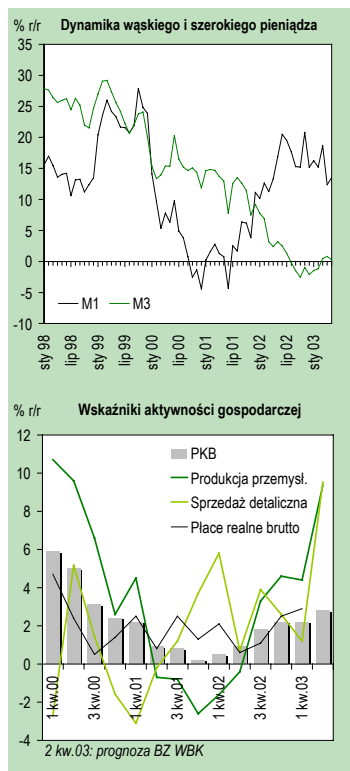


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Lipiec 2003



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Niedoceniany pieniąż	
Gospodarka Polski	7
Pod lupą: Bank centralny	13
Pod lupą: Rząd i polityka	19
Monitor rynku	26
Przegląd międzynarodowy	28
Kalendarz makroekonomiczny	30
Dane i prognozy ekonomiczne	31

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

Money, money, money

■ **Szczegółowa natura zależności pomiędzy pieniążem a inflacją nie jest niestety w polskiej gospodarce dobrze rozpoznana.** Między innymi ten właśnie fakt był przyczyną przejścia przez NBP w 1998 r. na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Od tego czasu agregaty monetarne, zgodnie zresztą ze światowymi tendencjami, zajmowały coraz mniej eksponowane miejsce w analizie makroekonomicznej. Nie ulega jednak wątpliwości, że w przełomowych momentach rozwoju sytuacji gospodarczej uważna analiza kształtowania się agregatów monetarnych może zapobiec niewłaściwym decyzjom polityki pieniężnej. Powstaje w związku z tym pytanie, czy RPP przywiązuje obecnie odpowiednią wagę do tendencji w zakresie podaży pieniądza oraz czynników jego kreacji i czy we właściwy sposób interpretuje ich kształtowanie się? Dynamika podaży pieniądza mierzonej agregatem M3 od dłuższego czasu nie wskazuje na istnienie presji inflacyjnej ze strony procesów monetarnych. Jeśli jednak spojrzymy na kształtowanie się węższej miary pieniądza, to uzyskujemy zupełnie inny obraz. W *Temacie miesiąca* próbujemy krótko przeanalizować obecne tendencje w zakresie procesów monetarnych w Polsce i przedstawiamy ich prognozę na najbliższe lata.

■ **Tymczasem korzystne perspektywy inflacji były głównym argumentem przemawiającym za decyzją o kolejnej redukcji stóp procentowych.** Wygląda jednak na to, że po sześciu obniżkach w tym roku, przyszedł czas na wakacyjną przerwę. Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej powróci jeszcze do obniżania stóp procentowych, jednak stanie się to prawdopodobnie dopiero po wyborze nowego członka RPP, na miejsce Janusza Krzyżewskiego. Wydaje się, że stopa referencyjna mogłaby spaść w tym roku poniżej 5% jedynie w scenariuszu, jeśli budżet na 2004 rok i pakiet rozwiązań fiskalnych przedstawiony przez rząd zawierałyby kroki w kierunku zmniejszenia nierównowagi fiskalnej, poprzez ograniczenie wydatków publicznych.

■ **Biorąc jednak pod uwagę wypowiedzi przedstawicieli rządu, trudno jest oczekiwać głębokiej reformy finansów publicznych po stronie wydatków.** Wciąż nie znamy głównych założeń budżetu, jednak wygląda na to, że należy być przygotowanym na ekspansywną politykę fiskalną. Co więcej, jak na razie nie widać przesłanek ku temu, aby wierzyć, że wzrost deficytu budżetowego w latach 2004-05 będzie jedynie „przejściowy”, jak chciałby tego rząd.

■ **Dane makroekonomiczne z ostatnich miesięcy coraz wyraźniej potwierdzają, że gospodarka znajduje się na ścieżce ożywienia,** mimo iż statystyki dotyczące wzrostu PKB pokazały, że w I kwartale br. nie nastąpiło przyspieszenie rozwoju gospodarczego w porównaniu z końcówką ub.r. Wyniki II kwartału powinny być znacznie lepsze, co potwierdza nie tylko coraz większa liczba pozytywnych wskaźników, ale też m.in. opinie przedstawicieli GUS i praktycznie wszystkich instytucji zajmujących się prognozami gospodarczymi.

Na rynku finansowym 30 czerwca 2003 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	5,32	USDPLN	3,8966
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,80	EURPLN	4,4570
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,97	EURUSD	1,1438



Temat miesiąca

Niedoceniany pieniądź

Literatura ekonomiczna daje różne wskazania co do roli, jaką w polityce makroekonomicznej powinien pełnić pieniądź. Niektóre z teorii dają zasobowi pieniądza i jego zmianom naczelną rolę w analizie makroekonomicznej. Inne propozycje teoretyczne usuwają pieniądź na margines rozważań. Rozkwit neoklasycznej teorii ekonomii w latach siedemdziesiątych doprowadził do powstania względnego konsensusu, że istnieje ścisła, długookresowa zależność pomiędzy podażą pieniądza a inflacją. U podstaw takiego sposobu myślenia leży ilościowa teoria pieniądza, zgodnie z którą bank centralny powinien się skoncentrować na tym, aby masa pieniądza wzrastała w tempie równym potencjałowi produkcyjnemu gospodarki, co gwarantuje stabilizację inflacji na zamierzonym poziomie. Nadzędnym celem polityki pieniężnej powinna być walka z inflacją, a nie stabilizacja kursu lub przeciwdziałanie krótkookresowym wahaniom PKB i bezrobocia. Wynika to z zasadniczej idei ilościowej teorii pieniądza, zgodnie z którą w długim okresie sfera realna gospodarki jest neutralna względem zmian wielkości nominalnych, w tym podaży pieniądza.

Renesans ilościowej teorii pieniądza oraz towarzyszący mu wzrost znaczenia i popularności polityki pieniężnej uczynił podaż pieniądza przedmiotem ogromnej ilości studiów i analiz. Przez bardzo długi czas kształtowanie się podaży pieniądza było głównym elementem strategii wielu banków centralnych, stanowiąc tzw. pośredni cel polityki pieniężnej. Ustalenie tego celu polega na oszacowaniu potencjalnego PKB i szybkości obiegu pieniądza, co przy założonym celu inflacyjnym umożliwia określenie dopuszczalnej dynamiki agregatu pieniężnego w przyjętym okresie. Następnie przy wykorzystaniu instrumentów polityki pieniężnej podejmuje się wszelkie działania zmierzające do osiągnięcia pożądanego wzrostu masy pieniądza. Wybór konkretnych środków zależy głównie od zdiagnozowanych kanałów oddziaływania instrumentów banku centralnego na podaż pieniądza. Przejściowe odchylenia od zależności pomiędzy tempem przyrostu podaży pieniądza a inflacją są traktowane jako zakłócenia wynikające z wpływu czynników pozamonetarnych. Przy szacowaniu popytu na pieniądź należy zatem uwzględnić takie czynniki, jak zmiany kursu walutowego i stóp procentowych, szoki podażowe, itp. Brak zakłóceń w relacji między podażą

pieniądza a inflacją oznaczałoby, że wzrost popytu na pieniądź powinien być proporcjonalny do wzrostu realnego potencjału produkcyjnego gospodarki.

Strategia oparta na agregatowym celu pośrednim zyskała na popularności w połowie lat siedemdziesiątych, a na początku następnej dekady stała się najczęściej stosowaną strategią polityki pieniężnej. Kontrola podlegały w praktyce różne agregaty pieniężne, zarówno pozostająca pod najbardziej bezpośrednim wpływem banku centralnego baza monetarna (M0), jak i najszersze miary pieniądza (M2, M3). Pod wpływem innowacji finansowych w wyniku których zwiększyła się płynność instrumentów finansowych zaliczanych do szerszych agregatów pieniężnych zaczęto je częściej wykorzystywać w roli podstawowych mierników podaży pieniądza. Z kolei odpowiedzią na fakt, że różne instrumenty finansowe wchodzące w skład szerokich agregatów pieniężnych w różnym stopniu pełnią funkcję transakcyjną było wprowadzenie indeksowanych miar pieniądza, czyli tzw. indeksów Divisia. Różnym instrumentom finansowym przypisuje się w tych miarach tym wyższe wagi, im wyższy jest stopień ich płynności. Umożliwia to zerwanie z fikcyjnym założeniem o doskonałej substytucji między różnymi rodzajami aktywów finansowych.

Mimo doskonalenia miar pieniądza, od lat osiemdziesiątych minionego stulecia zaczęto obserwować malejący związek agregatów monetarnych z nadzędnym celem polityki monetarnej, czyli określonym poziomem inflacji. Istnienie takiej zależności uzależnione jest od istnienia względnie stałej lub przynajmniej przewidywalnej funkcji popytu na pieniądź (czyli relacji, jaka wiąże popyt na pieniądź z innymi zmiennymi istotnymi dla jego kształtowania się). W rzeczywistości, w większości gospodarek warunek ten z różnych względów nie jest spełniony. Estymacja stabilnej funkcji popytu na pieniądź jest szczególnie niewdzięcznym zadaniem w krajach przechodzących zmiany systemowe okresu transformacji. W takiej sytuacji, z punktu widzenia szans osiągnięcia celu finalnego, użycie przyrostu agregatu pieniężnego jako indykatora polityki pieniężnej może być mylące. Wśród przyczyn tego zjawiska wymienia się przede wszystkim liczne innowacje na rynkach finansowych. Doprowadziły one bowiem do zamazania granicy między pieniądzem a aktywami o zbliżonej do pieniądza naturze. W efekcie, dochodziło nie tylko do zaburzeń relacji pomiędzy szerokim agregatem monetarnym, stanowiącym cel pośredni polityki pieniężnej a celem finalnym w postaci określonego poziomu inflacji, ale również zależności pomiędzy celem pośrednim a bazą monetarną. Wiąże



się to ze znacznymi wahaniami mnożnika kreacji pieniądza. Względnie słabą zależność pomiędzy bazą monetarną a szerszymi agregatami pieniężnymi potwierdzają liczne badania empiryczne. Ponadto, w praktyce okazało się, że bank centralny nie ma możliwości wpływania nawet na podaż pieniądza rezerwowego, którego zmiany są raczej współcześnie pochodną zmian pieniądza ogółem niż odwrotnie.

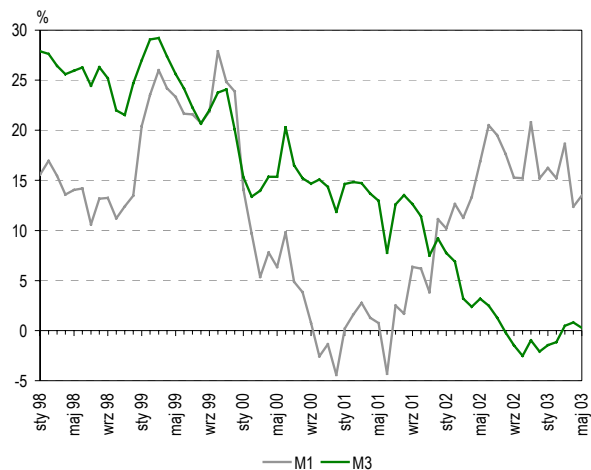
W rezultacie, w większości gospodarek występowała znaczna trudność w ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej na podstawie zmian w podaży pieniądza. Istnienie opisanych powyżej problemów związanych z wykorzystywaniem agregatów monetarnych w polityce pieniężnej wyjaśnia, dlaczego w wielu krajach rola pieniądza w polityce pieniężnej znacznie zmalała w latach dziewięćdziesiątych. W żartobliwy sposób ujął to Gerald Bouey, były prezes Banku Kanady, który stwierdził: „Nie porzuciliśmy agregatów pieniężnych, to one porzuciły nas”. Rosnąca w latach 90-tych popularność strategii bezpośredniego celu inflacyjnego była w znacznej mierze odpowiedzią na opisane wyżej zjawiska, a jednocześnie spowodowała, że zagadnienia związane z podażą pieniądza zostały jeszcze bardziej odsunięte w cień.

Choć z powyższych uwag można wysnuć wniosek o ograniczonej użyteczności podaży pieniądza w analizie i prowadzeniu polityki makroekonomicznej, to agregaty monetarne nie powinny być pomijane w ocenie rozwoju sytuacji gospodarczej. Wydaje się bowiem nie ulegać wątpliwości, że w przełomowych momentach rozwoju sytuacji gospodarczej uważana analiza kształtowania się agregatów monetarnych może zapobiec niewłaściwym decyzjom polityki pieniężnej. Powstaje pytanie, czy RPP przywiązuje obecnie odpowiednią wagę do tendencji w zakresie podaży pieniądza i czy we właściwy sposób ocenia ich kształtowanie się? Próbując odpowiedzieć na to pytanie, trzeba liczyć się przede wszystkim z tym, że na związek miar pieniądza z tempem wzrostu cen bardzo duży wpływ ma sposób konstruowania agregatów monetarnych, a więc wybór konkretnej miary do analizy przebiegu transmisji od pieniądza do inflacji. Nie powinno jednak być przy tym wątpliwości co do długookresowego związku zasobu pieniądza (abstrahując od jego statystycznej definicji) i jego zmian a procesami inflacyjnymi w danej gospodarce. Nie warto więc zapominać o słowach Milтона Friedmana, który zwykł powtarzać, że inflacja zawsze i wszędzie jest zjawiskiem pieniężnym.

Dynamika nominalnej podaży pieniądza w Polsce mierzonej agregatem M3 od dłuższego czasu nie

wskazuje na istnienie presji inflacyjnej ze strony procesów monetarnych. Od początku 2002 r. tempo przyrostu zasobu pieniądza zanotowało silny spadek, a od sierpnia 2002 r. do lutego br. było ono nawet ujemne. W kolejnych miesiącach tego roku kształtowało się ono na dodatnim, ale bardzo niskim poziomie. Patrząc na dynamikę agregatu M2 (różniącego się od miary M3 głównie wielkością emisji detalicznych obligacji bankowych umożliwiającą uniknięcie opodatkowania odsetek z lokat bankowych), okazuje się, że dynamika zasobu pieniądza w polskiej gospodarce jest w ostatnich miesiącach jeszcze niższa. Jeśli jednak spojrzymy na kształtowanie się węższej miary pieniądza, to uzyskujemy zupełnie inny obraz. Agregat M1, obejmujący najbardziej płynne formy pieniądza, czyli gotówkę w obiegu oraz depozyty bieżące, notuje od końca 2001 r. bardzo dynamiczne wzrosty. Co ważne, odpowiedzialny za nie jest nie tylko znaczny przyrost gotówki w obiegu, co mogłoby być wytłumaczone np. przez zwiększenie się skali szarej strefy w gospodarce, ponieważ nie mniej imponująco niż wielkość gotówki w obiegu rośnie również zasób depozytów bieżących (mających przy tym większy od gotówki udział w podaży pieniądza).

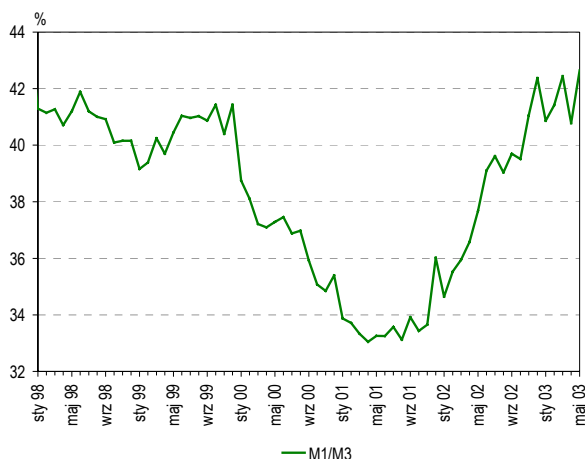
Dynamika agregatów M1 i M3



Źródło: NBP, obliczenia własne

Opisane tendencje w zakresie kształtowania się podaży pieniądza w Polsce pokazują, że w jej strukturze zachodzą od kilkunastu miesięcy bardzo istotne zmiany, polegające na przesunięciu preferencji uczestników życia gospodarczego od aktywów o dłuższych terminach zapadalności w kierunku najbardziej płynnych form pieniądza. Substytucja depozytów terminowych depozytami bieżącymi i pieniądzem gotówkowym w obiegu wpływa na wzrost udziału wąskiego agregatu monetarnego M1 w agregacie M3. W maju tego roku wyniósł on 42,7% i był najwyższy od grudnia 1997 r.

Udział M1 w M3



Źródło: NBP, obliczenia własne

W dużym stopniu wiąże się to oczywiście z gwałtownym spadkiem stóp procentowych oraz wprowadzeniem opodatkowania dochodów od odsetek z lokat bankowych, co spowodowało ostry spadek efektywnych stóp dochodowości z produktów depozytowych i odwrót gospodarstw domowych od lokowania swoich nadwyżek finansowych w postaci depozytów terminowych w sektorze bankowym. Oznacza to, że choć zasób szerokiej podaży pieniądza jest stabilny, to doszło do istotnego wzrostu „pieniężności” pieniądza. Istotą pieniądza jest bowiem płynność. Czy mamy w związku z tym do czynienia z zagrożeniem inflacyjnym ze strony procesów monetarnych? Trudno w tej chwili jednoznacznie odpowiedzieć na to pytanie. Biorąc pod uwagę bardzo złą sytuację na rynku pracy nie należy raczej oczekiwać, żeby zwiększona płynność zasobu pieniądza mogła się przełożyć na zwiększoną konsumpcję. Przy niskim obecnie alternatywnym koszcie utrzymywania najbardziej płynnych form pieniądza może to po prostu oznaczać, że gotówka w obiegu i depozyty bieżące, poza pełnieniem właściwej sobie funkcji środka wymiany, będą również w coraz większym stopniu pełnić rolę środka przechowywania wartości w czasie. Trudniejsze do wytłumaczenia są tendencje zachodzące po stronie czynników kreacji pieniądza, a mianowicie fakt, że pomimo coraz wyraźniejszego ostatnio ożywienia gospodarczego nadal nie widać oznak ożywienia akcji kredytowej. Najbardziej prawdopodobną hipotezą wydaje się fakt, że ponieważ bilanse banków obciążone są wysokim udziałem kredytów zagrożonych, wzrost postrzeganego przez nie ryzyka kredytowego wpływa na zmniejszenie ich skłonności do udzielania kredytów. Wraz z poprawą sytuacji gospodarczej, percepcja sytuacji kredytobiorców w oczach instytucji finansowych może

się jednak szybko zmienić i spowodować gwałtowny przyrost akcji kredytowej, a zatem również intensyfikację presji inflacyjnej ze strony procesów monetarnych.

Analiza tendencji w zakresie procesów monetarnych w polskiej gospodarce z pewnością nie jest w ostatnim okresie łatwa i może przysporzyć bankowi centralnemu sporo kłopotów. W sytuacji, gdy różne miary pieniądza zaczynają z pewnych powodów zmieniać się w różnych kierunkach, polityka pieniężna staje przed koniecznością wyboru odpowiedniego wskaźnika tendencji w zakresie procesów monetarnych. Władze monetarne mogą w takim przypadku czuć pokusę wyboru takiego agregatu, który najlepiej odpowiada ich subiektywnym przekonaniom co do rozwoju sytuacji gospodarczej. Takie postępowanie może się jednak zemścić, prowadząc do podjęcia błędnych decyzji w polityce pieniężnej. Naszym zdaniem niejednoznaczne wskazania ze strony agregatów monetarnych powinny spowodować zwiększoną ostrożność RPP w podejmowaniu kolejnych decyzji dotyczących stóp procentowych.

Na potrzebę ostrożności w polityce pieniężnej wskazuje również prawdopodobny przebieg procesów monetarnych w najbliższych latach. Punktem wyjścia w prognozowaniu poszczególnych elementów podaży pieniądza i czynników jego kreacji jest oszacowanie popytu na pieniądź ze strony gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, spójnego z prognozami wzrostu gospodarczego i inflacji. Przy szacowaniu popytu na pieniądź kluczowe znaczenie ma istnienie stabilnej funkcji popytu na pieniądź. Istotne dla jego kształtowania się zmienne to: tempo wzrostu gospodarczego oraz alternatywny koszt utrzymywania pieniądza (inflacja i/lub stopy procentowe). Wzrost (spadek) produktu krajowego brutto zwiększa (zmniejsza) zapotrzebowanie na pieniądź w celach transakcyjnych. Wzrost (spadek) inflacji powoduje spadek (wzrost) popytu na pieniądź, co wiąże się z oczekiwaniami na zmianę realnej wartości pieniądza. Zgodnie z klasyczną teorią monetarną wzrost (spadek) stopy procentowej, w warunkach rozwiniętego rynku finansowego, powoduje natomiast spadek (wzrost) popytu na pieniądź ze względu na wzrost (spadek) stopy dochodu z innych aktywów finansowych (np. papierów wartościowych). Badania empiryczne wskazują jednak, że w warunkach mało rozwiniętego rynku finansowego, na którym nie ma wielu alternatywnych względem pieniądza aktywów finansowych, wzrost (spadek) stopy procentowej może doprowadzić do wzrostu (spadku) popytu na pieniądź.



Wykorzystując opisane powyżej zależności, do prognozowania popytu na pieniądź można wykorzystać dwa ogólne podejścia. Pierwsze z nich oparte jest o estymację równania regresji popytu na pieniądź. Drugie podejście sprowadza się do jakościowej analizy trendów w zakresie szybkości obiegu pieniądza lub stanowiącego jego odwrotność wskaźnika monetyzacji gospodarki, czyli relacji podaży pieniądza do nominalnej wartości PKB. Wybór metody zależy od dostępności odpowiednich danych statystycznych oraz stabilności struktury gospodarczej i trwałości rozwiązań instytucjonalnych w danym kraju.

Badania empiryczne wskazują, że parametry funkcji popytu na pieniądź są w Polsce niestabilne. Oznacza to, że niespełnione jest założenie przyjmowane w pierwszym podejściu, stanowiące, że relacja pomiędzy ilością pieniądza a determinującymi ją czynnikami powinna być niezmienna w czasie. Sytuacja taka ogranicza użyteczność metody prognozowania agregatów monetarnych polegającej na estymacji równania popytu na pieniądź. Podstawowym utrudnieniem jest niewielka długość szeregów czasowych, ponieważ Narodowy Bank Polski publikuje porównywalne szeregi czasowe danych monetarnych jedynie za okres od grudnia 1996 r. Niewiele dłuższe są porównywalne szeregi czasowe danych nt. PKB, ponieważ obejmują one okres zaledwie od 1995 r.

W takiej sytuacji, w prognozowaniu agregatów monetarnych wykorzystać należy podejście oparte na obserwacji zmian wskaźnika monetyzacji (tempa obiegu pieniądza) i uwzględnieniu czynników mogących mieć wpływ na ten wskaźnik w przyszłości. Korzyści z takiego podejścia polegają na tym, że prognozy sporządzone w ten sposób nie są obciążone charakterem zależności behawioralnych występujących w przeszłości, natomiast w większym stopniu mogą uwzględniać procesy zachodzące w ostatnim okresie i wszelkie informacje na temat nowych zjawisk, niosących ze sobą potencjalne skutki dla kształtowania się agregatów monetarnych. Wśród czynników powodujących niestabilność funkcji popytu na pieniądź, a jednocześnie mających istotny wpływ na wskaźnik monetyzacji (szybkość obiegu pieniądza) wymienić można następujące szczegółowe uwarunkowania:

- rozwój systemów płatności,
- wielkość i cykl płatności,
- tempo obrotu towarowego,
- rozwój i szybkość działania infrastruktury telekomunikacyjnej,

- stosowana w praktyce długość okresu regulowania zobowiązań w stosunkach między dłużnikami a wierzycielami,
- zróżnicowanie dochodowe społeczeństwa,
- preferencje dotyczące oszczędności (wynikające m.in. z rozwiązań podatkowych) itd.

