

## Streszczenie

W III kwartale 2000 r. sytuacja gospodarcza Polski nieznacznie pogorszyła się w stosunku do poprzednich kwartałów. Poprawiła się nierównowaga zewnętrzna (mierzona saldem obrotów bieżących), a pogorszyła wewnętrzna – wzrosła bowiem zarówno inflacja, jak i stopa bezrobocia.

Szacujemy, że PKB był o 4,2 proc. większy niż przed rokiem, a popyt krajowy o 2,4 proc. Osłabienie dynamiki popytu krajowego umożliwiło zmniejszenie dynamiki importu, co przy znacznym wzroście eksportu poprawiło ujemne saldo rachunku bieżącego (skumulowany deficyt w ujęciu 12-miesięcznym spadł z 8,3 proc. PKB w I kwartale br. do 7,2 proc. w III kwartale).

Do pomyślnych tendencji w polskiej gospodarce zaliczamy stałą poprawę efektywności gospodarowania, wyrażającą się utrzymującym się od II połowy 1999 r. dwucyfrowym wzrostem wydajności pracy w przemyśle oraz obniżeniem jednostkowych kosztów pracy.

Najbardziej niepokojącymi tendencjami w III kwartale, podobnie jak w poprzednim, było wysokie bezrobocie oraz ponowny wzrost inflacji. Uważamy, że wyczerpały się już podażowe impulsy wzrostu inflacji, a restrykcyjna polityka gospodarcza może w krótkim okresie doprowadzić do jej znacznego spadku. Przewidujemy osiągnięcie celu inflacyjnego NBP na 2001 r. – 6–8 proc. – już marcu przyszłego roku, a pod koniec 2001 r. inflację poniżej 6 proc. Prognozujemy średni wzrost cen w 2001 r. na 7,3 proc., a w 2002 r. na 5,8 proc.

Przewidujemy utrzymanie stosunkowo wysokiej stopy wzrostu PKB. W latach 2000–2002 może wzrosnąć odpowiednio o 4,8, 5,5 i 5,8 proc. Wzrost ten jest możliwy pomimo restrykcyjnej polityki gospodarczej, osłabiającej dynamikę popytu krajowego – spodziewamy się bowiem utrzymania wysokiej dynamiki eksportu.

Pomimo prognozowanej, stosunkowo wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego sądzimy, że nie uda się w najbliższych dwóch latach znacząco zmniejszyć stopy bezrobocia zarejestrowanego. Jej stabilizacja na poziomie około 14 proc. wynikać będzie zarówno ze zwiększonego napływu na rynek pracy, jak i z ograniczeń popytu, związanych przede wszystkim z restrukturyzacją przemysłu oraz usług nierynkowych.

W latach 2001–2002 przewidujemy osłabienie tendencji aprecjacji złotego oraz poprawę deficytu na rachunku bieżącym do 5,8 i 5,2 proc. PKB. Spodziewamy się, że napływ do Polski kapitału zagranicznego pozwoli z nadwyżką skompensować ujemne saldo na rachunku bieżącym i może powiększyć oficjalne aktywa walutowe.

### Od redaktora

*Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych Fundacja Naukowa ma zaszczyt przekazać Państwu kolejny numer kwartalnika „Polska Gospodarka – Tendencje, Oceny, Prognozy” PG TOP przygotowany przez zespół ekonomistów CASE.*

*W opracowaniu analizujemy sytuację oraz tendencje obserwowane w gospodarce Polski w III kwartale 2000 r. Omawiamy podstawowe zagrożenia dla krótko- i średniookresowego rozwoju gospodarczego, przedstawiamy po raz pierwszy naszą prognozę makroekonomiczną na 2002 r.*

*Nasze analizy, szacunki oraz prognozy opracowano wykorzystując oficjalne dane statystyczne oraz inne informacje dostępne do końca października br. Wszelkie różnice w szacunkach w porównaniu z poprzednimi numerami kwartalnika wynikają ze zmian oficjalnych statystyk.*

*Przypominamy, że kwartalnik dostępny jest zarówno w formie drukowanej, jak i w formie elektronicznej (w formacie PDF), w dwóch wersjach językowych: polskiej oraz angielskiej.*

*Wszelkie informacje na temat subskrypcji kwartalnika można uzyskać w spółce CASE Doradcy (Anna Grom – e-mail: [pgtop@case.com.pl](mailto:pgtop@case.com.pl)) lub na stronie internetowej CASE-Doradcy ([www.case-doradcy.com.pl](http://www.case-doradcy.com.pl)).*

**Redakcja Kwartalnika**

**Redaktor**

**Mirosław Gronicki**

**Sekretarz Kwartalnika**

**Łukasz Rawdanowicz**

**Praca zbiorowa pod redakcją**

**Mirosława Gronickiego**

**Współautorzy**

**Rafał Antczak** – polityka monetarna oraz kursowa

**Piotr Bujak** – analiza statystyczna

**Mariusz Jarmużek** – analiza statystyczna

i ekonometryczna, ceny oraz stopy procentowe

**Artur Radziwiłł** – finanse publiczne

**Łukasz Rawdanowicz** – tendencje w gospodarce

światowej, handel zagraniczny, bilans płatniczy

oraz wskaźnik kryzysu walutowego

**Mateusz Walewski** – rynek pracy

**Przemysław Woźniak** – inflacja bazowa

**Sponsorzy**

Bank Polska Kasa Opieki SA

Projekt graficzny, DTP, korekta, druk

**CeDeWu – Centrum Doradztwa**

**i Wydawnictw**

**CeDeWu Graphic Design (ANB Studio),**

Agnieszka Natalia Bury

**Wydawca**



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych

Fundacja Naukowa

ul. Sienkiewicza 12, 00-944 Warszawa

tel. (4822) 622 66 27, 828 61 33, fax (4822) 828 60 69

e-mail: case@case.com.pl, www: case.com.pl

ISSN 1507-3149

**Dystrybutor PG TOP**

CASE – Doradcy Sp. z o.o.

ul. Sienkiewicza 12, 00-944 Warszawa

tel./fax (48 22) 525 41 12

e-mail: doradcy@case.com.pl

# Spis treści

---

<b>Ocena sytuacji gospodarczej w III kwartale 2000 r.</b>	2
---	---

---

<b>Uwarunkowania rozwoju gospodarczego Polski</b>	5
---	---

Tendencje w gospodarce światowej w latach 2000–2002	5
---	---

Założenia prognozy – uwarunkowania krajowe	11
--	----

---

<b>Analiza sytuacji gospodarczej oraz prognoza na lata 2000–2002</b>	13
--	----

Popyt krajowy	13
---------------	----

Wartość dodana	18
----------------	----

Rynek pracy	22
-------------	----

Inflacja	26
----------	----

Kurs walutowy	28
---------------	----

Inflacja bazowa	29
-----------------	----

Handel zagraniczny	33
--------------------	----

Bilans płatniczy	34
------------------	----

Finanse publiczne	37
-------------------	----

Polityka pieniężna	40
--------------------	----

---

**Stanisław Gomułka**

**Prognoza. Perspektywa spowolnienia?**

<b>Jak silnego? Jakie powody, koszty i korzyści?</b>	44
--	----

---

<b>Wskaźniki wczesnego ostrzeżenia przed kryzysami</b>	48
--	----

---

<b>Zagrożenia i rekomendacje dla polityki gospodarczej</b>	49
--	----

---

<b>Załączniki</b>	50
-------------------	----

---

Wszelkie prawa zastrzeżone. Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu i postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Redakcja kwartalnika dokłada wszelkich starań, aby zamieszczone dane były wiarygodne, jednakże nie gwarantuje ich kompletności i dokładności.

