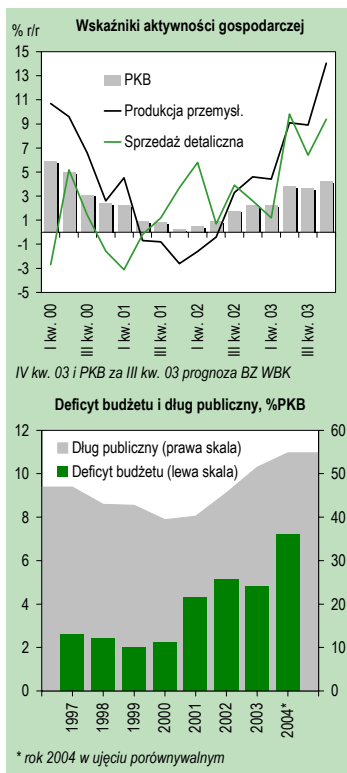




MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Listopad 2003



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Przewrotna polityka fiskalna	
Gospodarka Polski	9
Pod lupą: Bank centralny	16
Pod lupą: Rząd i polityka	23
Pod lupą: Integracja europejska	28
Monitor rynku	29
Przegląd międzynarodowy	32
Kalendarz makroekonomiczny	34
Dane i prognozy ekonomiczne	35

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

Cała naprzód!

■ **Wrześniowe i październikowe dane makroekonomiczne napawają coraz większym optymizmem odnośnie bieżącej i przyszłej sytuacji w polskiej gospodarce.** Wyłaniający się z nich obraz coraz bardziej jednoznacznie wskazuje na postępujące z narastającą siłą ożywienie gospodarcze, które stopniowo ogarnia coraz więcej obszarów życia gospodarczego. Mimo to poprawa jeszcze nie dla wszystkich może być odczuwalna. Trwająca już kilkanaście miesięcy ekspansja produkcji przemysłowej i eksportu, której towarzyszy bardzo dobra dynamika sprzedaży dynamicznej, doprowadziły w końcu, jak się wydaje, do powstrzymania negatywnych tendencji na rynku pracy (choć za wcześnie jeszcze aby mówić tu o odwróceniu trendu).

■ **Nie ma wątpliwości, że najbardziej istotnym zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego w dłuższym terminie jest skala ekspansji fiskalnej, powodująca gwałtowne narastanie długu publicznego.** Pomimo tego, że w ostatnich tygodniach nie otrzymaliśmy praktycznie żadnych nowych informacji odnośnie polityki fiskalnej, wciąż jest to gorąca tematyka, ze względu na utrzymującą się znaczną nerwowość na polskim rynku finansowym. Dlatego też, po raz kolejny piszemy o polityce fiskalnej w *Temacie miesiąca*. Tym razem analizujemy, jaki wpływ na sferę realną może mieć ograniczenie rosnącego deficytu budżetowego. Nasze wyniki nie są jednoznaczne. Pokazują, że możliwe jest uzyskanie w krótkim okresie pozytywnych skutków dostosowania fiskalnego (tzw. efektów niekeynesowskich), ale nie ma pewności co do uzyskania takich efektów w krajach przechodzących proces transformacji gospodarczej, a więc również w Polsce. Ponadto, nie znajdujemy potwierdzenia, które z sugerowanych przez teorię czynników decydują o wystąpieniu pozytywnego wpływu restrykcyjnej polityki fiskalnej na aktywność gospodarczą. Niezbędnym czynnikiem wydaje się jednak wiarygodność przedstawionego programu - reforma finansów publicznych musi mieć charakter trwały i być wystarczająco głęboka, aby doprowadzić do likwidacji strukturalnego deficytu finansów publicznych i zmniejszenia rozmiarów długu publicznego.

■ **Oczywiście niepewność związana z polityką fiskalną, powodująca utrzymywanie się słabego złotego oraz wysokich rentowności polskich obligacji, jest główną przyczyną braku kolejnych obniżek stóp procentowych NBP.** Co istotne, z komunikatów Rady Polityki Pieniężnej wynika, że nawet przy coraz wyraźniejszych oznakach ożywienia gospodarczego, nie widzi ona zagrożenia dla przyszłorocznego celu inflacyjnego. Od interpretacji bieżących komunikatów RPP, ważniejsze jest jednak kto będzie tworzył politykę monetarną w przyszłości. Już w grudniu poznamy bowiem nazwiska kandydatów na nowych członków Rady, którzy zostaną wybrani na początku 2004 roku. Biorąc pod uwagę zarówno argumenty ekonomiczne (brak istotnej presji inflacyjnej) jaki i instytucjonalne (nowa RPP), oczekujemy kontynuacji obniżek stóp procentowych w przyszłym roku.

Na rynku finansowym 31 października 2003 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	5,44	USDPLN	4,0234
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,85	EURPLN	4,6826
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,95	EURUSD	1,1638

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 26.11.2003 r.



Temat miesiąca

Przewrotna polityka fiskalna*

Od kilku miesięcy najważniejszym tematem rozważań dotyczących sytuacji gospodarczej w Polsce są perspektywy polityki fiskalnej. Redukcja deficytu budżetowego oraz zahamowanie szybkiego przyrostu długu publicznego są obecnie najważniejszymi wyzwaniami stojącymi przed krajową polityką gospodarczą. Rząd podejmuje próbę zreformowania finansów publicznych, a podstawowymi elementami programu reformy są, według rządu, projekt budżetu na 2004 r., średniookresowa strategia finansów publicznych oraz Program Uporządkowania i Ograniczenia Wydatków Publicznych. Dokumenty te analizowaliśmy szczegółowo w ostatnich dwóch edycjach MAKROskopu. W tym miesiącu nadal pozostajemy przy tematyce fiskalnej.

Wydaje się, że w toczonej obecnie debacie na temat finansów publicznych zbyt mało miejsca poświęca się kwestii wpływu obecnej sytuacji fiskalnej, a przede wszystkim planowanej reformy na obserwowane obecnie ożywienie gospodarcze oraz perspektywy wzrostu gospodarczego w kilku najbliższych latach (mówi się o tym prawie wyłącznie w kontekście ewentualnego osłabienia kursu złotego i wzrostu stóp procentowych w przypadku niepowodzenia reformy). Ważne jest natomiast, czy i w jakim stopniu obecna poprawa aktywności gospodarczej wynika i/lub jest podtrzymywana przez ekspansję fiskalną. Jeszcze ważniejsze jest jednak to, jaki wpływ na sferę realną może mieć ewentualne ograniczenie rosnącego deficytu budżetowego. Poniżej próbujemy znaleźć odpowiedź na te pytania, analizując skrótowo koncepcje teoretyczne oraz dotychczasowe doświadczenia w zakresie wpływu zmian kierunku polityki fiskalnej na procesy realne w gospodarce, zarówno w krajach rozwiniętych gospodarczo, jak i w gospodarkach przechodzących proces transformacji.

Tradycyjna koncepcja polityki fiskalnej

Tradycyjna koncepcja służąca do analizowania wpływu polityki fiskalnej na rozmiary aktywności gospodarczej opiera się na modelu IS-LM, który przewiduje, że zwiększenie deficytu budżetowego poprzez zwiększenie

wydatków i/lub obniżenie obciążeń podatkowych (zmniejszenie restrykcyjności polityki fiskalnej) powoduje wzrost łącznego popytu w gospodarce, a w efekcie przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Analogicznie, ograniczenie deficytu budżetowego poprzez zmniejszenie wydatków i/lub podniesienie podatków (zwiększenie restrykcyjności polityki fiskalnej) prowadzi do ograniczenia rozmiarów popytu globalnego w gospodarce, a w rezultacie do spadku aktywności gospodarczej. Przyjmuje się przy tym, że zagregowany popyt silniej reaguje na zmiany wydatków publicznych, niż na zmianę poziomu obciążeń podatkowych. Taki konwencjonalny pogląd na skutki polityki fiskalnej określa się mianem keynesowskiego.

W latach dziewięćdziesiątych popularna stała się koncepcja tzw. niekeynesowskich efektów dostosowań fiskalnych. Inspiracją do jej powstania stały się przykłady reform finansów publicznych w kilku krajach, skutkujących w krótkim okresie ekspansją gospodarczą. Najczęściej omawianym epizodem dostosowania fiskalnego o takim charakterze jest reforma przeprowadzona w latach 1986-1989 w Irlandii.

Reforma irlandzka

Konieczność dokonania reformy irlandzkiej wynikała z kryzysu, w jakim znalazły się finanse publiczne Irlandii w pierwszej połowie lat osiemdziesiątych. Relacja długu publicznego do PKB wynosiła prawie 120%, a deficyt strukturalny sięgał 15% PKB (wyjaśnienie pojęcia deficytu strukturalnego znajduje się w ramce na następnej stronie). Powodowało to efekt wypychania inwestycji prywatnych, a w konsekwencji tłumiony był wzrost gospodarczy. Reformę zapoczątkowano w roku 1986 i kontynuowano w latach 1987-1989, a jej głównym elementem było drastyczne zmniejszenie transferów socjalnych (o ponad 2,5% PKB) oraz wydatków płacowych z budżetu (dające oszczędność w skali około 1,5% PKB), głównie dzięki znacznemu ograniczeniu zatrudnienia w administracji publicznej (o 10%). Poza wydatkami bieżącymi dokonano też redukcji wydatków inwestycyjnych (o 1,5% PKB), przy czym wyjściowy poziom inwestycji publicznych był w Irlandii stosunkowo wysoki. Jak widać, opisane powyżej zmiany dotyczyły strony wydatkowej budżetu. W ramach reformy irlandzkiej nie dokonano natomiast, przynajmniej w początkowej fazie konsolidacji fiskalnej, istotnych zmian w strukturze i rozmiarze obciążeń podatkowych. Inne przykłady skutecznych reform finansów publicznych pokazują, że struktura dostosowania może być różna. Wystarczy przypomnieć reformę dokonaną za czasów kadencji Margaret Thatcher w Wielkiej Brytanii,

* Tekst ten jest zmodyfikowaną wersją opracowania autorstwa Piotra Bujaka i Joanny Siwińskiej zatytułowanego „Short-run Macroeconomic Effects of Discretionary Fiscal Policy Changes” przygotowanego w ramach projektu naukowego „Strategie przystąpienia do Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej: analiza porównawcza możliwych scenariuszy”.



polegającą podobnie jak w Irlandii na drastycznych cięciach wydatków, a z drugiej strony dostosowanie fiskalne przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych przez administrację prezydenta Ronalda Reagana, której głównym elementem były zmiany po stronie podatkowej.

Deficyt cykliczny i deficyt strukturalny budżetu

Wynik budżetu państwa, czyli różnica między dochodami a wydatkami sektora finansów publicznych podlega wahaniom w cyklu koniunkturalnym w postaci deficytu w okresach recesji i nadwyżki w czasach ekspansji. Część dochodów budżetowych (często bardzo znaczna) zależy bowiem od poziomu aktywności gospodarczej, np. wpływy z podatków pośrednich rosną w fazie ożywienia gospodarczego, a maleją w okresie recesji. W odwrotny sposób kształtują się wydatki budżetowe, szczególnie o charakterze socjalnym (np. w czasie pogorszenia stanu koniunktury rosną wydatki przeznaczone na pomoc społeczną). Deficyt powstały w wyniku wahań koniunktury nazywamy deficytem cyklicznym. W wielu krajach rzeczywisty deficyt budżetu może znacząco odbiegać od deficytu cyklicznego. Różnica między faktycznym poziomem deficytu a jego cyklicznym składnikiem to deficyt strukturalny, którego wielkość ma charakter trwały, niezależny od fazy cyklu koniunkturalnego. Informuje on, jaki może być przeciętny deficyt budżetowy w długim okresie (obejmującym pełny cykl koniunkturalny) i określa długookresową ścieżkę relacji długu publicznego do PKB. Z tego punktu widzenia wysoki deficyt strukturalny to taki, który przekracza długookresową stopę wzrostu gospodarczego. Utrzymywanie wysokiego deficytu strukturalnego w długim okresie powoduje więc narastanie zadłużenia.

Efekty konsolidacji finansów publicznych w Irlandii przyniosły efekty już w ciągu pierwszych dwóch lat po jej zainicjowaniu. Wysoki strukturalny deficyt budżetowy zamienił się w znaczną strukturalną nadwyżkę pierwotną (pierwotny wynik budżetu oznacza różnicę między dochodami budżetu a wydatkami pomniejszonymi o koszty obsługi długu publicznego). Tempo wzrostu gospodarczego znacznie wzrosło, a stopa bezrobocia była stabilna. Bardzo szybko zaczęły również rosnąć inwestycje prywatne, rekompensując lukę wynikłą ze zmniejszenia się wydatków publicznych o tym charakterze. Co ważne, dynamika gospodarki irlandzkiej uległa dalszemu przyspieszeniu, znacznie wyprzedzając pod tym względem inne kraje rozwinięte, w ciągu kilku następnych lat po przeprowadzeniu reformy (irlandzkie tempo wzrostu przekroczyło średnie tempo wzrostu w krajach G7 o 3,8 punktu procentowego rocznie), dzięki czemu istotnie zwiększył się poziom PKB per capita i zmniejszył się rozmiar bezrobocia. Przyczyn tego stanu rzeczy, oprócz korzystnego rozwoju sytuacji

gospodarczej na świecie i zwiększonego wykorzystania przez Irlandię funduszy pomocowych z UE, upatruje się w głębokości i trwałości przeprowadzonych zmian. Cechami tymi nie charakteryzowała się wcześniejsza próba reformy fiskalnej, przeprowadzona w Irlandii w latach 1982-1984 i nie doprowadziła ona do uzyskania pożądaných efektów.

Reforma fiskalna a wyniki gospodarcze Irlandii

Zmienna	Średnia stopa wzrostu w latach 1987-89
Deficyt strukturalny w % PKB	-1,8
Konsumpcja	3,6
Inwestycje prywatne	6,7
Eksport	11,0
PKB	3,7

Źródło: Giavazzi F., Pagano M., „Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries”, NBER Macroeconomics Annual, 1990

Niekonwencjonalne teorie polityki fiskalnej

Przypadek reformy irlandzkiej nie był odosobniony. Niezgodne z przewidywaniami modelu IS-LM skutki reform fiskalnych przeprowadzonych w wielu krajach w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych spowodowały wzrost znaczenia alternatywnych teorii wyjaśniających wpływ zmian polityki fiskalnej na aktywność gospodarczą w krótkim okresie. Większość z nich, ze względu na zainteresowanie głównie krótkim horyzontem czasowym, koncentruje się na stronie popytowej gospodarki. Istnieją również koncepcje, które uwzględniają stronę podażową, ale znajdują one zastosowanie raczej do średniego i długiego okresu, w którym występowanie niekeynesowskich, skutków polityki fiskalnej przestaje być zaskakujące.

Najpopularniejszym wyjaśnieniem braku zgodnej z modelem IS-LM reakcji łącznego popytu w gospodarce na zmiany polityki fiskalnej jest koncepcja tzw. równoważności ricardowskiej. Zgodnie z nią polityka fiskalna nie powinna mieć żadnego wpływu na łączny popyt w gospodarce. Koncepcja ta powiązana jest z hipotezą permanentnego dochodu i hipotezą cyklu życia. Opierają się one na założeniu międzypokoleniowego altruizmu (lub braku ograniczenia czasu trwania życia pojedynczego konsumenta), racjonalnych oczekiwań konsumentów oraz braku ograniczeń ich płynności finansowej. Dla takich konsumentów obniżka podatków (zwiększenie wydatków budżetowych) dziś, to podwyżka podatków w przyszłości. Dlatego nie ulega zmianie bieżąca wartość oczekiwanych przez nich w przyszłości dochodów (dochód permanentny), a w rezultacie również poziom konsumpcji. Koncepcja ta wskazuje więc, dlaczego zmiany polityki fiskalnej mogą nie wywoływać



skutków przewidywanych przez tradycyjną teorię keynesowską. Nie wyjaśnia jednak, dlaczego polityka fiskalna może zmienić popyt globalny w stronę przeciwną, niż zakłada ta teoria.

Sprzeczne z tradycyjnymi przekonaniem kształtowanie się aktywności ekonomicznej pod wpływem zmian polityki fiskalnej próbuje się wytłumaczyć w postaci modeli uwzględniających, podobnie jak w koncepcji równoważności ricardowskiej, racjonalne oczekiwania (hipoteza permanentnego dochodu). Zawierają one jednak inne, bardziej realistyczne założenia, np. odnośnie czasu trwania życia konsumentów (uchyla się założenie o międzypokoleniowym altruizmie). Jeden z takich modeli proponuje Olivier Blanchard. Skupia się on na podatkach, przyjmując podstawowe założenie, że im wyższy poziom podatków, tym większe zakłócenia w gospodarce. Zakłada on krytyczny poziom opodatkowania t^* , przekroczenie którego powoduje spadek aktywności gospodarczej. W rezultacie, istnieje również krytyczny poziom długu publicznego d^* , po przekroczeniu którego konsumenci oczekują w przyszłości wzrostu poziomu opodatkowania powyżej poziomu t^* , a w efekcie spadku produkcji. Jeśli konsumenci spodziewają się osiągnięcia przez dług poziomu d^* , wówczas dostosowanie fiskalne zmierzające do ustabilizowania lub ograniczenia poziomu długu publicznego, umożliwiając uniknięcie przez gospodarkę w przyszłości przekroczenia krytycznego poziomu opodatkowania, powoduje wzrost bieżącej wartości oczekiwanego dochodu (dochodu permanentnego) i konsumpcji, a więc zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego. Oznacza to, że wzrost opodatkowania dziś, nie przekraczający poziomu t^* , ale pozwalający uniknąć przekroczenia tego krytycznego poziomu w przyszłości, może spowodować ekspansję gospodarczą. Innymi słowy, konsolidacja fiskalna w okresie poważnych problemów finansów publicznych (w „złych czasach”) jest dla konsumentów pozytywną informacją i powoduje wzrost ich wydatków, zwiększając poziom aktywności gospodarczej. Jednocześnie Blanchard zauważa, że w okresie normalnej sytuacji finansów publicznych (w „normalnych czasach”), gdy gospodarka jest daleko od osiągnięcia krytycznego poziomu długu publicznego, reakcja konsumentów (cały czas pamiętając o założeniu skończonego horyzontu czasowego ich decyzji) będzie keynesowska, czyli zgodna z przewidywaniami modelu IS-LM. W sumie, omówiony model wskazuje, że zachowanie konsumentów jest nieliniowe – w „normalnych” czasach zgodne z teorią keynesowską, w okresie „złej” sytuacji fiskalnej przynoszące skutki niekeynesowskie.

Inny modele (np. opracowany przez brytyjskiego ekonomistę Alana Sutherlanda), obok poziomu opodatkowania, koncentrują się na wydatkach publicznych. Modele te zakładają, że w pewnym momencie, ze względu na ograniczone możliwości finansowania wydatków budżetowych, rząd zmuszony jest dokonać redukcji nadmiernego poziomu wydatków. Przy niskim poziomie długu publicznego prawdopodobieństwo dostosowania fiskalnego jest niskie, więc wzrost wydatków publicznych (obniżka podatków) wywoła skutki keynesowskie (wzrost konsumpcji i łącznego popytu globalnego). Niemniej jednak, wraz ze wzrostem poziomu długu publicznego, a więc wraz ze wzrostem prawdopodobieństwa dostosowania fiskalnego, wzrost wydatków publicznych (obniżka podatków) spowoduje spadek konsumpcji, ponieważ konsumenci będą się obawiać, że przyszła strata dochodu z powodu gwałtownego dostosowania fiskalnego będzie większa niż wartość bieżących korzyści z prowadzenia luźnej polityki fiskalnej. Po raz kolejny zakłada się więc, że zachowanie konsumentów jest nieliniowe – ma charakter keynesowski w „normalnej” sytuacji finansów publicznych, a niekeynesowską naturę w „złych czasach” fiskalnych, gdy prawdopodobieństwo kryzysu finansów publicznych postrzegane jest jako wysokie.

Kolejna grupa modeli kładzie nacisk na strukturę dostosowania fiskalnego. Wynika z nich, że dostosowanie fiskalne da pozytywne efekty, jeśli będzie oparte na ograniczaniu wydatków, a nie wzroście podatków. Postulują one również, że reformie fiskalnej powinno towarzyszyć porozumienie z partnerami społecznymi, mające na celu ograniczenie żądań płacowych oraz osłabienie kursu krajowej waluty.

Co pokazują dotychczasowe doświadczenia?

Ponieważ zagadnienie wpływu zmian polityki fiskalnej na poziom aktywności gospodarczej ma, w obliczu planowanej reformy finansów publicznych, istotne implikacje praktyczne dla obecnej sytuacji w polskiej gospodarce, postanowiliśmy dokonać analizy skutków przeprowadzanych dotychczasowych za granicą reform fiskalnych. Postanowiliśmy sprawdzić, jak częste było występowanie niekeynesowskich skutków polityki fiskalnej w przypadku przeprowadzanych dotychczas dostosowań fiskalnych i jakie czynniki mogły mieć wpływ na ich wystąpienie. Na początku przeprowadziliśmy prostą analizę statystyczną skutków reform fiskalnych, które miały miejsce w latach 1975-2001 w krajach OECD. Ograniczaliśmy się przy tym do tych przypadków ekspansji i konsolidacji fiskalnych, które można uznać za



duże, ponieważ naszym celem w tej prostej analizie statystycznej nie jest ocena każdego przypadku ekspansji lub konsolidacji fiskalnej, lecz wyodrębnienie tych przypadków, które mogą wywrzeć silny efekt, o wyraźnym charakterze keynesowskim lub niekeynesowskim, i próba określenia różnic pomiędzy nimi. Duże ekspansje/dostosowania fiskalne zdefiniowaliśmy jako te przypadki, gdy skorygowany cyklicznie deficyt pierwotny budżetu w relacji do potencjalnego poziomu PKB zmienia się o przynajmniej 1,5 pkt. proc. w ciągu jednego roku.

Jako miarę wpływu zmian w polityce fiskalnej na sferę realną gospodarki używamy koncepcji „skorygowanego wzrostu”. Skorygowany wzrost danego kraju równa się rzeczywistemu wzrostowi tego kraju pomniejszonemu o tempo wzrostu dla krajów grupy G7 oraz różnicę pomiędzy potencjalnym tempem wzrostu danego kraju a potencjalnym tempem wzrostu dla krajów G7. Konwencjonalnym (keynesowskim) przypadkiem ekspansji/konsolidacji fiskalnej jest sytuacja, gdy „skorygowany wzrost” jest większy/mniejszy niż w poprzednim roku. Za niekeynesowski przypadek ekspansji/dostosowania fiskalnego uznajemy natomiast sytuację, gdy „skorygowany wzrost” jest mniejszy/większy niż w poprzednim roku.

Postępując w ten sposób zidentyfikowaliśmy 40 przypadków ekspansji fiskalnych i 73 przypadki dostosowań fiskalnych. Z wyodrębnionych przez nas łącznie 113 przypadków istotnych zmian polityki fiskalnej, 50 miało charakter niekeynesowski. W tym momencie nasuwa się pierwszy wniosek – niekeynesowskie efekty polityki fiskalnej nie są tylko teoretyczną koncepcją lub sporadycznie pojawiającą się anomalią, lecz dość często występującym w praktyce gospodarczej zjawiskiem.

Skutki zmian polityki fiskalnej w krajach OECD w latach 1975-2001

	Liczba przypadków	Średnia zmiana skorygowanego cyklicznie wyniku budżetu w % PKB	Średnie zmiana „skorygowanego o wzrostu”
Keynesowskie ekspansje	17	-2,47	1,58
Niekeynesowskie ekspansje	23	-2,62	-1,38
Keynesowskie dostosowania	46	2,24	-1,72
Niekeynesowskie dostosowania	27	2,53	1,01

Źródło: dane OECD, obliczenia własne

Następnie, w celu zweryfikowania, jakie czynniki mogą zwiększyć prawdopodobieństwo wystąpienia

niekeynesowskich przypadków polityki fiskalnej dokonaliśmy estymacji modelu typu logit. Wyniki tych obliczeń wraz z definicją zmiennych znajdują się w aneksie technicznym poniżej. Zmienną zależną jest w tym przypadku wystąpienie lub niewystąpienie niekonwencjonalnych efektów polityki fiskalnej. Zmienną niezależną jest natomiast rozmiar długu publicznego, informujący o warunkach początkowych przed dokonaniem zmian, oraz zmiany dochodów i wydatków budżetowych, informujące o strukturze zmian w polityce fiskalnej. Wyniki obliczeń nie pozwoliły na identyfikację czynnika wpływającego na prawdopodobieństwo wystąpienia niekeynesowskich skutków dostosowania fiskalnego. W przypadku ekspansji fiskalnych parametry dla dochodów budżetowych, jak również wydatków są statystycznie istotne, ale znak przy zmiennej określającej wydatki okazał się niewłaściwy. Taki wynik, wraz z nieistotnością zmiennych objaśniających w przypadku regresji dla dostosowań fiskalnych, sugeruje, że znaleziona zależność dotycząca ekspansji fiskalnych jest pozorna. Prosta estymacja modelu typu logit nie pozwoliła nam więc na wyciągnięcie wniosków co do tego, czy początkowy stan finansów publicznych lub struktura reformy fiskalnej mogą być decydujące dla prawdopodobieństwa wystąpienia niekeynesowskich efektów polityki fiskalnej.

Ponieważ zarówno tradycyjna analiza keynesowska, jak i znacząca część niekonwencjonalnych teorii polityki fiskalnej, są związane ze stroną popytową, w dalszych badaniach postanowiliśmy sprawdzić, czy kanał ten może być rzeczywiście źródłem niekeynesowskich efektów polityki fiskalnej. Przyjmujemy przy tym, że najlepszą zmienną do wyjaśnienia niekeynesowskich efektów polityki fiskalnej jest konsumpcja. Koncentrujemy się więc na tym komponentie popytu globalnego. Cel naszych estymacji jest ograniczony – chcemy zweryfikować, czy w kształtowaniu się konsumpcji pod wpływem zmian w polityce fiskalnej występuje sugerowana przez teorię nieliniowość.

Modelujemy konsumpcję jako funkcję zmian oczekiwanego dochodu do dyspozycji oraz nieoczekiwanych zmian polityki fiskalnej przy uwzględnieniu poziomu długu publicznego. Uwzględniamy też wielkość długu publicznego. Specyfikacja równania wraz z wynikami estymacji znajduje się w aneksie statystycznym. Znaki parametrów w ograniczonej wersji estymowanego przez nas równania konsumpcji (nie uwzględniającej wielkości długu publicznego) są zgodne z keynesowskim poglądem. Wprowadzenie zmiennej zerojedynkowej dla „złych czasów fiskalnych”, czyli



wysokiego poziomu długu publicznego sprawia jednak, że wzrost wydatków budżetowych wpływa na konsumpcję ograniczająco. Potwierdza to nieliniowy efekt zmian w polityce fiskalnej zakładany przez koncepcje teoretyczne.