Prognozę podaży pieniądza uzyskuje się w wyniku odniesienia przewidywanej wielkości wskaźnika monetyzacji (szybkości obiegu pieniądza) do prognozowanej wielkości nominalnego produktu krajowego brutto. Po uzyskaniu prognozowanej wielkości podaży pieniądza przyjmuje się następnie (np. w oparciu o strukturę podaży pieniądza i jej ewolucję w krajach Unii Europejskiej) założenia dotyczące kształtowania się struktury podaży pieniądza, czyli udziałów w agregacie M3 następujących kategorii: gotówki w obiegu, depozytów ogółem oraz pozostałych składników M3. W następnym kroku trzeba przyjąć założenia dotyczące zmian struktury samych depozytów (w dwóch przekrojach: klasyfikacji sektorowej podmiotów oraz terminu zapadalności). Postępując w opisany powyżej sposób uzyskaliśmy przedstawioną w poniższej tabeli prognozę agregatu M3 oraz elementów podaży pieniądza i czynników jego kreacji w latach 2003-2006.

Prognoza M3, depozytów i kredytów

% r/r na koniec okresu	2003	2004	2005	2006
M3	3,8	5,8	8,9	10,8
Depozyty ogółem	2,0	6,6	9,6	11,7
Depozyty osób prywatnych	0,8	5,7	8,6	10,1
- bieżące	3,7	9,2	15,0	11,5
- terminowe	0,1	4,8	6,9	9,6
Pozostałe depozyty	4,6	8,3	11,4	14,9
- bieżące	17,2	10,8	13,9	15,9
- terminowe	-11,0	4,3	7,1	13,2
Kredyty	9,1	11,9	15,6	15,5

Uwaga: w depozytach ujęte są depozyty o pierwotnym terminie zapadalności powyżej 2 lat oraz depozyty z terminem wypowiedzenia powyżej 3 miesięcy, ujmowane w statystykach NBP po stronie czynników kreacji pieniądza

Źródło: BZ WBK

W przedstawionej powyżej prognozie przyjęto założenie o stabilizacji wskaźnika monetyzacji w latach 2003-2006 na poziomie 41-42%. Pozytywny wpływ na wielkość wskaźnika monetyzacji będzie miało przede wszystkim przyspieszenie realnego wzrostu PKB.



Badania empiryczne wskazują na silną, dodatnią korelację pomiędzy poziomem PKB *per capita* a wielkością wskaźnika monetyzacji. W najbardziej rozwiniętych gospodarczo krajach zasób pieniądza znacznie przekracza nominalną wielkość PKB. W będących na zbliżonym poziomie rozwoju gospodarczego Czechach wskaźnik monetyzacji wynosi ok. 80%. W Polsce od początku okresu transformacji wskaźnik monetyzacji systematycznie wzrastał z 32% w 1991 r. do 41,8% w 2002 r. Pozytywny wpływ na wielkość wskaźnika monetyzacji będzie miało również utrzymywanie się na stosunkowo niskim poziomie wskaźnika inflacji. Wzrost popytu na pieniądź powodowany będzie również przez utrwalenie się niskiego poziomu stóp procentowych, co zmniejszy atrakcyjność alternatywnych względem pieniądza aktywów finansowych. Z drugiej strony, wzrost wskaźnika monetyzacji ograniczany będzie przez wzrastającą rolę niebankowych instytucji finansowych w pośrednictwie finansowym.

Poza wielkością wskaźnika monetyzacji, w naszej prognozie założyliśmy, że udział gotówki w obiegu w podaży pieniądza będzie malał z 15% w 2003 r. do 14% w 2006 r. Spadek udziału gotówki w obiegu w podaży pieniądza będzie kontynuacją tendencji obserwowanej w Polsce od początku okresu transformacji, związanej z rozwojem systemu bankowego (rosnąca liczba rachunków bankowych, zwiększenie ilości transakcji bezgotówkowych). Będzie to jednocześnie dostosowanie w kierunku struktury podaży pieniądza obserwowanej w krajach Europy Zachodniej – w strefie euro udział gotówki w obiegu w podaży pieniądza M3 wynosi zaledwie ok. 5%. Z drugiej strony, o czym była już wcześniej mowa, utrzymanie się udziału gotówki w obiegu w najszerszym agregacie pieniądza na relatywnie wysokim poziomie wynikać będzie ze spadku stóp procentowych powodujących przesunięcie preferencji gospodarstw domowych oraz podmiotów gospodarczych w kierunku bardziej płynnych form pieniądza. Ponadto, założono wzrastający stopniowo (z 1% w 2003 r. do 1,6% w 2006 r.) udział pozostałych składników M3 w podaży pieniądza, co wiązać się będzie z rozwojem rynku dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez banki.

W wyniku spadku udziału gotówki w obiegu i nieznacznego wzrostu pozostałych składników M3 rosnąć będzie udział depozytów w podaży pieniądza. W ramach depozytów zwiększać się będzie (zarówno w przypadku gospodarstw domowych, jak i pozostałych podmiotów) udział depozytów bieżących. Wynikać to

będzie ze spadku alternatywnego kosztu utrzymywania pieniądza oraz wzrastającej roli obrotu bezgotówkowego w polskiej gospodarce (w warunkach rozwiniętego rynku finansowego depozyty bieżące są uznawane za doskonały substytut gotówki). W sumie, należy się więc spodziewać obserwowanej ostatnio tendencji polegającej na tym, że znacznie silniej od M3 rośnie ilość najbardziej płynnego, bezpośrednio wykorzystywanego w transakcjach pieniądza M1. Ponadto, bardzo ważny wydaje się przewidywany wzrost popytu na kredyty bankowe, co będzie stymulowane przez poprawiające się nastroje konsumentów i przedsiębiorców oraz napływ funduszy z Unii Europejskiej, wymagających współfinansowania zarówno przez sektor publiczny jak i prywatny.

Podsumowując, prognozowany przez nas scenariusz rozwoju procesów monetarnych wskazuje, że RPP powinna zacząć poświęcać pieniądź coraz więcej uwagi. Nie trzeba chyba specjalnie przekonywać, jakie mogą być skutki zaniedbań w tym zakresie. W 1999 r. Rada miała doskonałą okazję, aby się o tym przekonać.

Gospodarka Polski

- W I kwartale 2003 nie było wyraźnej poprawy...
- ...ale wyniki kolejnych miesięcy pokazują coraz mocniejsze ożywienie gospodarcze
- Mimo to sytuacja na rynku pracy się nie poprawia
- ...i utrzymuje się brak presji inflacyjnej

Mimo iż statystyki dotyczące wzrostu PKB pokazały, że w I kwartale br. nie nastąpiło przyspieszenie rozwoju gospodarczego w porównaniu z końcówką ub.r., to jednak dane makroekonomiczne z ostatnich miesięcy coraz wyraźniej potwierdzają, że gospodarka znajduje się na ścieżce ożywienia. Wyniki II kwartału powinny być już znacznie lepsze, co potwierdza nie tylko coraz większa liczba pozytywnych wskaźników, ale też m.in. opinie przedstawicieli GUS i praktycznie wszystkich instytucji zajmujących się prognozami gospodarczymi.

Poprawa, chociaż wyraźna, nie dotyczy jeszcze niestety wszystkich obszarów gospodarki. Wciąż nie jest widoczne istotne ożywienie w statystykach pieniężnych – popyt na kredyt bankowy pozostaje słaby oraz kontynuowany jest odpływ depozytów osób prywatnych, w dużej części do alternatywnych form oszczędzania. Polepszenia nie widać też na rynku pracy. Spadek stopy bezrobocia wynika jedynie z czynnika sezonowego, a przedsiębiorstwa nadal redukują liczbę zatrudnionych, co w połączeniu z wyraźnie malejącą dynamiką wynagrodzeń w przedsiębiorstwach skutkuje znacznym kurczeniem się dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (przynajmniej tych rejestrowanych). Sytuacja na rynku pracy i w podaży pieniądza sprzyja niskiej presji inflacyjnej – mimo zakończenia spadkowego trendu CPI, wzrost inflacji do końca roku nie przekroczy 1,5%.

Brak wyraźnego przyspieszenia wzrostu w I kwartale 2003

Wg danych GUS PKB wzrósł w I kw. br. o 2,2% r/r, czyli tyle samo co w IV kw. 2002 r. Wynik ten był bardzo bliski naszej prognozy na poziomie 2,3%. Jednak struktura wzrostu PKB była bardziej zaskakująca. O ile spadek nakładów inwestycyjnych był nawet nieco mniejszy niż przewidywany (-3,6% r/r wobec naszej prognozy -5%), to równocześnie dane wskazały na znaczne spowolnienie wzrostu konsumpcji prywatnej do 1,4% r/r w I kw. z 3,5% w IV kw. 2002. Według naszych szacunków pogorszenie nastąpiło także w spożyciu zbiorowym i eksporcie netto (ujemne saldo wzrosło o 5,5%). Szczegółowe kwartalne dane nt. tempa wzrostu PKB oraz poszczególnych składników zagregowanego popytu zawiera tabela obok.

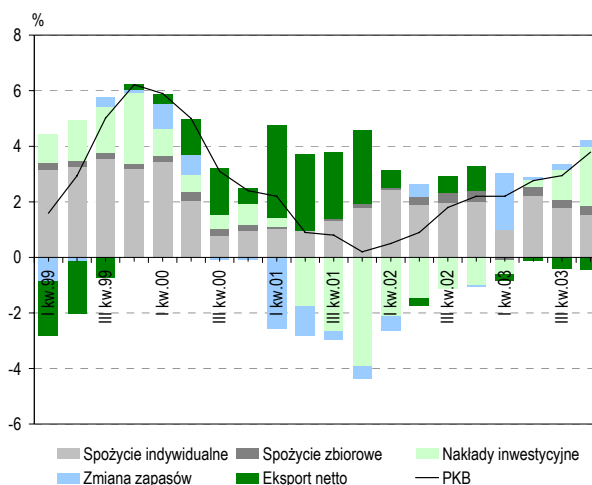
PKB i komponenty zagregowanego popytu, % r/r

	1 kw.02	2 kw.02	3 kw.02	4 kw.02	1 kw.03
PKB	0,5	0,9	1,8	2,2	2,2
Popyt krajowy	-0,1	1,1	1,2	1,3	2,3
Spożycie ogółem	2,8	2,6	2,8	3,2	1,0
Spożycie indywidualne	3,5	2,9	3,1	3,5	1,4
Spożycie zbiorowe*	0,4	1,6	1,8	2,2	-0,5
Akumulacja brutto	-17,9	-5,5	-5,6	-3,7	12,7
Nakłady na środki trwałe	-12,8	-7,9	-5,9	-3,6	-3,6

Źródło: GUS, BZ WBK; * szacunki BZ WBK

Znaczny wpływ na ogólną dynamikę PKB miała zmiana poziomu zapasów. Ten składnik o najmniejszym udziale w nominalnym PKB (znacznie poniżej 1%) był odpowiedzialny za ok. 2 pkt. proc. wzrostu PKB (wykres poniżej). Jeśli wyliczyć z danych zmianę w zapasach to wzrost gospodarczy w I kw.03 wyniósłby jedynie 0,2%. Zachowanie zapasów w I kw. br. jest dość trudne do interpretacji. Zmiana zapasów jest dla GUS zmienną rezydualną w konstrukcji rachunków narodowych i dlatego często zdarza się, że jej wahania nie odzwierciedlają dokładnie rzeczywistego przebiegu procesów w gospodarce. Odnosimy wrażenie, że podobnie było i tym razem. Podobne zjawisko (choć o przeciwnym kierunku) wystąpiło dwa lata temu, w I kwartale 2001 r. Najprawdopodobniej jest to jednak głównie zaburzenie statystyczne wynikające z metodologii rachunków narodowych.

Kontrybucja składników popytu we wzroście PKB



Źródło: GUS, BZ WBK; Uwaga: 2 kw.03-4 kw.03 – prognozy BZ WBK

Choć spowolnienie spożycia indywidualnego w I kw. było znaczne, wydaje się dość prawdopodobne, że było to zjawisko jednorazowe, wynikające z przesunięcia popytu konsumentów między marcem a kwietniem (z powodu późniejszej Wielkanocy w roku bieżącym). Tak jak w przypadku sprzedaży detalicznej spodziewamy się przyspieszenia spożycia indywidualnego w II kwartale, jednak w kolejnych kwartałach wzrost konsumpcji może



stopniowo wygasać w wyniku malejącej siły nabywczej gospodarstw domowych. Dynamika inwestycji, kluczowa dla scenariusza ożywienia, nie wydołała się jeszcze ze strefy wartości ujemnych w I kw. br., co było zresztą zgodne z naszymi oczekiwaniami. Jednakże stopa spadku nakładów inwestycyjnych była już dość niska i można mieć nadzieję, że wzrośnie ona powyżej zera już w II kw. Kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB była lekko ujemna i przypuszczamy, że pozostanie ona negatywna do końca roku. Mimo iż przewidywana jest kontynuacja dobrych wyników eksportu, odradzający się popyt krajowy powinien stopniowo pobudzać wzrost importu, podnosząc jego dynamikę powyżej dynamiki eksportu pod koniec roku.

W sumie, nawet mimo że wyniki PKB nie wskazywały na przyspieszenie wzrostu gospodarczego na początku roku, sądzymy, że nie są one rozbieżne ze scenariuszem ożywienia w pozostałej części roku. Zdaniem wiceprezes GUS Haliny Dmochowskiej dostępne do tej pory dane wskazują, że II kwartał br. będzie znacznie lepszy niż I kwartał i powinniśmy zobaczyć wyraźną poprawę popytu zarówno ze strony gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. To potwierdza nasze prognozy dotyczące ścieżki zmian konsumpcji i inwestycji w tym roku. Spodziewamy się wzrostu PKB o blisko 3% w II kw. 2003 i o 3% średnio w całym roku.

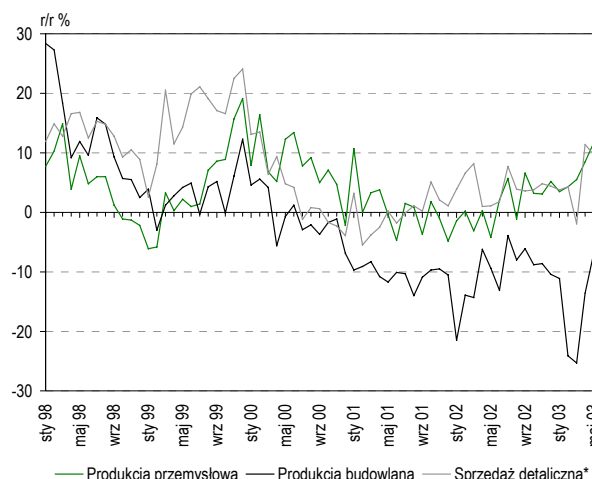
Bardzo dobre dane ze sfery realnej gospodarki

W maju produkcja przemysłowa zwiększyła się o 1,2% m/m i o aż 11,7% r/r. Skorygowana sezonowo dynamika produkcji sprzedanej wyniosła 8,8% r/r. Obydwa wyniki były najwyższe od ponad dwóch lat, wskazując, że sektor przemysłowy kontynuuje ekspansję, co z kolei potwierdza oczekiwania na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach tego roku. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, najszybszy wzrost odnotowano w przemyśle przetwórczym (13,8% r/r). Produkcja w usługach użyteczności publicznej zmniejszyła się o 1,9% r/r, a w górnictwie wzrosła o 1,8% r/r. Dynamika produkcji przetwórczej była szczególnie mocna w branżach zorientowanych na eksport. Liczba branż, które odnotowały wzrost produkcji w ujęciu rocznym zwiększyła się w porównaniu z poprzednim miesiącem (do 22 spośród 29 z 20 w kwietniu), co może oznaczać, że popyt krajowy również się ożywia.

Optymistyczne sygnały wynikają także z danych o produkcji budowlanej. Jej roczna dynamika, choć nadal negatywna, poprawiła się do -6,9% r/r z -13,6% r/r w kwietniu i -20,2% r/r średnio w I kwartale br. Należy

jednak pamiętać, że poprawa wynikała w pewnym stopniu z przesunięcia aktywności sektora z I kwartału tego roku (z powodu bardzo złych warunków pogodowych i przedłużającej się zimy) i większej liczby dni roboczych (dane skorygowane sezonowo wskazały na spadek produkcji budowlanej o 12,2% r/r), ale nawet biorąc to wszystko pod uwagę wydaje się, że budownictwo zaczyna ożywiać się po poważnym pogorszeniu kondycji, a to może oznaczać długo oczekiwane odbicie w działalności inwestycyjnej.

Wskaźniki aktywności gospodarczej



Źródło: GUS, BZ WBK

* maj 2003 – szacunek BZ WBK

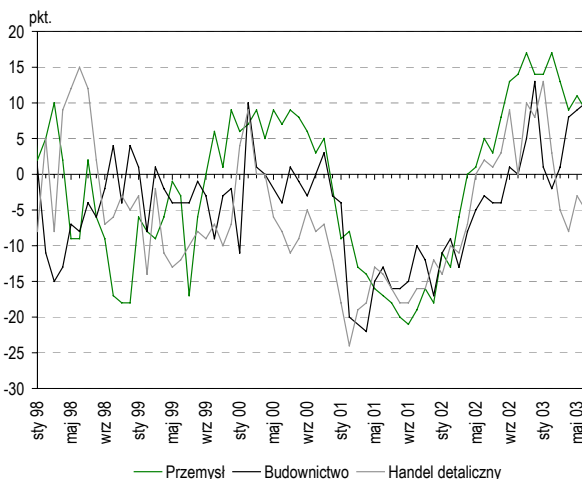
Równie optymistyczne były wyniki sprzedaży detalicznej. Jej wzrost w maju osiągnął 9,7% r/r po wzroście o 11% r/r w kwietniu. Potwierdza to naszym zdaniem, że dynamika konsumpcji indywidualnej pozostaje na względnie wysokim poziomie, pomimo kontynuowanego spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz spowolnienia dynamiki wynagrodzeń. Szczególnie, że struktura sprzedaży detalicznej pokazuje znaczny popyt na takie dobra, jak pojazdy mechaniczne, meble, AGD i RTV, czy odzież i obuwie. Sugeruje to, że po spowolnieniu do 1,4% r/r w okresie styczeń-marzec br., w II kwartale konsumpcja indywidualna przyspieszy, zgodnie z tym co napisaliśmy powyżej w komentarzu do danych o PKB.

...potwierdzone przez wyniki badań koniunktury

Wyniki badań koniunktury gospodarczej w czerwcu były spójne w wynikami za kilka poprzednich miesięcy. Indeksy dla przemysłu i budownictwa nadal przyjmują dodatnie wartości i notują znaczne wzrostu w porównaniu rocznym (odpowiednio o 9 i 10pkt), podczas gdy wartość indeksu dla handlu detalicznego jest ujemna i spada w porównaniu z odpowiednim okresem poprzedniego roku (o 5pkt). W przemyśle przedsiębiorstwa informowały o nieznacznym

zmniejszeniu skali produkcji. Prognozy portfela zamówień oraz produkcji są nadal optymistyczne, ale bardziej ostrożne niż przez miesiąc. Sygnalizowany spadek nowych zamówień wynika w większym stopniu z pogorszenia zamówień zagranicznych niż krajowych. W najbliższych miesiącach firmy spodziewają się poprawy sytuacji finansowej. Nadal kontynuowany będzie proces ograniczania zatrudnienia. W budownictwie przedsiębiorstwa informują o wzroście portfela zamówień, ale oczekiwania na jego dalszy wzrost są nieco mniejsze niż w maju. Ocena bieżącej i przyszłej wielkości produkcji w budownictwie jest jednak wyższa niż w poprzednim miesiącu. Sytuacja finansowa firm z tego sektora jest nadal postrzegana negatywnie, ale nieco korzystniej niż przed miesiącem – w ciągu następnych trzech miesięcy przewiduje się nieznaczną poprawę. Spadkowa tendencja zatrudnienia w budownictwie utrzymuje się. Deklarowane zwolnienia mają jednak następować w wolniejszym tempie niż dotychczas. W handlu detalicznym przedsiębiorstwa informowały, że ograniczenia w bieżącej sprzedaży są większe niż przed miesiącem. Prognozowana skala ograniczeń w bieżącej sprzedaży jest podobna jak przewidywania z maja. Oczekuje się jednak, że ceny sprzedawanych towarów będą w najbliższym czasie rosły szybciej niż prognozowano to miesiąc temu.

Wskaźniki koniunktury gospodarczej, zmiana r/r



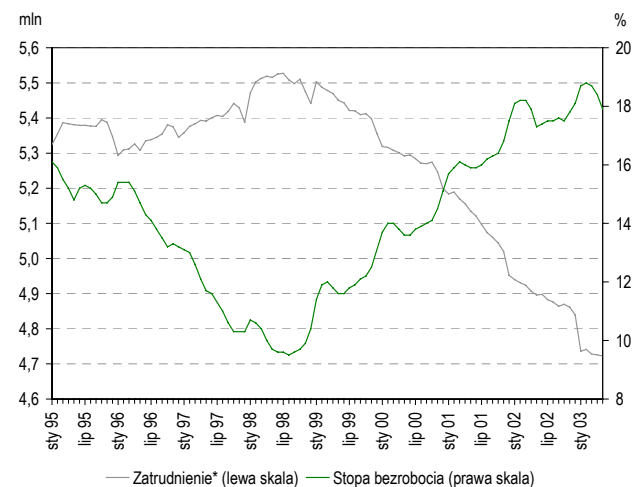
Źródło: GUS

Na rynku pracy bez większych zmian... czyli źle

W maju roczne tempo spadku zatrudnienia w firmach zatrudniających powyżej 9 osób nieco zmalało, sugerując, że proces redukcji miejsc pracy stopniowo traci impet. W porównaniu z majem 2002 liczba zatrudnionych była niższa o 173 tys., tj. 3,5% r/r wobec spadku o 3,7% r/r w kwietniu. Jednak w porównaniu z poprzednim miesiącem liczba miejsc pracy również

nadal się obniżała (choć powoli, -0,1% m/m) podczas gdy mieliśmy nadzieję przynajmniej na jej stabilizację.

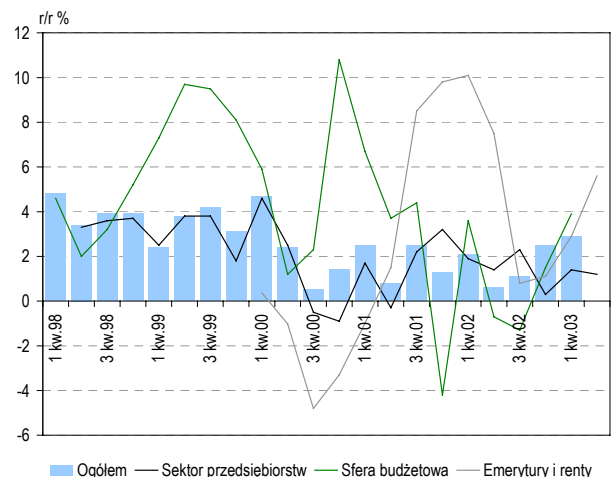
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach i stopa bezrobocia



Źródło: GUS

Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do 17,9% z 18,4% w kwietniu. Podobnie jak przed miesiącem, spadek bezrobocia był czynnikiem czysto sezonowym, podczas gdy w ujęciu rok-do-roku bezrobocie nadal wzrastało. Liczba osób bez pracy wyniosła 3,16 mln wzrastając o 3,1% r/r wobec zaledwie 1,3% r/r wzrostu w kwietniu. To potwierdza, że pomimo obserwowanego sezonowego spadku stopy bezrobocia, tendencje na rynku pracy są nadal dalekie od poprawy. Oczekujemy jednak, że wraz z dalszym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego (napędzanego wzrostem aktywności inwestycyjnej) wzrostowa tendencja bezrobocia odwróci się w sposób trwały w dalszej części tego roku. Prognozujemy stabilizację stopy bezrobocia nieco poniżej 18% do grudnia 2003, kiedy to ponownie zostanie przekroczony ten właśnie poziom.

Realne tempo wzrostu wynagrodzeń i świadczeń społ.



