się presji inflacyjnej istnieje, ale jeżeli będzie ona wywołana krótkookresowymi i odwracalnymi szokami, to nie powinno to stanowić podstawy do wzrostu stóp procentowych. Coraz częściej podkreśla się, że prowadzenie polityki pieniężnej zaczyna przypominać zarządzanie w warunkach kryzysu [...]. W związku z tym oparcie tej polityki na pewnych sztywnych regułach staje się trudne. Tym bardziej nabiera więc znaczenia problem wyjaśniania przez członków RPP motywów podejmowanych decyzji. [...] Niezrealizowanie na przykład rocznego celu inflacyjnego nie jest samo w sobie dużym problemem. Natomiast trzeba wyraźnie umieć pokazać, które szoki są zależne od polityki pieniężnej, a które nie. Wyjaśnić na co stopy procentowe mają wpływ. To jest problem demokratycznego nadzoru, który nie ogranicza w żaden sposób niezależności banku centralnego. To są różne rzeczy. Narzędzia demokratycznej kontroli wcale nie ograniczają niezależności NBP. Chodzi tutaj na przykład o list, który zobowiązany byłby wysłać prezes banku centralnego do rządu, czy Sejmu, jeśli cel inflacyjny nie zostanie zrealizowany. Wyjaśniono by w nim przyczyny takiego stanu. Nie byłoby jednak żadnych sankcji. Nie zostały popełnione istotne błędy dotyczące podejmowania decyzji o kształcie stóp procentowych przez obecną Radę. [...] Rada działała ostrożnie. [...] Słabość polegała raczej na komunikowaniu się z rynkami, a przede wszystkim z rządem i parlamentem.



## Pod lupą: Rząd i polityka

- **Dobiegają końca prace parlamentu nad budżetem**
- **...ale nie przyniosły one żadnych istotnych zmian**
- **...i ryzyko dotyczące polityki fiskalnej jest nadal wysokie**

### Sejm przyjął budżet na 2004 rok

19 grudnia Sejm przyjął budżet na 2004 rok z deficytem na poziomie 45,3 mld zł (tj. 5,3% PKB). Komisja finansów publicznych rekomendowała zmniejszenie planowanego deficytu budżetu o 369,7 mln zł w stosunku do propozycji rządowej, jednak w trakcie debaty przewodniczący komisji Mieczysław Czerniawski wycofał jedną z poprawek, dającą 169 mln zł oszczędności. Co więcej, posłowie zdecydowali (nie bacząc na negatywną opinię komisji finansów publicznych i rządu) o przekazaniu kwoty 700 mln zł z budżetowych środków specjalnych na budowę warszawskiego metra (150 mln zł) i regionalne przewozy kolejowe (550 mln zł). W zgodnej opinii wicepremiera Jerzego Hausnera i ministra finansów Andrzeja Raczki to posunięcie mogłoby bardzo niekorzystnie wpłynąć na funkcjonowanie niektórych instytucji państwa finansowanych ze środka specjalnego, w związku z czym domagali się oni usunięcia tej poprawki w Senacie. W sumie posłowie zwiększyli wydatki budżetu z 198,25 mld zł na 199,84 mld zł, co odpowiada wzrostowi o 4,8% r/r, ale jeśli dodamy transfery do OFE, to roczne tempo wzrostu wyniesie aż 10,7%. Czy jest to budżet oszczędności? Dochody zostały zwiększone w analogicznej skali, ale częściowo osiągnięto to przez wyższą ściągalskość podatków, co jest bardzo wątpliwym założeniem.

### ...a Senat wprowadził do niego nieznaczne poprawki

Zgodnie z oczekiwaniami Senat nie wprowadził znaczących zmian do ustawy budżetowej uchwalonej wcześniej przez Sejm. Zgodnie z oczekiwaniami, senatorowie zmniejszyli kwotę środków specjalnych przekazywanych do budżetu przez ministerstwa i inne instytucje z 40% (ustalonych przez Sejm) do 15% (proponowanych przez ministra Hausnera). To wywołało zmniejszenie tegorocznej dotacji na budowę metra w Warszawie oraz na kolejowe przewozy regionalne. Senat nie poparł jednak wniosku rządu o zmniejszenie deficytu o dodatkowe 100 mln zł i planowany niedobór pozostał na poziomie 45,3 mld zł. Wygospodarowane 100 mln zł zostało natomiast skierowane do NFZ. Po zakończeniu prac w Senacie ustawa budżetowa na 2004 r. wróci do Sejmu, który będzie rozpatrywał w głosowaniu poprawki wniesione

przez Senat. Ostateczne uchwalenie przez parlament tegorocznego budżetu zaplanowane jest na posiedzenie Sejmu w dniach 20-23 stycznia.

Podsumowując, zmiany dokonane w budżecie w trakcie prac parlamentarnych w porównaniu z projektem przedłożonym przez rząd są kosmetyczne i nie wpływają na ogólną ocenę planów polityki fiskalnej w 2004 r. W szczególności, w najmniejszym stopniu nie udało się zmniejszyć ryzyka przekroczenia na koniec tego roku krytycznego poziomu długu publicznego, jakim jest 55% PKB, co oznacza, że niepewność dotycząca polityki fiskalnej w średnim terminie pozostaje bardzo wysoka.

### Pierwsze niepowodzenie w realizacji planu Hausnera

Po posiedzeniu rządu 13 stycznia br. wicepremier Jerzy Hausner powiedział, że w tym roku nie będzie planowanej zmiany sposobu indeksacji rent i emerytur. Dodał jednak, że rząd nie zrezygnował z planów zmiany tego systemu, a jedynie odłożył je na przyszły rok. Hausner stwierdził, że nie będzie to oznaczało redukcji całkowitej kwoty oszczędności w finansach publicznych w nadchodzących latach i nadal jest przekonany, że zaplanowana kwota 32 mld zł musi zostać osiągnięta. Przełożenie zmiany sposobu indeksacji oznacza jednak, że rządowa obietnica dokonania redukcji tegorocznego deficytu budżetowego (o ok. 1,3-1,4 mld zł) staje się bardzo mało wiarygodna. Hausner powiedział co prawda, że oszczędności muszą zostać znalezione gdzie indziej, ale nie podał na razie żadnych konkretnych. Wicepremier zaprezentował natomiast harmonogram dalszych prac nad programem oszczędności w finansach publicznych. 20 stycznia rząd omówi ewentualne modyfikacje pierwotnej wersji planu, a 27 stycznia dokumentem zajmie się Rada Krajowa SLD. Do końca marca wszystkie związane z planem ustawy mają trafić do parlamentu.

Dzień po posiedzeniu rządu odbyło się spotkanie Komisji Trójstronnej, w trakcie którego plan Hausnera spotkał się z bardzo krytyczną reakcją związków zawodowych. Hausner zapewnił, że pomimo tego jest zdeterminowany do przeprowadzenia zakładanych reform i wyraził przekonanie, że z pewnością uzyskają one poparcie rządu i SLD. Wyraził jedynie obawy o możliwość przegłosowania odpowiednich rozwiązań przez cały parlament. Cóż, decyzja rządu odnośnie przełożenia zmian w sposobie waloryzacji świadczeń społecznych pokazuje, że nawet w samym rządzie poparcie dla planu Hausnera nie jest bezwarunkowe.