# Ocena sytuacji gospodarczej w III kwartale 2000 r.

Sytuacja gospodarcza Polski w III kwartale 2000 r. była nieznacznie gorsza niż w poprzednim kwartale. Przy względnej poprawie salda na rachunku bieżącym, pogorszyła się równowaga wewnętrzna wyrażająca się m.in.:

- wzrostem stopy bezrobocia zarejestrowanego (14,0 proc. pod koniec września br.),
- wzrostem inflacji, mierzonej indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych z 10,0 proc. w II kwartale br. do 10,8 proc. w III kwartale,
- spadkiem przeciętnej płacy realnej i przeciętnych realnych świadczeń społecznych,
- niską, ogólną skłonnością do oszczędzania gospodarstw domowych,
- wysokim poziomem nominalnych oraz realnych stóp procentowych,
- obniżeniem dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu,
- spadkiem produkcji budowlano-montażowej.

Wśród pomyślnych tendencji wyróżniamy przede wszystkim:

- wysoką dynamikę eksportu do krajów Unii Europejskiej (UE) oraz na rynki Wspólnoty Niezależnych Państw (WNP),
- względną stabilizację na rachunku bieżącym,
- duży wzrost wydajności pracy w przemyśle (ponad 12 proc.) oraz obniżkę jednostkowych kosztów pracy,
- mniejszy niż przed rokiem deficyt w skonsolidowanym budżecie.

## **Zwiększenie stopnia restrykcyjności polityki gospodarczej**

Po znacznym wzroście inflacji w lipcu br. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) podniosła 30 sierpnia podstawowe stopy procentowe. Przy znacznym osłabieniu popytu krajowego oraz podobnej jak w poprzednim kwartale polityce budżetowej oznacza to dalsze zaostrzenie polityki gospodarczej. Podniesienie stóp procentowych, wg RPP, miało na celu ograniczenie oczekiwań inflacyjnych, przy założeniu pojawienia się drugofalowych impulsów inflacyjnych wywołanych szybkim wzrostem cen żywności oraz paliw.

Zaostrzenie polityki pieniężnej oznacza jednocześnie zachwianie równowagi pomiędzy polityką budżetową (postrzeganą obecnie jako umiarkowanie restrykcyjną), a nadmiernie restrykcyjną polityką pieniężną.

## **Oslabienie dynamiki popytu krajowego**

Podobnie jak w poprzednich trzech kwartałach wyraźnie uległo obniżeniu tempo wzrostu popytu krajowego. Oceniamy, że o ile PKB wzrósł o 4,2 proc. w III kwartale, w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r., to popyt krajowy powiększył się zaledwie o 2,4 proc. Należy w tym miejscu podkreślić, że nasza ocena popytu bazuje na niepełnych informacjach o obrotach w handlu zagranicznym. W przypadku, gdyby saldo handlu zagranicznego poprawiło się bardziej niż szacujemy obecnie, wówczas dynamika popytu krajowego może być jeszcze mniejsza.

Jednocześnie jest to już czwarty z rzędu kwartał, w którym dynamika popytu krajowego była niższa od wzrostu PKB. Zwolnienie dynamiki popytu krajowego to przede wszystkim skutek, wspomnianego wyżej, zacieśnienia polityki gospodarczej oraz znacznego osłabienia dynamiki realnych dochodów. Uważamy, że spójna, restrykcyjna polityka gospodarcza jest niezbędna dla dalszego zmniejszania nierównowagi zewnętrznej, wyrażającej się wysokim deficytem na rachunku bieżącym w bilansie płatniczym.

## **Produkcja przemysłowa i budowlana**

Oslabienie popytu krajowego było głównym czynnikiem zmniejszającym tempo wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu. Obniżyło się ono z 9,6 proc. w II kwartale br. do 6,6 proc. Nadal obserwowane są pozytywne tendencje w podstawowych parametrach efektywnościowych gospodarki. Rośnie wydajność pracy (o ponad 12 proc.) i maleją jednostkowe koszty pracy. Ponadto, na skutek słabego euro, niższe są koszty importu z krajów UE. Z drugiej jednak strony, słaba waluta europejska w połączeniu z wysokimi cenami ropy naftowej wpływają na pogorszenie rentowności polskich eksporterów. Uważamy, że obecnie silniejsza jest pierwsza tendencja, co pozwala na poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Słaby popyt inwestycyjny, wzrost kosztów w budownictwie (do III kwartału br. dynamika cen produkcji budowlano-montażowej była wyższa niż cen produkcji sprzedanej w przemyśle przetwórczym) oraz restrykcyjna polityka pieniężna wpłynęły na spadek produkcji w budownictwie. Według GUS w III kwartale produkcja w „dużych firmach budowlanych” obniżyła się o 3,0 proc. w porównaniu z III kwartałem ub.r.

## **Wzrost inflacji**

W III kwartale br. ponownie zwiększyła się presja inflacyjna. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych wzrósł o 10,8 proc. w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r., a indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu – o 8,5 proc.

Przyczyny wzrostu cen na początku kwartału leżą głównie po stronie podażowej: spadła podaż zbóż i przetworów, wzrosły ceny paliw na rynkach światowych oraz kontynuowane były podwyżki cen energii elektrycznej. Czynniki popytowe takie jak podaż pieniądza, kredyty konsumpcyjne oraz płace pozostawały pod kontrolą.

## **Kurs złotego**

Podobnie jak w dwóch poprzednich kwartałach złoty był relatywnie mocny. Nominalną deprecjację oceniamy na około 2 proc. Natomiast wg JP Morgan realny efektywny kurs walutowy był we wrześniu o blisko 8 proc. większy niż w maju br. W dużej mierze wynika to ze znacznej nominalnej deprecjacji euro względem dolara (o ponad 5 proc. od końca maja to końca września) oraz wysokiego udziału handlu ze strefą euro w ogólnych obrotach polskiego handlu zagranicznego.

Jednocześnie znaczna była amplituda wahań kursu związana przede wszystkim z bardzo niskimi, pomimo upłynienia kursu, obrotami na rynku międzybankowym.

## **Popyt i podaż pieniądza**

W 2000 r. NBP skutecznie powiększył instrumentarium polityki pieniężnej (konto sterylizacyjne, konwersja papierów Skarbu Państwa), co wraz z restrykcyjną polityką pieniężną, realizacją deficytu budżetowego oraz brakiem znaczących napływów kapitału krótko- i długoterminowego w III kwartale spowodowało spadek podaży pieniądza rezerwowego o 3,2 proc. w stosunku do końca 1999 r.

Zmniejszanie podaży pieniądza rezerwowego przy stabilnym mnożniku pieniężnym dało efekt w postaci około 14-proc. rocznego wzrostu podaży pieniądza M2 w III kwartale (i 6,7 proc. od początku br.). Wobec zmniejszającego się zadłużenia netto budżetu (również w wyniku sprzedaży zobowiązań Skarbu Państwa z portfela NBP) głównym komponentem wzrostu podaży pieniądza M2 był kredyt netto dla sektora prywatnego.

## **Poprawa w handlu zagranicznym oraz na rachunku bieżącym**

Utrzymuje się poprawa w polskim eksporcie zapoczątkowana w końcu ub.r. Według wstępnych danych eksport w ujęciu płatniczym w III kwartale wyniósł 7,2 mld USD, a więc więcej niż w poprzednim kwartale, jak i w III kwartale 1999 r. Roczne tempo wzrostu wolumenu eksportu, wg naszych szacunków, obniżyło się nieznacznie do ok. 18,1 proc. w porównaniu do poprzedniego kwartału. W III kwartale nastąpiło dalsze spowolnienie importu na skutek ograniczenia popytu krajowego.



W konsekwencji poprawy eksportu i osłabienia dynamiki importu nastąpiła względna stabilizacja deficytu handlowego, jak i deficytu na rachunku bieżącym, który wg wstępnych danych wyniósł 2,3 mld USD. Poprawa salda wynikała także z przeniesienia spłaty odsetek od długu Polski z września na październik.