Źródło: GUS, BZ WBK

Uwaga: II kw.03 – szacunek BZ WBK

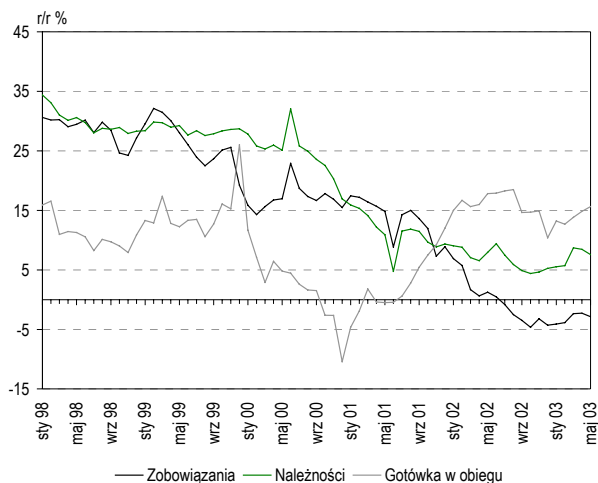


Płace w sektorze przedsiębiorstw spadły o 2,9% m/m wobec wzrostu o 1,3% m/m w maju 2002. W rezultacie roczne tempo wzrostu wynagrodzeń obniżyło się do 0,0% r/r z 4,2% r/r w poprzednim miesiącu i 2,4% r/r średnio w okresie styczeń-kwiecień. Oczywiście takie wyniki nie są pozytywne dla szybkiego wzrostu prywatnej konsumpcji prywatnej, ponieważ nominalny fundusz płac spadł o 3,6% r/r – najgłębszy spadek od wielu lat – a realny fundusz płac obniżył się aż o 4,1% r/r. Dane te sugerują również, że nie należy obawiać się silnej presji ze strony płac na wzrost cen w tym roku, ponieważ najwyraźniej trudna sytuacja na rynku pracy mocno ogranicza żądania płacowe, skutkując nikłym wzrostem wynagrodzeń.

Brak oznak poprawy również w sferze monetarnej

Statystyki pieniężne nadal nie odzwierciedlają oznak ożywienia gospodarczego widocznych w sektorze realnym. Podaż pieniądza M3 wzrosła w maju o 0,9% m/m, a jej roczna dynamika spadła do 0,2% r/r z 0,8% r/r w kwietniu. Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za wzrost podaży pieniądza był depozyty przedsiębiorstw, które zwiększyły się o 5,3% m/m i 9% r/r, podczas gdy depozyty gospodarstw domowych nadal spadały: o 0,8% m/m i 7,1% r/r (wobec spadku o 6% r/r w kwietniu).

Zobowiązania i należności systemu bankowego, %r/r



Źródło: NBP

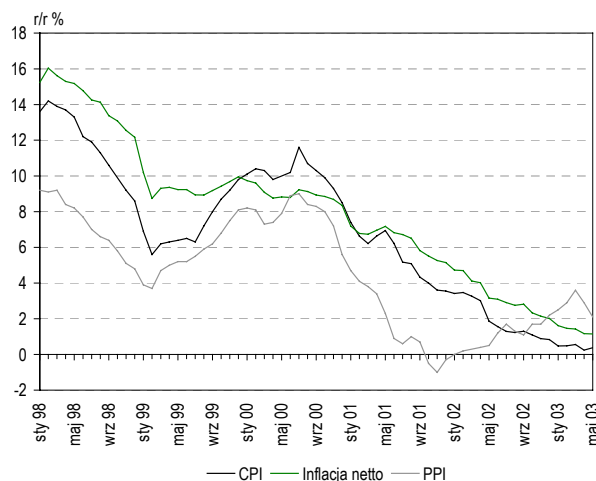
Nienajlepsza sytuacja utrzymywała się również na rynku kredytowym. Kredyty ogółem wzrosły o zaledwie 0,6% m/m, podczas gdy w odpowiednim okresie ubiegłego roku zanotowano wzrost o 1,4% m/m. Spowodowane to było głównie przez stagnację w kredytach dla przedsiębiorstw, które zwiększyły się o jedynie 0,4% m/m i 5,4% r/r. Tymczasem, w kredytach dla gospodarstw domowych zaobserwowano wzrost o 1,4% m/m i przyspieszenie rocznej dynamiki do 7,2%

r/r z 6,5% r/r w poprzednim miesiącu. Prawdopodobnie wzrost kredytów dla gospodarstw domowych wiąże się w dużym stopniu ze zwiększonym zainteresowaniem kredytami mieszkaniowymi.

Nadal niska presja inflacyjna

W maju ceny towarów i usług konsumpcyjnych nie uległy zmianie w ciągu miesiąca i wzrosły o 0,4% r/r wobec wzrostu o 0,3% r/r w kwietniu. Wynik ten był niższy od oczekiwań, co wynikało z dwóch czynników. Pierwszym z nich był wolniejszy niż zakładano wzrost cen żywności Wstępne dane GUS wskazywały na ich wzrost o 0,6% m/m, podczas gdy ich rzeczywisty wzrost w danych CPI wyniósł tylko 0,4% m/m. Drugą przyczyną tylko nieznacznego przyspieszenia rocznego CPI w maju był głębszy niż zakładaliśmy spadek cen paliw. Zmniejszyły się one o 4,2% m/m i wzrosły o 7,8% r/r (wobec dwucyfrowych wzrostów w poprzednich miesiącach) powodując obniżenie się rocznej dynamiki cen w kategorii „transport” do 4,6% r/r z 6,5% r/r w kwietniu. Ceny pozostałych komponentów CPI kształtowały się mniej więcej zgodnie z oczekiwaniami – ich roczne dynamiki były takie same lub bardzo podobne jak w kwietniu.

Miary inflacji, %r/r



Źródło: GUS, NBP

Ceny producenta w maju spadły o 0,5% m/m, a roczna dynamika PPI obniżyła się do 2,1% ze zrewidowanych w dół 2,7% r/r w kwietniu. Było to znacznie poniżej oczekiwań rynku. Jak można było oczekiwać po na podstawie danych o CPI, spowolnienie dynamiki cen producenta wiązało się głównie ze spadkiem cen paliw (ceny w tym sektorze spadły o 8,5% m/m). Czynnikiem ten powodował przejściowy wzrost wskaźnika PPI w I kwartale br., a teraz powoduje jego szybki spadek. Nadal szybszy wzrost PPI niż CPI wynika z efektu niskiej bazy w przypadku tego pierwszego wskaźnika, a



nie z rzeczywistej presji inflacyjnej mogącej się w przyszłości przełożyć na ceny konsumenta. W sumie, dane o CPI i PPI potwierdziły, że nie ma obecnie zagrożenia inflacją w polskiej gospodarce. Niemniej jednak, istotnym argumentem z punktu widzenia polityki monetarnej powinien być nie bieżący poziom PPI lub CPI, lecz perspektywy inflacji w dłuższym okresie. Te z kolei zależą będą od tendencji w sferze realnej gospodarki, które są coraz lepsze.

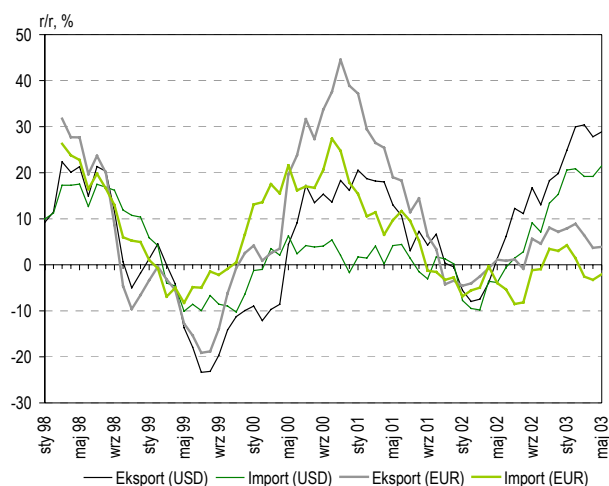
W maju tylko jedna z pięciu miar inflacji bazowej zanotowała spadek – CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności spadła z 0% do -0,1% r/r. Pozostałe miary utrzymały się na tym samym poziomie bądź wzrosły, utrzymując jednak nadal bardzo niskie wartości, co potwierdza, że nie ma obecnie zagrożeń dla krótkoterminowych perspektyw inflacyjnych. Dynamika trzech wskaźników była poniżej zera, a inflacja bazowa o najwyższej wartości – inflacja netto wykluczająca ceny paliw i żywności wyniosła 1,2% r/r, czyli tyle samo co w kwietniu i znacznie poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego na ten rok (2-4%). Takie wyniki nadal pokazują, że perspektywy inflacyjne są optymistyczne, jednak fakt, że większość miar inflacji bazowej już nie spada może ograniczać oczekiwania na dalsze redukcje stóp procentowych.

W czerwcu powinno nastąpić istotne przyspieszenie rocznej dynamiki inflacji do 0,8% r/r, a być może nawet do 0,9% r/r z 0,4% r/r w maju – głównie za sprawą znacznie skromniejszego niż przed rokiem sezonowego spadku cen żywności (o ok. 0,2% m/m). Mimo to, perspektywy inflacji na resztę tego roku są dość optymistyczne i w grudniu tego roku inflacja powinna wynieść ok. 1,5% r/r.

Eksport nadal rośnie, deficyt w obrotach bieżących nadal spada

Pozytywne wiadomości ciągle napływają ze strony wyników handlu zagranicznego i rachunków bilansu płatniczego. W maju deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 327 mln €. W relacji do PKB dwunastomiesięczny deficyt obrotów bieżących spadł do 2,8% z 2,9% po kwietniu. Spadek wielkości deficytu w obrotach bieżących w porównaniu z odpowiednim okresem minionego roku wynikał z niskiego deficytu handlowego oraz wysokich nadwyżek na rachunku transferów i w obrotach niesklasyfikowanych. Z drugiej strony, negatywnie na rozmiary deficytu obrotów bieżących wpłynął większy niż oczekiwano deficyt na rachunku dochodów.

Obroty handlu zagranicznego (3-miesięczna średnia ruchoma), %r/r



Źródło: NBP, BZ WBK

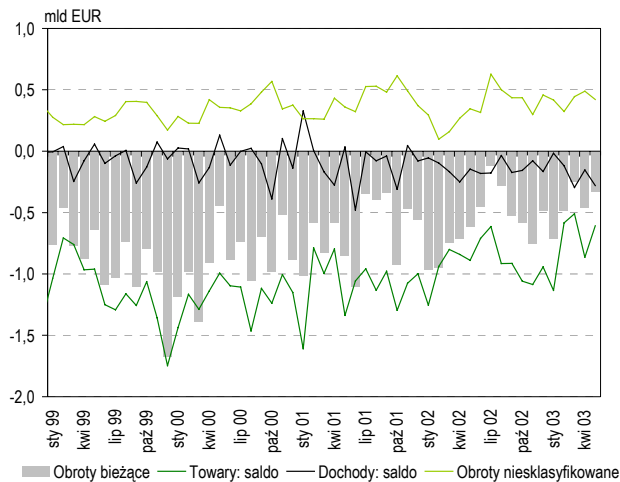
Deficyt handlowy osiągnął wielkość 608 mln €, co oznacza spadek z 864 mln € przed miesiącem i 889 mln € przed rokiem. Zmniejszenie się deficytu handlowego było głównie efektem ciągle bardzo mocnego eksportu. Jego roczna dynamika (liczona w euro) przyspieszyła do 8% z -2,3% w poprzednim miesiącu. Oznacza to, że zgodnie z tym, co pisaliśmy wcześniej, roczny spadek eksportu w kwietniu był jednorazowy i wiązał się z działaniem efektu wyjątkowo wysokiej bazy statystycznej. Ze względu na znaczną aprecjację euro w stosunku do dolara, dynamika eksportu wyrażonego w dolarach była wyraźnie wyższa, osiągając aż 36,3% r/r. Dynamika importu w maju (w euro) była po raz kolejny ujemna, wynosząc -1,5% r/r wobec -1,2% r/r). Może to sugerować, że ożywienie gospodarcze jest w dalszym ciągu napędzane głównie przez sprzedaż zagraniczną, podczas gdy popyt krajowy, choć przyśpiesza, jest nadal dość słaby. Przewidujemy, że następne miesiące przyniosą kontynuację dobrych wyników w eksporcie oraz w końcu przyspieszenie wzrostu importu. W ostatnim kwartale tego roku dynamika importu powinna nawet przekroczyć dynamikę obrotów eksportowych, odzwierciedlając coraz wyraźniejszą poprawę w popycie krajowym.

Nadwyżka obrotów niesklasyfikowanych osiągnęła w maju 421 mln € wobec 489 mln € w kwietniu i 345 mln € w maju 2002 r. Pokazuje to, że również nieoficjalny eksport radzi sobie niezle, co poprawia saldo na rachunku bieżącym. Z drugiej strony, stan rachunku bieżącego bilansu płatniczego był pod negatywnym wpływem wyższego od oczekiwanego deficytu na rachunku dochodów. Wyniósł on 281 mln € wobec 146 mln € w analogicznym okresie poprzedniego roku. Jest to zaskakująco słaby rezultat biorąc pod uwagę brak



informacji o znacznych spłatach odsetek od długu zagranicznego w maju. Być może wiązało się to z wcześniejszymi niż zwykle płatnościami dywidend dla inwestorów zagranicznych z ich jednostek w Polsce.

Wybrane elementy bilansu płatniczego



Źródło: NBP

W maju nie nastąpiły znaczące wydarzenia na rachunku finansowym bilansu płatniczego. Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych pozostał na niskim poziomie, osiągając zaledwie 139 mln € wobec 286 mln € w tym samym okresie poprzedniego roku. Po dwóch miesiącach odpływu kapitału portfelowego, w maju nastąpił jego napływ w wysokości 385 mln €. Dane te pokazują, że deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego jest w coraz większym stopniu finansowany przez kapitał krótkoterminowy.

Pogorszenie w dochodach budżetowych

Po pięciu miesiącach tego roku deficyt budżetowy sięgnął 23,2 mld złotych, czyli 60% całorocznego planu. Dochody wyniosły 56,7 mld złotych, co stanowiło 36,4% planu. Wynikało to z niskich przychodów podatkowych, zarówno jeśli chodzi o podatki pośrednie, jak i bezpośrednie. Przychody z PIT spadły w maju o 7,8% r/r, co spowodowało, że skumulowany wzrost w pierwszych pięciu miesiącach tego roku wyniósł 8,5% r/r (w porównaniu z 12,1% r/r po kwietniu). Według przedstawicieli Ministerstwa Finansów spowodowane to było większymi zwrotami z tytułu nadpłaconego podatku i zwrotami z tytułu ulg. Najbardziej znaczący spadek w ujęciu rocznym odnotowały przychody z CIT (23,2%), co pogłębiło skumulowany spadek do 10,1% r/r po maju z 8,4% r/r po kwietniu. Całoroczny plan to spadek rzędu 4%, co związane jest z obniżeniem stawki CIT do 27%. Zdaniem wiceminister finansów Haliny Wasilewskiej-Trenkner wpływy z podatków od przedsiębiorstw potwierdzają trwające ożywienie gospodarcze, a ich

slaby przyrost należy tłumaczyć tym, że firmy rozliczają straty poniesione w latach ubiegłych, a nie tym, że ich dochody nie rosną. Niestety niskie były również wpływy z podatków pośrednich, które spadły w maju o 1,2% r/r. W wyniku tego skumulowany wzrost przychodów z tej kategorii obniżył się po pięciu miesiącach do 6,8% r/r z 8,9% r/r po kwietniu (plan roczny wynosi 7,5%).

Strona wydatkowa budżetu, zgodnie z oczekiwaniami, pozostaje pod kontrolą. Po maju wydatki wyniosły 79,9 mld złotych, czyli 41,1% całorocznego planu. Podobnie jak w poprzednich miesiącach najwyższy wzrost wydatków budżetowych odnotowały kategorie związane z subsydiami do Funduszu Pracy i Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Z drugiej strony, budżet zarabia na niższych od planowanych wydatkach na obsługę długu publicznego, co związane jest z niższymi stopami procentowymi w Polsce i na świecie. Dane ministerstwa pokazują że deficyt jest wciąż finansowany poprzez znaczącą podaż papierów skarbowych, która wyniosła 74,5% planu dla obligacji skarbowych i 195% dla bonów skarbowych. Przychody z prywatyzacji są wciąż na bardzo niskim poziomie – 1,17 mld złotych, czyli 15,8% planu.



Pod lupą: Bank centralny

- **Stopy obniżone po raz szósty**
- **... ale oczekujemy wakacyjnej przerwy**
- **Kto (i kiedy) zastąpi J. Krzyżewskiego w RPP?**
- **„Fracja gołębia” chciała głębszych obniżek w I kw.**

I jeszcze jeden, i jeszcze raz...

W czerwcu po raz szósty z rządu w tym roku RPP podjęła decyzję o redukcji wszystkich podstawowych stóp procentowych o 25pb. Stopa referencyjna spadła do 5,25%, stopa lombardowa do 6,75%, a stopa depozytowa do 3,75%. Była to dwudziesta obniżka stóp procentowych od początku ekspansji polityki pieniężnej zapoczątkowanego w lutym 2001 r.

Oficjalny komunikat RPP opublikowany po posiedzeniu i wypowiedzi prezesa NBP Leszka Balcerowicza podczas konferencji prasowej wyraźnie pokazały, że głównym argumentem przemawiającym za decyzją o kolejnej redukcji stóp procentowych były nadal korzystne perspektywy inflacji. RPP wymieniła listę czynników, które wzmacniają utrzymywanie się inflacji na niskim poziomie i ograniczające jej wzrost w przyszłości, która zawierała m.in. niskie wskaźniki inflacji bazowej, bardzo niski wzrost płac, niską dynamikę podaży pieniądza oraz ograniczony popyt na kredyt i nadal niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. Jednocześnie RPP zwróciła uwagę na szereg czynników ograniczających przestrzeń dla dalszego poluzowania monetarnego, wśród których znalazło się wzmocnienie symptomów ożywienia gospodarczego w Polsce oraz istnienie potencjalnych źródeł presji inflacyjnej (niepewność dotycząca polityki fiskalnej, znaczny przyrost gotówki w obiegu, ryzyko wzrostu cen ropy). Czynniki ryzyka nie zdołały jednak najwyraźniej pogorszyć optymistycznych przewidywań inflacyjnych banku centralnego. Szczególnie, że Rada wskazała, że ostatnie wydarzenia mające wpływ na kurs złotego w średnim terminie miały znaczny wpływ na decyzję w czerwcu. Mimo że dwa z tych czynników były niekorzystne dla złotego (obniżenie perspektywy ratingu Polski przez agencję S&P's oraz zawirowania na rynku węgierskim), Rada uznała najprawdopodobniej, że istnieje obawa o wzrost presji aprecjacyjnej na złotego. Balcerowicz szczególnie podkreślił znaczenie referendum akcesyjnego, stanowiącego istotny krok na drodze do członkostwa w UE, mówiąc, że RPP wzięła ten czynnik pod uwagę podejmując decyzję w tym miesiącu.

Jedno wydaje się jasne po czerwcowym posiedzeniu RPP – w lipcu nie zobaczymy kolejnej obniżki stóp procentowych. Rada zaplanowała następne posiedzenie na 17-18 lipca, tj. przed publikacją części danych makroekonomicznych za czerwiec, co oznacza, że zbiór informacji dostępny dla RPP podczas następnego spotkania nie będzie się bardzo różnił od obecnego. Co ważne, Leszek Balcerowicz niemal otwarcie zadeklarował, że w lipcu nie będzie obniżki, podkreślając na końcu konferencji prasowej (nie pytany przez nikogo), że następne posiedzenie RPP będzie wcześniej niż zwykle i Rada będzie miała do dyspozycji znacznie mniej informacji. Wydaje się jednak równie jasne, że cykl obniżek stóp procentowych jeszcze się nie zakończył. Mimo, iż nawet członkowie RPP zaliczani do tzw. frakcji gołębiej wspominają już o jego bliskim końcu, przyznając, że bank centralny powinien rozważyć wyhamowanie tendencji rozluźniania polityki pieniężnej za sprawą coraz silniejszych oznak ożywienia w gospodarce. Biorąc pod uwagę optymistyczne prognozy banku centralnego dotyczące inflacji, spodziewamy się kolejnej redukcji stóp o 25pb po powrocie członków RPP z letnich wakacji. Natomiast kolejne decyzje będą prawdopodobnie zależały od działań rządu w zakresie polityki fiskalnej. W czerwcu Rada poświęciła dużo uwagi perspektywom fiskalnym. Bank centralny wezwał rząd do cięć wydatków budżetu zamiast skupiania się na stronie dochodowej oraz ostrzegł przed poważnymi konsekwencjami utrzymywania wysokiego deficytu budżetu nie tylko dla inflacji, ale też dla perspektyw wzrostu gospodarczego. Tak naprawdę nie jest to nic nowego, ponieważ bardzo krytyczna opinia RPP nt. stanu finansów publicznych w Polsce jest powszechnie znana, co w praktyce nie wydawało się być poważnym problemem w kontynuowaniu cyklu obniżek stóp procentowych (przykładem czerwcową decyzją). Jednak należy podkreślić, że stopy procentowe zostały obniżone bardzo znacząco w ostatnich kwartałach i biorąc pod uwagę, że roczna dynamika CPI może przyspieszyć do 2-2,5% w ciągu najbliższych 4-5 kwartałów, przestrzeń dla dalszych obniżek faktycznie staje się znacznie mniejsza. Oczekujemy kolejnych redukcji stóp procentowych, obniżających stopę referencyjną poniżej 5% jedynie w scenariuszu, kiedy budżet na 2004 rok i pakiet rozwiązań fiskalnych przedstawiony przez rząd będą zawierać pewne kroki w kierunku ograniczenia nierównowagi fiskalnej poprzez ograniczenie wydatków w finansach publicznych.



Kto zastąpi Janusza Krzyżewskiego w RPP?

Na początku lipca członek Rady Polityki Pieniężnej Janusz Krzyżewski zginął tragicznie w wypadku samochodowym. Był on jednym z trzech członków mianowanych do Rady przez Sejm (razem z Markiem Dąbrowskim i Jerzym Pruskim). Zgodnie z Ustawą o NBP, Sejm ma trzy miesiące na wybór nowego członka Rady. Wybrana osoba pozostanie w Radzie do końca kadencji swojego poprzednika (w tym wypadku do stycznia 2004), jednak wg Ustawy o NBP może być następnie wybrana na pełną sześcioletnią kadencję, gdyż zastępstwo nie będzie trwało dłużej niż trzy lata.

Wybór nowego członka RPP będzie istotny dla rynku finansowego, ale jego potencjalny wpływ na decyzje odnośnie stóp procentowych w tym roku raczej nie będzie znaczący, gdyż Krzyżewski był jednym ze zwolenników głębszych redukcji stóp i nowa osoba najprawdopodobniej będzie głosowała podobnie. Ważniejszą kwestią jest to, że selekcja nowego kandydata do RPP może rzucić nieco światła na skład nowej Rady, który wyłoni się na początku 2004 r. Media zaczęły już spekulować na temat możliwych kandydatów do RPP. Według prominentnych przedstawicieli SLD cytowanych przez PAP poważnie rozważana jest kandydatura Grzegorza Kołodki. Jego nominacja wydaje nam się raczej mało prawdopodobna z dwóch powodów. Po pierwsze, Kołodko pożegnał się z rządem Leszka Millera w atmosferze raczej dalekiej od przyjacielskiej. Wieść niesie, że w czasie swojej kadencji jako minister finansów zdołał on rozczarować wielu polityków (głównie tych, którzy liczyli, że bezboleśnie przywróci on gospodarce szybki wzrost). Drugą kwestią jest to, że Kołodko może wcale nie być zainteresowany taką propozycją. Biorąc pod uwagę, że może to być tylko praca na kilka miesięcy bez gwarancji przedłużenia kadencji (jeśli posłowie rozczarują się ponownie, w styczniu wybiorą kogo innego na pełną kadencję) może się okazać, że Kołodko nie ma ochoty narażać się na takie ryzyko. Naszym zdaniem do bardziej prawdopodobnych kandydatów do RPP należą Andrzej Sopoćko i Witold Kosiński. Obaj są profesorami ekonomii na Uniwersytecie Warszawskim. Sopoćko to były doradca ekonomiczny premiera Leszka Millera i do niedawna wiceminister finansów w ekipie Grzegorza Kołodki. Kosiński był wiceprezesem NBP odpowiedzialnym za politykę pieniężną pod koniec lat 90-tych, a obecnie jest prezesem Banku Gospodarstwa Krajowego.