## Wypowiedzi członków rządu i polityków

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków w ciągu ostatnich tygodni dotyczyły głównie planów fiskalnych, finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu w tym roku oraz wyboru nowych członków RPP. Wicepremier Jerzy Hausner zareagował na osłabienie na rynku finansowym spowodowane decyzją rządu o przełożeniu na 2005 r. zmian w sposobie waloryzacji świadczeń społecznych. Przekonywał, że zwłoka we wprowadzeniu nowego systemu wynika jedynie z przyczyn proceduralnych, a nie z braku poparcia politycznego dla proponowanych zmian, zapewniając jednocześnie, że postara się zaproponować alternatywne rozwiązanie umożliwiające uzyskanie zakładanych na 2004 r. oszczędności. Hausner zapewnił, że nie ma mowy o rezygnacji z całości lub nawet części programu reform. Jego zdaniem SLD udzieli politycznego wsparcia dla przedłożonych przez niego, w imieniu rządu, propozycji. Minister finansów i urzędnicy kierowanego przez niego resortu dużo wypowiadali się na temat sposobu finansowania potrzeb pożyczkowych w tym roku. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami planowane są większe emisje na rynkach zagranicznych oraz zmiana profilu i wprowadzenie nowych rodzajów papierów skarbowych oferowanych na rynku krajowym. Prezydent Aleksander Kwaśniewski zapowiedział, że swoich kandydatów do RPP wybierze na początku lutego, dodając, że będą to „niekwestionowani fachowcy, niezwiązani wcześniej z działalnością polityczną”. Minister w kancelarii prezydenta Dariusz Szymczucha powiedział, że rozmowy z potencjalnymi kandydatami do RPP prezydent rozpoczął na początku stycznia i zasugerował, że kandydatów prezydenta należy upatrywać wśród jego doradców ekonomicznych. Potwierdza to oczekiwania, że powołania otrzymają Edmund Pietrzak oraz Andrzej Wojtyła. Niepewność utrzymuje się jednak nadal co do trzeciego nazwiska.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Aleksander Kwaśniewski, prezydent RP; PAP, 6 I Reuters, 23 XII	Stałem i stoję na stanowisku, że tej żelaznej zasady niezależności banku centralnego zmienić nie wolno.  Wybiorę moich kandydatów do RPP na początku lutego. Będą to niekwestionowani fachowcy, niezwiązani wcześniej z działalnością polityczną.
Dariusz Szymczucha, minister w Kancelarii Prezydenta; PAP, 18 XII	Prezydent na początku stycznia rozpocznie rozmowy [z potencjalnymi kandydatami do RPP]. [szukając kandydatów] Warto przyjrzeć się nazwiskom doradców ekonomicznych prezydenta.
Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy; PAP, 14 I	Każdy sygnał jest gorąco interpretowany, stąd pewien niepokój, który wiąże się z oceną prawdopodobieństwa przeprowadzenia tego planu. Naprawa finansów wiąże się teraz z tym planem, jeżeli pojawią się sygnały sugerujące kłopoty, to rynki reagują bardziej nerwowo, niepokój będzie w tej fazie trwał do 27 stycznia, i wiele poza tym, że mogę spokojnie się wypowiadać, i robić to, co do mnie należy, zrobić więcej nie mogę. Żaden z tych sygnałów nie powinien być interpretowany jako zamiar rezygnacji z części programu, a już na pewno jako zamiar rezygnacji z całego programu. [Na pytanie o możliwość dalszego osłabienia złotego] Jest to zupełnie hipotetyczna sytuacja i z punktu widzenia finansów publicznych i rynków finansowych lepiej w ogóle nie wypowiadać się na temat zupełnie hipotetycznej sytuacji, bo potem nagle te hipotetyczne sytuacje stają się rzeczywistością. Nie przewiduję, żeby się osłabił. Jest opinia rady legislacyjnej, która wyraźnie sugeruje, że dokonanie w tym roku zmiany zasad waloryzacji (rent i emerytur) byłoby podstawą do uznania, że jest ona niekonstytucyjna. Musiałoby to skłonić rząd, by przyjął to rozwiązanie od 2005. Rynki finansowe zareagowały na to, ja mogę zareagować, zapowiadając, że będę starał się wypracować takie rozwiązanie, by to ograniczenie wydatków w 2004 roku, które planowaliśmy przez to posunięcie, zastąpić innym. Jestem przekonany, że Rada Krajowa SLD zaakceptuje propozycje, które przedłożę w imieniu rządu i że będzie polityczne wsparcie. Co do tego jestem przekonany, że wynik tej debaty będzie pozytywny.
PAP, 13 I	Istnieje jeszcze przestrzeń do obniżenia stóp procentowych, ale to (wysokość stóp) nie jest dziś najważniejszy problem. Ten moment na obniżkę był półtora roku - dwa lata temu, i dziś byłibyśmy w innym miejscu rozwoju gospodarczego. Nie powiem, o ile RPP może obniżyć stopy, bo nie do mnie należy definiowanie tych kwestii. Ale gdyby nastąpiła taka redukcja, to uważam, że nie byłoby to groźne. Moim celem jest natomiast takie działanie, aby RPP nie miała argumentów za podwyżką stóp. To byłoby zabójcze dla naszej gospodarki. Byłoby też nieporozumieniem, gdyby nowa Rada forsowała gwałtowne obniżenie stóp procentowych. To byłoby nieszczerse.
PAP, 8 I	Wiceminister Wasilewska to bardzo dobry kandydat [do RPP]. [...] Za dobre kandydaty [na członków RPP] uważam kandydaturę profesora Owsiaka, Edmunda Pietrzaka, Andrzeja Wojtyły i Haliny Wasilewskiej-Trenkner. Licząc według obecnej metodologii chciałbym, żebyśmy skończyli 2004 rok z bezrobociem poniżej 17%. Wierzę, że się uda ale mam też pewność, że będzie to trudne.
PAP, 6 I	Nie boję się, czy plan [oszczędnościowy] od strony politycznej zostanie zaakceptowany bo te gremia, które mają program zaakceptować, czyli rząd i rada krajowa SLD, wypowiedzą się pozytywnie. Chciałbym żeby wszystkie ustawy związane z programem ograniczenia wydatków trafiły do parlamentu do końca marca, a w przypadku ustaw dodatkowych do końca kwietnia. [...] Chciałbym żeby wszystkie ustawy zostały uchwalone jak najszybciej czyli jeszcze do wakacji parlamentarnych, końca maja, początku czerwca. Muszę się obawiać o jakość tych prac innymi słowy, czy nie będzie w parlamencie chęci poprawiania na gorsze, i czy tempo tych prac będzie zadawalające.
PAP, Reuters, 5 I	Prezydent powiedział, że niezależność NBP została potwierdzona jako wartość ustrojowa i jako wartość gospodarcza. Druga rzecz, którą chcę powtórzyć to wypowiedź prezesa Balcerowicza, że Polsce potrzebna jest wyższa dynamika gospodarcza, ale ważne jest to, aby zyskać tę wyższą dynamikę nie naruszając fundamentu, który uzyskano dotychczas, jakim jest stabilność cen. Niezależność banku centralnego polega między innymi na tym, że rząd nie powinien formułować ocen ani oczekiwać co do konkretnego poziomu stóp.
Reuters, 22 XII	To zrozumiałe, że gdy gospodarka ożywia się, inflacja będzie trochę wyższa, tym bardziej, że w 2003 r. była rekordowo niska, ale nie grozi nam silniejszy od prognozowanego wzrost inflacji, bo to oznaczałoby albo zmianę polityki monetarnej, albo niekontrolowany wzrost wynagrodzeń, a tu hamulcem jest wciąż wysokie bezrobocie. Na posiedzeniu rządu 20 stycznia przedstawiony zostanie przede mną raport z debaty na temat planu oszczędności, a 24 stycznia odbędzie się posiedzenie Rady Krajowej SLD. [...] Nie widzę zagrożenia [dla planu] w procesie rządowo-partyjnym, ale kluczem będzie sytuacja w parlamencie. Jeśli coś budzi mój niepokój, to właśnie sytuacja w parlamencie, a nie w rządzie czy w SLD. Podtrzymuję, że w 2004 roku w budżecie chcemy ograniczyć wydatki o trzy miliardy złotych, ale to wymaga zmian ustawowych, między innymi decyzji o innym naliczaniu waloryzacji rent i emerytur. Jestem zdeterminowany, żeby ten cel został osiągnięty. Odnosząc się do prac nad budżetem mogę powiedzieć, że moje oczekiwania dotyczące zmniejszenia deficytu zamykały się kwotą około PLN600m. Wcześniej proponowałem, aby wyłączyć samemu, to znaczy przez rząd, środki specjalne o 15% i w ten sposób ograniczyć wydatki budżetowe. Propozycja przyjęta przez Sejm zwiększająca wydatki o ponad 1,4 miliarda złotych jest nieodpowiedzialna, ale uważam, że rząd i ja sam nie będę postulował, aby wszystkie decyzje dotyczące przesunięcia środków specjalnych ograniczyć.



