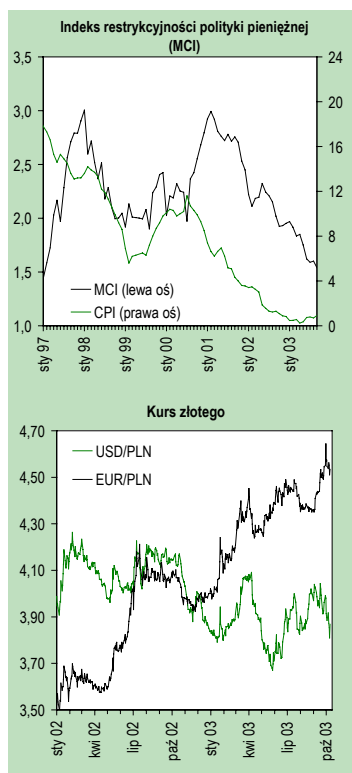


# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Październik 2003



### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<b>Na krawędzi</b>	
Gospodarka Polski	6
Pod lupą: Bank centralny	13
Pod lupą: Rząd i polityka	20
Monitor rynku	25
Przegląd międzynarodowy	27
Kalendarz makroekonomiczny	29
Dane i prognozy ekonomiczne	30

**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

## Pocztówki znad krawędzi

■ Rząd zaakceptował średnioterminową strategię polityki fiskalnej oraz plan racjonalizacji wydatków, których ocenę przedstawiamy w *Temacie miesiąca*. **Rządowe plany słusznie zakładają cięcia wydatków socjalnych, jednak dopiero od 2005 roku, podczas gdy głównym problemem pozostaje przyszły rok, na który rząd zakłada niebezpieczne zbliżanie się relacji długu publicznego do PKB do drugiego progu bezpieczeństwa (55%).** Zakłada się, że tylko wyjątkowy zbieg okoliczności mógłby uratować nas przed przekroczeniem tego poziomu i przed związanymi z tym konsekwencjami. Warto zauważyć, że konsekwencje przekroczenia poziomu 55% PKB w 2004 r. byłyby nawet poważniejsze (konieczność osiągnięcia nadwyżki budżetowej w 2006 r.) niż przekroczenie poziomu 60% PKB rok później („tylko zbilansowany budżet w 2007 r.).

■ **Podczas gdy rząd uważa, że zmniejszenie deficytu w 2004 r. (a więc i długu publicznego) może odbyć się bez zmiany ustawy budżetowej, naszym zdaniem, o wiele bardziej uzasadnione byłoby obniżenie deficytu planowanego na 2004 r. w formie rządowej autopoprawki.** Po pierwsze, obniżenie deficytu zwiększyłoby wiarygodność planów fiskalnych na kolejne lata, co zostałoby pozytywnie przyjęte przez rynki finansowe. Po drugie, bez autopoprawki może się zdarzyć sytuacja, że deficyt na 2004 r. wcale nie zmaleje mimo dokonania dodatkowych oszczędności w wydatkach; na przykład jeśli dochody budżetu będą nieoczekiwanie mniejsze od planowanych. Szkoda, że przygotowanie przez rząd autopoprawki do budżetu wydaje się mało prawdopodobne po wypowiedziach przedstawicieli rządu, którzy zdecydowanie wykluczyli taką możliwość. Jest to najpoważniejszy zarzut (również przedstawicieli NBP) w stosunku do rządowej strategii finansów publicznych i może być przyczyną przedłużającej się niepewności na polskim rynku finansowym.

■ **Dane GUS pokazały, że wzrost PKB w II kwartale br. był zaskakująco wysoki, potwierdzając rosnące tempo ożywienia gospodarczego. Struktura wzrostu pokazała jednak, że nadal niewystarczająca jest poprawa w aktywności inwestycyjnej.** Dlatego w kolejnych kwartałach tempo przyspieszenia gospodarki będzie mniej imponujące. Wskazują na to nieco rozczarowujące wyniki badań koniunktury oraz sierpniowe dane na temat produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej. Te same dane pokazują jednak, że obecne ożywienie jest trwałe. Co ważne, zaczyna się ono powoli przekładać na poprawę sytuacji na rynku pracy. W sierpniu, po raz pierwszy od wielu lat nastąpił roczny spadek liczby bezrobotnych. Nie towarzyszy temu jednak na razie wzrost presji płacowej. Ponieważ zjawiska w sferze pieniężnej również nie tworzą istotnych zagrożeń inflacyjnych, wskaźnik CPI pozostaje na niskim poziomie i przewidywane jest jedynie jego umiarkowane przyspieszenie.

### Na rynku finansowym 30 września 2003 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	5,24	USDPLN	3,9799
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,83	EURPLN	4,6435
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,13	EURUSD	1,1667

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 13.10.2003 r.



## Temat miesiąca

### Na krawędzi

W ubiegłym miesiącu dokonaliśmy oceny projektu budżetu na przyszły rok. Ocena ta była dość negatywna, ze względu na rosnący deficyt budżetowy i rosnące potrzeby pożyczkowe państwa. Choć we wrześniowym MAKROskopie mieliśmy zamiar przedstawić również ocenę średnioterminowej strategii fiskalnej, opóźnienie decyzji rządu sprawiło, że analizę tę przedstawiamy dopiero teraz. Nie była to niestety jedyna konsekwencja tego opóźnienia – strategia była niezwykle ważnym dokumentem z punktu widzenia rynków finansowych, w związku z czym poślizg w jej zaprezentowaniu został bardzo nerwowo odebrany przez inwestorów. Na przełomie września i października złoty pozostawał dość słaby, a rentowności papierów skarbowych wysokie, i sytuacja ta nie zmieniła się znacznie po opublikowaniu strategii. Nieco lepszy sentyment pojawił się na rynku finansowym tuż po opublikowaniu planu racjonalizacji wydatków, jednak była to reakcja krótkotrwała i trudno się temu dziwić - wraz z obietnicą obniżki wydatków w latach 2005-07 inwestorzy otrzymali zapewnienie, że przyszłoroczny deficyt nie zmniejszy się istotnie. Oznacza to, że rząd nie zdecydował się zmniejszyć ryzyka przekroczenia drugiego progu bezpieczeństwa długu publicznego (55% PKB), którego konsekwencje byłyby równie poważne jak przekroczenie poziomu 60% rok później, i oznaczałyby konieczność osiągnięcia nadwyżki budżetowej w 2006 roku.

### Strategia ćwiczeniem arytmetycznym

Średnioterminowa strategia miała uwiarygodnić budżet na 2004 rok, pokazując, że wzrost deficytu w przyszłym roku będzie jedynie przejściowy i w związku z tym nie będzie oznaczał znacznego opóźnienia członkostwa Polski w strefie euro. Strategia zaprezentowała jednak tylko ogólną deklarację do obniżenia deficytu po roku 2004, oraz ścieżkę redukcji deficytu całego sektora finansów publicznych i długu publicznego na kolejne lata, które są spójne z polską drogą do euro, tj. założeniem, że uda się spełnić kryteria zbieżności fiskalnej z Maastricht w roku 2007. Ścieżki te zostały przedstawione przy trzech różnych scenariuszach rozwoju sytuacji makroekonomicznej: scenariuszu przyspieszonego wzrostu (wariant podstawowy), ustabilizowanego wzrostu oraz

niezrównoważonego wzrostu. Każdy z wariantów zakłada utrzymanie przez cały czas długu publicznego w relacji do PKB poniżej konstytucyjnej bariery 60% oraz uwzględnia symulację skutków przekraczania dwóch niższych progów (50% i 55%), wynikających z ustawy o finansach publicznych. Deficyt budżetowy stanowi natomiast wartość rezydualną wynikająca z ograniczeń nałożonych na dług. Główne wyniki rządowych symulacji przedstawione są w tabeli poniżej.

Innymi słowy, rządowa strategia średnioterminowa zasugerowała minimum, które rząd powinien osiągnąć w zakresie redukcji nierównowagi fiskalnej, ale nie wskazała konkretnych sposobów realizacji tych celów. Dlatego też dla rynku finansowego, który miał w pamięci poprzednią strategię średnioterminową rządu, takie deklaracje były niewystarczające. Najważniejszym z elementów rządowej „reformy fiskalnej”, od którego w dużym stopniu zależeć miał sukces całego programu, stał się plan racjonalizacji wydatków budżetowych, zaakceptowany przez rząd na początku października. Piszemy o nim szczegółowo poniżej, choć trzeba przyznać, że już w strategii w rozdziale „Racjonalizacja wydatków budżetu państwa” słusznie wskazano niektóre obszary, w których powinny być skoncentrowane cięcia wydatków - redukcja transferów z budżetu centralnego do innych jednostek sektora finansów publicznych, poprawa efektywności wykorzystania środków w zakresie świadczeń społecznych, edukacji, ochrony zdrowia, administracji publicznej itp. Średnioterminowa strategia zakłada również stworzenie szczegółowego harmonogramu wprowadzania w życie poszczególnych etapów zmian w finansach publicznych w latach 2004-06, który mógłby być na bieżąco monitorowany. Umożliwiłoby to rynkom finansowym śledzenie i ocenę postępów rządu we wdrażaniu reform.

**Finanse publiczne w trzech scenariuszach ekonomicznych**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Scenariusz przyspieszonego wzrostu (wariant bazowy)</b>					
Wzrost PKB (% r/r)	3,5	5,0	5,0	5,6	5,6
Dług publiczny (% PKB)	51,5	54,8	59,3	59,5	59,1
Wynik budżetu państwa (%PKB)	-4,8	-5,3	-4,2	-3,3	-2,6
<b>Scenariusz ustabilizowanego wzrostu</b>					
Wzrost PKB (% r/r)	3,0	4,0	4,0	4,2	4,2
Dług publiczny (% PKB)	51,5	55,4	59,3	55,5	53,2
Wynik budżetu państwa (%PKB)	-4,8	-5,3	-2,7	+1,5	0,0
<b>Scenariusz niezrównoważonego wzrostu</b>					
Wzrost PKB (% r/r)	3,5	5,0	5,8	6,8	6,8
Dług publiczny (% PKB)	51,5	54,8	59,3	59,5	59,1
Wynik budżetu państwa (%PKB)	-4,8	-5,3	-4,5	-4,2	-3,7

Źródło: Średnioterminowa strategia finansów publicznych



## Niedoceniany drugi próg bezpieczeństwa

Najbardziej niepokojącym elementem strategii jest fakt, że w scenariuszu przyspieszonego wzrostu gospodarczego rząd zakłada niebezpieczne zbliżenie się relacji długu publicznego do PKB do drugiego progu bezpieczeństwa (55%) w 2004 r. Właściwie zakłada się, że tylko wyjątkowy zbieg okoliczności mógłby uratować nas przed przekroczeniem tego poziomu w przyszłym roku i przed związanymi z tym konsekwencjami. Słyszymy to coraz częściej (m.in. od przedstawicieli banku centralnego), i nic w tym dziwnego biorąc pod uwagę projekt budżetu na 2004 rok (z wysokim deficytem, wysokimi potrzebami pożyczkowymi) oraz optymistyczne założenia rządowe, umożliwiające uniknięcie tego przekroczenia (szybki wzrost PKB, wysokie przychody z prywatyzacji, aprecjacja złotego). W ubiegłym miesiącu, pisząc o projekcie budżetu, prowokacyjnie zasugerowaliśmy, że być może łatwiej byłoby ministrowi finansów przygotować bardziej restrykcyjne budżety na kolejne lata, jeśli progi bezpieczeństwa przekraczane byłyby odpowiednio wcześniej. Warto jednak zauważyć, że konsekwencje przekroczenia poziomu 55% w 2004 r. byłyby równie poważne jak przekroczenie poziomu 60% rok później, i oznaczałyby konieczność osiągnięcia nadwyżki budżetowej w 2006 roku (koszty takiego gwałtownego dostosowania fiskalnego dla gospodarki byłyby niezmiernie duże i bolesne społecznie - cięcia wydatków „na oślep”, podwyżki podatków etc.). Wydaje się, że ryzyko przekroczenia poziomu 55% nie jest wystarczająco doceniane, a w debacie ekonomicznej jako scenariusz „gwałtownego dostosowania fiskalnego” przedstawia się często dopiero przekroczenie konstytucyjnego poziomu bezpieczeństwa długu publicznego (60% PKB). Dlaczego obydwa scenariusze (przekroczenie drugiego progu poziomu długu publicznego w 2004 r. i trzeciego w 2005 r.) oznaczają konieczność nadwyżki budżetowej?

### Rosnący dług publiczny (dwa scenariusze wydarzeń)

	2003	2004	2005	2006
<b>Rządowy scenariusz bazowy</b>				
Dług publiczny (% PKB)	51,5	54,8	59,3	59,5
Dług Skarbu Państwa (% PKB)	48,3	50,6	55,1	55,3
Dług publiczny (mld zł)	414,6	472,1	549,2	596,7
Dług Skarbu Państwa (mld zł)	388,9	435,9	510,3	554,5
<b>Scenariusz „nieco” mniej optymistyczny</b>				
Dług publiczny (% PKB)	51,5	55,1	59,6	55,0
Dług Skarbu Państwa (% PKB)	48,3	51,0	55,5	50,9
Dług publiczny (mld zł)	414,6	474,7	551,8	551,3
Dług Skarbu Państwa (mld zł)	388,9	439,4	513,7	510,4

Źródło: Strategia finansów publicznych, BZ WBK

Według ustawy o finansach publicznych, po przekroczeniu przez wielkość długu publicznego relacji 55% PKB w roku „t”, w roku „t+2” założona w projekcie budżetu relacja długu Skarbu Państwa (powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu udzielonych pożyczek i gwarancji) do PKB nie może przekroczyć relacji z roku „t”. Przeanalizujemy pod tym kątem założenia rządowe i i mniej optymistyczny scenariusz alternatywny.

Założmy że dług publiczny na koniec 2004 roku nie wyniesie 54,8%, ale 55,1% PKB (0,3pp to zaledwie około 2,5 mld złotych), na przykład na skutek słabszego o 10 groszy poziomu złotego niż to założył rząd. Oznaczałoby to, że budżet państwa na rok 2006 będzie musiał być skonstruowany w taki sposób, aby zapewnić spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w porównaniu z rokiem 2004. Dług ten musiałby więc spaść (przyjmując niezmienny bazowy scenariusz rządowy na rok 2005) w ciągu jednego roku o ponad 3 miliardy złotych, co oznaczałoby konieczność wygenerowania nadwyżki budżetowej. W praktyce więc przekroczenie drugiego poziomu bezpieczeństwa oznaczałoby nawet bardziej restrykcyjną politykę fiskalną w 2006 r. (konieczność nadwyżki), niż ewentualne przekroczenie poziomu bezpieczeństwa zapisanego w konstytucji rok później („tylko” zbilansowanie budżetu w 2007 r.). Czym większa skala przekroczenia 55-procentowej relacji długu do PKB w 2004 roku (w przypadku na przykład deprecjacji złotego lub niższych przychodów z prywatyzacji), tym większa nadwyżka budżetowa musiałaby być wygenerowana w 2006 r.

Pojawia się tu pytanie: czy rząd świadomie zdecydował się balansować na granicy bezpieczeństwa i w odniesieniu do konieczności drastycznych zmian już w 2006 roku zdał się w dużej mierze na przypadek, licząc przy tym na łut szczęścia?. A może istnieje plan B w przypadku przekroczenia poziomu długu 55% PKB? Możliwych jest kilka rozwiązań. Jednym z nich może być uwolnienie (za zgodą nowej Rady Polityki Pieniężnej) rezerwy rewaluacyjnej i wykorzystanie tych środków na wcześniejszą spłatę zadłużenia zagranicznego. Innym sposobem byłaby zmiana metodologii liczenia długu publicznego ze stosowanej dotychczas na unijną (ESA95), co pozwoliłoby nie zaliczać do długu publicznego przewidywanych wypłat z tytułu udzielonych pożyczek i gwarancji, a być może również długu wobec Otwartych Funduszy Emerytalnych. Ta wersja jest o tyle prawdopodobna, że niedawno wspominał o niej wicepremier Hausner, który powiedział PAP: *„pamiętajmy, że gdyby stosować dziś wzory rachunkowości przyjęte w krajach UE, na które przejdziemy być może w przyszłym roku, to nasz*





poziom długu jest dużo niższy. Granicą jest 60 proc. PKB, ale jesteśmy od niej dużo dalej, niż to się powszechnie sądzi". Według metodologii ESA95 polski dług jest o kilka punktów procentowych niższy. Rozwiązanie to nie prowadziłoby rzecz jasna do rzeczywistego obniżenia poziomu długu publicznego, niekoniecznie jednak musiałyby być negatywnie odebrane przez rynki finansowe - pod warunkiem, że towarzyszyłby mu rzeczywisty, poparty przez parlament, plan obniżek wydatków doprowadzający do redukcji deficytu budżetowego poniżej 3% PKB w ciągu kilku lat. Problemem jest jednak właśnie wiarygodny plan obniżki wydatków budżetowych.

### Racjonalizacja wydatków nie w 2004 r.

Zaakceptowany przez rząd plan uporządkowania i ograniczenia wydatków podzielony jest na dwa główne obszary: działania w zakresie administracji i gospodarki oraz zmiany w zakresie wydatków socjalnych. W ogólnym zarysie dokument jest spójny z informacjami podawanymi w ostatnim czasie przez media i sam rząd. Różni się jednak w jednym istotnym aspekcie – zakłada znacznie mniejsze oszczędności w 2004 r. Podczas gdy wcześniejsze informacje prasowe i wypowiedzi przedstawicieli rządu wskazywały, że w 2004 r. może zostać zaoszczędzone 3,6 mld zł (wydaje się, że rzeczywiście była to pierwotna propozycja Hausnera przedstawiona Radzie Ministrów), ostateczna wersja planu redukcji wydatków opublikowana po posiedzeniu rządu zawiera kwotę zaledwie 2,1 mld zł oszczędności. O ile dobrze rozumiemy, porównując oficjalny dokument i wcześniejsze nieoficjalne zapowiedzi, zmniejszenie tej kwoty wynika z odłożenia kilku niepopularnych decyzji w obszarze polityki społecznej dopiero na 2005 r. (zmiany w systemie emerytalnym rolników przełożone o rok, obniżona skala planowanych oszczędności w 2004 r. w przypadku pomocy dla niepełnosprawnych i zasiłków chorobowych).

W zakresie wydatków socjalnych najistotniejszymi obszarami oszczędności są zmiany w waloryzacji emerytur i rent, redukcja wypłat z tytułu zasiłków chorobowych, ograniczenie świadczeń przedemerytalnych, wyrównanie wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn, uporządkowanie rent inwalidzkich, reorganizacja pomocy finansowej dla niepełnosprawnych oraz zmiany w ubezpieczeniu społecznym rolników. Kwota przewidywanych oszczędności budżetu w wydatkach socjalnych sięgnie 12,1 mld zł w roku 2007. Oczywiście tylko przy założeniu, że wszystkie z planowanych zmian zostaną zaakceptowane i wdrożone. Wydaje się to jednak dużym problemem i droga od

przedstawienia planu do jego implementacji może być bardzo długa. Rząd najwyraźniej nie chce samodzielnie podejmować trudnych decyzji w tak delikatnych kwestiach, jak polityka społeczna i zapowiedział, że wszystkie zaproponowane zmiany będą przedmiotem szerokich konsultacji z partnerami społecznymi, odpowiednimi organizacjami i ekspertami. W dokumencie znajduje się cały rozdział nazwany „Debata”, opisujący sposób, w jaki rząd ma zamiar szukać aprobaty społecznej na proponowane działania. Konsultacje mają być zakończone do stycznia 2004 r., aby umożliwić przygotowanie odpowiednich projektów ustaw do końca marca 2004 r. (w wersji uwzględniającej wnioski z konsultacji). Powstaje pytanie, na ile debata społeczna oznacza, że niektóre działania mogą zostać ograniczone lub wyeliminowane – szczególnie te, które uderzają w interesy różnych grup społecznych. W takim wypadku można się zastanawiać, czy skala oszczędności będzie wystarczająca, aby zredukować wydatki publiczne i zmniejszyć deficyt budżetowy zgodnie z planem rządu.

### Oszczędności w wydatkach socjalnych (mld zł)

	2004	2005	2006	2007
<b>Ogółem</b>	<b>2,1</b>	<b>9,0</b>	<b>7,2</b>	<b>12,1</b>
w tym:				
Waloryzacja emerytur i rent	1,3	4,0	1,0	4,5
Zasiłki chorobowe	0,3	0,4	0,5	0,5
Ograniczenie świadczeń przedemerytalnych	0,3	0,8	1,4	2,3
Weryfikacja rent	0,2	0,5	0,9	1,1
Wsparcie dla niepełnosprawnych	0,4	1,6	1,7	1,7
System emerytalny rolników		1,7	1,8	1,8

Uwaga: Liczby nie sumują się, ponieważ plan zawiera również inne (ujemne) oszczędności

Źródło: Ministerstwo Gospodarki, Pracy i Polityki Społecznej

Rozdział zawierający „działania w zakresie administracji i gospodarki” zakłada osiągnięcie ok. 5,9 mld zł oszczędności w 2005 r. (i jak można przypuszczać nie mniej w latach kolejnych), głównie poprzez „racjonalizację kosztów administracji publicznej, uporządkowanie wydatków publicznych oraz eliminację patologii gospodarczych”. Ten obszar cięć i racjonalizacji wydatków obejmuje działania zależne tylko od rządu, nie wymagające decyzji parlamentu czy konsultacji społecznych. Lista oszczędności jest długa i zawiera takie działania jak: zmniejszenie zatrudnienia w administracji, lepsze wykorzystanie dostępnych środków, eliminacja niektórych funduszy i agencji, restrukturyzacja nieefektywnych sektorów (górnictwo i koleje), poszerzenie bazy podatkowej i zmiana sposobu finansowania potrzeb obronnych. Co ciekawe jednak, główne obszary oszczędności w zakresie ograniczania wydatków w administracji i gospodarce polegają na

zwiększaniu dochodów, a nie zmniejszeniu wydatków budżetu – jest to przynajmniej 3,2-4,2 mld zł z ogólnej kwoty 5,9 mld zł. Najistotniejszą pozycją jest „poszerzenie bazy podatkowej”, które odpowiada za 2-3 mld zł „oszczędności” rocznie (czyli prawie połowę całkowitych rocznych oszczędności przewidywanych w tym rozdziale planu). Dokument stwierdza, że cel ten ma zostać osiągnięty m.in. przez uproszczenie systemu podatkowego, poprawę efektywności aparatu skarbowego, objęcie podatkiem dochodowym rolników, ale nie wydają się to wystarczające argumenty (szczególnie biorąc pod uwagę dużą kwotę założonych oszczędności), jako że prawie każdy dotychczasowy rząd zakładał w swoich planach poprawę ściągłości podatków i poszerzenie bazy podatkowej, a wyniki nie były zbyt imponujące. Najważniejszą pozycją prowadzącą do zmniejszenia wydatków jest zmiana systemu finansowania potrzeb obronnych (ma przynieść 4,4 mld w latach 2005-2007).

**Działania w administracji i gospodarce (roczne oszczędności, poczynając od 2005 w mld zł)**

<b>Ogółem</b>	<b>5,9</b>
w tym:	
Zmiana finansowania systemu obrony	1,3-1,6
Poszerzenie bazy podatkowej	2-3
Restrukturyzacja górnictwa	0,38
Restrukturyzacja PKP	0,40
Restrukturyzacja publicznych ZOZ	0,25

Źródło: Ministerstwo Gospodarki, Pracy i Polityki Społecznej

**Konieczna autopoprawka budżetu na 2004 r.**

W wyniku wprowadzenia w życie zaproponowanych oszczędności oraz przyspieszenia wzrostu gospodarczego, rząd spodziewa się zmniejszyć deficyt budżetu do 2,1% PKB w 2007 r. Jest to nawet pokaźniejsza redukcja niż założona w bazowym scenariuszu średniookresowej strategii finansów publicznych, co sugeruje, że rząd chciałby mieć szerszy margines bezpieczeństwa na wypadek wydarzeń nieprzewidzianych. Rzeczywiście, proponowana skala dostosowania fiskalnego może być wystarczająca, aby doprowadzić do redukcji deficytu budżetowego zgodnego z założeniami średnioterminowej strategii finansów publicznych (jeśli towarzyszyć mu będzie przyspieszenie wzrostu PKB, które zwiększy wpływy podatkowe). Jednak poważnym problemem wciąż pozostaje przyszły rok – w programie rządowym nie widać działań w kierunku ograniczenia ryzyka przekroczenia poziomu 55%, a planowane na 2004 r. oszczędności zostały ograniczone z 3,6 mld zł do 2,1 mld zł. Należy zauważyć, że rząd zakłada że finanse

publiczne będą się poruszać na granicy bezpieczeństwa przez kilka najbliższych lat – w latach 2005-2007 dług publiczny w relacji do PKB będzie bardzo bliski konstytucyjnej granicy 60%.

**Finanse publiczne przed i po zmianach (% PKB)**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Scenariusz braku konsolidacji fiskalnej</b>					
Dochody budżetu	19,3	17,7	17,5	17,0	16,8
Wydatki budżetu	24,1	23,0	22,3	21,5	20,6
Wynik budżetu	4,8	5,3	4,8	4,5	3,8
Dług publiczny	51,5	54,8	59,9	60,7	60,3
<b>Wpływ proponowanych zmian</b>					
Dochody budżetu	19,3	17,7	17,8	17,3	17,2
Wydatki budżetu	24,1	22,7	21,3	20,6	19,3
Wynik budżetu	-4,8	-5,0	-3,4	-3,3	-2,1
Dług publiczny	51,5	54,5	58,6	59,4	58,7

Źródło: Ministerstwo Gospodarki, Pracy i Polityki Społecznej

Konferencja prasowa po posiedzeniu rządu mogła sugerować, że politycy zdają sobie sprawę, że nie ma już czasu na zwlekanie z wprowadzeniem koniecznych, choć niepopularnych zmian w finansach publicznych. Premier podkreślił, że program zmian w wydatkach musi zostać zaakceptowany „teraz albo nigdy”, niezależnie od sytuacji politycznej i poparcia społecznego dla rządzących. Jeśli tak silna determinacja byłaby widoczna w ciągu następnych kilku kwartałów, kiedy zmiany będą dyskutowane społecznie i głosowane w parlamencie, ryzyko poważnych problemów w polskich finansach publicznych mogłoby być rzeczywiście oddalone. Jednak wątpliwości odnośnie poparcia politycznego stanowią tylko jedną z wątpliwości w ocenie rządowego programu. Największym problemem jest fakt, że rząd uważa, że zmniejszenie deficytu w 2004 r. może odbyć się bez zmiany ustawy budżetowej. Naszym zdaniem, pod względem ekonomicznym o wiele bardziej uzasadnione byłoby obniżenie deficytu planowanego na 2004 r. w formie rządowej autopoprawki. Po pierwsze, obniżenie deficytu zwiększyłoby wiarygodność planów fiskalnych na kolejne lata, co zostałoby pozytywnie przyjęte przez rynki finansowe. Po drugie, bez autopoprawki może się zdarzyć sytuacja, że deficyt na 2004 r. wcale nie zmaleje mimo dokonania dodatkowych oszczędności w wydatkach; na przykład jeśli dochody budżetu będą nieoczekiwanie mniejsze od planowanych. Szkoda, że przygotowanie przez rząd autopoprawki do budżetu wydaje się mało prawdopodobne, zwłaszcza po wypowiedzi premiera Leszka Millera, który zdecydowanie wykluczył taką możliwość. Naszym zdaniem jest to najpoważniejszy zarzut w stosunku do rządowej strategii finansów publicznych i może być przyczyną przedłużającej się niepewności na polskim rynku finansowym.