Do czasu mianowania nowego członka RPP obniżki stóp procentowych wydają się mniej prawdopodobne. W lipcu tak czy inaczej nie oczekujemy redukcji, ale wynik posiedzenia w sierpniu może zależeć od tego, czy nowa

osoba zdąży dołączyć do Rady. Kandydaci na wolne miejsce będą zgłaszani do 31 lipca, a Sejm wybierze nowego członka Rady na miejsce Janusza Krzyżewskiego nie wcześniej niż na pierwszym posiedzeniu po przerwie wakacyjnej w dniach 27-29 sierpnia. Z tego względu wydaje się, że w sierpniu o stopach procentowych decydować będzie RPP jedynie w 9-osobowym składzie. W takim przypadku nieco bardziej prawdopodobne jest, że obniżka stóp zostanie przesunięta na wrzesień, ponieważ frakcja „jastrzębia” będzie miała w sierpniu większość (5:4). Nie można jednak wykluczyć, że jeden lub dwóch „jastrzębi” opowie się za dalszym rozluźnieniem monetarnym, mając świadomość, że decyzja taka byłaby w dużym stopniu usprawiedliwiona przez brak presji inflacyjnej i im szybciej decyzja o redukcji zostanie podjęta, tym lepiej (doświadczenie pokazuje, że na początku tego roku Grabowski i Pruski głosowali za niewielkimi redukcjami stóp). Możliwe jest również inne rozwiązanie: posiedzenie Sejmu rozpoczyna się 27 sierpnia, więc jeśli nowy członek Rady zostanie wybrany już pierwszego dnia, a posiedzenie RPP zostanie zaplanowane na 28-29 sierpnia (czwartek-piątek), to nowa osoba będzie mogła wziąć udział w głosowaniu już w sierpniu.

„Fracja gołębia” chciała więcej

Według raportu inflacyjnego RPP za I kw. 2003 r., tzw. „frakcja gołębi” próbowała głębszych obniżek stóp na posiedzeniach w styczniu i lutym. W styczniu wniosek o 50 pb obniżki został poparty przez czterech członków: Janusza Krzyżewskiego, Dariusza Rosatiego, Grzegorza Wójtowicza i Wiesławę Ziółkowską. Natomiast w lutym tylko dwóch z nich (Rosati i Wójtowicz) głosowało za cięciem stopy referencyjnej o 50 pb i lombardowej o 100 pb, a Ziółkowska była nieobecna.

Najwyraźniej na początku tego roku część Rady konsekwentnie twierdziła, że polityka pieniężna mogłaby być poluźniana szybciej. I choć w marcu nie złożono wniosku o obniżkę większą niż 25 pb, uzasadniona wydaje się wiara, że „gołębie” będą nadal optować za znacznym obniżeniem stóp (nie tak dawno temu Wiesława Ziółkowska wspominała o dalszych 100 pb). Jednakże podtrzymujemy nasze zdanie na temat oczekiwanej skali obniżek. Zławsza, że RPP chce obniżyć rezerwy obowiązkowe w tym roku, co także zwiększy ekspansję polityki monetarnej. Bogusław Grabowski przyznał, że ta kwestia jest dyskutowana w Radzie, dodając, że jest mało prawdopodobne, że już w lipcu zostanie podjęta taka decyzja.



Wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego

Wiele wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego z minionego miesiąca dotyczyło stanu polskich finansów publicznych (jak pisaliśmy powyżej, za słowami nie poszły jednak czyny i troska o skutki obecnej polityki fiskalnej nie znalazła odzwierciedlenia w czerwcowej decyzji RPP). Założenia budżetowe przyjęte zostały przez przedstawicieli banku centralnego bardzo sceptycznie. Prezes NBP Leszek Balcerowicz w bardzo zdecydowany sposób zaprotestował przeciw uwzględnieniu w założeniach budżetowych wpływów z uwolnienia rezerwy rewaluacyjnej NBP. Potwierdzone zostały przypuszczenia, że kompromis w tej sprawie między rządem a bankiem centralnym może być bardzo ograniczony i sprowadzać się będzie prawdopodobnie do udzielenia rządowi pożyczki części rezerw walutowych na spłatę długu zagranicznego. Zmiana na stanowisku ministra finansów również nie spotkała się z entuzjazmem członków Rady. Z ich wypowiedzi wynika, że obawiają się przede wszystkim zmniejszenia dyscypliny polityki fiskalnej po objęciu sterów polityki gospodarczej rządu przez Jerzego Hausnera. Prezes NBP Leszek Balcerowicz wyraził przekonanie, że brak redukcji deficytu budżetowego byłby działaniem antywzrostowym. Bogusław Grabowski z RPP podkreślił, że niepewność dotycząca polityki fiskalnej utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej, powątpiewał w „tymczasowość” wzrostu deficytu budżetowego i wskazywał na brak możliwości dalszych głębokich obniżek stóp procentowych. Obawia się on w takiej sytuacji podejmowania decyzji o dalszej ekspansji monetarnej. Zaznaczył, że doszłoby do niej nie tylko w efekcie obniżek stóp procentowych, ale również redukcji poziomu stóp rezerw obowiązkowych.

Znacznie mniej obaw jeśli chodzi o kolejne obniżki stóp procentowych przejawiało się w wypowiedziach przedstawicieli tzw. „frakcji gołębiej”. Zdaniem Dariusza Rosatiego przejściowy wzrost deficytu budżetu mógłby zostać zaakceptowany przez bank centralny, jeśli towarzyszyłby mu wiarygodny program reformy fiskalnej (zawierający cięcia wydatków) w kolejnych latach. Ponadto Rosati zgodził się z sugestią MFV, że istnieje przestrzeń dla dalszych obniżek stóp w Polsce. Rosati podkreślił, że ta sugestia jest „bardzo ważna” i on ją z pewnością weźmie pod uwagę. Ciekawe co zrobi „frakcja jastrzębia”?

Coraz częściej członkowie RPP wyrażają obawy związane z możliwą datą wstąpienia Polski do strefy euro. Wciąż utrzymywane jest twierdzenie o tym, że najlepszą datą przyjęcie euro byłby rok 2007, jednak już chyba nikt nie ma wątpliwości że będzie to praktycznie niemożliwe ze względu na rozdęty deficyt budżetowy i brak chęci do reformowania strony wydatkowej finansów publicznych. Grzegorz Wójtowicz za najbardziej prawdopodobną datę uważał do tej pory rok 2008, jednak ostatnie wydarzenia w obszarze finansów publicznych coraz bardziej zwiększają według niego ryzyko, że termin ten będzie późniejszy. Wypowiedź Wójtowicza wydaje się zgodna nie tylko z naszą opinią, ale też z konsensusem na rynku, jako że w ostatniej ankiecie PAP większość analityków wskazywała na rok 2009 jako najbardziej realną datę wprowadzenia w Polsce wspólnej waluty. Niewątpliwie istnieje ryzyko, że będzie to jeszcze później, a używając słów Bogusława Grabowskiego „mówienie o innej konkretnej dacie przed zapoznaniem się z programem reformy finansów publicznych jest niczym innym jak fantazjowaniem”.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz, prezes NBP; Financial Times, 26 VI	Odpowiedzialnością UE jest ostrzeżenie tych krajów [kandydackich przed wysokim deficytem finansów publicznych]. Ekonomiści, którzy twierdzą, że deficyty budżetu są do przyjęcia w krótkim okresie z myślą o pobudzeniu wzrostu gospodarki są w błędzie. W sytuacjach, w których miejscowe siły polityczne są tak populistyczne [jak w Polsce] potrzebna jest dodatkowa rada z zewnątrz. [...] Sądzę, że Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny zbyt rzadko wypowiadają się na temat potrzeby fiskalnej konsolidacji w kontekście ustabilizowania i wzrostu krajów akcesyjnych.
PAP, 25 VI	Mamy wyraźną obniżkę cen sprzedanej produkcji przemysłu, wskaźniki inflacji bazowej ustabilizowały się na niskim poziomie, umacnia się dyscyplina płac w gospodarce, co świadczy o umacnianiu się konkurencyjności. Ponowne sygnały ożywienia gospodarczego same w sobie dają ograniczenie dla redukcji stóp procentowych, sygnalizują ożywienie popytu. Duża niepewność dotyczy kształtu polityki fiskalnej w 2004 i 2005 r. Nieograniczenie deficytu w stosunku do obecnie istniejącego byłoby antyrozwojowe. Mam nadzieję, że będziemy mieli do czynienia z propozycjami i działaniami, dzięki którym będzie perspektywa stałego ograniczenia wydatków w skutek reform, bo jest to klucz do przyspieszenia gospodarki. Jeżeli zabraknie jasnych perspektyw uzdrowienia finansów publicznych, to nie da się wykluczyć, że tzw. premia za ryzyko zawarta w oprocentowaniu obligacji wzrośnie i wówczas zaczęłyby rosnać koszty obsługi długu zagranicznych. Potwierdziłby to wzrost długoterminowych stóp procentowych. Przypominam tylko, że w lipcu posiedzenie RPP będzie wcześniej, 17-18 i będzie znacznie mniej informacji. Nie wykluczam, że w tym roku wzrost może być trochę wyższy niż 2,5%. Zależy to od skali reform strukturalnych, które poprawią stan finansów publicznych i polskich przedsiębiorstw.
PAP, 18 VI	Nie przewidujemy zgody na dodruk pieniądza. Natomiast sygnalizowaliśmy poprzednio inną płaszczyznę rozmów, które mogłyby dotyczyć pomocy w redukcji długu zagranicznego, ale formy i zakres tej operacji muszą być takie, żeby nie stworzyły zagrożenia dla stabilności naszej gospodarki.
PAP, 10 VI	Mam nadzieję na dobrą współpracę [z ministrem Raczko], która będzie respektowała niezależność polskiego banku centralnego.
PAP, 6 VI	Nie dostrzegam związków [między polityką pieniężną a wprowadzeniem podatku liniowego]. Polityka monetarna musi wykonywać swoje zadania, jak wiadomo zdecydowanie najważniejszym zadaniem jest dawanie ludziom stabilnych cen, to się stało i trzeba to dobro utrzymywać.
PAP, 5 VI	Biorąc pod uwagę obecne wymagania i dwuletni okres ERM2 to najwcześniejszy możliwy termin wejścia do euro to 2007. [...] W tym momencie stanowisko instytucji europejskich nie jest jeszcze jasne. Z punktu widzenia obecnych i przyszłych członków i perspektyw wzrostu gospodarczego byłoby złe luzowanie obecnych kryteriów fiskalnych.
Bogusław Grabowski, członek RPP; TVN24, 30 VI	Strategia [płynnego kursu] na najbliższe lata została zaproponowana publicznie i ona pozostaje aktualna. Z całą pewnością należy się przygotować do poważnych rozmów w przyszłym roku, jeśli celem Polski miałyby być stworzenie warunków do jak najwcześniejszego wejścia do strefy euro, czyli w 2007 r. [...] Już w najbliższych miesiącach trzeba przygotować różne strategie i daty.
PAP, 30 VI	Wpływ osłabienia forinta na złotego będzie krótkotrwały, bo sytuacja sprowadza się do różnic w systemie kursowym i zalety polskiego systemu płynnego kursu umożliwiają uniknięcie komplikacji, jakie są na Węgrzech.
PAP, 27 VI	Przy 10-procentowym wzroście produkcji przemysłowej, 10-procentowym wzroście sprzedaży detalicznej i 8-procentowym wzroście eksportu mówienie o znacznych obniżkach stóp jest niedorzeczne. [Na spotkaniu z min. Hausnerem] Przedstawimy ocenę sytuacji makroekonomicznej, powiemy o złych skutkach zwiększania deficytu oraz powiemy jeszcze raz, dlaczego nie rozwiążemy rezerwy rewaluacyjnej. 2007 rok jest absolutnie nierealistyczny [jako data wejścia do strefy euro], ale mówienie o innej konkretnej dacie przed zapoznaniem się z programem reformy finansów publicznych, który rząd powinien przygotować od strony wydatkowej [...] jest niczym innym jak fantazjowaniem.
	Ta decyzja będzie również decyzją z zakresu polityki pieniężnej i obniżka rezerw obowiązkowych obecnie w pełnym zakresie skutkowałaby rozluźnieniem polityki pieniężnej. A trzeba pamiętać o cyklu obniżek, który do tej pory został przeprowadzony. Gdybyśmy obniżyli rezerwę z 4,5 proc. do 2 proc. to wstrzyknęlibyśmy do sektora bankowego około 8 mld zł, a to jest ponad 10 proc. podaży pieniądza rezerwowego.



PAP, 27 VI	RPP obniżyła już dwukrotnie poziom rezerw: raz ze średniego poziomu 12 proc. do 5 proc., a potem do 4,5 proc. Jednak obie te decyzje miały wpływ na poziom płynności sektora bankowego, gdyż pierwsza obniżka była uwarunkowana wykupem obligacji NBP, które zaabsorbowały cały zastrzyk płynności, jaki pojawiłby się przy takiej obniżce. Druga obniżka, z 5 proc. do 4,5 proc., była natomiast substytutem wyłączenia gotówki z zaliczania do poziomu rezerw obowiązkowych. Na lipcowym posiedzeniu możliwe jest podjęcie takiego tematu.
PAP, 25 VI	Nie wiemy, co się będzie działo z finansami publicznymi w 2004 r., jaki będzie deficyt, jaka będzie skala wydatków, czy będzie reforma finansów publicznych. My w takiej niepewności musimy podejmować decyzję, która będzie wpływała na procesy gospodarcze w następnym roku. Gospodarka lekko się ożywia, mamy rosnącą dynamikę produkcji sprzedanej przemysłu, ponad 10%, sprzedaży detalicznej prawie 10%. Powoli widać ożywienie w procesach inwestycyjnych. [...] Ale trzeba pamiętać, że ta przyspieszająca gospodarka, jak nabierze rozpędu, może natrafić na stopy procentowe za bardzo obniżone, i wtedy możemy mieć problem taki, jak ostatnio obserwowaliśmy na Węgrzech, gdzie stopy znacząco obniżono, a po trzech miesiącach podnoszono je w dwójnasób. Nam chodzi o to, aby stopy były niskie, ale w sposób stabilny, przewidywalny. Bo tylko niski w długim okresie poziom stóp procentowych sprzyja procesowi inwestycyjnemu. Rząd został przez RPP poinformowany, że nie będziemy manipulowali zasadami rachunkowości i drukowali pustego pieniądza po to, żeby pomóc rządowi w przepchnięciu problemu finansów publicznych na następny rok, w dalszym zwlekaniu w reformowaniu strony wydatkowej. [o decyzjach rządu] To nie są żadne zmiany w systemie podatku PIT, jest to drobny retusz, ale ten retusz zwiększa obciążenia podatkowe, szczególnie tych lepiej zarabiających.
PAP, 18 VI	Mam obawy o to, jaka będzie polityka fiskalna w 2004 roku, dlatego polityka pieniężna musi być w tej chwili szczególnie ostrożna. Jeżeli widzimy, że działamy w niepewnych warunkach, to powinna dominować zasada ostrożności. Lepiej w takiej sytuacji podjąć decyzję o ostrożnej polityce pieniężnej, która nie będzie zakładała ograniczenia deficytu, niż zakładać, a potem to się nie spełni i odbije na procesach inflacyjnych. W Polsce mamy obecnie wyjątkową niepewność co do kształtu polityki fiskalnej i po raz pierwszy od wielu lat niepewność co do przebiegu polityki pieniężnej, która się pojawi wraz z powołaniem nowej RPP. Nie oznacza to, że polityka nowych członków może być zła, tylko że jest na razie niepewna. A biorąc pod uwagę, kto będzie wybierał członków i jakie postulaty padają ze strony tych, którzy wybiorą dominującą część rady, to może budzić niepokój. Kandydaci na nowych członków RPP mogą być pytani w czasie sejmowych czy senackich przesłuchań np. o to, czy rozwiążą rezerwę (rewaluacyjną) czy też nie i to może być kryterium ich powoływania.
PAP, 13 VI	Udzielenie wotum zaufania rządowi przez Sejm pokazuje, że nie ma większości dla obalenia rządu. Rynki zostały ponownie zepchnięte w stan niepewności i wątpliwości, by uzyskały wiarę w przeprowadzenie niezbędnych reform gospodarczych. Rynki nie będą wierzyły w pozytywne zmiany. Przewiduję dryfowanie polskiej gospodarki do następnego przesilenia. Rynek będzie patrzył na konkretne posunięcia ministra gospodarki Hausnera, jego poglądy, w rytm jego wypowiedzi będzie reagował.
Radio PIN, 11 VI	Cały ten obraz ekonomiczny, który został do budżetu zastosowany, ma niewiele wspólnego z tym co rzeczywistość wystąpi, ale gorsza rzecz jest taka, że to wszystko miałoby nastąpić przy gwałtownym luzowaniu polityki fiskalnej.
Reuters, 9 VI	Premier mówi, że koordynatorem polityki gospodarczej będzie minister, który nie przywiązuje znaczenia do reformy finansów publicznych i obniżania deficytu finansów publicznych choć przedstawia program zmian podaży. [...] Z punktu widzenia polskiej gospodarki realizacja tej strategii odsuwa w dalszą przyszłość akcesję do Unii Monetarnej. A to jest długookresowo złe dla polskiej gospodarki.
ISB, 6 VI	O euro w 2007 roku możemy tylko pomarzyć [...] A to oznacza, że szybko postępująca konwergencja na rynkach w całym regionie, umacniająca waluty, jest zbyt pospieszna. Stanowisko RPP jest takie, żebyśmy byli w ERM2 jak najkrócej, czyli maksimum dwa lata i powinniśmy odliczać od końca, czyli od wejścia do euro, żeby ta 'odsiadka' nie była dłuższa. Najpierw musimy strategicznie określić, kiedy przyjmujemy euro i na tej podstawie planować datę wejścia do ERM2. Moim zdaniem, i jest ono podzielane przez większość członków RPP, przy ustalaniu paritetu centralnego będzie brany pod uwagę kurs rynkowy z ostatniego okresu. [...] Okres będzie tym dłuższy, jeżeli będziemy wiedzieli, że w ostatnim okresie występowały czynniki nadzwyczajne wpływające na poziom kursu. My nie jesteśmy w stanie powiedzieć nawet tego, co się stanie z budżetem na 2004 roku, a co dopiero mówić o tym, kiedy wejdziemy do euro. Teraz, dopóki nie mamy perspektyw na obniżenie deficytu finansów publicznych, to mówienie o wstąpieniu do eurolandu jest czcze. Nie można stawiać wozu przed koniem. Mamy mniejszościowy rząd, w którym jest jeszcze wewnętrzny spór, jak prowadzić politykę gospodarczą. Mamy przedterminowe wybory i jeszcze dodatkowo – tradycyjną niechęć do przeprowadzenia jakichkolwiek niepopularnych posunięć w prawie wszystkich ugrupowaniach. Kwestionowana jest pozycja premiera, rządu, a prezydent apeluje o stworzenie rządu większościowego. Ostatni dzwonek już dawno przeminął. Teraz możemy być mądrzy tylko po szkodzie. Przy tak usztywnionych wydatkach publicznych, przy tak wysokim deficycie, nie da się nagle znaleźć pieniędzy na składkę [do budżetu UE], jednocześnie znaleźć miejsce na współfinansowanie funduszy strukturalnych i obniżyć deficyt. W ciągu najbliższych dwóch, trzech lat jesteśmy po prostu skazani na złą politykę fiskalną, nawet gdybyśmy przeprowadzili reformę.
Reuters, 4 VI	Jeśli będzie dochodziło do krótkookresowych, nawet poważnych, wahań kursu walutowego to nie ma podstaw do niepokoju, ani podstaw do interwencji ze strony polityki pieniężnej - czy to przy pomocy stóp procentowych czy przy pomocy interwencji na rynku walutowym. Gdyby okazało się, że zawirowania polityczne stwarzają duże prawdopodobieństwo przesunięcia się w kierunku nieodpowiedzialnej polityki, dużego deficytu w finansach publicznych, a rynki to dostrzegą deprecjonując kurs na stałe w dłuższym okresie to polityka pieniężna będzie reagować na deprecjację kursu na wyższy deficyt wyższymi stopami procentowymi.
Cezary Józefiak, członek RPP; PAP, 11 VI	[dymisja ministra finansów] To świadczy o dalszym zamieszaniu na scenie politycznej i braku jasnej koncepcji polityki gospodarczej. W okresie, kiedy ta jasność jest szczególnie potrzebna. [...] Nie wykluczam osłabienia złotego. Rynki będą się przyglądać i zachowują czujność. Będą trendy raczej deprecjacyjne. Ten projekt budżetu jest nie do przyjęcia. Nie idzie w kierunku obniżania wydatków, opiera się na bezpodstawnej emisji pieniądza. Nie odpowiada to wymaganiom dotyczącym wejścia do UE. Jednocześnie wiemy, że był spór w ramach rządu i że właśnie ustępuje ten, którego projekt został przyjęty, a nie ten, który polemizował, więc ja nie rozumiem, co to znaczy.
Janusz Krzyżewski, członek RPP; PAP, 25 VI	Sądzę, że zagrożenia inflacji polegającego na ostrym, odbiciu nie należy się spodziewać ze względu na erozję rynku przez bardzo wysokie bezrobocie. Zwroty mojego szefa [prezesa NBP] sugerują, że jesteśmy przy jakiejś ścianie, ale ja jestem lepszej myśli, że coś tam jeszcze będzie. Fakt jest faktem, że trzeba się zastanowić już powoli nad hamowaniem tendencji rozluźniającej, że zaczynają się czynniki wskazujące na ożywienie. [...] Jednak zapowiedź ewentualnego zwiększenia długu publicznego, niejasności fiskalnej mogą być zapowiedzią niemiłych kierunków, które trzeba przyjmować. Osobiście sądzę, że nie będzie powodu do wzrostu inflacji, poza jednym - obawiam się, żeby wytrzymał to kurs walutowy.