Gazeta Wyborcza, 10 XII	Nigdy nie deklarowaliśmy jako głównego celu spełnienia kryteriów z Maastricht. [...] Uważam, że będziemy gotowi w latach 2008-2009. Zakładam, że w toku uchwalania budżetu deficyt zostanie zmniejszony o jakieś 600 mln zł. To nie jest wiele, ale chodzi o sygnał, który dajemy rynkom finansowym. Przewidujemy zmiany legislacyjne, które pozwolą przesunąć wydatki z roku 2004 na dalsze lata bądź je obniżyć. [...] Będziemy dążyć do tego, by deficyt był o 3 mld zł mniejszy od założonego w budżecie. Z mojego punktu widzenia pewne umocnienie złotego byłoby korzystne. Ono nie spowoduje trudności w eksporcie, a ułatwi sytuację finansów publicznych. Założony przez rząd kurs na poziomie 4,35 zł za euro wydaje się więc racjonalny i prawdopodobny do uzyskania.
PAP, 2 XII	Jeżeli się nie mylę, w IV kw. PKB wzrosło o 4,5%, to w całym roku możliwy jest wzrost PKB nawet o 3,7%. Nie spodziewam się żadnych zawirowań na rynkach finansowych [przy wyborze członków RPP], bo spodziewam się, że kandydatury, które zostaną zgłoszone i zaakceptowane [...] to będą kandydatury osób uznanych za profesjonalne, kompetentne, gwarantujące dobre wypełnianie przez RPP swojej konstytucyjnej i ustawowej roli. [...] W najmniejszym stopniu nie przypuszczam, że pojawią się w tym składzie osoby przypadkowe, które nie posiadałyby potwierdzonych kwalifikacji merytorycznych związanych ze znajomością problemów makroekonomii i finansów publicznych. [...] Będę przekonywał decydentów, że wszystkie osoby, niezależnie od tego jakie to będą nazwiska, muszą się legitymować wysoką wiedzą i kompetencjami zawodowymi, bo to jest nasze wspólne bezpieczeństwo.
PAP, 1 XII	Zakładam, że najbliższe 3-4 miesiące na pewno będą miesiącami, w których bezrobocie rejestrowane wzrośnie. Natomiast zapewniam, że od marca będziemy mieli znaczącą i wyraźną poprawę. W tym roku przez osiem kolejnych miesięcy bezrobocie spadało i jestem przekonany, że taki sam, i to znacznie mocniejszy okres czeka nas w 2004 r. Zdaję sobie sprawę, że najtrudniejszy z tego punktu widzenia [finansowania budżetu] będzie I kwartał, bo taki jest układ strumieni finansowych, związanych z budżetem państwa, że najtrudniej ministrowi finansów rozwiązywać problemy w I kwartale, bo z jednej strony są relatywnie najmniejsze wpływy, a relatywnie wysokie wydatki.
Piotr Czyżewski, minister skarbu; PAP, 6 I	Chcę koniecznie zdążyć z ofertą do 35% akcji [PKO BP] w tym roku.
PAP, 19 XII	Nie wykluczam [sprzedaży akcji TPSA w br.], trwają dość intensywne rozmowy. Myślę, że porozumienie osiągniemy szybko. Mamy już ponad 4 mld zł brutto [w 2003 r. z prywatyzacji], a jest jeszcze szansa na kilka transakcji.
PAP, 11 XII	Wyjście Skarbu Państwa z tej spółki [TP S.A.] nastąpi, kiedy porozumiemy się w tej sprawie z France Telecom. Myślę, że nie będzie to zbyt długo trwało, to będzie kwestia najbliższych tygodni. Propozycję dostaliśmy z tamtej strony. Podjęliśmy to, i myślę, że w niedługim czasie, zgodnie z tym co wcześniej zapowiadaliśmy, całkowicie wyjdziemy z tej spółki.
Andrzej Raczko, minister finansów; PAP, 8 I	Analizujemy możliwość emisji zagranicznych w I kwartale. Na rynek jeszcze się nie zdecydowaliśmy, czy będzie to USA, to będzie wtedy wyższa kwota, czy też zdecydujemy się na emisję w jenie. Nie jest to zdecydowane, ale bierzemy pod uwagę, że pod koniec I kwartału przeprowadzilibyśmy jeszcze jakąś inną emisję, ale na inny rynek niż europejski. [...] Jesteśmy zadowoleni z planów związanych z długiem publicznym, które są realizowane. Sądzę, że przeformułowanie instrumentów w I kwartale wpłynęło pozytywnie na kształtowanie opinii rynkowej dotyczącej rentowności i podaży papierów.
PAP, 7 I	Konflikt pomiędzy dwoma stronami ul. Świętokrzyskiej przy tak niskiej inflacji będzie bardziej ostry niż obecnie. Kiedy poziom inflacji sprowadzamy do bardzo niskiego otwiera się wyraźne pole dla RPP do wspierania pro wzrostowej polityki gospodarczej rządu. [...] Gdyby zapytać, kogo minister finansów uznaje za trwały pomost między dwiema stronami Świętokrzyskiej, to jest to pani minister Halina Wasilewska-Trenkner. Rekomendacja jest jednoznaczna. Podjęliśmy cały szereg działań, aby przekonać rynki do naszej nowej strategii, takich jak wprowadzenie nowych instrumentów zmiennoprocentowych, podanie planów emisji zagranicznych. [...] Sądzę, że wszystkie te czynniki oraz ostateczny wzrost zaangażowania inwestorów zagranicznych w złote papiery spowodowały pozytywny wynik przetargu. Sądzę, że na pewno będzie to trwałe zjawisko.
PAP, gazeta.pl, 6 I	Przedstawiliśmy ministrom strategię, która jest materiałem do dalszej dyskusji. Istotne zmniejszenie stawek podatkowych jest zależne od powodzenia planu Hausnera i znacznej redukcji deficytu budżetu.
PAP, 18 XII	[o emisjach typu <i>private placement</i> ] Resort nie wyklucza czy będzie to rynek krajowy czy zagraniczny. Nie ma szerszego planu na przyszły rok.
PAP, 16 XII	Powiększenie dochodów budżetowych [w projekcie budżetu] o prawie 500 mln zł po stronie podatkowej zwiększa ryzyko nieuzyskania dochodów budżetu [w zaplanowanej wysokości].
PAP, Reuters, 15 XII	Mamy możliwość pozyskania w I kwartale 4,5-5 mld €. To wcale nie oznacza, że w I kw. będziemy emitować obligacje w takiej kwocie. [...] Mniej niż połowa tej kwoty będzie dotyczyć emisji papierów dłużnych. Musimy pamiętać, że Ministerstwo Finansów pozyskuje środki na podstawie umów zawartych z bankami. Są to przede wszystkim międzynarodowe instytucje finansowe. Mamy podpisane pewne umowy dotyczące kredytowania rewolwingowego i możemy z takiej opcji skorzystać. Możemy też przeprowadzić emisję zagraniczną. Oczywiście w I kwartale taką emisję będziemy planować. [...] O kształcie tej emisji - czy to będzie rynek dolarowy, czy rynek euro, czy jakieś inne rozwiązanie - również będziemy dyskutować z bankami inwestycyjnymi, które przedłożą nam pewne propozycje. Zapytaliśmy dealerów, jaka konstrukcja takich instrumentów [obligacji o zmiennym oprocentowaniu] byłaby pożądana przez rynek. Po uzyskaniu tych informacji na tej podstawie sporządzimy plan emisji na I kwartał. Za cały 2003 rok wzrost PKB może wynieść nie tylko 3,5%, ale jest szansa na 3,6%. To jest dobra wiadomość. Wzrost PKB w III kw. wyniesie 4,1%, a w IV kwartale 4,4%. W przyszłym roku wzrost gospodarczy wyniesie ma 5%. Widać, że będziemy mieli odbicie inflacyjne, jednak pozostanie ona pod kontrolą. Poziom inflacji, który będzie poniżej 3% jest najbardziej prawdopodobny do zrealizowania. Ten poziom inflacji jest do zaakceptowania z punktu widzenia równowagi makroekonomicznej, a tym samym możliwości uzyskiwania wysokiego tempa wzrostu gospodarczego i jego trwałości.
PAP, 12 XII	Widać, że cykl [stopy bezrobocia] ulega stopniowemu spłaszczeniu. Najwyższy poziom bezrobocia rejestrowanego mamy już za sobą [prognoza bezrobocia: 17,8% na koniec 2003 r. i 17,7% na koniec 2004]
PAP, 11 XII	Będę dążył, aby do spotkania [zespołu powołanego wspólnie przez Ministerstwo Finansów oraz NBP, który wypracowuje strategię przystąpienia do UE] doszło jak najszybciej. Kluczową rzeczą jest to, że polski budżet zgodnie z ustawą jest limitem wydatków, dlatego jeżeli w trakcie roku budżetowego okaże się, że zaistnieją ustawowe przesłanki, które pozwolą na wydatkowanie mniej pieniędzy niż to było założone, to jest to dopuszczalne rozwiązanie. Jeżeli będzie się udawało zmniejszać odpowiednio wydatki i redukować deficyt, to powstanie również przestrzeń do dalszych ruchów podatkowych. [...] Jako jeden z kluczowych warunków przyjęliśmy, że dobry system podatkowy powinien wspierać rozwój gospodarczy i w związku z tym nie powinien zmierzać do zwiększania obciążeń podatkowych. Dlatego przyjęliśmy założenie, że takim najprostszym miernikiem jest relacja podatków do PKB – ta relacja nie powinna ulegać zwiększeniu, natomiast jeśli to możliwe, obniżeniu.