## Gospodarka Polski

- **Znaczne przyspieszenie wzrostu PKB w II kwartale**
- **...ale w kolejnych kwartałach trudno będzie o dużo szybszy wzrost**
- **Wreszcie pewne oznaki poprawy na rynku pracy**
- **Nadal brak presji inflacyjnej**

Dane GUS pokazały, że wzrost PKB w II kwartale br. był zaskakująco wysoki, potwierdzając rosnące tempo ożywienia gospodarczego. Struktura wzrostu pokazała jednak, że nadal niewystarczająca jest poprawa w aktywności inwestycyjnej. Dlatego w kolejnych kwartałach tempo przyspieszenia wzrostu gospodarczego będzie mniej imponujące. Wskazują na to również nieco rozczarowujące wyniki badań koniunktury oraz sierpniowe dane na temat produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej. Te same dane pokazują jednak, że obecne ożywienie jest trwałe. Co ważne, zaczyna się też ono przekładać na poprawę sytuacji na rynku pracy. W sierpniu, po raz pierwszy od wielu lat nastąpił roczny spadek liczby bezrobotnych. Nie towarzyszy temu jednak na razie wzrost presji płacowej. Ponieważ zjawiska w sferze pieniężnej również nie tworzą istotnych zagrożeń inflacyjnych, wskaźnik CPI pozostaje na niskim poziomie i przewidywane jest jedynie umiarkowane jego przyspieszenie, które wynikać będzie z pogorszenia sytuacji na rynku żywności. W dalszym ciągu pozytywne z punktu widzenia perspektyw wzrostu są informacje o polskim handlu zagranicznym. Mniej optymistyczne są natomiast dane o wzroście zadłużenia zagranicznego Polski, szczególnie krótkoterminowego. Jego poziom jest jednak nadal na tyle niskim poziomie, że nie można mówić o zagrożeniu wypłacalności kraju.

### Znaczny wzrost PKB w II kwartale br.

Dane GUS o PKB w II kwartale tego roku, które miały potwierdzić rosnące tempo ożywienia gospodarczego w Polsce, okazały się faktycznie bardzo optymistyczne, pokazując wzrost PKB w II kwartale o 3,8% r/r wobec 2,2% w I kwartale. Wartość ta była znacznie powyżej oczekiwań rynku – my prognozowaliśmy wzrost o 3,3%, podczas gdy średnia prognoza rynkowa wynosiła 3,2%. Liczby te były dokładnie zgodne z tym, co zapowiadał wcześniej wicepremier Jerzy Hausner, co oznacza, że już po raz drugi w dość krótkim czasie przedstawiciel rządu ujawnił istotną informację statystyczną przed jej oficjalną publikacją (ostatnio był to wicepremier Grzegorz Kołodko w grudniu 2002 r.).

Wysokie tempo wzrostu w drugim kwartale zawdzięczaliśmy głównie przyspieszeniu wzrostu prywatnej konsumpcji (3,9% r/r) oraz bardzo dobrym wynikiem eksportu netto. Tymczasem pozostałe komponenty PKB wpływały na wzrost negatywnie. W szczególności utrzymał się spadek nakładów inwestycyjnych na dobra trwałe, trwający już 9 kwartałów z rzędu, chociaż należy zauważyć, że trend ten wyraźnie słabnie i w II kwartale br. spadek wyniósł już tylko 1,7% wobec 3,6% w I kw. br. Struktura wzrostu PKB pokazała, że chociaż ożywienie gospodarcze jest w Polsce coraz bardziej wyraźne, to jednak nadal nie jest nadmiernie silne biorąc pod uwagę popyt krajowy. Zanotowane tempo wzrostu konsumpcji prywatnej w dużym stopniu było efektem opóźnionych w tym roku wydatków z okazji świąt Wielkanocy (w kwietniu, a nie w marcu jak przed rokiem) oraz wcześniejszej niż w roku ubiegłym waloryzacji świadczeń społecznych. Późniejsze święta spowodowały obniżenie konsumpcji prywatnej w I kwartale br. i odpowiedni jej wzrost w II kwartale br. Średnie tempo wzrostu konsumpcji prywatnej w I połowie roku wyniosło „tylko” 2,6% r/r, co pokazuje, że nie nastąpiła żadna poprawa popytu konsumpcyjnego w porównaniu z rokiem ubiegłym (kiedy wzrastał on średnio o ponad 3%). Jak już wspomniano powyżej, popyt inwestycyjny nadal się kurczył, chociaż malejące tempo jego spadku pozwala mieć nadzieję, że w drugiej połowie roku będziemy już mogli obserwować wzrosty w tym obszarze. Najsilniejszym obszarem polskiej gospodarki pozostaje eksport, który przy dość słabym popycie wewnętrznym silnie przyczynił się do wzrostu gospodarczego w II kwartale br. W takiej sytuacji łatwo przewidzieć, że dla większości członków RPP wysoki wzrost PKB nie musi być argumentem przeciwko dalszemu rozluźnieniu polityki pieniężnej, jako że nie jest on napędzany przez rozpędzający się popyt krajowy (co mogłoby mieć działanie inflacyjne), ale przez znakomite wyniki handlu zagranicznego.

### Prognozy wzrostu PKB (% r/r)

I kwartał 03	2,2
II kwartał 03	3,8
III kwartał 03	3,7
IV kwartał 03	4,2
I kwartał 04	4,6
II kwartał 04	3,8
III kwartał 04	4,2
IV kwartał 04	5,2
2003	3,5
2004	4,5
2005	5,0

Źródło: GUS, prognoza BZ WBK



Wiceprezes GUS Janusz Witkowski powiedział, że jeśli chodzi o tempo wzrostu PKB w III kwartale br., to „może być podobnie jak w II kwartale, choć niekoniecznie lepiej”. I rzeczywiście, naszym zdaniem nie będzie lepiej, ponieważ trudno oczekiwać równie silnego wzrostu konsumpcji prywatnej w kolejnym kwartale, a odbicie inwestycji będzie jeszcze dość słabe. Bardziej znaczące przyspieszenie wzrostu PKB (powyżej 4%) możliwe będzie dopiero w IV kwartale br., kiedy wzrost inwestycji będzie szybszy. Prognozujemy, że w całym 2003 r. wzrost PKB wyniesie ok. 3,5%.

**Kontrybucja składowych we wzroście PKB (pkt.proc.)**

	I kw. 2002	II kw. 2002	III kw. 2002	IV kw. 2002	I kw. 2003	II kw. 2003
<b>PKB</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>
Spożycie ogółem	2,5	2,2	2,3	2,4	0,9	2,5
- Spożycie indywidualne	2,4	1,9	2,0	2,0	1,0	2,6
- Spożycie zbiorowe	0,1	0,3	0,3	0,4	-0,1	-0,1
Akumulacja brutto	-2,6	-1,1	-1,1	-1,1	1,5	-0,5
- Inwestycje w śr. trwałe	-2,1	-1,5	-1,1	-1,0	-0,5	-0,3
- Zmiana zapasów	-0,5	0,4	0,0	-0,1	2,0	-0,3
Eksport netto	0,6	-0,3	0,6	0,9	-0,2	1,8

Źródło: GUS, BZ WBK

**Rewizja PKB za rok 2002**

GUS opublikował również zweryfikowane szacunki PKB i jego elementów w 2002 roku. Nowe dane nie odbiegają zasadniczo od opublikowanych poprzednio. Całkowity realny wzrost PKB pozostał bez zmian na poziomie 1,4%, natomiast nominalną wartość PKB w cenach bieżących zrewidowano z 772,2 mld zł do 771,1 mld zł. Zmieniły się niektóre ze składowych wzrostu PKB (patrz tabela poniżej).

**Szacunki wzrostu PKB w 2002, % r/r**

	Dane zrewidowane	Poprzednie dane
PKB	1,4	1,4
Spożycie ogółem	2,8	2,8
- Spożycie indywidualne	3,3	3,3
- Spożycie zbiorowe	0,6	1,5*
Akumulacja brutto	-6,8	-6,9
- Nakłady brutto na środki trwałe	-5,8	-6,8
- Przyrost środków obrotowych	-206,1	-40,0*
Popyt krajowy	0,8	0,9
Wartość dodana brutto	1,3	1,4
Przetwórstwo przemysłowe	1,5	1,0
Budownictwo	-8,6	-9,5

\* szacunek BZ WBK

Źródło: GUS

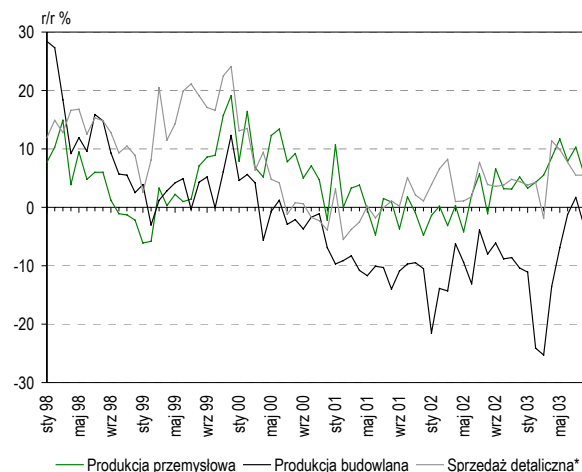
Najważniejszą zmianą jest lepszy niż wcześniej podano wynik inwestycji, co może wspierać oczekiwania na dalszą poprawę aktywności inwestycyjnej w tym roku.

Rewizja danych o PKB w 2002 r. nie była jednak wystarczająco znacząca, aby powodować zmianę przewidywanej ścieżki wzrostu gospodarczego i jego składowych.

**Produkcja poniżej oczekiwań, ale nadal wysoka**

Produkcja sprzedana przemysłu w sierpniu okazała się niższa od oczekiwań, wzrastając o 5,8% r/r wobec naszej prognozy na poziomie 7,3% r/r. W porównaniu z lipcem produkcja spadła o 5,1%. Chociaż dane nie spełniły oczekiwań, nadal odzwierciedlały rosnącą siłę polskiej gospodarki, szczególnie, jeśli weźmiemy pod uwagę wskaźniki wyrównane sezonowo. Według GUS produkcja przemysłowa skorygowana o wpływ wahań sezonowych (m.in. liczbę dni roboczych) wzrosła w sierpniu o 8,6% r/r, czyli niewiele mniej niż 9,8% r/r zanotowane w lipcu. Co więcej, sierpniowy wzrost produkcji w przemyśle został zaniżony przez bardzo słabe wyniki górnictwa i kopalnictwa (-8,4% r/r) oraz zaopatrywania w energię, wodę i gaz (1,6% r/r). Tymczasem produkcja w sektorze przetwórczym wzrastała w nadal dość wysokim tempie 7,1% r/r, potwierdzając, że aktywność gospodarcza nieprzerwanie się poprawia. Oczywiście dynamika ta była niższa od rekordowego poziomu 11,1% z lipca, jednak nie należało oczekiwać, że dwucyfrowe wzrosty produkcji utrzymają się dłużej na obecnym, ciągle wstępnym etapie ożywienia gospodarczego.

**Wskaźniki aktywności gospodarczej**



Źródło: GUS, BZ WBK

Rozczarowały wyniki produkcji budowlano-montażowej, ponieważ roczna dynamika ponownie spadła poniżej zera (-3% r/r) po tym jak w lipcu po raz pierwszy od ponad trzech lat zanotowano dodatnie tempo wzrostu (1,7%). Co więcej, produkcja w budownictwie wyrównana sezonowo spadła o 5% r/r wobec spadku o 4,4% w lipcu. Dane te nie pozwalają stwierdzić, czy





poprawa sytuacji w budownictwie (będąca wyprzedzającym wskaźnikiem dla sytuacji w inwestycjach) jest trwała i prawdopodobnie będziemy musieli poczekać jeszcze kilka miesięcy, aby zobaczyć potwierdzenie pozytywnego trendu w tym obszarze.

### ... podobnie jak sprzedaż detaliczna

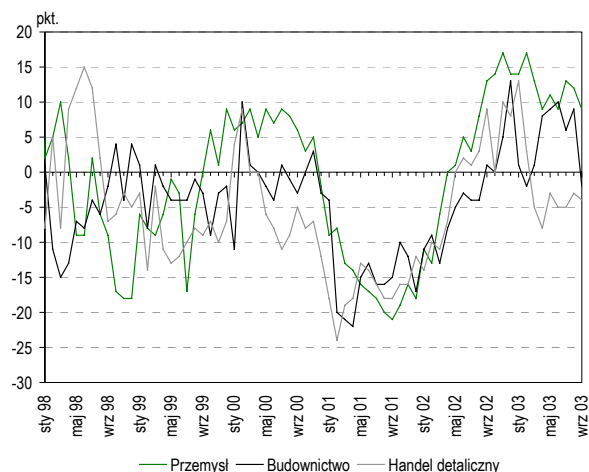
Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, wzrost sprzedaży detalicznej w sierpniu okazał się niższy od oczekiwań i wyniósł 5,5% r/r (wobec konsensusu rynkowego na poziomie 6% i naszej prognozy około 7%). Wzrost był nieco wyższy niż miesiąc wcześniej (5,4% r/r w lipcu), potwierdzając rosnącą prywatną konsumpcję. Niemniej jednak, tempo wzrostu jest znacznie mniejsze niż w drugim kwartale tego roku (średnio na poziomie 9,8% r/r), potwierdzając tym samym nasze oczekiwania na spowolnienie dynamiki spożycia indywidualnego w statystykach PKB za III kwartał br. Oczekujemy, że podobne do obserwowanego w sierpniu tempo wzrostu sprzedaży detalicznej utrzyma się w kolejnych miesiącach.

### Nieco gorsze wyniki badań koniunktury

We wrześniu wskaźniki koniunktury gospodarczej GUS zanotowały spadek w porównaniu z poprzednimi miesiącami. Co ważne, nie było to w całości spowodowane efektem sezonowym, ponieważ roczne dynamiki również pogorszyły się we wszystkich trzech sektorach: przetwórstwie przemysłowym, budownictwie i handlu detalicznym. Najgłębszy spadek odnotowano w sektorze budowlanym, gdzie po półrocznym okresie szybkiego wzrostu wskaźnik koniunktury był o 2 pkt. proc. niższy niż przed rokiem. Po raz pierwszy od kwietnia w sektorze tym wystąpił spadek nowych zamówień, a prognozy przyszłych zamówień i produkcji znacząco się pogorszyły. Utrzymały się oczekiwania spadku liczby zatrudnionych, nawet w większej skali niż dotychczas. Również przedsiębiorstwa w przetwórstwie przemysłowym (gdzie wskaźnik koniunktury pozostał dodatni i większy niż przed rokiem) sygnalizowały spadek zamówień, głównie za sprawą pogorszenia zamówień krajowych; ocena zamówień zagranicznych była pozytywna i lepsza niż przed miesiącem. Wzrost sprzedaży był niższy niż w sierpniu, chociaż prognozy na kolejne miesiące pozostały optymistyczne. Podobnie jak w budownictwie, przewidywano kontynuację redukcji zatrudnienia szybciej niż dotychczas. Koniunktura w handlu detalicznym pozostała negatywna, chociaż przedsiębiorstwa wskazywały na zmniejszające się ograniczenia bieżącej sprzedaży. Pomimo rosnącego niedoboru bieżących zapasów,

przewidywano ograniczenie przyrostu zamówień na towary. Wzrosnąć ma również planowana skala zwolnień w handlu detalicznym. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, jedynie największe firmy handlowe (powyżej 250 pracowników) odczuwały pozytywną koniunkturę gospodarczą.

### Wskaźniki koniunktury gospodarczej, zmiana r/r



Źródło: GUS

Spadek wskaźników koniunktury gospodarczej (szczególnie głęboki w budownictwie) nie jest optymistyczną wiadomością, jednak dopiero za kilka miesięcy okaże się, czy jest to zjawisko jednorazowe, czy też odwrócenie pozytywnego dotychczas trendu. Naszym zdaniem prawdziwe jest to pierwsze twierdzenie, chociaż trzeba przyznać, że badanie koniunktury pokazało, że nie należy oczekiwać znaczącej poprawy w sektorze realnym w III kwartale br. w porównaniu z II kwartałem br.

Instytut Ipsos-Demoskop opublikował wrześniowe wyniki badania optymizmu konsumentów. Podobnie jak w sierpniu wszystkie wskaźniki pozostały stabilne wobec poprzedniego miesiąca. Jednak roczne zmiany indeksów są nadal pozytywne - ogólny wskaźnik optymizmu (WOK), skłonność do konsumpcji oraz ocena sytuacji gospodarczej wzrosły o 5-6% r/r. Wskaźnik skłonności do konsumpcji osiągnął najwyższą wartość w ostatnich trzech latach, a oczekiwania inflacyjne pozostają stabilne.

### Statystyki bezrobocia pokazują poprawę... w końcu!

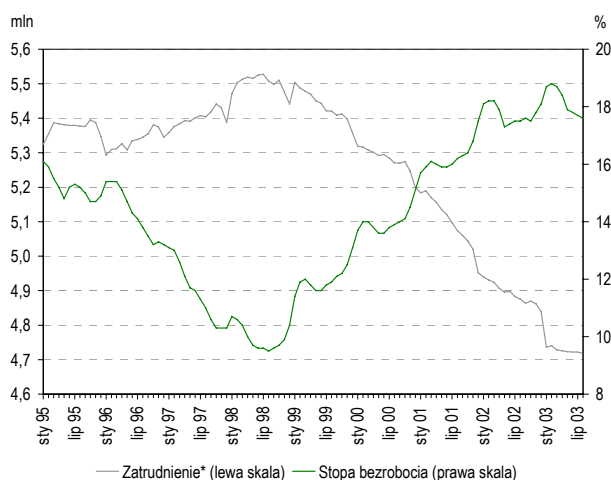
Informacja GUS o sytuacji na rynku pracy w sierpniu była najbardziej pozytywna od długiego czasu, ukazując kilka sygnałów poprawy. Po pierwsze, stopa bezrobocia spadła do 17,6%, czyli była o 0,1pp lepsza od oczekiwań. Również dane za lipiec okazały się o 0,1pp lepsze od poprzednio publikowanych - stopa bezrobocia w lipcu została zrewidowana do 17,7%. Co





więcej, liczba bezrobotnych w sierpniu spadła w porównaniu z lipcem (o 23,9 tys.) oraz po raz pierwszy od dłuższego czasu spadła również w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego (o 6,5 tys., czyli o 0,2%). Również liczba ofert pracy była wyższa niż w sierpniu 2002 r. Spadek liczby bezrobotnych był odnotowany we wszystkich województwach, sugerując tym samym, że polepszenie sytuacji nie jest przypadkowe. Oczywiście są to zaledwie pierwsze oznaki ożywienia na rynku pracy, a stopa bezrobocia wciąż pozostaje na bardzo wysokim poziomie - GUS podał również, że według badań aktywności ekonomicznej ludności (BAEL) stopa bezrobocia wyniosła w drugim kwartale tego roku 19,4% (20,6% w I kwartale br.).

**Zatrudnienie w przedsiębiorstwach i stopa bezrobocia**



Źródło: GUS

**... ale płace i zatrudnienie nadal niskie**

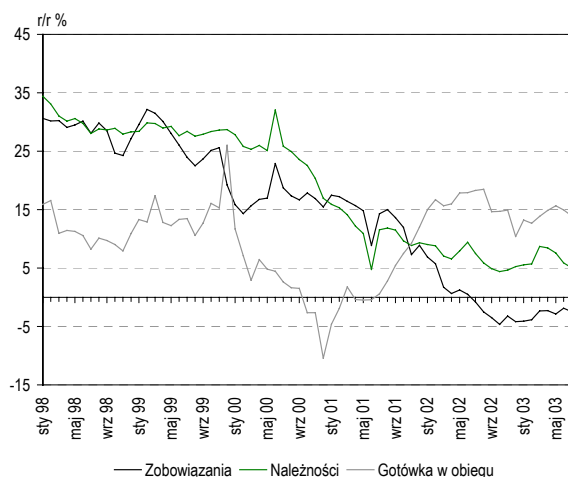
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się w sierpniu o 0,1% m/m oraz o 3,2% r/r. Roczne tempo spadku było zatem takie samo jak w lipcu wobec średniej -3,8% r/r w pierwszej połowie roku. Wyniki były zgodne z naszymi prognozami, potwierdzając, że odwrócenie negatywnych tendencji na rynku pracy jest znacznie wolniejsze niż poprawa innych wskaźników aktywności ekonomicznej, co wiąże się z dynamicznym wzrostem wydajności pracy w Polsce.

GUS podał również, że przeciętne wynagrodzenie w przedsiębiorstwach spadło w sierpniu o 2% m/m oraz wzrosło o 1,9% r/r. Roczne tempo wzrostu było słabsze niż w dwóch poprzednich miesiącach, potwierdzając, że nadal trudno mówić o ożywieniu presji płacowej w gospodarce. Niska dynamika wynagrodzeń w połączeniu z trwającym procesem redukcji zatrudnienia spowodowało spadek funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw - nominalnie o 1,4% r/r, a realnie o 2,1% r/r.

**Pieniądz powoli przyspiesza**

Statystyki monetarne NBP za sierpień pokazały, że podaż pieniądza ogółem (agregat M3) wzrosła o 0,2% m/m, co podwyższyło roczne tempo wzrostu do 1,4% r/r (najwyższa wartość od czerwca 2002). Wzrost był wyższy od oczekiwań rynku (konsensus rynkowy wskazywał na 1% r/r, a my przewidywaliśmy 0,8% r/r), wskazując na oznaki ożywienia w sferze monetarnej po okresie znacznych spadków rozpoczętych pod koniec 2001 roku. Należy jednak pamiętać, że wzrost wynika w pewnym stopniu z efektu niskiej bazy. Zgodnie z oczekiwaniami, podobnie jak w poprzednich miesiącach, najszybszy wzrost zaobserwowano w kategorii „inne składniki M3” oraz w przypadku gotówki w obiegu (15,7% r/r wobec 13,9% w lipcu). Trzeci i największy element podaży pieniądza, tj. depozyty ogółem, kontynuował trend spadkowy, chociaż zanotowane tempo spadku wynoszące -2% r/r było niższe od 2,5% w lipcu i 2,9% średnio w I połowie br. Nieznacznie lepsze wyniki w depozytach ogółem wynikały ze znacznego wzrostu depozytów przedsiębiorstw (12,9% r/r), podczas gdy depozyty gospodarstw domowych zmniejszyły się o 6,9% r/r (wobec spadku o 7,2% r/r w lipcu). Wraz z nieznacznym przyspieszeniem wzrostu podaży pieniądza, w sierpniu zaobserwowano również ożywienie akcji kredytowej. Należności systemu bankowego ogółem wzrosły o 0,7% m/m i 5,2% r/r wobec 5,0% r/r w lipcu. Było to efektem szybszego wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych (8,8% r/r wobec 8,2% przed miesiącem), podczas gdy wzrost należności od przedsiębiorstw pozostał bez zmian na poziomie 1,7% r/r.

**Zobowiązania i należności systemu bankowego**



Źródło: NBP

**Ponowny spadek CPI w sierpniu**

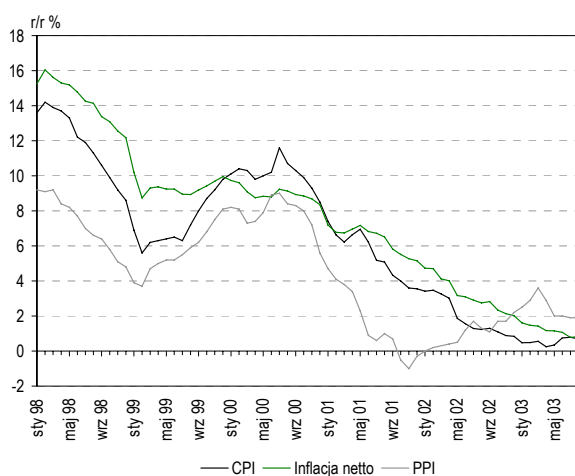
Tak jak się spodziewaliśmy, w sierpniu CPI zmniejszył się o 0,4% m/m, co obniżyło jego roczną dynamikę do 0,7% z 0,8% odnotowanych w lipcu. Opublikowany wynik



był zgodny z przewidywaniami większości uczestników rynku, jednak dość liczna mniejszość analityków oczekiwała inflacji na poziomie 0,8% r/r. Do pozytywnych danych przyczynił się nie tylko szybki spadek cen żywności (o 1,8% m/m), ale również malejące ceny odzieży i obuwi (w dół o 0,7% m/m). Ceny wszystkich pozostałych głównych grup towarów i usług pozostały raczej stabilne, przy maksymalnym miesięcznym wzroście o 0,2%. Jedynie ceny paliw wzrosły o 2% m/m, podnosząc ceny w kategorii transport o 1% m/m. Choć letnia deflacja jest typowym zjawiskiem sezonowym, tegoroczny spadek był głębszy niż spodziewali się niektórzy członkowie RPP i analitycy.

