

Przegląd sytuacji gospodarczej w krajach grupy EU-8 w 2003 r.

Grażyna Utzig*

Polityka fiskalna

Polityka fiskalna w krajach grupy EU-8 jest zróżnicowana - państwa bałtyckie prowadzą względnie restrykcyjną politykę, natomiast kraje Europy Środkowej powiększyły w ostatnich latach ekspansję fiskalną.

Zaostrzenie polityki fiskalnej w krajach bałtyckich nastąpiło po kryzysie w Rosji, który spowodował znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego w tych państwach. Od 1999 r. rozmiar sektora finansów publicznych (rozumiany jako relacja wydatków budżetowych do PKB) jest regularnie zmniejszany (zob. wykres 1). W rezultacie sektor finansów publicznych w tych krajach jest znacznie mniejszy niż w pozostałych państwach rozszerzonej Unii Europejskiej. Przyczyniły się do tego m.in. następujące czynniki:

- Na skutek relatywnie niskiego poziomu długu publicznego (patrz wykres 3) kraje te ponoszą stosunkowo niskie koszty jego obsługi.
- Wydatki socjalne (w tym na służbę zdrowia) są znacznie niższe niż w pozostałych krajach UE-25.
- Subsidia udzielane przedsiębiorstwom przez kraje bałtyckie są bardzo małe (por. Koivu, Korhonen, 2003).

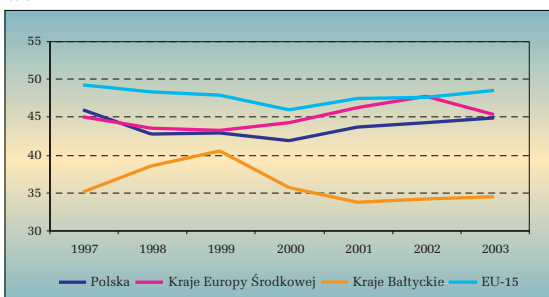
Oprócz relatywnie niewielkich rozmiarów sektora finansów publicznych czynnikami stabilizującymi sytuację fiskalną są także:

- szybki wzrost PKB,
- polityka sztywnych kursów walutowych, która wymaga prowadzenia względnie restrykcyjnej polityki fiskalnej w celu wyeliminowania zagrożeń stabilności kursu walutowego.

Ostrożna polityka fiskalna prowadzona w krajach bałtyckich ma odzwierciedlenie w niewielkich deficytach budżetowych w tych państwach (zob. wykres 2). W 2003 r. deficyty na Litwie i Łotwie były mniejsze niż zakładał rząd. Estonia osiągnęła natomiast znacznie wyższą, niż planowano, nadwyżkę budżetową, co wynikało z przyspieszenia wzrostu gospodarczego (zob. wykres 6) oraz zwiększonej skuteczności w zbieraniu podatków.

Luźna polityka fiskalna prowadzona w krajach Europy Środkowej wynika zarówno z czynników strukturalnych, jak i politycznych (zob. *Economic Survey...*, 2002). Do czynników strukturalnych należą duże rozmiary sektora rządowego, o czym świadczy wysoki udział wydatków budżetowych w relacji do PKB (zob. wykres 1). Jest to spowodowane głównie rozbudowanym systemem opieki społecznej w Europie Środkowej. Problemy strukturalne leżą nie tylko po stronie wydatków, ale także dochodów budżetu państwa. Wpływy budżetowe są niewystarczające ze względu na liczne zwolnienia podatkowe i nieefektywność w zbieraniu podatków. Stwarza to konieczność utrzymywania wysokiej stopy podatkowej, co istotnie zniekształca rynek, prowadząc do znacznego obciążenia gospodarki podatkami. Na problemy te nakładają się - związane z transformacją - reformy emerytalne i opieki zdrowotnej, które są długotrwałe i finansowane przez budżet państwa. W Czechach i na Słowacji duże znaczenie dla

Wykres 1 Relacja wydatków budżetowych do PKB



Źródło: G.I. Szekely (2002): *Fiscal policy challenges of EU accession for central European accession countries.*

* Autorka pragnie podziękować Panu Dyrektorowi Piotrowi Szpunarowi oraz Pani Ewie Rzeszutek za cenną pomoc w opracowaniu materiału.

Następujące skróty oznaczają:

UE-8 - 5 krajów Europy Środkowej: Polska, Węgry, Czechy, Słowacja, Słowenia oraz 3 kraje bałtyckie: Litwa, Łotwa, Estonia,

UE-15 - kraje Unii Europejskiej przed rozszerzeniem 1 maja 2004 r.