PAP, 17 VI	<p>Trudno byłoby podtrzymać trend polegający na działaniu [w kierunku redukcji stóp procentowych] co miesiąc. Większość [członków RPP] będzie miała wiele zastrzeżeń do takich ekstrawagancji. Nie w każdym miesiącu jest możliwy taki krok. [...] Należy rozważyć, czy nasze kroki są dalej potrzebne czy nie.</p> <p>Istnieje konieczność dopasowania naszych istniejących instrumentów do Unii Europejskiej. [...] Każdy z nas ma swoją koncepcję poziomu stóp na koniec naszej kadencji. Są one nierówne, na pewno trzeba będzie to uzgodnić oraz sposób dojścia do optymalnego poziomu stóp.</p> <p>Nie pozostaje nic innego, jak tylko stwierdzić, że bardzo ostrożne kształtowanie polityki pieniężnej, w sposób który zapobiega kryzysowi walutowemu i panice rynkowej, przyczynia się do tego, że następuje odbicie się akcji kredytowej. Możliwość uzyskiwania kredytu napędza wzrost produkcji.</p> <p>Wzrost [w II kw. br.] będzie wyrazisty. Mamy wzrost eksportu, ostatnio uaktywnił się import. Import wymaga kredytu, co potwierdzają dane GUS o produkcji.</p>
Jerzy Pruski, członek RPP; PAP, 25 VI	<p>Skutki wysokich deficytów fiskalnych będą odsuwały w czasie możliwość wejścia do strefy euro. Kryteria pieniężne są obecnie spełnione, do spełnienia zostają kryteria fiskalne.</p> <p>Inflacja na koniec 2003 r. powinna zmieścić się w przedziale wyznaczonym na ten rok, najprawdopodobniej blisko dolnej granicy celu, czyli ok. 2%. [...] Na razie nie widać przesłanek dla osiągnięcia tak wysokiej dynamiki PKB [5% prognozowane przez rząd]. Możemy mówić o dynamice około 4%.</p>
Dariusz Rosati, członek RPP; Reuters, 30 VI PAP, 27 VI	<p>Bez reform fiskalnych data przyjęcia euro w 2008 lub 2009 roku jest nierealna. Wiarygodność reform należy zademonstrować redukując deficyt.</p> <p>Roczny wskaźnik inflacji w czerwcu nieznacznie wzrosł, ale nie przekroczył 0,6 proc. Inflacja kształtuje się nadzwyczaj dobrze. Na razie wyniki dobre. Nie ma zagrożeń dla inflacji, ceny żywności potwierdzają to. Także perspektywa jest taka, że inflacja na koniec roku wyniesie poniżej 2 proc.</p>
Radio Zet, 20 VI	<p>Mogę sobie wyobrazić możliwość przejściowego zwiększenia deficytu budżetowego w 2004 roku właśnie dlatego, że jest to rok wyjątkowy, niepowtarzalny, pod warunkiem, że rząd przedstawi wiarygodny program naprawy finansów publicznych uwzględniający przede wszystkim reformę strony wydatkowej przez co przekona rynek finansowy i NBP, że to zwiększenie deficytu jest rzeczywiście przejściowe i nie spowoduje rozkręcenia się spirali wydatków budżetowych. Wtedy można myśleć o tym, czy nie zaakceptować tego planu. [...] Premier Hausner już zwracał uwagę, że według niego nie trzeba się obawiać zwiększonego deficytu pod warunkiem, że to będzie wpływało na przyspieszenie wzrostu. My obawiamy się takiego traktowania deficytu jako czegoś co nie przynosi żadnych negatywnych skutków. [...] Gdybyśmy w ogóle nie robili żadnych zmian, nawet tych zaproponowanych przez ministra Kołodkę i kontynuowali wydatki rosnące w tym tempie jak do tej pory, to w 2004 roku deficyt by się zamknął w granicach 60-62 mld zł, ale on by rósł w następnych latach i w ciągu roku czy dwóch przekroczyłbyśmy ustawowe limity na zadłużenie Skarbu Państwa.(...) Tego wszyscy chcą uniknąć.</p> <p>Każdy ekonomista dobrze wykształcony odpowie, że podatek liniowy jest dobrym rozwiązaniem ekonomicznie, bo skłania do pracy i nie tępi bodźców, żeby zwiększać wysiłek produkcyjny. Zwiększa też oszczędności w gospodarce, a to jest ważne, bo to pozwala obniżyć stopy procentowe. Ja bym był za tym, żeby przemyśleć się do podatku liniowego jak najszybciej, ale trzeba trzymać się realiów. Być może okaże się, że ten deficyt na przyszły rok wyszedłby w granicach nie do udźwignięcia przez gospodarkę. Ale to kwestia przekalkulowania. [Ostrzeżenie MFW przed nadmierną ostrożnością w ocenie presji inflacyjnej] Tak jest, to jest ważka uwaga, którą ja wezmę pod rozwagę, ale ja bym ją polecał może moim kolegom w RPP.</p>
Gazeta Wyborcza, 17 VI	<p>Przyczyna chronicznej nierównowagi budżetu to strona wydatkowa, a żaden z ministrów nie przyłożył się do niej, traktując ją jak gorący kartofel. Potrzebna jest zmiana filozofii myślenia o sprawach społecznych w wykonaniu socjaldemokratów. Zróżnicowanie stawek podatkowych nie musi być najlepszą polityką socjalną. [...] Lepiej prowadzić politykę społeczną po stronie wydatków – tak by skala redystrybucji środków była podobna</p>
Reuters, 10 VI	<p>[o założeniach do budżetu] Założenia wzrostu są optymistyczne. Inflacja jest optymistyczna, deficyt budżetowy bardzo optymistyczny i trzeba patrzeć, czy to wszystko jest spójne. [...] Wysokie tempo wzrostu wymaga również wysokiego tempa inwestycji. Skoro nie mówi się o usunięciu barier dla inwestycji to pozostają wątpliwości, czy uda się to zrealizować. Jeżeli tak, to znów powstaje pytanie, czy inflacja nie przyspieszy.</p>
Gazeta Wyborcza, 6 VI	<p>Można sobie rzeczywiście wyobrazić, że będzie inny premier i inny skład RPP i przejdzie taki pomysł [o wykorzystaniu rezerwy rewaluacyjnej], wydrukuje się 9 czy 10 mld zł. Rząd w ten sposób pokaże, że obniżył deficyt - sztucznie. Gdyby RPP uważała że jest za mało pieniędzy, to by obniżyła stopy procentowe, zwiększyła podaż. Osobiście uważam, że można było to zrobić - różni się co do tego w Radzie [Polityki Pieniężnej]. Realistycznie jest szansa na [wejście do strefy euro w] 2008 r. pod warunkiem uzyskania zgody na szerokie pasmo kursowe [±15%] oraz realizacji wiarygodnej średniookresowej perspektywy reformy finansów publicznych. Trzeba zejść do poziomu 3% deficytu budżetowego w 2006 r., żeby poddać się Unijnej ocenie w kwietniu lub maju 2007 r. Dopiero na podstawie tej pozytywnej oceny można by wejść do strefy euro 1 stycznia 2008 r.</p>
PAP, 3 VI	<p>My ciągle oceniamy, że inflacja pod koniec roku będzie między 1% a 1,5% i mamy tutaj spory zapas. Przypuszczam, że w czerwcu inflacja może być trochę wyższa, bo w ubiegłym roku w czerwcu mieliśmy deflację. Nie wiemy jak się ukształtują zbiory owoców, bo one najbardziej ważą jeśli chodzi o czerwcowy CPI. [...] Wszystkie prognozy wskazują, że tu nie powinno być zasadniczych zmian, ale prawdopodobnie jakiś wzrost nastąpi. Będzie to około 0,8-0,9%. Potem będziemy mieli stabilizację w miesiącach letnich i lekki wzrost na jesieni.</p> <p>W przyszłym roku mogą się zdarzyć różne wydarzenia. Może się okazać, że zbiory będą gorsze. Mamy dwa lata dobrych urodzajów, w związku z tym rośnie szansa na kiepski urodzaj. Wszystkie prognozy wskazują, że będzie gorzej niż w ostatnich latach, ale ciągle powyżej średniej wieloletniej. Nie sądzę, by się tutaj coś działo. [...] Będzie czynnik konwergencji, wchodzenia do Unii. Prawdopodobnie po okresie ostabienia złotego wobec euro będziemy mieli w II połowie roku stabilizację kursu i powrót do trendu aprecjacyjnego. Spodziewamy się w roku 2004 trochę wyższej inflacji niż w 2003. Na przyszły rok spodziewamy się w granicach 2,0-2,5%. To jest już dosyć ostrożna prognoza.</p>
Grzegorz Wójtowicz, członek RPP; PAP, 30 VI	<p>Znów mamy rekord, nierównowaga za ostatnie 12 miesięcy jest mniejsza i deficyt spadł do 2,8% PKB z 2,9% PKB przed miesiącem. Wygląda na to, że na koniec roku deficyt nie przekroczy 3,5% PKB. W danych nie ma zaskoczeń, ale widać, że sektor eksportowy mimo nienajlepszej koniunktury w świecie dobrze sobie radzi. [...] To w znacznej mierze sektorowi eksportowemu zawdzięczamy ożywienie gospodarcze. Także po stronie importu widać, że gospodarka jednak ożywia się i wzrost PKB w drugim kwartale wyższy niż w pierwszym jest wysoce prawdopodobny.</p>
PAP, 26 VI	<p>Spodziewam się niewielkiego wzrostu cen żywności, co przyczyni się do niewielkiego odbicia inflacji, do 0,6%, z 0,4% w maju.</p> <p>[o wejściu do strefy euro] Dotychczas stawiałem 20% na 2007 r., 50% na 2008, a 30% na 2009. Teraz te 20% na 2007 maleje, 50% na 2008 pozostaje, a 30% na 2009 rośnie. Najwcześniejszą datą jest 2008 r., ale zwiększa się prawdopodobieństwo, że to będzie później. [...] Rozwój w dziedzinie sektora finansów publicznych jest taki, że odwołanie tego nie jest już dobre.</p>



PAP, 9 VI	[o podatku linowym] Jako ekonomista skłaniam się ku takiemu rozwiązaniu, ale z drugiej strony żyję akurat tu i teraz, i zastanawiam się, czy to rozwiązanie jest realne. Politycy muszą zdecydować, czy odejdą od progresji podatkowej i pójdą na takie rozwiązanie. Polityka pieniężna nie może być wiązana z poszczególnymi elementami polityki fiskalnej np. z rodzajem podatku, czy z jakimiś wydarzeniami w świecie, bo ona dotyczy całości spraw gospodarki. W związku z tym, nie występuje bezpośredni związek jednego rozwiązania podatkowego z polityką pieniężną.
Gazeta Wyborcza, 5 VI	To, co się stało na Węgrzech, może mieć wpływ na złotego, ale tylko krótkoterminowy. Tam sytuacja jest nieco inna niż w Polsce, bo obowiązuje kurs regulowany - więc można było dokonać zmiany parytetu. U nas to niemożliwe, bo o kursie waluty decyduje rynek, a nie decyzje administracyjne.
Reuters, 4 VI	Polska i Węgry są w tej samej przegródce i w tym zakresie podlegają tym samym ruchom. Nawet jednak, jeżeli dzisiejsza decyzja [dewaluacją parytetu forinta] wywoła pewną nerwowość, to będzie ona chwilowa. Decyzja węgierskiego rządu i banku centralnego pokazała jak trudno jest utrzymać kontrolowany kurs waluty w warunkach otwartej gospodarki, takiej jak polska czy węgierska. Nie rozpatrywałbym tej decyzji w kategoriach konkurencyjności. [...] Nie jest to klasyczna dewaluacja, a raczej ustalenie o charakterze porządkowym, podczas gdy liczy się będzie faktyczny kurs. Regulowanie kursu nie ma cech trwałości i jest trochę sztuczne przy swobodzie przepływu kapitału. Z drugiej strony jednak Węgry mają pewnie swoje powody, by utrzymywać ten system, biorąc pod uwagę, że wszyscy nowi członkowie Unii będą musieli wejść do ERM2.
Rzeczpospolita, 3 VI	Trudno w tej chwili określić wpływ sytuacji światowej na Polskę, ale możliwej obniżki cen w imporcie nie traktowałbym w kategoriach zagrożenia. [...] Mówienie o zagrożeniu deflacyjnym jest daleko przedwczesne. [...] Możliwe są ruchy deflacyjne takie jak w zeszłym roku, kiedy mieliśmy cztery miesiące deflacji żywnościowej. [...] Mimo taniejącej żywności inne ważne składniki popytu wykazują tendencje wzrostowe. [...] Doświadczenia, które świat zebrał i wnioski, jakie z nich wyciągnął, sprawiają, że deflacji uda się zapobiec.
Wiesława Ziółkowska, członek RPP; PAP, 17 VI	Można spodziewać się, że wzrost PKB w II kwartale tego roku będzie nieco wyższy niż w I kwartale i wyniesie około 2,5%. [trend wzrostu produkcji] Jest on utrzymany, co należy ocenić bardzo pozytywnie, zwłaszcza że otoczenie zewnętrzne, szczególnie niemieckie, nie było sprzyjające. Dane te [o produkcji] z pewnością będą miały wpływ na kształtowanie polityki pieniężnej, natomiast jaki będzie to wpływ, zależy od opcji, jaką prezentuje dany członek RPP.
PAP, 11 VI	Niewątpliwie pan minister Hausner jest dobrze przygotowanym ekonomistą. Oceniam go jako osobę kompetentną, natomiast oceniać go będziemy po tym, jakie przedstawi założenia do budżetu, czy je zmieni, czy nie zmieni i co będzie nowego wprowadzał w swoim programie. Na razie trudno to oceniać. Wierzę w to, że będzie w końcu jednoznaczny program o jednoznacznym kształcie i ta niepewność, która dominuje wśród obywateli, inwestorów i przedsiębiorców, zostanie zlikwidowana.
PAP, 6 VI	Mało znam pana ministra Raczko, z tych kontaktów, które mieliśmy jest to osoba bardzo wyważona, spokojna w swoich opiniach. Myślę, że jest w stanie ułożyć sobie dobrą współpracę z panem ministrem Hausnerem. Redukcja stóp procentowych w tym roku o co najmniej 100 pkt bazowych nie zagrazi realizacji celu inflacyjnego RPP w 2004 roku. W swoich decyzjach RPP kieruje się możliwością realizacji przyszłorocznego celu. Inflacja w maju wzrosła do 0,6-0,7 proc., na koniec roku prognozuję w przedziale 0,6-1,2 proc. Bardziej prawdopodobne jest to, że inflacja będzie bliższa poziomowi 0,6 proc., niż 1,2 proc. Nie ma zagrożeń ze strony cen ropy naftowej, a niewiadomą pozostaje wpływ suszy na ceny żywności. Jedynie w przypadku radykalnego wzrostu cen żywności spowodowanego przez klęskę suszy inflacja może osiągnąć 1,2 proc. na koniec roku.



Pod lupą: Rząd i polityka

- Opozycja pokonana, a co z gospodarką?
- Wzrost przede wszystkim, reforma finansów później
- ... o budżecie 2004 praktycznie ani słowa
- ... a ostrzeżenia od agencji ratingowych się zaczęły

Premier zapowiada pobudzenie wzrostu

Konsekwencją kontrofensywy Leszka Millera i wygranego głosowania nad votum zaufania, o których pisaliśmy w zeszłym miesiącu, była reelekcja szefa rządu na lidera SLD. W trakcie kongresu partii zapowiedział on, że najważniejszym zadaniem rządu będzie rozbudzenie wzrostu gospodarczego i popytu krajowego (konsumpcyjnego i inwestycyjnego), oraz że najszybszym sposobem na realizację tego celu jest obniżenie obciążeń podatkowych. Przywołał również ponownie pomysł wprowadzenia podatku liniowego sugerując, że może on zostać wprowadzony w Polsce w roku 2005 jeżeli przeprowadzone szacunki i analizy dowiodą, że będzie to korzystne dla tempa rozwoju gospodarczego i spadku bezrobocia. Miller wyraźnie zasugerował, że likwidacja nierównowagi fiskalnej nie jest w tej chwili na szczycie priorytetów rządu, stwierdzając, że co prawda reforma finansów publicznych jest w Polsce konieczna, ale będzie możliwa jedynie po wyraźnym przyspieszeniu wzrostu gospodarczego. Premier zadeklarował również chęć współpracy z RPP i NBP, wzywając równocześnie bank centralny do bardziej zdecydowanych obniżek stóp procentowych.

Bardziej szczegółowe ekonomiczne plany rządu przedstawił wicepremier Jerzy Hausner. Ministerstwo Gospodarki i Pracy przygotowało specjalny program skierowany na uaktywnienie podażowej strony polskiej gospodarki. „Plan działań pro wzrostowych w latach 2003-2004”, który został zaakceptowany przez rząd, składa się z szeregu zmian prawnych mających na celu eliminację barier dla przedsiębiorczości i ułatwienie prowadzenia działalności gospodarczej, głównie poprzez ograniczenie biurokracji. Działania takie są oczywiście pożądane i poprawić mogą średnio- i długoterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego. Niemniej jednak, nie zastąpią one w żaden sposób rzeczywistej reformy finansów publicznych. W obszarze polityki fiskalnej nie oczekujemy więc żadnych rewelacji. Jedno wydaje się pewne - kurs obrany przez rząd oddala Polskę od celu w postaci szybkiego członkostwa w strefie euro, gdyż rząd zamierza pobudzić wzrost gospodarczy zanim zajmie się stanem finansów publicznych. Miejmy tylko nadzieję, że nie będzie wtedy zbyt późno.

Ożywienie gospodarki bez reformy wydatków

Jerzy Hausner potwierdził wcześniejsze deklaracje premiera. Podkreślił, że rządowym priorytetem numer jeden będzie wzrost gospodarczy, sugerując równocześnie, że reforma finansów publicznych nie będzie aż tak istotna. Hausner powiedział, że w ciągu najbliższych dwóch lat chce „przejściowo” zwiększyć deficyt budżetowy z powodu kosztów akcesji do Unii Europejskiej. Później, w 2006-2007 deficyt ma być obniżany tak, aby spełnić kryteria z Maastricht w 2007 roku. Taka ścieżka zarządzania finansami publicznymi ma, w opinii Hausnera, umożliwić Polsce przystąpienie do strefy euro w 2008 lub 2009. Powiedział on również, że chciałby wprowadzić podatek liniowy (jedynie jeśli zgodzą się na niego związki zawodowe, czyli zapewne nie będzie on wprowadzony), przyspieszyć prywatyzację (zapowiedział wkrótce decyzję w sprawie Rafinerii Gdańskiej i koncernu PHS) oraz zracjonalizować wydatki socjalne. Minister gospodarki zmierza do osiągnięcia 5% wzrostu PKB w 2004 roku i stabilizacji równie wysokiego tempa rozwoju w kolejnych latach.

Naszym zdaniem plany ministra Hausnera zasługują na krytyczną ocenę. Nie widać przesłanek ku temu, aby wierzyć, że wzrost deficytu budżetowego w latach 2004-2005 będzie jedynie „przejściowy”, jak chciałby tego rząd. Przeciwnie, główne przyczyny wzrostu deficytu wymieniane przez Hausnera - koszty akcesji do UE - utrzymają się, a nawet będą rosły w kolejnych latach. Jeśli rząd dopuści do znacznego zwiększenia deficytu budżetu, w praktyce mało prawdopodobne stanie się jego istotne obniżenie bez rzeczywistej głębokiej reformy strony wydatków finansów publicznych, tymczasem wyraźnie widać, że rządowi brakuje determinacji do przeprowadzenia niezbędnych reform w ciągu najbliższych dwóch lat. Opinia Hausnera, że wyższe deficyty budżetu w latach 2004-2005 umożliwią przystąpienie Polski do strefy euro w roku 2008 lub 2009, wydaje się zdecydowanie zbyt optymistyczna. Wielokrotnie argumentowaliśmy, że rok 2007 mógłby być najwcześniejszą datą wprowadzenia euro jedynie w sytuacji, jeśli deficyt fiskalny zostanie sprowadzony poniżej 3% PKB już w 2005 r. Tymczasem strategia rządu oznacza, że rok 2005 zakończymy z deficytem znacznie powyżej 6% PKB. Nawet jeżeli zacieśnianie polityki fiskalnej rozpocznie się już w kolejnym roku, data przystąpienia do strefy euro oddala się najwyraźniej najwcześniej na lata 2009-10. Większość rozwiązań proponowanych przez rząd najwyraźniej zaniebduje perspektywy stabilizacji ekonomicznej w dłuższym horyzoncie czasowym.



Budżet 2004 – wciąż wielka niewiadoma

Pierwsze kilka posiedzeń rządu z nowym ministrem finansów Andrzejem Raczko i Jerzym Hausnerem w roli wicepremiera nie przyniosło nowych szczegółów odnośnie głównych założeń budżetowych, choć rząd przyjął kilka istotnych ustaw. Potwierdzona została obniżka zmiany podatku CIT do 19% w przyszłym roku z 27% w 2003 r. Oczywiście jest to pozytywna wiadomość dla przedsiębiorców, dająca nadzieję na przyspieszenie wzrostu nakładów inwestycyjnych, jednak należy pamiętać, że znaczna część małych i średnich przedsiębiorstw rozlicza się według zasad PIT lub na zasadach uproszczonych, które nie zostały zmienione (choć jest to w planach na 2005 rok). Trzy obecne stawki podatkowe PIT pozostaną na poziomie 19%, 30%, 40%, jednak podniesiono o około 13,5% kwotę wolną od podatku, bowiem rząd deklaruje chęć zmniejszenia obciążeń podatkowych najbiedniejszym. Według ministra finansów, zmiana ta powinna pozostawić około 1,5 mld zł w kieszeniach podatników w 2004 r., co pomoże w pobudzeniu popytu krajowego. Gabinet zdecydował także o likwidacji niektórych ulg i zwolnień, co zwiększy dochód budżetu w przyszłym roku o 320 mln zł. Dodatkowo, zyski kapitałowe z giełdy będą od 2004 r. opodatkowane stawką 19%. Wicepremier Jerzy Hausner zadeklarował, że szersze zmiany systemu podatkowego mogą mieć miejsce w 2005 r., a ich pełna propozycja powinna być podana we wrześniu br.

Zapewne założenia budżetowe będą przedmiotem dyskusji i zmian, jednak na więcej informacji będziemy musieli poczekać do końca miesiąca, gdyż nowe założenia będą dyskutowane przez rząd dopiero 29 lipca (o ile ponownie nie pojawią się jakieś „nieoczekiwane” opóźnienia). W szczególności dotyczyć to może zapisu dotyczącego przekazania części rezerwy rewaluacyjnej NBP. Zmiana będzie oczywiście polegać na zwiększeniu deficytu, a nie zmniejszeniu wydatków.

Spotkanie pomiędzy wicepremierem Jerzym Hausnerem, ministrem finansów Andrzejem Raczko i prezesem NBP Leszkiem Balcerowiczem nie przyniosło jakichkolwiek decyzji. Przyniosło jednak niewątpliwie widoczną zmianę w stanowisku rządu dotyczącym użycia rezerwy rewaluacyjnej i kwestii współpracy z bankiem centralnym w ogóle. W krótkim komunikacie opublikowanym po zakończeniu spotkania podano jedynie krótką informację, że było ono poświęcone „kwestii wykorzystania rezerw dewizowych Narodowego Banku Polskiego w celu redukcji zadłużenia zagranicznego”. Ustalono, że różne

możliwości rozwiązania tego zagadnienia zostaną poddane dalszym analizom i rozmowy będą kontynuowane. Minister finansów powiedział po spotkaniu, że założenia budżetowe na przyszły rok zostaną zmienione i będą się opierały na porozumieniu z NBP odnośnie wykorzystania rezerw walutowych. Był on dość optymistycznie nastawiony do szans na porozumienie w tej sprawie, mówiąc, że „sposób myślenia obu stron jest zbieżny”. Co ważne, Raczko nie wspominał nic o rezerwie rewaluacyjnej, nazywając ją mianem „wtórnego” zagadnienia. Co więcej, wicepremier Jerzy Hausner otwarcie wycofał się z pomysłu wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej, mówiąc w wywiadzie dla telewizji publicznej, że uzyskanie tych pieniędzy jest niemożliwe ze względu na brak podstaw prawnych i brak zgody NBP. Cóż, takie stwierdzenia wskazują, że prezes NBP musiał być bardzo przekonujący w trakcie spotkania.

Prawdopodobnie rząd i bank centralny dojdą do porozumienia, które będzie polegało na tym, że rząd będzie mógł pożyczyć część rezerw walutowych na spłatę najbardziej kosztownej części długu zagranicznego. Wiceminister finansów Ryszard Michalski powiedział, że NBP zgodzi się prawdopodobnie pożyczyć kwotę 1-1,5 mld \$. Takie posunięcie pomogłoby obniżyć nieco koszty obsługi zadłużenia, a NBP mógłby uwolnić część rezerwy rewaluacyjnej (znacznie mniejszą niż planował wcześniej rząd) i przetransferować ją do budżetu.

Co do pozostałych założeń budżetowych, to nic nie zmieniło się od publikacji naszego poprzedniego miesięcznego raportu, w którym napisaliśmy, że są one wielką niewiadomą. Nie są znane planowane wielkości wydatków, dochodów oraz deficytu budżetowego na 2004 r. W jednym z wywiadów Hausner obiecał, że pakiet rozwiązań, które zaproponuje, będzie zawierał również reformę strony wydatkowej, w tym restrukturyzację systemu emerytalnego rolników, cięcia wydatków socjalnych i rentowych itp. No cóż, pisaliśmy już, że takie deklaracje są niewystarczające, a polska gospodarka potrzebuje rzeczywistych decyzji na polu finansów publicznych. Już niebawem przekonamy się, jak dużą wagę rząd przypisuje do reformy wydatków budżetu, jednak nie spodziewalibyśmy się radykalnych zmian, bowiem jednocześnie Hausner otwarcie powiedział, że jest za wzrostem deficytu w latach 2004-05, mając nadzieję, że pozwoli to ożywić wzrost gospodarczy na tyle by wywołać wzrost dochodów budżetu w kolejnych latach. Należy więc być przygotowanym na ekspansywną politykę fiskalną.



Jakie potrzeby pożyczkowe w przyszłym roku?

Chociaż szczegółowe informacje o głównych założeniach budżetu pozostają nieznanymi, podczas spotkania w parlamencie wicepremier Jerzy Hausner i minister finansów Andrzej Raczko próbowali rozwiać obawy o przyszłoroczny budżet i politykę fiskalną rządu w średnim okresie. Jerzy Hausner zapewnił, że deficyt budżetowy w 2004 nie przekroczy 47,1 mld zł i może być nawet niższy, jednak skala w jakiej będzie zmniejszony zależy od woli parlamentu do zaakceptowania niezbędnych cięć w wydatkach..