W jednej z regresji staraliśmy się zweryfikować, czy o nieliniowości efektów polityki fiskalnej można również mówić w przypadku krajów przechodzących proces transformacji, w tym w Polsce. Uzyskane wyniki sugerują, że w krajach transformujących się również występowało nieliniowe zachowanie konsumentów w reakcji na zmiany polityki fiskalnej. Należy jednak zauważyć, że w krajach tych ekspansja fiskalna w „złych czasach fiskalnych” zwiększała konsumpcję, ale efekt ten był dużo słabszy niż w „dobrych czasach fiskalnych”. Dlatego wydaje się, że konsumenci w krajach transformujących się zachowują się w nieliniowy sposób, ale składnik niekeynesowski ich zachowania nie równoważy konwencjonalnej reakcji, więc w sumie nie mamy do czynienia z niekeynesowską reakcją konsumpcji na zmiany w polityce fiskalnej.

Literatura przedmiotu sugeruje dwa wyjaśnienia mniejszej siły występowania nieliniowej reakcji konsumentów na zmiany polityki fiskalnej w krajach transformujących się. Odnoszą się one do stopnia spełnienia założeń niekonwencjonalnych koncepcji polityki fiskalnej. Mianowicie, argumentuje się, że w krajach transformacji silniejsze są ograniczenia płynności konsumentów, co wynika z niższego stopnia rozwoju rynków finansowych. Większa może być również w tych krajach proporcja konsumentów „krótkowzrocznych”, czyli takich, którzy nie mają pełnej świadomości występującego w długim okresie ograniczenia ilości zasobów finansowych pozostających do dyspozycji budżetu.

Najważniejsza wiarygodność

Intencją polskiego rządu jest, aby reforma finansów publicznych nie tylko nie ograniczała obserwowanego obecnie ożywienia gospodarczego, lecz nawet je wzmacniała. Powstałe w latach dziewięćdziesiątych koncepcje teoretyczne wpływu polityki fiskalnej na aktywność gospodarczą oraz wyniki naszej analizy w oparciu o dane z kilkudziesięciu prób redukcji deficytów strukturalnych przeprowadzanych w krajach rozwiniętych w ciągu ostatnich 30 lat sugerują, że redukcja deficytu nie tylko pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy w długim okresie, lecz może także służyć zwiększeniu aktywności

gospodarczej w okresie krótkim, tzn. może mieć charakter ekspansywnej polityki fiskalnej. Nasze wyniki pokazują jednak, że nie ma pewności co do uzyskania takich efektów w krajach przechodzących proces transformacji gospodarczej, a więc również w Polsce. Ponadto, nie ma pewności odnośnie tego, jakie czynniki decydują o wystąpieniu pozytywnego w krótkim okresie wpływu restrykcyjnej polityki fiskalnej na aktywność gospodarczą.

Wydaje się jednak, że aby reforma finansów publicznych miała pozytywne skutki dla tempa rozwoju gospodarczego nie tylko w długim horyzoncie, lecz również w krótkim okresie, konieczne jest spełnienie podstawowego warunku, jakim jest wiarygodność przedstawionego programu reformy. Tylko dzięki temu możliwe jest wystąpienie pozytywnych efektów zmian w polityce fiskalnej związanych z oczekiwaniami uczestników życia gospodarczego. Muszą być oni przekonani, że reforma finansów publicznych ma charakter trwały i jest wystarczająco głęboka, aby doprowadzić do likwidacji strukturalnego deficytu finansów publicznych i zmniejszenia rozmiarów długu publicznego. Wydaje się, że w Polsce warunek ten nie jest niestety spełniony. Wiarygodność planów fiskalnych rządu ogranicza, na co wielokrotnie zwracaliśmy już uwagę w poprzednich miesiącach, brak niezbędnych działań dostosowawczych w projekcie budżetu na 2004 r. W takiej sytuacji nie zaskakują opublikowane niedawno wyniki badania opinii publicznej, które pokazały, że tylko 3% Polaków wierzy w zdolność rządu do przeprowadzenia wszystkich zapowiadanych zmian.



Aneks techniczny

W pierwszej kolejności przeprowadziliśmy analizę przy wykorzystaniu modelu typu logit. Model taki ma na celu określenie prawdopodobieństwa wystąpienia danego zjawiska w zależności od występowania określonych czynników. W naszym przypadku mamy na celu zweryfikowanie, jakie czynniki mogą zwiększyć prawdopodobieństwo wystąpienia niekeynesowskich przypadków polityki fiskalnej. Zmienną zależną jest w naszym modelu wystąpienie lub niewystąpienie niekonwencjonalnych efektów polityki fiskalnej. Zmienną niezależną jest natomiast rozmiar długu publicznego (dostosowany cyklicznie w procentach potencjalnego PKB), informujący o warunkach początkowych przed dokonaniem zmian, oraz zmiany dochodów i wydatków budżetowych (w obu przypadkach dostosowanych cyklicznie w procentach potencjalnego PKB), informujące o strukturze zmian w polityce fiskalnej.

Model typu logit; prawdopodobieństwo wystąpienia niekeynesowskich efektów w przypadku dostosowania fiskalnego

Zmienna	Współczynnik	z-statistic	p-value
Δ dochody	-0,137	-0,44	0,663
Δ wydatki	-0,139	-0,42	0,674
dług publiczny	-0,005	-0,53	0,598
Pseudo R ² = 0,012		Liczba obserwacji = 64	

Uwaga: Δ oznacza pierwszą różnicę zmiennych; tzw. p-value, oznacza prawdopodobieństwo błędu przy odrzuceniu hipotezy zerowej o statystycznej nieistotności danego parametru.

Model typu logit; prawdopodobieństwo wystąpienia niekeynesowskich efektów w przypadku ekspansji fiskalnej

Zmienna	Współczynnik	z-statistic	p-value
Δ dochody	0,970	2,10	0,036
Δ wydatki	-1,013	-1,88	0,060
dług publiczny	-0,010	-0,57	0,568
Pseudo R ² = 0,174		Liczba obserwacji = 30	

Uwaga: Δ oznacza pierwszą różnicę zmiennych; tzw. p-value, oznacza prawdopodobieństwo błędu przy odrzuceniu hipotezy zerowej o statystycznej nieistotności danego parametru.

W dalszej kolejności estymujemy równanie konsumpcji jako funkcję zmian oczekiwanego dochodu do dyspozycji oraz nieoczekiwanych zmian polityki fiskalnej przy uwzględnieniu poziomu długu publicznego. Dla weryfikacji występowania nieliniowości w zachowaniu konsumentów w reakcji na zmiany polityki fiskalnej uwzględniamy też wielkość długu publicznego. Szacowana przez nas funkcja konsumpcji ma następującą postać:

$$\Delta c_{it} = \Delta y_{it} + \Delta bal_{it} + \Delta bal_{it} * D1_{it} + e_{it}$$

gdzie:

Δc_{it} – zmiana poziomu konsumpcji,

Δy_{it} – oczekiwana zmiana w dochodzie do dyspozycji,

Δbal_{it} – nieoczekiwany, dostosowany cyklicznie impuls fiskalny zdefiniowany jako podatki dochodowe powiększone o składki ubezpieczeniowe minus wydatki pierwotne (po wykluczeniu kosztów obsługi długu),

$D1_{it}$ – zmienna zerojedynkowa, która równa się 1, gdy dług danego kraju przekracza średni poziom długu w latach 1975-2001 plus jedno odchylenie standardowe. Dla sprawdzenia istotności statystycznej naszych wyników wykorzystujemy również inną definicję tej zmiennej i oznaczamy ją jako $D1_{WS}$. Równa się ona 1, gdy dług w danym kraju przekracza średnią plus jedno odchylenie standardowe obliczone łącznie dla wszystkich krajów w próbie.

Estymację równania konsumpcji przeprowadzamy na panelu danych dla krajów OECD (oprócz Polski, Czech i Węgier) w okresie 1973-2001 przy użyciu tzw. simple within-effects estimator. Wszystkie dane pochodzą z bazy danych OECD. Podsumowanie wyników znajduje się w poniższej tabeli.



Wyniki oszacowania parametrów funkcji konsumpcji dla krajów OECD

Zmienna	Regresja 1	Regresja 2	Regresja 3
Δy_{it}	0,666 (0,000)	0,656 (0,000)	0,653 (0,000)
Δbal_{it}	-0,213 (0,085)	-0,336 (0,022)	-0,437 (0,013)
$\Delta bal_{it} * D1$	-	0,428 (0,116)	-
$\Delta bal_{it} * D1ws$	-	-	0,439 (0,077)
	R2 = 0,259 DW = 1,798	R2 = 0,257 DW = 1,794	R2 = 0,261 DW = 1,769

Uwaga: W nawiasach podano tzw. p-value, tj. prawdopodobieństwo błędu przy odrzuceniu hipotezy zerowej o statystycznej nieistotności danego parametru.

W estymacji równania konsumpcji dla krajów transformujących się dostępność danych pozwala uwzględnić następujące kraje: Białoruś, Bułgarię, Chorwację, Czechy, Estonię, Węgry, Kazachstan, Łotwę, Litwę, Mołdawię, Polskę, Rumunię, Rosję oraz Słowację. Dane obejmują okres od 1990 do 2001 r. Ponieważ w zdecydowanej większości tych krajów dane na temat dochodów do dyspozycji nie są dostępne, za ich przybliżenie przyjmujemy PKB. Ze względu na brak danych na temat długu publicznego, jako miarę „złych czasów” fiskalnych wykorzystujemy wynik budżetu. Wynik budżetu to skonsolidowany wynik budżetu centralnego (ze względu na brak szacunków potencjalnego PKB dla analizowanych krajów nie jest on dostosowany cyklicznie). Zmienna zerojedynkowa $D1_{it}$ jest zdefiniowana jako średnia plus jedno odchylenie standardowe deficytu budżetowego dla danego kraju w analizowanej próbie. W obliczeniach wykorzystujemy tzw. the two-step instrumental variable estimation technique. Ze względu na krótkość szeregów czasowych danych statystycznych oraz słabą jakość danych wyniki estymacji dla krajów transformujących się muszą być traktowane z dużą ostrożnością.

Wyniki oszacowania parametrów funkcji konsumpcji dla krajów transformujących się

Zmienna	Regresja 1	Regresja 2
Δpkb	0,979 (0,000)	0,975 (0,000)
Δbal_{it}	-0,307 (0,112)	-0,478 (0,058)
$\Delta bal_{it} * D1_{it}$	-	0,418 (0,267)
Instruments	Δgdp instrumented by Δbal $\Delta gdp-1$ $\Delta cons-1$	
	R ² within = 0,259	R ² within = 0,254

Uwaga: W nawiasach podano tzw. p-value, tj. prawdopodobieństwo błędu przy odrzuceniu hipotezy zerowej o statystycznej nieistotności danego parametru.

Gospodarka Polski

- **Ożywienie w przemyśle i handlu nabiera rozpędu**
- **... ale poprawa nadal nie wszędzie widoczna**
- **Bezrobocie nareszcie niższe niż przed rokiem**
- **Presja inflacyjna pozostaje wciąż pod kontrolą**

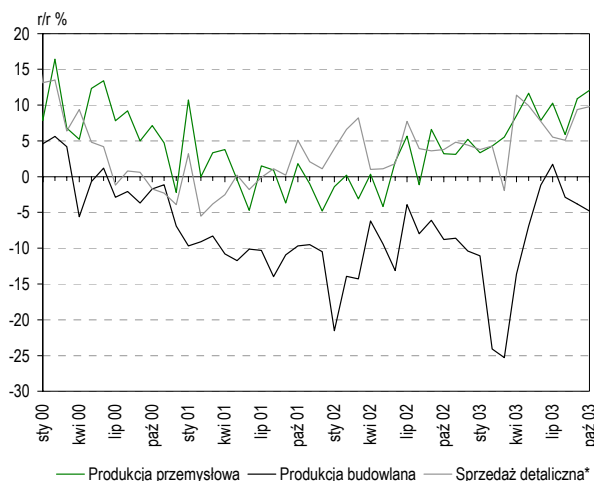
Wrześniowe i październikowe dane makroekonomiczne napawają coraz większym optymizmem odnośnie bieżącej i przyszłej sytuacji w polskiej gospodarce. Wyłaniający się z nich obraz coraz bardziej jednoznacznie wskazuje na postępujące z narastającą siłą ożywienie gospodarcze, które stopniowo ogarnia coraz więcej obszarów życia gospodarczego. Mimo to poprawa jeszcze nie dla wszystkich może być odczuwalna. Trwająca już kilkanaście miesięcy ekspansja produkcji przemysłowej i eksportu, której towarzyszy bardzo dobra dynamika sprzedaży dynamicznej, doprowadziły w końcu, jak się wydaje, do powstrzymania negatywnych tendencji na rynku pracy (choć za wcześnie jeszcze aby mówić tu o odwróceniu trendu). Stopa bezrobocia obniżyła się do 17,4%, co oznacza, że po blisko pięciu latach znalazła się ona wreszcie poniżej poziomu z analogicznego okresu poprzedniego roku. Nadal jednak bezrobocie pozostaje wysokie, co znacznie ogranicza możliwość powstania presji popytowej na wzrost cen detalicznych. W efekcie perspektywy inflacyjne pozostają korzystne, pomimo ożywienia dynamiki CPI w krótkim okresie za sprawą niekorzystnych czynników podażowych, w tym głównie pogorszenia sytuacji na rynku żywności.

Doskonałe wyniki przemysłu i handlu

Dane ze sfery realnej za wrzesień i październik okazały się bardzo pozytywne, lepsze niż oczekiwano. Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła we wrześniu o 10,9% r/r, natomiast w październiku o 12,1% r/r. Według informacji GUS wzrost produkcji skorygowany o czynniki sezonowe był niemal równie silny, wynosząc odpowiednio 8,3% r/r i 11,8% r/r. Były to najwyższe dynamiki odnotowane od połowy 2000 roku. Do tak dobrego wyniku w decydującym stopniu przyczynił się sektor przetwórczy, w którym produkcja zwiększyła się w październiku 13,8% r/r po wzroście o 12,4% we wrześniu. Poprawę produkcji po dziesięciu miesiącach roku wykazały 22 spośród 29 działów przemysłu, a najbardziej imponujące rezultaty osiągnęły branże proeksportowe: produkcja pojazdów mechanicznych (44,5% r/r), maszyn i urządzeń (33,1% r/r), mebli i pozostałej działalności produkcyjnej (27,6%), wyrobów z metali (25,1%), maszyn i aparatury elektrycznej

(19,1%). Są to bardzo pozytywne informacje dla perspektyw wzrostu gospodarczego, mocno potwierdzające, że Polska gospodarka znajduje się obecnie na ścieżce ożywienia, którego głównym motorem pozostaje dynamicznie rosnący eksport. Można się spodziewać, że dane o wynikach handlu zagranicznego za październik pokażą bardzo wysoką dynamikę obrotów eksportu.

Wskaźniki aktywności gospodarczej

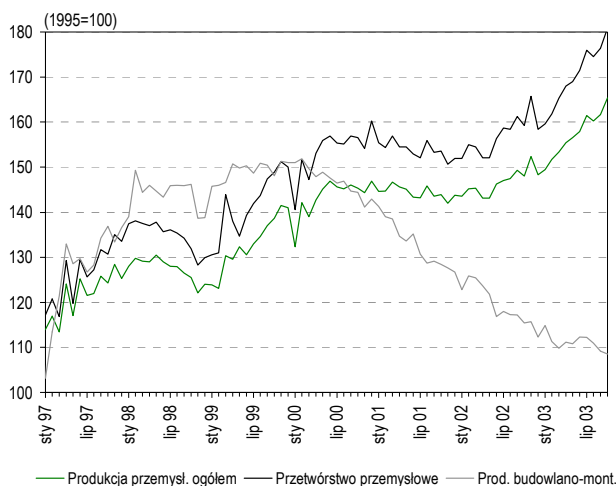


Źródło: GUS, BZ WBK

Pozytywną niespodzianką okazały się również wyniki sprzedaży detalicznej, której wartość zwiększyła się (nominalnie) o 9,7% r/r we wrześniu i o 10,3% r/r w październiku. Struktura wzrostu sprzedaży detalicznej w obydwu miesiącach była podobna. Najszybszy wzrost zanotowano w „pozostącej sprzedaży detalicznej w niewyspecjalizowanych sklepach” (67,5% r/r w październiku) oraz w sprzedaży żywności, napojów i tytoniu (26,2% r/r). Wysoką dynamiką charakteryzowała się sprzedaż pojazdów mechanicznych i części (10,5%), odzieży i obuwia (9,7%), mebli, artykułów RTV i AGD (7,7%) oraz kosmetyków i farmaceutyków (6,3%). Kontynuacja szybkiego wzrostu sprzedaży w większości działów sugeruje, że wzrost zakupów gospodarstw domowych jest stabilny, co z kolei dobrze wróży dynamice popytu konsumpcyjnego. Jednak optymizm w tym zakresie jest zakłócany przez negatywne wyniki badań koniunktury w handlu detalicznym w ostatnich miesiącach. Co więcej, należy pamiętać, że dane o sprzedaży detalicznej podawane przez GUS nie dotyczą całej zbiorowości podmiotów w handlu. Nie uwzględniają one małych przedsiębiorstw handlowych, co może wyjaśniać rozbieżność pomiędzy słabymi ocenami koniunktury, a dobrymi wynikami sprzedaży. W związku z tym, chociaż ostatnie mocne dane o sprzedaży detalicznej są pozytywne dla prognoz wzrostu PKB, jest jeszcze za wcześnie aby

przewidywać boom konsumpcyjny w polskiej gospodarce. Należy również zauważyć, że w całym III kwartale br. realny wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 6,4% r/r, czyli znacznie poniżej tempa z poprzedniego kwartału (9,8% r/r). To potwierdza, że dynamika konsumpcji prywatnej w III kwartale była zapewne niższa niż w poprzednim.

Produkcja w przemyśle i budownictwie (1995=100)



Źródło: GUS

... i rozczarowanie w budownictwie

Niestety przyspieszeniu wzrostu produkcji w przemyśle nie towarzyszyła poprawa w budownictwie. Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w październiku o 4,8% r/r po spadku o 3,8% r/r we wrześniu. Dynamika skorygowana o wahania sezonowe była jeszcze gorsza, wskazując na spadek aż o 6%. Tak słaby wynik w budownictwie był rozczarowaniem, szczególnie po znacznej poprawie sytuacji w tym obszarze, która miała miejsce w połowie tego roku. Jednak nawet w danych o budownictwie można było odnaleźć pozytywne elementy. Chociaż ogólna sytuacja przedstawia się raczej nieciekawie, to jednak przedsiębiorstwa przygotowujące grunt pod nowe budowle po raz kolejny zanotowały bardzo wysoki, prawie dwukrotny wzrost produkcji wobec październik a poprzedniego roku, co może sugerować wzrost produkcji budowlano-montażowej w przyszłości. Dodatkowo, patrząc na średni wynik w III kwartale br. dynamika produkcji w budownictwie uległa jednak znacznej poprawie w porównaniu z poprzednimi kwartałami. Niestety trudno liczyć na dalszą poprawę w ostatnich miesiącach tego roku.

Trwa poprawa wyników finansowych firm

Wyniki finansowe przedsiębiorstw (zatrudniających powyżej 49 osób) za trzy kwartały br. potwierdziły nasze

oczekiwania, pokazując kontynuację poprawy obserwowanej już w poprzednich kwartałach tego roku. Przychody ogółem rosły szybciej niż 2002 r., przyspieszając nawet wobec wysokiego wzrostu zanotowanego w I połowie br. Jednocześnie nastąpiło spowolnienie wzrostu kosztów, potwierdzając, że pomimo wyraźnej poprawy koniunktury przedsiębiorstwa nadal starają się poprawić swoją efektywność. W rezultacie, ich wynik finansowy netto wyraźnie się poprawił i po trzech kwartałach tego roku był pięć razy wyższy niż w analogicznym okresie 2002 r. (15,1 mld zł wobec 3,1 mld zł). Poprawie uległy wszystkie wskaźniki opisujące sytuację finansową firm. Co więcej, poprawa obserwowana była we wszystkich sektorach gospodarki oprócz górnictwa i kopalnictwa. Podobnie jak w przeszłości, największa poprawa nastąpiła u eksporterów, co potwierdza, że w ostatnich kwartałach bardzo ważnym czynnikiem wzrostu gospodarczego był handel zagraniczny. Tak pozytywne dane o wynikach firm wzmocniły nadzieje, że rosnące zyski firm przełożą się w końcu na ożywienie aktywności inwestycyjnej.

Wskaźniki aktywności gospodarczej, % r/r realnie

	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Produkcja przemysłowa	4,4	9,1	8,9	14,0*
- dostosowana sezonowo	4,5	8,0	8,9	10,0*
Produkcja budowlano-montażowa	-20,2	-7,2	-1,7	-3,1*
Sprzedaż detaliczna	1,2	9,8	6,4	5,0*
PKB	2,2	3,8	3,7*	4,2*

Źródło: GUS, BZ WBK;

* szacunek/prognoza BZ WBK

... nareszcie „ruszyły” też inwestycje

Nadzieje te nie okazały się bezzasadne, ponieważ według przedstawionych ostatnio szacunków GUS nakłady inwestycyjne w dużych przedsiębiorstwach wzrosły o 1,2% r/r w ciągu pierwszych trzech kwartałów tego roku, po spadku o 2,2% r/r w pierwszej połowie tego roku. W samym tylko III kwartale wzrost nakładów na inwestycje wyniósł 8,2% r/r. Głównym źródłem tego ożywienia było znaczące polepszenie aktywności inwestycyjnej w sektorze przetwórstwa przemysłowego, w którym po trzech kwartałach nastąpił wzrost o 20% r/r w porównaniu ze wzrostem o 15,7% w pierwszej połowie roku. Liczba nowo rozpoczętych inwestycji po trzech kwartałach była o 42% większa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, a ich wartość była wyższa o 49% r/r. Powyższe informacje świadczą o tym, że nastąpiło w końcu długo wyczekiwane odbicie w inwestycjach i co więcej może być ono wyraźniejsze niż wskazuje nasza prognoza (2% wzrostu inwestycji ogółem w samym trzecim kwartale). Należy jednak pamiętać, że wstępne dane GUS dotyczą tylko

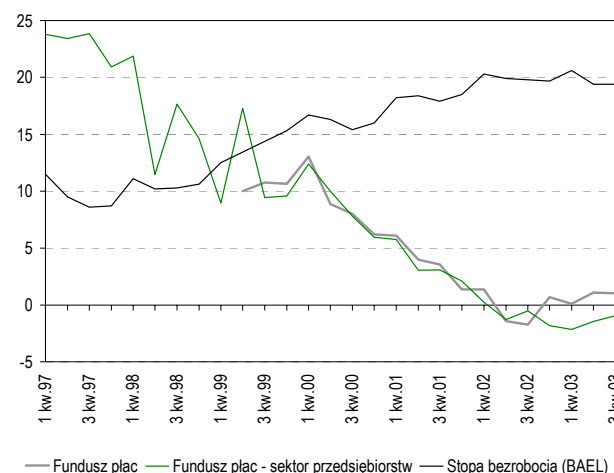


zbiorowości dużych przedsiębiorstw, a ożywienie inwestycyjne wśród małych i średnich firm może być znacznie mniej widoczne.

... co nie przekłada się na ożywienie na rynku pracy

Pomimo coraz wyraźniejszego ożywienia w większości sektorów gospodarki, jak do tej pory trudno dostrzec oznaki wyraźnej poprawy na rynku pracy. Dane o płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw w październiku potwierdziły kontynuację trendów z poprzednich miesięcy. Zatrudnienie wzrosło zaledwie o 0,1% m/m, a jego roczna dynamika wyniosła -3,2% r/r, pozostając mniej więcej bez zmian od lipca tego roku. Chociaż proces redukcji zatrudnienia w pierwszej połowie roku był silniejszy (średni spadek wyniósł wówczas 3,8% r/r), wyniki ostatnich miesięcy dowodzą, że nadal nie następuje wyraźna odbudowa popytu na pracę. Najwyraźniej, pomimo szybko rosnących zysków i poprawiających się perspektyw rozwojowych, przedsiębiorcy nadal obawiają się zatrudniania nowych pracowników. Równocześnie wzrost płac pozostaje umiarkowany. Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń podniosło się wprawdzie w październiku do 3% r/r z 2,2% r/r miesiąc wcześniej, ale wynikało to głównie z efektu niskiej bazy, a w porównaniu z poziomem wrześniowym płace spadły o 0,9% m/m. Nadal obniża się fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw (zarówno realny, jak i nominalny), co oczywiście nie wspiera oczekiwań na szybszy wzrost konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach. Utrzymująca się trudna sytuacja na rynku pracy pozostaje istotnym czynnikiem ograniczającym potencjał wzrostu inflacji.

Fundusz płac (% r/r) i stopa bezrobocia (%)



Źródło: GUS, BZ WBK

Z drugiej strony dane dotyczące bezrobocia dostarczyły cienia nadziei na pewną poprawę w niedługiej przyszłości. Według GUS stopa bezrobocia

rejestrowanego spadła we wrześniu do 17,5%, a w październiku do 17,4% i w obu tych miesiącach była niższa o 0,1 pkt. proc. niż w analogicznym okresie roku poprzedniego (co zdarzyło się po raz pierwszy od listopada 1998 r. czyli od blisko pięciu lat). Chociaż spadek stopy bezrobocia jest optymistycznym sygnałem, nie należy przeceniać tego faktu. Przede wszystkim, stopa bezrobocia jest nadal bardzo wysoka. Po drugie, jej spadek może w pewnym stopniu wynikać z działania przejściowych czynników, np. z faktu, że absolwenci, widząc bardzo złą sytuację na rynku pracy, decydują się na kontynuację edukacji oraz podejmują różne szkolenia i nie rejestrują się jako bezrobotni. Jeśli nawet w kolejnych miesiącach nadal będziemy obserwować roczny spadek stopy bezrobocia (przewidujemy, że na koniec roku nie będzie ona wyższa niż 17,8% wobec 18% w grudniu 2002 r.), to sytuacja na rynku pracy pozostanie jednym z głównym problemów polskiej gospodarki, negatywnie wpływając na nastroje gospodarstw domowych i ograniczając dynamikę popytu konsumpcyjnego. Potwierdzają to wyniki sondażu dotyczącego sytuacji na rynku pracy przeprowadzonego przez CBOS. Pokazały one, że aż 94% Polaków źle ocenia sytuację na rynku pracy (z czego 63% jako bardzo złą), podczas gdy żadna z ankietowanych osób nie oceniła jej jako dobrej. Tylko 13% ma nadzieję na poprawę w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy. Spadek stopy bezrobocia w ostatnich miesiącach nie oznacza więc końca problemów na rynku pracy.