UE-25 - Kraje obecnej Unii Europejskiej.

powiększenia deficytu budżetowego miała także kosztowna restrukturyzacja banków. Problemy strukturalne oraz nieuniknione koszty transformacji systemowej stały się głównym źródłem pogorszenia się sytuacji fiskalnej Polski od 1998 r. (por. *Economic Survey ...*, 2001).

Kolejną przyczyną wzrostu deficytu budżetowego w Czechach, Słowacji i na Węgrzech było rozluźnienie polityki fiskalnej związane z wyborami w 2002 r. W 2001 r. Węgry rozpoczęły program rozbudowy infrastruktury publicznej oraz zwiększyły płace w sektorze publicznym, Czechy wprowadziły program stymulacji gospodarki za pomocą bodźców fiskalnych, natomiast Słowacja odroczyła planowane reformy finansów publicznych.

W celu dostosowania się do wymagań Unii Europejskiej w zakresie sytuacji fiskalnej państwa Europy Środkowej opracowały plany redukcji deficytów budżetowych. Rząd czeski przyjął program reformowania finansów publicznych, który zakłada zmiany zarówno po stronie dochodów, jak i wydatków budżetowych (ograniczenie wydatków ministerstw i funduszy państwowych). Jego celem jest zmniejszenie deficytu budżetowego do 3,5% w 2007 r. Ograniczenie przez Węgry ekspansywnej polityki fiskalnej (m.in. usprawnienie administracji) ma doprowadzić do redukcji deficytu budżetowego do 3,1% PKB w 2007 r. Rząd Polski przyjął natomiast strategię fiskalną zakładającą, co prawda, wzrost deficytu budżetowego w 2004 r. (5,7%), jednak do 2007 r. przewiduje jego redukcję do 1,5% (zob. *Opinia o Programach ...*, 2004). Zaawansowana i skuteczna reforma fiskalna prowadzona jest na Słowacji, gdzie planuje się spełnienie kryteriów z Maastricht już w 2006 r.

Działania podjęte w celu redukcji deficytów budżetowych nie były jeszcze widoczne w 2003 r. Deficyty budżetowe w tych krajach, mimo że w większości przypadków zmniejszyły się i przekraczają zakładane przez rząd wielkości (z wyjątkiem Słowacji, patrz wykres 2). Wysokie deficyty budżetowe, które wystąpiły w 2003 r. w Czechach i na Węgrzech, tylko częściowo wynikały z cyklicznego spadku aktywności ekonomicznej oraz prowadzonych w tych krajach reform. W dużej mierze

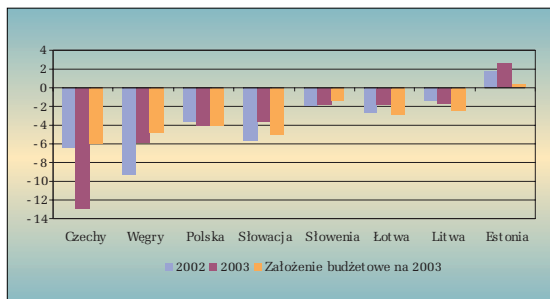
spowodowane były ekspansywną polityką fiskalną, prowadzoną w celu zrównoważenia negatywnych efektów związanych ze spadkiem tempa wzrostu gospodarczego. Deficyt budżetowy w Polsce wynikał m.in. z niekonsekwentnej polityki prowadzonej przez ostatnie lata (zbyt słabe tempo reform strukturalnych oraz zahamowanie procesu prywatyzacji (por. *Economic Survey...*, 2002).

Wśród krajów Europy Środkowej sytuacja budżetowa najkorzystniej przedstawiała się w 2003 r. na Słowacji i w Słowenii. Dzięki rozpoczętej na Słowacji konsolidacji fiskalnej deficyt budżetowy nie przekroczył zakładanej przez rząd wielkości równej 5% PKB. W Słowenii obniżenie deficytu budżetowego do 1,8% w 2003 r. było możliwe dzięki restrukturyzacji wydatków publicznych (uwzględniającej m.in. ograniczenie płac w sferze budżetowej). W rezultacie Słowenia jako jedyny kraj Grupy Wyszehradzkiej spełniła kryterium z Maastricht dotyczące deficytu budżetowego.

Ekspansywna polityka fiskalna prowadzona w Czechach i na Węgrzech przyczyniła się do wzrostu popytu konsumpcyjnego w tych krajach (zob. wykres 4). Wynikał on w dużej mierze ze zwiększenia płac realnych (na skutek podwyższenia płac w sektorze publicznym i płacy minimalnej). Towarzyszył temu wzrost kredytu konsumpcyjnego, spowodowany łagodniejszymi warunkami kredytowymi, które powstały po prywatyzacji i restrukturyzacji sektora bankowego (zob. *Economic Survey ...*, 2004, s. 47). Popyt na kredyt konsumpcyjny rósł mimo utrzymujących się wysokich stóp procentowych. W pierwszych trzech kwartałach 2003 r. wielkość kredytu udzielonego podmiotom sektora prywatnego wzrosła na Węgrzech o 30%. W Czechach i na Słowacji mniejszy wzrost kredytu wynikał z niezakończonych jeszcze procesu restrukturyzacji sektora bankowego.