## **Wzrost bezrobocia**

Nadal spada popyt na pracę. W III kwartale, wg szacunków GUS, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmalało o 2,2 proc., w tym w przemyśle o około 5,5 proc. Pomimo sezonowego wzrostu popytu na pracę w sektorze usług, stopa bezrobocia wzrosła znacznie z 13,6 proc. pod koniec czerwca do 14,0 proc. pod koniec września 2000 r. Dla porównania przed rokiem stopa bezrobocia wynosiła 12,1 proc. Oczekujemy, że podobnie kształtować się będzie stopa bezrobocia wg BAEL (badania aktywności ekonomicznej ludności). W II kwartale osiągnęła ona 16,3 proc., a szacujemy, że w III kwartale zawierała się w przedziale 16,1–16,4 proc.

## **Spadek dynamiki dochodów realnych gospodarstw domowych**

Przeciętne płace realne w sektorze przedsiębiorstw po raz pierwszy od IV kwartału 1993 r. spadły o 0,5 proc. (w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.). Oznacza to również, że zmniejszył się realny fundusz wynagrodzeń zatrudnionych w tym sektorze (dotyczy to ponad 5,1 mln osób, tj. ponad 31 proc. pracujących w całej gospodarce).

Dodatkowo o ponad 5 proc. zmniejszyły się realne świadczenia społeczne (przeciętne emerytury i renty).

Nadal niska była skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych w porównaniu z 1999 r. Niskie oszczędności nie pozwoliły zrekompensować słabego wzrostu dochodów realnych i w rezultacie zmniejszyło się spożycie indywidualne.

## **Zmniejszenie deficytu skonsolidowanego budżetu**

Podobnie jak poprzedni kwartał, III kwartał br. był raczej pomyślny dla budżetu. Wyższa niż przewidywano inflacja umożliwiła relatywne zwiększenie dochodów podatkowych. Ponadto poprawiła się sytuacja płatnicza ZUS. Wyższe przychody ZUS były możliwe dzięki lepszej ściągalności składek oraz większemu wzrostowi gospodarczemu, a ustalenie stosunkowo niskiego nominalnego wzrostu świadczeń społecznych pozwoliło na ograniczenie wzrostu wydatków. Po III kwartale wynik budżetu centralnego wyniósł 90,8 proc. zaplanowanego poziomu na 2000 r.

Reasumując, w III kwartale nastąpiło przesunięcie negatywnych tendencji z nierównowagi zewnętrznej na nierównowagę wewnętrzną. Nastąpiła względna stabilizacja na rachunku bieżącym (choć nadal na wysokim poziomie), dzięki silnemu impulsowi eksportowemu i niskiej dynamice importu. Wzrosło jednak znacznie bezrobocie, spadła dynamika produkcji przemysłowej i produkcja budowlano-montażowa, a także wzrosła inflacja.

# Uwarunkowania rozwoju gospodarczego Polski

W naszej prognozie nie zmieniliśmy założeń odnośnie sytuacji wewnętrznej w porównaniu do ostatniego numeru PG TOP (3/2000). Natomiast z uwagi na pierwsze oznaki osłabienia koniunktury w USA oraz poprawy sytuacji gospodarczej w Rosji i innych krajach WNP znacznie zmieniliśmy założenia dotyczące gospodarki światowej. W tym numerze po raz pierwszy przedstawiamy prognozę także na 2002 r.

## Tendencje w gospodarce światowej, 2000–2002<sup>1)</sup>

- Wolniejszy światowy wzrost gospodarczy
- Wysokie ceny ropy naftowej zagrożeniem wzrostu gospodarczego i stabilności cen
- Euro silnie traci na wartości

Sytuacja gospodarcza w świecie w dalszym ciągu jest stabilna, ale pojawia się coraz więcej zagrożeń. Według konsensusu prognoz w przyszłym roku przewiduje się wolniejszą dynamikę światowego wzrostu gospodarczego. USA pozostanie główną siłą napędową, ale tempo wzrostu w tym kraju będzie niższe niż w 2000 r. Strefa euro w 2001 r. w optymistycznym scenariuszu utrzyma tempo wzrostu na obecnym poziomie, ale istnieją przesłanki, że

może nie zostanie ono utrzymane. Gospodarka japońska nabiera rozpędu, a „gospodarki wschodzące” w Azji będą rosły wolniej niż w 2000 r.

Spowolnienie tempa światowego wzrostu gospodarczego w 2001 r., a także wzrostu produkcji przemysłowej, wpłynie na osłabienie dynamiki wolumenu importu. Największe będzie obserwowane w azjatyckich „gospodarkach wschodzących”, a znacznie mniejsze w krajach rozwiniętych gospodarczo.

Obecnie największe zagrożenie dla rozwoju gospodarki światowej stanowią wysokie ceny ropy naftowej. W przypadku, gdy utrzymają się one na obecnym, wysokim poziomie (ponad 30 USD za baryłkę), to tempo wzrostu gospodarczego może zwolnić na skutek osłabienia zaufania konsumentów oraz niższych zysków przedsiębiorstw. Wysokie ceny ropy naftowej będą oddziaływać także proinflacyjnie. Jeśli nastąpią podwyżki stóp procentowych na skutek zagrożenia inflacją, to wpłynie to dodatkowo na osłabienie tempa wzrostu gospodarczego.

## Wzrost gospodarczy

Przed omówieniem poszczególnych wydarzeń gospodarczych w danych regionach i krajach, chcielibyśmy zwrócić uwagę na problem porównywalności tempa wzrostu

<sup>1)</sup> Prognozy ekonomiczne podane w niniejszym rozdziale stanowią zgodną opinię wiodących ośrodków zajmujących się prognozowaniem, np. IMF, OECD, DIW, prywatne banki inwestycyjne, itp.

PKB dla różnych krajów. Za Deutsche Bundesbank (*Monthly Report*, sierpień 2000) oraz JP Morgan (*World Financial Markets*, październik 2000) poruszamy problem wprowadzenia metody wyceny „*hedonic pricing*” w rachunkach narodowych. Metoda ta pozwala na uwzględnianie zmiany w jakości dóbr. Jeśli np. cena komputera nie zmieniła się w ciągu roku, ale jego parametry tak (lepszy procesor, większy dysk twardy, etc.), to w tradycyjnych rachunkach narodowych nie zmieni się wolumen produkcji. Natomiast w systemie *hedonic pricing* poprawa w jakości komputera będzie wyrażona w zwiększonym wolumenie i zmniejszonej cenie. W związku z wprowadzeniem tej metody w USA, ceny dóbr z zakresu technologii komputerowych i telekomunikacyjnych były bardziej deflowane niż w krajach, które stosowały tradycyjne metody, np. w Niemczech. W konsekwencji wzrost wolumenu tak analizowanych dóbr oraz ich kontrybucja do ogólnego wzrostu gospodarczego była większa.

Efekt *hedonic pricing* w USA jest do pewnego stopnia łagodzony przez stosowanie zmiennej bazy w rachunkach narodowych. W każdym roku zmiany w wolumenach i cenach odnoszone są do bazy roku poprzedniego (w UE stosuje się stały rok bazowy). Przy dynamicznie zmieniających się warunkach na rynku zastosowanie *hedonic pricing* i stałej bazy zaowocowałoby jeszcze wyższymi realnymi wzrostami PKB (JP Morgan, str. 14).

Ponadto w USA wprowadzono zmiany w definicji inwestycji, m.in. zakup oprogramowania komputerowego traktuje się jako inwestycje, a nie wydatek (w rachunkach narodowych kategoria wchodząca w skład zużycia pośredniego). To oczywiście prowadzi także do większego wzrostu, biorąc pod uwagę znaczne wydatki amerykańskich firm na ten cel. Podobne zmiany są planowane w Japonii. Doszacowanie inwestycji w dobra z zakresu technologii komputerowych i telekomunikacyjnych za lata 1997 i 1998 spowoduje wyższe wzrosty – 1,9-proc. spadek z 1998 r. może zmniejszyć się do 0,7 proc. (*The Economist*, 21–27 październik).

JP Morgan szacuje, iż wprowadzenie wyżej wymienionych norm w rachunkach narodowych USA mogło doprowadzić do zawyżenia tempa wzrostu gospodarczego o 0,75 pkt. proc.