Ryszard Michalski, wiceminister finansów; PAP, Reuters, 6 I	Mam nadzieję, że już nie dojdzie do spadku cen i dziwnych zachowań na rynku, tak jak miało to miejsce pod koniec ubiegłego roku. [...] W tym roku zakładamy stabilizację, a nawet pewne umocnienie złotego. Nie mamy zamiaru odejścia od strategii zarządzania długiem, ponieważ przynosi ona dobre rezultaty. Struktura instrumentów jest na tyle korzystna, że pozwala nam na obniżenie kosztów obsługi długu. Naszym zamiarem jest sprzedaż dłuższych obligacji skarbowych, gdy tylko poprawi się popyt, który już zaczynamy obserwować. Stopniowo będziemy odbudowywali rynek dłuższych obligacji. Mam nadzieję, że jutrzejsza sprzedaż naszych dwuletek będzie symptomem tych pozytywnych objawów na rynku. Po raz drugi w 2003 r. mieliśmy do czynienia z niewykonaniem planu prywatyzacyjnego. Miejmy nadzieję, że po dwóch latach chudych prywatyzacja bardziej się powiedzie i zasili nas 8,8 mld zł. Są po temu wszelkie dane, żeby prywatyzacja w większym stopniu niż w ciągu dwóch ostatnich lat finansowała deficyt. [...] Sytuacja na giełdzie poprawia się i sprzedaż resztek może dobrze wypaść. Dojdzie także do dużych prywatyzacji. W tym roku nastąpi zasilenie ze sprzedaży pozostałych składników przeznaczonych do prywatyzacji.
Reuters, 31 XII	Transakcja zakończyła się. Wymieniliśmy większość środków z pożyczki EBI. Sprzedaliśmy 200 mln euro. [...] Spełniliśmy oczekiwania wobec nas. Przetestowaliśmy rynek. Pojemność rynku okazała się większa niż się można było spodziewać. [...] Zrobiliśmy tzw. poduszkę płynnościową (dla budżetu). Z poczuciem dobrze spełnionego obowiązku wchodzimy w nowy rok. Sprzedaliśmy 200 mln euro i uznaliśmy, że to wystarczy. Mieliśmy mocne postanowienie, żeby mieć zakładkę płynnościową 7 mld zł i tyle mamy. Dokładnie zrealizowaliśmy swoje zamierzenia jeżeli chodzi o płynność przechodzącą na przyszły rok. Lokata płynnościowa na koniec roku wyniesie co najmniej 7 mld zł.
PAP, 29 XII	Na początek stycznia resort [finansów] wznowi rozmowy z bankiem centralnym dotyczące przystąpienia do systemu ERM2.
PAP, 18 XII	Nie widzę obecnie przesłanek do przedwczesnego wykupu długu w Klubie Londyńskim i Paryskim, chociaż jeśli pojawią się takie warunki rynkowe, może zostać to przeprowadzone. [...] MF nie planuje obecnie finansowania walutowego ani przedterminowej spłaty zadłużenia zagranicznego, co nie oznacza, że gdy pojawią się korzystne warunki rynkowe, nie skorzystamy z takiej możliwości, pod warunkiem uzgodnienia propozycji z NBP. Będziemy to robić [wymieniać waluty z pożyczki EBI] w pewnych dozach. Myślę, że nie będzie to miało większego wpływu [na rynek], a nawet jeśli tak, to jest to pewna stabilizacja, umocnienie złotego. Nie chcemy zbyt dużego szoku. Gdyby całość miała zachwiać kursem, to nie należy tego robić.
Elżbieta Mucha, wiceminister finansów; www.gazeta.pl, 6 I	[w strategii podatkowej] Nie ma żadnych liczb. Strategia jest tylko pewną filozofią, koncepcją, materiałem do dyskusji.
Halina Wasilewska- Trenkner, wiceminister finansów; Reuters, 6 I	W pierwszym kwartale nie ma groźby niewyptacalności budżetu, chociaż będzie to bardzo trudny kwartał.
Jacek Krzyślak, dyr. dep. analiz MF; PAP, 7 I	Pozostawiamy inflację miesiąc do miesiąca na poziomie 0,2%, z tym, że rok do roku wychodzi 1,6-1,7%.
Jacek Tomorowicz, dyr. dep. polityki zagranicznej MF; PAP, 22 XII	Przymierzamy się do emisji benchmarkowej na co najmniej 1 mld EUR. Chcemy ją przeprowadzić na początku roku. Będzie to emisja pięcioletnia o stałej stopie procentowej. Jej termin zapadalności będzie przypadał w 2009 r. [...] Emisja pięcioletnia euroobligacji jest obecnie priorytetem. [...] Prace są już na etapie operacyjnym. Planujemy emisję we frankach szwajcarskich. Ta oferta ma posłużyć do zbudowania nowego rynku. Wartość tej emisji wyniesie około 300 mln CHF. Jest rozważane dokonanie emisji w jenach. Będzie ona znacznie większa od poprzedniej. [...] Rok finansowy w Japonii kończy się w taki sposób, że z emisją albo trzeba by było się spieszyć i przeprowadzać ją w I kw., albo – co bardziej prawdopodobne – poczekać z nią do II kwartału. Mamy dwa kredyty z EBI, które mogą być wykorzystane na finansowanie potrzeb budżetowych, oba po 500 mln EUR. Pierwszy jest na refinansowanie wydatków inwestycyjnych poniesionych przez budżet. Drugi jest związany ze współfinansowaniem funduszy strukturalnych UE. [...] W przypadku pierwszego kredytu około 260 mln EUR już 'pociągnęliśmy'. Następną część, czyli 240 mln EUR, może zostać wykorzystana w I kw. W I kwartale będziemy mogli wziąć także pierwszą transzę - około 100 mln EUR - z drugiej pożyczki. Kredyt jest przeznaczony na prefinansowanie, a więc transzę będzie można uruchomić zanim napłyną fundusze unijne. [...] Poza tym mamy kilka projektów z BŚ, które powinny domknąć planowaną kwotę 500 mln EUR. Wymiana walut na złote poprzez rynek będzie dokonywana przez MF w zależności od jej opłacalności i potrzeb budżetowych. Nie będzie to miało charakteru interwencji walutowych. Prowadziliśmy rozmowy z Klubem Paryskim od dłuższego czasu. Efekt tych negocjacji jest taki, że jest zgoda na wcześniejszy wykup, ale potrzebne są jeszcze rozmowy techniczne co do jego wyceny. Trzeba się zastanowić nad tym, jak program takiego wykupu byłby prowadzony i jak zgromadzić na niego środki. [...] Nawet całość wykupu mogłaby wchodzić w grę, choć to nie może być robione jednorazowo. Przy wykupie brazylijskim pieniądze pożyczaliśmy od Narodowego Banku Polskiego. Ostatnio były oświadczenia ze strony przedstawicieli NBP, że bank centralny jest gotowy do powtórzenia takiej operacji. Przypuszczam, że transakcja przy udziale NBP byłaby możliwa, choć nie chcę się wypowiadać co do szczegółów. Oczekivalibyśmy jednak od NBP warunków lepszych niż poprzednio. Przedterminowy wykup pozostałych serii obligacji Brady'ego zależy od opłacalności takiej operacji. Oceniamy, że obecna wartość rynkowa tych obligacji jest zbyt wysoka. W związku z tym nie przymierzamy się na razie do przeprowadzenia takiej operacji.
PAP, 8 XII	Ministerstwo jest przygotowane do tego, aby przeprowadzać operacje w dwie strony: albo kupna, albo sprzedaży walut na rynku. Poinformowaliśmy o pierwszej tego typu transakcji. Na razie nie ma żadnego programu przeprowadzania takich działań w przyszłości. W przypadku tej operacji [sprzedaży 250 mln €] chodziło przede wszystkim o to, żeby pozyskać złote. W tym przypadku sytuacja rynkowa była neutralna. Oczywiście, jeśli warunki rynkowe będą niekorzystne, to takiej operacji nie będzie się przeprowadzać. Zamiast kupować środki w NBP, z pewnych względów może być bardziej opłacalne dokonanie tego na rynku. Natomiast nie ma to żadnego charakteru interwencji rynkowych.