Luźna polityka fiskalna wpłynęła na wzrost popytu krajowego nie tylko poprzez spożycie indywidualne. Część wydatków rządowych miała charakter inwestycyjny. W Czechach inwestycje wynikały w znacznej mierze z prowadzonych rządowych infrastrukturalnych projektów inwestycyjnych.

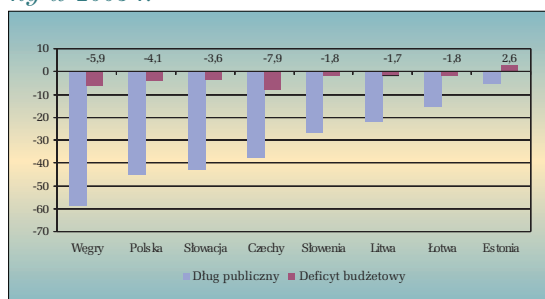
Wykres 2 Relacja salda budżetowego do PKB



* Wysoki deficyt w Czechach wynika z uwzględnienia zaległych gwarancji państwa, bez których wyniósłby 7,6%.

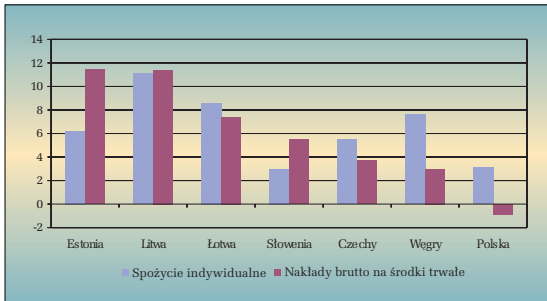
Źródło: Eurostat; dane liczone według metodyki ESA 95

Wykres 3 Deficyt budżetowy a dług publiczny w 2003 r.



Źródło: Euro-indicators (2004), Eurostat, dane liczone wg metodyki ESA 95.

Wykres 4 Procentowy wzrost spożycia indywidualnego i nakładów brutto na środki trwałe w relacji do PKB w 2003 r. w stosunku do 2002 r.



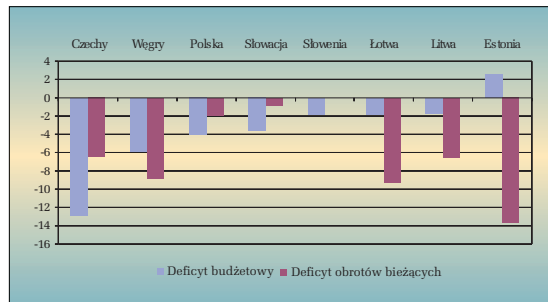
Źródło: narodowe urzędy statystyczne.

W państwach bałtyckich wzrost popytu wewnętrznego był znacznie większy niż w krajach Europy Środkowej, mimo że nie był stymulowany ekspansywną polityką fiskalną. Spożycie indywidualne rosło na skutek silnego wzrostu płac oraz kredytu konsumpcyjnego (który wzrósł na Litwie o 40%, Łotwie 39%, w Estonii o 27%), a przyrost inwestycji osiągnął dwucyfrową wartość.

Zwiększenie popytu wewnętrznego w krajach EU-8 spowodowało pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących, szczególnie w krajach bałtyckich, w których wzrost popytu krajowego był największy (por. wykresy 4 i 5). W szczególnie niekorzystnej sytuacji znalazła się Estonia, gdzie inwestycje w renowację infrastruktury transportowej, a także inne projekty inwestycyjne zwiększyły import maszyn i urządzeń oraz wyposażenia transportowego. Wzrost płac i kredytu spowodował znaczny wzrost importu samochodów osobowych oraz innych dóbr, takich jak meble czy odzież.

Jedynymi państwami, które zdołały ograniczyć deficyt obrotów bieżących, były Polska i Słowacja. Zmniejszenie deficytu w tych krajach wynikało ze znacznego wzrostu eksportu (Polska o 13%, Słowacja o 22,6%), spowodowanego zwiększeniem potencjału produkcyjnego w przemyśle (związanego z bezpośrednimi inwestycjami zagranicznym) oraz wzrostem kon-

Wykres 5 Deficyt budżetu państwa a deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB w 2003 r.