Wskaźniki rynku pracy

	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Płace ogółem** (% r/r)	2,9	3,3	2,4	2,2*
– sektor przedsiębiorstw** (% r/r)	1,4	1,7	1,7	1,0*
Zatrudnienie ogółem (% r/r)	-3,2	-2,7	-2,0	
– sektor przedsiębiorstw (% r/r)	-4,0	-3,6	-3,2	-3,1*
Fundusz płac (% r/r)	0,1	1,1	1,0	
– sektor przedsiębiorstw (% r/r)	-2,2	-1,4	-0,9	
Stopa bezrobocia rejestrowanego*** (%)	18,6	17,7	17,5	17,8*
Stopa bezrobocia wg BAEL (%)	20,6	19,4	19,4	

Źródło: GUS, BZ WBK; * szacunek/prognoza BZ WBK; ** realnie, *** koniec okresu

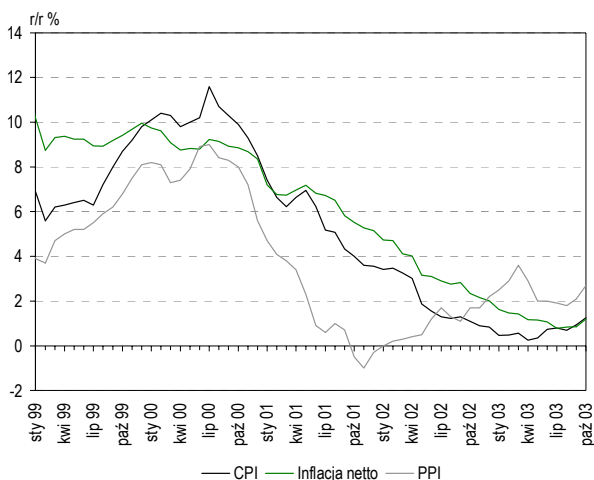
Inflacja rośnie, ale powoli. Perspektywy korzystne

Konsekwencją powyższych procesów jest nadal brak popytowych impulsów do wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. We wrześniu ceny te wzrosły o 0,5% m/m, co przełożyło się na przyspieszenie rocznej dynamiki CPI do 0,9% r/r, natomiast w październiku wzrost wyniósł odpowiednio 0,6% m/m i 1,3% r/r (najwyższy poziom od ponad roku). Struktura wzrostu

CPI wskazuje jednak, że głównym źródłem przyspieszenia inflacji są jak na razie czynniki podażowe. Duże znaczenie miał wzrost cen żywności – zwiększyły się one o 1,5% m/m zarówno we wrześniu, jak i w październiku, w wyniku czego roczne tempo wzrostu sięgnęło 1,2% r/r, czyli najwyższego poziomu od kwietnia 2002. W październiku na wzrost inflacji wpłynęły również ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych, co wynikało z efektu niskiej bazy związanego z redukcją akcyzy na alkohol w październiku 2002 r. (ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych spadły wówczas aż o 3,2% m/m). Dane nie wskazały jednak na istnienie presji popytowej na inflację. Wrażliwe na skalę popytu konsumpcyjnego ceny odzieży i obuwia spadły o 2,9% r/r we wrześniu i o 3,1% r/r w październiku, będąc głównym czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu cen.

W sumie, dane inflacyjne za wrzesień i październik potwierdziły, że obserwowane ostatnio stopniowe przyspieszenie CPI jest głównie wynikiem odwrócenia szoku podażowego na rynku produktów spożywczych. Jednocześnie nie ma oznak zwiększonej presji popytowej oraz konsekwencji osłabienia złotego, co wspiera oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych, kiedy sytuacja odnośnie polityki fiskalnej się nieco ustabilizuje.

Miary inflacji



Źródło: GUS, NBP

Również miary inflacji bazowej potwierdziły, że chociaż trend spadkowy inflacji zdecydowanie mamy już za sobą, to nadal trudno jest dostrzec źródła poważnych napięć inflacyjnych. Miary inflacji bazowej podążały we wrześniu i październiku za CPI i wzrosły. Inflacja netto osiągnęła 0,9% r/r we wrześniu i 1,2% r/r w kolejnym miesiącu. Na poziomie 1,2% r/r utrzymała się też druga istotna miara, tj. 15% średnia obciąża. Trzy pozostałe wskaźniki wzrosły, ale tylko jeden z nich przekroczył w

październiku 1% r/r. Wskaźnik CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych wyniósł 1,03% r/r (w górę o 0,2 pp), CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności 0,7% r/r (w górę 0,4 pp), a CPI po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych i cen paliw 0,6% (w górę o 0,6%). Przeciętny wzrost wszystkich miar inflacji bazowej był niższy od wzrostu CPI i wszystkie z nich znalazły się już poniżej poziomu od CPI. W sumie, przyspieszenie inflacji bazowej było umiarkowane i nie wskazuje, aby presja inflacyjna była silniejsza niż w poprzednich miesiącach.

Inflacja i podaź pieniądza, % r/r

	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
CPI	0,5	0,5	0,8	1,4*
PPI	3,0	2,3	1,9	3,1*
Inflacja netto	1,5	1,1	0,8	1,3*
Podaź pieniądza M3	-0,7	0,8	1,9	4,8*
Zobowiązania systemu bankowego	-3,4	-2,3	-1,4	1,4*
Należności systemu bankowego	6,7	7,3	5,3	7,5*

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

Znacznie mocniej poszybowały w górę ceny produkcji sprzedanej przemysłu. Dane PPI za październik zaskoczyły prawie tak samo, jak wyniki produkcji, zwiększając się o 0,7% m/m oraz 2,7% r/r (wobec 2,1 r/r we wrześniu i 1,8% r/r w sierpniu). Ten wzrost nastąpił głównie w górnictwie i kopalnictwie (2% m/m oraz 7,3% r/r) w wyniku gwałtownie rosnących cen surowców na rynku światowym, ale sektor przetwórczy także zanotował przyspieszenie wzrostu cen (0,6% m/m i 2,4% r/r). Jedną z ważniejszych przyczyn tego był wzrost cen ropy naftowej, który przyczynił się do wzrostu cen w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy (2,7% m/m) oraz wyrobów chemicznych (1% m/m). Kolejnym potencjalnym źródłem wzrostu cen była z pewnością deprecjacja złotego, która napędzała wzrost cen importowanych surowców oraz półproduktów w większości branż. Chociaż gwałtowne przyspieszenie dynamiki PPI nie jest na pewno dobrą wiadomością z punktu widzenia perspektyw inflacji, to nadal sądzimy, że perspektywy średnioterminowe są dość korzystne. Źródła wzrostu cen są głównie po stronie podażowej i nie powinny się nasilić, jeśli cofnie się deprecjacja złotego.

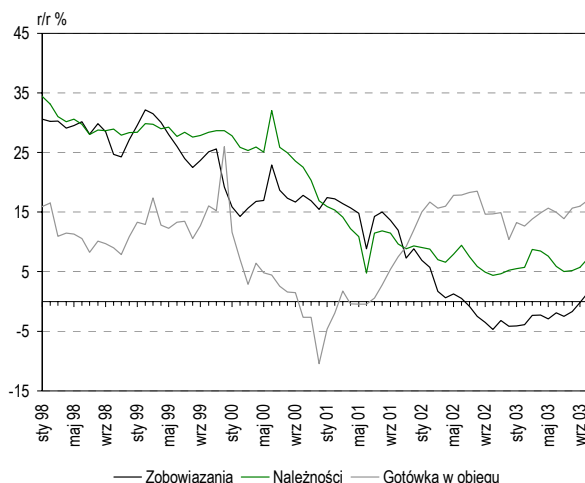
Podaź pieniądza również przyspiesza

Wyraźne ożywienie gospodarki i odwrócenie spadkowego trendu inflacji przyczyniły się również do zwiększenia dynamiki zmian agregatów pieniężnych. Podaż pieniądza ogółem zanotowała we wrześniu wzrost o 3,1% r/r, a w październiku o 4,7% r/r, co było wynikiem znacznie powyżej oczekiwań rynkowych.



Depozyty ogółem, wykazujące nieprzerwane spadki od połowy 2002 roku, w październiku po raz pierwszy osiągnęły dodatnią stopę wzrostu na poziomie 1,5% r/r (wobec -0,2% r/r we wrześniu). Jednak depozyty gospodarstw domowych nadal spadają (-6,2% r/r we wrześniu i -5,1% w październiku) za sprawą spadającego oprocentowania oraz wciąż kiepskiej sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Równocześnie depozyty przedsiębiorstw kontynuowały szybki wzrost (październik: 22,8% r/r), odzwierciedlając poprawiającą się sytuację finansową i rosnącą płynność polskich firm w tym roku. Poza tym, na dynamikę podaży pieniądza pozytywnie wpłynął również utrzymujący się wysoki wzrost gotówki w obiegu (16%-17% r/r). Wydaje się, że podmioty gospodarcze nadal modyfikują strukturę utrzymywanych aktywów finansowych (z mniej na bardziej płynne), dopasowując ją do zmieniających się warunków makroekonomicznych (niższe stopy procentowe).

Zobowiązania i należności systemu bankowego



Źródło: NBP

Nastąpiło nieznaczne ożywienie akcji kredytowej. Należności systemu bankowego wzrosły o 5,7% r/r we wrześniu i 7,2% r/r w październiku. Wynikało to głównie z przyspieszenia akcji pożyczkowej dla gospodarstw domowych (odpowiednio 10,8% i 12,2% r/r). Roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw wzrosło nieznacznie do 3,1% po wzroście o zaledwie 1,7% r/r średnio w trzecim kwartale tego roku. Jednak wynikało to w dużym stopniu z niskiej bazy w roku ubiegłym. Poza tym, w dwóch ostatnich miesiącach, dynamika kredytów oraz innych agregatów pieniężnych wzrosła pod wpływem osłabienia złotego, które zwiększyło złotą wartość aktywów i pasywów denominowanych w walutach obcych. Ogólnie, obserwowane ożywienie wzrostu podaży pieniądza, następujące po głębokim spowolnieniu w poprzednim okresie, odzwierciedla

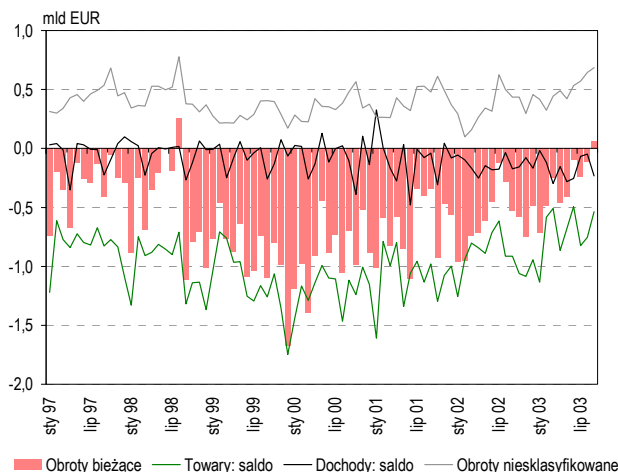
trwający wzrost aktywności gospodarczej w sektorze realnym i nieznaczne przyspieszenie wzrostu cen. Jednak równocześnie, biorąc pod uwagę niską bazę z ubiegłego roku oraz zmiany kursu złotego, wzrost dynamiki agregatów pieniężnych nie wydaje się nadmierny, ani wskazujący na istotne zagrożenie presją inflacyjną.

Pierwsza nadwyżka obrotów bieżących od pięciu lat

Opublikowane przez NBP dane o bilansie płatniczym za wrzesień okazały się sporym zaskoczeniem. Największą niespodzianką był wynik na rachunku obrotów bieżących, pokazujący po raz pierwszy od sierpnia 1998 nadwyżkę, która osiągnęła 61 mln € wobec deficytów na poziomie 111 mln € przed miesiącem i 529 mln € przed rokiem. W relacji do PKB skumulowany deficyt obrotów bieżących za 12 miesięcy spadł we wrześniu do 2,4% z 2,7% po sierpniu. Poprawa bilansu obrotów bieżących wynikała z kilku czynników. Po pierwsze, we wrześniu zanotowano dalszą redukcję deficytu handlowego. Ujemne saldo w handlu wyniosło 536 mln € (średnia prognoz rynku 768 mln €) wobec 753 mln € w poprzednim miesiącu i 914 mln € w analogicznym okresie ubiegłego roku. Zawężający się deficyt wynikał przede wszystkim z doskonałego eksportu (rosnącego aż o 13,4% r/r w euro do rekordowego poziomu 3,3 mld €, w dolarach w górę o 30% r/r), podczas gdy import zanotował umiarkowany wzrost (o 0,3% r/r w euro do 3,84 mld € i o 14,9% r/r w dolarach). Drugim powodem nadwyżki w obrotach bieżących we wrześniu było wzrastające dodatnie saldo w obrotach niesklasyfikowanych. Osiągnęło ono 684 mln €, czyli najwyższy poziom od sierpnia 1998. Prawdopodobnie było to związane z wprowadzeniem z początkiem października wiz dla naszych sąsiadów zza wschodniej granicy, przed którym wystąpiło szczególne nasilenie handlu przygranicznego. Jednak skala tego efektu jest trudna do oszacowania, gdyż część wzrostu obrotów niesklasyfikowanych mogła wynikać z większej wymiany kantorowej po osłabieniu złotego oraz z wysokiego eksportu walizkowego na pozostałych granicach. Pozostałe elementy wrześniowego bilansu obrotów bieżących były mniej więcej zgodne z oczekiwaniami. Saldo usług wyniosło -63 mln €, saldo dochodów -232 mln € (z powodu płatności odsetek od długu zagranicznego), a transfery zanotowały nadwyżkę w kwocie 208 mln €. W całym kwartale deficyt obrotów bieżących wyniósł zaledwie 289 mln € wobec 971 mln € w poprzednim kwartale i 932 mln € w III kwartale 2002. Równocześnie deficyt w handlu

zagranicznym pozostał nadal dość wysoki na poziomie 2,114 mld € wobec 2,039 mld € w II kwartale i 2,443 mld € w odpowiednim kwartale ub.r. Eksport w okresie lipiec-wrzesień wzrósł o 7,1% r/r po 5,1% w pierwszym półroczu, podczas gdy import zwiększył się o 2,7% r/r wobec spadku o 1,5% w pierwszej połowie roku.

Bilans płatniczy: główne elementy



Źródło: NBP

Równie interesujące były zmiany na rachunku przepływów finansowych. We wrześniu nastąpił napływ inwestycji portfelowych na rynek instrumentów dłużnych. Wyniósł on 848 mln €, następując po trzech miesiącach z rzędu odpływu kapitału. Jest to nieco niespójne ze znacznym osłabieniem na rynku papierów skarbowych zanotowanym w tym okresie. Napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich pozostał bardzo niski, wynosząc 193 mln € wobec 250 mln € średnio miesięcznie w okresie styczeń-sierpień.

Ogólnie, dane o bilansie płatniczym za wrzesień były kolejnym z sygnałów, że fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki są solidne i nie wskazują na ryzyko kryzysu finansowego. Dane potwierdziły, że ożywienie jest nadal napędzane przez eksport (i wydaje się, że będzie to kontynuowane w kolejnych miesiącach m.in. za sprawą ostatniego osłabienia złotego), podczas gdy dynamika importu nieznacznie poprawia się, odzwierciedlając stopniowe ożywienie popytu krajowego.

Deficyt handlowy mniejszy również wg GUS

Bardzo dobrą kondycję polskiego eksportu potwierdziły również dane GUS na bazie deklaracji celnych. Według tych statystyk od stycznia do września tego roku deficyt handlowy Polski wyniósł 9,68 mld €, zmniejszając się z poziomu 11,2 mld € w analogicznym okresie 2002 r. Eksport wzrósł w tym czasie o 6,0% r/r do 33,7 mld €, a

import zwiększył się o 1,0% r/r do 43,4 mld €. Odpowiednie dynamiki liczone w dolarach wyniosły 27,1% oraz 21,1% r/r.

Handel zagraniczny Polski w okresie styczeń-wrzesień

	EUR	USD	PLN
Eksport (% r/r)	6,0 (5,7)	27,1 (27,0)	20,6 (20,2)
Import (%r/r)	1,0 (-0,1)	21,1 (19,9)	15,0 (13,5)
Deficyt handlowy (mld)	9,68 (6,38)	10,72 (7,04)	41,72 (24,93)

Uwaga: w nawiasach dane NBP na bazie płatności
Źródło: GUS, NBP

Powyższe dane pokazują, że eksport pozostał siłą napędową wzrostu gospodarczego w Polsce w III kwartale br. Jednocześnie nastąpił wzrost (choć skromny) w imporcie, co sugerując poprawę dynamiki nakładów inwestycyjnych, o której pisaliśmy powyżej.

Dane pokazały również pewne zmiany w strukturze polskiego handlu zagranicznego. Pomimo kilkuletniego okresu stagnacji i recesji Niemcy mają nadal dominujący udział w polskim eksporcie. Ponieważ jednak wzrost naszego eksportu do największej gospodarki europejskiej jest niższy niż do innych głównych partnerów handlowych Polski z UE (Francji, Włoch, Holandii i Szwecji), udział Niemiec w polskim eksporcie spadł nieznacznie do 32,3% z 32,9% w analogicznym okresie poprzedniego roku.

Deficyt pod kontrolą, ale wycieka poza budżet centralny

Po dziesięciu miesiącach tego roku deficyt budżetu państwa wyniósł 34,8 mld zł, tj. 89,9% planu na cały rok. W samym tylko październiku niedobór budżetu wyniósł 1,75 mld zł, co było dosyć niskim poziomem w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzednich dwóch lat (w październiku 2002 wyniósł 4,3 mld zł, a w październiku 2001 2,8 mld zł). Chociaż taki wynik jest pozytywną wiadomością po kilku miesiącach gorszych od oczekiwań danych o wzroście deficytu, to jednak dochody budżetu nie zanotowały istotnej poprawy w październiku, co jest nieco rozczarujące. Po dziesięciu miesiącach roku suma dochodów wyniosła 79,3% rocznego planu, wzrastając o 5% wobec analogicznego okresu poprzedniego roku (po dziewięciu miesiącach wzrost wyniósł 5,3% r/r). Wpływy podatkowe wykazywały jedynie niewielkie oznaki ożywienia, nadal rosnąc poniżej planu założonego w ustawie budżetowej. Podatki pośrednie zwiększyły się o 5,3% r/r w okresie styczeń-październik wobec 4,7% r/r po wrześniu, podczas gdy wpływy z CIT były o 8,2% niższe niż przed rokiem wobec spadku o 10,1% r/r



miesiąc wcześniej. Pogorszyły się przychody z podatku dochodowego od osób fizycznych, rosnąc 6,1% r/r wobec 7,1% r/r po dziewięciu miesiącach 2003 i wzrostu 13,4% r/r założonego w budżecie na cały ten rok.

Najwyraźniej przyczyną niewysokiego przyrostu deficytu w październiku nie był szybszy wzrost dochodów, ale głębsze cięcia wydatków. Wydatki budżetu ogółem po dziesięciu miesiącach roku wzrosły o 4,4% r/r, chociaż w samym październiku zanotowały spadek o 12,3% r/r (przy wzroście o 15,7% r/r we wrześniu). Wygląda na to, że Ministerstwo Finansów zaczęło na poważnie ograniczać niektóre pozycje wydatków, aby dostosować je do niższych od planowanych dochodów. Główne źródła tych oszczędności są łatwe do zidentyfikowania. Po tym jak dotacja dla Funduszu Pracy osiągnęła maksymalny zaplanowany w budżecie poziom w sierpniu br., w dwóch kolejnych miesiącach wydatki na ten cel były równe zero. W październiku gwałtownie załamały się również dotacje dla funduszu emerytalno-rentowego rolników oraz Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (spadek odpowiednio o 10,5% r/r i 34% r/r wobec wzrostu o 14,6% r/r i 47% r/r we wrześniu), których wartość również bardzo zbliżyła się do górnego limitu zaplanowanego w ustawie budżetowej. W połączeniu z niższymi niż przed rokiem kosztami obsługi długu zagranicznego dało to znacznie niższy poziom wydatków, pozwalający na spowolnienie przyrostu deficytu budżetu na początku czwartego kwartału.

Chociaż powyższe dane zmniejszają zagrożenie koniecznością nowelizacji tegorocznej ustawy budżetowej (niedoborowi dochodów towarzyszy ograniczanie wydatków), to równocześnie pokazują one, że całkowity deficyt finansów publicznych będzie w tym roku wyższy niż planowano. Obcięcie dotacji dla Funduszu Pracy, FUS i innych jednostek zapobiegnie co prawda przekroczeniu górnej granicy deficytu budżetowego określonej w ustawie, ale oczywiście nie zmniejszy potrzeb finansowych tych podmiotów, które będą zmuszone zadłużyć się na rynku. Deficyt fiskalny jest wypychany poza budżet centralny do sektora jednostek pozabudżetowych, co nie jest w stanie zapobiec przyrostowi poziomu długu publicznego do PKB.

... a resort finansów miał problemy z płynnością

Dane o wykonaniu budżetu po trzech kwartałach roku wykazały bardzo niski stan depozytów rządu. Wyniosły one zaledwie 1,1 mld zł w porównaniu ze średnim

miesięcznym stanem w okresie styczeń-sierpień na poziomie 9 mld zł. Dane Ministerstwa Finansów pokazały, że znaczny spadek środków na rachunkach budżetu był najprawdopodobniej związany z płatnościami zadłużenia zagranicznego – zagraniczne źródła finansowania deficytu budżetowego spadły bowiem z dodatniego poziomu 2,6 mld zł w sierpniu do -0,79 mld zł we wrześniu. Wywołało to obawy niektórych inwestorów i analityków o utratę przez budżet płynności w ostatnich miesiącach tego roku.

Na szczęście kolejne dane budżetowe dowiodły, że obawy te były na wyrost. Po dziesięciu miesiącach roku stan środków na rachunkach rządowych wyniósł 8,3 mld zł. Napływ środków na rządowe konto w październiku mógł częściowo wynikać z emisji obligacji na rynku amerykańskim (1 mld \$), chociaż z drugiej strony rząd dokonał też wykupu obligacji Brady'ego (0,4 mld \$). Biorąc jednak pod uwagę skalę wzrostu płynności, musiały mieć na to wpływ również inne czynniki, np. niższy deficyt budżetu w październiku.



Pod lupą: Bank centralny

- **Bez zaskoczenia- stopy procentowe wciąż bez zmian**
- **Porozumienie odnośnie rezerw celowych i rezerw obowiązkowych**
- **Już wkrótce znani będą kandydaci do nowej RPP**
- **...jednak ich liczba, wbrew wcześniejszym propozycjom, nie ulegnie zmianie**

Stopy procentowe bez zmian do końca roku

Dwa ostatnie posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej (w październiku i listopadzie) były bardzo podobne, zarówno jeśli chodzi o decyzje (brak zmiany parametrów polityki pieniężnej, utrzymanie neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej), jak i komunikaty (ze względu na oczekiwaną zmianę członków RPP nie są one tak istotne, choć pozostawiają możliwość obniżki stóp procentowych w przyszłości). Stopa referencyjna nadal wynosi 5,25%, stopa lombardowa 5,25%, a stopa depozytowa 3,75%.

Dwa ostatnie oficjalne komunikaty RPP wydają się dość „gołębnie”. Lista czynników wymienionych jako potencjalne ryzyko inflacyjne była bardzo krótka - zawierała nadal wysoką dynamikę pieniądza gotówkowego, wysokie ceny ropy naftowej oraz podstawowy czynnik ryzyka, czyli niepewność dotyczącą obecnej i przyszłej sytuacji finansów publicznych, która zwiększa nerwowość na rynku finansowym. Rada podkreśliła, że problemy płynnościowe budżetu, rosnący dług publiczny oraz niejasne perspektywy reformy fiskalnej były główną przyczyną wzrostu rynkowych stóp procentowych oraz osłabienia złotego, stwierdzając jednocześnie, że pozostałe czynniki makroekonomiczne (przyspieszający wzrost PKB, niska inflacja, niski deficyt obrotów bieżących, wysoki wzrost eksportu oraz niska relacja zagranicznego zadłużenia krótkoterminowego w relacji do rezerw walutowych) „nie uzasadniają trwałego utrzymania się osłabienia kursu złotego”. Według banku centralnego oznacza to, że szybka i skuteczna implementacja reformy finansów publicznych usunęłyby niepewność, eliminując zaburzenia na rynkach finansowych. Zgodnie z przedstawioną przez nas wielokrotnie opinią, prezes NBP stwierdził, że bank centralny nie ma zamiaru interweniować na rynku walutowym (ponieważ doświadczenie pokazuje, że polityka nieinterweniowania jest skuteczna) i nie rozważał podwyżki stóp procentowych.

W oficjalnych komunikatach Rady znalazło się wiele argumentów sugerujących, że w przyszłości możliwa jest nie podwyżka (coraz częściej można o niej usłyszeć w komentarzach), lecz obniżka stóp

procentowych. Bankierzy centralni nie widzą zagrożenia ze strony agregatów monetarnych (pomijając wspomnianą wyżej wysoką dynamikę pieniądza gotówkowego), podkreślając, że przyspieszenie wzrostu szerokiego pieniądza i kredytów ogółem (powyżej oczekiwań rynkowych) wynikało w dużym stopniu ze zmian kursu walutowego. RPP wymieniła również inne czynniki ograniczające presję inflacyjną w przyszłości: niski poziom wskaźników inflacji i utrzymanie dyscypliny płac w przedsiębiorstwach (mimo że ich wzrost był również wyższy niż oczekiwano). Co ważne, RPP stwierdziła, że oznaki ożywienia gospodarczego (wysoka dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, optymistyczne wyniki badań koniunktury w przetwórstwie przemysłowym, dobre wyniki eksportu) nie wywierają presji inflacyjnej, która zagrażałaby realizacji celu inflacyjnego w 2004 roku. Rada mocno zasugerowała (mocniej niż w poprzednich miesiącach), że nie obawia się wystąpienia znacznej presji inflacyjnej (co jest spójne z wypowiedziami wiceprezesa NBP Andrzeja Bratkowskiego – szczegóły poniżej). Co ciekawe, jednocześnie prezes NBP zaprezentował w październiku wyższe niż poprzednio prognozy wzrostu PKB, wynoszące 3,4% na ten rok i 4,3-4,5% na rok 2004.