W sumie, sierpniowe wyniki inflacji potwierdzają korzystną perspektywę do końca br. Według prognoz członków RPP, w grudniu inflacja powinna sięgnąć 1,5-1,6% (Ziółkowska), 1,0-1,5% (Rosati) lub 1,3% (Wójtowicz). Dla porównania, prognozy inflacyjne przedstawione w *Raporcie o inflacji* za II kwartał br. wskazywały na 1,6% na koniec roku. My jesteśmy nawet bardziej optymistyczni i przewidujemy, że CPI w grudniu wyniesie zaledwie 1,3% r/r.

### Miary inflacji



Źródło: GUS, NBP

### PPI potwierdza brak zagrożeń inflacją

W sierpniu ceny producenta wzrosły o 0,4% m/m oraz 1,9% r/r, co było bardzo bliskie naszym oczekiwaniom (właściwie miesięczny wzrost był z nimi zgodny, a roczna stopa była nieco wyższa na skutek rewizji danych za lipiec). Wzrost cen był napędzany głównie wzrostem cen w górnictwie (1,8% m/m) oraz produkcji paliw (3,2% m/m). Poza tym w większości pozostałych sektorów przemysłu nie ma raczej tendencji do przyspieszania dynamiki cen, która mogłaby stworzyć znaczny impuls inflacyjny. Większość kategorii cen producenta pozostaje dość stabilna, potwierdzając niewielką presję inflacyjną w polskiej gospodarce.

### Inflacja bazowa niska i stabilna

Inflacja bazowa już nie spada – takie stwierdzenie (sugerowane już przez dane za czerwiec i lipiec) zostało potwierdzone przez dane sierpniowe. Cztery z pięciu indeksów inflacji bazowej liczonych przez NBP wzrosło w sierpniu szybciej niż w poprzednich miesiącach. Jednakże wzrost dynamiki nie był znaczny i wyniósł 0,02-0,18 pkt proc. Jedyną miarą, która odnotowała spowolnienie był CPI z wyłączeniem cen kontrolowanych, wykazujący wzrost o 0,5% r/r wobec 0,7% w lipcu. Jeden wskaźnik pozostał ujemny – CPI z wyłączeniem cen o największej zmienności i paliw – spadając o 0,15% (wobec spadku o 0,29% miesiąc temu) i tylko jeden przekroczył 1% r/r (choć minimalnie) – tj. 15% średnia obciążona na poziomie 1,05% r/r. Inflacja netto – jeden z bardziej uważnie śledzonych przez RPP wskaźników wzrósł o 0,05 pkt proc. do 0,83% r/r (lub pozostał bez zmian jeśli brać pod uwagę jedno miejsce po przecinku).

Podsumowując, dane o inflacji bazowej dostarczyły niewiele nowych informacji – nie pokazują one perspektyw dalszego spadku CPI, ale jednocześnie nadal nie sygnalizują presji inflacyjnej, bowiem wszystkie wskaźniki pozostają bardzo niskie (najwyższy jest poniżej 1,1% r/r), a ich przyspieszenie jest bardzo umiarkowane.

### Ceny żywności ruszyły w górę

Według wstępnych danych GUS średni wzrost cen żywności we wrześniu wyniósł 1,5% m/m, czyli prawie dwukrotnie więcej niż 0,8% m/m zanotowane w analogicznym okresie ubiegłego roku. Najważniejszymi czynnikami wzrostu cen były warzywa (drożące średnio ok. 17% m/m), mięso (1,2% m/m w górę) oraz produkty nabiałowe (1% m/m), podczas gdy ceny pozostałych grup towarów żywnościowych pozostały stabilne lub nawet nieznacznie się obniżyły.

Równocześnie z danych GUS wynika, że ceny alkoholu i wyrobów tytoniowych wzrosły średnio we wrześniu o 0,5-0,6% m/m. To również był wynik znacznie wyższy od ubiegłorocznego, kiedy to ceny tych produktów spadły we wrześniu o 0,2% m/m.

Obydwa powyższe czynniki oddziaływały na wzrost wskaźnika CPI we wrześniu. W związku z tym szacujemy, że wzrost cen konsumenta we wrześniu wyniósł 0,5% m/m, a roczna stopa inflacji podniosła się do 0,9% r/r z 0,7% w sierpniu. Ministerstwo Finansów podtrzymało swoje prognozy na poziomie 0,9-1,0% r/r we wrześniu i 1,3-1,4% r/r w grudniu 2003.



### Dane GUS potwierdziły pozytywne tendencje w handlu zagranicznym

Podane przez GUS wyniki handlu zagranicznego oparte na statystykach celnych pokazały, że po siedmiu miesiącach tego roku deficyt handlowy zmniejszył się do 7,8 mld € w porównaniu z 9 mld € w analogicznym okresie 2002 r. Eksport wzrósł w tym okresie o 3,4% r/r do 25,48 mld €, a import zmniejszył się o 1% do 33,27 mld €. Odpowiednie dynamiki w dolarach wyniosły 25,8% r/r oraz 20,4% r/r. Dane te potwierdziły opublikowane wcześniej statystyki NBP za lipiec, sugerujące, że ożywienie gospodarcze oparte jest na dobrych wynikach eksportu. Równocześnie wystąpiła jednak poprawa dynamiki importu, co jest znakiem, że również popyt krajowy zaczyna się powoli ożywiać (mniej optymistyczne są w tym zakresie dane NBP za sierpień – patrz niżej).

### ... choć w danych NBP rozczarował import

Bank centralny opublikował dane bilansu płatniczego za sierpień. Deficyt bilansu obrotów bieżących wyniósł niemalże dokładnie tyle ile się spodziewaliśmy - 188 mln euro wobec 239 mln w poprzednim miesiącu oraz 284 mln w sierpniu ubiegłego roku. Dwunastomiesięczny wskaźnik deficytu w relacji do PKB obniżył się nieznacznie do poziomu 2,7%. Deficyt handlowy wyniósł 728 mln (wobec naszej prognozy 900 mln), co było poniżej poziomu zarówno z lipca tego roku (825 mln) jak i z sierpnia zeszłego roku (915 mln). Niższy deficyt wynikał ze spadku importu, podczas gdy tempo wzrost eksportu utrzymało się na wysokim poziomie. Wartość eksportu wyrażona w euro wzrosła o 5,4% r/r po wzroście o 3,3% w lipcu i powinniśmy oczekiwać kontynuacji tej tendencji, gdyż obecne poziomy złotego zwiększają zyskowność działalności eksportowej. Z kolei wartość importu wyrażona w euro odnotowała spadek o 1,1% r/r w sierpniu, po dwóch miesiącach wzrostu. Sugeruje to, że ożywienie w inwestycjach na rynku krajowym wciąż nie jest bardzo wyraźne, co potwierdzałyby wcześniejsze dane o spadku produkcji budowlano-montażowej w sierpniu.

Tak jak można się było spodziewać, w sierpniu odnotowana została wysoka nadwyżka salda obrotów niesklasyfikowanych - wyniosła ona 644 mln euro. Wynikało to w dużej mierze z czynników sezonowych, jednak był to znacznie wyższy poziom w porównaniu z 501 mln w sierpniu ubiegłego roku. Być może było to związane ze zwiększoną aktywnością w handlu przygranicznym wobec oczekiwań na wprowadzenie wiz dla naszych wschodnich sąsiadów (od pierwszego października). Jeśli ta hipoteza okazałaby się prawdziwa,

saldo niesklasyfikowanych obrotów we wrześniu mogłoby być równie wysokie, a sprzyjałoby temu dodatkowo ostatnie osłabienie złotego. Pozostałe elementy bilansu obrotów bieżących były zgodne z oczekiwaniami.

Po stronie kapitałowej bilansu płatniczego obserwowany był spadek napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) - wyniosły one tylko 177 mln euro wobec 284 mln w poprzednim miesiącu. Od początku roku natomiast poziom napływu BIZ wyniósł 2 mld, co było o 650 mln mniej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Jeśli chodzi o inwestycje portfelowe - w sierpniu nastąpił kolejny odpływ kapitału, w sumie nieco ponad 300 mln euro, z czego ponad 200 mln z rynku papierów dłużnych. W okresie od czerwca do sierpnia odpływ kapitału z tego rynku wyniósł niemalże 1,5 mld euro (i zapewne liczba ta zwiększy się we wrześniu). Co prawda od początku roku napłynęło do Polski łącznie 1,1 mld kapitału portfelowego, jednak warto pamiętać że w zeszłym roku kwota ta była ponad dwukrotnie wyższa (3 mld euro).

### Realizacja budżetu przy niskich dochodach

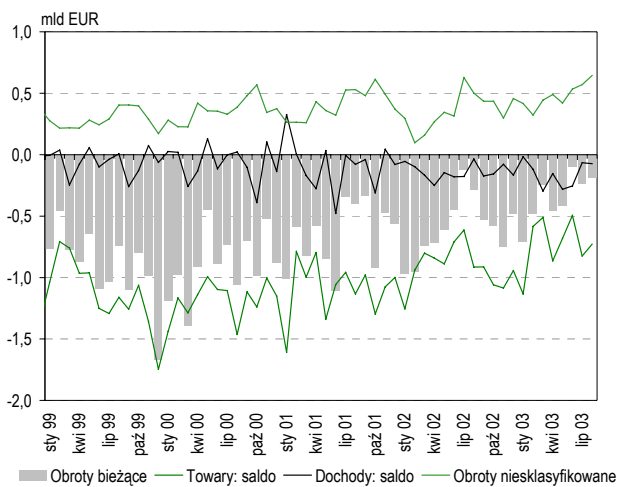
Ministerstwo Finansów podało informację o wykonaniu budżetu po ośmiu miesiącach tego roku. Chociaż przedstawiciele resortu zapowiadali kilka tygodni przed publikacją danych, że deficyt po ośmiu miesiącach może osiągnąć 80-85% rocznego planu, co wywołało falę komentarzy sugerujących poważne problemy z wykonaniem tegorocznej ustawy budżetowej, faktyczne dane z MF pokazały dużo mniejszą skalę niedoboru budżetu po sierpniu – deficyt sięgnął 76,4% planu na cały rok. Taki wynik potwierdza naszą opinię, że pomimo pewnych problemów z osiągnięciem założonego poziomu dochodów (wg Haliny Wasilewskiej-Trenkner dochody budżetu będą niższe od planowanych o ok. 3,7 mld, naszym zdaniem niedobór może być jeszcze większy) nie należy się spodziewać nowelizacji ustawy budżetowej, ponieważ część wydatków zostanie wstrzymanych lub odłożonych na 2004 r. (niestety pogorszy to jeszcze bardziej sytuację przyszłorocznego budżetu).

Dochody budżetu ogółem po sierpniu wyniosły 96,26 mld zł, co oznacza wzrost o 4,7% r/r w pierwszych ośmiu miesiącach oraz spadek o 3% r/r w sierpniu. Wpływy z podatków pośrednich wzrosły o 3% r/r w okresie styczeń-sierpień (wobec planowanego wzrostu 7,5% na cały rok) i 0,2% r/r w samym sierpniu (średni miesięczny wzrost w okresie styczeń-lipiec wyniósł o 3,9%). Wykonanie wpływów z podatków bezpośrednich



w sierpniu było również słabe. Dochody z CIT spadły o 15,8% r/r (po ośmiu miesiącach łącznie o 11,3% wobec spadku o 4% planowanego na cały rok), a wpływy z PIT wzrosły w sierpniu jedynie o 0,2% (wobec średniej miesięcznej 9,1% r/r w okresie styczeń-lipiec) i o 7,4% r/r w okresie styczeń-sierpień wobec 13,4% planowanego na cały rok. Wyniki sierpnia oznaczają znaczące pogorszenie dochodów budżetowych, szczególnie w porównaniu z bardzo dobrymi danymi z lipca, kiedy każda kategoria dochodów zanotowała poprawę dynamiki. Z drugiej strony, łączny wzrost wydatków wyniósł w sierpniu 5,5% r/r, czyli poniżej planowanego na cały rok tempa 6,3% r/r. W samym sierpniu wydatki spadły o 0,8% r/r, wynosząc 13,7 mld zł, wobec dotychczasowej średniej miesięcznej w tym roku na poziomie 16 mld zł. Oznacza to, że rząd zaczął już redukować niektóre wydatki, ale co ważniejsze część z nich jest po prostu kierowana poza budżet centralny. Przykładowo, po ośmiu miesiącach roku został już w całości wykonany plan dotacji dla Funduszu Pracy, co oznacza, że będzie on musiał finansować swoją działalność kredytami komercyjnymi.

**Dynamika obrotów handlu zagranicznego**



Źródło: NBP

**Wzrost polskiego długu zagranicznego**

NBP opublikował dane o zadłużeniu zagranicznym Polski (zgodne z metodologią stosowaną przez BIS, MFW, OECD i Bank Światowy). Dług zagraniczny ogółem na koniec czerwca br. wyniósł 91,78 mld \$ wobec 88,57 mld \$ na koniec marca i 80 mld \$ w czerwcu 2002. Chociaż oznacza to wzrost odpowiednio o 3,6% kw./kw. i 13,6% r/r, należy pamiętać, że było to w dużej części pochodną deprecjacji dolara wobec euro. Dane w obydwu walutach przedstawia poniższa tabela.

**Zadłużenie zagraniczne Polski (mld)**

	połowa 2002		koniec 2002		połowa 2003	
	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR
Bank centralny	0,2	0,2	0,1	0,1	0,6	0,5
Sektor rządowy i samorządowy	33,6	33,9	35,7	34,1	39,1	34,2
Sektor bankowy	7,2	7,3	7,6	7,2	8,3	7,3
Pozostałe sektory (przedsiębiorstwa)	39,1	39,4	39,9	38,1	43,7	38,2
<b>Zadłużenie ogółem</b>	<b>80,1</b>	<b>80,7</b>	<b>83,3</b>	<b>79,5</b>	<b>91,8</b>	<b>80,2</b>
- krótkoterminowe	11,5	11,6	13,5	12,9	15,9	13,9
- długoterminowe	68,5	69,1	69,7	66,6	75,9	66,3

Źródło: NBP

Wykorzystując dane NBP obliczyliśmy relację krótkoterminowego długu zagranicznego do oficjalnych aktywów rezerwowych, co może być traktowane za wiarygodną miarę wypłacalności kraju (patrz tabela poniżej). Wyniki pokazują, że współczynnik ten wzrósł ostatnio, ale nadal jest na poziomie, który nie wydaje się wskazywać na wysokie ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce. Relacja zadłużenia krótkoterminowego do rezerw walutowych jest nadal w naszym kraju znacznie niższa niż w gospodarkach, które przeżyły kryzys (w okresie przed jego wybuchem).

**Dług krótkoterminowy w relacji do rezerw walutowych**

Data	Relacja zadłużenia krótkoterminowego do rezerw walutowych
I kwartał 2001	35,65
II kwartał 2001	38,79
III kwartał 2001	37,44
IV kwartał 2001	41,93
I kwartał 2002	40,51
II kwartał 2002	40,95
III kwartał 2002	39,60
IV kwartał 2002	45,43
I kwartał 2003	47,15
II kwartał 2003	49,64

Źródło: NBP, obliczenia BZ WBK

**Dług krótkoterminowy w relacji do rezerw walutowych**

Kraj	Relacja zadłużenia krótkoterminowego do rezerw walutowych
Rosja (połowa 1998 r.)	318,2
Korea Płd. (1997 r.)	216,6
Ekwador (1998 r.)	131,2
Brazylia (1998 r.)	92,0
Turcja (2000 r.)	62,0
Argentyna (2001 r.)	108,8
Polska (połowa 2003 r.)	49,6

Źródło: BIS, MFW, OECD, Bank Światowy





## Pod lupą: Bank centralny

- Stopy procentowe już trzeci miesiąc bez zmian
- ... ale RPP obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej
- Założenia polityki pieniężnej na 2004 r. przyjęte
- Krytyczna opinia Rady o projekcie budżetu na 2004 r.

### RPP obniżyła rezerwy obowiązkowe, stopy procentowe bez zmian

Na wrześniowym posiedzeniu RPP postanowiła trzeci miesiąc z rządu nie zmieniać poziomu stóp procentowych. Najważniejsza dla rynku finansowego stopa referencyjna nadal wynosi więc 5,25%. Jednocześnie Rada utrzymała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Główną przyczyną decyzji o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie była znaczna niepewność dotycząca kształtu polityki fiskalnej w najbliższych latach oraz związane z tym osłabienie kursu złotego. RPP nie stwierdziła jednak wprost, czy w jej ocenie uległy z tego powodu zmianie perspektywy inflacji. Kolejnym powodem, który zdaniem Rady przemawiał przeciw obniżce stóp procentowych była wysoka dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu. Podobnie jednak jak w poprzednich miesiącach RPP wymieniła szereg czynników, ograniczających presję inflacyjną w przyszłości. Znalazły się wśród nich: niski wzrost cen producenta, dyscyplina płac w przedsiębiorstwach, niska dynamika kredytów i podaży pieniądza oraz niskie oczekiwania inflacyjne. Choć RPP wskazała na sygnały postępującego ożywienia gospodarczego (wysoki wzrost produkcji przemysłowej, dobre wyniki badań koniunktury, kontynuowany wzrost sprzedaży detalicznej), w komunikacie zauważono, że spadek produkcji budowlano-montażowej w sierpniu może sugerować nadal ograniczony poziom aktywności inwestycyjnej.

Decyzji o pozostawieniu poziomu stóp procentowych bez zmian towarzyszyła redukcja stopy rezerw obowiązkowych z 4,5% do 3,5%. Uchwała w tej sprawie weszła w życie z dniem 1 października 2003 r. i ma zastosowanie począwszy od rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od 31 października 2003 r. Prezes NBP powiedział, że głównym powodem tej decyzji była potrzeba zmniejszenia różnicy pomiędzy poziomem rezerw obowiązkowych w Polsce i Unii Europejskiej, co poprawiłoby konkurencyjność polskiego systemu bankowego. Należy pamiętać, że decyzja ta oznacza również poluzowanie polityki pieniężnej, ponieważ prowadzi ona do zwiększenia płynności w sektorze bankowym o ok. 3 mld zł (wzrost

popytu na papiery skarbowe). Nie tak dawno jeden z decydentów stwierdził, że redukcja stopy rezerw obowiązkowych do 2% byłaby równoważna obniżce podstawowych stóp procentowych o 50-100 pb. Dlatego skala dokonanej przez RPP redukcji rezerwy obowiązkowej (porównywalna przez analogię z cięciem stóp o 25-50 pb) sugeruje, że tzw. podejście małych kroków znajduje zastosowanie do wszystkich parametrów polityki pieniężnej. Oczekujemy, że kolejna redukcja stopy rezerw obowiązkowych nastąpi na początku 2004 r., przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej.

Pisząc w naszych raportach przed posiedzeniem RPP o możliwości obniżenia stopy rezerw obowiązkowych nazwaliśmy to „innym rozwiązaniem”. Wydaje się, że rozumowanie RPP było następujące. Jeśli nastąpiłaby obniżka stóp procentowych, mogłoby to zostać odebrane jako wotum zaufania dla rządu, co byłoby w sprzeczności z negatywną oceną sytuacji w finansach publicznych, zaprezentowaną przez Radę w oficjalnym dokumencie (patrz dalej). Z drugiej strony, gdyby nie doszło do żadnej zmiany w parametrach polityki pieniężnej (co było oczekiwane przez rynki finansowe), mogłoby to zostać zinterpretowane (szczególnie, gdyby towarzyszył temu krytycyzm odnośnie polityki fiskalnej) jako wskazówka, że sytuacja w finansach państwa jest naprawdę niebezpieczna, co mogłoby wywołać kolejną falę osłabienia nastrojów na rynku. Z tego powodu RPP postanowiła prawdopodobnie uniknąć obu scenariuszy, obniżając stopę rezerw obowiązkowych, a jednocześnie prezentując negatywną ocenę projektu budżetu. Decyzja taka pozostawia przy tym miejsce na obniżkę stóp procentowych w momencie, gdy rząd przedstawi wiarygodny plan polityki fiskalnej (w szczególności ograniczenia wydatków).

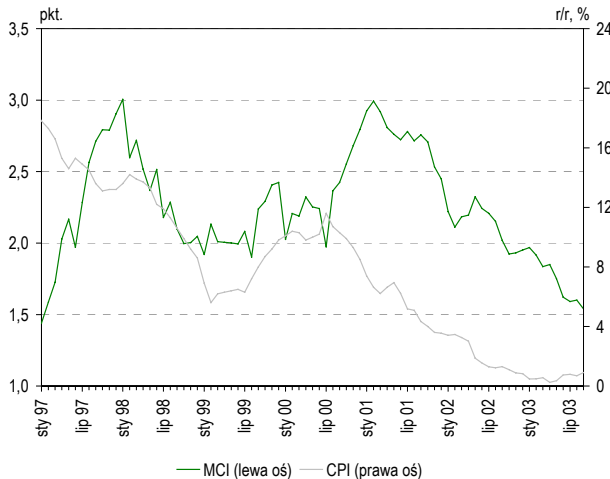
W październiku plany fiskalne rządu są już znane w całości, jednak ich ocena nie jest pozytywna. O ile program cięć wydatków w średnim okresie zyskał dość przychylne oceny, to poważne zastrzeżenia członków Rady Polityki Pieniężnej dotyczą budżetu na rok 2004 (patrz dalej). Należy jednak pamiętać, że większość danych makroekonomicznych świadczy o braku istotnej presji inflacyjnej, która mogłaby zagrozić nadmiernym wzrostem cen w średnim okresie. W przeszłości przedstawiciele banku centralnego wielokrotnie ostro krytykowali politykę fiskalną, równocześnie rozluźniając politykę pieniężną. Nie sądzimy więc, aby zastrzeżenia wobec polityki fiskalnej przekreślały szanse na obniżkę stóp w październiku - nadal oczekujemy redukcji stóp o 25 pb.



### ... ale restrykcyjność polityki pieniężnej maleje

Pomimo iż stopy procentowe pozostały we wrześniu bez zmian, nasze szacunki wskazują na kontynuację spadkowej tendencji jeśli chodzi o stopień restrykcyjności polityki pieniężnej. I nie jest to zasługa wyłącznie obniżenia przez RPP współczynnika rezerw obowiązkowych. Syntetyczny miernik restrykcyjności polityki pieniężnej, tzw. MCI (ang. *Monetary Condition Index*), mający za zadanie odzwierciedlać wpływające na gospodarkę zmiany warunków monetarnych, wynikające z fluktuacji stóp procentowych oraz realnego kursu walutowego, po raz kolejny obniżył się we wrześniu, podtrzymując trend utrzymujący się niemal nieprzerwanie od 2001 roku.

### Wskaźnik restrykcyjności polityki pieniężnej



Źródło: BZ WBK, GUS

Obecnie indeks ten nie tylko kontynuuje spadek, ale też odnotowuje najniższe poziomy co najmniej od początku funkcjonowania obecnej RPP, sugerując, że w tym cyklu ekspansji polityki pieniężnej, została ona rozluźniona w stopniu, w jakim nie zdarzyło się to w ostatnich pięciu latach. Znaczny spadek w tym roku nastąpił w wyniku nałożenia się dwóch równoległych procesów: stopniowej redukcji stóp procentowych oraz systematycznej deprecjacji realnego efektywnego kursu złotego (od początku tego roku o ponad 8%). Oznacza to, że obserwowane ożywienie w gospodarce powinno być w najbliższych kwartałach w coraz mniejszym stopniu krępowane przez ograniczenia ze strony polityki pieniężnej. Równocześnie jednak oznacza to, że w miarę coraz silniejszego ożywiania się popytu krajowego, polityka pieniężna w coraz mniejszym stopniu może stanowić barierę dla powstawania ewentualnych napięć inflacyjnych w gospodarce. Na razie jednak nadal powstanie istotnej presji inflacyjnej wydaje się kwestią dość odległą i na koniec przyszłego roku – pomimo oczekiwanego przyspieszenia tempa

wzrostu cen – nie powinniśmy się spodziewać inflacji powyżej środka celu inflacyjnego (2,5% ±1pkt. proc.).

### Krytyczna opinia o budżecie na 2004 rok

Uzasadniając decyzję dotyczącą stóp procentowych we wrześniu Rada Polityki Pieniężnej skupiła się na sprawach budżetowych. Okazało się, że nie bez powodu, ponieważ tego samego dnia Rada opublikowała ocenę projektu budżetu na rok 2004. Zawarte w tym dokumencie konkluzje są zgodne z oczekiwaniami. Rada podkreśliła swoje zaniepokojenie rosnącą ekspansywnością polityki fiskalnej. Oceniając projekt budżetu na 2004 r., RPP zwróciła uwagę, że zakłada on wzrost deficytu budżetowego do 6,6% PKB (włączając dotacje do FUS na transfery do OFE), co oznacza ogromną skalę ekspansji fiskalnej pomimo oczekiwanej kontynuacji ożywienia gospodarczego. Rada wyraziła rozczarowanie faktem, że rząd nie planuje systematycznych działań nakierowanych na redukcję wydatków budżetu. W opinii Rady istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że stosunek długu publicznego do PKB przekroczy 55% (drugi próg bezpieczeństwa) już w 2004 r. W związku z tym, zdaniem banku centralnego projekt budżetu tworzy zagrożenie dla stabilnego, długookresowego wzrostu gospodarczego. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu Rady prezes NBP Leszek Balcerowicz podkreślił, że wyższe ryzyko gospodarcze może prowadzić do wzrostu długoterminowych stóp procentowych oraz rosnącej niepewności na rynku walutowym. Jego zdaniem nie ma jednak w Polsce zagrożenia kryzysem typu argentyńskiego.

### Założenia polityki pieniężnej na 2004 – nic nowego

RPP przyjęła również *Założenia polityki pieniężnej na 2004 rok*, które zawierają mniej więcej te same elementy, co średnioterminowa strategia polityki pieniężnej przedstawiona na początku tego roku. Zrezygnowano z krótkoterminowych celów inflacyjnych na rzecz ciągłego monitorowania celu średnioterminowego na poziomie 2,5% +/-1pp. Stwierdzono też, że polityka pieniężna powinna być nadal prowadzona przy płynnym kursie złotego, reżim kursowy nie powinien być zmieniany aż do wejścia do systemu ERM-2, a przedział dopuszczalnych wahań kursu w tym systemie powinien być jak najszerszy. Główne założenia nt. prognoz inflacyjnych są zgodne z przedstawionymi niedawno w *Raporcie o inflacji* – oczekiwany jest wzrost cen żywności i cen kontrolowanych średnio o 2% r/r w 2004 r., co jest spójne z naszymi oczekiwaniami.



## Wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego

We wrześniu tematem numer jeden, pojawiającym się najczęściej w publicznych komentarzach kreatorów polskiej polityki gospodarczej, był niewątpliwie budżet na 2004 rok i perspektywy polityki fiskalnej. Niestety był to temat trudny i wywołujący raczej negatywne emocje, szczególnie wśród przedstawicieli banku centralnego (nie wspominając o rynkach finansowych). Wyraznym tego potwierdzeniem był zastrzegający się, coraz bardziej krytyczny ton wypowiedzi członków RPP, nawet tych, którzy do niedawna byli zwolennikami głębszych redukcji stóp procentowych. Dariusz Rosati stwierdził, że „z całą pewnością propozycje rządowe zamierzające w kierunku zwiększania deficytu (budżetu) zmniejszają przestrzeń do obniżek stóp procentowych, jeśli taka przestrzeń istnieje”. W podobnym tonie wypowiedział się Grzegorz Wójtowicz, stwierdzając, że rośnie liczba czynników niepokojących RPP. Również Wiesława Ziółkowska uznała, że ekspansywna polityka fiskalna zmniejsza przestrzeń do rozluźniania polityki pieniężnej, a projekt budżetu na 2004 r. nazwała najgorszym od roku 1989. Oczywiście członkowie RPP zaliczani do „jastrzębi” byli znacznie bardziej radykalni. Cezary Józefiak ostrzegał, że propozycje rządu nie pozwolą na uniknięcie przekroczenia progu 60% PKB przez dług publiczny. Natomiast Bogusław Grabowski wróżył już nie tylko kryzys finansów publicznych (bo ten już jego zdaniem mamy), ale również „kryzys państwa”, a do tego dalszą deprecjację złotego i wzrost inflacji do ok. 2% już pod koniec tego roku. Negatywna opinia o budżecie i perspektywach polityki fiskalnej przyczyniła się bez wątpienia do decyzji RPP o braku obniżki stóp procentowych we wrześniu. Jednak wydaje się, że nie oznacza to, iż w opinii członków Rady dalsze redukcje stóp nie są już uzasadnione. Dwoje spośród nich – Wiesława Ziółkowska i Jan Czekaj – otwarcie przyznało, że do końca roku możliwe (i zasadne) są kolejne obniżki, głównie z racji utrzymującej się bardzo niskiej presji inflacyjnej ze strony popytowej. Interesujące jest stwierdzenie Czekaja, że chociaż obecnie uzasadnione byłoby nominalne stopy procentowe na poziomie 2-3%, to jednak nie należy dokonywać jednorazowych głębokich cięć, a raczej kontynuować politykę „małych kroków”. Zmniejsza to prawdopodobieństwo tego, że na początku nowej kadencji RPP nastąpi skokowa redukcja stóp o 100pb lub więcej.

Członkowie RPP dostrzegają trwającą w Polsce ożywienie gospodarcze, jednak nie uważają go nadal za zbyt szybkie. Zdaniem Cezarego Józefiaka „produkcję przemysłową wciąż popycha eksport, a nie popyt inwestycyjny przedsiębiorstw”, co jest o tyle rozzaczarujące, że polska gospodarka potrzebuje popytu inwestycyjnego „gdyż daje on wzrost potencjału”. Józefiak powiedział również, że wzrost PKB o 3,5% jest nadal realny w tym roku, ale najprawdopodobniej zostanie on osiągnięty głównie dzięki wzrostowi popytu konsumpcyjnego i popytu zagranicznego. Z kolei zdaniem Jana Czekaja dane o produkcji potwierdzają przyspieszenie wzrostu PKB, który powinien przekroczyć 4% w III kw.br. Według Czekaja wzrost PKB w Polsce jest nadal bezinflacyjny, co tworzy miejsce na dalsze obniżki stóp procentowych w tym roku. Podobnego zdania jest zapewne Dariusz Rosati, który podwyższył prognozę wzrostu PKB do 3,5%. Prognozy inflacji członków RPP na koniec tego roku są zresztą dość zróżnicowane: 1,5-1,6% (Ziółkowska), 1,0-1,5% (Rosati), 1,3% (Wójtowicz), ok. 2% (wspomniany Grabowski).

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Balcerowicz, prezes NBP; PAP, 30 IX	<p>Układ czynników wpływających na przyszłą inflację nie uległ zasadniczym zmianom, ale jeśli wystąpiły jakieś zmiany to raczej w kierunku przemawiającym przeciw obniżce, niż za. Mam tu przede wszystkim na myśli zwiększoną w okresie od poprzedniego posiedzenia niepewność na rynku dewizowym. Wymieniamy [wśród czynników zwiększających presję inflacyjną] dużą niepewność co do kształtu polityki budżetowej i związanej z tym niepewność na rynku walutowym. Ta druga nie jest bez znaczenia dla analiz przyszłej inflacji.</p> <p>Jednocześnie [aby nie przekroczyć progu 55% długu do PKB] musiałyby zajść następujące zdarzenia: wzrost gospodarczy musiałby wynieść 5%, kurs złotego do euro i dolara odpowiednio wynieść 4,24 i 3,78, przychody netto z prywatyzacji 7 mld zł, a deficyty poza budżetem centralnym nie powinny przekroczyć optymistycznie naszym zdaniem planowanych wielkości. [dla przekroczenia 55% długu do PKB] Wystarczy, żeby wzrost PKB wyniósł mniej niż 4,5%, przychody z prywatyzacji były niższe o co najmniej 2 mld zł od zaplanowanych 7 mld zł, kurs złotego do euro i dolara był słabszy o co najmniej 3% od założonego, a łączny przyrost zadłużenia funduszy celowych był większy o 2 mld zł od założonego w projekcie budżetu. Prawdopodobieństwo jednoczesnego zajścia takiego pomyślnego splotu wypadków nie jest duże. W ogóle powstaje pytanie, czy należy przyjmować projekt budżetu, który opiera się na założeniu że zdarzy się szczęśliwy traf, że na raz zajdzie tyle pomyślnych zdarzeń. Szybkie przedstawienie przez rząd pakietu posunięć, które by uzdrowiły finanse publiczne zasadniczo zredukowałyby podstawową niepewność i sprawiłyby, że obserwowane ożywienie byłoby trwałe. Dotychczasowa sytuacja rodzi dodatkową niepewność kursu, ale w momencie, kiedy przyczyny ustaną, ale szybko – i to nie jest przyszły rok, szybko – to są najbliższe tygodnie, to źródła napięć i niepokojów wyraźnie ustaną.</p> <p>Od ostatniego posiedzenia RPP kurs złotego w stosunku do euro osłabił się lekko ponad 6%, ale jednocześnie euro w stosunku do dolara wzmocniło się o prawie 7%, czyli złoty lekko wzmocnił się do dolara. [...] Wobec koszyka złoty osłabił się o 3%. [...] Z całą pewnością to nie jest sytuacja porównywalna z krajami, które zwykle wiąże się ze słowem kryzys.</p>
PAP, 24 IX	<p>Chcę zaprzeczyć kłamliwym informacjom, jakoby prowadził jakiekolwiek rozmowy z politykami dotyczące składu RPP. Nie angażuję się i nie będę angażował się w spekulacje na ten temat.</p> <p>Musimy obliczyć całość deficytu sektora finansów publicznych. Gdy jest gwałtownie rosnący deficyt, to rosną różnego rodzaju ryzyka, rośnie niepewność, między innymi niepewność dotycząca kształtowania się kursu waluty, a to nie jest bez znaczenia dla inflacji.</p> <p>Jesteśmy w trakcie roboczych rozmów [nt. pożyczki dla rządu na spłatę długu] i w momencie, kiedy będą rozstrzygnięcia, to podamy do wiadomości publicznej ich wyniki. [...] Chcę podkreślić, że nie chodzi tu o wielkie sumy, bo najważniejsze jest to, żeby wykupywać tyle długu, ile się opłaci Polsce. Ministerstwo Finansów kalkuluje, ile się opłaci i rachunek nie wskazuje na wielkie sumy.</p> <p>Dla trwałości rozwoju byłoby najlepiej, gdyby budżet na najbliższy rok przewidywał rozwiązania umożliwiające ograniczanie wydatków i dzięki temu ograniczenie deficytu już od 2004 r. [...] Ale jeżeli ten najlepszy scenariusz nie miałby być realizowany, to tym ważniejsze jest, by pakiet reform uzdrawiających był wiarygodny i wprowadzony w życie. Chodzi o scenariusz, który dawałby skutki od 2005 r.</p> <p>Mamy sytuację przyspieszenia gospodarki z rosnącymi zagrożeniami na dłuższą metę, jeśli się nie podejmie działań uzdrawiających finanse publiczne. Nie ulega wątpliwości, że na krótszą metę mamy do czynienia z ożywieniem gospodarczym, ale przecież jesteśmy zainteresowani szybkim wzrostem nie tylko na rok, ale na wiele lat do przodu. [...] Byłoby niedobrze, gdyby to przyspieszenie na krótszą metę usypiało, bo przebudzenie mogłoby być bardzo przykre.</p> <p>Jest mało prawdopodobne przy tak ogromnej podaży, by rentowności zaczęły spadać. One już zaczęły wzrastać. Już się to zaczęło pod wpływem oceny projektu budżetu, pod wpływem przewidywań i na tym tle zasadniczo ważne jest przedstawienie wiarygodnego programu reform, które uzdrowiłyby trwałe finanse państwa. [...] Dla gospodarki najważniejsze są stopy długoterminowe. [...] Zaczęła rosnąć różnica pomiędzy rentownością obligacji polskich i niemieckich. I to z punktu widzenia gospodarki jest najważniejsze, bo po pierwsze ona oznacza zwiększone koszty obsługi, a po drugie podraża koszt kredytu. Wysoki deficyt budżetu powoduje nie tyle problem możliwości sfinansowania, co kosztów. Jeśli rośnie deficyt, to nie można liczyć na utrzymywanie się stosunkowo niskich dochodowości papierów skarbowych. A jeśli koszt rośnie, to mamy dodatkowe komplikacje w następnych budżetach. Koszty obsługi długu w przyszłości staną się jeszcze większą pozycją wydatków, czyli zwłoka jest bardzo kosztowna.</p>



	<p>Trudno się nie zgodzić z prognozą ostrzegawczą ministra finansów. [...] Na tym tle bardzo ważne staje się przedstawienie i wcielenie jeszcze w tym roku pakietu rozwiązań, w tym ustaw, które dałyby wiarygodny sygnał obniżenia deficytu i zahamowania wzrostu długu począwszy od 2005 r.</p> <p>W krajach które obniżały inflację, i to się działo w Polsce, polityka monetarna była restrykcyjna. A łagodzenie następowało wtedy, kiedy polityka fiskalna była zaostrzana. W Polsce polityka fiskalna jest rozluźniana. Skala dotychczasowych redukcji, porównanie z krajami, które były w podobnej sytuacji co Polska kilkanaście lat temu, fakt, że najbardziej dla gospodarki liczą się stopy długoterminowe i że one są w największym stopniu pod wpływem sytuacji budżetowej, fakt, że kraje Zachodu rozluźniały swoją politykę monetarną, kiedy fiskalna była zaciężniana, to przesłanki mojego myślenia o polityce monetarnej. [...] Należy pamiętać po pierwsze o ogromnej skali redukcji stóp procentowych. To jest największa łączna obniżka stóp w krajach regionu.</p> <p>Jest do rozważenia obniżka rezerw obowiązkowych i jest to wskazane dla uniknięcia niekorzystnej sytuacji konkurencyjnej banków działających w Polsce. Sądzę, że decyzja może zapaść w tym roku.</p> <p>Prowadzimy dobre rozmowy dotyczące zmiany przepisów o klasyfikacji kredytów. Propozycje ze strony NBP i nadzoru są w zdecydowanej większości punktów zgodne z opiniami naszych partnerów. [...] Jesteśmy bardzo blisko ustaleń, to na pewno nie będzie w przyszłym roku, jeszcze w tym.</p>
Financial Times, 24 IX	<p>Jeżeli rząd nie będzie miał wiarygodnego programu naprawy finansów publicznych, gospodarka nie będzie mogła rosnąć w dłuższym okresie. [...] Reforma jest ściśle powiązana ze wzrostem. Wówczas, gdy tempo reform słabnie, tempo wzrostu gospodarki spowalnia wkrótce potem.</p>
PAP, 15 IX	<p>[członkostwo w strefie euro] Wymuszałoby fiskalną stabilizację i czyniłoby koniecznym przeprowadzenie reform. Przyjęcie euro zależy wyłącznie od tego, jak szybko uda się uzdrowić finanse kraju. [...] Tylko ten jeden warunek nie jest spełniony. Dzięki niskiej inflacji udało się już doprowadzić do obniżki długoterminowych stóp procentowych. Im szybciej uzdrowi się finanse publiczne, tym lepiej dla polskiego społeczeństwa. Nie ma wątpliwości, że chore finanse zagrażają społeczeństwu, są rezultatem złej polityki w ważnych sferach. Trzeba ją zmienić po to, by kraj mógł się szybciej i trwale rozwijać.</p>
PAP, 12 IX	<p>Dla budżetu ważniejsze są stopy, według których budżet się zapożycza, czyli dochodowość obligacji. Obserwujemy wzrost kosztów zadłużania się budżetu, w związku z perspektywami (gospodarki), które miejmy nadzieję ulegną poprawie po opublikowaniu strategii średniookresowej. Jeszcze raz podkreślam znaczenie [tego] pakietu dla przyszłości polskiej gospodarki.</p>
PAP, 10 IX	<p>Można powiedzieć, że główne parametry [budżetu] są zgodne z wcześniejszymi zapowiedziami rządu. Wiemy, że m.in. deficyt będzie większy niż w tym roku i jeszcze większy będzie bardzo szybki przyrost długu publicznego. [...] Dalsze utrzymywanie takiej sytuacji nie da się pogodzić z szybkim rozwojem gospodarczym. Od zawartości tego pakietu [reform fiskalnych] i sposobu przeprowadzenia będzie zależało to, czy Polska wejdzie w sposób trwały na drogę ożywienia gospodarczego.</p>
FT Deutschland, 8 IX	<p>Rozumiemy ciągle jeszcze mechanizm zmian kursów waluty jako szeroki przedział, a nie <math>\pm 2,25\%</math>. [...] Wąski przedział odpowiada niemal sztywnemu kursowi wymiany. Mogłoby to narzucić nam niepotrzebne ryzyko wymiany. [...] Wąskie pasmo wahań zwiększa niebezpieczeństwo spekulacji przeciwko bankowi centralnemu ze strony inwestorów przy transakcjach walutowych.</p>
Jan Czekał, członek RPP; ISB, 25 IX	<p>Trudno jest jednoznacznie stwierdzić, jaki jest dziś optymalny poziom stopy referencyjnej, to, uwzględniając doświadczenie innych krajów, nie można wykluczyć, że kształtuje się na poziomie 2-3%.</p> <p>Z punktu widzenia polityki pieniężnej osłabienie kursu złotego byłoby niekorzystne, gdyby przekładało się na wzrost inflacji. Dopóki kurs nie przekłada się na wyższą inflację, a na razie tak się nie dzieje, nie ma powodu do obaw. Trzeba także mieć na uwadze, iż w pierwszej połowie 2003 roku nastąpiła dalsza poprawa równowagi zewnętrznej – deficyt na rachunku bieżącym obniżył się o 45,8% w porównaniu z I półroczem 2002 roku.</p> <p>Główne niebezpieczeństwo związane z kursem polega na tym, że osłabienie złotego wpływa na nominalną wartość długu publicznego, który zbliża się do konstytucyjnych granic. Można stwierdzić, że dziś nie ma potrzeby zaostrzania polityki pieniężnej, które miałyby na celu poprawę równowagi zewnętrznej gospodarki.</p> <p>Zarówno rząd, jak i bank centralny, mają do swojej dyspozycji inne instrumenty, które mogłyby przeciwdziałać osłabianiu się polskiej waluty. Należy jednak mieć świadomość, że takie środki musiałyby mieć charakter nadzwyczajny, zaś jedynym sposobem uniknięcia tego niebezpieczeństwa w długim okresie jest rzeczywista poprawa równowagi finansów publicznych. Trzeba pamiętać, że w przyszłym roku zaczną do nas napływać dewizy z tytułu członkostwa Polski w UE, co siłą rzeczy będzie umacniać złotego. Mogą one przecież zawsze być przepuszczone przez rynek.</p>
Gazeta Bankowa, 22 IX	<p>Możliwości skokowego obniżenia stóp procentowych są dziś bardziej ograniczone niż rok czy dwa lata temu. Dzisiaj ja bym się bał gwałtownej obniżki o 2-3 pkt proc., chociaż stopy na poziomie 2-3% byłyby całkiem uzasadnione, jeśli popatrzymy na to, co się dzieje na świecie. [...] Ja uważam, że skoro osiągnęliśmy obecny poziom inflacji, to polityka pieniężna może działać w dwie strony. Kiedy czujemy, że koniunktura się przegrzewa i pojawia się presja inflacyjna, możemy też podnosić stopy. Według szacunków, które są robione w NBP, naturalna stopa bezrobocia w Polsce wynosi około 12-14%. [Oznacza to, że] możemy śmiało [...] rozruszać gospodarkę do momentu, kiedy bezrobocie nie spadnie poniżej 14%. [...] W takiej gospodarce, jak polska, wzrost rządu 3,5% nie jest z pewnością wzrostem, który może doprowadzić do przekroczenia produktu potencjalnego. Dopóki stopa bezrobocia jest wyższa od stopy naturalnej, to można stwierdzić, że potencjalny produkt nie został osiągnięty. Nie ma zatem powodu, by hamować gospodarkę.</p> <p>W ogóle jest pytanie szersze: czy powinniśmy się spieszyć do strefy euro, czy nie. Z tym są związane korzyści, ale i pewne niedogodności wynikające z pozbawienia się możliwości wykorzystania kursu walutowego jako narzędzia polityki gospodarczej. Argumenty za i przeciw nie są w stu procentach jednoznaczne. Druga sprawa – ja nie jestem wcale przekonany, że oni będą chcieli nas tak szybko przyjąć. Nie jestem przekonany, że realnie jest wejście w 2007 r., choćby z unijnego punktu widzenia. [...] Moim zdaniem korzyści z członkostwa w UGW są bezsporne. Nadal jednak pozostaje otwartą kwestią, kiedy powinniśmy wejść do strefy euro. [...] Myślę, że realistyczna data przyjęcia euro to 2008-09 r. Wcześniej musimy jeszcze spełnić kryteria konwergencji oraz wynegocjować bardzo ważną kwestię – kurs złotego do euro. Dzisiaj nie spełniamy kryterium budżetowego. Jeżeli nie będziemy wypowiadali się na temat [interwencji na rynku walutowym]. Nie chciałbym robić wrażenia, że takie działania są rozważane. Wszystko zależy od okoliczności. Gdybyśmy mieli spekulacyjny atak na złotego, z czego wynikałyby negatywne skutki dla gospodarki, to siłą rzeczy NBP powinien rozważyć zasadność przeciwdziałania tym skutkom. Nie sądzę, by nowa rada była radą o mniejszych kompetencjach niż obecna. Mogą być różne spojrzenia na politykę ekonomiczną. Natomiast ja nie dopuszczam takiej możliwości, że będą podejmowane jakieś destabilizujące działania.</p>





PAP, Reuters, 17 IX	<p>Trudno już dziś formułować jednoznaczną opinię na temat przyczyn osłabienia złotego. Jednak sam fakt, że nie ukazał się ostateczny tekst strategii [fiskalnej] rządu w zapowiadany wcześniej termin jest czynnikiem, który powoduje wzrost niepewności i może być przyczyną spekulacyjnych działań. Nic się takiego gwałtownego nie zdarzyło w gospodarce, co by wskazywało na jakieś trwalsze odwrócenie tendencji. Przyczyn powinniśmy dopatrywać się w czynnikach krótkookresowych. To, jaki będzie deficyt w 2004 r. wiemy już od kilku tygodni. To nie jest zaskoczenie dla rynku. Wydaje mi się, że obecne osłabienie złotego jest krótkotrwałe i ma charakter koniunkturalny. W dalszej przyszłości prawdopodobnie pojawi się nacisk na aprecjację.</p> <p>Wprawdzie dane o produkcji przemysłowej w sierpniu nie są tak rewelacyjne jak w lipcu, ale pokazują, że wzrost PKB przyspiesza i w III kwartale powinien przekroczyć 4%. Nie umiem powiedzieć, czy presja inflacyjna pojawi się za dwa, czy trzy kwartały. Obecnie obserwujemy spadek inflacji wywołany w dużej części przez ceny żywności. Możliwy jest także lekki spadek cen ropy naftowej.</p>
Reuters, PAP, 11 IX	<p>Dziś należy już być ostrożnym, bo mamy świadomość tego, że możliwości obniżek będą się wyczerpywać. Ale jestem przekonany, że nadal istnieje przestrzeń do obniżania stóp procentowych.</p> <p>Przyspieszający wzrost gospodarczy może jeszcze przez wiele miesięcy nie powodować zwiększonej presji cenowej i prawdopodobnie dopiero po przekroczeniu 5% dynamiki znacznie negatywnie wpływać na inflację. Niska presja na wzrost płac, wynikająca z wysokiego poziomu bezrobocia będzie również stabilizować w najbliższym okresie inflację na niskim poziomie. [...] Do polityki pieniężnej należy podchodzić dość pokornie. Jeżeli nie będzie presji inflacyjnej to oczywiście należy nadal obniżać stopy procentowe – ale trzeba jednocześnie bacznie patrzeć na to co się dzieje, żebyśmy potem jeszcze raz nie musieli ponieść potężnych kosztów zwalczania inflacji.</p> <p>Sadzę, że w przyszłej Radzie będą wystarczająco kompetentni ludzie, którzy będą wiedzieli co robią. [...] Nie wiadomo jeszcze z jakiego poziomu stóp procentowych będą startować. Są jeszcze cztery posiedzenia obecnej Rady i niewątpliwie w miarę rozwoju sytuacji, szczególnie jeśli ożywienie okaże się trwałe, to będzie wymuszać ostrożność w rozważaniu dalszych obniżek. Nie sadzę, by gwałtowne obniżenie stóp było już wtedy możliwe.</p> <p>Z punktu widzenia polityki monetarnej jest to budżet dość trudny, gdyż stwarza określone zagrożenia. Myślę, że głównym elementem ryzyka jest to, czy zakładany deficyt da się sfinansować, choć na razie uważam, że finansowanie potrzeb pożyczkowych rządu jest pod kontrolą. [...] Trzeba jednak mieć świadomość, że możliwość jakiegś kryzysu, ale nie byłoby to dobry sposób przywracania równowagi. Lepiej byłoby to czynić spokojnie w warunkach szybkiego wzrostu PKB, który takie dostosowania czyniłby znacznie łatwiejszymi.</p>
PAP, 4 IX	<p>Wygląda na to, że będziemy w okolicach dolnej granicy celu inflacyjnego. [...] Skoro jest ustalany cel, który nie jest realizowany, no to prawdopodobnie instrumenty polityki pieniężnej nie były zbyt precyzyjnie dobrane.</p> <p>Wygląda na to, że polityka pieniężna była zbyt restrykcyjna w stosunku do wyznaczanego celu.</p> <p>W systemie ERM2 złoty powinien wahać się w paśmie <math>\pm 15\%</math>. [...] Zbyt wąskie pasmo jest niekorzystne, bo w zasadzie usztywnia kurs i naraża państwo na ataki kapitału spekulacyjnego. [...] Realne stopy procentowe nadal są wysokie. W ostatnich miesiącach jednak obniżały się one, do tego dochodzi jeszcze czynnik ryzyka kursowego.</p>
Marek Dąbrowski, członek RPP; PAP, 30 IX	<p>W roku bieżącym dług publiczny przekroczył pierwszy próg ostrzegawczy, 50%. W zasadzie projekt budżetu na rok przyszły nie wyciąga z tego żadnych wniosków, deficyt w roku przyszłym rośnie.</p>
Bogusław Grabowski, członek RPP; PAP, 29 IX	<p>Teraz będziemy mieli do czynienia z przyspieszeniem popytu konsumpcyjnego, także ze wzrostem cen żywności i cen paliw. Wszystkie podażowe i popytowe czynniki inflacji będą działały w kierunku jej przyspieszenia. Dlatego inflacja w tym roku będzie już rosła i na koniec roku może znaleźć się w dolnej granicy celu inflacyjnego, czyli około 2%. [...] Osłabienie kursu zaczyna wpływać na poziom wskaźnika CPI po 3 miesiącach, a największy impuls jest dopiero po ośmiu. Ale siła tego oddziaływania zależy od sytuacji popytowo-podażowej w gospodarce. Dlatego to osłabienie z ostatnich miesięcy trafia na poprawę w dynamice popytu i znajdzie odbicie we wskaźniku inflacji w 2004 r.</p> <p>Obniżenie rezerwy jest substytutem dla obniżki stóp. Obniżka stopy rezerwy obowiązkowej z 4,5% do 2% byłaby zwiększeniem płynności sektora bankowego o 7,5 mld zł, które w długim okresie zwiększyłoby podaż pieniądza w procesie mnożnikowym. [...] Jednak skutki rozwiązania rezerwy obowiązkowej z 4,5% do 2% byłyby takie same jak rozwiązania rezerwy rewaluacyjnej o wartości 7,5 mld zł. Tylko, że beneficjentem byłby sektor bankowy, a nie finanse publiczne.</p>
Radio Zet, 29 IX	<p>Jestem bardzo przerażony. Ja myślę, że [projekt budżetu na 2004 r.] to nie jest już nawet najgorszy budżet w ostatnich dziesięciu latach, ale ja bym powiedział, że wręcz jest to budżet skandaliczny. Rząd przedstawia budżet, który wszystkie ostrzeżenia lekceważy i jak čma do ognia leci do naprawde poważnego kryzysu. To nie będzie kryzys finansów publicznych, bo taki już mamy. To będzie kryzys państwa. [...] Ja nie widzę żadnych podstaw do tego, żeby [złotówka] się wzmocniła, tak jak przewiduje to rząd w swoich założeniach.</p>
PAP, 26 IX	<p>Oczywiście, że istnieje ryzyko przekroczenia 60 proc. długu do PKB już w 2004 roku. Osłabienie złotego oznacza szybsze przybliżanie się granicy najpierw 55 proc., a potem 60 proc. Przekroczenie poziomu 60 proc. spowodowałoby konieczność zrównoważenia budżetu w kolejnym roku budżetowym i biorąc za przykład 2003 rok byłaby to redukcja wydatków o 40 mld zł. Brak woli do reformy finansów, która by oddalała groźbę przekroczenia tych 60 proc. długu do PKB, powoduje, że inwestorzy zagraniczni tracą zaufanie do polskiej gospodarki. Okazuje się, że czynniki działające dotąd na umocnienie złotego, takie jak perspektywa wstąpienia do Unii Europejskiej, teraz zanikły. Złoty będzie pod lekką presją deprecjacyjną. Trudno bowiem doszukiwać się czynników aprecjacyjnych w najbliższych miesiącach i kapitał portfelowy będzie uważnie obserwował działania rządu oraz parlamentu w zakresie finansów publicznych. Jeśli działania reformujące finanse publiczne nie zostałyby podjęte, to wtedy możemy mieć do czynienia z bardziej poważną utratą wiarygodności inwestycyjnej Polski i wtedy możemy mieć do czynienia także z odpływem kapitału z Polski. Jeżeli zainwestowany kapitał w Polsce nie będzie się zwiększał, to już ten fakt będzie powodował osłabienie się złotego. A gdyby miało dojść do nawet nieznanego wycofywania się inwestorów z rynku polskiego, to osłabienie będzie jeszcze znaczniejsze. Nie ulega najmniejszej wątpliwości, że w ciągu najbliższych dwóch lat, a najpóźniej w drugiej połowie następnego roku, czeka nas zaostrzenie polityki pieniężnej, która musi być stabilizatorem sytuacji makroekonomicznej. W polskiej gospodarce widać sygnały ożywienia i w takich warunkach powraca cykl działań w polityce pieniężnej. Próba jakiegokolwiek rozluźniania polityki pieniężnej w tym kontekście skończyłaby się bardzo źle dla polskiej gospodarki. Żaden ekonomista nie może wyobrazić sobie przy ożywieniu gospodarczym luzowania obu polityk: fiskalnej i pieniężnej, a my na 2004 rok przewidujemy dalsze przyspieszenie wzrostu gospodarczego.</p>
Cezary Józefiak, członek RPP; Gazeta Wyborcza, 19 IX	<p>Moim zdaniem dobra strategia [fiskalna] powinna zakładać zdecydowane obniżenie wydatków budżetowych, a tym samym deficytu, już w pierwszym roku, czyli w 2004. Bo w warunkach, jakie mamy, i z tą perspektywą wzrostu długu publicznego, jaka nam się rysuje, jest to konieczne. Wydatki budżetowe w 2004 r. powinny być mniejsze od zakładanych przez rząd. [...] Gdyby poczucie niebezpieczeństwa, w jakim znajduje się kraj naprawde, dotarło do rządu, to nie odkładano by cięć wydatków na rok 2005 i lata następne [...].</p> <p>pyt. Na ile ta strategia [...] pozwoli na utrzymanie długu publicznego poniżej 60% PKB? odp. Według mnie nie pozwoli. Jest duże niebezpieczeństwo, że się nie uda tego zrobić, bo rząd za dużo odkłada na lata następne.</p>