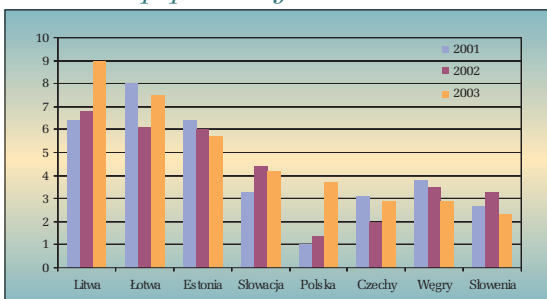
Źródło: narodowe urzędy statystyczne.

kurencyjności gospodarki na skutek relatywnie niskich cen i spadku jednostkowych kosztów pracy (por. tabela 2). W Polsce pozycja konkurencyjna producentów krajowych poprawiła się także na skutek deprecjacji waluty.

Z przedstawionej analizy wynika, że głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w 2003 r. w krajach Grupy EU-8 było zwiększenie popytu krajowego. Wyjątkiem były Polska i Słowacja, gdzie PKB rósł głównie na skutek wzrostu eksportu netto. W pozostałych krajach popyt krajowy rósł zarówno na skutek zwiększenia konsumpcji indywidualnej, jak i inwestycji. W krajach bałtyckich wynikał ze wzrostu produktywności oraz szybszego, niż oczekiwano, procesu dezinflacji, natomiast w Czechach i na Węgrzech był stymulowany ekspansywną polityką fiskalną. Produkt krajowy brutto rósł szybciej w krajach bałtyckich niż centralnych (zob. wykres 6). Najszybciej rozwijającym się krajem Europy Środkowej pozostała Słowacja, pomimo nieznanego spowolnienia, które towarzyszyło stopniowemu zastrzaniu polityki fiskalnej.

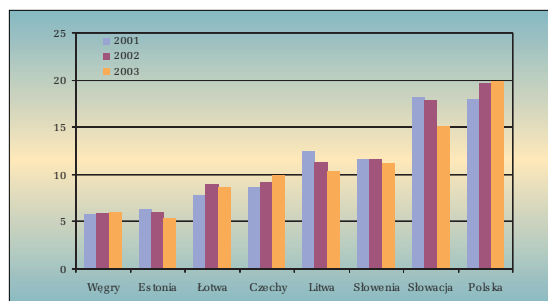
Pomimo wzrostu PKB stopa bezrobocia w krajach EU-8 utrzymywała się na wysokim poziomie, bez tendencji do obniżania się (zob. wykres 7). Wyjątkiem była Słowacja, gdzie szybszy wzrost gospodarczy oraz reformy strukturalne przyczyniły się do ciągłego obniża-

Wykres 6 Procentowy wzrost PKB w stosunku do roku poprzedniego



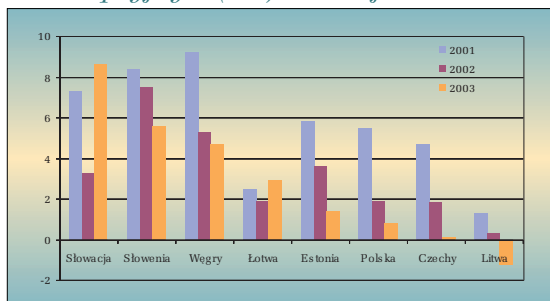
Źródło: Eurostat i banki centralne.

Wykres 7 Stopa bezrobocia



Źródło: narodowe urzędy statystyczne.

Wykres 8 Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) dla krajów EU-8*

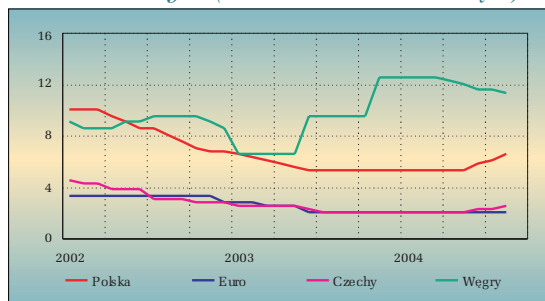


* w % do analogicznego okresu poprzedniego roku
Źródło: statystyki narodowe.

nia się bezrobocia przez ostatnie 3 lata; mimo to pozostawało ono na wysokim poziomie. Najgorzej sytuacja przedstawiała się w Polsce, gdzie – podobnie jak w wielu innych krajach EU-8 - bezrobocie ma charakter strukturalny. Sprawia to, że nie można spodziewać się jego szybkiego ograniczenia, nawet przy szybkim wzroście gospodarczym.