#### USA

Wstępne dane o PKB w USA wskazują na znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego w III kwartale. Roczne tempo wzrostu spadło z 5,6 proc. w II kwartale do 2,7 proc. Słaba konsumpcja rządowa oraz niższe inwestycje w budownictwo mieszkaniowe były głównymi czynnikami hamującymi wzrost. Zaskakujące jest to, iż konsumpcja indywidualna wzrosła w porównaniu z II kwartałem (z 3,1 proc. do 4,5 proc.). Świadczy to, iż wysokie ceny ropy naftowej i mniejsze dochody z tytułu akcji giełdowych nie zdą-

**Tabela 1. PKB w wybranych krajach, 1997–2002 (zmiana w proc.)**

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000p	2001p	2002p
<b>Świat</b>	4,1	2,6	3,4	4,7	3,9	3,5
<b>OECD</b>	3,4	2,7	3,0	3,9	3,1	3,0
USA	4,4	4,4	4,2	5,3	3,3	2,7
Kanada	4,4	3,3	4,5	4,8	3,5	2,5
Japonia	1,6	-2,5	0,2	2,0	2,3	2,5
<b>Unia Europejska</b>	2,6	2,7	2,4	3,4	3,3	3,4
Niemcy	1,4	2,1	1,6	3,0	3,3	3,5
Francja	2,0	3,2	2,9	3,4	3,7	4,0
Włochy	1,8	1,5	1,4	2,7	3,0	3,3
Wielka Brytania	3,5	2,6	2,1	3,1	2,8	2,3
Rosja	0,9	-4,9	3,2	7,2	6,0	5,0
Chiny	8,8	7,8	7,1	8,0	7,0	7,0

Źródło: MFW; prognozy symulacyjne na podstawie modelu MC Fair'a opracowanego w Yale University.

Uwaga: p – prognoza.

żyły jeszcze osłabić zaufania konsumentów. Jednakże, wzrost konsumpcji był możliwy jedynie dzięki powiększeniu się ujemnych oszczędności. Utrzymuje się silny popyt na pracę i powszechnie stosowane są podwyżki płac. Średnia stopa bezrobocia w III kwartale utrzymała się na identycznym poziomie 4 proc., jak w poprzednim okresie, ale we wrześniu spadła do 3,9 proc.

Przyszłoroczne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego będzie głównie zależało od stopnia zwiększenia restrykcyjności polityki monetarnej, a także wpływu ostatniego spadku cen akcji i wysokich cen ropy naftowej na zyski przedsiębiorstw oraz zachowanie konsumentów.

### Unia Europejska

Przewiduje się, iż w II połowie 2000 r. tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie nieznacznie wolniejsze niż w I połowie. Odpowiedzialne za to są dużej mierze wysokie ceny ropy naftowej. Jednakże tempo wzrostu gospodarczego powinno ponownie przyspieszyć począwszy od II kwartału 2001 r. w związku ze spodziewanym poluznieniem polityki fiskalnej, konkurencyjną walutą oraz tworzonymi nowymi miejscami pracy. Pomimo słabego euro nadwyżka w bilansie handlowym obniżyła się. Wynika to ze znacznego wzrostu płatności importowych na skutek deprecjacji euro i rosnących cen ropy naftowej. Sytuacja na rynku pracy pozostaje korzystna. Stopa bezrobocia utrzymywała się na poziomie 9 proc. w lipcu i sierpniu (najniższy poziom od wielu lat).

Oczekuje się, iż tempo wzrostu gospodarczego w Niemczech, podążając za ogólnym trendem w strefie euro i spowolni w III kwartale. Wskaźnik zaufania producentów Ifo daje niepokojące sygnały. Wartość ogólna wskaźnika spadła z poziomu 99,1 w lipcu do 98,0 we wrześniu, oznaczając zarówno pogorszenie w koniunkturze i klimacie bieżącym, jak i oczekiwaniach na przyszłość. Jednakże należy podkreślić, iż wrześniowemu poziomowi wskaźnika odpowiada nadal wzrost produkcji sprzedanej przemysłu o 4,0 proc. Oczekuje się ponadto, iż wprowadzenie nowego systemu podatkowego przyniesie przyspieszenie wzrostu gospodarczego w przyszłym roku. Reforma podatkowa spowoduje bowiem obniżenie obciążeń podatkowych o około 2,0 proc. PKB.

We Francji utrzymuje się nadal korzystna koniunktura gospodarcza. Tempo wzrostu gospodarczego jest zadowalające, spada bezrobocie, a ceny pozostają na stabilnym poziomie. Francja podąża także za europejskim trendem poluznienia polityki fiskalnej. Z nowego systemu fiskalnego, wprowadz

zanego w latach 2001–2003, najczęściej skorzystają gospodarstwa domowe. Może przyczynić się to do zwiększenia konsumpcji indywidualnej. Ciekawe jest to, iż zmiany wprowadzane są w sytuacji, gdy występuje deficyt budżetowy.

Włochy pozostają najwolniej rozwijającym się krajem strefy euro, chociaż sytuacja ekonomiczna w I połowie 2000 r. była zadowalająca. Pomimo to należy oczekiwać, iż różnica w tempach wzrostu w porównaniu do średniej w strefie euro szybko się zmniejszy.

W Wielkiej Brytanii tempo wzrostu PKB w III kwartale spowolniło – wg wstępnych danych wyniosło 0,7 proc. (w stosunku do poprzedniego kwartału) w porównaniu z 0,9 proc. w II kwartale. Sektor usług także wykazuje osłabienie dynamiki. Natomiast popyt na pracę pozostaje silny. Stopa bezrobocia spadła do 5,3 proc. w sierpniu. W przeciwieństwie do pozostałych krajów UE wysokie ceny ropy naftowej są korzystne dla Wielkiej Brytanii, gdyż jest ona eksporterem netto tego surowca.

### WNP

Sytuacja ekonomiczna w Rosji w dalszym ciągu poprawia się. Tempo wzrostu PKB w I połowie 2000 r. wyniosło 7,5 proc. w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. Pozytywnym sygnałem jest wzrost nakładów brutto na środki trwałe – 17 proc. w okresie styczeń–czerwiec. Szybszy wzrost gospodarczy przyczynił się także do powiększenia realnych dochodów do dyspozycji, które w ciągu pierwszych siedmiu miesięcy br. wzrosły o prawie 9 proc. Wysokie ceny ropy naftowej są bez wątpienia korzystne dla gospodarki rosyjskiej. W konsekwencji nadwyżka handlowa w I półroczu wyniosła 29 mld USD (większa część eksportu Rosji to ropa naftowa).

Uchwalono już budżet Rosji na 2001 r., który zakłada zbilansowanie wydatków i dochodów. Pomimo to oczekuje się, iż wpływ przyszłorocznego budżetu na gospodarkę będzie pro wzrostowy. W dalszym ciągu utrzymujemy opinię, iż perspektywy rozwoju gospodarczego Rosji zależą od szybkiego i skutecznego wprowadzenia reform. Restrukturyzacja długu będzie także nie bez znaczenia. Jak dotąd Rosja osiągnęła porozumienie tylko z Klubem Londyńskim. Nie ma natomiast postępów w rozmowach z Klubem Paryskim.

### CEFTA

Gospodarka węgierska w dalszym ciągu korzysta z silnego popytu zewnętrznego ze strony UE. Dzięki mocnemu impulsowi eksportowemu PKB wzrósł w I połowie br. o 5,9



proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Przewiduje się, iż sytuacja taka utrzyma się do końca roku i tempo wzrostu za cały rok może być bliskie 6 proc. Wysokie ceny żywności (efekt tegorocznej suszy) i energii spowodowały wzrost inflacji w III kwartale (z 9,1 proc. w czerwcu do 10,3 we wrześniu). Przewiduje się, iż presja inflacyjna osłabnie oraz że dobra koniunktura utrzyma się także w 2001 r.