PAP, 17 IX	<p>Uważam, że poprawa, która ma miejsce, jest to poprawa typu koniunkturalnego, tzn. głównie zwiększa się stopień wykorzystania zdolności wytwórczych. Nie jest to jednak wzrost gospodarczy, bo ze wzrostem gospodarczym mamy do czynienia, gdy potencjał gospodarki rośnie, a może on rosnąć tylko za sprawą przyrostu inwestycji. Nie chodzi tu tylko o lepsze wykorzystanie zdolności produkcyjnych firm, ale także możliwości pozyskania innych środków, np. kredytowych czy na rynku kapitałowym. [...] Niestety środki kredytowe są ściągane z rynku w związku z dużym deficytem budżetowym, co stwarza duże bariery dla wzrostu.</p> <p>Skoro rząd zapowiada, że w 2008 r. wejdziemy do strefy euro, to pociąga to za sobą obietnice, że będzie następowała redukcja deficytu. Gdy się powiedziało A, trzeba powiedzieć B. Słowo 'racjonalizacja' ujawnia to, że rząd znalazł się w sytuacji politycznej, w której nie może ciąć prawie żadnych wydatków, bo nie dokonał koniecznych redukcji na początku kadencji, gdy miał znaczne poparcie w społeczeństwie.</p>
Dariusz Rosati, członek RPP; TVN24, 23 IX	<p>Z całą pewnością propozycje rządowe zmierzające w kierunku zwiększania deficytu zmniejszają przestrzeń do obniżek stóp procentowych, jeśli taka przestrzeń istnieje. Po stronie podatkowej wszystkie rezerwy zostały wyczerpane. Więcej dochodów być nie może. Jeżeli inwestorzy nie zobaczą w tym programie [cięć wydatków] wiarygodnej wizji, to odejść jeszcze wcześniej. A to oznacza gwałtowne załamanie złotego. [Przetarg obligacji 5L to] niepokojący sygnał.</p> <p>Uważam, że Leszek Balcerowicz nie ma powodu, aby rezygnować ze stanowiska. Po pierwsze, obecna sytuacja w RPP jest wyjątkowo komfortowa dla prezesa – układ sił w radzie bardzo często pozwala mu decydować o wynikach głosowania. Nie można jednak oczekiwać, że tak będzie na zawsze. Po drugie, nie sądzę, aby nowa RPP była nieodpowiedzialna. W Polsce jest wielu kandydatów, którzy gwarantują prowadzenie dobrej polityki pieniężnej [...]. Jestem przekonany, że Leszek Balcerowicz będzie w stanie współpracować z nową radą.</p>
Parkiet, 20-22 IX	<p>Na podstawie pozytywnych i optymistycznych danych za II kwartał można podnieść prognozę. Wcześniej spodziewałem się wzrostu w granicach 3-3,5%, a w tej chwili można prognozować 3,5%. Pocieszające jest, że maleje dynamika spadku inwestycji i wszystko wskazuje na to, że w III kwartale będziemy już po raz pierwszy mieć wzrost inwestycji. [...] Dane [PKB] są lepsze niż oczekiwano, przede wszystkim za sprawą eksportu netto, który przyczynił się do silnego przyspieszenia oraz częściowo za sprawą wzrostu spożycia, zwłaszcza indywidualnego.</p>
PAP, 19 IX	<p>Rokroczne obniżanie deficytu, żeby spełnić w 2007 r. kryteria z Maastricht, jest realne. Jest to jednak niesłychanie trudne zadanie, jeżeli utrzyma się założenia budżetowe na przyszły rok i tę skalę deficytu. Plany rządu byłyby bardziej realne, gdyby rząd nie powiększał deficytu w 2004 r. [...] W tej chwili mamy tylko wielki budżet na przyszły rok i bardzo mgliste obietnice dotyczące cięcia po stronie wydatków, a jest to kluczowa sprawa.</p>
PAP, 17 IX	<p>Miesiąc temu spodziewaliśmy się, że już w sierpniu inflacja powinna być trochę wyższa. Okazało się jednak, że zwłaszcza wskaźnik miesięczny obniżył się w stosunku do lipca. To jest potwierdzenie naszej wcześniejszej opinii, że nie ma w krótkim i średnim okresie zagrożeń inflacyjnych. Zarówno tegoroczne gorsze zbiory jak i wzrost dochodów ludności związany z przyspieszeniem gospodarki będzie powodował wzrost cen żywności. My się tego spodziewamy w średniokresowej perspektywie. To powinno jednak łagodnie wpływać na stopę inflacji. [...] Spodziewamy się, że pod koniec roku powinna ona być w granicach 1-1,5%. Nic się nie dzieje takiego w cenach, co nakazywałoby zasadniczą rewizję [celu inflacyjnego na 2004 r.]. Podtrzymujemy prognozy inflacji na 2004 rok. Od strony czynników podażowych nic się nie dzieje. Głównym czynnikiem stopniowo podnoszącym wskaźnik inflacji będzie zatrzymanie się trendu spadkowego cen żywności i rozpędzająca się gospodarka</p>
PAP, 15 IX	<p>Nacisków [na obniżanie stóp] nie będzie tyle jak w przeszłości. Po pierwsze stopy są i tak niskie [...]. Będziemy mieli jednak wyraźnie pewien wzrost inflacji w przyszłym roku i być może w latach kolejnych, związany właśnie z tym, że gospodarka wchodzi w fazę ożywienia i wszyscy będą rozumieli, że przestrzeń do obniżki nie jest już tak duża. Następna Rada będzie miała za zadanie utrzymanie inflacji na niskim poziomie. Myślę, że będzie to zadanie łatwiejsze. Gospodarka wchodzi w tej chwili w okres ożywienia, inflacja jest bardzo niska. Chodzi o to, by nie zepsuć tej sytuacji. To już nie wymaga drastycznych metod jak wysokie stopy procentowe. Za ten okres dezinflacji zapłaciliśmy pewną cenę w postaci spowolnienia gospodarczego i wzrostu bezrobocia.</p>
TVN24, 8 IX	<p>Nie sądzę by groziła nam rewizja budżetu na ten rok, jeżeli będzie zagrożenie niewykonania to dojdzie do cięcia wydatków. Przyszłoroczny budżet również nie jest zagrożony bo w polskim systemie legislacyjnym deficyt, który ustala Sejm można wykonać, problem natomiast istnieje w kondycji finansów publicznych. [...] Deficyt 45,5 mld zł nie doszacowuje faktycznego poziomu, może wynosić on nawet 60 mld zł.</p>
PAP, 4 IX	<p>Saldo obrotów bieżących jest dobre. Za ostatnich 12 miesięcy deficyt obrotów bieżących wyniósł 2,7% PKB, a miesiąc temu było to 2,8%. Przyzwyczailiśmy się, że eksport jest na ogół słabszy od importu. A teraz można powiedzieć, że eksport wytrzymuje tempo z importem, który i tak nie jest mały ze względu na ożywienie gospodarcze. Rośnie również nadwyżka z niesklasyfikowanych obrotów bieżących. Może być ona spowodowana szeregiem czynników, które poznamy dopiero po pewnym czasie. Prognozy na przyszłość są dość optymistyczne. Eksport powinien utrzymywać tempo, ale jeżeli wzrost gospodarczy będzie wyższy, to nie można wykluczyć, że import również się zwiększy. Myślę, że do końca roku można oczekiwać stosunku deficytu obrotów bieżących względem PKB na poziomie do 3%. Bilans płatniczy pozwala z jednej strony wyciągnąć wnioski pozytywne, że w gospodarce mamy do czynienia z przyzwoitym ożywieniem i dobrą kondycją sektora eksportowego. Z drugiej strony mamy ostrzeżenie, że inwestorzy nie muszą się palić do zakupu polskich papierów.</p>
Grzegorz Wójtowicz, członek RPP; PAP, 30 IX	<p>Jeśli rynek nie będzie dostatecznie poinformowany o tym co się stało w budżecie i na temat tego, co się może w nim stać w najbliższej przyszłości inwestorzy mogą zażądać wyższych premii za ryzyko. Trudno powiedzieć, czy stanie się to już w poniedziałek (na przetargu bonów). Jest jednak tendencja do zwiększania się tej premii. Jest to informacja [w wielkości zaangażowania deficytu budżetowego], która - jeśli nie będzie dobrze zinterpretowana - może spowodować zamieszanie na rynku. Jeśli jednak występują jakieś wahania jednomiesięczne, to potrzebna jest dodatkowy komentarz. Gdy go brakuje, to nic dziwnego, że inwestorzy mogą się denerwować. Budżet musi być napięty, bo wzrost PKB na poziomie 3,5 proc. to górna granica prognoz, a inflacja będzie niższa od zakładanej w budżecie. Napięcia po stronie dochodów muszą w takich okolicznościach występować.</p>
PAP, 26 IX	<p>Na razie mamy informacje ogólną [odnośnie przyszłorocznego deficytu budżetowego].</p>
TVP1, 25 IX	<p>Jestem optymistą, ale 5% [wzrostu PKB] to jest górna granica możliwości. Wzrost na poziomie 4-4,5% jest bardzo wysoko prawdopodobny. Rada wielokrotnie dawała już dowody, że bardzo głęboko analizuje sytuację i w dalszym ciągu będzie tę sytuację analizować. [...] W miarę obniżki stóp procentowych robiło się tak, że czynniki za dalszymi obniżkami i czynniki za utrzymaniem ich wchodziły w stan coraz większej równowagi. W tej chwili mamy dużo czynników, które mogą nas niepokoić. Zobaczymy, które wygrają.</p>
PAP, 24 IX	<p>Niedługo rząd będzie mówił, że rośnie dług, bo złoty jest słaby, a ja mówię, że złoty jest słaby dlatego, że rośnie dług. [...] Zapaliło się czerwone światło, którym jest rosnący dług publiczny. Ryzyko przekroczenia 60% istnieje, bo mogą na to wpływać różnice kursowe i jeżeli będziemy balansować na tej granicy, to jest to bardzo niebezpieczne. Dobrze, że dokument [średnioterminowa strategia fiskalna] się ukazuje, szkoda jednak, że trochę zbyt późno, bo najpierw poznaliśmy perspektywę krótkookresową, czyli na przyszły rok. Długoterminowe stopy procentowe zaczynają rosnąć na rynku obligacji i polityka fiskalna zaczyna kształtować stopy procentowe. Kilka dni temu mieliśmy tego próbkę, że nikt nie zgłosił się po obligacje. Różne odchylenia długoterminowych stóp procentowych i wahania na rynku walutowym to jest to, co nie zmienia na rynku w najbliższej przyszłości.</p>



PAP, 23 IX	<p>Nie chcę wieszczyć, że będzie źle, ale jest wiele czynników niepewności i rynek będzie to brał pod uwagę. Rynek będzie śledził zaawansowanie budżetu, wyniki przetargów obligacji. Sądzę, że okoliczności wymogą [na nową RPP] bardzo ostrożne decyzje dotyczące polityki pieniężnej. [...] Nowa rada będzie miała na pewno bardzo wąski manewr w tych uwarunkowaniach, w związku z tym nie należy spodziewać się jakichś nieodpowiedzialności.</p> <p>Skok do pewnego poziomu wzrostu jest możliwy, bo to jest splot czynników w krótkim okresie, jak to było w II kw. [...] Ale czy wzrost na poziomie 5%, czy więcej, będzie długotrwały, to jest wielkie pytanie. Czynniki makroekonomiczne wskazują niestety, że trzeba się liczyć z tym, że nie będzie łatwo ten wzrost utrzymać.</p> <p>[Jeśli chodzi o inflację bazową] Jest bardzo podobnie, jak było miesiąc temu, w związku z tym nie ma sygnałów, które pozwalałyby wyciągać jakiegokolwiek nowe wnioski. Gdy otrzymamy [prognozy PKB na 2004 r. wg NBP], będziemy wiedzieli, jak wygląda przyszła analiza popytowa i potencjalna przyszła inflacja, bo teraz mamy już właściwie schyłkowy okres roku i oddziaływanie polityki pieniężnej na ten okres jest właściwie żadne.</p>
PAP, 12 IX	<p>Brak w nim [projekcie budżetu] jakiegokolwiek ograniczeń po stronie wydatków, które w tym budżecie są konieczne. Deficyt jest wysoki, przy czym, jak wskazują różne obliczenia, gdyby przyjęto porównywalne warunki do tegorocznych, byłby on jeszcze większy. [...] Może być problem z finansowaniem tego deficytu. Nie sądzę, żeby inwestorzy zagraniczni aktywnie wychodzili z inicjatywą w tym względzie. A finansowanie przez inwestorów krajowych oznacza odejście przez nich od inwestycji w sferę produkcyjną. Patrząc na stabilność gospodarki, poziom deficytu i przyrost długu publicznego mogą niepokoić. Tym bardziej, że może to mieć również konsekwencje dla innych wskaźników. [...] Na rynku obligacji od czasu do czasu będziemy mieli wzrost długoterminowej stopy procentowej, a inwestorzy zagraniczni mogą wymagać większej premii za ryzyko. [Budżetową prognozę średniorocznej stopy procentowej oceniam jako] optymistyczną w takich warunkach, zwłaszcza wobec rosnącej inflacji. To jest prognoza stojąca pod znakiem zapytania. Będzie większe ryzyko makroekonomiczne. To, co w tym roku ujawniało się w postaci gwałtownych wahań kursów w roku 2004 może występować z większą siłą. Będziemy otrzymywali meldunki o zaawansowaniu deficytu, które z pewnością będą duże, podobnie jak szacunki przyrostu długu publicznego.</p>
Wiesława Ziółkowska, członek RPP; Gazeta Wyborcza, 30 IX	<p>To najgorszy projekt budżetu od 1989 r. Sam dokument jest trudny w odbiorze – nieprzejrzysty, [...] zawiera sprzeczne założenia. Wydatki są zaliczane na różne sposoby, deficyt budżetowy jest za wysoki. Zamiast RPP o poziomie stóp procentowych będzie decydował deficyt budżetowy, [...] emitując obligacje rząd zdecydowanie o wzroście stóp. Skutki tego budżetu już w roku przyszłym będą straszne i będą się ciągnęły jeszcze w następnym roku. Sądzę, że wszystkie pomysły wicepremiera Jerzego Hausnera cięć wydatków są bardzo dobre. Musi jednak do swoich pomysłów przekonać polityków, parlament i społeczeństwo.</p>
Reuters, 25 IX	<p>W sytuacji, gdy inflacja na koniec roku wzrośnie prawdopodobnie do 1,3%, a wzrost gospodarczy jest napędzany przez popyt zewnętrzny i w dalszym ciągu nie ma presji inflacyjnej ze strony popytowej, istnieje przestrzeń do redukcji stóp w tym roku. [...] Trudno powiedzieć, czy w tym roku możliwa jest jedna, czy dwie obniżki po 25 pb. Zapowiedzi wicepremiera Hausnera brzmią wiarygodnie, najtrudniej oczywiście o ich realizację, ponieważ dotyczą sfery socjalnej. Wydaje się, że w sytuacji wzrostu PKB łatwiej będzie zrekomensować konieczne cięcia. Polityka fiskalna oddziałuje negatywnie na tych, którzy chcieliby obniżenia stóp procentowych, czy uznawaliby za celowe obniżenie stóp procentowych. [...] Ale przy obniżce stóp procentowych bierze się pod uwagę wiele czynników, nie tylko politykę fiskalną, ale też zjawiska realne, wewnętrzne i zewnętrzne, oraz ze sfery polityki pieniężnej. [O obniżce stóp] Mówi się na pewno trudniej im jest luźniejsza polityka fiskalna. A widzimy, że taka właśnie jest polityka fiskalna i tego się nie da podważyć. Ona wypycha inwestycje prywatne oraz podwyższa realne stopy procentowe na rynku. Cięcie wydatków jest konieczne, bo inaczej przekroczymy próg 60% długu wobec PKB. To będzie bardzo trudne, ale innego wyjścia nie ma. [...] Gdybyśmy próbowali zmieniać specjalnie Konstytucję z okazji przekroczenia 60% PKB, to podważałoby to autorytet wszelkiej władzy w Polsce.</p>
PAP, 25 IX	<p>Wzrost gospodarczy i obniżka wydatków to klucz do uniknięcia granicy 60% długu wobec PKB. Problemem będzie sposób i termin przeprowadzenia cięć, zwłaszcza przy coraz trudniejszej sytuacji społecznej. Obniżki stóp procentowych będą oddziaływały na sytuację przyszłoroczną, a nie tegoroczną, dlatego też utrzymywanie się niskiej presji inflacyjnej w większym stopniu otwiera pole do obniżki stóp procentowych. Dane te [inflacja w sierpniu] świadczą o tym, że nie ma presji inflacyjnej ze strony popytu wewnętrzznego, a to, co się dzieje z produkcją, jest wynikiem tylko eksportu. [...] Mimo że analitycy zwracali uwagę na szybszy wzrost płać w budżetówce niż w sferze przedsiębiorstw, to jednak ten wzrost nie przekłada się na wzrost popytu, który wywołuje presję inflacyjną. Jeżeli nie będzie nieoczekiwanych szoków podaźowych, to inflacja na koniec roku będzie niska [...] sporo poniżej celu inflacyjnego, i wyniesie 1,5-1,6%. Pierwsze zagrożenie [dla inflacji] to wpływ tego, co będzie się działo na froncie irackim i jak wpłynie to na ceny ropy. Drugim jest wewnętrzna sytuacja polityczna. Trzecim jest kwestia programu działań fiskalnych, który ma przedstawić rząd. [...] Gdyby okazało się, że program ten jest poddany krytyce, miałyby to wpływ na kształtowanie się cen i oczekiwań inflacyjnych.</p>
PAP, 15 IX	<p>Obniżki stóp procentowych będą oddziaływały na sytuację przyszłoroczną, a nie tegoroczną, dlatego też utrzymywanie się niskiej presji inflacyjnej w większym stopniu otwiera pole do obniżki stóp procentowych. Dane te [inflacja w sierpniu] świadczą o tym, że nie ma presji inflacyjnej ze strony popytu wewnętrzznego, a to, co się dzieje z produkcją, jest wynikiem tylko eksportu. [...] Mimo że analitycy zwracali uwagę na szybszy wzrost płać w budżetówce niż w sferze przedsiębiorstw, to jednak ten wzrost nie przekłada się na wzrost popytu, który wywołuje presję inflacyjną. Jeżeli nie będzie nieoczekiwanych szoków podaźowych, to inflacja na koniec roku będzie niska [...] sporo poniżej celu inflacyjnego, i wyniesie 1,5-1,6%. Pierwsze zagrożenie [dla inflacji] to wpływ tego, co będzie się działo na froncie irackim i jak wpłynie to na ceny ropy. Drugim jest wewnętrzna sytuacja polityczna. Trzecim jest kwestia programu działań fiskalnych, który ma przedstawić rząd. [...] Gdyby okazało się, że program ten jest poddany krytyce, miałyby to wpływ na kształtowanie się cen i oczekiwań inflacyjnych.</p>
Andrzej Bratkowski, wiceprezes NBP; Reuters, 9 IX	<p>Trudno obecnie powiedzieć, czy w ogóle jest możliwość takiego ruchu [redukcji stóp]. Podejmując decyzje o stopach trzeba myśleć o roku 2004 i powoli o roku 2005. [...] Biorąc pod uwagę prognozę przyspieszenia wzrostu inwestycji i przyspieszenia wzrostu gospodarczego, które przełoży się na inflację wydaje się, że miejsca do takiego ruchu w tym i przyszłym roku nie jest zbyt dużo.</p> <p>Obecnie kurs złotego nie jest fundamentalnie przewartościowany. Przy założeniu, że rząd przedstawi wiarygodny plan reform do końca roku powinien się nieco umocnić. Odwlekanie spełnienia kryterium fiskalnego grozi kolejnym opóźnieniem w przystąpieniu do strefy euro i czyni je tym trudniejszym.</p> <p>Negatywny wynik referendum w Szwecji może negatywnie wpłynąć na nastawienie obywateli krajów wchodzących do UE w tym Polski, mam jednak nadzieję, że nie wpłynie to zasadniczo na dotychczasowy przychylny klimat w Polsce do przyjęcia euro.</p>
Paweł Samecki, Dyr. Departamentu zagranicznego NBP; PAP, 7 IX	<p>Nie ma przesłanek w tej chwili do tego, żeby zmieniać reżim kursowy. W 2004 roku też nie powinno być takich przesłanek. Korzystną sytuacją byłoby, gdybyśmy utrzymali płynny kurs do czasu wejścia do ERM2. NBP nie rozważał na razie żadnej innej możliwości. Nie sądzę, żeby ktokolwiek myślał o zmianie. Nie było żadnych rozmów. NBP mówił, że z punktu widzenia interesów ekonomicznych Polski dobrze byłoby wejść do EMU tak szybko jak to możliwe. Strategia nadal pozostaje niezmienną, ona nadal jest ważna i wiążąca. Problemem natomiast pozostaje spełnienie wszystkich kryteriów zbieżności. Podstawowym problemem jest sytuacja finansowa. Nieznana jest perspektywa, w jakiej spełniony zostanie warunek zejścia z deficytem budżetu poniżej 3 proc. PKB. Pierwsza realna szansa wejścia do EMU jest to rok 2007. Miejmy nadzieję, że władze uczynią wszystko, żeby to urzeczywistnić. Wymaga to konsolidacji finansów publicznych, by doprowadzić sektor finansów publicznych do odpowiedniego stanu. Rok 2004 jako data przystąpienia do ERM2 jest możliwa. Jest jednak kwestia negocjacji technicznych i należy przypuszczać, że w ciągu najbliższych kilku, kilkunastu miesięcy, te sprawy zostaną rozstrzygnięte, choć nie ma takiej gwarancji. Do węzła walutowego przystąpić można bez większych formalnych warunków wstępnych. Dzisiaj nie ma sensu mówić o parytecie centralnym, bo decyzja zapadnie za ileś miesięcy. Będą zupełnie inne warunki, które obecnie nie są znane, więc dywagacje na temat kursu są na wyrost.</p>



## Pod lupą: Rząd i polityka

- Co dalej w finansach publicznych?
- Ratingi polskiego długu potwierdzone
- Ustawa o wolności gospodarczej przyjęta

### Plany fiskalne odsłonięte... ale niepewność zostaje

We wrześniu rząd przyjął trzy ważne dokumenty: projekt budżetu na rok 2004, średniookresową strategię fiskalną oraz program ograniczania wydatków publicznych. Teoretycznie rynek finansowy zobaczył więc wszystko, czego oczekiwał. Czy jednak wystarczyło to, aby uspokoić nerwowość inwestorów i zmniejszyć niepewność wobec planów fiskalnych? Zmniejszyć na pewno tak, ale nie wyeliminować, czego potwierdzeniem jest utrzymująca się zmienność na polskim rynku finansowym. Szerszą analizę poczynań i planów rządu w sferze finansów publicznych prezentujemy w tym miesiącu w „Sekcji specjalnej” na początku Makroskopu.