Przy wielu okazjach członkowie RPP wyraźnie dawali do zrozumienia, że w obecnej sytuacji (spowodowanej przez niepewność dotyczącą finansów publicznych) obniżka stóp procentowych jest mało prawdopodobna. Jednocześnie jednak, wymowa oficjalnych komunikatów wskazywać może, że obniżka stóp procentowych byłaby możliwa, gdyby rynek nie był zaniepokojony sytuacją w finansach publicznych. Można nawet stwierdzić, że po oczekiwanej akceptacji planów fiskalnych rządu na początku przyszłego roku, kontynuacja obniżek stóp mogłaby nastąpić przy obecnym składzie Rady.

Niemniej jednak, ponieważ debata na temat planu redukcji wydatków potrwa co najmniej do początku przyszłego roku, oczekujemy, że następna obniżka stóp nastąpi dopiero po zmianie składu Rady Polityki Pieniężnej. Tym bardziej, że RPP nie zwykła obniżać stóp procentowych w grudniu, kiedy to comiesięczne spotkanie odbywa się wcześniej niż zwykle, przed publikacją wielu danych ekonomicznych (w tym roku będzie to 16-17 grudnia). Oprócz tego, RPP spotka się dodatkowo 2 grudnia, a tematem posiedzenia będą zasady rachunkowości NBP oraz plan finansowy NBP na 2004 r. Zmiany w zasadach rachunkowości banku centralnego mają na celu dostosowanie do standardów Unii Europejskiej.



Porozumienie dotyczące rezerw celowych i rezerw obowiązkowych

Pod koniec października przedstawiciele rządu, banku centralnego i banków komercyjnych podpisały porozumienie dotyczące zmian w zasadach klasyfikacji kredytów zagrożonych i tworzenia na nie rezerw. Zgodnie z porozumieniem kredyty, w przypadku których opóźnienia w spłacie sięgają 1-3 miesięcy znajdują się w grupie "pod obserwacją", 3-6 miesięcy "poniżej standardu", 6-12 miesięcy "wątpliwe", a powyżej roku w grupie "stracone". Rząd podpisał również z bankami porozumienie, zakładające oprocentowanie środków utrzymywanych przez banki w formie rezerw obowiązkowych. Ma to nastąpić wraz z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej, czyli 1 maja przyszłego roku. Porozumienie zakłada jednak, że większość dodatkowego dochodu banków z oprocentowania rezerw zasili specjalny Fundusz Poręczeń Unijnych, wspierający projekty inwestycyjne związane z akcesją do UE. Według wicepremiera Jerzego Hausnera fundusz ten będzie miał do swojej dyspozycji ok. 800 mln zł. W 2004 r. do funduszu trafi 80% odsetek z rezerwy obowiązkowej (reszta trafi do banków). Relacja ta zmniejszy się do 60% w 2005 r. i 50% w 2006 r. Od 2007 r. całość odsetek będzie trafiała bezpośrednio do banków. Minister finansów Andrzej Raczko powiedział, że nowe regulacje dla sektora bankowego uprosczą rachunkowość oraz złagodzą ogólne zasady tworzenia rezerw, co zbliży polskie standardy w tym zakresie do tych, które obowiązują w Unii Europejskiej. Według szacunków Związku Banków Polskich, gdyby zastosować regulacje unijne, relacja kredytów zagrożonych do kredytów ogółem, która obecnie wynosi w Polsce ok. 21% spadłaby do ok. 12%.

Niejednomyślna obniżka rezerwy obowiązkowej

Według Monitora Sądowego i Gospodarczego, siedmiu członków RPP głosowało za obniżeniem stopy rezerw obowiązkowych z 4,5% do 3,5% we wrześniu, a dwóch było przeciwnych. Jedna osoba (Dariusz Rosati) był nieobecny na głosowaniu. Dwa głosy przeciw redukcji stóp to Bogusław Grabowski oraz Jerzy Pruski. Nie jest to bardzo zaskakujące, skoro Grabowski mocno protestował przeciw jakiegokolwiek poluzowaniu monetarnemu po przedstawieniu projektu przyszłorocznego budżetu oraz podkreślał, że obniżka rezerwy obowiązkowej byłaby równoważna obniżce stóp procentowych. Jerzy Pruski, którego poglądy są dość podobne do opinii Grabowskiego, najwyraźniej podzielił ten pogląd. Natomiast warto odnotować, że inni „jastrzębie”, w tym „ultra-jastrzęb” Marek

Dąbrowski, poparli redukcję stopy rezerwy. Wyniki wrześniowego głosowania nie wpływają na przewidywaną ścieżkę zmian stóp procentowych, ponieważ kolejne decyzje będą już wkrótce podejmowane przez nowych członków Rady, zaczynających kadencję w styczniu i lutym 2004 r.

Kandydaci w grudniu, głosowanie w styczniu

Według marszałka Sejmu Marka Borowskiego lista kandydatów do nowej Rady Polityki Pieniężnej będzie podana w grudniu, tak aby wybór mógł być dokonany w styczniu przyszłego roku. Przypomnijmy, że kadencja dwóch obecnych członków Rady wybranych przez Sejm (Jana Czekaja i Jerzego Pruskiego) kończy się 8-go stycznia, a trzeci członek wybrany przez Sejm (Marek Dąbrowski) będzie zasiadał w Radzie aż do 6-go lutego. Z kolei trzech członków wybranych przez Senat straci swój mandat 22-go stycznia, co oznacza, że również wyższa izba parlamentu będzie musiała wybrać swoich przedstawicieli przed styczniowym posiedzeniem RPP (na którym w związku z powyższym przewagę głosów uzyskają „gołębie”). Kadencja członków Rady wybranych przez prezydenta kończy się w lutym.

Posłowie chcieli zmniejszyć liczbę członków RPP, ale... rozmyślili się

Na przełomie października i listopada mieliśmy do czynienia z zamieszczeniem dotyczącym liczby członków przyszłej Rady Polityki Pieniężnej. Najpierw Komisja Finansów Publicznych zdecydowała o zarekomendowaniu Sejmowi zmniejszenia liczby członków RPP z dziesięciu do siedmiu. Według tej propozycji, prezydent RP oraz każda z izb parlamentu nominowałiby po dwóch (a nie jak dotychczas trzech) członków RPP. Propozycja wywołała wiele komentarzy, mówiących m.in. o osłabieniu roli prezesa NBP w Radzie, gdyż w przypadku nieparzystej liczby członków w praktyce głos decydujący prezesa miałby znaczenie tylko w sytuacji nieobecności jednego z członków. Naszym zdaniem trudno jednak było mówić w tym przypadku o osłabieniu roli prezesa NBP. Tak czy inaczej, musiałby on bowiem przekonać do swoich racji trzech członków Rady, niezależnie od tego czy składała się będzie ona z siedmiu, czy na przykład ośmiu członków. Cała dyskusja na ten temat okazała się jednak bezprzedmiotowa, gdyż klub parlamentarny SLD zmienił zdanie i będzie się opowiadał za utrzymaniem dotychczasowej liczby członków RPP (piszemy o tym również w sekcji *Pod lupą: rząd i polityka*).

Wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dość ostrożnie ocenili projekt oszczędności budżetowych przedstawiony przez wicepremiera Hausnera. Ogólny kierunek zmian został określony jako właściwy, jednak skala proponowanych cięć wydatków jest zdaniem przedstawicieli banku centralnego niewystarczająca. Krytycznie zostało też ocenione odłożenie głębszych cięć dopiero do 2005, co – jak przyznał m.in. Dariusz Rosati – zwiększa ryzyko przekroczenia przez dług publiczny 60% PKB. Dariusz Rosati i Cezary Józefiak najwyraźniej podziwiają naszą opinię, że brak autopopravki rządowej do budżetu na 2004 rok jest poważnym zagrożeniem dla wiarygodności całej strategii fiskalnej. Rosati zasugerował, że rząd może zdecydować się na zmianę metodologii liczenia długu publicznego w Polsce na system ESA95, albo wykorzystać część rezerwy rewaluacyjnej NBP na spłatę zadłużenia zagranicznego. Co ciekawe, sugestie nie spotkały się z przychylnym przyjęciem wicepremiera. Być może nie chce on odsłaniać wszystkich kart przed niewątpliwie trudną rozgrywką w parlamencie. Rosati stwierdził również, że plan Hausnera jest wielkim krokiem naprzód we właściwym kierunku jeśli chodzi o reformę finansów publicznych. Kontrastowało to z jego inną wypowiedzią „gdyby dalej obniżać stopy procentowe, moglibyśmy mieć do czynienia z kryzysem walutowym”. Oczywiście takie wypowiedzi jak ta ostatnia (wciąż pamiętamy wieszczanie kryzysu przez innego członka RPP Bogusława Grabowskiego) nie przyczyniały się do stabilizacji sytuacji na polskim rynku finansowym. Tym bardziej, że nerwowe nastroje zostały podszycone przez wypowiedź prezesa NBP Leszka Balcerowicza, który w wywiadzie udzielonym polskiej telewizji dzień po posiedzeniu RPP w październiku zasugerował, że niepewność na polskim rynku finansowym mogłaby uzasadniać podwyżkę stóp procentowych. Co ciekawe, wypowiedź prezesa NBP była kompletnie sprzeczna z wypowiedziami dnia poprzedniego oraz z oficjalnym komunikatem opublikowanym po posiedzeniu RPP. Wypowiedź ta była o tyle zadziwiająca, że prezes NBP dzień wcześniej dobitnie stwierdził, że Rada nie rozważała podwyżki stóp procentowych. Zamieszanie wywołane tymi niespójnymi komentarzami spowodowało szybką reakcję banku centralnego. W oficjalnym komunikacie stwierdzono: „analiza danych makroekonomicznych nie wskazywała na celowość obniżki stóp, jednocześnie RPP nie rozpatrywała możliwości podwyższenia stóp procentowych”. Według komunikatu „intencja i sens porannych wypowiedzi prezesa NBP były w pełni zgodne z wypowiedzią po posiedzeniu RPP”. Cóż, naszym zdaniem bardzo trudno byłoby zinterpretować wypowiedź Leszka Balcerowicza w taki właśnie sposób, choć nie oznaczała ona również zmiany linii polityki pieniężnej. Potwierdzeniem tego był komunikat po posiedzeniu listopadowym.

Pomimo dużej niepewności fiskalnej, powodującej zamieszanie na rynku finansowym, oczekiwania inflacyjne większości przedstawicieli NBP są dość optymistyczne. Oczywiście zawsze znajdziemy wśród członków RPP jastrzębi inflacyjnych (wypowiedzi Grabowskiego poniżej), jednak można chyba stwierdzić, że wiceprezes NBP Andrzej Bratkowski jest bliżej personelu banku centralnego, który przygotowuje prognozy inflacyjne, a powiedział on „w przyszłym roku nie spodziewam się odbicia inflacyjnego, które zagroziłoby realizacji celu inflacyjnego”. Niezależnie od oczekiwań inflacyjnych sytuacja na rynku finansowym spowodowała dużą przewidywalność decyzji RPP - w październiku i listopadzie członkowie RPP wprost sugerowało, że nie będzie obniżek stóp procentowych. Podobnie będzie zapewne w grudniu.

W grudniu jednak będziemy mieli do czynienia z wypowiedziami nie tylko obecnych, ale i przyszłych członków Rady. To właśnie wypowiedzi tych osób mogą pomóc w przewidywaniu decyzji RPP w 2004 roku. Andrzej Sopoćko, były wiceminister finansów, uznawany za prawdopodobnego kandydata do nowej RPP powiedział w wywiadzie dla PAP, że nadal jest miejsce na ekspansję monetarną (jego zdaniem stopy procentowe mogą zostać zredukowane o dodatkowe 100 pb). Dodał jednak, że poziom stóp procentowych nie jest obecnie najważniejszą kwestią dla polskiej gospodarki. Co ciekawe, Jan Czekaj, który według decyzji Trybunału Konstytucyjnego, będzie mógł być ponownie wybrany na członka RPP, stwierdził, że po wybraniu całego nowego składu pozostanie ona ostrożna podejmując decyzje, dla uwiarygodnienia swojej pozycji. Wiesława Ziółkowska stwierdziła, że „nie straszylałyby kształtem nowej Rady, ponieważ politycy mają jednak więcej rozsądku, niż nam się wydaje”.

Wciąż liczne są wypowiedzi dotyczące możliwych dat wejścia Polski do systemu ERM-2 bądź do strefy euro. Wiceprezes NBP Jerzy Stopyra starał się przekonywać o determinacji rządu we wdrażaniu reform fiskalnych, co jego zdaniem pomoże w umocnieniu wartości złotego. O ile zgadzamy się z jego opinią o aprecjacji złotego w przyszłym roku, to utrzymywanie nadziei na członkostwo w strefie euro w roku 2007 należy uznać za objaw nadmiernego optymizmu. Nawet drugi wiceprezes NBP Andrzej Bratkowski stwierdził, że praktycznie będzie bardzo trudno wejść do strefy euro przed 2010 r.

Trzech członków RPP udzieliło komentarza po obniżce ratingu przez agencję S&P. Ich wnioski, które przyczyniły się do pewnej stabilizacji na rynku finansowym, zgodne były z naszym punktem widzenia. Mianowicie, stwierdzili oni, że decyzja S&P nie powinna wpłynąć na zachowanie inwestorów, ponieważ odzwierciedla ona stan polskich finansów publicznych, który został już wyceniony przez rynek finansowy. Co więcej, Rosati i Ziółkowska dodali, że decyzja była nie do końca uzasadniona, w szczególności jeśli chodzi o moment jej ogłoszenia.

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz, prezes NBP; PAP, 26 XI	Wskazaliśmy na czynniki, że przyszła inflacja jest ograniczona. Do nich należy dyscyplina płac w przedsiębiorstwach, umiarkowana podaż pieniądza M3, niski wskaźnik wzrostu kredytów dla przedsiębiorców oraz delikatny wzrost kredytów dla gospodarstw domowych. Jednak przyszły wzrost inflacji spowodowany może być także umocnieniem wzrostowego trendu w gospodarce, choć realizacja celu inflacyjnego na przyszły rok nie będzie zagrożony. Rada podtrzymuje opinię, że problemy fiskalne utrzymują się. Sytuacja fiskalna nie zmieniła się. Rząd sam wskazał na zagrożenia. Presję, oprócz niepewności fiskalnej, wywołuje nadal rosnąca dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu, wzrost cen ropy naftowej i osłabienie złotego. Dla długofalowego rozwoju najkorzystniejsza byłaby jak najwcześniejsza data przyjęcia euro, czyli 2007 r. [...] Mając w Polsce euro osiągniemy korzyści, zmniejszymy ryzyko walutowe. Odroczenie daty oznacza się wyrzekanie się pewnych korzyści. pyt. Czy sprawa podwyżek stóp nie była dyskutowana? odp. Tak możemy powiedzieć. Nie wyciągałbym wniosku, że to samo [co Niemiec i Francji] będzie dotyczyło krajów akcesyjnych, których deficyty są większe. Nie sądzę aby Pakt [Stabilizacji i Rozwoju] był porzucony. To co się stało wczoraj jest niefortunne, może oznaczać osłabienie wymagań budżetowych i stwarza pytanie o przestrzeganie umów. [...] Jest wiele krajów, które ucierpiały z powodu braku dyscypliny finansowej. W interesie wzrostu i społeczeństwa ważne jest utrzymanie tej dyscypliny. Powinniśmy zrobić to, co jest konieczne dla ograniczenia deficytu budżetowego. Leży to w naszym interesie.
PAP, Reuters, 21 XI	Nie widzę ekonomicznego uzasadnienia, żeby Unia Europejska obstawała przy wąskim paśmie wahań. Byłoby to niekorzystne. Obecne limity paktu są dobre dla obecnych i przyszłych członków. (...) Dobrze byłoby gdyby UE nas nie zniechęcała do wczesnego wejścia, a zachęcała do dokończenia reform strukturalnych wejścia do strefy euro. Ze swojej strony musimy wypełnić kryteria, które nam się stawia. Relatywny koszt wejścia do EMU, jeśli w ogóle jest, to jest utrata krajowej polityki pieniężnej, ale trzeba pamiętać, że jesteśmy już w dużym stopniu zintegrowani. Widać to w powiązaniu handlowym i synchronizacji cyklu koniunkturalnego. W NBP przygotowano analizę skutków wejścia do euro. Korzyści są ogromne.
Reuters, 17 XI	Niepokojące jest to, że część państw słabo wywiązuje się ze zobowiązań wobec paktu stabilizacyjnego. To [wzmocnienie warunków paktu] leżałoby w interesie krajów akcesyjnych.



TVP1, 30 X	<p>Analiza czynników, które wpływają na przyszłą inflację nie wskazywała na sensowność obniżki stóp [w październiku]. Z drugiej strony my uważaliśmy, że obecna nerwowość na rynkach finansowych wymagałaby ruchów w przeciwnym kierunku.</p> <p>Polityka monetarna, która jest w kompetencji NBP nie zastąpi bardzo potrzebnych reform w gospodarce, przede wszystkim takich, które by szybko dały uzdrowienie finansów naszego państwa. [...] Byłbym osobiście spokojny, gdyby ten program był głębszy, żeby było więcej ograniczeń wydatków i w związku z tym szybsze ograniczanie narastania długu publicznego i gdyby był wprowadzony w życie szybciej.</p>
PAP, Reuters, 29 X	<p>Usunięcie niepewności [wokół polityki fiskalnej] powinno doprowadzić do wzmocnienia kursu złotego w porównaniu do słabego obecnie poziomu. [...] Wprowadzenie w życie programu [Hausnera] rozproszyłoby źródła niepewności.</p> <p>Nie rozważaliśmy na dzisiejszym posiedzeniu tego typu propozycji [podwyższenia stóp]. W naszym repertuarze mieści się również interwencja, bo dobrze mieć szeroki repertuar instrumentów. Z tego repertuaru, z tej pozycji nie korzystaliśmy prowadząc politykę kursu płynnego. Myślę, że doświadczenie pokazuje, że to była dobra polityka. Nie rezygnujemy z tej opcji, natomiast doświadczenie bardzo wyraźnie sygnalizuje, że trzymanie się zasady kursu płynnego w polskich warunkach się sprawdzało.</p> <p>Prognozy [wzrostu PKB] przygotowywane przez ekspertów NBP zostały przez nich podwyższone do poziomu ok. 3,4% na ten rok i – o ile pamiętam – 4,2-4,3% na przyszły rok.</p>
Reuters 24 X	<p>Podtrzymuję opinię, że najkorzystniejsze dla naszego rozwoju byłoby wejście do strefy euro w 2007 roku, czyli w najwcześniejszym możliwym terminie. Nastawić się (na ten termin) to znaczy szybko się przygotować, to znaczy zreformować (Polskę). (Gdybyśmy tak się nastawili) nastąpiłoby trwałe przyspieszenie wzrostu gospodarczego.</p> <p>Obecnie spełniamy wszystkie kryteria (z Maastricht), oprócz jednego. Mamy niską inflację i oczywiście jest lepiej to zachować niż stracić. Dług publiczny ciągle jest poniżej 60 procent. Do zrobienia zostało jak najszybsze opanowanie zbyt dużego deficytu i rosnącego długu publicznego, a to da się i trzeba zrobić poprzez szybkie reformy po stronie wydatków, które muszą ulec ograniczeniu.</p>
Jerzy Stopyra, wiceprezes NBP; PAP, 26 XI	<p>Dziwną rzeczą jest to, żeby w instytucjach finansowych na różne aktywa jako elementy wyceny ryzyka związanego z trzymaniem tych aktywów nakładać jakiś górny pułap. [...] Instytucje nadzorujące starają się raczej zmusić do utrzymywania co najmniej minimalnego poziomu.</p> <p>Przeszła zmiana, którą uważam za niekonstytucyjną, żeby plan finansowy banku centralnego był uchwalany przez Sejm. Ponieważ elementem planu finansowego banku są koszty operacji otwartego rynku to by oznaczało, że dekretując koszty albo przychody banku niejako dekretuje się politykę pieniężną, co jest sprzeczne z artykułem 227 Konstytucji.</p>
PAP, 14 XI	<p>To jest tendencja (umacniania złotego) która wynika z fundamentalnych czynników. To co powodowało osłabienie złotego to były czynniki sezonowe. W tym zakresie sytuacja się wyjaśnia. Rząd wykazuje determinację do wprowadzenia tych reform, które zapowiada. Przynajmniej w pierwszej ich części. Rynki oceniając fundamentalne przesłanki oceniają mocniej złotego.</p> <p>Jeżeli rząd wykaże determinację w zmniejszaniu deficytu budżetu to wejście do strefy euro w 2007 roku jest realne.</p> <p>Jeżeli instytucja, która dysponuje jedynym instrumentem jakim jest stopa procentowa, jest wiarygodna i ma jasno określony cel działania, to w takiej sytuacji nawet niewielkie zmiany stóp mogą powodować pożądane reakcje rynku.</p>
Andrzej Bratkowski, wiceprezes NBP; PAP, Reuters, 21 XI PAP, 17 XI	<p>Jeśli pakiet Jerzego Hausnera zostanie wcielony, to będzie to podstawa do rozmów nad strategią wejścia do ERM2. Wejście do ERM2 jest wciąż realne w 2005 roku, choć niesłuchanie ambitne.</p> <p>Przedwczesne usztywnienie złotego wobec euro może utrudnić prowadzenie spójnej polityki monetarnej i w konsekwencji opóźnić, a nie przyspieszyć, uzyskanie przez Polskę członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej. Punktem wyjścia do opracowania nowych założeń do strategii integracji Polski z UGiW powinien być wiarygodny plan reform finansów publicznych określający termin spełnienia fiskalnych kryteriów zbieżności. Dopiero na tej podstawie możliwe będzie określenie pożądanego momentu ustalenia centralnego kursu złotego i pasma jego wahań oraz terminu wejścia Polski do ERM2.</p>
Reuters, 27 X	<p>W mojej ocenie obecne osłabienie jest krótkotrwałe, fundamentalnie złoty jest niedowartościowany. Moim zdaniem w ciągu miesiąca sytuacja na rynku walutowym ulegnie poprawie. Nie spodziewam się, żeby obecne osłabienie złotego wywarło jakiś znaczący wpływ na poziom inflacji w tym i przyszłym roku. [...] Na koniec tego roku inflacja wyniesie prawdopodobnie około 1,5%, na pewno będzie poniżej celu RPP na ten rok, a w przyszłym roku także nie spodziewam się odbicia inflacyjnego, które zagroziłoby realizacji celu inflacyjnego na 2004 r. Projekt przyszłorocznego budżetu nie oznacza załamania gospodarki, choć może grozić spowolnieniem wzrostu.</p> <p>Konstytucyjne progi ostrożnościowe wymuszają dostosowanie po stronie fiskalnej, choć oczywiście warto, by nastąpiło to jak najszybciej, to znaczy już od przyszłego roku. Program wicepremiera Hausnera idzie w dobrym kierunku, oczywiście trzeba pracować nad obszarami dalszych redukcji wydatków. Realizacja tego programu jest jak najbardziej pożądana. Jest to na krótką metę program minimum.</p>
ISB, PAP, Reuters 24 X	<p>Tak jest szansa [na rozpoczęcie negocjacji o wejściu do ERM-2 jeszcze w tym roku], wszystko zależy od tego czy rząd będzie w stanie przeforsować swoje propozycje reform, żeby stało się jasne jaki jest rządowy plan ograniczenia deficytu, w tym momencie, mamy szanse spełnienia kryteriów fiskalnych. W tej chwili tego jeszcze nie wiadomo [jaka będzie data wejścia do ERM-2], z tego względu, że nie jest jasne, jakie będą rezultaty rządowych negocjacji z własnym zapleczem politycznym, jakie reformy finansów publicznych są możliwe.</p> <p>Wcześniejsze nasze ustalenia były takie, że chcemy jak najszybciej wejść do strefy euro, natomiast sytuacja od czasu, gdy takie deklaracje były składane nieco się skomplikowała. Oczywiście, jeżeli nie będziemy mieli dostosowania fiskalnego, to sytuacja będzie trudna. Praktycznie będzie bardzo trudno [wejść do strefy euro] przed 2010 r.</p>
Jan Czekaj, członek RPP; PAP, 20 XI	<p>Z tych dobrych danych [produkcji] widać, że ten wzrost gospodarczy się utrwala i wzrost PKB w całym roku około 3,5% wydaje się realny. Na ożywienie czekaliśmy od dłuższego czasu, ale ono nie będzie miało większego wpływu na decyzje Rady. [...] Wraz ze wzrostem produkcji zawsze presja inflacyjna się pojawia. Ale jednak cały czas nie ma większych zagrożeń dla inflacji, na koniec roku będziemy blisko dolnej granicy celu inflacyjnego, czyli blisko 2%.</p>
PAP, 19 XI	<p>Zbyt wczesne związanie złotego z euro w ramach pasma wahań byłoby niekorzystne dla Polski, bo utrudniłoby prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej.</p> <p>Coraz częściej słyszymy ze strony przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego ostrzeżenia, że nie powinniśmy się nadmiernie spieszyć, bo przystąpienie wiąże się z pewnymi kosztami, które będziemy musieli ponieść. [...] Spełnienie kryterium fiskalnego musi prowadzić bowiem do ograniczenia popytu krajowego, a tym samym do ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego. Po przystąpieniu do UE będziemy mieli do czynienia z koniecznością dostosowania cen, co grozi przyspieszeniem inflacji.</p>