Pomimo znacznego wzrostu konsumpcji prywatnej w większości krajów w 2003 r. utrzymała się spadkowa tendencja inflacji. W niektórych krajach osiągnęła rekordowo niskie wartości, poniżej celów inflacyjnych wyznaczonych przez banki centralne. W części państw dynamika cen była niższa od średniej dla krajów UE, wynoszącej 2,1% (zob. wykres 8). Głównym wyjątkiem była Słowacja, gdzie ceny wzrosły o 8,6% z powodu podniesienia akcyzy oraz cen regulowanych (inflacja bazowa, po wyłączeniu cen regulowanych, wyniosła jednak 3,1%). Kontynuowany proces dezinflacji wynikał w głównej mierze ze wzrostu produktywności pracy (z czym wiązał się spadek kosztów pracy), umiarkowanej inflacji importowanej, możliwej dzięki deprecjacji dolara (waluty, w której są wyrażone ceny surowców i energii) oraz obniżce cen dóbr w Unii Europejskiej (zob. *Economic Survey ...*, 2004, s. 62).

Wykres 9 Główne stopy procentowe banków centralnych (stan na koniec miesiąca)



Źródło: Bloomberg.

Polityka monetarna

Zmniejszenie inflacji i oczekiwań inflacyjnych usprawiedliwiało nieznaczne rozluźnienie polityki monetarnej – banki centralne w krajach Europy Środkowej w 2003 r. obniżały stopy procentowe (zob. wykres 9). Złagodzenie polityki monetarnej było jednak ograniczone przez nierównowagę fiskalną połączoną w większości krajów z deficytem na rachunku obrotów bieżących. W rezultacie, pomimo pewnego rozluźnienia polityki pieniężnej, warunki monetarne w krajach Grupy EU-8 pozostały umiarkowanie restrykcyjne. Przyczynił się do tego spadek inflacji, który spowodował, że realne stopy procentowe utrzymywały się na wysokim poziomie.

Pod względem realizowanej strategii polityki pieniężnej kraje Grupy EU-8 można podzielić na te, które prowadzą politykę kursową (kraje bałtyckie), oraz kraje realizujące bezpośredni cel inflacyjny (państwa Europy Środkowej, choć Słowacja i Słowenia kontrolują także kształtowanie się kursu walutowego, zob. *Spring ...*, 2004). Węgry stanowią wyjątek i mimo deklarowanej strategii BCI (bezpośredniego celu inflacyjnego), próbowały *de facto* realizować w 2003 r. jednocześnie te dwa cele.

Tabela 1 Procentowa zmiana cen producenta, płac i kosztów pracy w przemyśle w krajach Grupy EU-8 w 2003 r.

| | Płace nominalne | | Płace realne | | Wydajność pracy* | | Jednostkowe koszty płacy (nominalne) | | Jednostkowe koszty płacy (realne) | |
|----------|-----------------|------|--------------|------|------------------|------|--------------------------------------|------|-----------------------------------|-------|
| | 2002 | 2003 | 2002 | 2003 | 2002 | 2003 | 2002 | 2003 | 2002 | 2003 |
| Polska | 4,3 | 3,0 | 3,5 | 0,3 | 7,3 | 12,0 | -2,8 | -8,0 | -3,5 | -10,4 |
| Węgry | 13,2 | 9,4 | 14,4 | 6,7 | 2,1 | 10,3 | 10,9 | -0,8 | 12,1 | -3,3 |
| Czechy | 6,8 | 5,9 | 7,3 | 7,6 | 6,4 | 8,5 | 0,4 | -2,4 | 0,9 | -0,9 |
| Słowacja | 8,1 | 7,3 | 6,1 | 3,8 | 5,6 | 4,8 | 2,4 | 2,4 | 0,4 | -1,0 |
| Słowenia | 9,2 | 7,6 | 3,3 | 4,9 | 1,8 | 3,2 | 7,2 | 4,2 | 1,5 | 1,6 |
| Litwa | 4,8 | 4,4 | 9,2 | 4,7 | -0,3 | 14,5 | 5,2 | -8,8 | 9,5 | -8,6 |
| Łotwa | 15,4 | 8,5 | 14,1 | 5,1 | 0,9 | 5,3 | 14,4 | 3,0 | 13,1 | -0,2 |
| Estonia | 10,8 | 9,8 | 10,1 | 9,6 | 12,2 | 5,8 | -1,3 | 3,8 | -1,9 | 3,6 |

* Produkcja przemysłowa brutto zdeflowana zatrudnieniem w przemyśle.
Źródło: szacunki UNECE.