Koniunktura w Czechach wciąż się poprawia, chociaż tempo wzrostu PKB w II kwartale spadło do 1,9 proc. po 4,9-proc. wzroście w I kwartale. Silny impuls eksportowy z I kwartału znacznie osłabił. Jednocześnie wzrosła dynamika importu. Bezrobocie pomalą spada, ale nadal pozostaje na wysokim poziomie. Zagrożeniem dla oczekiwanego w przyszłym roku przyspieszenia wzrostu gospodarczego jest zbyt luźna polityka budżetowa. Nadmierne pobudzanie wzrostu przez rząd może doprowadzić do przegrzania koniunktury, wzrostu presji inflacyjnej, a w konsekwencji wyższych stóp procentowych i obniżenia długookresowej ścieżki wzrostu gospodarczego.

#### **Azja**

Kraje azjatyckie na ogół osiągają pozytywne wyniki ekonomiczne. W związku ze spowalniającym tempem popytu zewnętrznego (głównie w USA i UE) dynamiczne tempo wzrostu z ostatnich kwartałów zmaleje. Kontrybucja eksportu netto do wzrostu gospodarczego maleje na korzyść konsumpcji indywidualnej. Jednocześnie pomimo ostatniego okresu prosperity nie wszystkie problemy strukturalne w sektorze przedsiębiorstw i sektorze finansowym zostały rozwiązane do końca.

W ciągu trzech kwartałów 2000 r. Chiny odnotowały znaczne tempo wzrostu gospodarczego – o 8,2 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Konsumpcja rządowa wspomagała wzrost, podczas gdy słabł impuls eksportowy. W dalszym ciągu niskie wydatki konsumentów w Chinach są powodem do niepokoju. Pomimo to większość międzynarodowych organizacji jest bardziej optymistyczna, co do możliwości rozwoju gospodarki w tym i przyszłym roku.

W II kwartale br. PKB w Japonii wzrosło o 1 proc. zarówno w porównaniu do analogicznego okresu ub.r., jak i poprzedniego kwartału. Był to efekt fiskalnego pakietu rządowego wprowadzonego na początku roku. Kolejny zastrzyk fiskalny, którego efekty będą widoczne w ciągu najbliższych 6 miesięcy, został zatwierdzony ostatnio. W związku z rosnącymi dochodami, zatrudnieniem oraz zaufaniem

konsumentów wzrasta tempo konsumpcji indywidualnej. W konsekwencji szybsze tempo rozwoju gospodarczego jest oczekiwane w II połowie br. i roku następnym.

#### **Ameryka Łacińska**

Sytuacja ekonomiczna w regionie pozostaje zadowalająca, ale tempo wzrostu znacznie się różni pomiędzy poszczególnymi krajami. Największe gospodarki regionu cieszą się szybkim tempem wzrostu. Duża sprzedaż na rynku krajowym i silny popyt zagraniczny wpłynęły na poprawę gospodarczą w Brazylii i Meksyku. Sytuacja w Argentynie, Kolumbii i Peru nie jest tak pozytywna. Wenezuela zyskała ostatnio na podwyżce cen ropy naftowej, jednakże po wydaniu pozyskanych środków, perspektywy kraju budzą niepokój.

#### **Ceny ropy naftowej**

Ceny ropy na światowych rynkach w III kwartale nadal wzrastały wahając się w przedziale 28–36 USD za baryłkę. Było to głównie konsekwencją spadku rezerw ropy w USA, na które przypada ok. 20 proc. zapotrzebowania na ten surowiec. To, wraz ze spadkiem światowych zapasów oraz nieadekwatnym do popytu zwiększaniem przez państwa OPEC wydobycia, doprowadziło do wzrostu ceny ropy do poziomu 36 USD. Nie pomogło zatem ani zwiększenie przez Arabię Saudyjską wydobycia między lipcem a sierpniem o 500 tys. baryłek, ani zwiększenie produkcji tego surowca przez państwa kartelu o 800 tys. baryłek we wrześniu. Wynikało to z tego, iż kraje OPEC produkowały już we wrześniu o ok. 750 tys. baryłek ponad oficjalne deklaracje. Decyzja z Wiednia była tylko formalnym usankcjonowaniem podjętych wcześniej działań. Dopiero interwencja USA, które zdecydowały się sprzedać 30 mln ton tego surowca spowodowała pewne uspokojenie rynku. Należy dodać, że w III kwartale państwa OPEC nie korzystały z wcześniej przyjętego przez siebie mechanizmu przewidującego zwiększenie wydobycia w sytuacji, gdy średnia cena koszyka ropy przez kolejne 20 dni przekroczy przedział 22–28 USD.

Oczekujemy, że zgodnie ze spodziewanym osłabieniem wzrostu gospodarczego w przyszłym roku, przy jednoczesnym wzroście podaży ropy naftowej, doprowadzić może to do spadku cen poniżej 28 USD za baryłkę w 2001 r. Jeśli są prawdziwe deklaracje stosowania przez OPEC mechanizmu interwencyjnego w przypadku przestrzelenia przedziału 22–28 USD, to wówczas już w IV kwartale br. ceny tego

**Tabela 2. Deflator PKB w wybranych krajach, 1997–2002 (zmiana w proc.)**

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000p	2001p	2002p
<b>OECD</b>	1,7	1,4	1,0	1,2	1,6	1,7
USA	1,9	1,3	1,5	2,2	2,5	2,8
Kanada	1,0	-0,6	1,6	3,2	2,1	2,3
Japonia	0,3	0,3	-0,9	-1,8	-0,5	0,1
<b>Unia Europejska</b>	1,9	2,0	1,5	1,4	1,7	1,4
Niemcy	0,8	1,1	0,9	0,8	1,4	1,0
Francja	1,4	0,9	0,3	0,6	1,0	1,0
Włochy	2,4	2,7	1,5	1,7	2,0	1,4
Wielka Brytania	2,9	3,0	2,5	2,2	2,5	2,1

Źródło: MFW; prognozy symulacyjne na podstawie modelu MC Fair'a opracowanego w Yale University.  
Uwaga: p – prognoza.

**Tabela 3. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych w wybranych krajach, 1997–2002 (zmiana w proc.)**

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000p	2001p	2002p
<b>OECD</b>	2,0	1,1	1,4	2,0	1,7	1,8
USA	2,3	1,6	2,2	3,4	2,4	2,8
Kanada	1,4	1,0	1,7	2,6	2,1	2,0
Japonia	1,7	0,6	-0,3	-0,6	-0,2	-0,2
<b>Unia Europejska</b>	1,8	1,4	1,3	2,0	1,9	1,8
Niemcy	1,5	0,6	0,7	1,8	1,5	1,4
Francja	1,3	0,7	0,6	1,6	1,4	1,2
Włochy	1,7	1,7	1,7	2,5	1,9	1,8
Wielka Brytania	2,8	2,7	2,3	2,2	2,6	2,8
Rosja	14,7	27,7	85,9	20,0	16,0	12,0
Chiny	2,8	-0,8	-1,4	0,5	1,0	1,5

Źródło: MFW; prognozy symulacyjne na podstawie modelu MC Fair'a opracowanego w Yale University.  
Uwaga: p – prognoza.

**Tabela 4. Długookresowe stopy procentowe w wybranych krajach, 1997–2002 (proc.)**

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000p	2001p	2002p
USA	6,3	5,3	5,7	6,8	6,7	6,0
Kanada	6,1	5,3	5,5	6,3	6,5	6,0
Japonia	2,3	1,5	1,8	1,8	2,0	2,3
Euro	5,7	4,7	4,6	5,5	6,0	5,5
Wielka Brytania	7,0	5,5	5,0	5,3	5,7	5,5
LIBOR (USD/rok)	5,9	4,8	5,4	6,5	6,6	5,6

Źródło: MFW; prognozy symulacyjne na podstawie modelu MC Fair'a opracowanego w Yale University.  
Uwaga: p – prognoza.

surowca mogłyby spaść do poziomu 30 USD za baryłkę. O zwiększeniu wydobycia przez kraje kartelu może świadczyć wzrost przewozów przez tankowce, który ma miejsce od końca sierpnia. Jednakże zwiększone zapotrzebowanie na ropę, w związku z nadejściem zimy na półkuli północnej, może hamować spadek cen do końca I kwartału 2001 r. Ponadto jeżeli nastąpiłaby eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, a państwa OPEC nie stosowałyby mechanizmu interwencji to prawdopodobne są scenariusze mówiące o cenach sięgających 50 USD.