	<p>Z tamtej strony [Komisji Europejskiej] dość jasno stawiane jest pasmo nie $\pm 15\%$, tylko $\pm 2,25\%$ [w ERM2]. Jednak gdybyśmy mieli przez dwa lata pasmo wahań $\pm 2,25\%$, to może być bardzo kosztowne dla polityki pieniężnej i kursu walutowego.</p> <p>Obowiązująca ustawa o NBP powoduje, że NBP należy do tych banków centralnych, które posiadają najwyższy stopień niezależności. [...] Z tego celu [dbania o stabilność cen] NBP wywiązuje się bardzo dobrze, a nawet ponadplanowo. [...] Wysoka wiarygodność NBP pozwala wierzyć, że inflacja się nie odrodzi.</p> <p>Nowa RPP znajdzie się w bardzo trudnej sytuacji. Będzie rozdarta. Z jednej strony są oczekiwania, że będzie „gołębia”, z drugiej strony rynek będzie się tego obawiał. W związku z czym pierwsze decyzje mogą być ostrożne. Dla uwiarygodnienia nowa RPP będzie musiała podjąć bardziej „jastrzębie” decyzje, albo nie podejmować „gołębic”. Może będziemy trochę zaskoczeni przez pierwsze decyzje.</p> <p>Data przystąpienia do euro to 2009 albo 2010. To nie dlatego, że nie spełnimy kryteriów, ale UE nie będzie skłonna do przyjęcia nowych członków. To nie jest tylko nasz problem, ale też postawy Unii względem nowych członków.</p>
PAP, 5 XI	<p>Należałoby się zastanowić nad tym, co powoduje, że kurs zachowuje się tak, a nie inaczej. Myślę, że są to czynniki o charakterze krótkoterminowym. Fundamentalnie nie ma podstaw do osłabienia polskiej waluty. Poprawia się inflacja, bilans obrotów bieżących, są dobre wyniki w eksporcie. Te czynniki, moim zdaniem, w dużej mierze mają charakter krótkoterminowy, może spekulacyjny. Rada podejmując decyzję (o stopach) bierze pod uwagę wszystkie czynniki, które są stosowne przy rozpatrywaniu. Także i ten czynnik będzie brany pod uwagę.</p>
Reuters, 24 X	<p>W tej chwili wstrzymywałbym się z wypowiedziami na temat, czy zmiany stóp są czy nie są możliwe. Nie widzę zagrożenia inflacyjnych, ale z drugiej strony sytuacja na rynkach finansowych i na giełdzie jest delikatna, w związku z czym musimy ją bacznie obserwować.</p>
PAP, 17 X	<p>Niezależność banku centralnego musi być nie tylko w zakresie personalnym, funkcjonalnym, ale także finansowym. Parlament nie może swoimi decyzjami ingerować w zasady rachunkowości tworzenia rezerw w stopniu, który wpływa na kreację podaży pieniądza.</p>
Bogusław Grabowski, członek RPP; PAP, 26 XI TVN24, 20 XI	<p>Mogę zapewnić pana ministra i Komisję Finansów Publicznych, że Rada Polityki Pieniężnej zmienia zasady księgowości dostosowując je do standardów Europejskiego Banku Centralnego. Skutkiem będzie jeszcze bardziej restrykcyjne podejście do rozliczania różnic kursowych. To będzie oznaczało, że jeszcze rzadziej będzie można transferować różnice kursowe do wyniku finansowego, a tym samym wpłacać do budżetu państwa.</p>
PAP, 7 XI	<p>To są któreś z kolei dane dotyczące rynku żywnościowego, które pokazują, że ceny lekko przyspieszają. Ten proces z pewnością nabierze rozpędu w I półroczu 2004 roku. Inflacja zacznie nam przyspieszać, roczny wskaźnik inflacji będzie rósł. Żywność nie jest jedynym czynnikiem, który będzie przyspieszał inflację. Jeszcze mamy do „skonsumowania” efekt silnej deprecjacji złotego w ostatnich miesiącach, wyższe ceny paliw i bardzo rozluźnianą politykę fiskalną.</p>
PAP, 10 X	<p>Trochę się dziwię rynkom finansowym, które uważają, że stopy procentowe w ciągu najbliższych miesięcy powinny reagować na przedstawienie długookresowego programu fiskalnego. Polityka pieniężna zawsze reaguje na faktyczne wydarzenia w polityce fiskalnej, a nie na zapowiedzi. Szczególnie w Polsce, gdzie mieliśmy średniookresowych strategii finansów bez liku i prawie wszystkie nie były realizowane.</p>
Cezary Józefiak, członek RPP; PAP, 5 XI	<p>Krótko mówiąc, jest ciągle atmosfera niepewności i niestabilności polskiej polityki fiskalnej i myślę, że to jest główny powód obniżenia ratingu. [...] Nie sądzę, żeby z tego jednego wydarzenia miały wynikać jakieś poważniejsze skutki. Te skutki już widzimy w postaci fluktuacji kursów walutowych. To nie są skutki obniżenia ratingu, ale można powiedzieć, że to raczej rating jest skutkiem niepewnej sytuacji.</p>
PAP, 31 X	<p>Jak mierzymy dłuższy okres to widzimy, że jest to deficyt bilansu obrotów bieżących, co prawda malejący, ale deficyt. To będzie trwało i nie sądzę, że teraz przejdziemy na stałe do nadwyżek. Był dobry wzrost eksportu. Mam nadzieję, że będzie się utrzymywał. W ostatnich miesiącach deficyt obniżał się i to nie jest tak, że teraz przejdziemy do nadwyżki. Nie daje to podstaw dla wyciągania wniosków na dłużej. Wzrost eksportu wynika z podnoszenia konkurencyjności polskich przedsiębiorców, co jest spowodowane zmniejszaniem kosztów jednostkowych oraz utrzymywaniem się słaby kurs złotego. Eksport jest czynnikiem potrzebnym, ale na dłuższą metę powinien mieć trwalszą bazę - inwestycje. Długotrwałe podstawy na razie nie są jeszcze widoczne. Wydaje mi się, że wzrost PKB w całym roku wyniesie około 3,5 proc., ale jest to związane z wykorzystaniem istniejących zdolności wytwórczych.</p>
PAP, 28 X	<p>To nie jest sprawa naprawdę pilna i ważna dla naszej gospodarki. To czy ma być 6, 10 czy 12 członków RPP to sprawa, która nie powinna być rozważana na spotkaniu Komisji Finansów Publicznych. [...] W ten sposób to jest po prostu działanie „pod publiczke”, takie planowanie, że coś tam komuś obetniemy, podczas gdy jest wielki problem rozbudowy administracji państwowej.</p> <p>Ważne jest, aby w Radzie zasiadały osoby reprezentujące różne szkoły ekonomiczne i sposoby myślenia, a nie to ile jest tych osób. [...] Mnie się wydaje, że uwaga powinna być skoncentrowana na sprawach naprawie istotnych, takich jak to, czy polityka fiskalna jest właściwa, czy gospodarka będzie stabilna, czy wreszcie zaczną rosnać inwestycje i w związku z tym będzie rosło zatrudnienie.</p> <p>W konstytucji i ustawie o finansach publicznych przyjmowano obecny zapis [o celach NBP] z przekonaniem, że nałożenie na bank centralny zadania stabilizowania siły pieniądza służy gospodarce, wzrostowi, inwestycjom i zatrudnieniu. Można wykazać, że tak jest. [...] Jeśli nowy zapis kłóciłby się z podstawowym celem NBP byłoby to fatalne, bo ten podstawowy cel właśnie służy gospodarce.</p>
PAP, 27 X	<p>Jeżeli chodzi o mnie, to na razie nie widzę takiej potrzeby [podwyżki stóp]. Zobaczymy co zrobi w tej kwestii nowa RPP. Ważne jest, by nie wprowadzać nerwowości.</p>
ISB, 9 X	<p>To jest działanie bardzo dobre kierunkowo i świadczące o tym, że rząd widzi powagę sytuacji, ale te działania są niedostateczne, za słabe w stosunku do powagi sytuacji, tak jak ocenia ją rząd. [...] To, co przedstawił wicepremier Hausner i przyjął rząd i to, co mówił o tym premier, świadczy o czymś pozytywnym, a mianowicie o tym, że te wszystkie niepokoje, które były prezentowane przez ekonomistów, zostały przyjęte, przynajmniej przez pewną część rządu. To jest pozytywne, dlatego, że mogły być zwyczajnie odrzucone. Ja to witam z zadowoleniem. Ta propozycja cięć w wydatkach nie zmienia faktu, że projekt budżetu na rok przyszły jest oparty na założeniu korzystnego splotu okoliczności. W związku z tym tam jest taka cienka linia, aby nie przekroczyć granicy 55% długu publicznego do PKB. [...] Autopoprawka dawałaby okazję do pokazania, jak poważna jest sytuacja. Należałoby powiedzieć społeczeństwu i parlamentowi jak groźna jest sytuacja łącznie z ryzykiem wykonania pewnych celów i to byłby punkt wyjścia do takich a takich to cięć. Ja to nazywam awaryjnym wariantem, który trzeba mieć w zanadru, ale trzeba go też pokazać, a wtedy inaczej wyglądałyby te zaproponowane cięcia.</p>
PAP, 9 X	<p>Narzuca się potrzeba pokazania, co będzie jeśli ten scenariusz w którymś miejscu nie sprawdzi się. Dlatego jest potrzeba pokazania innych wariantów, nawet jeśli rząd teraz zakłada, że wszystko mu się uda. A gdyby coś się nie udało, to wtedy może się gwałtownie obniżyć kurs walutowy i wzrośnie dług. I wtedy już trzeba będzie reagować na ten fakt radykalnymi cięciami w budżecie.</p>

Dariusz Rosati, członek RPP; PAP, 21 XI	Polska, tak jak inne kraje wchodzące do strefy euro, będzie negocjować na temat użycia szerokiego pasma wahań oraz skrócenia terminu przebywania w ERM-2. Wprowadzenie systemu ERM zamiast swobodnego kursu walutowego zwiększa ryzyko spekulacyjnych ataków (na złotego) i może zaszkodzić wcześniej osiągniętej stabilności kursowej. Sam fakt przyjęcia szerokiego pasma wahań zniechęci spekulantów. Najbardziej realistyczny scenariusz to taki, w którym zrobimy to, co mamy do zrobienia, czyli ograniczymy deficyt budżetowy poniżej 3 proc. PKB do 2007 roku i pozostaniemy w możliwie szerokim paśmie wahań w systemie ERM2 przez dwa lata, czyli w okresie 2007-2008. W takich warunkach możemy optować za wejściem do Unii Walutowej w 2009 roku.
PAP, 20 XI	Potrzeby pożyczkowe w pierwszym kwartale przyszłego roku można oszacować pomiędzy 30 a 40 miliardów zł. Dane [produkcji] potwierdzają, że ożywienie jest w pełnym toku. Świadczą o tym, że gospodarka jest rzeczywiście w stadium przyspieszonego wzrostu i potwierdzają, że wzrost jest stabilny i stały. W tej chwili zajęci jesteśmy przed wszystkim analizą sytuacji w obszarze finansów publicznych. To co się dzieje na rynku jest przede wszystkim spowodowane niepewnością co do przyszłych losów reformy finansów publicznych. Dane o produkcji nie mają wpływu na usunięcie tych niepewności. Tutaj [w cenach producenta] mamy trochę efekt osłabiającego się kursu złotego, więc nie jest to jakaś niespodzianka i nie powinno to niepokoić, o ile nie będziemy mieli dalszego osłabienia złotego, a nie sądzę abyśmy mieli z tym do czynienia.
PAP, 14 XI	Sześć jest równie dobre jak dziewięć. [...] Jeżeli tacy ludzie [ekspertów od polityki monetarnej] wejdą do nowej Rady to jestem spokojny o politykę pieniężną nawet wtedy, gdyby ilość członków została ograniczona do sześciu. Ważne jest, żeby nie zmieniać zakresu odpowiedzialności NBP i zachować niezależność NBP dlatego, że to jest niezbędne dla prowadzenia odpowiedzialnej, długofalowej polityki pieniężnej.
Reuters, 7 XI	Nie widzę potencjału dla dalszego osłabienia złotego. Istnieje potencjał dla dość znacznej zmienności ponieważ stoimy w obliczu okresu niepewności. Nie możemy kontynuować prywatyzacji cały czas w takim samym tempie. Nie mamy tylu aktywów na sprzedaż. Żaden rząd nie próbował przeprowadzić tak głębokich cięć w wydatkach socjalnych. Jest to bardzo wrażliwa kwestia z punktu widzenia polityki i sądzę, że rząd powinien otrzymać w związku z nią kredyt zaufania. [...] Moment obniżenia ratingu jest niefortunny bowiem rząd podejmuje reformy. Nie spodziewam się dalszych obniżek ratingów. [...] Interwencja [walutowa] jest jednym z narzędzi, którymi dysponujemy, ale nie widzimy na razie powodów do obaw.
Rzeczpospolita, 6 XI	Uważam, że to, co zostało zaproponowane [plan Hausnera] stanowi wielki krok do przodu. Mówiąc o tym, że program [Hausnera] zakłada zbyt późne działanie, mam przede wszystkim na myśli to, że nie ma tych działań w 2004 r., co spowoduje, iż w kolejnych latach będą konieczne głębsze dostosowania. To przesunięcie programu sprawi, że [...] rząd już "załatwił" sobie wzrost kosztów obsługi długu o ok. 2 mld zł w 2004. Uważam, że prognoza sytuacji finansów publicznych oparta jest na bardzo optymistycznych założeniach i spełnienie się wszystkich naraz warunków jest bardzo mało prawdopodobne. Ale rząd ma przynajmniej dwie "zakładki", o których się może nie mówić. Pierwsza – to zmiana klasyfikacji wydatków i dochodów, czyli przejście na system ESA. Druga – to oczywiście sięgnięcie do rezerwy rewaluacyjnej NBP. Być może z nową RPP rząd będzie się mógł w tej sprawie dogadać, choć mam nadzieję, że nie co do całej kwoty. Podzielał pogląd, że w przyszłym roku przekroczyliśmy 55% relacji długu do PKB, a w 2005 r. – następny próg. Rynki finansowe specjalnie się tym jednak nie niepokoją. W analizach bankowych pojawia się przekonanie, że kiedy rzeczywiście będziemy się zbliżać do tych limitów, nastąpi po prostu automatyczne dostosowywanie wydatków.
PAP, Reuters, 5 XI	Z powodu tych niepokojów [związanych ze sferą finansów publicznych] została odwrócona tendencja do systematycznego obniżania się rentowności polskich obligacji. Odwróciła się ona w lipcu czy sierpniu i spowodowała reakcję agencji ratingowej. [...] Z jednej strony rząd formułuje śmiały program reform w dziedzinie zabezpieczeń społecznych, a z drugiej strony beztrudno planuje duży deficyt na przyszły rok. Jest tu pewna niespójność, a jeszcze na dodatek nie wiadomo czy plan Hausnera uzyska poparcie. To są te czynniki niepewności, które nie znikną przez najbliższe trzy miesiące.
PAP, Reuters, TVP1, 29 X	Sytuacja fiskalna będzie określać sytuację na rynkach finansowych i na rynku walutowym w ciągu najbliższych prawdopodobnie 2-3 miesięcy. Nawet przyjęcie ostatecznej wersji budżetu nie usunie jeszcze niepewności związanych z wdrożeniem programu cięć, gdyż kalendarz prac nad programem Hausnera jest dłuższy. Inne wskaźniki makroekonomiczne są pozytywne. Inflacja jest niska, występuje równowaga w bilansie płatniczym, mamy dość duże rezerwy walutowe i dlatego nie ma podstaw, aby się panikę. Jeżeli rząd przygotowuje dobry program reformy i przyjmie niezły budżet na przyszły rok, to być może pojawi się możliwość, że stopy będą mogły być dalej obniżane. Stopy procentowe w Polsce mogą być traktowane jako wciąż wyższe niż w innych krajach. Z drugiej strony jednak w wyniku zawirowań na rynku i osłabienia złotego pojawiły się głosy, że może jednak podnieść stopy procentowe.
PR3, 28 X	Ja nie sądzę, aby była potrzeba interwencji. Dlatego, że złoty jest w tej chwili w okolicach swojego, tak zwanego dawnego centralnego parytetu. Ja myślę, że czeka nas okres dużej zmienności kursu, spowodowanej dużą niepewnością na rynkach finansowych i walutowych. Ta niepewność bierze się przede wszystkim stąd, że inwestorzy i rynki nie mają jasności co do planów rządu w odniesieniu do programu cięć wydatków budżetowych premiera Hausnera i co do kształtu budżetu ostatecznego na przyszły rok. To są dwie bardzo ważne informacje, co do których nie ma jasności, jak sytuacja się ostatecznie ukształtuje. A ponieważ nie będzie tej jasności jeszcze przez miesiąc, czy dwa, zarówno w odniesieniu do planu Hausnera, jak i co do kształtu budżetu na przyszły rok, to będziemy mieli okres dużych wahań złotego. I generalnie słabszego złotego w tym okresie. Chyba, że dojdzie w tym czasie do jakiegoś przesądzenia sprawy w jedną lub w drugą stronę.
Reuters, 24 X	Nie ma potrzeby podnoszenia stóp. To, co jest potrzebne, to jasny sygnał ze strony rządu, ze strony fiskalnej, który rozwiałby obawy inwestorów. Osłabienie złotego jest niepokojące, ale nie ma mowy o kryzysie. Jeżeli plan Hausnera zostanie przyjęty w swej zasadniczej części, (nie będzie rozwodniony), to nie będzie potrzeby zaostrożania polityki pieniężnej.
TVN24, TVP3, PAP, 17 X	Gdyby dalej obniżyć stopy procentowe, moglibyśmy mieć do czynienia z kryzysem walutowym oraz ze wzrostem inflacji. Jeżeli nie dokona się zmian w wysokości deficytu, to istnieje groźba, że deficyt wymknie się spod kontroli i rynki finansowe nie będą chciały go finansować. Możemy i będziemy państwem socjalnym. W cięciach nie chodzi o likwidację opieki społecznej, ale o likwidację patologii w tym systemie.
Reuters, 14 X	Kryzys wybuchnie, gdy rynek uzna, że rządowi nie uda się spełnić założeń i inwestorzy zaczną odpływać, uznając, że nie opłaca się rządowi pożyczać pieniędzy. Wystarczy, że złoty się osłabi o zaledwie 10% i wskaźnik długu do PKB przekroczy 60%, a takie zadłużenie trudno będzie obsługiwać.



Rzeczpospolita, 10 X	Generalnie kierunek zmian jest bardzo dobry, gdyż ogranicza wydatki, w tym także w rozdmuchanej sferze społecznej, która już od dawna wymaga podjęcia działań zmniejszających wydatki. Twórcom omawianego planu należą się więc słowa uznania, gdyż jest to pierwszy od trzynastu lat rząd, który faktycznie zamierza takie decyzje podjąć. Jest jednak kilka bardzo istotnych wątpliwości. Niepokoi to, że główne cięcia wydatków planowane są dopiero na 2005 rok. Jest to rok wyborczy, co zmniejsza wiarygodność tych zapowiedzi.
Grzegorz Wójtowicz, członek RPP, PAP, 31 X	Wynik jest zaskakująco dobry. Mamy po raz pierwszy od pięciu lat nadwyżkę. Są to jednak tylko dane miesięczne, bo patrząc na ostatnie 12 miesięcy w dalszym ciągu jest deficyt, który według mojej oceny wynosi 2,4 proc. PKB. Jeżeli chodzi o koniec roku, to poziom 2,7 proc. PKB to jest to, czego można się spodziewać. Deficyt jest mniejszy niż można się było spodziewać dzięki głównie dwóm czynnikom. Po pierwsze dzięki eksportowi i po drugie dzięki obrotom niesklasyfikowanym, przy czym trzeba tu widzieć handel przygraniczny, który znowu stał się atrakcyjny wobec osłabienia kursu złotego.
PAP, 17 X	Tegoroczny wzrost przekroczy 3 proc. PKB, a III i IV kwartał zakończy się podobnie jak II kwartał. Od strony technicznej mogą być krótkookresowe problemy, natomiast budżet z zarządzaniem płynnością sobie radzi. To nie jest taka historia, że budżet jest niewypłacalny. Rynek walutowy ma nastawienie ateistyczne, nie wierzy w cuda. Ten rynek będzie z większym optymizmem przyjmował wiadomości optymistyczne, których będzie mało, z większym pesymizmem informacje złe, których będzie więcej. Będzie to prowadzić do większych wahań. Rok 2004 będzie ciekawy, nie sądzę, żeby działało się coś innego, niż mamy do czynienia dzisiaj. Problem, by złoty z tej huśtawki nie doszedł do zjeżdżalni. Tak jak niektórzy mówią o roku 2009-2010, to do czego my się przygotowujemy. Posłaliśmy na łatwiznę fiskalną, mamy coraz większe problemy i śniegowa kula robi się coraz większa. Jak my dzisiaj mówimy o roku 2009-2010, to o czym my będziemy mówić za rok. W związku z tym, mówmy o 2008 roku, wszyscy powinniśmy wywierać na to silny nacisk. W rok 2007 można wierzyć, ale prawdopodobieństwo jest bliskie zero, rok 2008 to kwestia woli politycznej, ten rok może okazać się możliwy.
PAP, 10 X	Zobaczymy, jak będzie to [plan redukcji wydatków] wyglądać w szczegółach. Na razie nie ma powodu, by powiedzieć: będzie lepiej. Z planu wynika, że zarówno deficyt jak i dług publiczny będą rosnąć. Sam plan może zmniejszyć niepokój, ale jest to na razie działanie psychologiczne. Tak to zresztą odbiera rynek. To fakty będą się liczyć. A one często nie będą przyjemne. W trakcie realizacji budżetów w przyszłości będziemy mieli prawdopodobnie nerwowe sytuacje. Mamy do czynienia z wieloletnim procesem, w trakcie którego musimy mieć silne nerwy.
Wiesława Ziółkowska, członek RPP; PAP, 24 XI	Prognozujemy, że na koniec tego roku inflacja będzie pomiędzy 1,5 a 1,7%. W przyszłym roku będzie to 2,5% plus/minus 1%, ale raczej powyżej 2,5%. [...] Nieco wyższa inflacja utrzyma się szczególnie na początku roku, a reszta zależy od zbiorów i od tego, jak się będą kształtowały ceny ropy naftowej. Dobra tendencja w eksporcie może się utrzymać, głównie z powodu dużych obrotów niesklasyfikowanych. Jest okres świąteczny, utrzymuje się korzystny kurs, nasze wyroby są stosunkowo tanie w porównaniu z czeski i niemieckimi, a problem wizowy na granicy wschodniej też jest stopniowo rozwiązywany. W handlu przygranicznym możemy mieć nadwyżkę, ale czy to znajdzie odzwierciedlenie w całym bilansie obrotów bieżących, to trudno w tej chwili powiedzieć.
PAP, 14 XI	Na razie nie ma takich przesłanek, które pozwalałyby na zmianę parametrów w polityce pieniężnej. Polityka fiskalna oraz to co dzieje się na rynku krajowym i zagranicznym takich możliwości nie stwarza. Sytuacja nie ulega wciąż zmianie, jest ona nam znana od dłuższego czasu i nie ma zmian, które mogłyby mieć wpływ na politykę pieniężną i na jakiegokolwiek zwroty w tej polityce.
ISB, 5 XI	W obecnej sytuacji makroekonomicznej i fiskalnej nie ma przesłanek do obniżenia ratingu Polski. Takie przesłanki byłyby, gdyby plan racjonalizacji wydatków budżetowych spalił na panewce.
PAP, 30 X	Ja bym nie straszyla kształtem nowej Rady. Politycy mają jednak więcej rozsądku, niż nam się wydaje. Jeśli w nowej Radzie zasiądą ludzie z zapleczem merytorycznym, to na pewno będą podejmowali decyzje w sposób odpowiedzialny
Reuters, 29 X	Rynki mogą się uspokoić wówczas, gdy ustawy [plan Hausnera] uzyskają akceptację parlamentu i podpisze je prezydent.
PAP, 28 X	Najważniejsza jest jakość pracy członków RPP, a nie ich ilość. Tę samą funkcję równie dobrze mogłoby pełnić sześciu członków. Obniżenie liczby członków RPP nie ma większego znaczenia. Można do tego [przydzielenia RPP nowych obowiązków] dopuścić o ile w zadaniach RPP będzie napisane, że celem pierwszorzędym jest stabilizowanie cen, a wspieranie innych celów pozostanie na dalszym planie i nie będzie szkodziło temu pierwszemu celowi.
Reuters, 14 X	Bez autopoprawki szanse na redukcję stóp są małe, a zgłoszenie przez rząd autopoprawki jest mało realne. opublikowane dziś dane na temat wrześnieowej inflacji, świadczą o tym, iż presji inflacyjnej wciąż nie ma.
PAP, 8 X	32 mld zł oszczędność to kwota wymagająca wysiłku, żeby ją zrealizować. Ale to byłby ruch w dobrą stronę. Tylko z drugiej strony takich programów było już sporo, a jak było z realizacją wiemy wszyscy. [...] Teraz już nie mamy wyboru, czy ciąć czy nie, bo musimy ograniczyć wydatki. Zdziwiający, że rząd swobodnie i lekko mówi o przekroczeniu 55% PKB. i liczy na nieprzekroczenie 60%. Dobrze, że te ograniczenia wydatków mają się zacząć od 2004 roku, ale rynek i RPP czekają na konkrety, które muszą zostać wprowadzone w życie.
Andrzej Sopoćko, były wiceminister finansów; prawdopodobny kandydat na członka RPP PAP, 19 XI	Istnieje szansa na redukcje stóp procentowych. Od roku jest pozytywna tendencja, ale wydaje mi się jednak, że te cięcia powinny być większe i jest przestrzeń na obcięcie stóp o 100 pb. [...] Sądzę, że nowa Rada będzie bardziej skłonna ciąć stopy, ale obecnie rzecz ma się nieco inaczej niż rok temu, kiedy to problem stóp procentowych był najważniejszy w polityce finansowej. [...] Obecnie są dwa-trzy elementy ważniejsze, np. stabilizacja kursu, zmniejszanie restrykcyjności polityki banku centralnego wobec banków komercyjnych, być może dalsze zmniejszenie rezerwy obowiązkowej banku centralnego. Złoty powinien się umacniać, bo uciążliwie wrzawa, mimo wszystko trochę wykreowanego przez politykę problemu. Plan Hausnera jest elementem równoważenia budżetu i jest konieczny. Jeżeli zostanie przyjęty, to mam nadzieję, że złoty umocni się w najbliższych miesiącach o około 15 gr wobec euro. Jest możliwość, że Polska przystąpi do Unii Monetarnej w 2008 r. Jest także realne, że do węża walutowego przystąpimy dwa lata wcześniej. Pasma wahań jest dość wysokie. Mamy też rezerwy na odparcie krótkookresowych ataków na złotego. [...] Byłbym zwolennikiem trochę wcześniejszego, ale najwyżej o kilka miesięcy, usztywnienia kursu złotego wobec euro. Ale nie powinniśmy się z tym spieszyć, niech to będzie sprawa otwarta. Na razie należy utrzymywać wąską pasmo wahań. [...] Interwencje banku centralnego byłby uzasadnione tylko w przypadku, gdyby ataki na złotego były atakami spekulacyjnymi. Jeżeli natomiast złoty traci z powodów zawirowań politycznych, to interwencja jest niewskazana.
Karol Smoląg z biura prasowego NBP; Reuters, 30 X	Intencja i sens porannej wypowiedzi były w pełni zgodne z wczorajszą wypowiedzią po posiedzeniu RPP, a mianowicie: analiza danych ekonomicznych nie wskazywała na celowość obniżki stóp, jednocześnie Rada nie rozpatrywała możliwości podwyższenia stóp procentowych.