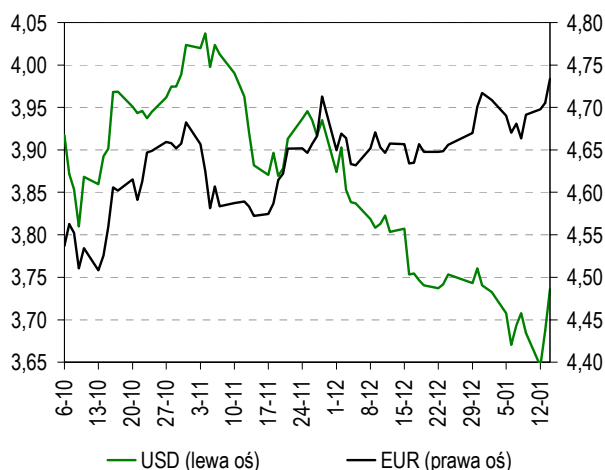
## Monitor rynku

- **Złoty i obligacje mocne w grudniu i styczniu**
- **... aż do obaw wokół planu Hausnera**
- **Udana sprzedaż obligacji i euroobligacji**

### Huśtawka nastrojów na rynku walutowym

Na początku grudnia handel na rynku walutowym uległ uspokojeniu i złoty wzmocnił się, po zamieszaniu pod koniec listopada wskutek nieoczekiwanej podwyżki stóp na Węgrzech. Poprawie nastrojów sprzyjały dobre dane bilansu płatniczego za październik. W następnych dwóch tygodniach kurs złotego ustabilizował się wobec koszyka dolar-euro, natomiast wzmocnił się wobec dolara i osłabiał wobec euro na skutek wzrostu kursu  $\text{€}/\text{\$}$ . Tuż przed okresem świątecznym polska waluta wzmocniła się w stosunku do koszyka obu walut, co prawdopodobnie wynikało z rozpoczętych w tym czasie transakcji wymiany walut przeprowadzanych przez resort finansów. W okresie świątecznym aktywność rynku była zmniejszona i wypowiedzi przedstawicieli MF o trwającej sprzedaży walut miały nieznaczny wpływ na złotego. Natomiast na rynku globalnym kurs EURUSD osiągał kolejne rekordowe poziomy (29 grudnia ponad 1,25 USD). Na koniec grudnia złoty był mocniejszy o około 2% wobec koszyka walutowego w porównaniu z końcem listopada, jednak niemal w całości aprecjacja nastąpiła wobec dolara.

### Złoty w ostatnich 3 miesiącach



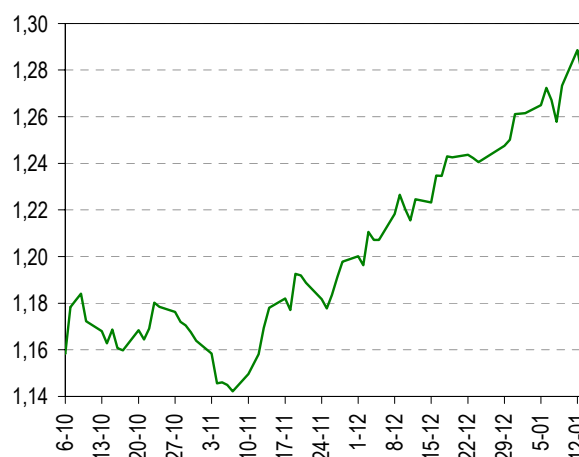
Źródło: NBP

Według fixingów NBP w grudniu dolar był notowany pomiędzy 3,7373 zł (22 XII) a 3,9030 zł (2 XII) i średnio na poziomie 3,7928 zł (wobec 3,9443 zł w listopadzie). Natomiast euro wyceniano od 4,6318 zł (5 XII) do 4,7170 (31 XII) oraz przeciętnie na poziomie 4,6570 zł (w listopadzie 4,6194 zł). W porównaniu z prognozami z poprzedniego MAKROskopu (odpowiednio 3,84 i 4,65)

widoczna jest wyraźna różnica w przypadku dolara, co w dużym stopniu wynikało z głębszej niż oczekiwaliśmy deprecjacji tej waluty na rynku międzynarodowym.

Na początku roku handel się ożywił. Przy pozytywnych nastrojach i dużej aktywności graczy z zagranicy kształtował się trend aprecjacyjny. Nadal złoty wzmocnił się bardziej wobec dolara niż euro, bowiem kurs EURUSD kontynuował wzrost i 12 stycznia osiągnął rekordowy poziom blisko 1,29. W połowie stycznia nastroje pogorszyły się na skutek obaw dotyczących wdrożenia planu Hausnera. Złoty osłabiał się osiągając najniższy w historii kurs do euro 4,76 PLN.

### Kurs euro do dolara



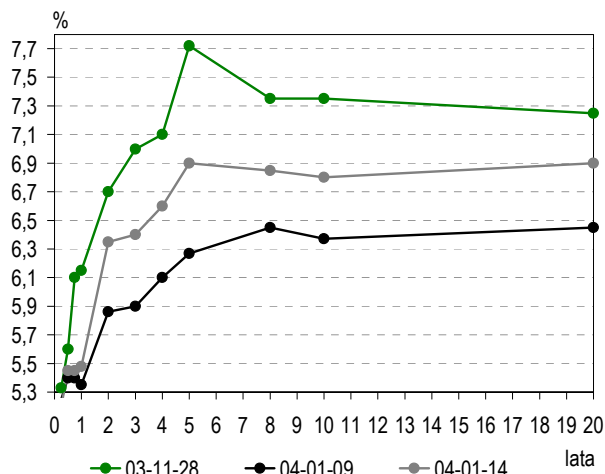
Źródło: NBP, BZ WBK

Od początku grudnia trwa kolejna fala osłabienia dolara wobec euro. Mimo że gospodarka strefy euro jest oceniana gorzej od amerykańskiej, to jednak niższe stopy procentowe w USA oraz zaangażowanie w wojnę w Iraku sprzyjają osłabieniu dolara.

### ... oraz na rynku obligacji

W grudniu, aż do okresu świątecznego krzywa rentowności systematycznie przesuwała się w dół. Najpierw głównie od sektora 5L wzwyż po informacji o przesunięciu podaży długich papierów na rynku pierwotnym aż do marca. Potem bardziej na krótszym końcu, gdy zmniejszyły się obawy przed podwyżkami stóp i pojawiły się dobre wiadomości o przychodach z prywatyzacji do końca roku. W okresie świątecznym krzywa odnotowała nieznaczne zmiany. W pierwszej połowie stycznia, podobnie jak na rynku walutowym, początkowo nastroje były bardzo dobre. Znaczny popyt ze strony instytucji zagranicznych oraz udane przetargi obligacji 2-letnich przekładały się na spadki rentowności. Jednak zamieszanie wokół planu Hausnera spowodowało ich wzrost w 2 dni o 40-50 bp.

**Krzywa rentowności**



Źródło: BZ WBK

W środę 7 stycznia odbyła się aukcja benchmarku 2-letniego OK0406. Obligacje te cieszyły się ogromnym zainteresowaniem i zgłoszony popyt (9,1 mld zł) był ponad trzykrotnie większy od podaży. Tak dużą nadwyżkę ostatni raz odnotowano w kwietniu ub.r. Sprzedano wszystkie papiery, a średnia rentowność była niższa niż na przetargu w grudniu o blisko 100 pb i o około 10 pb poniżej notowań na rynku wtórnym dzień wcześniej. Na przetargu uzupełniającym zgłoszono ogromny popyt i sprzedano wszystkie papiery. Z kolei 14 stycznia odbył się pierwszy w historii przetarg obligacji 3-letnich WZ0307 oraz 7-letnich WZ0911 o zmiennym oprocentowaniu. Popyt na obligacje o krótszym terminie zapadalności był większy. Łączny zgłoszony popyt (6,5 mld zł) znacznie przekraczał podaż, ale ministerstwo odrzuciło większość ofert i sprzedało mniej obligacji niż wyniosła oferta.

8 stycznia Polska sprzedała 5-letnie euroobligacje o wartości 1,5 mld € przy rentowności wyższej o 32 pb od stopy swap oraz 46 pb powyżej obligacji niemieckich. Wartość emisji została podwyższona z początkowo planowanego 1 mld €. Minister finansów zapowiedział, że rozważana jest emisja na rynek nieeuropejski jeszcze w I kwartale br. Brane są pod uwagę obligacje nominowane w dolarach albo w jenach.