## Inflacja

Perspektywy odnośnie światowej inflacji stają się mniej optymistyczne w związku z wysokimi cenami ropy naftowej oraz silnym popytem na pracę w krajach rozwiniętych gospodarczo. Oczekuje się, że pierwszy czynnik pobudzający oczekiwania inflacyjne może być mniej istotny na początku przyszłego roku. Natomiast jeśli wzrost płac (wywołany silnym popytem na pracę) nie będzie wystarczająco kompensowany przez wzrost wydajności pracy, wówczas inflacja bazowa może się zwiększyć. W europejskich „gospodarkach wschodzących” po przejściowym przystopowaniu dezinflacji w 2000 r. proces obniżania inflacji powinien być kontynuowany w 2001 r.

We wrześniu indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych w USA wzrósł o 0,5 proc. w porównaniu do poprzed-

niego miesiąca, czyli o 3,5 proc. w stosunku rocznym. Wzrost miesięczny był najwyższy od czerwca br. Do tego wzrostu przyczyniły się głównie ceny energii (wyższe o 3,8 proc. w porównaniu do sierpnia). Indeks inflacji bazowej (wszystkie pozycje z wyłączeniem cen żywności i energii) zwiększyły się o 0,3 proc. w relacji do sierpnia, a więc tylko o 0,1 pkt. proc. więcej niż w poprzednich miesiącach. Roczna stopa inflacji bazowej wyniosła 2,6 proc.

Inflacja w strefie euro spadła z 2,4 proc. w czerwcu do 2,3 proc. w sierpniu, ale już we wrześniu wzrosła znacznie do 2,8 proc. Jednakże jak dotąd inflacja bazowa nie powiększyła się tak istotnie – 1,3 proc. w sierpniu i 1,4 proc. we wrześniu. Głównym czynnikiem wysokiej inflacji są wysokie ceny ropy naftowej oraz słabe euro. Niższe ceny ropy naftowej, prognozowane na początek 2001 r., a także relatywne wzmocnienie euro powinny zmniejszyć presję inflacyjną. Z drugiej strony, ustalenia płacowe mogą stanowić zagrożenie dla stabilizacji inflacji bazowej.

## Stopy procentowe

W związku z zagrożeniem inflacyjnym oczekuje się podniesienia stóp procentowych. Z drugiej strony, jest wielce prawdopodobnym, że inflacja bazowa może znacznie wzrosnąć dopiero w przyszłym roku, co może powstrzymać banki centralne przed szybkimi zmianami w polityce monetarnej. Poza tym banki centralne mogą brać pod uwagę

**Tabela 5. Wolumen importu w wybranych krajach, 1997–2002 (zmiana w proc.)**

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000p	2001p	2002p
<b>Świat</b>	9,8	4,3	5,1	10,3	8,0	7,5
<b>OECD</b>	10,9	7,6	8,3	11,7	8,9	7,6
USA	13,7	11,9	10,7	13,2	9,0	8,0
Kanada	15,1	6,1	9,4	13,0	8,5	7,0
Japonia	0,5	-7,6	5,3	11,0	7,0	8,0
<b>Unia Europejska</b>	9,2	9,3	6,2	11,4	9,2	7,3
Niemcy	8,3	8,5	7,1	10,4	9,0	8,0
Francja	6,8	11,2	4,4	13,0	9,0	7,5
Włochy	10,2	9,1	3,3	8,0	9,0	8,0
Wielka Brytania	9,2	8,8	7,6	8,0	5,0	3,0
Rosja	11,0	-16,0	-20,0	8,0	13,0	12,0
Chiny	12,0	-3,8	8,0	21,0	12,0	11,0

Źródło: MFW; prognozy symulacyjne na podstawie modelu MC Fair'a opracowanego w Yale University.

Uwaga: p – prognoza.

wpływ wysokich stóp procentowych na hamowanie tempa wzrostu gospodarczego.

5 października Europejski Bank Centralny (EBC) podniósł stopy procentowe o 25 pkt. bazowych. Dało to w sumie 225-punktową podwyżkę od listopada 1999 r. Ostatnia decyzja motywowana była destabilizującym wpływem wysokich cen ropy naftowej oraz słabego euro na ogólny poziom cen. Jeżeli te czynniki będą nadal oddziaływać negatywnie, a także tempo wzrostu M3 utrzyma się powyżej stopy referencyjnej, to możliwe są dalsze podwyżki jeszcze w tym roku. Jest to tym bardziej prawdopodobne, iż w mniemaniu władz EBC polityka monetarna w dalszym ciągu sprzyja wzrostowi. W przeciwnym przypadku, kolejnych zmian należy oczekiwać dopiero w I połowie przyszłego roku.

Od 16 maja w polityce monetarnej amerykańskiego Fed'u nie było żadnych zmian. Taki kierunek polityki związany był z względnie stabilną inflacją bazową oraz spowolnieniem gospodarczym. Jednakże w przypadku, gdy nasili się presja inflacyjna w przyszłym roku dalsze podwyżki stóp procentowych są możliwe.

Rada polityki pieniężnej Banku Anglii kontynuuje niezmienną politykę monetarną przez ostatnie 8 miesięcy. W III kwartale oraz październiku nie podniosła stóp procentowych i prawdopodobnie tego nie uczyni do końca roku w sytuacji, gdy tempo wzrostu spowalnia, a ceny pozostają na względnie stabilnym poziomie (szczególnie jeśli chodzi o wskaźnik przeciętnych wynagrodzeń, który odnotował tylko nieznaczny wzrost).

## Kursy walutowe

W III kwartale euro stopniowo traciło na wartości zarówno w wyrażeniu nominalnym, jak i realnym. Wynikało to głównie z deprecjacji wobec dolara i jena. Kurs euro wobec dolara charakteryzował się tendencją spad-

kową. Spadł on z poziomu ok. 0,95 za dolara na początku lipca do 0,848 pod koniec września. Tak niski poziom skłonił EBC i władze monetarne USA, Wielkiej Brytanii oraz Japonii do przedsięwzięcia wspólnej interwencji na rynkach walutowych. Po interwencji kurs euro wzrósł do poziomu 0,88 za dolara i ustabilizował się na nim w kolejnym tygodniu. Jednakże w kolejnych dniach ponownie tracił spadając do najniższego poziomu w historii – 0,833 za dolara.

Większość banków inwestycyjnych odnosi się pesymistycznie co do możliwości aprecjacji euro w przyszłym roku, prognozując kurs euro poniżej 1,00 za dolara pod koniec 2001 r. W naszej prognozie zakładamy średni kurs euro do dolara w przyszłym roku na poziomie 0,9.

## Założenia prognozy – uwarunkowania krajowe

W prezentowanej prognozie przyjmujemy, że do końca br. oraz w latach 2001–2002 kontynuowana będzie restrykcyjna polityka gospodarcza, przy czym w 2001 r. będzie ona kombinacją bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej oraz znacznie mniej restrykcyjnej polityki budżetowej.

Zakładamy, że poprawa efektywności gospodarowania, wyrażająca się przede wszystkim w radykalnym obniżeniu jednostkowych kosztów pracy i dostosowanie się polskich przedsiębiorstw do struktury popytu w krajach UE spowodują, że obserwowany od września 1999 r. silny impuls eksportowy przedłuży się do I połowy 2001 r. Przyjmujemy także znaczne zwiększenie dynamiki polskiego eksportu do Rosji i na Ukrainę. Jeśli w 2002 r. polepszy się koniunktura gospodarcza w krajach UE (por. założenia dotyczące gospodarki światowej), wówczas możliwe jest wydłużenie okresu wysokiej dynamiki polskiego eksportu.