Pod lupą: Rząd i polityka

- **Negocjacje społeczne dot. „planu Hausnera” trwają**
- **Niepewność na rynku utrzyma się do końca roku**
- **Rozbieżne oceny agencji ratingowych**

Nic nowego w planach fiskalnych

Po zaakceptowaniu we wrześniu istotnych dokumentów - projektu budżetu, średniookresowej strategii fiskalnej oraz programu ograniczania wydatków publicznych – w kolejnych tygodniach na froncie fiskalnym nie wiele się wydarzyło. Zgodnie z planem, ustawy podatkowe zostały przegłosowane w Sejmie. Wicepremier Hausner kontynuuje debatę publiczną nad swoim (właściwie rządowym) programem tzw. reformy finansów publicznych, jednak, zgodnie zresztą z oczekiwaniami, na wnioski przyjdzie nam czekać do przyszłego roku. W rezultacie rynek finansowy do końca roku pozostanie zapewne w dużej niepewności, która widoczna jest w postaci wysokich rentowności polskich obligacji (niskich cen) i wciąż słabego złotego – szczegóły w sekcji *Monitor rynku*.

Agencje ratingowe podzielone w ocenach

Podczas gdy władze fiskalne nie podawały żadnych nowych istotnych informacji, trzy najważniejsze agencje ratingowe udzielały licznych komentarzy odnośnie polskiej gospodarki. Nie były to zresztą tylko komentarze, ale również decyzje o zmianie w parametrach oceny polskiego długu. Co ciekawe, oceny agencji były czasami całkowicie rozbieżne.

Agencja Fitch Ratings powiadomiła o podwyższeniu perspektywy (ze stabilnej na pozytywną) dla długookresowego ratingu w walutach obcych siedmiu spośród 10 krajów przystępujących w przyszłym roku do Unii Europejskiej. Wspomniane państwa to Cypr (A+), Litwa (BBB), Łotwa (BBB+), Malta (A), Polska (BBB+), Słowacja (BBB) i Słowenia (A+). Perspektywa długoterminowego ratingu dla Estonii (A-) została podwyższona kilka tygodni wcześniej. Co więcej, Fitch zapowiedział, że spodziewa się podwyższenia ocen wiarygodności kredytowej krajów wchodzących do UE o dwa do trzech punktów powyżej obecnych poziomów, kiedy uda im się w końcu przystąpić do strefy euro. Co ciekawe, negatywna perspektywa dla długoterminowego ratingu w walutach obcych Węgier (A-) i stabilna perspektywa dla Czech (A-) pozostały bez zmian, co najprawdopodobniej związane było z problemami fiskalnymi w tych krajach.

Z kolei agencja ratingowa Standard & Poor's obniżyła oceny wiarygodności kredytowej Polski dla długu w walucie lokalnej. Długoterminowy rating został obcięty z A do A-, a rating krótkoterminowy z A-1 do A-2. Perspektywa dla wszystkich ratingów (w walucie krajowej i obcej) pozostała negatywna. O ile przyczyna takiej zmiany oceny wydaje się oczywista – jest nią pogarszająca się kondycja finansów publicznych, narastający deficyt budżetu i dług publiczny, oraz niepewne perspektywy reform finansów publicznych – czas podjęcia tej decyzji był dość zaskakujący. Agencja Standard & Poor's obniżyła perspektywę dla Polski ze stabilnej na negatywną już w czerwcu tego roku. Od tego momentu było jasne, że obniżenie ratingu może być tylko kwestią czasu. Co więcej, analitycy S&P ostrzegali od jakiegoś czasu, że oceny kredytowe Polski mogą zostać obniżone, jeśli rząd nie podejmie działań w celu przeciwdziałania wzrostowej tendencji długu i deficytu finansów publicznych. Mimo to jednak wydaje się niejasne, dlaczego decyzja została podjęta akurat w momencie, kiedy nie jest jeszcze znana ostateczna wersja budżetu na 2004 rok ani średnioterminowej reformy wydatków publicznych. Cóż, być może nawet w wersjach przedstawionych przez rząd zaproponowane rozwiązania zostały na tyle krytycznie ocenione przez S&P, że spowodowało to redukcję ratingu.

O ile jednak decyzja S&P była niedobłą wiadomością dla polskiego rynku finansowego, który i tak pozostaje w napięciu w związku z niepewnymi perspektywami polityki fiskalnej, reakcja na tę wiadomość była bardzo krótkotrwała. Po jej opublikowaniu złoty osłabił się o ok. 1-2%, a rentowności obligacji skarbowych podskoczyły o 10pb w górę. Jednak rynek szybko odrobił straty, stwierdzając, że wiadomość ta była już w dużej mierze wliczona w ceny instrumentów na rynku finansowym.

Trzecia z agencji Moody's przyłączyła się raczej do oceny Fitch Ratings i poinformowała, że rating Polski w walucie lokalnej (A2) nie jest zagrożony i istnieje niewielkie ryzyko kryzysu zadłużeniowego. Według analityka agencji Jonathana Schiffer'a, poprawiające się fundamenty gospodarki oraz wejście do UE wspierają stabilną perspektywę ratingów i jedynym zagrożeniem dla nich może być nieudana próba przeprowadzenia reform fiskalnych planowanych przez rząd. Jednak Schiffer powiedział, że wierzy w umiejętność wicepremiera Hausnera przeprowadzenia reform w przyszłym roku i zapobieżenia wzrostowi długu publicznego ponad progi bezpieczeństwa, przy których konieczne byłyby drastyczne cięcia wydatków.



Wypowiedzi członków rządu i polityków

W ostatnich tygodniach przedstawiciele rządu skupiali się rzecz jasna na debacie społecznej związanej z planowanymi zmianami w finansach publicznych. Z premierem Leszkiem Millerem i wicepremierem Jerzym Hausnerem na czele przekonywali o swojej determinacji do przeprowadzenia cięć wydatków w finansach publicznych, mając jednocześnie poparcie zarówno prezydenta jak i marszałka Sejmu. Zdaniem Millera przedstawione reformy zostaną zrealizowane „niezależnie od okoliczności [...] niezależnie co się stanie z sondażami”. Takie zdecydowanie rządu może tylko cieszyć, jednak poparcie polityczne wciąż pozostaje pod dużym znakiem zapytania. Oficjalne otwarcie debaty publicznej nad programem oszczędności w wydatkach, która będzie trwała do połowy stycznia, oznacza, że właściwie każdego dnia można się spodziewać kolejnej serii wypowiedzi ze strony decydentów, na temat reformy finansów publicznych. Oczywiście uczestnicy rynku finansowego pozostaną bardzo wstrzemięźliwi i nawet bardzo entuzjastyczne wypowiedzi wicepremiera Hausnera nie będą wystarczające, żeby poprawić nastroje inwestorów w sytuacji, gdy perspektywy polityki fiskalnej są nadal bardzo mgliste. Tym bardziej, że w tym samym czasie mieliśmy do czynienia z pogłoskami o możliwości dymisji premiera, które odbiły się szerokim echem w wypowiedziach polityków.

Członkowie rządu wyrazili również swoje opinie po wystawieniu ocen przez agencje ratingowe. Widzieliśmy reakcje wicepremiera Hausnera od euforii po decyzji Fitch Ratings („jestem szczęśliwy”) do zdziwienia („ta sytuacja jest kuriozalna”) po informacji S&P.

Dwie kolejne, często obecne w wypowiedziach przedstawicieli rządu kwestie (piszemy o nich powyżej w sekcji *Pod lupą: bank centralny*) dotyczyły zasad księgowości banku centralnego (czyt. wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej) oraz liczby członków nowej Rady Polityki Pieniężnej. Według ministra finansów ten pierwszy problem „jest otwarty i będziemy nad nim dyskutować [z nową RPP]”. Druga kwestia wywołała dużo zamieszania i komentarzy, jednak okazało się że klub parlamentarny SLD zmienił zdanie i będzie się opowiadał za utrzymaniem dotychczasowej liczby członków RPP. Czyżby jednak było więcej chętnych na stanowiska w RPP niż się wcześniej spodziewano?

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Aleksander Kwaśniewski, prezydent; PR3, 19 XI PAP, 9 X	Gdyby Rada Krajowa SLD nie poparła planu Hausnera to premier powinien podać się do dymisji. [...] Musi być wiadomo o jaką stawkę gramy i jeżeli premier jest przekonany słusznie do programu Hausnera [...], to musi iść na całość. Moim zdaniem uczciwie stawia sprawę. Akceptuję i popieram propozycje rządu. Jest to najbardziej spójny, śmiały i zdecydowany program, jaki od lat przedstawiano w Polsce. (...) Realizacja tego planu powinna zapewnić bezpieczeństwo finansów państwa (...) i przygotować kraj do wejścia do strefy euro. Zdaję sobie sprawę, że realizacja programu może wywołać niezadowolone i opór wielu grup społecznych. Ze swojej strony deklaruję, że ten program będzie zrealizowany. Z mojej strony będzie wsparcie, a moi pracownicy będą uczestniczyć w pracach na rzecz jak najlepszego merytorycznego przygotowania (tych rozwiązań).
Marek Borowski, marszałek Sejmu; Reuters, 14 XI Gazeta Wyborcza, 7 XI	Jestem przekonany, że Sejm przyjmie nowelizację ustawy o NBP jeszcze w tym roku. Program Hausnera będzie dobry dla Polski i zabójczy dla SLD, jeżeli Sojusz go nie zrealizuje. [...] Mówi się, że bank centralny powinien wynosić wagę z ponczem wtedy, kiedy goście najlepiej się bawią, czyli powinien podnosić stopy procentowe, kiedy gospodarka dobrze się rozwija. Zatem nawet „gołębia” RPP może w przyszłym roku, przy rosnącym deficycie budżetowym, rosnącym wzroście gospodarczym i rosnącej inflacji przymierzać się do wyniesienia wazy z ponczem. Oznacza to, że bank centralny niekoniecznie będzie chciał, jak zaprognozowano w budżecie, obniżyć nie tylko realne, ale i nominalne stopy procentowe.
PAP, 17 X	Nie podzielam poglądu, że ten program [cięć wydatków] oznacza śmierć dla SLD. Śmierć dla SLD oznacza nieprzyjęcie programu, bowiem da się jeszcze przetrzymać rok następny, ale nie da się przetrzymać 2005 r. Nie można czekać z przyjęciem programu i ta świadomość - choć nie jest jeszcze pełna - to będzie się rozpowszechniać. Jeżeli tej formacji nie będzie stać na poparcie rządu w tych kwestiach to znaczy, że ten rząd i ta grupa parlamentarna straciły zdolność do rządzenia. [50% stawka w PIT] To jest propozycja, nad którą trzeba się jeszcze poważnie zastanowić.
Leszek Miller, premier, PAP, 17 XI	Rząd nie mógłby wykonywać swojej pracy w sytuacji, w której jeden z najważniejszych planów tego rządu zostałby odrzucony. No nie, nie chcę niczego przesądzać, bo nie chcę, żeby to zabrzmiało jako coś w rodzaju szantażu albo jakiegoś nacisku. Natomiast każdy może sobie odpowiedzieć na pytanie, co się stanie, jeśli jeden z ważniejszych planów rządu nie zostanie przez zaplecze parlamentarne poparty.
PAP, 13 XI	Cieszę się, że jest taki dobry wynik [wotum nieufności wobec Hausnera], bo to dobrze rokuje, jeśli chodzi o program racjonalizacji wydatków publicznych. [...] Jeżeli osoba kojarzona z takim programem uzyskuje takie wsparcie, to logicznie rzecz biorąc program też powinien uzyskać takie wsparcie. A to byłoby bardzo ważne, bo to jest trudny program. Ustawy, które będą składać się na plan racjonalizacji, będą pewnie wywoływały wiele kontrowersji i byłoby dobrze, gdyby takie poparcie jak dzisiaj miał cały program.
PAP, Reuters, 6 XI	Potwierdzam taką determinację. Rząd będzie realizował ten program [Hausnera], rząd liczy na poparcie programu, także przez opozycję. Mam nadzieję przez tą część, która rozumie zasady tych działań i rząd się z tego programu nie wycofa. Jednego dnia renomowana agencja podnosi wskaźniki wiarygodności Polski, aby następnego dnia inna agencja uczyniła coś odwrotnego. Mam wrażenie, że w tej sprawie panuje istotne zamieszanie. Byłoby dobrze, gdyby specjaliści w tym względzie mogli ustalić jakiś wspólny punkt widzenia.
Puls Biznesu, 28 X	Nie możemy być zadowoleni z faktu, że tegoroczny plan wpływów z prywatyzacji nie zostanie wykonany i pan minister skarbu został zobowiązany do przeglądu wszystkich prac w tym względzie i tam, gdzie jest to możliwe do istotnego przyspieszenia. Sporo się jeszcze w budżecie może zmienić, chociaż dotyczy to raczej przepływów pewnych kwot, a nie poziomu deficytu. pyt. A jeśli ten plan [Hausnera] nie wyjdzie? odp. Jeśli nie wyjdzie, to w 2005 r. trzeba będzie ciąć wydatki znacznie głębiej i bez rozsądnego planu, bo być może osiągniemy konstytucyjny pułap zadłużenia publicznego, wynoszący 60% rocznej wartości PKB. A to byłoby bardzo przykre. Dlatego jeżeli ktoś myśli, że możemy odłożyć i rozmyć ten program, powinien sobie odpowiedzieć na pytanie – a co będzie za dwa lata? Większość pozycji z planu wicepremiera Hausnera będzie realizowana nie w roku 2004, lecz w 2005. Na rok 2004 przypadnie natomiast główny wysiłek legislacyjny, aby ustawy weszły w życie w odpowiednim czasie. Część z nich zresztą zacznie obowiązywać jeszcze w roku 2004. W każdym razie 1 stycznia 2005 r. wszystkie zamierzenia rządu powinny być już prawem, a nie tylko planem.

Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy; PAP, 21 XI	Mam wrażenie, że raport MFW przedstawiony w czwartek w Warszawie zawiera nadmiernie dramatyczny ton. Nie czytałem tego dokumentu, znam go jedynie z komentarzy prasowych. Jeżeli MFW twierdzi, że szansa na poprawę sytuacji gospodarczej w Polsce tkwi we wprowadzeniu rządowego programu ograniczenia wydatków, to ja się z tym zgadzam.
PAP, 20 XI	Najtrudniejsze prywatyzacje są przed nami, ale nie będą one przeprowadzane pod jakieś dyktando, lecz w zgodzie z naszym interesem gospodarczym.
PAP, 19 XI	To [dane o produkcji] oznacza, że nasza gospodarka jest w dalszym ciągu na ścieżce przyspieszenia. To dobra wiadomość. [...] Będę spokojniejszy jeżeli ruszą inwestycje. Tak chyba jeszcze nie jest. Na pewno nakłady inwestycyjne wzrosły, ale ciągle to nie jest boom inwestycyjny. To, na co czekam, co będzie dawało mi podstawy do solidnego optymizmu, to oczywiście znaczący wzrost nakładów inwestycyjnych.
PAP, 17 XI	Strategia podatkowa, którą nieoficjalnie rząd zajmował się we wtorek zawiera zmiany, które pozwolą stworzyć model docelowy polskiego systemu podatkowego w horyzoncie tej dekady. Chcemy przyjąć zasadę pewnego poziomu fiskalizmu podatkowego i nie zwiększania go. Poziom fiskalizmu na 2004 rok ma być maksymalnym.
PAP, 13 XI	Wiązanie naszego kursu z euro z punktu widzenia ekonomicznego i technicznego wydaje się uzasadnione, w tym sensie, że przybliżyć nas będzie do wprowadzenia euro w Polsce. Czas więc na poważne rozważenie tej propozycji. [...] To wymaga rozważenia, trudno ten pomysł lekceważyć, zważywszy na to, że większość naszej wymiany handlowej odbywa się dziś przy użyciu euro.
Reuters, 12 XI	Inflacja była planowana między 1% a 1,3%. Myślę, że jesteśmy bliżej górnej granicy. To nie jest dla nikogo zaskoczenie i powód do niepokoju. [...] Podkreślam, że inflacja w II połowie ub.r. była bardzo niska. W związku z tym inflacja w drugiej połowie tego roku jest nieco wyższa niż w drugiej części 2002 r., co nie jest dla nikogo zaskoczeniem. Trudno wyobrazić sobie dalsze spadki cen żywności, które w Polsce trwały bardzo długo i miały charakter strukturalny.
PAP, 6 XI	Jeśli bezrobocie po wejściu do Unii będzie rosło, jasno deklaruję z tego miejsca, że podam się do dymisji biorąc odpowiedzialność za swoje słowa. Minister finansów dla kosztów obsługi długu publicznego przyjął inne założenie do średniego kursu, przyjął średni kurs na poziomie 4,6 [za euro]. Więc do obliczenia kosztów obsługi długu przyjął zakładkę, a dla całej makroekonomicznej konstrukcji budżetu przyjął 4,35. [decyzja S&P] To jest niedobry sygnał, trudno być z tego powodu zadowolonym. Najśmieszniejsze jest to, że jednego dnia jedna agencja podnosi perspektywę, a drugiego dnia druga agencja obniża rating. Za dużo jest zamieszania w tych sprawach.
Rzeczpospolita, 6 XI	Ta sytuacja jest kuriozalna, że jedna agencja dzień wcześniej przewiduje perspektywy dla Polski jako korzystne, a druga widzi, że sprawy idą w inną stronę. To co Fitch uczynił jest głęboko przekonujące, to co S&P wątpliwe. Mam nadzieję, że fakty pozytywne będą górowały i w konsekwencji S&P zmieni swoją ocenę. Nie widzę powodów, żeby bez dopełnienia terminów z góry zakładać, że rząd tego nie zrobi [nie przeprowadzi reform]. Oficjalnie rząd rozpatrzy i przyjmie strategię podatkową 2 grudnia, a odpowiednie ustawy podatkowe trafią do Sejmu do końca marca przyszłego roku. Strategia podatkowa nie mówi o konkretnych rozwiązaniach, ale o dylematach wyboru. Dokument przedstawia cele, jakie chcemy osiągnąć. [...] System podatkowy ma wspierać wzrost gospodarczy poprzez ograniczenie fiskalizmu, zapewnić stabilne i odpowiednie dochody budżetowe. Musi być także akceptowany społecznie oraz przejrzysty, prosty i tani. Zwrócę się do marszałka Sejmu w imieniu rządu o to, by w parlamencie dla ustaw związanych z programem ograniczania wydatków publicznych powołać komisję nadzwyczajną. [...] Moim zamiarem jest skierowanie wszystkich ustaw dotyczących planu oszczędności wydatków najpóźniej do końca kwartału, by niezależnie od terminów wejścia w życie były uchwalone przez ten parlament. Chodzi o to, by rozwiązania mające wejść od 2005 r. towarzyszyły pracom nad ustawą budżetową. Dzieje się rzecz groźna, wymagająca konsekwentnego postępowania. Odwrotu od programu ograniczenia wydatków być nie może, ale nie przesadzajmy z katastrofizmem.
PAP, 4 XI	[...] zakładkę, o których mówi prof. Rosati [system ESA i rezerwa rewaluacyjna], nie chcę używać, żeby sobie nie ułatwiać sytuacji [...].
PAP, 31 X	[po podniesieniu perspektywy ratingu Polski przez Fitch] Jestem szczęśliwy. Wreszcie ci, którzy powinni zauważać wysiłki rządu na rzecz wzrostu gospodarczego i ratowania finansów publicznych dostrzegli, że jest szansa. Nie będzie nowelizacji budżetu. Nie ma zamiaru nowelizowania budżetu. Nie ma takiego powodu. Na tę chwilę wpływy do budżetu idą trochę gorzej, niż moglibyśmy oczekiwać. Zastanawiamy się, czym to jest spowodowane. Trochę wyższe są też koszty obsługi długu, związane z sytuacją na rynkach finansowych. Spadek kursu złotego przekłada się na bieżącą obsługę długu, choć nie jest to znaczący problem - to skala kilkudziesięciu milionów zł. Gdyby trzeba było dostosować poziom wydatków do niższego poziomu dochodów, żeby zachować poziom deficytu, to jedynym rozwiązaniem jest to, by wspólnie z innymi ministrami zastanowić się, czy można z niektórych wydatków zrezygnować.
PAP, 29 X	Fakt, że stopy procentowe zostają niezmienione muszą potraktować na zasadzie 'dobre i to'. Uważam, że stopy mogłyby zostać obniżone, ale nie do mnie należy decyzja. Wierzę w to, że w I poł. 2004 dojdzie do obniżek, że będzie to możliwe i uzasadnione.
PAP, 9 X	Przedstawiam zagrożenia. Mówię, co oznacza przekroczenie normy konstytucyjnej maksimum 60% długu publicznego do PKB, i nie pozwalam tej normy zawiesić. [...] Jeżeli normy tej nie będziemy mieli zapisanej lub nie będziemy jej respektować, rynki finansowe uzmysłwią nam jej znaczenie. Przesaną pożyczać. Nie wystarczy usunąć termometru, żeby nie było gorączki. Nie, takiej rozmowy nie było [by podnieść limit konstytucyjny]. Ale ona jest niemalże na końcu języka. [...] To stalinowskie podejście do konstytucji. Mogę sobie je wyobrazić, ale społeczeństwo musi zrozumieć, że taki stosunek do konstytucji oznacza koniec państwa prawa. Takiego zagrożenia [przekroczenia 60% PKB] nie ma na pewno w roku 2003 i w 2004, to jest poza jakąkolwiek dyskusją. Sądzę, że takiego zagrożenia, gdyby tylko prowadzić politykę rozsądną, nie ma w roku 2005, choć tu już nie mogę powiedzieć tego w stu procentach. Takie zagrożenie [jeżeli nie zostaną podjęte reformy wydatków] pojawi się najwcześniej w roku 2006 i my nie możemy powiedzieć, że nas to nie interesuje bo nasza kadencja kończy się w roku 2005. My mówimy, że czujemy się za to odpowiedzialni. Dziś podejmujemy działania aby kolejny rząd, jakikolwiek by on nie był, nie stanął w sytuacji, w której już nie będzie mógł zrobić, tylko po prostu w drastyczny sposób ograniczyć wydatki i podnosić podatki. Jeżeli opozycja polityczna poważnie myśli o przygotowaniu się do rządzenia, musi się liczyć z tym, że zablokowanie tego programu może oznaczać, iż następny rząd, i to rząd opozycyjny stanie wobec takiej konieczności. Nam nie wolno tego zaniechać, opozycji nie wolno działać na zablokowanie wykonania tego przez rząd, jeżeli myślimy racjonalnie o naszym państwie.