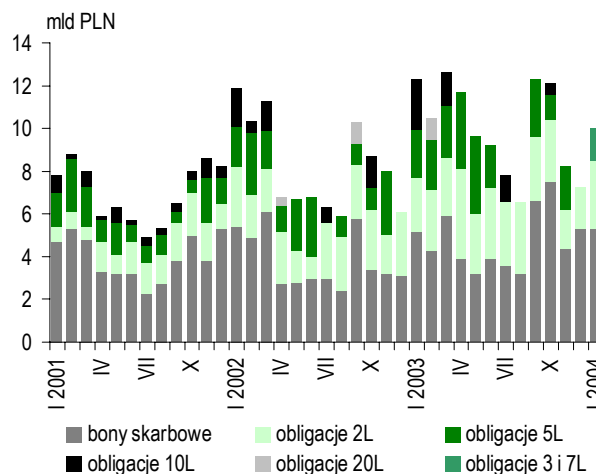
**Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	07.01*	OK0406	3 200	3 200	14.01	WZ0307/0911	1 500	1 407	-	-	-	-
lut	04.02	OK0406	-	-	11.02	WZ0307/0911	-	-	-	-	-	-
marzec	03.03	OK0406	-	-	10.03	DS1013	-	-	17.03	5L	-	-
kwiecień	07.04	OK0806	-	-	14.04	DS1013	-	-	21.04	5L	-	-
maj	05.05	OK0806	-	-	12.05	WZ0307/0911	-	-	19.05	5L	-	-
czerwiec	02.06	OK0806	-	-	9.06	WZ0307/0911	-	-	16.06	5L	-	-
lipiec	07.07	OK0806	-	-	14.07	DS1013	-	-	-	-	-	-
sierpień	04.08	OK0806	-	-	11.08	WZ0307/0911	-	-	-	-	-	-
wrzesień	01.09	OK0806	-	-	8.09	WS0922	-	-	15.09	5L	-	-
październik	06.10	OK1206	-	-	13.10	10L	-	-	20.10	5L	-	-
listopad	03.11	OK1206	-	-	10.11	WZ0307/0911	-	-	17.11	5L	-	-
grudzień	01.12	OK1206	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

\* razem z przetargiem uzupełniającym

**Podaż papierów skarbowych**



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Natomiast jeszcze w grudniu MF wyemitowało obligacje wartości 400 mln \$ w operacji typu *private placement* z Pekao S.A. Środki z tej operacji (1,5 mld zł) zostały umieszczone na rachunku rządu w NBP i mają być wykorzystane w I kw. 2004 r. Była to pierwsza operacja polskiego rządu tego typu.

**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ			
	13-tyg.	26-tyg.	52-tyg.	Suma
01.12.2003	-	-	1 100 / 1 100	1 100 / 1 100
08.12.2003	-	-	1 100 / 1 100	1 100 / 1 100
15.12.2003	100 / 100	-	1 500 / 1 500	1 600 / 1 600
22.12.2003	-	-	1 500 / 1 500	1 500 / 1 500
<b>Razem grudzień</b>	<b>100 / 100</b>	<b>-</b>	<b>5 200 / 5 200</b>	<b>5 300 / 5 300</b>
05.01.2004	100	200	1 000	1 300
12.01.2004	100	200	1 000	1 300
19.01.2004	100	100	1 200	1 400
26.01.2004	-	100	1 200	1 300
<b>Razem styczeń</b>	<b>300</b>	<b>600</b>	<b>4 400</b>	<b>5 300</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów

Perspektywy krótkoterminowe dla polskiego rynku finansowego pozostają niepewne. Po krótkiej poprawie na początku roku, nastroje odnotowały znaczne pogorszenie, jak tylko pojawiły się wątpliwości co do całościowego wdrożenia plany Hausnera. Ponadto, nad rynkiem finansowym wisi presja ogromnych potrzeb pożyczkowych budżetu (patrz sekcja *Temat miesiąca*).

## Przegląd międzynarodowy

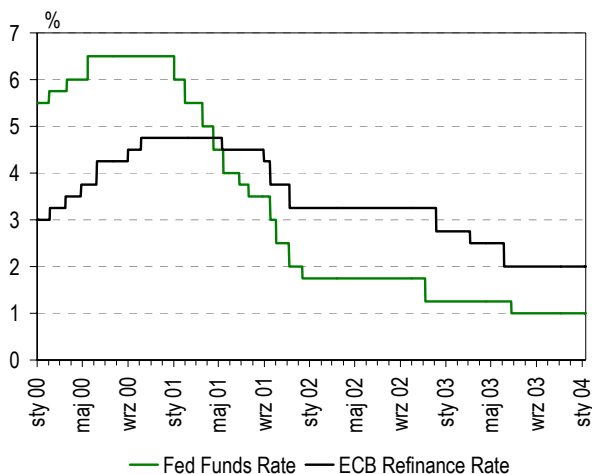
- Stopy procentowe ciągle bez zmian
- Inflacja w strefie euro powyżej celu EBC
- W USA ceny odnotowały spadek
- ... a PKB rośnie w rekordowym tempie
- Oczekiwane ożywienie w strefie euro bardzo blisko

### Stopy nadal bez zmian – zgodnie z oczekiwaniami

Zgodnie z oczekiwaniami Rada Europejskiego Banku Centralnego nie zmieniła stóp procentowych na posiedzeniu w czwartek 8 stycznia. Od czerwca 2003 r. główna stopa procentowa w strefie euro – stopa refinansowa – wynosi 2,0%. Na konferencji prasowej prezes EBC Jean-Claude Trichet stwierdził, że ostatnie wzmocnienie euro jest niekorzystne dla eksportu z krajów strefy euro, ale ten efekt może zostać częściowo zniesiony przez rosnący popyt w gospodarce światowej. Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi stopy procentowe w Europie zostaną podniesione dopiero, gdy Fed zdecyduje się podnieść stopy w USA.

Tymczasem najbliższe posiedzenie amerykańskiego Komitetu Otwartego Rynku jest zaplanowane na 27 i 28 stycznia i także na nim nie jest oczekiwana zmiana poziomu stóp procentowych.

### Stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Reuters

### Komisja Europejska pozywa Radę Ministrów UE

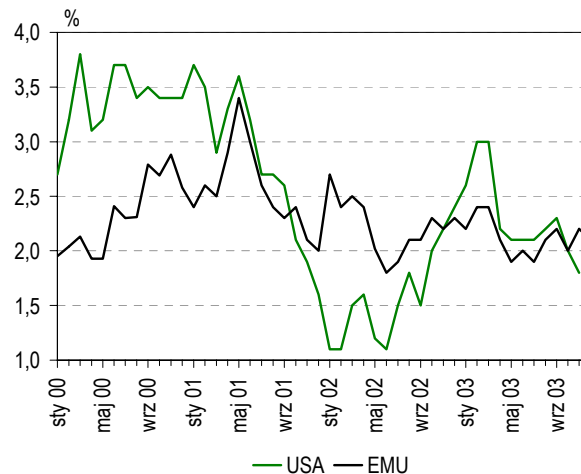
Komisja Europejska złożyła pozew do Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości przeciwko Radzie Ministrów. W listopadzie Rada podjęła decyzję by nie karać Niemiec i Francji za trzecie z rzędu przekroczenie kryterium deficytu budżetowego. Komisja uznała tę decyzję za nielegalną ze względów proceduralnych.

### Niska inflacja bazowa w Stanach Zjednoczonych

Według ostatecznych kalkulacji, ceny konsumenta w strefie euro wzrosły w listopadzie o 0,1% m/m i na skutek tego roczna stopa inflacji przyspieszyła do 2,2% z 2,0% odnotowanych w październiku. Dane te były dokładnie zgodne ze wstępną publikacją i oczekiwaniami rynkowymi, a inflacja przekroczyła w listopadzie poziom celu inflacyjnego EBC (2,0%). Z kolei, według wstępnych szacunków, w grudniu roczna stopa inflacji w strefie euro zmniejszyła się do 2,1% i także tym razem dane były zgodne z prognozą rynku. Dane o cenach producenta w listopadzie były mniej więcej zgodne z oczekiwaniami analityków. Ceny wzrosły o 0,1% m/m, a roczna dynamika cen wyniosła 1,4% wobec 0,9% w październiku. Tymczasem prognozy analityków były na poziomie odpowiednio 0,0% oraz 1,2%.

Według danych EBC, dynamika podaży pieniądza M3 w strefie euro wyniosła w listopadzie 7,4% r/r, co oznacza wyraźne spowolnienie z 8,1% odnotowanych w październiku, a zrewidowanych z 8,0%. Miesiąc wcześniej dynamika M3 odnotowała niespodziewane przyspieszenie z 7,6%, które teraz okazało się tylko jednorazowym wyskokiem.