**Tabela 6. Kurs dolara względem euro i jena, 1997–2002**

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000p	2001p	2002p
Euro		1,11	1,07	0,92	0,90	1,03
Jen	121,0	130,9	113,9	107	101	102

Źródło: MFW; prognozy symulacyjne na podstawie modelu MC Fair'a opracowanego w Yale University.

Uwagi: 1. p – prognoza.

2. Kursy średnioroczne.

Uważamy, że zwiększone obecnie ryzyko polityczne (możliwe problemy z zatwierdzeniem budżetu oraz wyborem nowego prezesa NBP) nie przeszkodzą w realizacji racjonalnej polityki gospodarczej. Nasza prognoza bazuje na trzech założeniach polityki makroekonomicznej:

- (i) NBP utrzyma nominalne stopy procentowe do końca I kwartału 2001 r.;
- (ii) polityka budżetowa zmierzać będzie do ograniczania deficytu skonsolidowanego budżetu, a zwłaszcza deficytu centralnego budżetu oraz ZUS-u; ponadto zakładamy dążenie do jak najmniejszego finansowania deficytu poprzez krajowy system finansowy;
- (iii) przyjmujemy, że pełna liberalizacja obrotów kapitałowych (wg ustaleń z OECD) zostanie wprowadzona od II połowy 2001 r.

W 2001 r. przyjmujemy nieznaczne zmniejszenie stopnia restrykcyjności polityki budżetowej oraz utrzymanie podobnego stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej (oznacza to utrzymanie wysokich realnych stóp procentowych). Na lata 2002 i 2003 zakładamy politykę stopniowego zmniejszania deficytu skonsolidowanego budżetu oraz stopniowe zmniejszanie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej.

Zakładamy, że Polska wejdzie do UE po 2003 r., a więc ewentualne koszty dostosowania się będą rozłożone i przesunięte w czasie.

Ponadto przyjmujemy następujące szczegółowe założenia dla lat 2001–2002:

1. Koszty obligatoryjnej obsługi zadłużenia względem Klubu Paryskiego i Londyńskiego oraz zadłużenia sektora prywatnego wyniosą 2,2 i 2,3 mld USD.

2. Zasoby pracy będą wzrastać odpowiednio o 0,4 i 0,5 proc.
3. Wzrost liczby rencistów i emerytów wyniesie odpowiednio 0,7 i 0,5 proc.
4. Transfery z UE osiągną odpowiednio 0,9 i 1,2 mld USD.
5. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w ujęciu bilansu płatniczego wyniosą odpowiednio 7,8 i 7,2 mld USD.
6. Zakładamy przyspieszenie „dużej prywatyzacji” i jej całkowite zakończenie w 2002 r. Przychody z prywatyzacji wyniosą 18 i 8 mld złotych.
7. Utrzymana zostanie indeksacja cenowa podstawowych świadczeń społecznych; w 2001 r. nominalne przeciętne świadczenia wzrosną o 8 proc. plus rekompensata za zbyt wysoką inflację około 5 mld zł, a w 2002 r. zwiększą się o 6,5 proc.
8. Zmniejszą się stawki podatku dochodowego od osób prawnych (o dalsze 4 pkt. proc. rocznie), a stawki podatku dochodowego od osób fizycznych pozostaną na poziomie 2000 r. oraz poszerzona zostanie baza podatkowa dla VAT-u (doprowadzając w 2003 r. do poziomu podobnego jak w UE).
9. Zatrudnienie w całej sferze budżetowej będzie stabilne. Wzrost zatrudnienia będzie się wahał w granicach 0–0,3 proc. Zakładamy spadek zatrudnienia w edukacji i ochronie zdrowia oraz wzrost zatrudnienia w szeroko rozumianej administracji.
10. W roku 2001 zakładamy, że zbiory będą na poziomie przeciętnej z lat 1997–1999, a w 2002 r. na poziomie przeciętnej z lat 1998–2000.

# Analiza sytuacji gospodarczej oraz prognoza na lata 2000–2002

## Popyt krajowy

- Niska dynamika popytu krajowego w 2000 r.
- Wzmocnienie popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego w latach 2001–2002
- Zmniejszenie restrykcyjności polityki gospodarczej po 2001 r.

Oceniamy, że PKB w III kwartale br. wzrósł o 4,2 proc. w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego. Popyt krajowy, podobnie jak w poprzednich trzech kwartałach, rósł wolniej niż PKB, powiększając się o 2,4 proc. Szczegółowe dane dotyczące dynamiki podstawowych składników zagregowanego popytu zawiera tabela 7.

Tak znaczne zahamowanie dynamiki popytu krajowego to przede wszystkim rezultat większego niż przed rokiem stopnia restrykcyjności polityki gospodarczej. Z jednej strony wykorzystano instrumenty typowe dla polityki pieniężnej (wysokie nominalne oraz realne stopy procentowe) i polityki budżetowej (mniejszy niż przed rokiem deficyt w skonsolidowanym budżecie). Z drugiej strony wyższa, niż przewidywano, inflacja spowodowała zmniejszenie realnych dochodów tych gospodarstw domowych, których nominalne dochody są indeksowane w oparciu o oficjalne miary inflacji (dla porównania w PG TOP 1/2000 prognozowaliśmy roczną inflację na 9,2 proc., a oficjalna prognoza Ministerstwa Finansów mówiła o 5,7-proc. wzroście).

Obniżenie dynamiki dochodów realnych gospodarstw domowych zmniejszyło, podobnie jak w I półroczu, dynamikę spożycia indywidualnego, które wzrosło tylko o 2,4 proc. w porównaniu z III kwartałem 1999 r. Ponadto niższa dynamika dochodów realnych nie została skompensowana zmniejszeniem oszczędności gospodarstw domowych.

Jest całkiem prawdopodobne, że przeszacowaliśmy tempo wzrostu spożycia indywidualnego. Jeśli okaże się, że szacunki dotyczące poprawy salda handlu zagranicznego w rachunkach narodowych są zbyt pesymistyczne, wówczas spodziewać się można obniżenia tempa wzrostu spożycia indywidualnego. Tak się zdarzyło w II kwartale – gdy szacowaliśmy wzrost spożycia o 3,9 proc., a wg GUS powiększyło się ono o 2,6 proc.

Podobnie jak w 1999 r. i w I półroczu 2000 r. nadal niska była dynamika nakładów inwestycyjnych. Szacujemy, że wzrosły one w III kwartale o 3,6 proc. Nieco wyższa była dynamika nakładów inwestycyjnych na zakup maszyn, urządzeń oraz sprzętu transportowego, natomiast bardzo niska była dynamika nakładów na budynki oraz budowlę.

Znaczne ograniczenie dynamiki wydatków budżetowych w ostatnich dwóch latach spowodowało utrzymanie się bardzo niskiego tempa wzrostu spożycia publicznego. Podobnie było w III kwartale, kiedy wyniosło, wg naszych szacunków, 1 proc. Był to również jeden z czynników ograniczających wzrost całego popytu krajowego.

Nieoczekiwany impuls inflacyjny w lipcu i związane z tym dalsze osłabienie popytu krajowego spowodowało

wyraźne osłabienie dynamiki wzrostu gospodarczego. Jego rezultatem jest skorygowanie przewidywanego wzrostu PKB w 2000 r. (z 5,4 proc. w poprzednim numerze PG TOP do 4,8 proc.) oraz w 2001 r. (odpowiednio z 6,1 do 5,5 proc.). W 2002 r. przewidujemy nieznaczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego do 5,8 proc.