Andrzej Raczko, minister finansów; PAP, Reuters, 21 XI	<p>Przy ustalaniu parytetu (przy wejściu do ERM-2) powinien być brany pod uwagę długoterminowy kurs równowagi złotego, a nie jego obecny poziom. Nasz rynek walutowy nie jest tak głęboki i kurs podlega znacznym fluktuacjom. Wypełnienie warunków traktatowych jest jednoznaczne z zapewnieniem stabilnego wzrostu gospodarczego. Z tego względu Polska powinna zmierzać do tego, żeby te kryteria jak najszybciej spełnić. Z tego też względu kryteria te nie są dla nas jedynie przepustką do strefy euro, ale również normą, zapewniającą szybki wzrost gospodarczy. Program Hausnera jest w tej chwili kluczowym instrumentem stwarzającym perspektywę wypełnienia kryteriów z Maastricht. Z mojego punktu widzenia dążenie do jak najszybszego wejścia do strefy euro jest równoznaczne z konsekwentnym przeprowadzeniem reformy systemu finansów publicznych.</p>
PAP, Reuters, 20 XI	<p>Jeżeli na nasze wejście do UE spojrzemy z punktu widzenia mobilizacji oszczędności i przyspieszenia wzrostu inwestowania, to proces daje nam pozytywne impulsy. Mam tu na myśli przede wszystkim stworzenie właściwych warunków napływu kapitału zagranicznego, zarówno w formie inwestycji bezpośrednich, jak i portfelowych. Po pierwsze nastąpi istotne obniżenie ryzyka dla inwestorów. Właściwe warunki napływu kapitału zagranicznego będą zależały nie tylko od naszego członkostwa w UE, ale również od naszej polityki wewnętrznej. Zaufanie rynków powinno powrócić dzięki wprowadzeniu planu Hausnera. Rynek odreagowywał złe informacje polityczne. W moim odczuciu najważniejsze będzie to, żeby udowodnić, iż jest polityczna zgodność, aby przeprowadzić plan Hausnera i my to udowodnimy. Będziemy pokonywać kolejne kamienie milowe, by zaufanie rynku do rządu wróciło.</p> <p>Chcę zauważyć, że wchodzimy do Unii Europejskiej i nasz system będzie coraz bardziej stabilny. Rozumiem, że rynki chciałyby konkretnie, a nie tylko planu Hausnera, ale tego fizycznie i technicznie w tej chwili nie da się zrobić. Zwróciłbym uwagę na wyraźną różnicę między tymi inwestorami, którzy kupują polski dług na rynku zagranicznym i tymi, którzy inwestują na rynku krajowym. Ryzyko jest zupełnie inaczej oceniane na rynku krajowym. Stan gospodarki wydaje się być dobry. Przewidywania na ten rok mówią o 3,5% wzroście. Pod kontrolą utrzymuje się również rachunek obrotów bieżących. Utrzymuje się niska inflacja, która zamknie się poniżej 1% w tym roku. Widoczne jest wyraźne przyspieszenie gospodarcze w II półroczu oraz zahamowanie wzrostu bezrobocia, a nawet delikatny jego spadek. Jedyną sprawą budzącą obawy to wysoki deficyt budżetu oraz gwałtownie rosnące zadłużenia. Jednak ten poziom w porównaniu ze standardami zagranicznymi nie jest alarmujący bo jest on obecnie na poziomie 50% PKB.</p>
Reuters, PAP, 19 XI	<p>Strategicznym kierunkiem jeśli mówimy o obniżeniu deficytu jest twierdzenie, że nie powinniśmy z poziomu wysokiego wychodzić poprzez zwiększanie fiskalizmu bo nie służyłoby to gospodarce. Kryterium deficytu jest kluczowe, nie możemy iść na cudowne rozwiązania jak na przykład rozwiązanie rezerwy rewaluacyjnej. Chodzi o trwałe obniżenie deficytu, plan Hausnera to jest właściwy kierunek obniżenia deficytu. Nie ma podstaw prawnych do wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej ze względu na stosowane przez NBP zasady rachunkowości, a obecna RPP, zasad tych nie chce zmieniać. [...] Zwrócę się do nowej RPP z pytaniem, czy będzie ona podtrzymywała dotychczasowe zasady księgowości [rezerwy rewaluacyjnej]. Ten problem jak rozumiem jest otwarty i będziemy nad nim dyskutować. Nie widzę innej możliwości dyskutowania o tym problemie z prostego powodu - nie mam zamiaru w żaden sposób dawać sygnału, że naruszam niezależność NBP.</p> <p>Konstruując budżet na 2004 rok zapytałem, czy ta kwota [z rezerwy rewaluacyjnej], która została zapisana przez mojego poprzednika jest formalnie do osiągnięcia i czy RPP ma zamiar zmienić swoje stanowisko, a zarazem zasady księgowości. [...] Uzyskałem odpowiedź, że nie, a jeśli tak, to wtedy dostosowania będą w zakresie naszego członkostwa w UE. Natomiast sądzę, że sprawa zasad księgowości będzie przedmiotem wyboru nowej RPP, która może te zasady potwierdzić albo mieć inne zdanie. Ja jako minister finansów powinienem wiedzieć, jaka jest opinia nowej RPP w tej sprawie. Co nie oznacza, że chcę jej cokolwiek sugerować.</p> <p>Przyjęliśmy, że efekt poprawy ściągalności [podatków] wyniesie około 2 mld zł. Te prognozy były sporządzone na podstawie oszacowania skutków przekształceń w administracji skarbowej. Myślenie, że uda się osiągnąć lepszy efekt ściągalności i poprawić to, co założyliśmy jest praktycznie niemożliwe do zrealizowania. [...] Wpływy podatkowe są prognozowane przy założeniu, że zrealizowany zostanie optymistyczny scenariusz rozwoju gospodarczego z 5% wzrostem PKB. Poziom ryzyka w oszacowaniu dochodów jest o wiele wyższy niż w poprzednich ustawach budżetowych.</p> <p>Sztynne powiązanie złotego z euro przed ERM2 jest zupełnie niepotrzebne. [...] Ministerstwo Finansów stoi na stanowisku, że obecny system płynnego kursu walutowego jest właściwy. Kwestia jakiegokolwiek powiązania naszego kursu walutowego i sztywności w stosunku do euro może być tylko rozwiązaniem z punktu widzenia naszego wejścia do ERM2.</p>
PAP, 31 X	<p>Obecnie jest budowany plan emisji na rynki krajowy i zagraniczny na I kwartał przyszłego roku. Rozważamy różne warianty zarówno finansowania się na rynku krajowym jak też poważniejszego finansowanie się na rynkach zagranicznych. Skala potrzeb pożyczkowych budżetu będzie istotnie wyższa niż w I kw. br.</p> <p>Będziemy z całą bezwzględnością teraz operować na rynku złotowym i walutowym i dokonywać tej konwersji [zadłużenia] tak, żeby zminimalizować koszty obsługi długu publicznego. [...] Resort finansów będzie operował wszystkimi instrumentami, także obligacjami 10- i 5-letnimi, mimo że są o wiele droższe niż instrumenty roczne. Ze względu na ryzyko i bezpieczeństwo budżetu musimy te instrumenty jednak stosować, ten profil główny zmieniać tak, żeby, jeżeli nawet - odpukać - dojdziemy w pobliże 60% zadłużenia, żeby nie było żadnego zagrożenia płynnościowego.</p> <p>Do końca tego roku nic już nie będziemy robić w sprawie emisji na rynki zagraniczne.</p> <p>Jeżeli miałyby to [połączeniu PKO BP i PZU] zahamować proces prywatyzacji PKO BP, to opinia ministra finansów czekającego na przychody z prywatyzacji jest jednoznaczna.</p> <p>Chcielibyśmy, żeby na wiosnę był gotowy kształt systemu podatkowego. Generalnie linia tej strategii jest taka, jak linia (polityki gospodarczej) rządu. System podatkowy będzie pro przedsiębiorczy.</p>
Bloomberg, 27 X	<p>Nie widzę powodu, aby podnosić stopy procentowe, gdyż stopy procentowe w Polsce są ciągle wysokie. Mamy inflację na poziomie europejskim, tymczasem nasze stopy podstawowe są znacznie wyższe niż w Europie. Wdrożenie planu Hausnera pozwoli na obniżenie stosunku zadłużenia publicznego do PKB i stworzy przestrzeń do obniżki stóp. [...] Musimy zacząć myśleć o stopach procentowych w przyszłym roku, bez względu na bieżącą sytuację. [...] Nowa RPP będzie miała nieco inne zadanie niż obecna, która miała za główny cel obniżenie inflacji. Mamy w pełni płynny kurs złotego. Cenę waluty ustala rynek. Ani bank centralny, ani minister finansów nie powinien interweniować na tym rynku. Ja z pewnością nie mam takich planów. [...] Rząd ani nie ma żadnego instrumentu by wpływać na poziom złotego, ani planów by wywierać jakąś presję na rynek, kupując lub sprzedając waluty. Rząd może za to deklorować i to robi, że ma zamiar dyscyplinować finanse państwa.</p>
PR1, 27 X	<p>Na kurs walutowy wpływają dwa elementy. Jeden długoterminowy, to, co się nazywa fundamentami gospodarki, i z tego punktu widzenia, oczywiście, fundamenty są bardzo dobre, bo jest bardzo wysokie tempo wzrostu gospodarczego, duża dynamika eksportu, niska inflacja. Natomiast to, co działa jako czynnik krótkoterminowy, to jest kwestia oceny naszych dostosowań fiskalnych, tak bym to w skrócie nazwał.</p>



PR1, 27 X	Budżet to jest limit wydatków i prognoza dochodów. I nawet jeżeli już będziemy mieli uchwalony budżet w końcu stycznia, ten budżet będzie obowiązujący i pojawią się podstawy prawne po to, żeby jeszcze dokonać redukcji pewnych wydatków budżetowych, to w czasie roku budżetowego jest to możliwe. Czyli krótko mówiąc, deficyt może być niższy od zaplanowanego.
Reuters, 13 X	Chcemy w możliwie najszybszym terminie rozpocząć negocjacje w sprawie przystąpienia do ERM2. Zależy to od zaawansowania prac wspólnego zespołu Narodowego Banku Polskiego i Ministerstwa Finansów.
Financial Times, 1 X	Fundamenty są zdrowe. Niech górnicy strajkują. Zrobimy to [zamkniemy kopalnie], nawet pomimo strajków. Redukcja wydatków musi następować planowo i stopniowo, tak aby nie przyniosła szkody gospodarce.
PAP, 1 X	Szybkie przyjęcie euro pozwoli na skonsumowanie dodatkowych korzyści z bycia w Unii Europejskiej. Musimy zobaczyć, jak się polska gospodarka zaadaptuje w roku 2004 w Unii Europejskiej i w grudniu tego samego roku będziemy mogli myśleć o sprecyzowaniu daty naszego wejścia do strefy euro.
Piotr Czyżewski, minister skarbu; Radio PiN, 13 XI	Uznaliśmy, że poziom 4,5 mld zł wpływów [z prywatyzacji w br.] powinniśmy osiągnąć. Ja liczę, że brakuje około 800 mln zł. [9 mld zł przychodów w 2004 r.] To jest także ogromny wysiłek potrzebny do tego, żeby to zrobić. Tym niemniej uznaliśmy, że trzeba sobie takie zadanie postawić z kilku powodów.
Halina Wasilewska- Trenkner; wiceminister finansów, PAP, 20 XI	Trudno komentować te badania, nie znając metody ich przeprowadzenia. Ale na razie bazujemy na tym, co jest zapisane w dokumentach, nad którymi pracuje Sejm (projekt budżetu 2004). A tam ten ubytek w dochodach to 3,6 mld zł. Jest trochę lepiej niż to, co prognozowaliśmy na listopad, ale ciężko mówić o dokładnych prognozach, gdyż np. dziś jest pierwszy dzień płacenia PIT-ów.
Jacek Krzyślak, dyrektor dep. analiz MF; PAP, Reuters, 20 XI	Jesteśmy usatysfakcjonowani danymi GUS [o produkcji przemysłowej], choć jest to więcej niż prognozowaliśmy, gdyż sądziliśmy, że będzie to wzrost o 9,9%. [...] Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB o 4,2% w IV kwartale i spodziewamy się 3,5% w całym roku. [...] Mamy nadzieję, że będzie to dobra podstawa do rozwoju sytuacji w przyszłym roku.
Marek Dyduch, sekretarz generalny SLD; PAP, 16 X	To [zmiana premiera] był tylko jeden z omawianych wariantów, a nie konkretny postulat. Po prostu musimy być na wszystko przygotowani, co zrobić w danej sytuacji.
Jerzy Jaskiernia szef klubu parl. SLD Reuters, 17 XI	Doszliśmy do wniosku, że zmniejszenie liczby członków RPP do siedmiu nie służyłoby doborowi kompetentnych osób. Powrót do 10-osobowego składu jest podejściem racjonalnym, w trakcie posiedzeń potrzebni są specjaliści różnego typu. O kompromisie w sprawie wyboru na razie trudno powiedzieć. Być może będziemy się wsłuchiwać w różne głosy, między innymi PSL, który jest wprawdzie w opozycji, ale ma swoje zdanie o polityce pieniężnej. Jesteśmy na etapie poszukiwań. To są bardzo dobre nazwiska, osób które mają stosowny dorobek i doświadczenie, profesorów. Mamy już kilku bardzo dobrych kandydatów.
PAP, 16 X	Rząd przecież uzyskał wotum zaufania, jest ożywienie gospodarcze i mamy szanse na przyjęcie budżetu. Nie znajdują okoliczności, które by uzasadniały tego typu pogłoski [o zmianie premiera].
Stanisław Stec poseł SLD Reuters, 17 XI	Prawdopodobnie opowiemy się za 10-osobowym składem RPP, ponieważ nie chcemy zmieniać zbyt dużo w ustawie, a klub SLD także chce utrzymać 10-osobowy skład Rady
Witold Orłowski, główny doradca ekonomiczny Prezydenta; PAP, 25 XI	Prawdę mówiąc, gdyby stopy były dziś niższe, to zadałbym sobie pytanie, czy RPP nie powinna się zastanowić nad ich podwyższeniem. Ponieważ RPP wstrzymywała się z obniżkami, to teraz prawdopodobnie nic nie robi. Podawanie w tej chwili daty przystąpienia Polski do ERM2 jest przedwczesne. [...] Jakikolwiek związek z euro jest zabiegiem, z którym wiąże się niebezpieczeństwo spekulacji. Nie należy tego robić do czasu aż będziemy pewni, że spełnimy wszystkie kryteria konwergencji i będziemy gotowi do przyjęcia euro. Co do samego wejścia do ERM2 to nie mam pewności czy należy to robić, gdy nie wiadomo jaka będzie polityka fiskalna w najbliższych kilku latach. [...] To nie jest najlepszy moment na wybieranie kursu, gospodarka jest w 'dziwnym' stanie. Nie ma recesji, nie ma też trwałego wzrostu. Nie wiadomo jaki powinien być kurs równowagi w średnim okresie.



Pod lupą: Integracja europejska

- Raport komisji krytyczny wobec Polski
- Prognozy Komisji Europejskiej dla Polski

Komisja Europejska niezbyt przychylnie o Polsce

Na początku listopada Komisja Europejska opublikowała cykliczny raport nt. postępu dziesięciu krajów przystępujących do UE w przygotowaniach do członkostwa we wspólnocie. Jest to ostatni taki dokument przez rozszerzeniem Unii Europejskiej. Raport był dość krytyczny wobec Polski, wskazując na wiele opóźnień w przygotowaniach do członkostwa w UE - w przypadku Polski Komisja miała zastrzeżenia do największej liczby, bo aż dziewięciu, obszarów przygotowań wśród wszystkich krajów kandydackich. Oczywiście na pierwszy plan wysuwa się konieczność reformy finansów publicznych i ograniczenia wydatków aby uniknąć narastania długu publicznego, choć raport dostrzega również poprawiającą się w wielu aspektach sytuację gospodarczą Polski. Ponadto Komisja zwróciła uwagę na bezwzględność utrzymania niezależności banku centralnego oraz konieczne dostosowania w celu uczestnictwa we Wspólnej Polityce Rolnej (CAP). Problemy w dostosowaniu prawa do standardów unijnych zauważane są głównie w sektorach rybołówstwa, weterynaryjnym i żywnościowym.

Po publikacji raportu Prezydent Aleksander Kwaśniewski zwołał Radę Gabinetową w celu przeanalizowania wniosków z tego dokumentu. Przedstawiciele polskich władz oświadczyli, że zdają sobie sprawę z problemów, które zostaną wskazane w raporcie KE, i zamierzają poradzić sobie z nimi do czasu przystąpienia do Unii Europejskiej. O skuteczności ich działań przekonamy się już za pół roku.

Komisja opublikowała prognozy dla przyszłych członków

Komisja Europejska opublikowała swoje prognozy gospodarcze dla 10 krajów wstępujących do UE w maju 2004 r. Prognozowane jest przyspieszenie wzrostu gospodarczego średnio do 3,8% w przyszłym roku oraz 4,2% w 2005 r. z 3,1% w br. Średnia inflacja dla wszystkich krajów jest przewidywana na poziomie 2,4% w br., 3,5% w 2004 r. i 3,1% w 2005 r. Deficyt sektora *general government* ma wynieść średnio 5% w 2003 i 2004 r., a potem spaść do 4,1% w 2005 r. Prognozy Komisji Europejskiej dla Polski przedstawiamy w poniższej tabeli (w porównaniu z Przedakcesyjnym Programem Gospodarczym wysłanym do KE). Co ważne, Komisja stwierdziła, że wskaźniki dla Polski nie zawierają cięć wydatków przedstawionych ostatnio przez rząd, które powinny znacznie ograniczyć deficyt od 2005 r. (co założono w PPG). Z drugiej strony raport zakłada (podobnie jak PPG), że Polska otrzyma korzystną decyzję z Eurostatu nt. traktowania OFE, podczas gdy ich klasyfikacja nie została jeszcze rozstrzygnięta (oczekiwane jest to na początku 2004 r.). Jeśli wyliczyć ten czynnik, to deficyt byłby wyższy o ok. 1,5% PKB każdego roku. Co warto odnotować, Komisja ocenia zadłużenie sektora *general government* na poziomie około 50% PKB w kolejnych latach (zakładając że OFE są w sektorze publicznym), co oznacza, że gdyby był jeszcze zawarty w tym plan Hausnera, to byłoby ono poniżej 50% PKB, czyli pierwszego prognozy ostrożnościowego. Oczywiście, ustawa o finansach publicznych definiuje dług publiczny według polskiej metodologii, co oznacza, że rząd będzie musiał ją zmienić, jeśli będzie chciał uniknąć przekroczenia prognozy.

Prognozy podstawowych wskaźników makroekonomicznych dla Polski

	Komisja Europejska			Przedakcesyjny Program Gospodarczy		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Wzrost PKB	3,3	4,2	4,8	3,0	5,0	5,0
Inflacja średnioroczna (HICP)	0,8	1,9	2,7	0,8	2,2	2,8
Saldo sektora general government (% PKB)	-4,3	-5,9	-4,9	-4,1	-5,0	-4,0
Dług sektora general government (% PKB)	45,1	49,2	51,5	44,3	46,9	49,2

Źródło: Przedakcesyjny Program Gospodarczy, Komisja Europejska

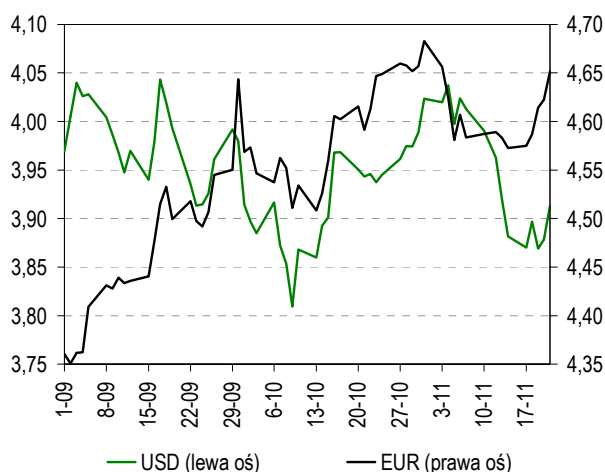
Monitor rynku

- Kolejne rekordowe poziomy złotego wobec euro
- ...oraz dalszy wzrost premii za ryzyko za obligacje
- ...a reakcja na obniżenie ratingu bardzo krótkotrwała

Obawy przed podwyżką stóp osłabiły złotego

Po dużej nerwowości we wrześniu, a zwłaszcza pod jego koniec, w pierwszej połowie października handel na rynku walutowym był spokojniejszy. Jednak w drugiej połowie miesiąca powróciła niepewność co do przyszłej polityki fiskalnej, która przekładała się na, naszym zdaniem bezzasadne, obawy przed podwyżką stóp, co ponownie wywołało deprecjację złotego. Na koniec października złoty był słabszy o około 1% zarówno wobec dolara jak i euro w porównaniu z końcem września. Ponownie na początku listopada nastroje uległy poprawie i nie pogorszyły się nawet po obniżeniu ratingu polskiego długu przez S&P. Jednak w II połowie listopada złoty osłabiał się przy mniej aktywnym handlu, w reakcji na kilka negatywnych informacji z otoczenia krajowego jak i zagranicznego.

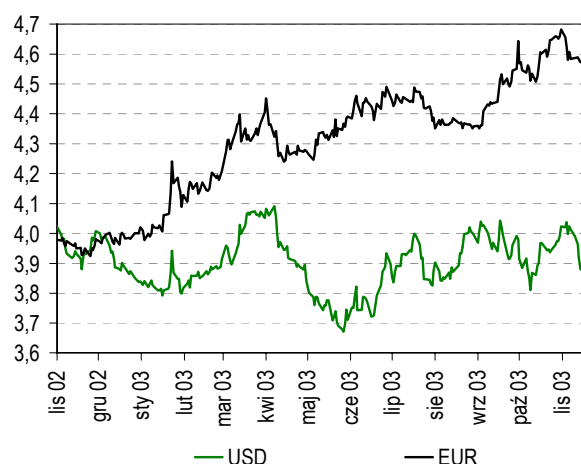
Złoty w ostatnich 3 miesiącach



Źródło: NBP

Według fixingów NBP w październiku dolar był notowany pomiędzy 3,8096 zł (9 X) a 4,0234 zł (31 X) i średnio na poziomie 3,9240 zł (wobec 3,9792 zł we wrześniu). Natomiast euro wyceniano od 4,5084 zł (13 X) do 4,6826 (31 X) oraz przeciętnie na poziomie 4,5918 zł (we wrześniu 4,4649 zł). W porównaniu z naszymi prognozami z poprzedniego MAKROskopu (odpowiednio 3,91 i 4,50) widoczna jest wyraźna różnica w przypadku euro, co w dużej mierze wynikało z aprecjacji tej waluty na rynku międzynarodowym.

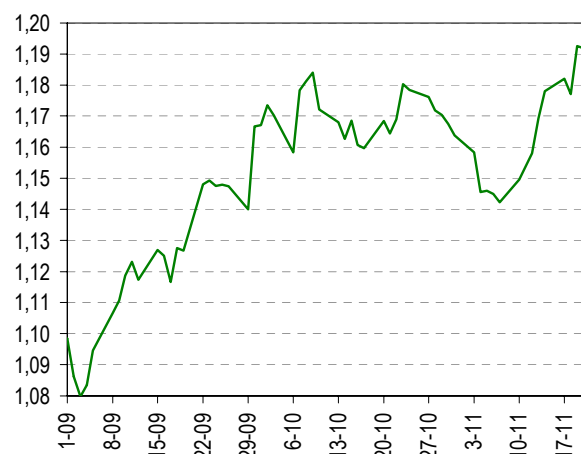
Złoty w ostatnich 12 miesiącach



Źródło: NBP

W pierwszych dniach października złoty odrabiał stratę po deprecjacji o 2,5% w ostatnich dniach września, wspierany przez decyzję RPP i wypowiedzi prezesa NBP. Jak już napisano, w I połowie miesiąca handel był spokojniejszy, jednak kursy były stosunkowo niestabilne, co wynikało z dużych wahań kursu EURUSD w tym okresie oraz pewnego wzrostu niepewności w oczekiwaniu na publikację planu cięcia wydatków publicznych. Około 15 października na rynek powróciła nerwowość, czego bezpośrednią przyczyną była informacja o znacznym spadku rezerwy płynności budżetu na koniec września oraz plotka o zmianie na stanowisku premiera.

Kurs euro do dolara



Źródło: NBP, BZ WBK

W II połowie października nastroje rynkowe były bardzo negatywne. Kolejny raz zostały one zdominowane przez niepewność dotyczącą polityki fiskalnej, jednak tym razem zaczęła się ona nawet przekładać na obawy przed podwyżką stóp procentowych (bezzasadne z punktu widzenia fundamentów). Dodatkowo sytuację pogarszały informacje o zmianie liczby członków RPP,



wypowiedzi przedstawicieli agencji ratingowych (zwłaszcza S&P) oraz deprecjacja forinta. W tym okresie złoty kilka razy osiągał rekordowo słabe poziomy, ostatni raz 31 X było to 4,72 wobec euro oraz najniższy poziom wobec koszyka dolar-euro od listopada 1999 r.

Na początku listopada nastroje zupełnie odwróciły się. W całym pierwszym tygodniu przeważał pozytywny sentyment, co wynikało początkowo z mocnych danych z rachunku obrotów bieżących, a potem rynek był wspierany jeszcze mocniej informacją o podwyższeniu perspektywy ratingu dla długu Polski w walutach obcych przez Fitch Ratings oraz o wzroście rezerwy płynności budżetu. Natomiast obniżenie ratingu długu krajowego przez S&P spowodowało jedynie przejściowe osłabienie złotego, co wskazuje, że taka decyzja agencji była już w znacznym stopniu wkalkulowana w ceny.

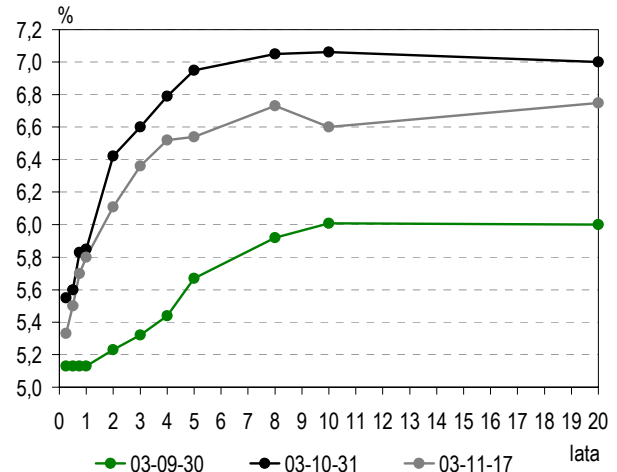
Długi weekend przed Świętem Niepodległości znacznie zmniejszył aktywność rynku i taki stan utrzymał się przez następne dwa tygodnie. Początkowo jednocześnie złoty był mocny, a w aprecjacji pomagały zmiany kursu EURUSD. Jednakże ponownie w połowie miesiąca nastroje pogorszyły się. Zaczęło się od czynników krajowych: nieudanego przetargu obligacji i wypowiedzi ministra Raczki o wysokich potrzebach pożyczkowych budżetu w pierwszym kwartale przyszłego roku. Dodatkowo, negatywnie na sentyment na wszystkich rynkach wpływały zamachy terrorystyczne na Bliskim Wschodzie.

... oraz rynek obligacji skarbowych

Podobnie na rynku papierów skarbowych pierwsze dwa tygodnie października były spokojniejsze, co pozwoliło na spadek premii za ryzyko dla polskich papierów (różnicy pomiędzy oczekiwaną 5-letnią stopą procentową w Polsce i w strefie euro za pięć lat) o około 10 punktów bazowych. Jednak począwszy od ogłoszenia planu Hausnera przeważały negatywne nastroje. Kolejne wiadomości, w tym m.in. o spadku rezerwy płynności budżetu i możliwości odrzucenia projektu przyszłorocznego budżetu w Sejmie już w pierwszym czytaniu zwiększyły premię o 30 pb. Jednak jeszcze głębsze osłabienie (o dalsze 40 pb) nastąpiło, gdy pojawiły się obawy przed podwyżką stóp. Dodatkowo rynek stał się wówczas niepłynny, gdyż znacznie zwiększyła się różnica kwotowań cen kupna i sprzedaży.

Na początku listopada nastroje rynkowe były pozytywne i krzywa rentowności przesuwiała się w dół, a reakcja na obniżkę ratingu była bardzo krótkotrwała, bowiem w dniu jej ogłoszenia rentowność na zamknięciu była i tak wyraźnie niższa niż jeszcze na otwarciu. W pierwszym tygodniu listopada premia za ryzyko dla polskich papierów zmniejszyła się o 40 pb. i przy zmniejszonej aktywności handlu ustabilizowała się na okres około tygodnia po Święcie Niepodległości.

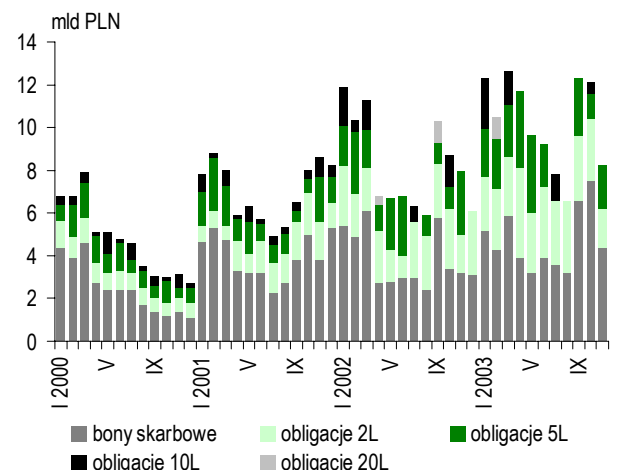
Krzywa rentowności



Źródło: BZ WBK

Z kolei w połowie miesiąca, przy nadal mało aktywnym handlu, nastroje pogorszyły się po nieudanej aukcji, zapowiedzi wysokiej podaży papierów w I kw. 04 oraz serii zamachów terrorystycznych, tak że premia za ryzyko dla polskich obligacji znowu wzrosła o 30 pb.

Podaż papierów skarbowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

W środę, 15 października odbył się przetarg obligacji 5-letnich PS0608. Dość niska podaż (1 mld zł) spotkała się z wysokim popytem ze strony inwestorów (2,7 mld zł). Sprzedano wszystkie papiery, jednak oferowano niskie ceny, więc średnia rentowność wyniosła aż

5,805% wobec 4,851% na poprzednim udanym przetargu tych papierów w czerwcu i była ona wyższa od bieżącego poziomu rynkowego. Na przetargu uzupełniającym nie zgłoszono żadnego popytu.