### Moody's potwierdził polskie ratingi

Po serii rozczarowań związanych z brakiem konkretnych planów fiskalnych rządu i rosnących obawach o niepewne losy ratingów polskiego długu, w połowie września inwestorzy zobaczyli pozytywną informację, która pozwoliła na pewną (przynajmniej tymczasową) poprawę nastrojów na polskim rynku finansowym. Agencja ratingowa Moody's potwierdziła rating przyznany Polsce na poziomie A2 (zarówno dla długu w walucie krajowej, jak i zagranicznej) oraz utrzymała stabilną perspektywę dla ratingu. W oficjalnym komunikacie napisano, że obecny rating Polski i jego perspektywa są w dużym stopniu zdeterminowane przez postępującą integrację z UE, solidne perspektywy wzrostu gospodarczego oraz „postępujące reformy strukturalne”. Korzystna struktura zapadalności polskiego długu oraz brak zagrożeń dla obsługi długu również przyczyniły się do utrzymania pozytywnej oceny. Była to pierwsza od dłuższego czasu informacja jednej z głównych agencji ratingowych mocno potwierdzająca ocenę Polski, gdy tymczasem ostatnio wypowiedzi przedstawicieli dwóch innych dużych serwisów, S&P i Fitch Ratings, wskazywały raczej na ryzyko obniżenia ratingów Polski w przypadku braku poprawy w finansach publicznych. Dlatego komunikat Moody's był silnym impulsem ograniczającym obawy inwestorów o możliwą redukcję ocen wiarygodności kredytowej Polski.

Tak naprawdę, porównując ratingi Polski, Czech i Węgier w trzech głównych agencjach ratingowych (patrz tabela), wydaje się, że ryzyko obniżenia ocen dla

Polski w krótkim okresie nie jest takie duże, jak mogłoby się wydawać. Polska i tak ma już najgorsze notowania (wśród trzech wymienionych krajów) jeśli chodzi o długoterminowy rating w walucie obcej, a w walucie krajowej oceny są również słabe. Dlatego nie wydaje się oczywiste (wbrew temu co sugerowali ostatnio niektórzy analitycy), że agencje S&P i Fitch będą się spieszyć z pogorszeniem ratingów Polski dla długu w walutach obcych – przykładowo sytuacja fiskalna na Węgrzech jest również kiepska, a nadal mają one wyższe oceny niż Polska. Z zestawienia w poniższej tabeli można wysnuć wniosek, że jeśli rzeczywiście byłaby presja na obniżenie notowań Polski, prawdopodobnie w pierwszej kolejności byłoby to pogorszenie perspektywy ratingu dla waluty krajowej przez agencję Fitch Ratings (ale i tak pewnie nie wcześniej niż w przyszłym roku) – w tym obszarze mamy lepszą ocenę niż Czechy oraz nadal stabilną perspektywę.

### Długoterminowe ratingi krajów (rating/perspektywa)

	Dług w walucie zagranicznej		
	S&P	Fitch Ratings	Moody's
Czechy	A-/Stabilny	A-/Stabilny	A1/Stabilny
Węgry	A-/Stabilny	A-/Negatywny	A1/Stabilny
Polska	BBB+/Negatywny	BBB+/Stabilny	A2/Stabilny
	Dług w walucie krajowej		
	S&P	Fitch Ratings	Moody's
Czechy	A+/Stabilny	A/Stabilny	A1/Stabilny
Węgry	A/Stabilny	A+/Negatywny	A1/Stabilny
Polska	A/Negatywny	A+/Stabilny	A2/Stabilny

Źródło: Agencje ratingowe

### Rząd chce zwiększenia wolności gospodarczej

W końcu września rząd przyjął projekt ustawy o swobodzie działalności gospodarczej. Przygotowane przez Ministerstwo Gospodarki przepisy mają za zadanie zniesienie ograniczeń prawno-administracyjnych dla rozwoju przedsiębiorczości w Polsce i znaczne uproszczenie zakładania oraz prowadzenia działalności gospodarczej. Wśród najważniejszych zaproponowanych rozwiązań znalazły się m.in.: ułatwienie rejestracji firm (m.in. drogą elektroniczną), uproszczenie ewidencji, ograniczenie liczby kontroli, zmniejszenie liczby koncesji i pozwoleń na różne rodzaje działalności, ograniczenie subiektywnych decyzji urzędów. Rząd ma nadzieję, że będzie to istotny impuls wspierający ożywienie aktywności gospodarczej w najbliższych latach. Nie można się z tym nie zgodzić... o ile na drodze ku temu nie stanie poważne przesilenie w finansach publicznych.



## Wypowiedzi członków rządu i polityków

Przedstawiciele rządu w ubiegłym miesiącu koncentrowali swoje wypowiedzi wokół kwestii fiskalnych i oczywiście wokół związanego z tym (choć nie w ich opinii) osłabienia na rynkach finansowych. Wiele uwagi poświęcono przyjętemu we wrześniu projektowi budżetu i średnioterminowej strategii finansów publicznych – dokumentom, które w przekonaniu polityków rządzącej koalicji stanowią najwyraźniej niemałe osiągnięcia na drodze do ustabilizowania sytuacji finansów publicznych w Polsce. Premier i ministrowie nie ustawali też w wysiłkach, aby przekonywać do swojego punktu widzenia analityków bankowych i rynku finansowe, których zachowanie najwyraźniej dowiodło, że ich ocena dotychczas przedstawionych planów rządu jest odmienna od rządowej. Krytyczne opinie Rady Polityki Pieniężnej oraz analityków i ekonomistów o poczynaniach rządu w zakresie polityki fiskalnej zostały uznane za nieobiektywne, a ich autorzy określani mianem niekompetentnych. Wiceszef resortu finansów zdemaskował natomiast motywy zachowania analityków i dealerów na rynku finansowym, którzy jego zdaniem doprowadzili do osłabienia złotego i przeceny papierów wartościowych, aby dokonać „zemsty na rządzie”.

Przedstawiciele rządu podzielili się również swoim optymizmem dotyczącym sytuacji ekonomicznej w Polsce. Wicepremier Jerzy Hausner zdradził ile wyniósł wzrost PKB w II kwartale br. na dzień przed oficjalną publikacją tych danych przez GUS. Zapewnił też, że w całym roku wzrost najprawdopodobniej przekroczy 3,5%. Więcej szczegółów odnośnie prognoz PKB ujawnił przedstawiciel Ministerstwa Finansów Ludwik Kotecki, który powiedział, że ministerstwo prognozuje wzrost PKB o 3,9% w III kwartale i 4,1-4,2% w IV kwartale tego roku.

Minister finansów Andrzej Raczko starał się poprawić nastroje inwestorów, przekonując, że średnioterminowa strategia fiskalna przygotowywana w jego resorcie zakłada głębokie i systematyczne cięcia wydatków budżetu, które są niezbędne aby obniżyć deficyt budżetu (nawet przy szybkim tempie wzrostu) i spełnić kryteria fiskalne z Maastricht w 2007 roku. Wypowiedzi Raczki zostały prawdopodobnie spowodowane gwałtownym osłabieniem złotego, które nastąpiło po posiedzeniu rządu, kiedy zamiast szczegółowego planu uzdrowienia finansów publicznych rynek zobaczył jedynie listę życzeń rządu odnośnie redukcji deficytu budżetowego i deklarację dobrych intencji, wraz ze stwierdzeniem, że rząd skupi się na „racjonalizacji” a nie cięciu wydatków. Raczko usiłował powstrzymać dalszy spadek złotego, podkreślając, że głębokie cięcia wydatków są nieuniknione w kolejnych latach po 2004. Stwierdził również, że odpowiada mu obecny poziom kursu złotego – jego zdaniem bieżący kurs jest uzasadniony fundamentami polskiej gospodarki, o czym świadczy m.in. trwający szybki wzrost eksportu. Być może argumentacja Raczki związana jest z ryzykiem przekroczenia granicznych poziomów długu publicznego w przypadku dalszej deprecjacji złotego (wzrost wartości długu zagranicznego w złotych).

Ustabilizowaniu nastrojów inwestorów nie pomogła z pewnością wypowiedź szefowej departamentu budżetu w MF Elżbiety Suchockiej-Roguskiej, która stwierdziła, że deficyt budżetu może osiągnąć po wrześniu aż 85-90% całorocznego planu. Jeśli ta informacja okazałaby się prawdziwa, byłoby to istotnie negatywną wiadomością o kondycji budżetu, ponieważ oznaczałoby gwałtowny wzrost deficytu z sierpniowego poziomu 76,4% planu - ok. 4-5 mld zł w przeciągu miesiąca! Jednak „na szczęście” przewidywania dyrektora Suchockiej-Roguskiej są czasem niezbyt dokładne, a w szczególności te ujawniane przed zakończeniem miesiąca, którego dotyczą - w sierpniu jej zapowiedzi wykonania deficytu przeszacowały faktyczną realizację o prawie 10 pkt. proc. Wypowiedź pani dyrektor została zresztą sprostowana nieco później przez innych przedstawicieli ministerstwa. Poza tym, zdarzało się już kilkakrotnie, że deficyt po dziewięciu miesiącach roku osiągał, bądź przekraczał 90% wykonania całorocznego (nie tylko w wyjątkowo złym 2000, ale też np. w 1999). Nie musi to koniecznie oznaczać kłopotów z realizacją ustawy budżetowej, ponieważ część wydatków budżetowych może być zwykle obciąża, bądź przesunięta na rok następny, umożliwiając uniknięcie przekroczenia założonego deficytu w przypadku ubytku dochodów nie wyższego niż kilka miliardów złotych. Podtrzymujemy zdanie, że w tym roku nie będzie nowelizacji ustawy budżetowej, ponieważ wydaje się, że Ministerstwo Finansów trzyma silną ręką wydatki budżetowe, dokonując niezbędnych cięć na bieżąco w miarę potrzeby. Oczywiście w pewnym stopniu pogarsza to sytuację budżetu na rok 2004 (ponieważ część tegorocznych wydatków zostanie zapewne przesunięta na początek nowego roku).

KTO, GDZIE, KIEDY	TREŚĆ WYPOWIEDZI
Leszek Miller, premier; Reuters, 30 IX	Tylko ci ekonomiści, którzy zawsze się mylili, mówią teraz o kryzysie. Teraz nabrali historycznego podejścia do poziomu przyszłorocznego deficytu. [...] Jeżeli chodzi o RPP to na szczęście jej kadencja powoli dobiega końca i w przyszłym roku ta Rada będzie działał w zupełnie nowym składzie. W jej obecnym kształcie dominującą pozycję zajmują fundamentaliści, którzy wyrzadzili polskiej gospodarce wiele złego.
Reuters, PAP, 28 IX	Traktujemy, że wzrost tego deficytu [w 2004 r.] jest w tym wypadku koniecznością. Bez niego nie można by zrealizować ani wsparcia przedsiębiorczości poprzez obniżenie podatków, bez niego nie można by zapewnić środków na pełną absorpcję funduszy europejskich. Podjęliśmy także pracę nad racjonalizacją wydatków publicznych, które najlepiej racjonalizować właśnie w okresie wzrostu gospodarczego, tak więc nie ma obaw, że w kolejnych latach będziemy mieć do czynienia z jakimś kryzysem finansów publicznych. Przyjmujemy równoległe do ustawy budżetowej średniookresową strategię finansów publicznych, która pokazuje ścieżkę zmniejszenia deficytu i ochrony przed przekroczeniem ustawowych barier przez dług publiczny. Kryzys argentyński jest tylko w głowach analityków. Chciałem użyć tej okazji i powiedzieć rynkom, że nie ma tego typu zagrożeń.
PAP, 27 IX PAP, Reuters, 7 IX	Niejednokrotnie już tak bywało, że z różnych powodów wpływy (do budżetu) falowały. [...] Zachęcam, żeby orientować się na to, co w tych kwestiach mówi minister finansów, a nie jego przedstawiciele. Niejednokrotnie byliśmy świadkami różnego rodzaju nieporozumień, przekłamań, itd. Nie ma obaw, że w kolejnych latach będziemy mieli do czynienia z kryzysem finansów publicznych. We wtorek przyjmujemy projekt budżetu do pierwszej konsultacji i tam będzie deficyt 45,5 mld zł tak, że nie sadzę żeby to miało jakiś wpływ na rating Polski. Poza tym warto, żeby rynki finansowe zwracały uwagę na rosnące PKB. Jest wielka nadzieja, że w tym roku przekroczymy 3 proc. wzrostu PKB, a w przyszłym roku osiągniemy 5 proc., bo 5 proc. zakładamy w naszym projekcie budżetu.
Polskie Radio 1, 4 IX	Dążymy do tego, by w przyszłym roku wzrost gospodarczy wyniósł 5%. [...] Chcielibyśmy, żeby w kolejnych latach [2005-06] spełniana była formuła 6% i 7% [wzrostu] PKB. To rozwiązanie [obniżenie PIT dla firm do 19%] ma ten mankament, z punktu widzenia budżetu państwa, że powoduje wyrwę w dochodach na kwotę 2,2 mld zł. [...] Nie można wykluczyć, że jeśli gospodarka będzie wchodziła na coraz wyższy poziom rozwoju i w przyszłym roku osiągniemy 5% PKB, to pojawi się przestrzeń do obniżenia podatków także dla wszystkich obywateli.
PAP, 3 IX	Cieszymy się, że gospodarka rusza, że skończymy ten rok powyżej 3% PKB, ale to wciąż za mało, potrzebne są dodatkowe impulsy, by osiągnąć co najmniej 5% wzrost, żeby była to tendencja trwała. [...] Rząd ma za zadanie pobudzenie wzrostu gospodarczego i utrwalanie go.
Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy; Reuters, PAP, 30 IX	Przyczyny [osłabienia złotego] nie tkwią w procesach realnych. Produkcja sprzedana rośnie, inflacja pozostaje mała, zatrzymaliśmy wzrost bezrobocia, rośnie PKB. Jedną z przyczyn takiej sytuacji jest to, że mamy do czynienia z dużym poziomem destabilizacji o charakterze politycznym. [...] Mam wrażenie, że dziś gdy podejmujemy działania, powstaje wrażenie, że ten rząd sobie nie radzi. Ta psychoza strachu przenosi się na zachowania na rynkach, które podnoszą poziom ryzyka politycznego. Mam wrażenie, że jednak przyczyną jest rząd mniejszościowy i to, że musi zabiegać o poparcie małych grup. Wszystko, co zostało zapowiedziane jest realizowane bądź jest w trakcie realizacji. Jeśli ktoś mówi, że rząd nie podejmuje działań, to taka krytyka nie znajduje uzasadnienia. To, że obniżono stopę rezerw to pozytywna informacja, choć sądziłem, że obniżka będzie głębsza. Nasze rozmowy prowadzone z NBP wskazywały, że obniżka stóp albo rezerw będzie korzystna dla gospodarki. Sądziłem, że ta obniżka wyniesie ok. 2 pkt. proc., ale obniżenie stopy rezerw o 1 pkt. jest dobre dla gospodarki.

PAP, 29 IX	Z punktu widzenia relacji długu publicznego do PKB, osłabienie złotego jest niekorzystne, o ile jest to trwała tendencja. [...] Mamy do czynienia, od paru tygodni, z zawirowaniami, które najczęściej są związane z różnymi wypowiedziami, a to doradcy prezydenta, a to któregoś z członków RPP, a to jakiegoś analityka. Jak dotąd interpretowaliśmy to w ten sposób, że na rynku jest pewna nieufność, chwiejność, ale jest tu być może jakieś głębsze umotywowanie. To trzeba spokojnie przeanalizować. Jest powód do zastanowienia, a nawet pewnego niepokoju, ale do paniki na pewno nie. Dalsza deprecjacja złotego byłaby niewątpliwie niekorzystna. Jeżeli ktoś mówi o 60% PKB, to ja tego nie lekceważę, ale pamiętajmy, że gdyby stosować dziś wzory rachunkowości przyjęte w krajach UE, na które przejdziemy być może w przyszłym roku, to nasz poziom długu jest dużo niższy. Granicą jest 60% PKB, ale jesteśmy od niej dużo dalej niż to się powszechnie sądzi.
PAP, 26 IX	We wrześniu ubiegłego roku przybyło ok. 7 tys. bezrobotnych; w połowie września tego roku był spadek o ok. 5 tys. osób. Ponieważ druga połowa miesiąca z powodów proceduralnych jest zwykle korzystniejsza, przypuszczam, że we wrześniu zarejestrowane bezrobocie spadnie o ok. 10 tys. osób. Optymiści mówią nawet o 17,5 proc. [poziom stopy bezrobocia na koniec roku], jeżeli bezrobocie spadnie również w październiku, a w listopadzie i w grudniu nie wzrośnie tak znacznie jak w zeszłym roku. Tego nie wiem i nie chcę spekulować.
PAP, Reuters, 24 IX	Rząd przyjął strategię finansową zawierającą założenie wysokiego wzrostu gospodarczego, ale i potrzebę redukcji wydatków, a nie zwiększania obciążeń podatkowych. Pole manewru w budżecie jest po stronie redukcji wydatków. W 2005 7 mld zł, w 2006 6 mld, w 2007 5 mld. To skala aby utrzymać się na bezpiecznej ścieżce makroekonomicznej. Manewru po stronie wzrostu dochodów praktycznie nie ma. Najważniejszy jest program porządkowania i ograniczenia wydatków publicznych w zakresie transferów socjalnych. Są to renty inwalidzkie, wiek emerytalny, świadczenia przedemerytalne, waloryzacja i indeksacja świadczeń socjalnych oraz ubezpieczenia społeczne rolników. [...] Te propozycje rozwiązań chcemy przedłożyć do ogólnonarodowej debaty [...] chcielibyśmy, aby było to przyjęte przed budżetem 2005. Uważam, że będzie stopniowa aprecjacja [złotego] i tak powinna być prowadzona polityka monetarna i gospodarcza, żeby następowała stopniowa aprecjacja, bez interwencji i regulacji. Środowisko gospodarcze jest stabilne, główne zagrożenie występuje na rynkach finansowych, spowodowane wysokim deficytem budżetowym i długiem publicznym, co przenosi się na skokowy wzrost kursu walutowego, oznaczający deprecjację złotego, wzrost kosztów obsługi długu i rentowności papierów rządowych. W październiku lub listopadzie planujemy zawrzeć porozumienie z NBP i RPP oraz Związkiem Banków Polskich dotyczące rezerw obowiązkowych, celowych i norm ostrożnościowych, które będzie otwierało możliwość aktywności kredytowej banków wobec przedsiębiorców.
Polskie Radio 1, 24 IX	Na obecnej ścieżce dalszego rozwoju, nawet przy wysokim wzroście gospodarczym, a więc wzroście rządu 5% PKB, który oczekujemy już w roku 2004 i który chcemy, by został utrzymany na dalsze lata, tak czy owak staniemy wobec problemu, że dług publiczny będzie narastał i w pewnym momencie – może to już być w roku 2005, a zapewne w roku 2006 – przekroczy trzeci próg ostrożnościowy wpisany w naszą Konstytucję. Ten próg to jest 60% PKB. Podkreślam przy tym, że wzrost gospodarczy jest bardzo ważny, bo wtedy PKB, czyli mianownik jest wyższy, a w związku z tym więcej możemy sobie pozwolić w liczniku, natomiast nie wystarczy tylko wzrost gospodarczy. My musimy także ograniczyć wydatki.
PAP, 23 IX	Chcemy aby rynki były stabilne, aby rozumiały naszą politykę. Nasz deficyt jest w tej chwili maksymalnie wysoki, ale wciąż uważam, że jest to poziom bezpieczny. Tłumacząc to Unii Europejską i obniżką podatków. Poza wzrostem nakładów na wojsko i UE nie ma nigdzie wzrostu nakładów. To nie jest budżet rozdawanych świadczeń. [...] Zaufanie inwestorów dla Polski nie jest wysokie. Chciałbym aby było wyższe, ale nie dostrzegam, aby to była tragedia. Te zawirowania na rynku, które występują co jakiś czas mogą tłumaczyć pewnymi procesami ogólnymi [...] globalnego odejścia od papierów skarbowych w kierunku akcji.
Gazeta Wyborcza, 22 IX	Rynki finansowe będą bezwzględnie wobec rządu i będą reagować w dwojaki sposób: sprzedawać złotego i obligacje. [...] Musimy przyjąć plan racjonalizacji i redukcji wydatków publicznych. [...] Nawet 5% wzrost gospodarczy nie uchroni nas przed wzrostem relacji długu publicznego do PKB. W 2005 r. może pojawić się groźba, iż dług publiczny przekroczy 60% PKB, dlatego trzeba podjąć zdecydowane cięcia. Musimy o prawie 7 mld zł zbić deficyt. To konieczne, choć trudne, by uniknąć katastrofy.
Reuters, PAP, 17 IX	W 2004 i 2005 r. zakładamy, że wzrost PKB wyniesie 5,0% a w 2006 i 2007 r. po 5,6%. [...] Nie jest to jakieś nadmiernie optymistyczne tempo wzrostu gospodarczego. Ja uważam, że osiągniemy wyższe, ale to prognoza Ministerstwa Finansów, a minister finansów musi być konserwatywny. Skoro w I kwartale [br.] wzrost PKB wyniósł 2,2%, to w II kwartale musiał on być rządu 3,8%. W strategii średnioterminowej zakładamy, że deficyt w 2005 r. wyniesie 38,8 mld zł, w 2006 roku 33 mld zł, a w 2007 r. 28 mld zł. [...] To jest ścieżka wykonalna i bezpieczna. Ona gwarantuje nam, że co prawda przekroczymy drugi próg ostrożnościowy w dług publiczny, ale nie przekroczymy trzeciego progu. [...] To pozwoli na spełnienie kryteriów z Maastricht w 2007 r. Decyzję o wejściu do strefy euro będzie podejmował następny rząd. [...] Obowiązkiem tego rządu jest przedstawienie propozycji, które to umożliwią. Naszym celem jest by dług publiczny w przyszłym roku nie przekroczył 55% PKB.
PAP, 11 IX PAP, Reuters, 9 IX	Przyszłoroczny deficyt budżetowy jest wysoki, ale pozostaje bezpieczny do sfinansowania. [...] Formalnie jest jeszcze przestrzeń do podejmowanie takich działań [obniżenia deficytu]. Prawdopodobieństwo nie jest wysokie, ale nie należy z tego rezygnować. [...] Szukaliśmy w ograniczeniu wydatków i zmniejszeniu dotacji do Funduszu Pracy. Chcemy pobudzić przedsiębiorczość, by dojść do ożywienia w inwestycjach. Fundusz Pracy będzie potrzebował mniejszych środków w przypadku ożywienia gospodarki. Jest to decyzja oparta na rachunku prawdopodobieństwa. Chcemy ożywić przedsiębiorczość i wzmocnić trend wzrostowy w gospodarce. Im szybciej zwiększą się inwestycje, tym szybciej przybędzie nam miejsc pracy. Stopa bezrobocia spadła w sierpniu do 17,6% z 17,8% w lipcu. Takiej sytuacji nie mieliśmy od wielu lat, żeby bezrobocie przez sześć miesięcy spadało. [...] Do [tegorocznej] ustawy budżetowej było założenie 17,8-18,3% [bezrobocia] i sądzę, że powinniśmy być bliżej tej dolnej niż tej górnej granicy. [...] Minister pracy stawia sobie za cel, żeby bezrobocie w przyszłym roku było niższe od 17%. [...] Bez ożywienia w inwestycjach nie będzie nowych miejsc pracy.
PAP, 5 IX	Obecny poziom kursu jest poziomem zrównoważonym. Jest to poziom korzystny dla eksporterów i bezpieczny dla finansów publicznych. Naturalna tendencja jest taka, że wraz z przybliżaniem się do UE będzie występowała tendencja aprecjacyjna, a aprecjacja pogarszałaby sytuację eksporterów i warunki konkurencyjności naszej produkcji w momencie wejścia do UE. Rząd nie jest zainteresowany dzisiaj spełnieniem takiej prognozy. Z drugiej strony rząd nie jest zainteresowany osłabieniem kursu złotego. To jest dobry poziom kursu, wymagający, ale realistyczny, bowiem pogorszenie kursu oznaczałoby znaczne powiększenie kosztów obsługi długu. Ten kurs jest kursem dobrym i choć rząd niewiele może sam z siebie zrobić, by oddziaływać na ten kurs, to może zrobić to, co powinien, czyli nie robić błędów w polityce gospodarczej. Jeżeli okazałoby się, że agencje ratingowe pogorszą rating Polski, to może skutkować to osłabieniem złotego, ale nie musi. Nie jesteśmy zainteresowani w tej chwili żadną dewaluacją. Wtedy rząd będzie musiał podjąć takie działania, wspólnie z NBP, które mogłyby to powstrzymać, o ile uznamy, że groźba zmiany kursu jest znacząca. Natychmiast.