### Inflacja konsumenta r/r



Źródło: Reuters

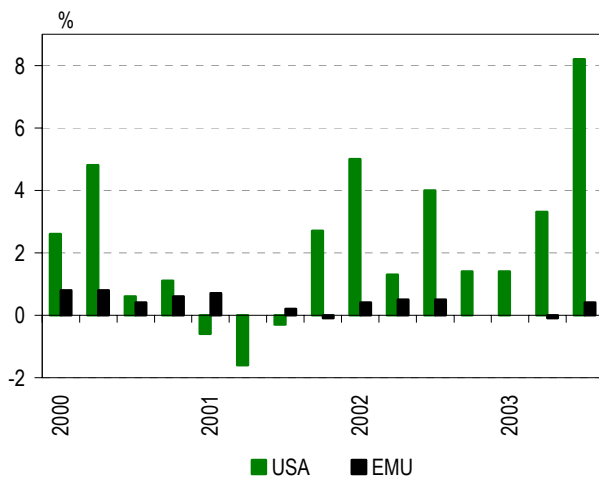
Dane o inflacji w Stanach Zjednoczonych były znacznie lepsze od oczekiwań rynkowych. W listopadzie ceny konsumenta zmniejszyły się o 0,2% m/m, podczas gdy oczekiwano wzrostu o 0,1%. Wynik ten przełożył się na spadek rocznej stopy inflacji do 1,8% z 2,0% odnotowanych w październiku. Roczna stopa inflacji bazowej spadła do 1,1% co jest najniższym poziomem od stycznia 1966 r.



## Rekordowy wzrost gospodarczy w USA

W Stanach Zjednoczonych opublikowano finalne dane o wzroście gospodarczym w III kwartale 2003 r. PKB USA wzrósł o 8,2% kw/kw w porównaniu z 3,1% odnotowanymi w II kwartale ub.r. Takie dane oznaczały potwierdzenie wstępnych szacunków podanych miesiąc wcześniej i były zgodne z oczekiwaniami analityków. Jest to najwyższe tempo wzrostu gospodarczego od niemal dwudziestu lat. Analitycy oczekują, że w IV kw. dynamika PKB spowolniła, ale nadal będzie stosunkowo wysoka, na poziomie około 4%.

### Dynamika PKB kw/kw



Uwaga: stopy wzrostu dla USA annualizowane  
Źródło: Reuters

Dane o produkcji przemysłowej w Stanach Zjednoczonych były znacznie wyższe od oczekiwań rynkowych. W listopadzie produkcja wzrosła o 0,9% m/m, co było najwyższym wzrostem od czterech lat, podczas gdy prognozowano wzrost o 0,4%. Również dane o sprzedaży detalicznej były wyższe od prognoz. W listopadzie sprzedaż wzrosła o 0,9% m/m, podczas gdy prognozowano 0,7%.

Stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych spadła w grudniu do 5,7% z 5,9% w listopadzie, podczas gdy oczekiwano, że pozostanie ona bez zmian. Liczba miejsc pracy w gospodarce wzrosła piąty raz z rzędu, ale tym razem zalewie o tysiąc osób, czyli wyraźnie poniżej oczekiwań na poziomie 130 tys. i ten wynik został negatywnie odebrany przez rynek.

### ... a w strefie euro powrót powyżej zera

Jeszcze w grudniu miała miejsce pierwsza publikacja pełnych danych PKB za III kwartał 2003 r. w strefie euro. Potwierdzone zostały wstępne szacunki, co było zgodne z oczekiwaniami. W III kwartale PKB strefy euro zwiększył się o 0,4% kw/kw po tym jak w II kw.

zmniejszył się o 0,1%. W ujęciu rocznym gospodarka strefy euro wzrosła w III kw. o 0,3%. Jednocześnie Komisja Europejska podtrzymała prognozy wzrostu na IV kw. 03 i I kw. 04 na poziomie odpowiednio 0,2-0,6% kw/kw oraz 0,3-0,7% kw/kw. Druga publikacja danych za III kw. 03 zaplanowana jest w najbliższych dniach.

Produkcja przemysłowa w strefie euro wzrosła w październiku o 1,1% m/m, a roczna dynamika wyniosła 0,9% w porównaniu z -1,3% odnotowanymi we wrześniu, a zrewidowanymi z -1,8%. Tymczasem prognozy na październik były na poziomie odpowiednio 1,4% i 0,0%. Natomiast dane o sprzedaży detalicznej były mniej więcej zgodne z prognozą rynku. W październiku sprzedaż w strefie euro wzrosła o 0,5% m/m oraz pozostała bez zmian w ujęciu rocznym, w porównaniu z prognozami na poziomie odpowiednio 0,4% oraz -0,2%.

Stopa bezrobocia w strefie euro wyniosła w listopadzie 8,8%, bez zmian wobec danych październikowych, co oznacza szósty z rzędu miesiąc stabilnej stopy bezrobocia. Wynik był zgodny z oczekiwaniami analityków. Najwyższe bezrobocie odnotowano w Hiszpanii (11,3%).

### IFO najwyższy od czterech lat

Najważniejszy wskaźnik koniunktury dla gospodarki Niemiec – indeks IFO obrazujący nastroje przedsiębiorców – odnotował w grudniu ósmy z rzędu wzrost i wyniósł 96,8 pkt wobec 95,7 pkt odnotowanych w listopadzie, podczas gdy prognozy wskazywały na wzrost do 96,5 pkt. Indeks ten osiągnął najwyższy poziom od stycznia 2001 r. Szef instytutu IFO skomentował wyniki, stwierdzając, że dowodzą one, że ożywienie jest faktem i nabiera ono tempa.

W grudniu aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro wzrastała czwarty miesiąc z rzędu i przyspieszała ona w szybszym tempie niż w listopadzie ale wolniej niż spodziewali się analitycy. Wskaźnik Reuters PMI wzrósł do 52,4 pkt, co jest najwyższym poziomem od stycznia 2001 r., z 52,2 pkt w poprzednim miesiącu, podczas gdy na grudzień prognozowano 53,0 pkt. Czwarty miesiąc z rzędu indeks pozostał powyżej poziomu 50 pkt, czyli granicy między pogorszeniem a poprawą aktywności. Tymczasem w Stanach Zjednoczonych wskaźnik ISM znacznie już się oddalił od tego poziomu, bowiem aktywność gospodarcza w przemyśle wzrastała szybko i przeciwnie do oczekiwań. Indeks ISM osiągnął w grudniu poziom 66,2 pkt wobec 62,8 pkt w listopadzie oraz prognozowanych 61,0 pkt.



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>5 stycznia</b> POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja wstępna (XII) EMU: Inflacja wstępna (XII)	<b>6</b> FRA: PKB (III kw.) USA: Zamówienia w przemyśle (XI)	<b>7</b> POL: Przetarg obligacji 0K0406 POL: Ceny żywności (II poł. XII) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (XII)	<b>8</b> GER: Bezrobocie (XII) EMU: Ceny producenta (XI) EMU: Bezrobocie (XI) EMU: Posiedzenie EBC	<b>9</b> EMU: Sprzedaż detaliczna (X) USA: Bezrobocie (XII)
<b>12</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>13</b> FRA: Inflacja wstępna (XII) FRA: Produkcja przemysłu (XI)	<b>14</b> POL: Podaż pieniądza (XII) POL: Przetarg obligacji WZ0307 i WZ0911 USA: Ceny producenta (XII) USA: Handel zagraniczny (XI)	<b>15</b> POL: Inflacja (XII) ITA: Inflacja finalna (XII) EMU: PKB (III kw.) USA: Inflacja (XII) USA: Sprzedaż detaliczna (XII)	<b>16</b> POL: Płace i zatrudnienie (XII) ITA: Produkcja przemysłu (XI) USA: Produkcja przemysłu (XII)
<b>19</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Handel zagraniczny (XI)	<b>20</b> POL: Produkcja przemysłu (XII) POL: Ceny producenta (XII) POL: Posiedzenie RPP (I dzień) EMU: Produkcja przemysłu (XI)	<b>21</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja) EMU: Inflacja finalna (XII) FRA: Inflacja finalna (XII)	<b>22</b> POL: Sprzedaż detaliczna (XII) POL: Bezrobocie (XII) POL: Koniunktura (I)	<b>23</b> POL: Inflacja bazowa (XII)
<b>26</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>27</b> GER: IFO (I) USA: Posiedzenie Fed (I dzień)	<b>28</b> USA: Posiedzenie Fed (decyzja)	<b>29</b> EMU: Podaż pieniądza (XII)	<b>30</b> POL: Bilans płatniczy (XII) EMU: Inflacja wstępna (I) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (I) EMU: Bilans płatniczy (XI) USA: PKB (IV kw.)
<b>2 lutego</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI (I) USA: ISM (I)	<b>3</b> EMU: Ceny producenta (XII) EMU: Bezrobocie (XII)	<b>4</b> POL: Przetarg obligacji 0K0406 ITA: Inflacja wstępna (I) USA: Zamówienia w przemyśle (XI)	<b>5</b> GER: Bezrobocie (I) EMU: Posiedzenie EBC EMU: Sprzedaż detaliczna (XI)	<b>6</b> USA: Bezrobocie (I)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