Wybór realizowanej strategii polityki pieniężnej musi uwzględniać ograniczenie w doborze wykorzystywanych instrumentów. Nie sposób jednocześnie osiągnąć stabilność kursu walutowego i liberalizację obrotów kapitałowych oraz prowadzić niezależną politykę pieniężną, rozumianą jako kontrola przyrostu podaży pieniądza lub sterowanie stopą procentową. Problem ten znany jest pod nazwą „niemożliwego do zaistnienia trójkąta” (zob. wykres 10).

Usztywnienie kursu walutowego oznacza utratę wpływu na sytuację w zakresie popytu wewnętrznego, gdyż rynkowe stopy procentowe (i przyrost agregatów pieniężnych) muszą kształtować się na poziomie niezbędnym do utrzymania kursu w wyznaczonych granicach. Dopasowywanie poziomu stóp procentowych do zmian popytu w gospodarce prowadzi z kolei do zmian dysparytetu stóp procentowych, a następnie przepływów kapitałowych, co stwarza presję na kurs walutowy w warunkach liberalizowanych przepływów kapitałowych (por. Szpunar, 2003).

Wynika z tego, że instrumentem polityki pieniężnej w dłuższym okresie może być albo stopa procentowa, albo kurs walutowy. Brak konsekwencji w realizowaniu tej zasady widoczny jest najwyraźniej na przykładzie Węgier (patrz ramka).

Wnioski

- W całym regionie obserwuje się rosnące tempo wzrostu gospodarczego, wynikające z silnego po-

pytu wewnętrznego (w Polsce i na Słowacji ze wzrostu eksportu).

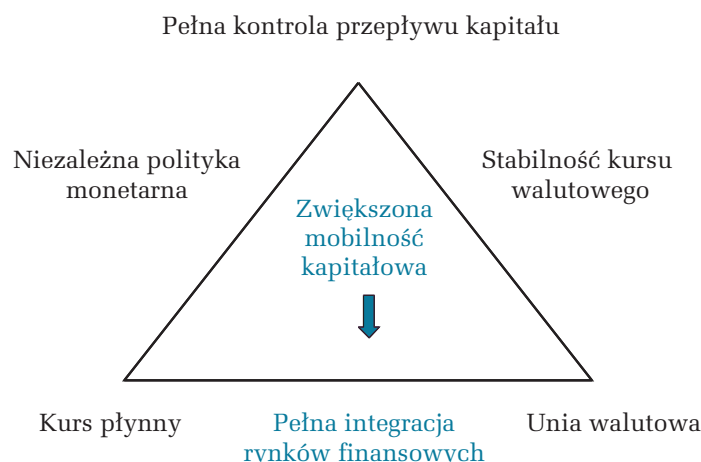
- Pomimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego stopa bezrobocia pozostaje wysoka - w szczególności niekorzystnej sytuacji znajdują się Polska i Słowacja.

- Inflacja w większości krajów jest niska (relatywnie wysoka jest w Słowacji, Słowenii i na Węgrzech).

- Sytuacja makroekonomiczna jest dość zróżnicowana w poszczególnych krajach. Państwa bałtyckie mają ustabilizowaną sytuację fiskalną, jednak szybki wzrost popytu krajowego powoduje powiększanie się deficytu na rachunku obrotów bieżących do niepokojących rozmiarów. W Czechach, Polsce i na Węgrzech problemem jest deficyt budżetowy. Kraje te usiłują wdrożyć programy reformy finansów publicznych, jednak ze względu na trudności polityczne reformy te są opóźniane.

Konsolidacja polityki fiskalnej jest ważna nie tylko z punktu widzenia spełnienia kryteriów z Maastricht, ale także ze względu na fakt, że wstąpienie do Unii Europejskiej przyczyni się do zwiększenia wydatków budżetowych. Nowe kraje członkowskie są, co prawda, „beneficjentami netto” funduszy unijnych, jednak znaczna część płatności zostanie wykorzystana przez sektor prywatny, a państwa otrzymujące transfery, aby je wykorzystać, muszą je uzupełnić własnymi środkami. W krajach EU-8 akcesja przyczyni się zatem do zwiększenia wydatków budżetowych, które w wielu przypadkach są znaczne już teraz (zob. Koptis, Szekely, 2002). Należy także zwrócić uwagę na fakt, że przychody z prywatyzacji, które dotychczas stanowiły główne źró-

Schemat *Niemożliwy do zaistnienia trójkąt*



Polityka monetarna na Węgrzech w 2003 r.

Bank centralny na Węgrzech (NBH) realizował oficjalnie cel inflacyjny, jednak faktycznie prowadzona polityka stóp procentowych była podporządkowana przede wszystkim celowi kursowemu.