PAP, Reuters, 4 IX	<p>Szansę na obniżenie deficytu w przyszłym roku o 2-3 mld zł są nikłe. Chciałbym, ale to nie tylko ode mnie zależy. Na parę dni przed przyjęciem projektu ustawy budżetowej uważam to za do jakiegoś stopnia możliwe, ale coraz mniej prawdopodobne. [...] Budżet państwa jest gotów ponieść część kosztów tej operacji [obniżenia rezerw celowych banków]. Chcemy, by porozumienie [z NBP i ZBP] zostało podpisane w ciągu 2-3 tygodni.</p>
Andrzej Raczko, minister finansów; PAP, 30 IX	<p>Uważam za przedwczesne łączenie budżetu z zachowaniem złotego. Założenia budżetu znane były już w lipcu, poziom deficytu w sierpniu, a zarządy ustawy 9 września, jednym słowem kształt budżetu znany jest od kilku tygodni. Wiązanie tego z tym, co się dzieje ze złotym, to daleko idące uproszczenie, trzeba zwrócić uwagę, że rynki finansowe są niestabilne, co się przenosi na emerging markets.</p> <p>W programie racjonalizacji wydatków zapisaliśmy zmiany, które idą w kierunku obniżenia deficytu budżetowego.</p>
PAP, 23 IX	<p>A dlaczego to [przetarg obligacji 5L] nie miałoby być ostrzeżeniem dla rynków, że Ministerstwo Finansów może odrzucić ofertę, gdy rentowności są nie do przyjęcia? Ostatnio wpłynęło trochę pieniędzy z emisji na rynkach zagranicznych.</p>
Reuters, 18 IX	<p>W średniookresowej strategii jest wyraźnie powiedziane, że rząd widzi konieczność istotnego obniżania deficytu budżetowego w kolejnych latach. [...] To obniżanie deficytu budżetowego ma się jednak odbywać bez szkody dla wzrostu gospodarczego, co oznacza, że nie chcemy zwiększać obciążeń podatkowych. Tym samym obniżenie deficytu może odbywać się przez cięcia wydatków budżetowych [...] poprzez eliminację tych wydatków, które są najmniej efektywne i racjonalne. Racjonalizacja wydatków oznacza systematyczną i planową redukcję wydatków państwa, które nie będą polegały na ślepych redukcjach, ale na znaczącym ograniczaniu ich tam, gdzie są one nieefektywne.</p> <p>Wszyscy deklarują - NBP oraz ministerstwo - że chcemy wejść do eurolandu jak najszybciej, ponieważ jest to dobre dla gospodarki.</p> <p>Z punktu widzenia sytuacji fundamentalnej naszej gospodarki można powiedzieć, że kurs walutowy, który nie hamuje dynamiki wzrostu eksportu jest niewątpliwie właściwy. Widać, że ten kurs walutowy, który w tej chwili mamy jest dla gospodarki odpowiedni, ponieważ towarzyszy mu wysoka dynamika eksportu.</p> <p>[na przetargach obligacji odrzuciliśmy oferty ponieważ] Po prostu rentowność była dla nas niezadowalająca. Nie uważam jednak, że oczekiwania rynku i Ministerstwa Finansów się rozmiągają. To jest pewnego rodzaju szukanie rynkowego konsensusu pomiędzy oferującym i kupującym. [...] To nie chodzi o to, na jak długo możemy sobie pozwolić [na odrzucanie ofert], bo można powiedzieć, że na bardzo długo. To jest kwestia właściwej współpracy z rynkiem. Jeżeli jednak następuje zmiana skali i częstotliwości cięć nominalnych stóp procentowych, musi to znaleźć swoje odbicie w rentowności naszych papierów. Widać, że te przewidywania rynku co do dalszych cięć są teraz po prostu mniejsze niż do tej pory.</p>
PAP, 16 IX	<p>[Średniookresowa strategia fiskalna] Jest to dokument bardzo krótki. Dla nas kluczowymi z punktu widzenia rozwoju gospodarczego jest przyspieszenie wzrostu gospodarczego, pełna absorpcja środków pomocowych i stworzenie perspektyw wejścia do strefy euro. Ten program jest bardzo ważnym projektem programowym. Po pierwsze wzrost gospodarczy, ale nie za cenę utracenia równowagi. Przyjęliśmy trzy scenariusze, oparte na ścieżce wzrostowej. Pierwszy scenariusz zakłada ustabilizowanie się wzrostu na ścieżce pięcioprocentowej [...]. Wszystkie scenariusze pokazują, jaki powinien być w najbliższych latach deficyt i przyrost długu publicznego. [...] Żaden ze scenariuszy nie prowadzi nas do zaniechania redukcji deficytu budżetowego. [...] Racjonalizacja wydatków budżetu państwa. Wyraźnie mówimy o racjonalizacji, a nie cięciach, czy redukcji. Pójście po stronie dochodowej nie jest właściwe. Będzie spowalniać wzrost gospodarczy i nawarstwiać problemy. Widzimy szereg zmian związanych z reformą. Mówimy o uproszczeniu prawa podatkowego w przyszłości, to wszystko składa się na zawartą w dokumencie reformę podatkową.</p> <p>Jestem bardzo ostrożny w wypowiedziach. Czeka nas bardzo trudny rok 2004. Na koniec roku 2004 wrócę do poważnej dyskusji o dacie [wejścia do strefy euro], kiedy będziemy wiedzieć, na jakim jesteśmy etapie rozwoju i reformy finansów publicznych.</p>
PAP, 12 IX	<p>Jeśli euro będzie się osłabiało do dolara, to będzie to korzystnie oddziaływało na nasz dług publiczny. Z drugiej strony złoty będzie się stabilizował do euro. Sądzę więc, że relacja długu publicznego do PKB w przyszłym roku będzie poniżej 55 proc. [...] W celu spłaty zadłużenia [zagranicznego] mamy możliwość uwolnienia rezerwy rewaluacyjnej. W zależności od tego, w jaki sposób z tego skorzystamy, będzie to miało wpływ na zmianę szacowanego zysku NBP. [...] W związku z malejącą nadpłynnością sektora bankowego koszty sterylizacji nadpłynności, a przez to koszty działalności NBP powinny być niższe.</p>
PAP, 11 IX	<p>Trudno powiedzieć, czy w 2004 roku przekroczymy barierę ostrożnościową długu publicznego wynoszącą 55% PKB, bo poziom przyrostu długu jest znaczny. W zależności od kursu euro i dolara poziom długu zagranicznego będzie różny. Drugim czynnikiem decydującym o pułapie długu będzie wysokość nominalna PKB. [...] Jeżeli założymy możliwość gwałtownej dewaluacji polskiej waluty, to takie realne zagrożenie istnieje.</p> <p>Chciałbym by Polska przystąpiła jak najszybciej do EMU, ale żeby dać rzetelną odpowiedź, to chciałbym wiedzieć jak polska gospodarka zaadaptuje się do unijnego scenariusza w 2004 r.</p> <p>Nominalne stopy polskich papierów są wyższe od stóp innych zagranicznych papierów. Dochodzi tutaj premia za ryzyko [...]. Wynosi ona 60-70 pb. W takim razie odejmując od naszych stóp oprocentowania rzędu 5% premię za ryzyko to i tak mamy nominalne stopy oprocentowania o wiele wyższe niż papierów zagranicznych. Pozostaje tutaj jedynie kwestia ryzyka kursu walutowego. [...] Zakładając, że polski kurs walutowy nie będzie podlegał dużym fluktuacjom i nie będzie gwałtownej dewaluacji, są pełne przesłanki, by inwestorzy byli zadowoleni z dochodu, jakie przynoszą polskie obligacje. [...] Nie mamy szczegółowo zaplanowanych jeszcze emisji brutto papierów skarbowych, ponieważ jesteśmy w trakcie konstruowania strategii długu publicznego.</p> <p>Są pewne kosztowne elementy długu zagranicznego i dobrze byłoby, gdybyśmy je spłacili. Są przyjęte warianty i w dalszym ciągu prowadzone są w tej sprawie rozmowy z NBP. Jest to kwestia dotycząca wysokości zakupu dewiz przez MF w celu wcześniejszego spłacenia części długu. [...] Jeśli dojdziemy do wniosku, że pewien ruch jest opłacalny, to go wykonamy.</p> <p>Kurs walutowy jest kształtowany przez rynek. NBP zdefiniował, że reżimem kursu walutowego jest kurs płynny, zadeklarował, że nie zamierza dokonać żadnych interwencji na rynku walutowym. MF tym bardziej nie zamierza dokonywać jakichkolwiek interwencji na rynku walutowym. MF, jeżeli zakupuje waluty w banku centralnym, to transakcje są dokonywane w ramach wzajemnych uzgodnień, [...] czyli w żadnym razie nie zamierzamy wpływać na kurs walutowy na rynku, on się kształtuje tak, jak sobie rynek życzy. Kurs do czasu wejścia do UE będzie fluktuował i będzie raczej przeważać tendencja aprecjacyjna niż deprecyjna.</p> <p>Nie ma zagrożeń dla realizacji tegorocznego budżetu.</p> <p>Będziemy się starali opracować strategię podatkową, która pokaże, jak powinien wyglądać docelowy system podatkowy i w jakim kierunku zmiany powinny podążać. [...] Sądzę, że zarządy tej strategii będziemy mieli gotowy w październiku. Główne zmiany będą zmierzały do rozdziału opodatkowania działalności gospodarczej od opodatkowania od dochodów osobistych. Ponadto będziemy musieli rozwiązać kwestię opodatkowania rolnictwa. Szacowanie wpływów podatkowych w 2004 roku jest obciążone o wiele wyższym ryzykiem, bo dochodzą pewne elementy do tej pory nie występujące.</p>





PAP, 10 IX	Polityka monetarna nie była polityką popychającą wzrost, ale skierowaną na cel inflacyjny. Problem inflacji i zacieniania polityki monetarnej mamy z głowy, inflację trzeba teraz stabilizować. Jeżeli przyjmiemy tego typu rozumowanie, to można powiedzieć, że dostosowanie instrumentu fiskalnego przy nastawieniu neutralnej polityki pieniężnej winno przełożyć się na wzrost gospodarczy.
PAP, TVP1, 9 IX	Przy konstruowaniu budżetu ważna jest sytuacja ekonomiczna. Ożywienie [w br.] na poziomie 3,2% PKB jest pewne, a 3,5% PKB w zasięgu ręki. Wyraźnie widzimy, że nie ma zagrożenia odbicia inflacyjnego. Średnioroczna inflacja w 2003 roku wyniesie 0,7-0,8%. To wszystko daje wiarę w to, że założenia mogą być zrealizowane i 5% PKB jest do osiągnięcia. Ten budżet będzie budżetem utrzymania i przyspieszenia wzrostu, wejścia do UE i dostosowaniem po stronie finansów centralnych i samorządowych. Musimy uwzględnić dodatkowe elementy aktywnego zarządzania długiem publicznym, dlatego deficyt nie przekłada się wprost na tę podaż [papierów skarbowych brutto]. Rozwój gospodarczy możemy przyspieszyć idąc po stronie podatkowej. Pierwsze pociągnięcie to obniżenie podatku CIT do 19%. Drugie to wprowadzeniu opcji dla przedsiębiorców prowadzących działalność gospodarczą i rozliczających się według stawek PIT polegające na ujednoczeniu stawki na poziomie 19%. Te zmiany skutkują po stronie dochodowej i skompensowaliśmy to po stronie wydatkowej. My się nie odzegnujemy od reformy finansów publicznych. Przyjęliśmy projekt budżetu, potem przygotujemy strategię średnioterminową. Trzeci element to będzie element konstruowany przez wicepremiera Hausnera, który polegać będzie na racjonalizacji wydatków.
Halina Wasilewska-Trenkner, wiceminister finansów; PAP, 12 IX	Udział wydatków sztywnych w budżecie na 2004 rok będzie niższy o około 4 mld zł niż w tym roku. Zmniejszenie wydatków sztywnych wiąże się z nowym rozdzieleniem obowiązków finansowania wydatków pomiędzy samorząd terytorialny a budżet oraz ze zniesieniem obowiązkowej rewaloryzacji niektórych wydatków. [...] Szacujemy ubytek dochodów samorządów [po wprowadzeniu liniowego podatku w wysokości 19% dla osób prowadzących działalność gospodarczą] na 2,2 mld zł. Częściowo jest to redukowane rezygnacją z podniesienia kwoty wolnej od podatku, ale część kosztów musi zostać poniesiona.
PAP, 9 IX	Środki budżetowe w przyszłym roku na prefinansowanie i współfinansowanie wyniosą około 8 mld zł. Obsługa długu krajowego w 2004 roku wyniesie 21,044 mld zł a zagranicznego 5,94 mld zł.
Ryszard Michalski, wiceminister finansów; PAP, Reuters, 16 IX	Deficyt [budżetowy] ma wynieść 2,6% PKB w roku 2007. Ta ścieżka została zarysowana już w Przedakcesyjnym Programie Gospodarczym i w moim przekonaniu jest ona wykonalna. Mam nadzieję, że nigdy nie przekroczymy 60% PKB długu publicznego liczonego według ESA 95. Dziś jest to ok. 47% PKB. Nie sądzę, żebyśmy nawet przy najgorszym scenariuszu przekroczyli 55%. To kryterium będziemy spełniali bardzo długo, a może nawet i zawsze. Ministerstwo Finansów w średnioterminowej strategii finansów publicznych zakłada ścieżkę zmniejszenia deficytu budżetu z 5,3% w 2004 r. do 2,6% w 2007 r. [...] Przy politycznej decyzji Unii Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego możliwe byłoby wejście do strefy euro w 2008 r.
Elżbieta Suchocka-Roguska, dyr. dep. budżetu MF; Reuters, 26 IX	Wykonanie budżetu po wrześniu może być bliskie 90 procent. Wstępnie szacuję, że wyniesie 85-90 procent. Nie demonizowałabym wykonania budżetu po wrześniu, ponieważ rząd podejmie decyzje o dostosowaniu (ograniczeniu) strony wydatkowej do niższych dochodów w tym roku.
Arkadiusz Kamiński, dyr. dep. długu MF; PAP, 9 IX	Kalendarz emisji na rok przyszedł będzie przypuszczalnie ogłoszony w październiku lub listopadzie, po naszych rozmowach z dealerami papierów skarbowych. [...] Na razie mamy ustalone globalne wielkości potrzeb pożyczkowych, później będziemy starali się do tego dostosować strukturę. Prawdopodobnie będzie pokrywała się z datami i rodzajami obligacji jakie były w tym roku.
Jacek Krzyślak, dyr. dep. analiz MF; PAP, 26 IX	Szacujemy, że ceny we wrześniu wzrosną o 0,5 pkt. proc. wobec sierpnia, co przełoży się na roczny wskaźnik inflacji we wrześniu na poziomie 0,9-1,0 proc. Wyższy od oczekiwań wzrost cen żywności zawdzięczamy warzywom i owocom południowym. Ale tak już jest tradycyjnie we wrześniu.
Ludwik Kotecki, wicedyr. dep. analiz MF Reuters, 16 IX Reuters, 4 IX	Liczymy, że wzrost gospodarczy będzie przyspieszał w dalszym ciągu dzięki wzrostowi eksportu oraz wzrostowi inwestycji. Wydaje nam się, już w danych o PKB za II kw. będzie widać ożywienie popytu konsumpcyjnego. Prognozujemy wzrost gospodarczy w III kwartale na poziomie 4,2%, a w IV na 4,1-4,2%. Po publikacji danych o lipcowej produkcji szacujemy, że wzrost PKB w II kw. wyniósł 3,6%. [...] W całym pierwszym półroczu uważamy, że PKB wzrósł o 2,9-3,0%.
Wiktor Krzyżanowski, rzecznik prasowy MF; PAP, 3 IX	Ministerstwo Finansów złożyło propozycje i obliczyło, że aby wprowadzić 19% podatku dla osób fizycznych prowadzących działalność trzeba znaleźć w budżecie 2,2 mld zł i zwróciliśmy się z prośbą do partnerów społecznych, gdzie tę kwotę można znaleźć, bo nie można jej znaleźć w dochodach. Są one absolutnie na granicy wytrzymałości, wszystkie parametry związane z dochodami są i tak wyśrubowane, w związku z tym trzeba zredukować wydatki budżetowe. Wysłaliśmy z taką propozycją do partnerów społecznych jest ona nadal aktualna.
Jarosław Neneman, doradca ministra finansów; PAP, 3 IX	Efektywne obciążenie podatników w pierwszym przedziale wynosi około 13%, czyli znacznie mniej niż postulowane 19%. W drugim przedziale efektywne obciążenie wynosi 17%, więc też na tej zmianie podatnicy mogą stracić. Zyskuje tak naprawdę ta grupa podatników prowadząca działalność gospodarczą będąca w trzecim przedziale podatkowej, bo ich obciążenie efektywne to około 30%.
Anonimowy przedstawiciel MF; Reuters, 25 IX	Jeżeli w 2004 roku minimalnie przekroczymy poziom 55%, to w dwa lata później finanse publiczne praktycznie ulegną paraliżowi. Różnica jednego punktu procentowego w kursie złotego do euro może przesądzić, czy poziom 55% zostanie przekroczony w 2004 roku, co miałyby fatalne konsekwencje.
Wojciech Olejniczak, minister rolnictwa; Reuters, 3 IX	W projekcie budżetu są zapewnione środki na dopłaty w wysokości 2,3-2,4 mld zł, dzięki którym rolnicy będą mogli otrzymać 55%. [...] Jeżeli chodzi o prefinansowanie dopłat, to jest w granicach 3,7 mld zł i te środki również muszą być zagwarantowane w budżecie. W jaki sposób zostaną one pozyskane i jak zaklasyfikowane zostawiamy ministrowi finansów.
Witold Orłowski, główny doradca ekon. Prezydenta; PAP, 11 IX Reuters, 5 IX	Czekam na strategię [średnioterminową finansów publicznych], ponieważ budżet – jak w poprzednich latach – dryfuje w stronę budżetu coraz gorszego, z coraz większym deficytem. Strategia średniokresowa może być zapowiedzią tego, że od przyszłego roku to się zmieni. [...] Strategia powinna zawierać ścieżkę redukcji deficytu, informację o sposobach finansowania deficytu, w szczególności prywatyzacji. Bardzo prawdopodobne jest, że szybko po rozpoczęciu kadencji nowa Rada [Polityki Pieniężnej] będzie poszukiwać rozwiązań zmierzających do wprowadzenia zmian w systemie kursowym i przyjmie pasmo wahań dla złotego wokół ustalonego kursu wymiany, rezygnując z obecnego dogmatu wolnego kursu. Tej możliwej zmianie na polityce będzie towarzyszyć rozpoczęcie interwencji na rynku, które miałyby na celu powstrzymanie złotego przed umocnieniem. Takie zmiany systemu wymagają rządowej akceptacji, ale jest nieomal pewne, że rząd chce zmiany systemu kursowego. Nie spodziewam się jakichś gier wokół parytetu. Powinien on być zbliżony do poziomów rynkowych.
PAP, 5 IX	Uważam, że można byłoby obniżyć stopy procentowe bez ryzyka inflacyjnego, w tym momencie, w ciągu najbliższych miesięcy. Poluzowanie nie jest potrzebne dla uruchomienia koniunktury, bo ona i tak się poprawia. Jeżeli można obniżyć stopy bez ryzyka, to można to robić. Uważam, że obniżka mogłaby wynosić 25-50 pb. Ten deficyt [budżetowy w 2004 r. 45,5 mld zł] jest za wysoki, ale nie jest to deficyt mogący doprowadzić do załamania złotego.

## Monitor rynku

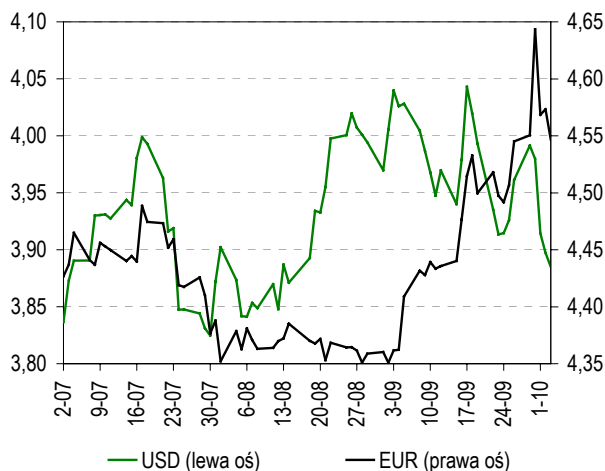
- Złoty najslabszy w historii wobec euro
- Wzrost premii za ryzyko na rynku obligacji

### Niepewność fiskalna osłabiła złotego

Po spokojnych miesiącach wakacyjnych we wrześniu na polskim rynku walutowym było dużo bardziej nerwowo. Rynek był szczególnie niestabilny w II poł. miesiąca na skutek wzrostu niepewności wokół przyszłej polityki fiskalnej. W ciągu miesiąca złoty osłabił się o ponad 3,5% wobec koszyka walutowego. Sytuacja na rynku globalnym – szybki wzrost kursu  $\text{€}/\text{\$}$  – spowodowała, że nastąpiła znaczna deprecjacja (blisko 7%) polskiej waluty wobec euro i niewielka aprecjacja wobec dolara.

Według fixingów NBP we wrześniu dolar amerykański był notowany pomiędzy 3,9135 zł (23 IX) a 4,0431 zł (17 IX) i średnio na poziomie 3,9792 zł (wobec 3,9186 zł w sierpniu). Natomiast euro wyceniano od 4,3508 zł (2 IX) do 4,6435 (30 IX) oraz przeciętnie na poziomie 4,4649 zł (w sierpniu 4,3665 zł). W porównaniu z naszymi prognozami z poprzedniego MAKROskopu (odpowiednio 4,05 i 4,45) widoczna jest wyraźna różnica w przypadku dolara, co w dużej mierze wynikało z silniejszej niż oczekiwaliśmy deprecjacji waluty amerykańskiej na rynku międzynarodowym.

### Złoty w ostatnich 3 miesiącach



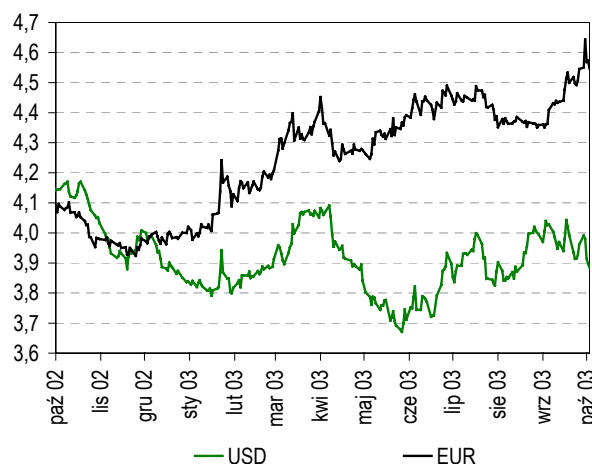
Źródło: NBP

Już w pierwszym tygodniu nastąpiła przejściowa, ale głęboka deprecjacja złotego wobec plotek o możliwym obniżeniu ratingu Polski oraz wypowiedzi polityków o odejściu od płynnego kursu walutowego. Wkrótce przedstawiono projekt budżetu, który nie wpłynął na notowania. Nerwowość na rynku pojawiła się w połowie miesiąca, gdy mimo zapowiedzi rząd nie przedstawił średnioterminowej strategii fiskalnej. Po dwóch dniach wyprzedaży złoty osiągnął najslabszy poziom od trzech

lat. W kolejnych kilku dniach część strat została odrobiona, dzięki informacji o utrzymaniu stabilnej perspektywy ratingu i mocnym danym PKB.

Bardzo nerwowe były ostatnie dni września. Oprócz braku informacji o przyszłej polityce fiskalnej, pojawił się niepokój o wykonanie bieżącego budżetu po wypowiedzi przedstawicielki MF, co spowodowało kolejną znaczną deprecjację złotego wobec koszyka euro i dolara do poziomu najslabszego od maja 2000. Jednocześnie następował wzrost kursu  $\text{€}/\text{\$}$ , co w sumie dało gwałtowny wzrost kursu euro do rekordowego poziomu 4,65.

### Złoty w ostatnich 12 miesiącach



Źródło: NBP

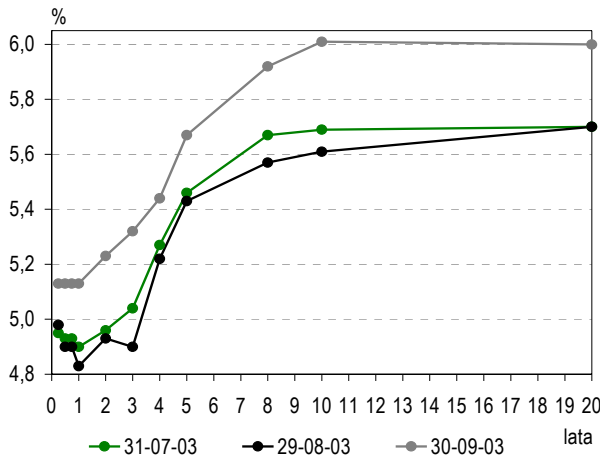
Na początku października rynek uspokoił się i trend się odwrócił. Inwestorzy kupowali rekordowo taniego złotego, wspieranego przez decyzję RPP i wypowiedzi jej prezesa po wrześniowym posiedzeniu, który ze znacznym zapasem odrobił straty z końca ubiegłego miesiąca.

### ... oraz rynek obligacji skarbowych

We wrześniu również na rynku papierów skarbowych przeważały negatywne nastroje. Na początku miesiąca rentowności na długim końcu krzywej wzrosły w wyniku spekulacji o obniżeniu ratingu Polski. W rezultacie, premia za ryzyko dla polskich papierów (różnica pomiędzy oczekiwaną pięcioletnią stopą procentową w Polsce i w Europie za pięć lat) wzrosła o 20 pb.

W pozostałej części września rynek był pod wpływem doniesień fiskalnych i premia za ryzyko wzrosła o dalsze 10 bp. Sam projekt budżetu nie znalazł odzwierciedlenia w cenach, ale już szacunki potrzeb pożyczkowych osłabiły notowania obligacji o dłuższych terminach. Podobnie wpłynęło opóźnienie publikacji strategii fiskalnej. Z kolei, gdy w drugiej połowie miesiąca MF zwiększyło podaż bonów skarbowych na rynku pierwotnym, spadły ceny obligacji na krótszym końcu krzywej.

**Krzywa rentowności**



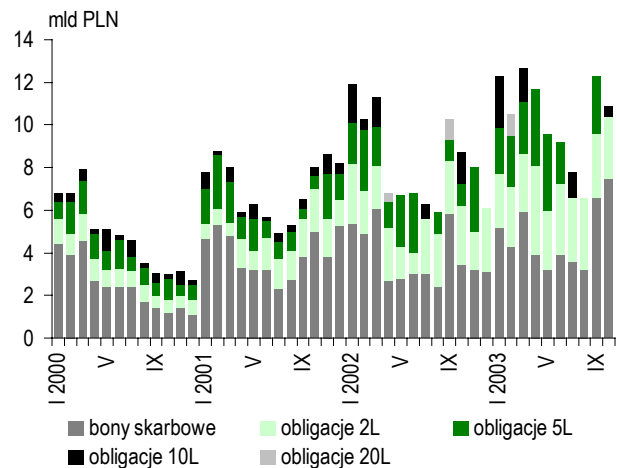
Źródło: BZ WBK

Na przełomie miesięcy rynek osłabiał się w rezultacie malejących oczekiwań na obniżkę stóp, a po posiedzeniu RPP był spokojniejszy i wzmacniał się w ślad za rynkiem amerykańskim.

17 września, tydzień po odwołaniu przetargu obligacji 20-letnich (pisałmy o nim miesiąc temu), odbył się przetarg papierów 5-letnich, który z powodu niepewnych planów fiskalnych nie był dla ministerstwa zbyt udany. Wcale nie sprzedano obligacji. Nie tylko popyt był niższy od podaży, ale i inwestorzy zaoferowali niskie ceny i odrzucone zostały wszystkie ich oferty.