Tak naprawdę nawet nie wiadomo do końca, jak rząd definiuje deficyt budżetu w wysokości 47,1 mld zł; jakie grupy wydatków włączono, a jakie wyłączone z tego szacunku (np. transfery do OFE). Wygląda jednak na to, że potrzeby finansowe w budżecie przygotowywanym przez Hausnera i Rączkę będą ok. 14 mld zł wyższe niż te, które sugerował Grzegorz Kołodko (z powodu braku 9 mld zł z rezerwy rewaluacyjnej i niższych o ok. 5 mld zł wpływów z prywatyzacji). Wydaje się, że rynek finansowy przygotował się na takie dane już wcześniej, po przeanalizowaniu projektu przedstawionego przez Kołodkę (założenia o przekazaniu rezerwy rewaluacyjnej i dochodach z prywatyzacji na poziomie 12 mld zł zostały od razu uznane za nierealistyczne). Nie należy się więc spodziewać negatywnej niespodzianki, o ile plan wpływów prywatyzacyjnych na poziomie 7 mld zł nie okaże się również nierealny. Co więcej, potencjalne informacje sugerujące, że dziura budżetowa w 2004 r. może być nieco niższa od 47,1 mld zł będą prawdopodobnie odbierane pozytywnie.

Planowany deficyt a rzeczywiste potrzeby pożyczkowe budżetu

	założenia Kołodki	plany Hausnera i Raczki
Deficyt budżetowy (mld zł)	33,1*	47,1**
Potrzeby pożyczkowe (mld zł)	47,1	47,1

* 9 mld zł wpływów z rezerwy rewaluacyjnej NBP i 12 mld zł wpływów z prywatyzacji, które i tak nie były realne

** brak wpływów z rezerwy rewaluacyjnej NBP i 7 mld zł wpływów z prywatyzacji

Źródło: MinFin, zapowiedzi Jerzego Hausnera i Andrzeja Raczki

S&P's dał ostrzeżenie dla rządu

Międzynarodowa agencja ratingowa Standard&Poor's zrewidowała perspektywę ratingu dla Polski ze stabilnej do negatywnej, jednocześnie potwierdzając ratingi dla polskiego długu krajowego i zagranicznego. Analitycy S&P's uzasadnili tę decyzję „pogorszeniem średnioterminowej perspektywy polityki fiskalnej w sytuacji wzrostu presji fiskalnej i trudności politycznych w obliczu kluczowych reform budżetowych”. Chociaż moment tej zmiany nie był powszechnie oczekiwany, to decyzja sama w sobie mogła być przewidywana po ostatnich wydarzeniach na scenie politycznej. Wyjaśnienie S&P's wydaje się w pełni odzwierciedlać nasz pogląd. Przypomnijmy, że już wiele razy pisaliśmy, że przesunięcie kontroli nad polityką gospodarczą rządu implikuje negatywny scenariusz dla polityki fiskalnej: wyższą presję na utrzymanie wysokich deficytów budżetowych i skupienie się na stymulacji krótkoterminowej zamiast długoterminowym, trwałym i zrównoważonym wzroście gospodarczym. To oczywiście może spowodować znaczne opóźnienie przyjęcia euro.

Chociaż zmiana perspektywy ratingu jest tylko ostrzeżeniem dla władz by podjąć odpowiednie kroki we właściwym czasie i niekoniecznie oznacza, że w przyszłości rating zostanie obniżony, rynek finansowy zareagował dość nerwowo na tę informację. Kurs złotego stracił ponad 1% a krzywa rentowności przesunęła się w górę o kilka punktów bazowych. Być może inwestorzy zaczynają wątpić, czy rządowi uda się znacząco poprawić jakość polityki gospodarczej. W takim wypadku negatywna reakcja rynku może się jeszcze często powtarzać, zwłaszcza gdyby okazało się, że opóźnia się reforma finansów publicznych a jej skala jest znacznie mniejsza niż planowano. Pozostałe główne agencje ratingowe (Fitch i Moody's) także w krótkim czasie będą aktualizować swoje oceny więc przekonamy się czy obawy co do długoterminowej stabilności fiskalnej w Polsce znajdują w nich odzwierciedlenie.



Wypowiedzi członków rządu i polityków

Większość czerwcowych wypowiedzi przedstawicieli rządu opisaliśmy w sekcji powyżej. Dotyczyły one głównie planów gospodarczych rządu, podatku liniowego (który nie wydaje się mieć poparcia w szeregach rządzącej koalicji), perspektyw współpracy z bankiem centralnym. Do niedawna decydujący głos w sprawach gospodarczych posiadał minister finansów Grzegorz Kołodko. W poniższej tabeli nie ma jednak jego wypowiedzi. Od czerwca, w poszukiwaniu wskazań na temat przyszłej polityki gospodarczej rządu śledzone powinny być wypowiedzi ministra gospodarki, pracy i polityki społecznej Jerzego Hausnera.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Aleksander Kwaśniewski, prezydent RP; PAP, 10 VI PR3, 9 VI TVP1, 6 VI	Jeżeli okaże się, że ten rząd dysponuje większością, to takie są reguły parlamentarne. Większość jest większością. [...] Uważam, że wybory przed 1 maja 2004 roku byłyby to fatalny pomysł bez względu na to, czy spowodowany byłby upadkiem rządu, czy też nieprzyjęciem budżetu. Dopiero połączenie tych dwóch elementów, czyli poważnego, głębokiego programu przeciwdziałania biedzie i bezrobociu, oraz wprowadzenia ewentualnego podatku liniowego może być istotną podstawą dla dalszej dyskusji. Ja uważam, że wcześniejsze wybory powinny być. Tą datą najodleglejszą jest to, co było proponowane przez sam SLD i osobiście Leszka Millera, czyli wiosna 2005. Myśły zastanawiali się i jest przecież cały czas ten plan Leszka Millera dotyczący wyborów w czerwcu 2004 r., połączonych z wyborami europejskimi. [...] I oczywiście jest również pytanie dość istotne z punktu widzenia aktywności społecznej w Polsce. Czy nie jest zbyt ryzykowne, szczególnie dla wyborów europejskich połączenie z wyborami polskimi. To znaczy, czy te europejskie nie znikną gdzieś zupełnie w tle. A może odwrotnie, może w ten sposób nabiorą wagi. Na to jeszcze gotowych odpowiedzi nie ma. Jest sprawa budżetu na rok 2004 i większości dla tego budżetu. [...] Jestem jest uspokajany przez znawców parlamentu, że parlament tak polubił swoje zajęcia, że nawet gotów będzie przyjąć budżet, byle tylko kadencji nie skracać. Wydaje mi się jednak to zbyt prostym wyjaśnieniem całej komplikacji związanej z budżetem.
Marek Borowski, marszałek Sejmu; PAP, 4 VI	Te pieniądze [na przyszluszczoną składkę do UE] trzeba znaleźć. Moim zdaniem nie obejdziesz się bez zwiększenia deficytu budżetowego. Będzie to ryzykowne, bo już teraz deficyt sięga 5% PKB. Ale to się opłaci, bo w przyszłości zaowocuje szybszym wzrostem tempa rozwoju.
Leszek Miller, premier; Reuters, 29 VI Reuters, 26 VI PAP, 17 VI PAP, 11 VI PAP, TVP1, Reuters, 9 VI	Rząd i my wszyscy musimy podjąć działania dla pobudzenia popytu konsumpcyjnego, a szczególnie inwestycyjnego. Najprostszym i najszybszym sposobem osiągania tego celu jest zmniejszenie obciążeń podatkowych, co winno dotyczyć tak podatku dochodowego od działalności gospodarczej, jak i podatków od dochodów osobistych. (...) Trzeba uwzględnić racjonalizację wydatków budżetowych i przeznaczenie większej części wydatków na cele rozwojowe, w tym zaabsorbowanie środków z UE. Naprawa finansów publicznych jest konieczna, ale możliwa tylko na ścieżce ekspansji działalności gospodarczej i wysokiego wzrostu. Programu naprawy finansów publicznych nie można sprowadzić do kwestii pożądanej wysokości deficytu budżetowego i długu publicznego. Jeśli po przeprowadzeniu niezbędnych wyliczeń i konsultacji okaże się, że jednolity podatek dochodowy stwarza takie szanse [przyspieszenia wzrostu PKB i zmniejszenia bezrobocia], to jego wprowadzenie mogłoby się dokonać w 2005 roku. Jeśli okaże się że jego zastosowanie [podatku liniowego] stwarza szansę na szybszy wzrost i poprawę sytuacji na rynku pracy, to nie można go traktować w kategoriach ideologicznego zabobonu. To właściwy sposób myślenia, bo ściśle łączy zmianę polityki fiskalnej, za co odpowiada rząd, ze zmianami w polityce monetarnej, za co odpowiada Rada Polityki Pieniężnej. Przekazane rządowi stanowisko Rady Przedsiębiorczości akcentuje zwłaszcza kwestię obniżenia stóp procentowych, zmniejszenia wysokości rezerw NBP oraz reorientację polityki w zakresie określenia celu inflacyjnego. Z całą pewnością te postulaty zasługują na poparcie, a ich uwzględnienie otwierałoby możliwość znaczącego obniżenia obciążeń podatkowych. Takiemu planowi dla Polski, strategii przyspieszenia, podporządkujemy nasze działania. Długookresowym celem naszej formacji musi być przekształcenie Polski w najbardziej konkurencyjną gospodarkę w tej części kontynentu i najszybciej rozwijającą się gospodarkę wśród wszystkich krajów wchodzących do UE. Trochę mnie zdumiewają sugestie pana Balcerowicza. Uważam, że jest przestrzeń do obniżania stóp procentowych. Tak sądzi również MFW. Inflacja jest niska i utrzymana w ryżach i nie grozi nam jej ponowny wybuch. Rada Ministrów przyjęła projekt obniżenia od 2004 r. podatku CIT do 19%. Jest to istotny krok i wynika z przekonania, że zmniejszenie obciążeń podatkowych ułatwi modernizację firm i poprawę ich konkurencyjności. Tendencje spadku bezrobocia zostaną wzmocnione. Spowoduje także wzrost inwestycji. [...] Polska gospodarka musi otrzymać bardzo silny impuls wzrostu, musi się zmieniać sytuacja na rynku pracy, Polska musi być krajem bardzo przyjaznym dla inwestorów zagranicznych. Będą prowadzone rozmowy [o wykorzystaniu rezerwy NBP], ministrowie Hausner i Raczek zostali do nich upoważnieni. Jest potrzeba konsultacji. [...] Spodziewamy się, że nasza decyzja, także ta dotycząca obniżki CIT, zostanie zauważona [przez NBP] i będzie potraktowana jako okazja do poważnego dialogu. [o wejściu do strefy euro] Nie jestem w stanie podać daty, ale sądzę, że powinno to być tak szybko, jak to będzie możliwe, ale musimy spełniać kryteria z Maastricht. [...] Może to będzie rok 2007, 2008, kiedy będzie to możliwe. Ważne rozważenie jest wprowadzenie jednolitego podatku dochodowego, ale to musi nastąpić razem ze zmianą polityki pieniężnej. Takie rozwiązanie nie zmniejszyłoby wpływu do budżetu, ani nie uderzyło w najuboższych. Powinno ono zostać rozważone łącznie ze zmianami w polityce monetarnej, takimi jak obniżenie stóp procentowych i poziomu rezerw obowiązkowych oraz modyfikacją celu inflacyjnego. Chciałbym powierzyć koordynację polityki gospodarczej resortowi gospodarki. [...] Tu chodzi o powierzenie ministrowi gospodarki funkcji koordynatora różnych ministerstw odpowiedzialnych za politykę gospodarczą - minister gospodarki powinien ponosić większą odpowiedzialność za stan gospodarki w kraju - i ten ciężar powinien się przesunąć. Planuję powrót do wcześniejszego planu wyborów na wiosnę 2005. Ciekaw jestem, czy RPP zareaguje na nasze propozycje, ale jeśli nie, to w przyszłym roku o tej porze będzie nowa RPP i być może łatwiej się będzie porozumieć z nowym gremium, które może być bardziej elastyczne i bardziej podatne na argumenty, które padają zewsząd.
Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki, pracy i polityki społecznej; PAP, 30 VI	Deficyt w 2004 i 2005 r. powinien być przejściowo większy ze względu na wejście do UE. Powinno być to jednak ścieżką do zmniejszania deficytu w 2006 i 2007 r., tak by spełnić kryteria z Maastricht w 2007 r. przy nieprzekroczeniu progu długu 55% PKB. [...] Jeśli kryteria z Maastricht zostaną spełnione w 2007 r., Polska mogłaby wejść do strefy euro w 2008, a najpóźniej w 2009 r. Jednym z priorytetów polityki gospodarczej muszą być działania pro-wzrostowe. Celem jest uzyskanie 5% wzrostu PKB w przyszłym roku, by była to trwała tendencja. [...] W 2003 r. mamy realną szansę na odwrócenie wzrostu bezrobocia, a w 2004, 2005 r. na spadek bezrobocia. Jaki jest układ instytucjonalny prowadzenia tak zarosowanej polityki gospodarczej? Gdzie szukamy instytucjonalnego partnerstwa? Po pierwsze jest to RPP. [...] Chcemy respektować zasadę autonomii i obowiązek współdziałania. Niczego innego nie pragniemy, jak respektować konstytucyjną i ustrojową zasadę, obowiązek współdziałania, porozumienia się, sprzyjania polityce gospodarczej rządu, jeżeli jest to polityka zgodna z pryncypiami polityki monetarnej.

PAP, 30 VI	<p>Wchodzi w grę skala 19% podatku dla osób prowadzących działalność zarówno dla rozliczających się w PIT jak i CIT, wchodzi w grę odpowiednio zwiększenie kwoty wolnej od podatku w PIT, tylko pod warunkiem, że zostanie uzyskane porozumienie z NBP i RPP oraz z Komisją Trójstronną, gdy te porozumienia umożliwią nam stworzenie zrównoważonego i bezpiecznego budżetu. [...] Ci którzy chcą podatku liniowego mają na to szanse, tylko wtedy, gdy porozumieją się w tej sprawie ze związkami zawodowymi.</p> <p>Mamy bardzo niską inflację, indeksacja jest dobra w warunkach bardzo wysokiej inflacji, przy niskiej inflacji prowadzi do jej wzrostu. Chcemy odejść od mechanizmów indeksacyjnych, z wyjątkiem emerytów i rencistów.</p> <p>We wrześniu przedstawimy szczegółowe propozycje i będziemy je stopniowo realizować.</p> <p>Naprawa finansów publicznych jest niezbędnym elementem programu naprawy państwa, jest najbardziej pewną i trwałą drogą do naprawy państwa.</p>
PAP, 27 VI	<p>pyt. Czy Polska przystąpi do strefy euro w 2007 r.? odp. Trudno odpowiedzieć na to pytanie, na pewno to nie jest tak, że rząd stawia taki cel. Polska powinna wstąpić do strefy euro możliwie jak najszybciej, ale czy to jest rok 2007, tego nie należy wykluczyć, to dzisiaj nie jest celem.</p> <p>To, że nastąpiło pewne osłabienie kursu jest korzystne dla eksporterów i w tym sensie pomocne dla gospodarki.</p> <p>[...] To wszystko jest koniunkturalne, to może zmienić się w ciągu tygodnia czy dwóch.</p>
PAP, 24 VI, po posiedzeniu rządu	<p>[o podatku liniowym] Nie zamykamy drogi do powszechnej debaty i porozumienia w tej sprawie.</p> <p>We wrześniu będą założenia [zmian w podatkach w 2005 r.], a do końca roku ustawy.</p> <p>Planujemy od 2005 r. jednolity podatek od działalności gospodarczej bez względu na formę prawną.</p>
PAP, 24 VI, przed posiedzeniem rządu	<p>Jeśli deficyt budżetowy w roku 2004 byłby przejściowo wyższy od tego z 2002-03, a jednocześnie gospodarka byłaby chroniona przed przekroczeniem 55% relacji długu do PKB, to moim zdaniem byłoby to dopuszczalne racjonalne rozwiązanie, o ile prowadziłoby do wykorzystania funduszy strukturalnych i pobudzenia wzrostu, a tym samym stopniowego zmniejszania deficytu budżetowego. [...] Relacja długu publicznego do PKB jest silnym ograniczeniem i nie wolno tak prowadzić polityki gospodarczej, żeby poziom relacji długu publicznego do PKB przekroczył 55%. Jednak ważne jest, aby utrzymywać w ryzach deficyt budżetowy w średnim okresie [...]. [...] Jeśli 50 mld zł deficytu prowadziłoby nas, w warunkach utrzymania relacji długu do PKB na poziomie 55%, do mniejszego deficytu budżetowego w latach 2006-2007, to ja bym nie rozdzierał szat.</p> <p>Pamiętajmy, że mamy pewne wydatki, których wcześniej nie było, np. wydatki na współfinansowanie funduszy unijnych. Nie twierdzą, że ich finansowanie powinno się odbywać na zasadzie wzrostu wydatków; przeciwnie uważam, że ono powinno się odbywać w ramach ograniczania pewnych wydatków zbędnych na rzecz wydatków rozwojowych. Jeśli dziś prognozy mówią, że przy niezmiennych warunkach, można oczekiwać, że wzrost PKB w 2003 r. wyniesie 3%, a w przyszłym np. 4% to stawiam sobie pytanie, czy mogę - w ramach dopuszczalnego ryzyka - spróbować bez sztucznego dopingu przez politykę gospodarczą pchnąć gospodarkę na wyższą trajektorię wzrostu. Gdyby to się udało, to łatwiej wyobrażam sobie rozwiązywanie problemów, równoważenie budżetu w średnim okresie czasu, uciekanie od granicy 50% długu wobec PKB. Wtedy łatwiej wyobrażam sobie cięcie wydatków. Zacieśnienie fiskalne, polegające głównie na cięciu wydatków, [...] może być zastosowane przez rząd, ale tylko w ramach szerszego programu, w którego skład wchodzi: polityka gospodarcza jako działanie pro wzrostowe, kontrola nad równowagą makroekonomiczną i relacją długu do PKB, naprawa finansów publicznych, czyli racjonalność wydatków finansowych i ograniczenie wydatków w sferach, gdzie one są nieracjonalne oraz, jako czwarty składnik, długofalowa koncepcja zorientowana na obecność w Unii Europejskiej po 2006 r., z pełnym dostępem do funduszy strukturalnych.</p> <p>Po połowie czerwca stopa bezrobocia jest o 0,1 pkt proc. mniejsza [niż na koniec maja], a na koniec czerwca będzie zapewne o 0,2-0,3 pkt proc. mniejsza.</p> <p>Są powody, by politykę [pieniężną] małych kroków do przodu przynajmniej utrzymać, nie widzę powodów, by była inaczej i mam nadzieję że tak będzie.</p> <p>[wykorzystanie rezerwy rewaluacyjnej] To potencjalnie kuszące rozwiązanie ma cechę jednorazowego dopingu. Mnie obowiązuje stanowisko Rady Ministrów, ono jest wyjściowe, ale nie upieram się przy nim, a także widzę pewne przeciwwskazania. [...] Argument, że 9 mld zł jest jednorazowe i poprawia sytuację, ale potem uzależnia, bo tych 9 mld zł już nie będzie, nie jest według mnie argumentem błahym. Szukajmy więc innego rozwiązania, ja się nie upieram akurat przy tym. Ale nie może być tak, że żadne rozwiązanie nie zostało mi zaproponowane.</p>
ISB, 18 VI	<p>Nie wierzę, że wykorzystamy 100% funduszy unijnych. Nikomu się to nie udało. Jeżeli będziemy w stanie zaabsorbować w pierwszych dwóch latach do 70-80% funduszy, co jest rzeczywistym celem, będziemy na dobrej drodze (...). Poprzedni rząd, a także samorządy lokalne, już wiele zrobiły, by przygotować się do absorpcji środków unijnych. Mamy jeszcze 10 miesięcy, by się przygotować i zdążymy na czas.</p>
PR1, 12 VI	<p>Nie sądzę, żebyśmy mieli do czynienia z sytuacją radykalnego wycofania tych założeń [budżetowych] czy złożenia nowych. Natomiast na pewno będziemy mieli do czynienia z pewnymi modyfikacjami, ze zmianą niektórych parametrów.</p>
PAP, Reuters, 11 VI	<p>Program rządu ma ożywić gospodarkę do 5% wzrostu PKB w 2004 roku, doprowadzić do pobudzenia przedsiębiorczości i tworzenia nowych miejsc pracy.</p> <p>[Kolejnym] priorytetem jest naprawa finansów publicznych. Będziemy koncentrować się na stronie wydatkowej budżetu. [...] Będę starał się o usunięcie barier, które usztywniają wydatki. [...] Są to dezindeksacja i usunięcie automatycznej waloryzacji, stopniowe ograniczanie transferów socjalnych, stopniowe wprowadzanie rozwiązań fiskalnych w rolnictwie. [...] Pojawi się wiele elementów poszerzenia bazy, odsztywnienie wydatków, ale rewaloryzacja rent i emerytur zostanie utrzymana.</p> <p>[wykorzystanie 9 mld zł z rezerwy rewaluacyjnej] Ta propozycja jest propozycją, którą podtrzymujemy. Będę się chciał stosunkowo szybko spotkać z szefem NBP. Nawet jeśli nie dojdziemy do porozumienia co do takiego sposobu jaki rząd zaproponował, możemy dyskutować o innym sposobie wykorzystania tych rezerw tak, aby służyło to zmniejszeniu długu publicznego i ułatwilo konstrukcję budżetu na 2004 r. i następne lata.</p>
PAP, 6 VI	<p>Resort gospodarki, pracy i polityki społecznej przygotowuje akty prawne, które mają stworzyć podstawy do realizacji nowej koncepcji polityki społecznej. Polityka ta nie polega tylko na interweniowaniu, gdy źle się dzieje. Państwo musi być aktywne. W ciągu najbliższego kwartału Ministerstwo Gospodarki, Pracy i Polityki Społecznej skieruje do rządu projekt ustawy o domach socjalnych. Zaproponujemy też uproszczenie pomocy społecznej. Dzięki temu świadczenia będą lepiej adresowane, a polityka społeczna będzie aktywna.</p> <p>W polityce gospodarczej państwa, która ma sprzyjać promocji zatrudnienia, musi pojawić się zasada nieobniżania poziomu dochodów najuboższych.</p> <p>[pyt. Czy MF może zaproponować deficyt przekraczający 50 mld zł?] To jest kwestia dogadania się z NBP. [...] Bo inaczej może się to zdarzyć.</p>
Marek Pol; minister infrastruktury, lider Unii Pracy; PAP, 15 VI	<p>Unia Pracy nie zgodzi się na wprowadzenie podatku liniowego.</p>