5 listopada odbyła się aukcja przetarg benchmarku 2-letniego OK0805. Ponownie umiarkowana oferta (1,5 mld zł) spotkała się ze stosunkowo wysokim popytem (3,7 mld zł) i sprzedano wszystkie obligacje. Średnia rentowność wyniosła 6,237% i była znacznie wyższa od 5,246% miesiąc wcześniej. Jednak tym razem była ona zgodna z bieżącymi notowaniami rynkowymi, a na przetargu uzupełniającym odnotowano bardzo wysoki popyt (1,8 mld zł) i oczywiście resort finansów sprzedał wszystkie oferowane papiery.

Natomiast kolejny przetarg obligacji 5-letnich, który odbył się 19 listopada, nie był udany. Tym razem oferta papierów DS0509 była stosunkowo wysoka (2 mld zł), natomiast zgłoszony popyt był niższy od podaży (1,8 mld zł) i sprzedano tylko niecałe 75% oferowanych papierów. Średnia rentowność była wyższa o blisko 90 pb niż na poprzednim przetargu i była ona wyższa od bieżącego poziomu rynkowego. Wobec złych nastrojów rynkowych, przetarg uzupełniający nie odbył się.

Pod koniec października resort finansów wydał komunikat o planowanej emisji papierów skarbowych do końca roku. Informacje na ten temat zawierają tabele.

Perspektywy krótkoterminowe dla polskiego rynku finansowego nadal nie są zbyt optymistyczne. Ciągłe pozostaje czynnik znacznej niepewności związany z perspektywami polityki fiskalnej i w związku z tym nie można wykluczyć w najbliższych tygodniach kolejnych gwałtownych skoków rentowności czy osłabienia złotego. Dopiero uchwalenie przyszłorocznego budżetu, a przede wszystkim ustaw wprowadzających plan Hausnera pozwoli na bardziej trwałą poprawę nastrojów rynkowych.

Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
02.10.2003*	3 500 / 3 500 *	-	3 500 / 3 500 *
06.10.2003	100 / 100	900 / 900	1 000 / 1 000
13.10.2003	100 / 100	900 / 900	1 000 / 1 000
20.10.2003	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
27.10.2003	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
Razem październik	3 700 / 3 700	3 800 / 3 800	7 500 / 7 500
03.11.2003	-	1 400 / 1 400	1 400 / 1 400
07.11.2003	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
17.11.2003	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
24.11.2003	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
Razem listopad	-	4 400 / 4 400	4 400 / 4 400
01.12.2003	-	1 000	1 000
08.12.2003	-	1 000	1 000
15.12.2003	100	1 400	1 500
22.12.2003	-	0 - 1 500	0 - 1 500
Razem grudzień	100	3 400 - 4 900	3 500 - 5 000

* przetarg dodatkowy, bony 10-tyg.

Źródło: Ministerstwo Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2003 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	08.01	OK1204	2 500	2 500	15.01*	DS1013	2 400	2 400	22.01	PS0608	2 200	1 959,1
luty	05.02	OK1204	2 800	2 114,3	12.02	WS0922	1 000	0	19.02*	PS0608	2 400	2 000
marzec	05.03*	OK1204	2 750	2 750	12.03	DS1013	1 600	1 600	19.03	PS0608	2 400	2 236,8
kwiecień	02.04*	OK0405	4 200	4 200	16.04*	PS0608	3 600	3 600	-	-	-	-
maj	07.05	OK0405	2 800	2 800	21.05*	PS0608	3 600	3 555	-	-	-	-
czerwiec	04.06*	OK0405	3 300	2 852,2	18.06	PS0608	2 000	2 000	-	-	-	-
lipiec	02.07*	OK0405	3 000	2 836,0	9.07*	DS1013	1 200	1 200	-	-	-	-
sierpień	06.08*	OK0805	3 360	3 360	-	-	-	-	-	-	-	-
wrzesień	03.09*	OK0805	3 000	2 501	10.09	WS0922	odwołany		17.09	PS0608	2 700	0
październik	01.10	OK0805	2 900	2 900	08.10	DS1013	500	500	15.10*	PS0608	1 200	1 000
listopad	05.11*	OK0805	1 800	1 800	19.11	DS0509	2 000	1 485,5	-	-	-	-
grudzień	03.12	OK1205	1 500 - 2 500		-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy

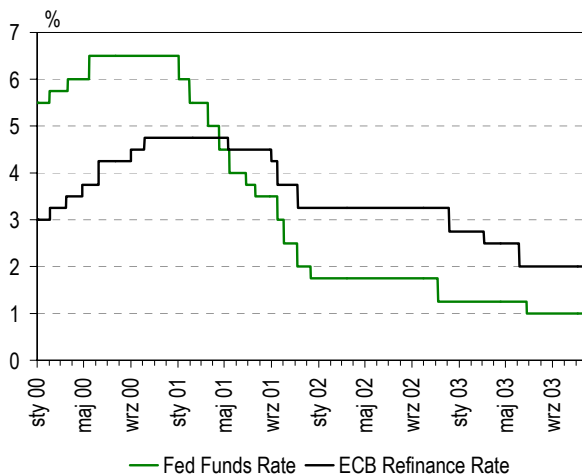
- Stopy procentowe bez zmian
- Wyraźne spadki wskaźników inflacji
- Oczekiwane ożywienie w strefie euro bardzo blisko
- Pakt Stabilności i Wzrostu złamany

Stopy procentowe na razie pozostaną bez zmian

Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Europejskiego Banku Centralnego nie zmieniła stóp procentowych na posiedzeniu w dniu 6 listopada. Główna stopa procentowa w strefie euro – stopa refinansowa – wynosi 2,0%, czyli jest na najniższym poziomie w historii polityki pieniężnej EBC. Oczekuje się, że pozostanie ona tym poziomie do połowy przyszłego roku (kolejne posiedzenie Rady zaplanowano na 4 grudnia). Na konferencji prasowej nowy prezes EBC Jean-Claude Trichet stwierdził, że ożywienie gospodarcze w strefie euro jest widoczne, ale jego oznaki pozostają słabe. Natomiast w Wielkiej Brytanii RPP zdecydowała się podnieść stopy procentowe o 25 pb (do 3,75%), aby schłodzić wzrost cen na rynku nieruchomości oraz ograniczyć zadłużanie się ludności.

Także Komitet Otwartego Rynku pozostawił stopy procentowe bez zmian na posiedzeniu 28 października, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Stopa funduszy federalnych pozostała na poziomie 1,0%, najniższym od 1958 r. W komunikacie z posiedzenia Fed wskazał na ryzyko spadku inflacji do niepożądanego niskiego poziomu, co sugeruje, że nie należy spodziewać się szybkiego wzrostu stóp procentowych. Z drugiej strony, stwierdzono, że stabilizuje się sytuacja na rynku pracy. Najbliższe posiedzenie Fed jest zaplanowane na 9 grudnia i także na nim nie jest oczekiwana zmiana poziomu stóp procentowych.

Stopy procentowe w USA i strefie euro



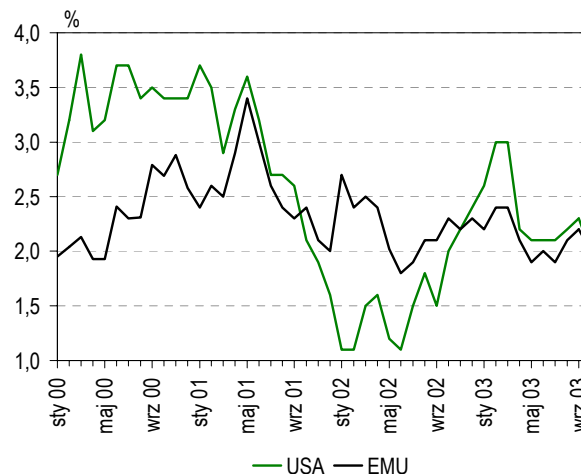
Źródło: Reuters

Inflacja konsumenta na poziomie 2%

Według ostatecznych kalkulacji, ceny konsumenta w strefie euro wzrosły w październiku o 0,1% m/m. W związku z tym roczna stopa inflacji zmniejszyła się do 2,0% z 2,2% odnotowanych we wrześniu i zrewidowanych w górę z 2,1%. Tym samym w październiku inflacja znalazła się dokładnie na poziomie celu inflacyjnego EBC. Analitycy oczekiwali wzrostu cen o 0,3% m/m oraz potwierdzenia wstępnych szacunków na poziomie 2,1% r/r. We wrześniu ceny producenta w strefie euro pozostały bez zmian w ujęciu miesięcznym, a roczna dynamika zmniejszyła się do 1,1% z 1,4% odnotowanego w sierpniu oraz w lipcu.

Europejski Bank Centralny podał, że dynamika podaży pieniądza M3 w strefie euro wyniosła we wrześniu 7,4% r/r, spowalniając z 8,2% odnotowanych w sierpniu. Tymczasem analitycy spodziewali się spowolnienia tempa wzrostu do 7,8%.

Inflacja konsumenta r/r



Źródło: Reuters

Dane ze Stanów Zjednoczonych o inflacji były prawie zgodne z prognozami analityków. W październiku ceny konsumenta pozostały bez zmian w ujęciu miesięcznym, podczas gdy oczekiwano wzrostu o 0,1%. Wynik ten przełożył się na wyraźny spadek rocznej stopy inflacji do 2,0% z 2,3% odnotowanych we wrześniu. Natomiast ceny producenta wzrosły w październiku znacznie szybciej niż prognozowano. Wzrost wyniósł 0,8% m/m wobec oczekiwań na poziomie 0,2% m/m. Roczna dynamika PPI pozostała bez zmian na poziomie z września 3,4%.

Wzrost w USA rewidowany w górę

Według wstępnej informacji o wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych, w III kwartale br. amerykański PKB wzrósł o 0,8% kw/kw, a więc szybciej

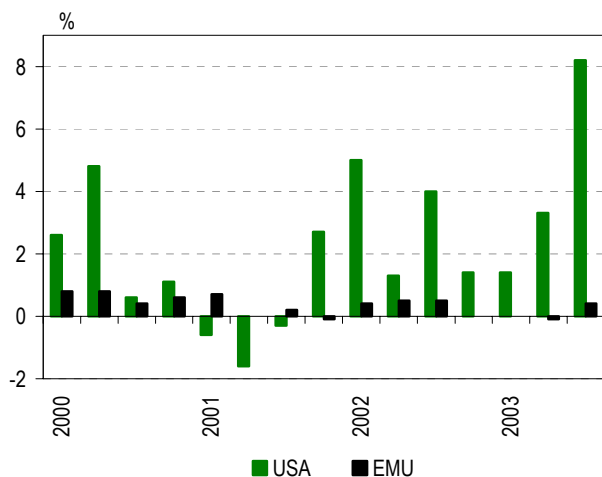


niż podano miesiąc wcześniej w informacji przedwstępnej, gdy wzrost ten szacowano na 7,2%. Jest to najwyższe tempo wzrostu gospodarczego od niemal dwudziestu lat. Dane po rewizji były lepsze od oczekiwań ekonomistów na poziomie 7,8% i znacznie lepsze od wyniku II kwartału br., czyli 3,3%. Analitycy oczekują, że w IV kw. br. dynamika PKB spowolni, ale nadal będzie stosunkowo wysoka, około 4%.

Dane z USA o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej były z grubsza zgodne z oczekiwaniami. W październiku produkcja wzrosła o 0,2% m/m, podczas gdy prognozowano 0,3%. Wynik wrześniowy został zrewidowany w górę do 0,5% z 0,4% podanych poprzednio. Sprzedaż spadła o 0,3% m/m, w porównaniu z oczekiwaniami na poziomie 0,2%, a dane za wrzesień zostały zrewidowane do -0,4% m/m z -0,2% podanych poprzednio.

Stopa bezrobocia zmniejszyła się w październiku do 6,0% z 6,1% odnotowanych we wrześniu, tymczasem oczekiwano stabilnego poziomu. Co więcej, liczba miejsc pracy wzrosła aż o 126 tys., tymczasem analitycy spodziewali się wzrostu o 58 tys. Był to trzeci z rzędu wzrost, co oznacza, że wysoki wzrost gospodarczy zaczyna pozytywnie wpływać na rynek pracy.

Dynamika PKB kw/kw



Uwaga: stopy wzrostu dla USA annualizowane
Źródło: Reuters

... a w strefie euro nareszcie na plusie

W listopadzie opublikowano wstępne szacunki wzrostu gospodarczego za III kw. br. w strefie euro i głównych gospodarkach strefy. Według nich, PKB Niemiec zwiększył się w III kw. o 0,2% kw/kw po tym jak zmniejszył się w II kw. o 0,2%. W ujęciu rocznym gospodarka niemiecka skurczyła się w III kw. o 0,2%. Dane te były dokładnie na poziomie prognozy rynku.

Najważniejszy wskaźnik koniunktury dla gospodarki Niemiec – indeks nastrojów przedsiębiorców IFO – odnotował w listopadzie siódmy z kolei wzrost i wyniósł 95,7 pkt wobec 94,3 pkt odnotowanych w październiku, podczas gdy prognozy wskazywały na wzrost do 95,0 pkt. Indeks ten osiągnął najwyższy poziom od niemal trzech lat. Poprawiły się zarówno oczekiwania na przyszłość, jak i ocena sytuacji bieżącej.

We Francji PKB wzrósł w III kw. o 0,4% po spadku o 0,3% odnotowanym w II kw. br. Analitycy oczekiwali dynamiki na poziomie 0,3%. Z kolei we Włoszech PKB zwiększył się w III kw. aż o 0,5% kw/kw, po spadku o 0,1% w II kw., podczas gdy oczekiwany był wzrost o 0,3%. Również dane dla całej strefy euro były lepsze od prognoz, bowiem w III kw. odnotowany został wzrost PKB o 0,4% kw/kw, wobec prognoz na poziomie 0,3%. W ujęciu rocznym PKB strefy euro odnotował wzrost o 0,3%, przyspieszając z 0,2% r/r w II kw. Wszystkie te dane wskazują, że w ubiegłym kwartale gospodarka europejska weszła na ścieżkę ożywienia gospodarczego. Jednocześnie Komisja Europejska podtrzymała prognozę na IV kw. br. na poziomie 0,2%-0,6% oraz opublikowała prognozę na I kw. 04 na poziomie 0,3-0,7%.

Dane o produkcji przemysłowej w strefie euro były gorsze niż prognozowano. We wrześniu produkcja zmniejszyła się o 0,6% m/m, a roczna dynamika wyniosła -1,8% w porównaniu z -0,5% odnotowanym w sierpniu, a zrewidowanym z 0,1%. Tymczasem prognozy na wrzesień były na poziomie odpowiednio -0,5% i -0,6%. Z kolei, sprzedaż detaliczna w strefie euro spadła o 0,1% m/m oraz 0,9% r/r, w porównaniu z prognozami na poziomie odpowiednio -0,3% oraz -0,7%.

Stopa bezrobocia w strefie euro wyniosła we wrześniu 8,8%, bez zmian wobec danych sierpniowych, co było zgodne z oczekiwaniami analityków. Najwyższe bezrobocie odnotowano w Hiszpanii, Francji i Niemczech.

Zły sygnał z Unii Europejskiej

Ministrowie finansów krajów UE zdecydowali o zaniechaniu procedury dyscyplinarnej wobec Niemiec i Francji, pomimo tego, że ich deficyty budżetowe mają w roku 2004 po raz trzeci z rzędu przekroczyć limity określone w Pakcie Stabilności i Wzrostu. Unia ma jedynie zobowiązać wymienione kraje do ograniczenia deficytu. Kompromis w tej sprawie jest złym sygnałem dla obecnych i przyszłych członków UE, dowodząc możliwości omijania najbardziej restrykcyjnych klauzul.



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
3 listopada POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI (X) USA: ISM (X)	4	5 POL: Przetarg obligacji 0K0805 EMU: Bezrobocie (IX) EMU: Sprzedaż detaliczna (VIII) USA: Zamówienia w przemyśle (IX)	6 GER: Bezrobocie (X) EMU: Posiedzenie EBC	7 POL: Ceny żywności (II poł. X) POL: Przetarg bonów skarbowych USA: Bezrobocie (X)
10	11 Święto Niepodległości ITA: Produkcja przemysłu (IX)	12 FRA: Produkcja przemysłu (IX)	13 GER: PKB (III kw.) FRA: PKB (III kw.) FRA: Inflacja wstępna (X) ITA: Inflacja finalna (X) USA: Handel zagraniczny (IX)	14 POL: Inflacja (X) POL: Podaż pieniądza (X) ITA: PKB (III kw.) EMU: PKB (III kw.) USA: Ceny producenta (X) USA: Produkcja przemysłu (X) USA: Sprzedaż detaliczna (X)
17 POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Produkcja przemysłu (IX)	18 POL: Płace i zatrudnienie (X) EMU: Inflacja finalna (X) USA: Inflacja (X)	19 POL: Przetarg obligacji DS0509 FRA: Inflacja finalna (X) EMU: Handel zagraniczny (IX)	20 POL: Produkcja przemysłu (X) POL: Ceny producenta (X) GER: PKB (III kw.) FRA: PKB (III kw.)	21 POL: Koniunktura (XI)
24 POL: Inflacja bazowa (X) POL: Sprzedaż detaliczna (X) POL: Bezrobocie (X) POL: Przetarg bonów skarbowych	25 POL: Posiedzenie RPP (I dzień) GER: IFO (XI) USA: PKB (III kw.)	26 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) EMU: Bilans płatniczy (IX)	27 POL: Ceny żywności (I poł. XI) EMU: Podaż pieniądza (X)	28 POL: Bilans płatniczy (X) ITA: Inflacja wstępna (XI) EMU: Inflacja wstępna (XI) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (XI)
1 grudnia POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI (XI) USA: ISM (XI)	2 EMU: Ceny producenta (X) EMU: Bezrobocie (X)	3 POL: Przetarg obligacji 0K1205 EMU: PKB (III kw.)	4 GER: Bezrobocie (XI) EMU: Posiedzenie EBC EMU: Sprzedaż detaliczna (IX)	5 POL: Ceny żywności (II poł. XI) USA: Bezrobocie (XI) USA: Zamówienia w przemyśle (X)
8 POL: Przetarg bonów skarbowych	9	10 ITA: PKB (III kw.)	11 FRA: Inflacja wstępna (XI)	12 POL: Podaż pieniądza (XI) POL: Płace i zatrudnienie (XI) ITA: Produkcja przemysłu (X)

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	29-30	28-29	25-26	16-17
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	28	30
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	12
Bilans NBP	7	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	5
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

		paź 02	lis 02	gru 02	sty 03	lut 03	mar 03	kwi 03	maj 03	cze 03	lip 03	sie 03	wrze 03	paź 03	lis 03
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,2	3,1	5,2	3,3	4,3	5,5	8,5	11,7	7,9	10,3	5,9	10,9	12,1	12,0
Sprzedaż detaliczna ***	% r/r	5,1	5,9	4,9	4,1	4,2	-1,7	11,0	9,7	8,1	5,4	5,5	9,7	10,3	10,6
Stopa bezrobocia	%	17,5	17,8	18,0	18,6	18,7	18,6	18,3	17,9	17,7	17,7	17,6	17,5	17,4	17,6
Place brutto ** ***	% r/r	0,5	1,8	2,4	2,7	2,1	0,7	4,2	0,0	3,1	2,4	1,9	2,2	3,0	2,5
Zatrudnienie **	% r/r	-3,2	-2,3	-4,1	-3,9	-4,0	-3,7	-3,5	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2
Eksport (wg NBP)	młn EUR	3 182	3 004	3 223	2 761	2 635	2 957	2 969	3 015	3 018	3 282	2 862	3 301	3 450	3 312
Import (wg NBP)	młn EUR	4 241	4 090	4 166	3 895	3 219	3 467	3 833	3 696	3 512	4 107	3 615	3 837	4 250	4 144
Bilans handlowy (wg NBP)	młn EUR	-1 059	-1 086	-943	-1 134	-584	-510	-864	-681	-494	-825	-753	-536	-800	-832
Rachunek bieżący	młn EUR	-580	-753	-484	-711	-483	-248	-460	-411	-100	-239	-111	61	-620	-282
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-34,0	-37,1	-39,4	-4,1	-11,7	-15,5	-18,0	-23,2	-23,8	-27,7	-29,6	-33,1	-34,8	-36,8
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu rocznego	86,4	94,0	100,0	10,6	30,2	40,0	46,6	60,0	61,5	71,5	76,4	85,4	89,9	95,0
Inflacja (CPI)	% r/r	1,1	0,9	0,8	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,7	1,7	2,2	2,5	2,9	3,6	2,9	2,0	2,0	1,9	1,8	2,1	2,7	3,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-2,5	-1,0	-2,0	-1,4	-1,2	0,5	0,8	0,3	1,3	0,7	1,7	3,1	4,7	5,2
Zobowiązania	% r/r	-4,6	-3,2	-4,2	-4,1	-3,8	-2,3	-2,3	-2,9	-1,9	-2,5	-1,7	-0,2	1,5	1,7
Należności	% r/r	4,4	4,6	5,3	5,5	5,7	8,7	8,5	7,6	5,9	5,0	5,2	5,7	7,2	8,0
USD/PLN	PLN	4,12	3,95	3,91	3,84	3,87	4,01	3,96	3,74	3,80	3,90	3,92	3,98	3,92	3,94
EUR/PLN	PLN	4,04	3,96	3,99	4,08	4,17	4,33	4,30	4,33	4,44	4,44	4,37	4,46	4,59	4,62
Stopa interwencyjna*	%	7,00	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	7,45	6,81	6,82	6,56	6,37	6,17	5,90	5,53	5,38	5,26	5,16	5,17	5,42	5,40
Stopa lombardowa*	%	9,00	8,75	8,75	8,50	8,00	7,75	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,77	5,88	5,78	5,74	5,83	5,67	5,43	4,75	4,66	4,85	4,82	4,91	5,30	5,95
Rentowność obligacji 2L	%	6,62	5,78	5,75	5,55	5,66	5,52	5,16	4,78	4,79	4,89	4,86	5,02	5,53	6,31
Rentowność obligacji 5L	%	6,57	5,91	5,67	5,57	5,58	5,36	5,15	4,88	4,90	5,17	5,38	5,60	6,04	6,86
Rentowność obligacji 10L	%	6,22	5,89	5,69	5,62	5,67	5,52	5,41	5,13	5,03	5,37	5,60	5,93	6,36	6,92

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

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


Wskaźniki kwartalne i roczne

		2001	2002	2003	1Q02	2Q02	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03
PKB	mld PLN	750,8	772,2	690,4	178,6	189,5	191,2	213,0	184,5	198,2	120,1	187,6
PKB	% r/r	1,0	1,4	3,5	0,5	0,9	1,8	2,2	2,2	3,8	3,7	4,2
Spożycie ogółem	% r/r	1,8	2,9	2,3	2,8	2,6	2,8	3,2	1,0	2,9	2,6	2,7
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	2,1	3,3	2,8	3,5	2,9	3,1	3,5	1,4	3,9	3,0	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-10,2	-6,7	1,4	-12,8	-7,9	-5,9	-3,6	-3,6	-1,7	2,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,6	1,5	9,1	-1,6	-0,4	3,3	4,6	4,4	9,1	8,9	14,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	0,2	3,3	6,7	5,8	0,7	3,9	2,6	1,2	9,8	6,4	9,4
Stopa bezrobocia*	%	17,5	18,0	17,8	18,2	17,4	17,6	18,0	18,6	17,7	17,5	17,8
Place realne brutto	% r/r	1,6	1,5	1,5	1,9	1,4	2,3	0,3	1,4	1,7	1,7	1,1
Eksport (wg NBP)	mld EUR	33 823	34 746	37 122	7 853	8 668	8 816	9 409	8 353	9 002	9 445	10 322
Import (wg NBP)	mld EUR	46 848	45 712	45 864	10 847	11 109	11 259	12 497	10 581	11 041	11 559	12 683
Bilans handlowy (wg NBP)	mld EUR	-13 025	-10 966	-8 741	-2 994	-2 441	-2 443	-3 088	-2 228	-2 039	-2 114	-2 360
Rachunek bieżący	mld EUR	-7 992	-7 188	-3 922	-2 659	-1 780	-932	-1 817	-1 442	-971	-289	-1 220
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-3,6	-2,5	-3,9	-3,6	-3,6	-3,6	-3,1	-2,7	-2,7	-2,5
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-32,6	-39,4	-38,7	-16,4	-25,0	-29,8	-39,4	-15,5	-23,8	-33,1	-38,7
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,3	-5,1	-5,6	-9,2	-4,5	-2,5	-4,5	-8,4	-4,2	-7,7	-3,0
Inflacja	% r/r	5,5	1,9	0,8	3,4	2,1	1,3	0,9	0,5	0,5	0,8	1,5
Inflacja*	% r/r	3,6	0,8	1,7	3,3	1,6	1,3	0,8	0,6	0,8	0,9	1,7
Ceny produkcji	% r/r	1,6	1,0	2,6	0,2	0,7	1,4	1,9	3,0	2,3	1,9	3,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,2	-2,1	5,0	3,2	2,5	-1,5	-2,1	0,5	1,3	3,1	5,0
Zobowiązania	% r/r	8,9	-4,3	1,5	1,7	0,5	-3,5	-4,3	-2,3	-1,9	-0,2	1,5
Należności	% r/r	9,3	5,3	8,3	7,1	9,4	4,9	5,3	8,7	5,9	5,7	8,3
USD/PLN	PLN	4,09	4,08	3,90	4,13	4,04	4,15	3,99	3,90	3,83	3,93	3,93
EUR/PLN	PLN	3,67	3,85	4,39	3,62	3,72	4,08	4,00	4,19	4,36	4,42	4,60
Stopa interwencyjna*	%	11,50	6,75	5,25	10,00	8,50	7,50	6,75	6,00	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	16,10	9,09	5,64	11,02	9,80	8,50	7,03	6,37	5,60	5,20	5,41
Stopa lombardowa*	%	15,50	8,75	6,75	13,50	11,50	10,00	8,75	7,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	14,77	8,18	5,33	9,64	9,11	7,82	6,14	5,75	4,94	4,86	5,75
Rentowność obligacji 2L	%	13,97	7,94	5,38	9,27	8,84	7,63	6,05	5,58	4,91	4,92	6,11
Rentowność obligacji 5L	%	12,59	7,86	5,67	9,09	8,69	7,60	6,05	5,50	4,98	5,38	6,80
Rentowność obligacji 10L	%	10,74	7,34	5,81	8,28	7,92	7,24	5,93	5,60	5,19	5,63	6,83

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

* stan na koniec okresu



Bank Zachodni WBK S.A.

PION SKARBU

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 26.11.2003 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.