Węgry są małą gospodarką otwartą, wobec czego zmiany kursu walutowego silnie wpływają na inflację: w dwuletnim horyzoncie czasowym osłabienie kursu EUR/HUF o 1% spowoduje wzrost CPI o około 0,5%. Efekt ten jest zatem znacznie silniejszy niż w przypadku Polski, gdzie osłabienie kursu EUR/PLN o 1% spowoduje wzrost CPI o około 0,2%¹ (szacunki NBP na podstawie: Jakab, Kovacs (2002) i Fic, Rubaszek (2003)).

Dlatego działania (obrona górnej granicy korytarza wahań kursu w styczniu br., dewaluacja parytetu centralnego w czerwcu br.), nakierowane na osłabienie kursu forinta, przyczyniły się do znacznego wzrostu presji inflacyjnej. Było to sprzeczne z realizacją celu inflacyjnego i stanowiło jedną z przyczyn utraty zaufania rynków finansowych do polityki NBH. Zgodnie z wypowiedziami części analityków, NBH nie zamierzał obniżyć inflacji środkami polityki pieniężnej. Utrata zaufania do polityki pieniężnej, zwłaszcza w warunkach silnego wzrostu popytu spowodowanego poluzowaniem polityki fiskalnej, skutkowało ucieczką kapitału i deprecjacją forinta. Deprecjacja ta była bardzo szybka i znacznie silniejsza niż pierwotnie zamierzona przez NBH. Dlatego, aby zapobiec dalszej ucieczce kapitału i deprecjacji forinta, NBH był zmuszony do drastycznej podwyżki stóp procentowych, która umożliwiła ponowne umocnienie kursu EUR/HUF.

W rezultacie polityka kursowa NBH doprowadziła do sytuacji, w której kurs forinta ponownie utrzymuje się na stosunkowo silnym poziomie dzięki wysokim stopom banku centralnego. Oznacza to, że – gdyby nie próby osłabiania forinta – Węgry miałyby dziś walutę o mniej więcej podobnej wartości zewnętrznej (nie zyskano nic w zakresie poprawy konkurencyjności cenowej gospodarki węgierskiej) oraz o co najmniej kilka punktów procentowych niższe stopy procentowe.

Wydaje się, że po tych negatywnych doświadczeniach obecna polityka NBH uległa przeobrażeniu. Zmiana celu inflacyjnego na 2004 r. – z 3,5% +/-1 pkt proc. na „poniżej” 5,5% – i znaczna rewizja w górę prognozy ponownie wprawdzie osłabiły inflacyjnej wiarygodność NBH, jednak wydają się niezbędne ze względu na konieczność „dopasowania do realiów”. Decyzja o zmianie celu inflacyjnego może być też odczytana jako wyraźny sygnał zmiany charakteru polityki NBH – dążenia do stopniowej dezinflacji jako jedyne go celu finalnego.

NBH zapowiedział, że stopy mogą zostać obniżone tylko w przypadku ustabilizowania się kursu

EUR/HUF na stosunkowo wysokim poziomie 250-260. NBH przyznał jednocześnie, że może podnieść stopy, gdy HUF pozostanie słaby, oraz że ewentualne podwyżki stóp procentowych będą miały na celu osiągnięcie celu inflacyjnego w 2004 r. (inflacji poniżej 5,5%).

Stwierdzenia te można interpretować następująco:

NBH, tak jak w I półroczu br., nadal prowadzi aktywną politykę kursową. Instrumentem wpływania na kurs pozostały stopy procentowe NBH. Można jednak przypuszczać, że nastąpiło zasadnicze przeorientowanie w zakresie celu finalnego: **zrezygnowano z prób poprawy konkurencyjności cenowej gospodarki na rzecz jednoznacznej realizacji celu inflacyjnego. Kurs walutowy stał się zatem rodzajem celu pośredniego polityki pieniężnej. Może to być uzasadnione znacznym wpływem kursu na poziom cen, jednak trudno uznać politykę realizowaną przez NBH za zgodną z zasadami strategii BCI.**

Wiarygodność NBH w realizacji celu inflacyjnego będzie mogła zostać zweryfikowana dopiero po obserwacji reakcji na zmiany kursu (zwłaszcza aprecjacji HUF). Odpowiedzi będą wymagać pytania, czy cel w postaci utrzymywania kursu w pożądanym przez NBH paśmie wahań:

- a) będzie służył realizacji celu inflacyjnego oraz
- b) czy w ogóle będzie spójny z tym celem.

Dotychczas kurs HUF zachowuje się stabilnie, a NBH dokonał ostrożnych obniżek stóp procentowych (z 12% do 11,5%).

dło finansowania deficytu fiskalnego, w najbliższej przyszłości będą się obniżać.