Andrzej Raczek, minister finansów; PAP, 30 VI	Wykorzystanie rezerwy rewaluacyjnej zostało zapisane przez mojego poprzednika. Nie byłem fanem tego rozwiązania, natomiast jestem fanem współpracy z NBP i uzyskania takiego porozumienia aby można było spżytkować pewne aktywa, które bank posiada dla dobra tego kraju. Myślę tutaj o zadłużeniu zagranicznym. Uważam, że minister finansów nie powinien komentować decyzji niezależnego banku centralnego. Ważniejsze jest, jakimi kryteriami kieruje się bank centralny, [...] wszystkie te czynniki powinna i bierze pod uwagę RPP i do niej należy ostateczna decyzja.
PR1, 25 VI	Polska do strefy euro powinna wejść jak najszybciej, ale musimy spełnić kryteria z Maastricht. Część z nich już wypełniamy, pozostaje praktycznie kryterium związane z poziomem deficytu fiskalnego, bardzo ważna jest z tego punktu widzenia nie tylko perspektywa budowy budżetu na 2004 r., ale również w najbliższej perspektywie. [...] Jeżeli spełnimy kryteria, wtedy będziemy myśleć o wejściu do ERM2 i do strefy euro.
PAP, 24 VI	Moim zdaniem trzeba czynić stosowne kroki po kolei, to znaczy trzeba zachować pewną sekwencję działań. [...] Premier Hausner zasygnalizował cały szereg działań, które będą zmierzały do racjonalizacji strony wydatkowej. Będziemy chcieli to w sposób konsekwentny robić. [...] Nie wierzę w hiperrewolucję w finansach publicznych, ja wierzę w konsekwentne, krok po kroku działania, które będą przynosić pozytywne skutki.
PAP, 17 VI	[w wyniku zmian w PIT w 2004 r.] W kieszeni podatników pozostanie ponad 1,5 mld zł, a tym samym będzie to istotny impuls pozwalający na zwiększenie wydatków konsumpcyjnych. Celem zmian podatkowych jest uzyskanie efektu popytowego w postaci wzrostu konsumpcji i impulsu inwestycyjnego. Nie rezygnujemy z opodatkowania rolników. Zamierzamy to zrobić od 2005 r.
PR1, 17 VI	Odpowiadam za deficyt budżetowy. Przychodząc do resortu finansów musiałem zaakceptować istniejące założenia budżetowe. [...] Rozumiem, że te założenia będą podlegały weryfikacji [...] zwłaszcza z kwotą zapisaną, związaną z NBP, i rozumiem, że ta kwestia jest otwarta. [...] Ministerstwo Finansów zamierza odbyć z prezesem NBP twardą dyskusję, po której będzie można mówić o konkretach. Zostało przyjęte założenie dotyczące tempa wzrostu [5% w 2004 r.], które jest oczywiście odważnym założeniem, i będziemy to założenie monitorować.
PAP, 16 VI	Jeśli chodzi o stawki podatkowe, to będziemy chcieli iść w tym kierunku, tzn. nie wprowadzimy dodatkowej stawki podatkowej po to, żeby nie czynić bardziej kłopotliwym tego systemu a bardziej czytelnym. Natomiast będziemy chcieli uzyskać obniżenie obciążenia fiskalnego, odpowiednio dostosowując kwotę wolną od podatku. [...] Traktujemy to jako bardzo poważny instrument zwiększenia popytu i ożywienia gospodarki.
Jan Czekaj wiceminister finansów PAP, 28 VI	Sprawa numer jeden to budżet. Będzie trudny do złożenia w związku z tym, że będzie to pierwszy unijny, jak również budżet w którym dokonujemy bardzo odważnych kroków po stronie cięć w stawkach podatkowych. Druga sprawa to reforma finansów publicznych rozumiana nie tylko w odniesieniu do podatków, ale przede wszystkim do wydatków. Trzecia sprawa to jest to, że budżet będziemy konstruować, by efekty były pro wzrostowe, ale jako minister finansów jestem, zwolennikiem stabilizacji makroekonomicznej. Czwarta sprawa to to, że powodzenie zależy od współpracy z bankiem centralnym. Polski bank centralny ma w swojej nazwie i 'narodowy' i 'polski', a to zobowiązuje, szczególnie w historycznym momencie wejścia do Unii. Widzę tylko jedno rozwiązanie, bardzo twardy dialog, ale także porozumienie obu stron. Bardzo istotną kwestią jest policy-mix, czyli odpowiednie dostosowanie polityki pieniężnej i fiskalnej.
Ryszard Michalski; wiceminister finansów; PAP, 13 VI	Według wstępnych szacunków w II kwartale dynamika PKB przekroczyła 3 proc. Szacuje się, że w skali roku PKB powinno wzrosnąć o 3,5 proc.
PAP, 6 VI	Sytuacja na rynku jest bardzo korzystna, rentowności są wyjątkowo niskie. Przewidujemy, że sytuacja taka utrzyma się przez kilka lat. W II połowie planujemy emisje floaterów 3-5 letnich (o zmiennym oprocentowaniu). Trwają przygotowania warunków takiej emisji. Na rynku europejskim możemy uplasować 300-500 mln euro. Bank centralny proponuje nam sięgnięcie po rezerwy walutowe na wcześniejszą spłatę części długu zagranicznego. Jest to bardzo kuszące, bo chcemy zamknąć rozdział zwany polskimi obligacjami Brady'ego w tym roku, gdyby się to udało. To wszystko jest przedmiotem dyskusji. Od strony walutowej wszystkie warunki są po temu, żeby to zrobić. Nas jako MF interesują warunki płatności na rzecz NBP. Jakich obligacji będzie oczekiwał od nas bank centralny? Chodzi między innymi o wielkość odsetek. Prezes NBP jest skłonny nam pożyczyc 1-2 mld USD. Nam się uśmiecha większa kwota. W grę wchodzi nie tylko kwota tysiąca kilkuset milionów dolarów w ramach obligacji Brady'ego, ale znacząca suma kilkunastu miliardów dolarów wobec Klubu Paryskiego. Jeśli chodzi o Klub Paryski to jest to kwestia najbliższych 2-3 lat.
Halina Wasilewska- Trenkner, wiceminister finansów; PAP, 25 VI PAP, 23 VI	[pyt. Czy złoty nie jest teraz za słaby? Czy min. Kołodko chciałby, aby NBP teraz interweniował w celu powrócenia do 4,35 zł za euro?] W żadnym wypadku. Zwracam uwagę na to, że interwencja NBP na rynku walutowym miałaby skutki monetarne, a znając podejście naszego banku centralnego można byłoby obawiać się nadmiernego zmniejszenia podaży pieniądza krajowego. Notabene agregat M3 (szeroka podaż złotego) po kilku miesiącach spadków zaczął wreszcie nam rosnać oddalając tym samym zagrożenie deflacyjne. Zwiększenie o ponad 25 proc. deficytu budżetowego musiałoby oznaczać skokowe zwiększenie rentowności polskich papierów skarbowych, wpływając na poziom rynkowego oprocentowania. Tym samym odwróceniu uległaby dotychczasowa tendencja powolnego obniżania stóp procentowych. [...] Zamiast proponować proste rozwiązania lepiej zająć się reformą finansów publicznych i dyscyplinowaniem i dyscyplinowaniem wydatków sektora publicznego. Nie jest wcale przesądzone, że nie znajdziemy się w strefie euro w roku 2007 (choć może to być opóźnione o parę miesięcy). [pyt.: Czy spodziewa się Pan dużych zawirowań na jesieni, kiedy będzie przedstawiony budżet na 2004 rok, oraz jaka będzie reakcja rynku walutowego na wyniki referendum?] Mam nadzieję, że w obu wypadkach nie stanie się nic nadzwyczajnego, a wręcz przeciwnie - dojdzie do pewnego wzmocnienia kursu złotego. W przypadku „złożenia” budżetu na 2004 rok będzie to wynikiem zwiększonego zaufania do zdolności mobilizacyjnych rządu. Jeśli chodzi o referendum, to należy spodziewać się zwiększonego zainteresowania inwestorów zagranicznych, tak bezpośrednich, jak i pośrednich, naszym krajem, co również zaowocuje tendencją aprecjacyjną złotego.
Cieszę się, że RPP dokonała obniżki stóp, ale nie wiem czy będzie cięła dalej. Przy obecnym poziomie inflacji jest przestrzeń dla kolejnych obniżek, ale rozumiem, że RPP może brać pod uwagę również to, że ostatnio nastąpiła deprecjacja złotego i z tego punktu widzenia może rozważać inne działania. Ograniczanie wydatków jest na tyle trudne, że nie można spodziewać się spektakularnych wyników takiego działania. Wydatki budżetu są bowiem bardzo sztywne. [...] Jednak, kwotę 7,5 mld zł składek członkowskich, które Polska musi zgromadzić w 2004 r., musimy wygospodarować z ograniczenia wydatków budżetowych. [...] Niemalże kwoty potrzebne na współfinansowanie programów unijnych można albo wliczyć w ciężar deficytu budżetowego albo pozyskać poprzez redukcję wydatków. Wygospodarowanie takich kwot poprzez cięcie innych wydatków jest niemożliwe. Wydatki te są bowiem przeznaczone przede wszystkim na pomoc społeczną i ich wycofanie w chwili obecnej jest politycznie niemożliwe, a ekonomicznie również mało uzasadnione. W tej chwili dług publiczny kształtuje się na poziomie 50% PKB. Jesteśmy zatem w niewielkim sąsiedztwie krytycznego progu. [...] Pierwsza [droga wyjścia] to wprowadzenie montażu finansowego kapitału publicznego i prywatnego. Druga to uruchomienie nieczynnych zasobów kapitałowych, na przykład środków zgromadzonych w OFE. Należy pobudzić je do zaangażowania w projekty proinwestycyjne, które są niezbędne w gospodarce.	



Jacek Krzyślak, dyr. dep. analiz w MF; PAP, 9 VI	Szacujemy, że ceny w czerwcu wobec maja nie wzrosną, jednak z tego powodu, że deflacja w czerwcu ubiegłego roku wyniosła 0,4%, spodziewamy się wzrostu inflacji w czerwcu w ujęciu rocznym do 1,1%. Naszym zdaniem inflacja średnioroczna w tym roku wyniesie 1%.
Danuta Huebner, minister ds. europejskich; Reuters, 23 VI	Propozycja Solbesa [warunków uczestnictwa w ERM2] jest raczej nie do zrealizowania. [...] Pierwsze lata po naszym wejściu do UE mogą być niestabilne z powodu wielkich reform strukturalnych w Polsce i napływu kapitału, w tym także kapitału portfelowego. [politycy UE] Nie chcą nas zbyt wcześniej w strefie euro, ponieważ mają własne problemy i boją się nowych. Polska powinna się starać storpedować propozycję Solbesa w rozmowach z państwami członkowskimi UE, do których należy ostateczna decyzja w sprawie warunków poszerzenia strefy euro. Kryteria strefy euro spełnimy najwcześniej w 2006 roku, a potem potrzebny będzie jeszcze rok na ich ocenę.
Mieczysław Czerniawski, szef Komisji Finansów Publicznych, SLD; PAP, 12 VI	Nie może być mowy o tym, że minister finansów dopisuje 9 mld zł z rezerwy rewaluacyjnej NBP do dochodów budżetu wiedząc, że obecna RRP się na to nie zgodzi. Nie mogliśmy zajmować się dokumentem, w którym byłyby dochody bez pokrycia. Gdy pan Raczek był wiceministrem finansów możliwa była współpraca z NBP, dzięki której nasz dług zmalał i teraz też może tak być. Jednak możemy mówić tylko o pomocy NBP z rezerw walutowych, a nie z rezerwy rewaluacyjnej.
Witold Orłowski, główny doradca ekonomiczny prezydenta; PAP, 25 VI	Przy obecnej strukturze budżetu, z pewnością mamy przekroczoną 55% barierę długu publicznego. Nie bardzo wierzę w to, że nawet przy najostrzejszych działaniach unikniemy przełamania tej bariery 55%. Jeśli nie będą podejmowane najostrzejsze działania, to jest duże prawdopodobieństwo, że również bariera 60% zostanie przełamana. Jeśli Polska dotrze do bariery 60% długu publicznego i jeśli zostaną włączone mechanizmy ostrożnościowe, zabraniające tworzenia w budżecie deficytu, to trzeba będzie powiedzieć: to może być budżet społecznej katastrofy, jeśli się okaże, że z roku na rok trzeba będzie zmniejszyć deficyt z 6% PKB obecnie do zera. Budżet powinien być już czerwoną lampką, która w najbliższym czasie nakazuje dokonać radykalnych kroków, by nie doprowadzić do perturbacji społeczno-gospodarczych. Budżet za 2002 rok był kolejnym budżetem, który został zrealizowany sprawnie, ale nie przybliżył nas do rozwiązania problemów strukturalnych.
PR3, 11 VI	O rezerwie zdecydować może tylko NBP. Tak długo, jak długo NBP mówi nie, rząd nie powinien zapisywać tego wśród swoich planów. Natomiast ja uważam, że jest pole do dyskusji między rządem a NBP. [...] Według mnie kwota powinna być znacznie niższa niż 9 mld zł. Nie może być narzucanej liczby 9 mld zł, która nie wynika z oczekiwań i planów RPP dotyczących polityki pieniężnej, a z potrzeb budżetu. Tylko NBP, wiedząc o swojej polityce pieniężnej, o swoich celach, ma prawo ustalić, jaką kwotę pieniędzy można dodatkowo wykreować w ramach planu inflacyjnego. 5% [wzrostu PKB w 2004 r.] to dość optymistyczne założenie. Jest ono w moim przekonaniu realne, natomiast obciążone optymizmem. To znaczy, że wszystko musi dobrze pójść, aby to było realne.
PAP, Reuters, 10 VI	Przeniesienie centrum zarządzania gospodarką jest pomysłem dość ryzykownym dlatego, że minister finansów ma w polityce gospodarczej rolę nieporównywalną z kimkolwiek innym. On wyznacza granice grodzi, po której można się posuwać - wewnątrz tych granic wszyscy inni ministrowie gospodarczy muszą się zmieścić. Traktowanie ministra finansów jako księgowego państwa jest w moim przekonaniu przesadnym lekceważeniem jego roli w kreowaniu ogólnego obrazu polityki gospodarczej państwa. Ja reformę finansów publicznych definiuję w sposób dość wysoki tzn. jako głębokie zmiany strukturalne w sektorze publicznym połączone z usprawnieniem, uproszczeniem i stworzeniem bardziej przyjaznego dla gospodarki systemu podatkowego oraz jednocześnie z kontrolą poziomu deficytu i długu publicznego. Nie widzę całego kompleksowego widzenia spraw związanych z reformą finansów publicznych. Konieczne są głębokie zmiany strukturalne z przejrzystą polityką dotyczącą długu publicznego. [...] Wszystko powinno być robione w głębokim przekonaniu, że oderwane elementy same z siebie nie dadzą niezbędnej dynamiki polskiej gospodarce.
PAP, 8 VI	Sądzę, że złoty zareaguje pozytywnie, umocnieniem, na wynik referendum, ale będzie to krótkotrwałe wahanie, dlatego że złoty dostosuje się przede wszystkim do stanu gospodarki. W sposób trwały złoty zareagowałby na zły wynik referendum, natomiast na dobry wynik, sądzę, że nie będzie wielkiej reakcji. Natomiast podejrzewam, że szybko wróci świadomość, iż właściwie wszystkie te problemy, które stały przed Polską gospodarką w piątek wieczorem, będą stały nadal i w poniedziałek rano.
Edmund Pietrzak, doradca ekonomiczny prezydenta; PAP, 30 VI	W tej chwili jest prawie pewne, że to rok 2008 jest najwcześniejszą datą. Jednak najkorzystniej byłoby wejść do euro nawet rok lub dwa później, gdyż polska gospodarka nie jest gotowa do uczestnictwa w unii walutowej, a ponadto wyraźnie nas tam nie chcą. [...] Polska gospodarka nie jest jeszcze gotowa, a szybkie wstąpienie do EMU oznaczałoby przedwczesną konkurencję dla polskich firm i odsłoniłoby słabość naszej gospodarki wypychając ją w długotrwałą stagnację lub recesję. Im większy będzie zakres konwergencji realnej przed wejściem do strefy euro, tym mniej brutalne będzie zderzenie naszej gospodarki z tą z eurolandem. [...] W UE istnieje obawa, że wczesne włączenie do strefy euro krajów o relatywnie słabej gospodarce może osłabić zarówno unię walutową jak i samo euro.

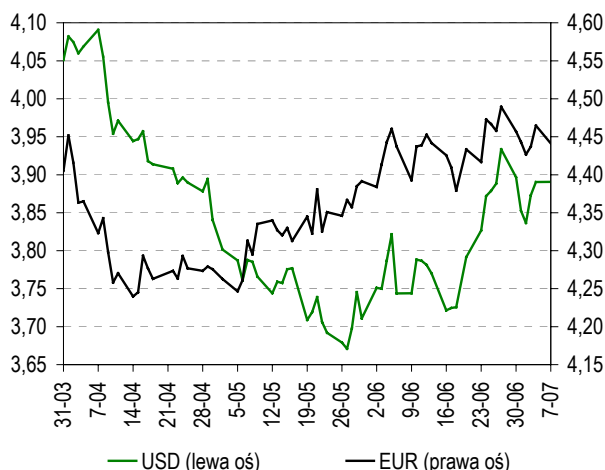
Monitor rynku

- **Złoty słaby mimo wygranego referendum akcesyjnego**
- **Niewielki ruch w górę krzywej rentowności**

Gorący miesiąc na rynku walutowym

W czerwcu na polskim rynku walutowym panowała znaczna nerwowość i duża zmienność kursów. Niepewność na scenie politycznej oraz dalszy ciąg zamieszania na Węgrzech miały większe znaczenie niż wygrane referendum akcesyjne, negatywnie wpływając na złotego. Jednak z drugiej strony po okresach gorszego sentymentu polska waluta z powrotem umacniała się, co oznacza, że mimo wielu negatywnych czynników inwestorzy pozostają na polskim rynku. Na koniec czerwca złoty był słabszy o blisko 3% wobec koszyka walutowego w porównaniu z końcem maja. Więcej stracił on wobec dolara niż euro, gdyż kurs EURUSD spadł w drugiej połowie czerwca po okresie niemal ciągłego wzrostu od początku br.

Złoty w ostatnich 3 miesiącach



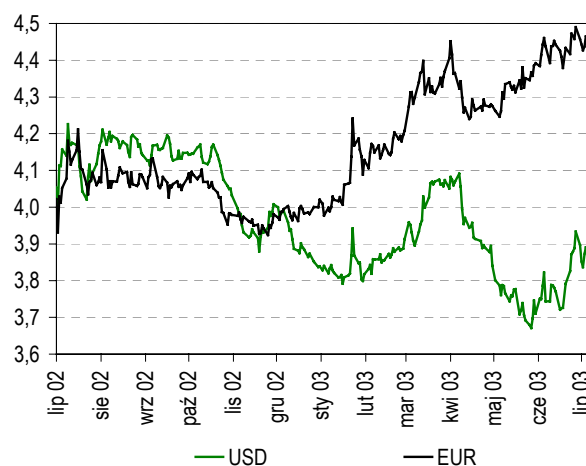
Źródło: NBP

Według fixingów NBP w czerwcu dolar był notowany pomiędzy 3,7213 zł (16 VI) a 3,9336 zł (27 VI) i średnio na poziomie 3,7991 zł (wobec 3,7414 zł w maju). Natomiast euro wyceniano od 4,3790 zł (18 VI) do 4,4896 (27 VI) oraz przeciętnie na poziomie 4,4355 zł (w maju 4,3293 zł). Średnie kursy były dość bliskie naszym prognozom z poprzedniego MAKROskopu (odpowiednio 3,76 i 4,42).

Pierwsza połowa czerwca była gorącym okresem, w którym dzienne zmiany kursów zwykle przekraczały 1%. Początkowo przed referendum akcesyjnym złoty szybko się osłabił, bo na niepewność co do jego wyniku nakładało się zamieszanie na rynku węgierskim po dewaluacji forinta. W poniedziałek po głosowaniu na otwarciu złoty zyskał 1%, jednak w ciągu dnia nastąpiła

głęboka deprecjacja w związku z rozwojem wydarzeń politycznych. Zapowiedź głosowania nad wotum zaufania dla rządu oraz zmian w polityce gospodarczej rynek przyjął negatywnie. Dymisja ministra finansów dwa dni później wywołała jedynie niewielkie i krótkotrwałe osłabienie. Nominacja ministra Raczki była lekkim rozczarowaniem, bo rynek pozytywnie przyjął spekulacje o kandydaturze Dariusza Rosatiego, jednak w sumie rynek raczej spokojnie oczekiwał na głosowanie dotyczące wotum zaufania.

Złoty w ostatnich 12 miesiącach

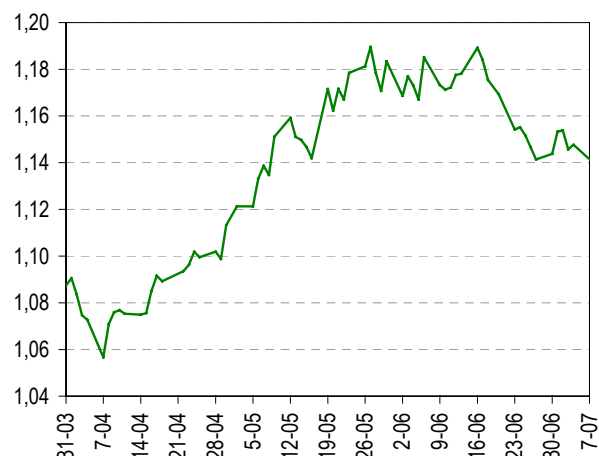


Źródło: NBP

Po pozytywnym dla rządu wyniku głosowania na rynku było spokojnie, zwłaszcza że nadszedł tydzień z długim weekendem. Na początku kolejnego tygodnia pojawiła się informacja o obniżeniu perspektywy ratingu Polski, a pod jego koniec pogorszył się sentyment wobec rynku po kolejnym zawirowaniu na Węgrzech i w rezultacie w piątek około południa złoty osiągnął najniższe poziomy miesiąca, gdy kurs euro zbliżył się do 4,5 zł.

W pierwszym tygodniu lipca złoty przejściowo wzmocnił się pod wpływem bardzo dużego zlecenia kupna.

Kurs euro do dolara

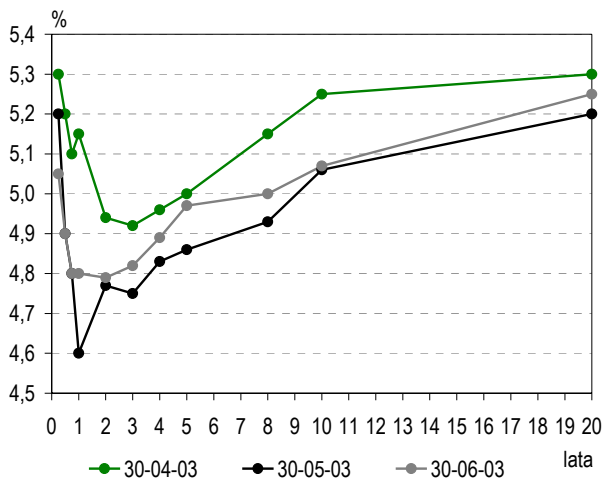


Źródło: NBP, BZ WBK

Falowanie na rynku obligacji

Także na rynku obligacji skarbowych przez cały miesiąc następowały znaczne wahania cen. Większość wydarzeń na scenie politycznej oraz na rynku węgierskim przekładała się na wzrosty rentowności. Również wzrost, choć raczej umiarkowany, wyniknął z obniżenia perspektywy ratingu Polski. Z drugiej strony rentowności spadały po obniżkach stóp w strefie euro i w Polsce i po głosowaniu wotum zaufania, oraz umiarkowanie po dymisji Grzegorza Kołodki. Widoczne były także zmiany cen po publikacji danych o inflacji, produkcji przemysłowej oraz bilansie płatniczym. Duży wpływ na notowania rynku krajowym miały zmiany na rynku papierów niemieckich. W sumie krzywa rentowności odnotowała niewielki ruch w górę.

Krzywa rentowności



Źródło: BZ WBK

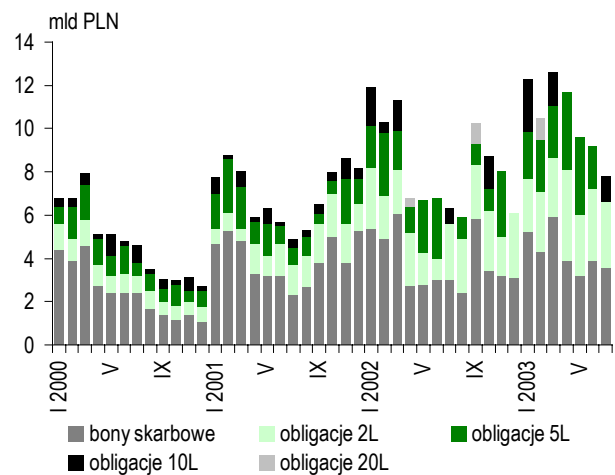
Na przetargu 18 czerwca sprzedano wszystkie zaoferowane 5-letnie obligacje PS0608 wartości 2 mld zł przy popycie na poziomie 4,4 mld zł, a więc ponad dwa razy wyższym od podaży. Średnia rentowność spadła do 4,851% z 4,861% miesiąc wcześniej i była bliska oczekiwań oraz bieżących notowań rynkowych.

W środę 2 lipca odbył się czwarty przetarg benchmarku 2-letniego OK0405. Zaoferowano obligacje za 2,5 mld zł i także tym razem popyt był wysoki (6,6 mld zł),

prawie trzy razy wyższy od podaży. Oczywiście sprzedano wszystkie zaoferowane obligacje, jednak średnia rentowność wzrosła do 4,807% z 4,741% na przetargu w czerwcu i znalazła się nieco powyżej oczekiwań, ale była zgodna z bieżącymi notowaniami rynkowymi. Na przetargu uzupełniającym popyt był niższy od podaży i został przyjęty w całości.

Na przetargu 9 lipca sprzedano całą ofertę 10-letnich obligacji DS1013 wartości 1 mld zł przy nieoczekiwanie wysokim popycie ponad 3 mld zł. Średnia rentowność spadła do 5,169% z 5,489% na poprzednim przetargu tych papierów w marcu i znalazła się w dolnym końcu oczekiwanego przedziału. Na przetargu uzupełniającym sprzedano papiery za 200 mln zł przy 1,7 mld zł popytu.