W środę 1 października odbył się przetarg benchmarku dwuletniego. Biorąc pod uwagę nieudane dwie aukcje obligacji, jego wyniki były raczej dobre. Zaoferowano dużo obligacji, odnotowano dość wysoki popyt (6,2 mld zł) i sprzedano całość oferty. Średnia rentowność była zgodna z bieżącymi notowaniami rynkowymi i wyniosła 5,246% wobec 4,982% we wrześniu. Dzień później nie zorganizowano przetargu uzupełniającego obligacji, ale odbył się uważnie obserwowany dodatkowy przetarg bonów skarbowych, na którym sprzedano całą ofertę przy popycie dużo wyższym od podaży. Rentowności były wyższe od bieżących notowań, ale należy mieć na uwadze, iż ten sektor krzywej jest mało płynny.

**Podaż papierów skarbowych**



Uwaga: X 2003 bez obligacji 5-letnich  
Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Na przetargu 8 października stosunkowo niska oferta obligacji 10-letnich spotkała się z umiarkowanym popytem (950 mln zł). Sprzedano wszystkie obligacje, a średnia rentowność wyniosła 5,968% wobec 5,169% na poprzednim przetargu tych papierów w lipcu i była wyższa od bieżącego poziomu rynkowego.

Na pierwszych październikowych przetargach MF nie miało więc dużych problemów ze sprzedażem papierów skarbowych, choć należy zaznaczyć, że podaż była bardzo mała, a rentowności wysokie.

**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

OFERTA / SPRZEDAŻ				
Data przetargu	13-tyg.	26-tyg.	52-tyg.	Suma
01.09.2003	-	-	900 / 900	900 / 900
08.09.2003	400 / 400	-	800 / 800	1 200 / 1 200
15.09.2003	400 / 400	-	800 / 800	1 200 / 1 200
22.09.2003	-	200 / 200	900 / 1 094,2	1 100 / 1 294,2
29.09.2003	-	700 / 355,5	1 500 / 1 849,1	2 200 / 2 204,6
<b>Razem wrzesień</b>	<b>800 / 800</b>	<b>900 / 555,5</b>	<b>4 900 / 5 443,3</b>	<b>6 600 / 6 798,8</b>
Data przetargu	10-tyg.	13-tyg.	52-tyg.	Suma
02.10.2003*	3 500 / 3 500	-	-	3 500 / 3 500
06.10.2003	-	100	900	1 000
13.10.2003	-	100	900	1 000
20.10.2003	-	-	1 000	1 000
27.10.2003	-	-	1 000	1 000
<b>Razem październik</b>	<b>3 500 / 3 500</b>	<b>200</b>	<b>3 800</b>	<b>4000</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów

\* przetarg dodatkowy

**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	800 - 1 800	-
listopad	05.11	OK0805	-	-	19.11	5L	-	-	-	-	-	-
grudzień	03.12	OK1205	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

\* razem z przetargiem uzupełniającym



## Przegląd międzynarodowy

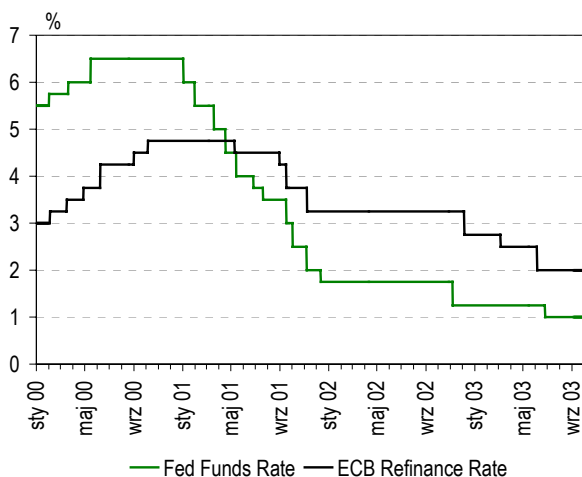
- **Stopy procentowe bez zmian, czy już tak zostanie?**
- **Niewielki wzrost inflacji**
- **Oczekiwane ożywienie w strefie euro coraz bliżej**

### Stopy procentowe nadal bez zmian

Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Europejskiego Banku Centralnego nie zmieniła stóp procentowych na posiedzeniu w czwartek 2 października. Główna stopa procentowa w strefie euro – stopa refinansowa – wynosi 2,0% po obniżce 5 czerwca o 50 pb. Jest to najniższy poziom od wprowadzenia euro i początku prowadzenia polityki pieniężnej przez EBC. Na konferencji prasowej prezes EBC Wim Duisenberg (było to jego ostatnie posiedzenie w roli prezesa) stwierdził, że perspektywy ożywienia gospodarki europejskiej są dobre a ostatnie dane są zgodne ze scenariuszem stopniowego ożywienia w drugiej połowie roku. Jego zdaniem, krótkoterminowe zagrożenia dla gospodarki są zrównoważone. Coraz częściej mówi się, że główna stopa procentowa EBC pozostanie bez zmian do końca roku.

Na posiedzeniu 16 września Komitet Otwartego Rynku, zgodnie z oczekiwaniami rynku, pozostawił stopy procentowe bez zmian. Stopa funduszy federalnych pozostała na poziomie 1,00%, najniższym od 1958 r. W komunikacie z posiedzenia Fed wskazał na bardzo słabą kondycję rynku pracy oraz ocenił, że ryzyko bardzo niskiej inflacji jest powodem obaw co do przyszłego stanu gospodarki. Uważa on, że polityka pieniężna i oraz wzrost wydajności stanowią silne wsparcie dla aktywności gospodarczej. Najbliższe posiedzenie Fed jest zaplanowane na 28 października.

### Stopy procentowe w USA i strefie euro



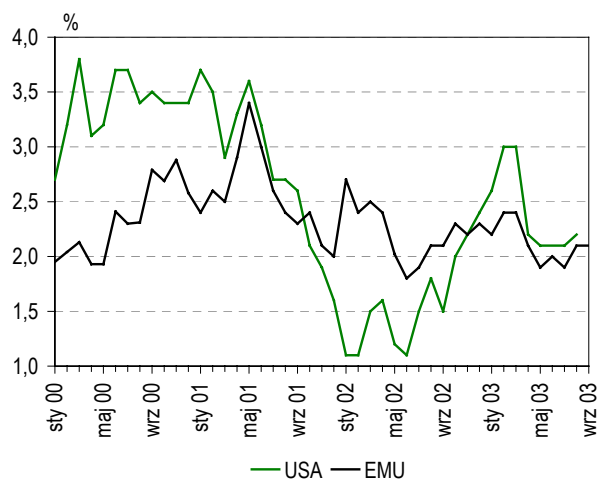
Źródło: Reuters

### Inflacja konsumenta wzrasta powyżej 2%

Według ostatecznych kalkulacji, ceny konsumenta w strefie euro wzrosły w sierpniu o 0,2% m/m. W związku z tym roczna stopa inflacji zwiększyła się do 2,1% z 1,9% odnotowanych w lipcu, co było dokładnie zgodne ze wstępną publikacją i oczekiwaniami rynkowymi. Natomiast według wstępnych szacunków inflacja w strefie euro osiągnęła we wrześniu 2,1% r/r, o 0,1 pkt proc. powyżej prognozy rynku. Był to drugi miesiąc z rzędu, gdy inflacja w strefie euro nieznacznie przekraczała cel inflacyjny EBC (2%). W sierpniu dane o cenach producenta były dokładnie na poziomie prognoz analityków. Ceny wzrosły o 0,2% m/m a roczna dynamika wyniosła 1,4%, czyli tyle co w lipcu.

Europejski Bank Centralny podał, że dynamika podaży pieniądza M3 w strefie euro wyniosła w sierpniu 8,2% r/r, spowalniając z 8,6% odnotowanych w lipcu a zrewidowanych z 8,5%. Tymczasem analitycy spodziewali się spowolnienia tempa wzrostu podaży M3 do 8,3%.

### Inflacja konsumenta r/r



Źródło: Reuters

W Stanach Zjednoczonych sierpniowe ceny konsumenta wzrosły o 0,3% m/m, podczas gdy oczekiwano wzrostu rzędu 0,4%. Wynik ten przełożył się na wzrost rocznej stopy inflacji do 2,2% z 2,1% odnotowanych w lipcu. Roczna stopa inflacji bazowej zmniejszyła się do 1,3% co jest najniższym poziomem od 1966 r. Ceny producenta wzrosły w sierpniu o 0,4% m/m, podczas gdy oczekiwania wyniosły 0,3%. Roczna dynamika cen producenta odnotowała przyspieszenie do 3,4% w sierpniu z 3,0% w lipcu.

### Wzrost w USA rewidowany w górę

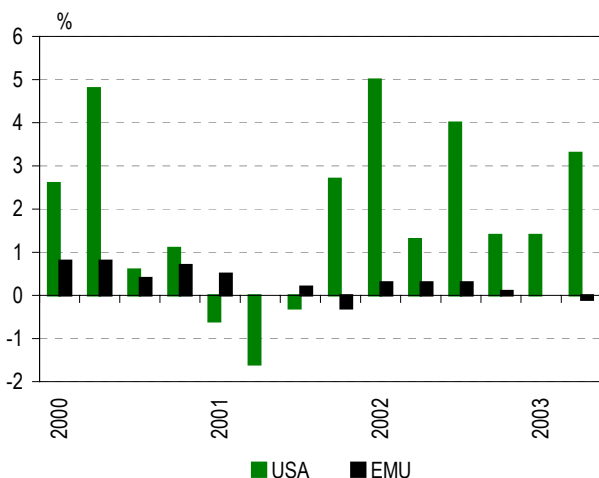
Według finalnych danych o wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych, w II kwartale br. PKB wzrósł o 3,3% kw/kw w porównaniu z 1,4% odnotowanymi w I kwartale. Było to nieco szybciej niż podano miesiąc

temu w informacji wstępnej, gdy wzrost ten szacowano na 3,1%. Dane po rewizji były również silniejsze od oczekiwań analityków, którzy spodziewali się potwierdzenia wstępnych szacunków.

Dane ze Stanów Zjednoczonych o produkcji przemysłowej były dość bliskie oczekiwań. W sierpniu produkcja wzrosła o 0,1% m/m, podczas gdy prognozowano 0,2%. Ponadto, wynik lipcowy został zrewidowany w górę do 0,7% z 0,5% podanych poprzednio. Natomiast sprzedaż detaliczna odnotowała wynik słabszy niż oczekiwano. W sierpniu sprzedaż wzrosła o 0,6% m/m, w porównaniu z oczekiwaniami na poziomie 1,4%, podczas gdy w lipcu wzrosła ona o 1,3% (zrewidowane z 1,4%). Głównym powodem tak słabego wyniku był spadek sprzedaży odzieży.

Stopa bezrobocia zmniejszyła się we wrześniu do 6,1% z 6,2% odnotowanych w sierpniu, tymczasem oczekiwano stabilnego poziomu. Był to trzeci z rzędu spadek tego wskaźnika. Co więcej, pierwszy raz od ośmiu miesięcy zwiększyła się liczba miejsc pracy. We wrześniu wzrosła ona o 57 tys., tymczasem analitycy spodziewali się spadku o 30 tysięcy.

**Dynamika PKB kw/kw**



Uwaga: stopy wzrostu dla USA annualizowane  
Źródło: Reuters

**... a w strefie euro bez zmian, czyli na minusie**

W drugiej publikacji potwierdzono dane o wzroście gospodarczym w strefie euro w II kwartale 2003 r. Według najnowszych danych, PKB strefy euro spadł w tym okresie o 0,1% kw/kw oraz odnotował wzrost o 0,2% r/r. Dane były dokładnie na poziomie oczekiwanym przez analityków. Ponadto, Komisja Europejska podtrzymała prognozy wzrostu na III i IV kwartał br., na poziomie odpowiednio 0,0-0,4% kw/kw oraz 0,2-0,6% kw/kw.

Według półrocznego raportu Komisji Europejskiej, w strefie euro nastąpi przyspieszenie wzrostu PKB w II połowie br. i są wyraźne sygnały, że będzie to początek nowej tendencji, nawet mimo mocnego euro, co może ograniczać dynamikę eksportu. Według Komisji zarówno polityka pieniężna jak i fiskalna wspierają ożywienie gospodarcze, które ujawni się nadchodzących kwartałach.

**Coraz lepsze wskaźniki nastrojów w Europie**

Najważniejszy wskaźnik koniunktury dla gospodarki Niemiec – indeks nastrojów przedsiębiorców IFO – odnotował we wrześniu piąty z kolei wzrost, osiągając 91,9 pkt wobec 90,8 pkt w sierpniu, podczas gdy prognozy wskazywały na wzrost do 92,0 pkt. Szef instytutu IFO wskazał, że ocena sytuacji bieżącej jest podobna jak przed rokiem, ale znacznie poprawiły się oczekiwania na przyszłość.

We wrześniu aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro wzrastała pierwszy miesiąc od lutego br., podczas gdy analitycy spodziewali się wolniejszego tempa spadku. Wskaźnik Reuters PMI wzrósł do 50,1 pkt. z 49,1 pkt. w sierpniu, wobec prognoz na poziomie 49,7 pkt. Tak więc przekroczony został poziom 50 pkt., czyli granica między pogorszeniem a poprawą aktywności. Tymczasem w Stanach Zjednoczonych aktywność gospodarcza w przemyśle odnotowała spowolnienie, podczas gdy analitycy oczekiwali lekkiego przyspieszenia. Indeks ISM osiągnął we wrześniu poziom 53,7 pkt. wobec 54,7 pkt. w sierpniu oraz prognozowanych 55,0 pkt.

**... ale rzeczywiste dane nie wskazują na ożywienie**

Polepszenie oczekiwań, widoczne w wyżej wspomnianych wskaźnikach, nie znajduje jak na razie odzwierciedlenia w rzeczywistych danych. Produkcja przemysłowa w strefie euro była niższa niż prognozowano. W lipcu produkcja wzrosła o 0,6% m/m, a roczna dynamika wyniosła -0,3% w porównaniu ze spadkiem -1,6% odnotowanym w czerwcu. Prognozy były na poziomie odpowiednio 0,9% i -0,5%. Z kolei, wyniki sprzedaży detalicznej w strefie euro były nieco mocniejsze od oczekiwań rynku. W lipcu, sprzedaż wzrosła niewiele w ujęciu miesięcznym (o 0,1%) oraz pozostała bez zmian w ujęciu rocznym, w porównaniu z prognozami na poziomie odpowiednio -0,2% oraz 0,1%.

Stopa bezrobocia wyniosła w sierpniu 8,8%, bez zmian wobec zrewidowanych danych lipcowych. Analitycy oczekiwali, że stopa pozostanie na poziomie 8,9% podanym poprzednio za lipiec.



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>29 września</b> POL: Posiedzenie RPP (I dzień) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja wstępna (IX)	<b>30</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja) POL: Bilans płatniczy (VIII) FRA: PKB (II kw.) EMU: Inflacja wstępna (IX) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (VIII & IX)	<b>1 października</b> POL: Przetarg obligacji 0K0805 EMU: PMI (IX) EMU: Bezrobocie (VIII) USA: ISM (IX)	<b>2</b> POL: Przetarg dodatkowy bonów skarbowych EMU: Posiedzenie EBC EMU: Ceny producenta (VIII) USA: Zamówienia w przemyśle (VIII)	<b>3</b> USA: Bezrobocie (IX)
<b>6</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Sprzedaż detaliczna (VII)	<b>7</b> POL: Ceny żywności (II poł. IX)	<b>8</b> POL: Przetarg obligacji DS1013	<b>9</b> GER: Bezrobocie (IX) GER: Produkcja przemysłu (VIII) EMU: PKB (II kw.)	<b>10</b> FRA: Inflacja wstępna (IX) FRA: Produkcja przemysłu (VIII) USA: Ceny producenta (IX) USA: Handel zagraniczny (VIII)
<b>13</b> POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Produkcja przemysłu (VIII)	<b>14</b> POL: Inflacja (IX) POL: Podaż pieniądza (IX) POL: Place i zatrudnienie (IX) ITA: Inflacja finalna (IX)	<b>15</b> POL: Przetarg obligacji PS0608 USA: Sprzedaż detaliczna (IX)	<b>16</b> EMU: Inflacja finalna (IX) USA: Inflacja (IX) USA: Produkcja przemysłu (IX)	<b>17</b> POL: Produkcja przemysłu (IX) POL: Ceny producenta (IX) EMU: Produkcja przemysłu (VIII)
<b>20</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Handel zagraniczny (VIII)	<b>21</b> POL: Sprzedaż detaliczna (IX) POL: Bezrobocie (IX) FRA: Inflacja finalna (IX)	<b>22</b> POL: Inflacja bazowa (IX) POL: Koniunktura (X)	<b>23</b>	<b>24</b> EMU: Bilans płatniczy (VIII)
<b>27</b> POL: Ceny żywności (I poł. X) POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>28</b> POL: Posiedzenie RPP (I dzień) GER: IFO (X) EMU: Podaż pieniądza (IX) USA: Posiedzenie Fed	<b>29</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja)	<b>30</b> ITA: Inflacja wstępna (X)	<b>31</b> POL: Bilans płatniczy (IX) EMU: Inflacja wstępna (X) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (X)
<b>3 listopada</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI (X) USA: ISM (X)	<b>4</b> EMU: Ceny producenta (IX) EMU: Bezrobocie (IX)	<b>5</b> POL: Przetarg obligacji 0K0805 EMU: Sprzedaż detaliczna (IX)	<b>6</b> EMU: Posiedzenie EBC EMU: PKB (II kw.)	<b>7</b> POL: Ceny żywności (II poł. 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 <sup>a</sup>	16-17 <sup>a</sup>
Inflacja	15	17 <sup>b</sup>	14 <sup>c</sup>	14	14	16	14	14	15	14	14	15
Inflacja bazowa	24	-	24 <sup>c</sup>	23	23	24	22	25	23	22	24	23
Ceny producenta	20	19	19	17	20	17	17	20	17	17	20	17
Produkcja przemysłowa	20	19	19	17	20	17	17	20	17	17	20	17
Sprzedaż detaliczna	22	21	21	22	22	24	21	22	19	21	24	19
Place 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 <sup>d</sup> i 27 <sup>e</sup>	27	25	27	27	25	27	26	27	27	29
Ceny żywności, 16-30	7	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	5

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

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

Źródło: GUS, NBP





## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		wrz 02	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
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,6	3,2	3,1	5,2	3,3	4,3	5,5	8,5	11,7	7,9	10,3	5,8	12,9	9,2
Sprzedaż detaliczna ***	% r/r	4,7	5,1	5,9	4,9	4,1	4,2	-1,7	11,0	9,7	8,1	5,4	5,5	5,4	5,1
Stopa bezrobocia	%	17,6	17,5	17,8	18,1	18,7	18,8	18,7	18,4	17,9	17,8	17,7	17,6	17,5	17,4
Place brutto ** ***	% r/r	3,8	0,5	1,8	2,4	2,7	2,1	0,7	4,2	0,0	3,1	2,4	1,9	1,4	2,0
Eksport (wg NBP)	mln EUR	2,912	3,182	3,004	3,223	2,761	2,635	2,957	2,969	3,015	3,018	3,282	2,875	3,040	3,300
Import (wg NBP)	mln EUR	3,826	4,241	4,090	4,166	3,895	3,219	3,467	3,833	3,696	3,512	4,107	3,603	3,900	4,250
Bilans handlowy (wg NBP)	mln EUR	-914	-1,059	-1,086	-943	-1,134	-584	-510	-864	-681	-494	-825	-728	-860	-950
Rachunek bieżący	mln EUR	-529	-580	-753	-484	-711	-483	-248	-460	-411	-100	-239	-188	-430	-620
Deficyt budżetowy (narastająco)	mld PLN	-29,8	-34,0	-37,1	-39,4	-4,1	-11,7	-15,5	-18,0	-23,2	-23,8	-27,7	-29,6	-32,9	-34,9
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu rocznego	75,5	86,4	94,0	100,0	10,6	30,2	40,0	46,6	60,0	61,5	71,5	76,4	85,0	90,0
Inflacja (CPI)	% r/r	1,3	1,1	0,9	0,8	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,1	1,7	1,7	2,2	2,5	2,9	3,6	2,9	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-1,5	-2,5	-1,0	-2,0	-1,4	-1,2	0,5	0,8	0,3	1,3	0,7	1,7	2,5	2,0
Zobowiązania	% r/r	-3,5	-4,6	-3,2	-4,2	-4,1	-3,8	-2,3	-2,3	-2,9	-1,9	-2,5	-1,7	-1,2	-1,7
Należności	% r/r	4,9	4,4	4,6	5,3	5,5	5,7	8,7	8,5	7,6	5,9	5,0	5,2	5,1	6,2
USD/PLN	PLN	4,15	4,12	3,95	3,91	3,84	3,87	4,01	3,96	3,74	3,80	3,90	3,92	3,98	3,91
EUR/PLN	PLN	4,07	4,04	3,96	3,99	4,08	4,17	4,33	4,30	4,33	4,44	4,44	4,37	4,46	4,50
Stopa interwencyjna*	%	7,50	7,00	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00
WIBOR 3M	%	8,07	7,45	6,81	6,82	6,56	6,37	6,17	5,90	5,53	5,38	5,26	5,16	5,17	5,15
Stopa lombardowa*	%	10,00	9,00	8,75	8,75	8,50	8,00	7,75	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	7,25	6,77	5,88	5,78	5,74	5,83	5,67	5,43	4,75	4,66	4,85	4,82	4,93	5,05
Rentowność obligacji 2L	%	7,16	6,62	5,78	5,75	5,55	5,66	5,52	5,16	4,78	4,79	4,89	4,86	5,02	5,20
Rentowność obligacji 5L	%	7,07	6,57	5,91	5,67	5,57	5,58	5,36	5,15	4,88	4,90	5,17	5,38	5,60	5,60
Rentowność obligacji 10L	%	6,79	6,22	5,89	5,69	5,62	5,67	5,52	5,41	5,13	5,03	5,37	5,60	5,94	6,00

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

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


**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		2001	2002	2003	2004	1Q02	2Q02	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03
PKB	mld PLN	750,8	772,2	805,9	865,4	178,6	189,5	191,2	213,0	184,5	198,2	200,1	223,1
PKB	% r/r	1,0	1,4	3,5	4,5	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	2,8	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	3,2	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	9,9	-12,8	-7,9	-5,9	-3,6	-3,6	-1,7	2,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,6	1,5	8,5	5,5	-1,6	-0,4	3,3	4,6	4,4	9,1	9,6	11,1
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	0,2	3,3	5,4	5,0	5,8	0,7	3,9	2,6	1,2	9,8	5,4	5,0
Stopa bezrobocia*	%	17,5	18,1	17,8	18,0	18,2	17,4	17,6	18,1	18,7	17,8	17,5	17,8
Place realne brutto	% r/r	1,6	1,5	1,3	1,4	1,9	1,4	2,3	0,3	1,4	2,0	1,1	0,6
Eksport (wg NBP)	mld EUR	33,823	34,746	36,252	39,152	7,853	8,668	8,816	9,409	8,353	9,002	9,197	9,700
Import (wg NBP)	mld EUR	46,848	45,712	46,232	50,393	10,847	11,109	11,259	12,497	10,581	11,041	11,610	13,000
Bilans handlowy (wg NBP)	mld EUR	-13,025	-10,966	-9,980	-11,241	-2,994	-2,441	-2,443	-3,088	-2,228	-2,039	-2,413	-3,300
Rachunek bieżący	mld EUR	-7,992	-7,188	-5,184	-8,000	-2,659	-1,780	-932	-1,817	-1,442	-971	-857	-1,914
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-3,6	-2,8	-4,0	-3,9	-3,6	-3,6	-3,6	-3,1	-2,7	-2,7	-2,8
Deficyt budżetowy*	mld PLN	-32,6	-39,4	-38,7	-45,5	-16,4	-25,0	-29,8	-39,4	-15,5	-23,8	-32,9	-38,7
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,3	-5,1	-4,8	-5,3	-9,2	-4,5	-2,5	-4,5	-8,4	-4,2	-4,6	-2,6
Inflacja	% r/r	5,5	1,9	0,7	2,1	3,4	2,1	1,3	0,9	0,5	0,5	0,8	1,2
Inflacja*	% r/r	3,6	0,8	1,3	2,5	3,3	1,6	1,3	0,8	0,6	0,8	0,9	1,3
Ceny produkcji	% r/r	1,6	1,0	2,4	2,2	0,2	0,7	1,4	1,9	3,0	2,3	1,9	2,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,2	-2,1	2,8	5,8	3,2	2,5	-1,5	-2,1	0,5	1,3	2,5	2,8
Zobowiązania	% r/r	8,9	-4,3	-0,6	6,6	1,7	0,5	-3,5	-4,3	-2,3	-1,9	-1,2	-0,6
Należności	% r/r	9,3	5,3	6,7	11,9	7,1	9,4	4,9	5,3	8,7	5,9	5,1	6,7
USD/PLN	PLN	4,09	4,08	3,90	3,89	4,13	4,04	4,15	3,99	3,90	3,83	3,93	3,93
EUR/PLN	PLN	3,67	3,85	4,36	4,36	3,62	3,72	4,08	4,00	4,19	4,36	4,42	4,48
Stopa interwencyjna*	%	11,50	6,75	5,00	4,00	10,00	8,50	7,50	6,75	6,00	5,25	5,25	5,00
WIBOR 3M	%	16,10	9,09	5,59	4,34	11,02	9,80	8,50	7,03	6,37	5,60	5,20	5,18
Stopa lombardowa*	%	15,50	8,75	6,50	6,50	13,50	11,50	10,00	8,75	7,75	6,75	6,75	6,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	14,77	8,18	5,06	4,20	9,64	9,11	7,82	6,14	5,75	4,94	4,87	4,70
Rentowność obligacji 2L	%	13,97	7,94	5,08	4,50	9,27	8,84	7,63	6,05	5,58	4,91	4,92	4,90
Rentowność obligacji 5L	%	12,59	7,86	5,35	5,80	9,09	8,69	7,60	6,05	5,50	4,98	5,38	5,55
Rentowność obligacji 10L	%	10,74	7,34	5,57	6,10	8,28	7,92	7,24	5,93	5,60	5,19	5,64	5,85

*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 13.10.2003 r. zostało przygotowane przez:

### ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista  
tel. (22) 586 83 63, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)  
**Piotr Bielski** (22) 586 83 33  
**Piotr Bujak** (22) 586 83 41  
**Aleksander Krzyżaniak** (22) 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### 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.