W krajach, gdzie problemy z przebudową finansów publicznych są największe (Czechy, Węgry, Polska, Słowacja), konsolidacja polityki fiskalnej wymaga trudnych reform, które - z wyjątkiem Polski - zostały już rozpoczęte. Szansą na przyspieszenie tych reform jest utrwalenie się wzrostu gospodarczego w tych krajach.

Celem polityki monetarnej w nowych państwach członkowskich stało się przygotowanie do przystąpienia do unii walutowej. Niemniej jednak kraje EU-8 różnią się między sobą szybkością, z jaką planują osiągnąć ten cel. Estonia, Litwa i Słowenia przyjęły mechanizm kursu walutowego ERM II zaraz po przystąpieniu do Unii Europejskiej, co wyznacza datę przyjęcia jednolitej waluty na lata 2006/2007. Dla Polski data ta przekroczy 2007 r., rząd jest zaś ostrożny w okre-

ślanu terminów. Łotwa i Słowacja zamierzają przystąpić do unii walutowej w 2008 r., lecz nie przedstawiły dotychczas szczegółowego planu dostosowań. Czechy i Węgry zamierzają przyjąć wspólną walutę w 2010 r.

Płynna akcesja nowych krajów członkowskich przyczyniła się do zmniejszenia się premii za ryzyko, co pozwoliło Słowacji i Słowenii na obniżenie stóp procentowych w pierwszej połowie 2004 r. Bank centralny Węgier także zredukował stopy procentowe, choć stopy nominalne pozostają wysokie. Niemniej jednak rosnące oczekiwania inflacyjne, wynikające częściowo z wysokich cen energii, mogą spowodować zmiany w polityce monetarnej. Bank Łotwy podniósł stopę refinansową, by powstrzymać oczekiwania inflacyjne wynikające z szybkiego wzrostu gospodarczego. Również w Polsce i Czechach polityka monetarna staje się bardziej restrykcyjna (patrz wykres 9).

Bibliografia

1. *€uro-indicators. First notification of deficit and debt data for 2003*. 16 marca 2004, Eurostat.
2. *Economic distress in Poland*. United Nations Economic Commission for Europe, 2001 No. 1, s. 63-69, New York, Geneva.
3. *Economic Survey of Europe*. United Nations Economic Commission for Europe, 2002 No. 1, s. 63-69, New York, Geneva.
4. *Economic Survey of Europe*. United Nations Economic Commission for Europe, 2003 No. 1, s. 63-69, New York, Geneva.
5. *Economic Survey of Europe*. United Nations Economic Commission for Europe, 2004 No.1, s. 47-89, New York, Geneva.
6. T. Fic, M. Rubaszek (2003): *Analiza wpływu deprecjacji kursu złotego na wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI)*, notatka Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP z 13.03.2003 r.
7. J.A. Frankel (1999): *No single currency regime is right for all countries or at all times*. NBER Working Paper No 7148.

8. Z.M. Jakab, M.A. Kovacs (2002): *Hungary in the NIGEM Model*. NBH WP 2002/3.
9. Z.M. Jakab, M.A. Kovacs (2003): *Explaining the Exchange Rate Pass-Through in Hungary: Simulations with the NIGEM Model*. NBH WP 2003/5.
10. T. Koivu, I. Korhonen (2003): *Fiscal policy issues in the Baltic countries*. "Baltic Economies – Bimonthly Review" 4/2003, Helsinki Bank of Finland Institute for Economies in Transition.
11. G. Koptis, I. Szekely (2002): *Fiscal policy challenges of EU accession for central European accession countries*. Referat zaprezentowany na East-West Conference of the Oesterreichische Nationalbank: "Structural Challenges and the Search for the Adequate Policy Mix in the EU and Central and Eastern Europe". Wien 2002.
12. G.M. Milesi-Ferreti, A. Razin (1996): *Sustainability of Persistent Current Account Deficits*. National Bureau of Economic Research, Working Paper No 5467, Cambridge.
13. *Opinia o programach konwergencji Czech, Polski, Słowacji i Węgier* (2004). Wydział Finansów Publicznych, Departament Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP.
14. M.R. Rosenberg: *Currency Forecasting. A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination*. Chicago, London, Singapore IRWIN Professional Publishing.
15. *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 roku*. Warszawa 2004 Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej.
16. *Spring 2004 Biannual Monetary Policy Co-ordination Report*. Frankfurt 2004 Monetary Policy Committee, European Central Bank.
17. *Spring 2004 Biannual Monetary Policy Co-Ordination Report* (2004). Monetary Policy Committee, European Central Bank.
18. P. Szpunar (2003): *Polityka pieniężna, wybrane zagadnienia*, maszynopis powielony.