## Kalendarz publikacji danych w 2004 roku

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

\* dane kwartalne,

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

Źródło: GUS, NBP





## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		gru 02	sty 03	lut 03	mar 03	kwi 03	maj 03	cze 03	lip 03	sie 03	wrz 03	paź 03	lis 03	gru 03	sty 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,2	3,3	4,3	5,5	8,5	11,7	7,9	10,3	5,9	10,9	12,1	9,1	15,5	5,9
Sprzedaż detaliczna ***	% r/r	4,9	4,1	4,2	-1,7	11,0	9,7	8,1	5,4	5,5	9,7	10,3	11,4	12,8	11,4
Stopa bezrobocia	%	18,0	18,6	18,7	18,6	18,3	17,9	17,7	17,7	17,6	17,5	17,4	17,6	18,0	18,4
Place brutto ** ***	% r/r	2,4	2,7	2,1	0,7	4,2	0,0	3,1	2,4	1,9	2,2	3,0	4,1	4,0	3,8
Zatrudnienie **	% r/r	-2,3	-4,1	-3,9	-4,0	-3,7	-3,5	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-1,3
Eksport (wg NBP)	mln EUR	3 223	2 761	2 635	2 957	2 969	3 015	3 018	3 282	2 862	3 302	3 564	3 367	3 620	3 040
Import (wg NBP)	mln EUR	4 166	3 895	3 219	3 467	3 833	3 696	3 512	4 107	3 615	3 838	4 208	4 000	4 140	3 933
Bilans handlowy (wg NBP)	mln EUR	-943	-1 134	-584	-510	-864	-681	-494	-825	-753	-536	-644	-633	-520	-893
Rachunek bieżący	mln EUR	-484	-711	-483	-248	-460	-411	-100	-239	-111	58	198	-286	-125	-463
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-39,4	-4,1	-11,7	-15,5	-18,0	-23,2	-23,8	-27,7	-29,6	-33,1	-34,8	-35,5	-37,0	-5,6
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu rocznego	100,0	10,6	30,2	40,0	46,6	60,0	61,5	71,5	76,4	85,4	89,9	91,8	95,5	14,5
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	2,5	2,9	3,6	2,9	2,0	2,0	1,9	1,8	2,1	2,7	3,7	3,9	3,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-2,0	-1,4	-1,2	0,5	0,8	0,3	1,3	0,7	1,7	3,1	4,7	5,6	5,5	5,1
Zobowiązania	% r/r	-4,2	-4,1	-3,8	-2,3	-2,3	-2,9	-1,9	-2,5	-1,7	-0,2	1,5	3,3	3,7	3,3
Należności	% r/r	5,3	5,5	5,7	8,7	8,5	7,6	5,9	5,0	5,2	5,7	7,2	8,5	8,6	8,6
USD/PLN	PLN	3,91	3,84	3,87	4,01	3,96	3,74	3,80	3,90	3,92	3,98	3,92	3,94	3,79	3,75
EUR/PLN	PLN	3,99	4,08	4,17	4,33	4,30	4,33	4,44	4,44	4,37	4,46	4,59	4,62	4,66	4,69
Stopa interwencyjna*	%	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	6,82	6,56	6,37	6,17	5,90	5,53	5,38	5,26	5,16	5,17	5,42	5,68	5,60	5,60
Stopa lombardowa*	%	8,75	8,50	8,00	7,75	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,78	5,74	5,83	5,67	5,43	4,75	4,66	4,85	4,82	4,91	5,30	5,95	6,02	6,02
Rentowność obligacji 2L	%	5,75	5,55	5,66	5,52	5,16	4,78	4,79	4,89	4,86	5,02	5,53	6,31	6,49	6,49
Rentowność obligacji 5L	%	5,67	5,57	5,58	5,36	5,15	4,88	4,90	5,17	5,38	5,60	6,04	6,86	6,82	6,82
Rentowność obligacji 10L	%	5,69	5,62	5,67	5,52	5,41	5,13	5,03	5,37	5,60	5,93	6,36	6,92	6,75	6,75

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

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


**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		2002	2003	2004	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
PKB	mld PLN	771,1	804,4	857,6	184,5	197,6	198,9	223,3	195,3	209,2	212,4	240,7
PKB	% r/r	1,4	3,6	4,5	2,2	3,8	3,9	4,3	4,6	3,8	4,2	5,2
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,3	2,8	1,0	2,8	2,9	2,7	2,5	2,6	3,1	3,2
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	2,9	3,2	1,4	3,8	3,4	3,0	2,9	3,0	3,5	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	1,0	9,9	-3,6	-1,7	0,4	5,0	8,0	9,0	10,0	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,5	8,7	7,3	4,4	9,1	8,9	12,2	9,0	6,5	7,0	6,7
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,3	7,1	6,8	1,2	9,8	6,4	10,8	12,0	6,0	5,0	4,0
Stopa bezrobocia*	%	18,0	18,0	17,2	18,6	17,7	17,5	18,0	18,4	17,4	17,0	17,2
Place realne brutto	% r/r	1,5	1,7	1,4	1,4	1,7	1,7	2,2	1,9	1,2	0,8	1,5
Eksport (wg NBP)	mld EUR	34 746	37 352	38 880	8 353	9 002	9 446	10 551	9 042	9 452	9 729	10 656
Import (wg NBP)	mld EUR	45 712	45 530	48 207	10 581	11 041	11 560	12 348	10 901	11 593	12 254	13 459
Bilans handlowy (wg NBP)	mld EUR	-10 966	-8 178	-9 327	-2 228	-2 039	-2 114	-1 797	-1 859	-2 141	-2 524	-2 803
Rachunek bieżący	mld EUR	-7 188	-2 918	-4 717	-1 442	-971	-292	-213	-1 049	-1 285	-1 262	-1 121
Rachunek bieżący	% PKB	-3,6	-1,6	-2,5	-3,1	-2,7	-2,4	-1,6	-1,4	-1,6	-2,1	-2,5
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-39,4	-37,0	-45,3	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-19,7	-28,7	-36,3	-45,3
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,1	-4,6	-5,3	-8,4	-4,2	-4,7	-1,8	-10,1	-4,3	-3,6	-3,8
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	2,3	0,5	0,5	0,8	1,5	1,9	2,3	2,7	2,4
Inflacja*	% r/r	0,8	1,7	2,5	0,6	0,8	0,9	1,7	1,9	2,5	2,6	2,5
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,7	3,2	3,0	2,3	1,9	3,4	3,2	3,7	3,3	2,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-2,1	5,5	5,8	0,5	1,3	3,1	5,5	5,7	6,2	7,0	5,9
Zobowiązania	% r/r	-4,3	3,7	4,9	-2,3	-1,9	-0,2	3,7	5,0	6,6	7,9	5,9
Należności	% r/r	5,3	8,6	11,9	8,7	5,9	5,7	8,6	8,7	11,1	11,6	12,0
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,67	3,90	3,83	3,93	3,89	3,72	3,64	3,69	3,64
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,59	4,19	4,36	4,42	4,62	4,65	4,55	4,62	4,55
Stopa interwencyjna*	%	6,75	5,25	4,50	6,00	5,25	5,25	5,25	5,00	4,50	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	9,09	5,68	4,87	6,37	5,60	5,20	5,57	5,23	4,85	4,70	4,70
Stopa lombardowa*	%	8,75	6,75	6,50	7,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,00	6,00	6,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	5,00	5,75	4,94	4,86	5,76	5,40	4,80	5,00	4,80
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	4,50	5,58	4,91	4,92	6,11	6,20	5,50	5,90	5,70
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	5,80	5,50	4,98	5,38	6,57	6,80	6,50	7,00	6,80
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,10	5,60	5,19	5,63	6,68	6,90	6,60	7,00	6,80

*Źródło: GUS, NBP, BZ WBK*

\* stan na koniec okresu



Bank Zachodni WBK S.A.

## PION SKARBU

plac Gen. Władysława Andersa 5, 61-894 Poznań  
sekretariat tel. (61) 856 58 35, fax (61) 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 14.01.2004 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](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)  
**Piotr Bielski** (22) 586 83 33  
**Piotr Bujak** (22) 586 83 41  
**Aleksander Krzyżaniak** (22) 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Kraków

Rynek Główny 30/8  
31-010 Kraków  
tel. (12) 424 95 01, 424 95 02  
fax (12) 424 21 41

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań  
tel. (61) 856 58 14, 856 58 25  
fax (61) 856 55 65

### Warszawa

ul. Marszałkowska 142  
00-061 Warszawa  
tel. (22) 586 83 20  
fax (22) 586 83 40

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław  
tel. (71) 370 25 87  
fax (71) 370 26 22

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 obowiązują ochrona praw do baz danych.



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group.