Podaż papierów skarbowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg	52-tyg.	Suma
02.06.2003	-	700 / 700	700 / 700
09.06.2003	-	700 / 700	700 / 700
16.06.2003	-	800 / 595,49	800 / 595,49
23.06.2003	-	800 / 800	800 / 800
30.06.2003	100 / 100	800 / 800	900 / 900
Razem czerwiec	100 / 100	3 800 / 3 595,49	3 900 / 3 695,49
07.07.2003	100	800	900
14.07.2003	100	800	900
21.07.2003	100	800	900
28.07.2003	-	900	900
Razem lipiec	300	3 300	3 600

Źródło: Ministerstwo Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2003 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	08.01	OK1204	2 500	2 500	15.01*	DS1013	2 400	2 400	22.01	PS0608	2 200	1 959,1
lut	05.02	OK1204	2 800	2 114,3	12.02	WS0922	1 000	0	19.02*	PS0608	2 400	2 000
marzec	05.03*	OK1204	2 750	2 750	12.03	DS1013	1 600	1 600	19.03	PS0608	2 400	2 236,8
kwiecień	02.04*	OK0405	4 200	4 200	16.04*	PS0608	3 600	3 600	-	-	-	-
maj	07.05	OK0405	2 800	2 800	21.05*	PS0608	3 600	3 555	-	-	-	-
czerwiec	04.06*	OK0405	3 300	2 852,2	18.06	PS0608	2 000	2 000	-	-	-	-
lipiec	02.07	OK0405	3 000	2 836,0	9.07	DS1013	1 200	1 200	-	-	-	-
sierpień	06.08	OK0805	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
wrzesień	03.09	OK0805	-	-	10.09	WS0922	-	-	17.09	5L	-	-
październik	01.10	OK0805	-	-	08.10	DS1013	-	-	15.10	5L	-	-
listopad	05.11	OK0805	-	-	19.11	5L	-	-	-	-	-	-
grudzień	03.12	OK1205	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy

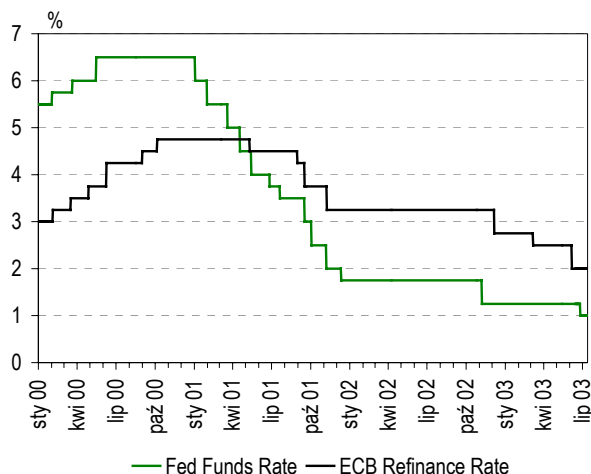
- **Obniżka stóp procentowych przez Fed**
- **W czerwcu stabilne ceny konsumenta**
- **Jednak wzrost PKB w strefie euro w I kw.**
- **Rekordowe bezrobocie w USA**

W czerwcu niższe stopy w strefie euro i w USA

Zgodnie z oczekiwaniami analityków Rada Europejskiego Banku Centralnego nie zmieniła stóp procentowych na posiedzeniu 10 lipca. Po decyzji o obniżce stóp o 50 pb podjętej 5 czerwca, główna stopa procentowa w strefie euro – stopa refinansowa wynosi 2,0%, co jest najniższym poziomem od wprowadzenia euro i początku prowadzenia polityki pieniężnej przez EBC. Dynamika podaży pieniądza M3 w strefie euro wyniosła w maju 8,5% r/r, spowalniając z 8,7% odnotowanych w kwietniu, tymczasem analitycy spodziewali się głębszego spowolnienia tempa wzrostu do 8,3%.

Po dwudniowym posiedzeniu w dniach 24 i 25 czerwca Komitet Otwartego Rynku zdecydował o obniżce stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych o 25 pb. Stopa funduszy federalnych jest obecnie na poziomie 1,00%, najniższym od 1958 r. Decyzja Fed-u była zgodna z oczekiwaniami większości analityków, choć niektórzy z nich prognozowali obniżkę o 50 pb. W komunikacie z posiedzenia Fed stwierdził, że ryzyko deflacji jest nadal większe niż zagrożenie wzrostem inflacji, a gospodarka amerykańska nie wykazała dotąd oznak stabilnego wzrostu gospodarczego. Wyrażono nadzieję, że ekspansywna polityka pieniężna poprowadzi do ożywienia wzrostu.

Stopy procentowe w USA i strefie euro



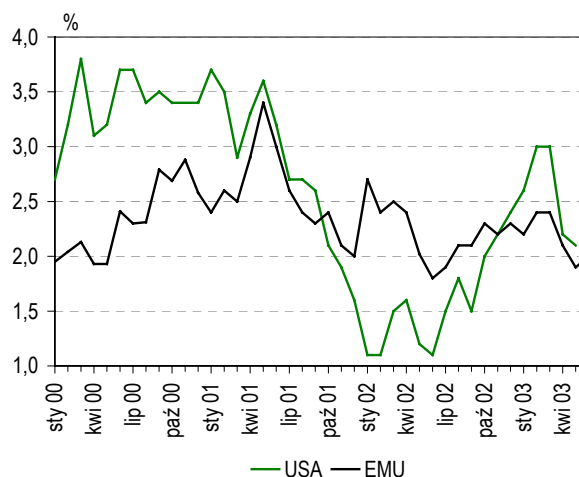
Źródło: Reuters

Inflacja pod kontrolą

Według ostatecznych danych, ceny konsumenta w strefie euro pozostały w maju na niezmiennym poziomie w porównaniu z kwietniem. W porównaniu rocznym inflacja spadła do 1,9% z 2,1% w kwietniu, co było dokładnie zgodne ze wstępną publikacją i oczekiwaniami rynkowymi. Natomiast według wstępnych szacunków, w czerwcu roczna stopa inflacji w strefie euro zwiększyła się do 2,0%, co także dokładnie zgadzało się z prognozami. Inflacja znalazła się na poziomie limitu ustalonego przez EBC jako wyznacznik stabilności cenowej w średnim okresie. W maju poziom cen producenta w strefie euro zmniejszył się o 0,4% m/m, nieco szybciej niż prognozowany przez analityków spadek o 0,3%. Roczna dynamika cen zmniejszyła się do 1,3% z 1,7% przed miesiącem, a wynik ten był niższy od prognoz na poziomie 1,4%.

W Stanach Zjednoczonych ceny konsumenta nie zmieniły się w maju w porównaniu miesięcznym wobec prognoz analityków na poziomie -0,1%, co przełożyło się na niewielki spadek rocznej stopy inflacji do 2,1% z 2,2% odnotowanych w kwietniu. Również dane o cenach producenta były bliskie prognoz. Ceny spadły w maju o 0,3% m/m, po głębokim spadku o 1,9% w kwietniu, podczas gdy oczekiwania wskazywały na spadek cen o 0,2%. Roczna stopa inflacji producenta odnotowała wzrost do 2,5% z 2,4% odnotowanych w kwietniu.

Inflacja konsumenta r/r



Źródło: Reuters

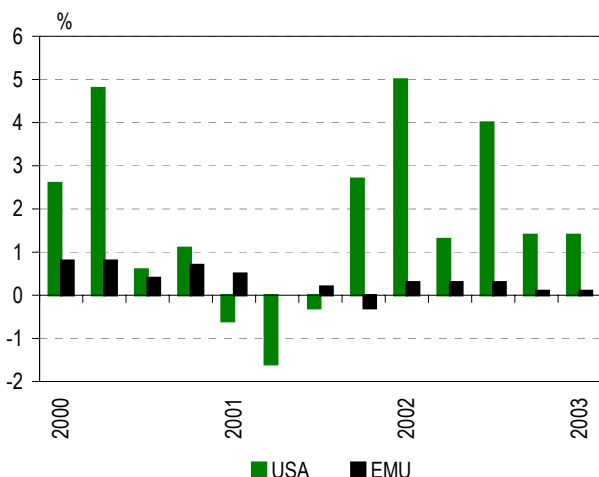
W Stanach Zjednoczonych rewizja w dół wzrostu

W drugiej publikacji zrewidowano w górę dane o wzroście gospodarczym w strefie euro w I kwartale 2003 r. Według najnowszych danych, PKB strefy euro wzrósł w tym okresie o 0,1% kw/kw oraz 0,8% r/r wobec odpowiednio 0,0% i 0,8% podanych w pierwszej publikacji. Analitycy oczekiwali potwierdzenia

wcześniejszych szacunków. Ponadto, Komisja Europejska podtrzymała prognozy wzrostu na II i III kwartał br., obie na poziomie 0,0%-0,4% kw/kw.

Według finalnych danych o wzroście gospodarczym, w I kwartale br. PKB Stanów Zjednoczonych wzrósł o 1,4% kw/kw, a więc w tym samym tempie co w IV kw. 2002 r., ale wyraźnie wolniej niż podano miesiąc wcześniej w informacji wstępnej, gdy wzrost ten szacowano na 1,9%. Dane po rewizji były dużo słabsze od oczekiwań analityków na poziomie 1,8%.

Dynamika PKB kw/kw



Uwaga: stopy wzrostu dla USA annualizowane
Źródło: Reuters

Produkcja przemysłowa w strefie euro wzrosła w kwietniu o 0,4% m/m po spadku o 0,7% w marcu. W ujęciu rocznym wzrost sięgnął 0,8%. Wyniki te były znacznie lepsze od oczekiwań analityków wskazujących na spadki o 0,4% m/m i 0,6% r/r. Także sprzedaż detaliczna odnotowała wyniki dużo lepsze od oczekiwań. W kwietniu sprzedaż zwiększyła się o 1,5% m/m oraz 2,2% r/r, wobec oczekiwań ma poziomie odpowiednio 0,6% i 1,2%.

W Stanach Zjednoczonych dane o produkcji przemysłowej były bardzo bliskie prognoz. Produkcja zwiększyła się w maju o 0,1% m/m, po spadku o 0,5% w maju, tymczasem oczekiwano 0,0%. Również sprzedaż detaliczna odnotowała wynik bliski prognoz. W maju wzrosła ona o 0,1% m/m, podczas gdy analitycy oczekiwali, że pozostała bez zmian, po spadku o 0,3% (zrewidowanym z -0,1%) w kwietniu. Drugi miesiąc z rzędu niska dynamika sprzedaży wynikała głównie ze spadku detalicznych cen paliw.

Rekordowo wysokie bezrobocie w USA

Stopa bezrobocia w strefie euro wyniosła w maju 8,8%, bez zmian wobec kwietnia i marca i wynik ten był dokładnie na poziomie oczekiwań analityków.

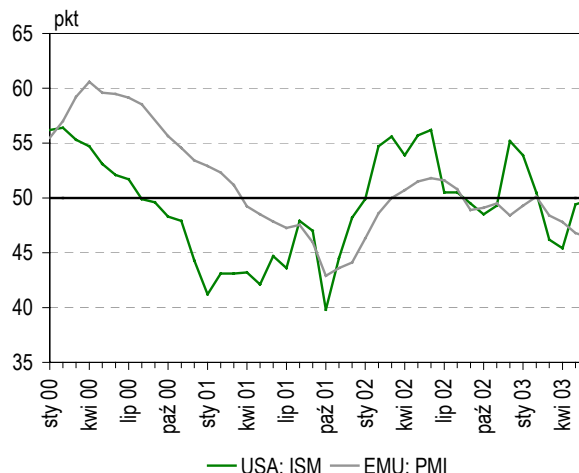
Natomiast dane o bezrobociu w Stanach Zjednoczonych były gorsze niż oczekiwali analitycy. Stopa bezrobocia w wzrosła w czerwcu do 6,4% z 6,1% w maju, podczas gdy oczekiwano 6,2%. Jest to najwyższy poziom bezrobocia od dziewięciu lat.

Czy IFO wskazuje na ożywienie w Niemczech?

Najważniejszy wskaźnik koniunktury dla gospodarki Niemiec - indeks nastrojów przedsiębiorców IFO, wzrósł w czerwcu silniej niż oczekiwali analitycy osiągając 88,8 pkt wobec 87,6 pkt w maju, podczas gdy prognozy wskazywały na lekki wzrost tylko do 88,0 pkt. Szef instytutu IFO powiedział, że dane te wskazały, że wzrosły szanse na ożywienie gospodarki Niemiec w drugiej połowie br.

W czerwcu aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro zmniejszała się szybciej jak w maju, tymczasem analitycy spodziewali się wolniejszego tempa spadku aktywności niż w maju. Indeks Reuters PMI spadł do 46,4 pkt z 46,8 pkt, podczas gdy prognozowano wzrost do 47,4 pkt. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych aktywność w przemyśle odnotowała wolniejszy spadek niż w maju, choć analitycy prognozowali poprawę aktywności. Indeks ISM osiągnął w czerwcu 49,8 pkt wobec 49,4 pkt w maju oraz oczekiwanych 51,0 pkt. Poziom 50 pkt jest dla obu indeksów granicą oddzielającą poprawę od pogorszenia aktywności.

Wskaźniki aktywności w przemyśle



Źródło: Reuters



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
30 czerwca POL: Bilans płatniczy (V) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja finalna (VI) EMU: Inflacja wstępna (VI) EMU: Podaż pieniądza (V)	1 lipca EMU: Bezrobocie (V) EMU: PMI (VI) USA: ISM (VI)	2 POL: Przetarg obligacji 0K0405 EMU: Ceny producenta (V) USA: Zamówienia w przemyśle (V)	3 EMU: Sprzedaż detaliczna (IV) USA: Bezrobocie (VI)	4
7 POL: Ceny żywności (II poł. VI) POL: Przetarg bonów skarbowych	8 GER: Bezrobocie (VI) GER: Produkcja przemysłu (V)	9 POL: Przetarg obligacji DS1013	10 GER: Inflacja finalna (VI) EMU: Posiedzenie ECB EMU: PKB (I kw.)	11 FRA: Inflacja wstępna (VI) FRA: Produkcja przemysłu (V) USA: Ceny producenta (VI) USA: Handel zagraniczny (V)
14 POL: Inflacja (VI) POL: Podaż pieniądza (VI) POL: Płace i zatrudnienie (VI) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Produkcja przemysłu (V)	15 ITA: Inflacja finalna (VI) USA: Sprzedaż detaliczna (VI)	16 EMU: Inflacja finalna (VI) USA: Inflacja (VI) USA: Produkcja przemysłu (VI)	17 POL: Produkcja przemysłu (VI) POL: Ceny producenta (VI) POL: Posiedzenie RPP (I dzień) EMU: Produkcja przemysłu (V)	18 POL: Posiedzenie RPP (decyzja)
21 POL: Sprzedaż detaliczna (VI) POL: Bezrobocie (VI) POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Handel zagraniczny (V)	22 POL: Inflacja bazowa (VI) POL: Koniunktura (VII) FRA: Inflacja finalna (VI)	23	24	25 POL: Ceny żywności (I poł. VII)
28 POL: Przetarg bonów skarbowych GER: IFO (VII) EMU: Podaż pieniądza (VI)	29 EMU: Bilans płatniczy (V)	30	31 POL: Bilans płatniczy (VI)	1 sierpnia EMU: PMI (VII) USA: ISM (VII) USA: Bezrobocie (VII)
4 POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Ceny producenta (VI)	5 EMU: Bezrobocie (VI) EMU: Sprzedaż detaliczna (V)	6	7 POL: Ceny żywności (II poł. VII) EMU: PKB (I kw.)	8

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz publikacji danych w 2003 roku

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

^a według wstępnego harmonogramu,

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

Źródło: GUS, NBP



Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		cze 02	lip 02	sie 02	wrz 02	paź 02	lis 02	gru 02	sty 03	lut 03	mar 03	kwi 03	maj 03	cze 03	lip 03
PKB	% r/r	0,9	x	x	1,8	x	x	2,2	x	x	2,2	x	x	2,8	x
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,1	5,7	-1,1	6,6	3,2	3,1	5,2	3,5	4,3	5,5	8,5	11,7	7,9	7,6
Sprzedaż detaliczna ***	% r/r	2,5	8,6	5,1	4,7	5,1	5,9	4,9	4,1	4,2	-1,7	11,0	9,7	9,6	7,0
Stopa bezrobocia	%	17,4	17,5	17,5	17,6	17,5	17,8	18,1	18,7	18,8	18,7	18,4	17,9	17,8	17,8
Place brutto ** ***	% r/r	3,9	4,1	2,8	3,8	0,5	1,8	2,4	2,7	2,1	0,7	4,2	0,0	1,5	1,9
Eksport (wg NBP)	mln USD	2,797	3,177	2,727	2,912	3,182	3,004	3,223	2,761	2,635	2,957	2,969	3,060	3,121	3,246
Import (wg NBP)	mln USD	3,508	3,791	3,642	3,826	4,241	4,090	4,166	3,895	3,219	3,467	3,833	3,668	3,668	3,851
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-711	-614	-915	-914	-1,059	-1,086	-943	-1,134	-584	-510	-864	-608	-547	-605
Rachunek bieżący	mln USD	-451	-119	-284	-529	-580	-753	-484	-711	-483	-248	-460	-327	-177	-155
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-25,0	-25,7	-27,3	-29,8	-34,0	-37,1	-39,4	-4,1	-11,7	-15,5	-18,0	-23,2	-24,0	-26,3
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	1,3	1,2	1,3	1,1	0,9	0,8	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,9	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,2	1,7	1,3	1,1	1,7	1,7	2,2	2,5	2,9	3,6	2,9	2,1	2,1	1,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	2,5	1,3	-0,2	-1,5	-2,5	-1,0	-2,1	-1,4	-1,2	0,5	0,8	0,3	0,9	1,2
Zobowiązania	% r/r	0,5	-0,8	-2,5	-3,5	-4,6	-3,2	-4,3	-4,1	-3,8	-2,3	-2,3	-2,9	-2,2	-1,9
Należności	% r/r	9,4	7,5	5,9	4,9	4,4	4,6	5,3	5,5	5,7	8,7	8,5	7,6	7,0	7,0
USD/PLN	PLN	4,03	4,12	4,18	4,15	4,12	3,95	3,91	3,84	3,87	4,01	3,96	3,74	3,80	3,92
EUR/PLN	PLN	3,85	4,09	4,08	4,07	4,04	3,96	3,99	4,08	4,17	4,33	4,30	4,33	4,44	4,43
Stopa interwencyjna*	%	8,50	8,50	8,00	7,50	7,00	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	9,30	8,89	8,55	8,07	7,45	6,81	6,82	6,56	6,37	6,17	5,90	5,53	5,38	5,25
Stopa lombardowa*	%	11,50	11,50	10,50	10,00	9,00	8,75	8,75	8,50	8,00	7,75	7,25	7,00	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,54	8,35	7,86	7,25	6,77	5,88	5,78	5,74	5,83	5,67	5,43	4,75	4,66	4,80
Rentowność obligacji 2L	%	8,27	8,12	7,60	7,16	6,62	5,78	5,75	5,55	5,66	5,52	5,16	4,78	4,79	4,80
Rentowność obligacji 5L	%	8,17	8,11	7,62	7,07	6,57	5,91	5,67	5,57	5,58	5,36	5,15	4,88	4,90	5,00
Rentowność obligacji 10L	%	7,55	7,63	7,29	6,79	6,22	5,89	5,69	5,62	5,67	5,52	5,41	5,13	5,03	5,15

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

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


Wskaźniki kwartalne i roczne

		2000	2001	2002	2003	1Q02	2Q02	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03
PKB	mld PLN	712,3	750,8	772,2	801,1	178,6	189,5	191,2	213,0	184,5	196,6	197,9	222,1
PKB	% r/r	4,0	1,0	1,4	3,0	0,5	0,9	1,8	2,2	2,2	2,8	3,0	3,8
Spożycie ogółem	% r/r	2,4	1,8	2,9	2,2	2,8	2,6	2,8	3,2	1,0	2,9	2,5	2,5
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	2,6	2,1	3,3	2,5	3,5	2,9	3,1	3,5	1,4	3,4	2,7	2,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	2,7	-10,2	-6,7	3,5	-12,8	-7,9	-5,9	-3,6	-3,6	1,6	5,0	7,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,7	0,6	1,5	6,7	-1,6	-0,4	3,3	4,6	4,4	9,4	6,3	6,6
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,0	0,2	3,3	4,8	5,8	0,7	3,9	2,6	1,2	9,5	4,5	4,0
Stopa bezrobocia*	%	15,1	17,5	18,1	18,2	18,2	17,4	17,6	18,1	18,7	17,8	17,8	18,2
Place realne brutto	% r/r	1,3	1,6	1,5	0,9	1,9	1,4	2,3	0,3	1,4	1,4	0,6	0,3
Eksport (wg NBP)	mln USD	28,255	33,823	34,746	36,403	7,853	8,668	8,816	9,409	8,353	9,150	9,200	9,700
Import (wg NBP)	mln USD	41,423	46,848	45,712	46,450	10,847	11,109	11,259	12,497	10,581	11,169	11,700	13,000
Bilans handlowy (wg NBP)	mln USD	-13,168	-13,025	-10,966	-10,047	-2,994	-2,441	-2,443	-3,088	-2,228	-2,019	-2,500	-3,300
Rachunek bieżący	mln USD	-9,952	-7,992	-7,188	-6,124	-2,659	-1,780	-932	-1,817	-1,442	-964	-1,375	-2,343
Rachunek bieżący	% PKB	-5,6	-3,9	-3,6	-3,3	-4,0	-3,6	-3,6	-3,6	-3,1	-2,7	-3,0	-3,3
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-15,4	-32,6	-39,4	-38,7	-16,4	-25,0	-29,8	-39,4	-15,5	-24,0	-31,0	-38,7
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,2	-4,3	-5,1	-4,8	-9,2	-13,2	-2,5	-4,5	-4,9	-4,9	-5,1	-4,8
Inflacja	% r/r	10,1	5,5	1,9	0,9	3,4	2,1	1,3	0,9	0,5	0,5	1,1	1,3
Inflacja*	% r/r	8,5	3,6	0,8	1,5	3,3	1,6	1,3	0,8	0,6	0,9	1,1	1,5
Ceny produkcji	% r/r	7,8	1,6	1,0	2,0	0,3	1,0	1,4	1,9	3,0	2,4	1,2	1,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,9	9,2	-2,1	3,8	3,2	2,5	-1,5	-2,1	0,5	0,9	3,0	3,8
Zobowiązania	% r/r	15,5	8,9	-4,3	1,0	1,7	0,5	-3,5	-4,3	-2,3	-2,2	-0,2	1,0
Należności	% r/r	16,9	9,3	5,3	9,1	7,1	9,4	4,9	5,3	8,7	7,0	7,4	9,1
USD/PLN	PLN	4,35	4,09	4,09	3,85	4,16	4,06	4,15	3,99	3,90	3,83	3,86	3,82
EUR/PLN	PLN	4,01	3,67	3,88	4,29	3,63	3,81	4,08	4,00	4,19	4,36	4,36	4,26
Stopa interwencyjna*	%	19,00	11,50	6,75	5,00	10,00	8,50	7,50	6,75	6,00	5,25	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	18,78	16,10	9,09	5,58	11,02	9,80	8,50	7,03	6,37	5,60	5,23	5,10
Stopa lombardowa*	%	23,00	15,50	8,75	6,50	13,50	11,50	10,00	8,75	7,75	6,75	6,50	6,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	17,77	14,77	8,18	5,02	9,64	9,11	7,82	6,14	5,75	4,94	4,70	4,70
Rentowność obligacji 2L	%	17,37	13,97	7,94	5,02	9,27	8,84	7,63	6,05	5,58	4,91	4,80	4,80
Rentowność obligacji 5L	%	14,00	12,59	7,86	5,07	9,09	8,69	7,60	6,05	5,50	4,98	4,90	4,90
Rentowność obligacji 10L	%	11,79	10,74	7,34	5,20	8,28	7,92	7,24	5,93	5,60	5,19	5,00	5,00

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

* stan na koniec okresu



Bank Zachodni WBK S.A.

PION SKARBU

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach otrzymanych do 11.07.2003 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

Piotr Bielski (22) 586 83 33

Piotr Bujak (22) 586 83 41

Aleksander Krzyżaniak (22) 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

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

fax (61) 856 55 65

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław

tel. (71) 370 25 87

fax (71) 370 26 22

Warszawa

ul. Marszałkowska
142

00-061 Warszawa

tel. (22) 586 83 20

fax (22) 586 83 40

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



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group.