Uważamy, że w IV kwartale 2000 r. wysoki poziom nominalnych i realnych stóp procentowych oraz zacieśnienie fiskalne umożliwi utrzymanie niskiej dynamiki popytu krajowego. W skali całego 2000 r. przewidujemy, że tempo wzrostu popytu krajowego wyniesie 3,4 proc. Natomiast w latach 2001–2002, w wyniku zmniejszenia stopnia restryk-

**Tabela 7. Składniki zagregowanego popytu, 1998–2002**

Okresy	PKB	Popyt krajowy	Spożycie indywidualne	Spożycie publiczne	Nakłady brutto na środki trwałe	Eksport	Import
1998 I-IV	4,8	6,4	4,8	1,6	14,2	14,3	18,5
1999 I-IV	4,1	4,8	5,1	1,1	6,9	-1,5	1,4
<b>Prognoza</b>							
2000 I-IV	4,8	3,4	3,2	1,0	4,2	11,6	5,7
2001 I-IV	5,5	5,1	4,7	1,2	9,6	12,3	10,0
2002 I-IV	5,8	5,7	4,8	1,6	10,6	9,8	9,0
1998 I	6,5	7,3	6,3	2,2	17,3	18,8	20,2
II	5,3	5,7	4,1	1,6	14,6	24,7	23,0
III	4,9	6,1	4,4	1,5	14,2	18,9	20,6
IV	3,0	6,6	4,6	1,1	12,9	-1,9	11,6
1999 I	1,6	3,3	4,4	1,1	6,1	-8,9	-2,8
II	3,1	4,5	4,9	1,0	6,8	-3,5	2,0
III	5,0	5,5	5,4	1,2	7,0	2,9	4,5
IV	6,2	5,6	5,6	1,1	7,3	3,8	2,0
2000 I s1	6,0	5,1	4,6	1,0	5,5	5,0	2,3
II s1	5,2	3,3	2,6	0,9	2,9	10,8	3,5
III s2	4,2	2,4	2,4	1,0	3,6	15,6	7,4
<b>Prognoza</b>							
2000 IV	4,1	3,2	3,2	1,0	4,7	14,1	8,9
2001 I	5,1	4,2	4,4	1,2	7,0	14,0	9,3
II	5,4	5,0	5,8	1,2	9,2	12,5	10,1
III	5,7	5,3	4,6	1,2	10,1	12,0	9,7
IV	5,8	6,0	4,1	1,2	10,5	11,0	10,8
2002 I	5,8	5,6	5,3	1,6	11,0	11,0	9,6
II	5,7	5,4	4,5	1,6	11,4	9,2	8,0
III	5,8	5,6	4,7	1,6	10,7	8,8	8,0
IV	5,8	6,1	4,6	1,6	10,0	10,2	10,3

Źródło: Dane oraz szacunki (s1) – GUS, szacunki (s2) oraz prognozy – CASE.

Uwagi: 1. Szacunki w cenach średniorocznych z poprzedniego roku.

2. Prognozy w cenach średniorocznych z 1999 r.

3. Zmiana w proc. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

4. Popyt krajowy definiowany jest jako suma spożycia prywatnego (indywidualnego oraz przez instytucje niekomercyjne), spożycia publicznego oraz inwestycji. W tabeli nie wyodrębniono dynamiki spożycia przez instytucje niekomercyjne.

5. Tempa zmian obliczono na podstawie danych nieocyszczonych z sezonowości.

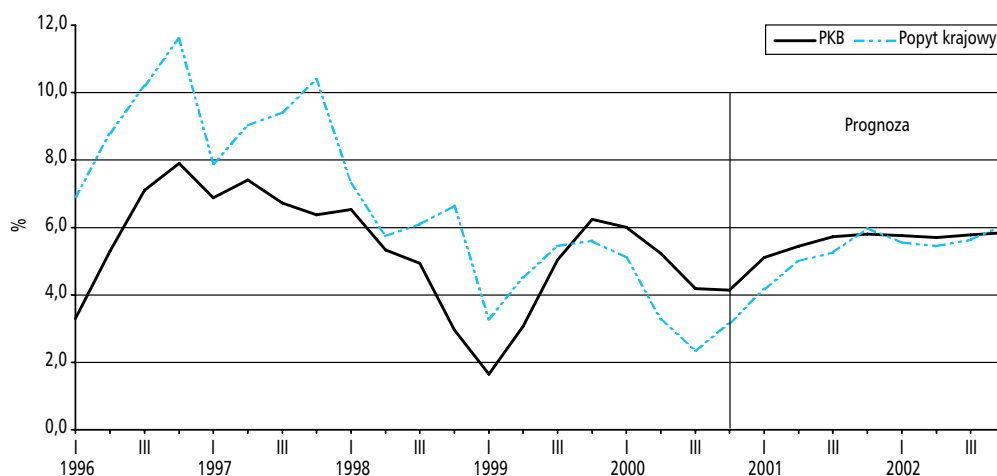
cyjności polityki gospodarczej oraz wyższej dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych, może zwiększyć się odpowiednio o 5,1 i 5,2 proc., a więc nadal w tempie niższym od tempa wzrostu PKB.

dziewane obniżenie inflacji (co może przy stabilnym wzroście nominalnych płac zwiększyć ich siłę nabywczą). Szacujemy, że spożycie indywidualne może w skali całego roku wzrosnąć o 3,2 proc. (czyli o 1,9 pkt. proc. mniej niż w 1999 r.).

W IV kwartale 2000 r. dynamika popytu konsumpcyjnego może być nieco większa niż w poprzednim kwartale. Na ewentualne wzmocnienie popytu wpływ będzie miało spo-

Uważamy, że w 2001 r. popyt krajowy może rosnąć szybciej niż w br. Impulsy popytowe będą wynikiem wypłaty rekompensat emerytom i wyższych płac pracowników

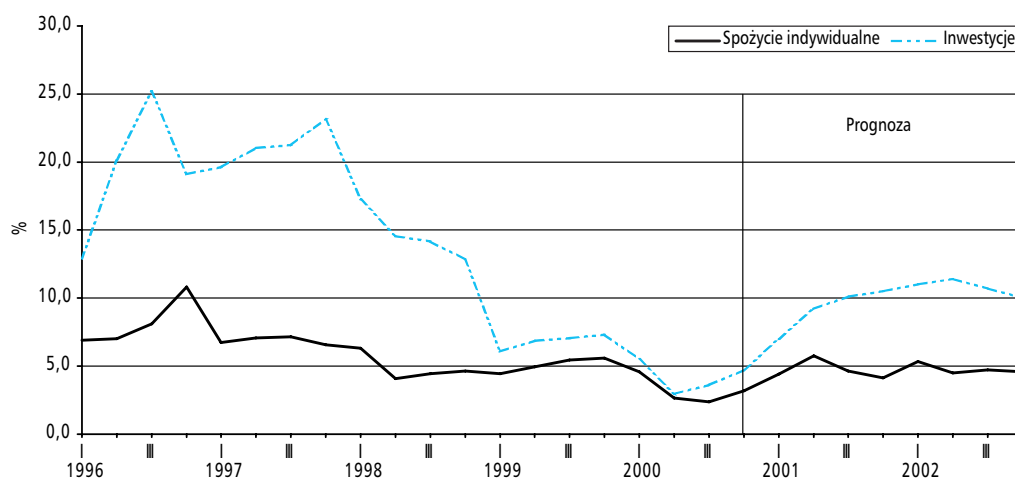
**Wykres 1. PKB oraz popyt krajowy, 1996–2002 (zmiana w proc.)**



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

**Wykres 2. Spożycie indywidualne i inwestycje, 1996–2002 (wzrost w proc.)**



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.



sferę budżetową oraz transferu odszkodowań z Niemiec za pracę przymusową w czasie II wojny światowej. Jeśli dodatkowo inflacja okaże się niższa niż prognozujemy, wówczas spodziewać się należy znacznego przyspieszenia wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych.

W latach 2001–2002 prognozujemy większy wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych oraz nieco

większą niż w 2000 r. skłonność do oszczędzania (por. tabelę 9). Spożycie indywidualne może być większe odpowiednio o 4,7 i 4,8 proc.

Spodziewana poprawa efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw, nadal wysoki poziom inwestycji zagranicznych, przewidywane zwiększenie oszczędności przedsiębiorstw oraz niższa dynamika cen importowanych

**Tabela 8. Dekompozycja wzrostu PKB, 1997–2002 (w proc.)**

Okresy	PKB	Spożycie indywidualne	Spożycie publiczne	Nakłady brutto na środki trwałe	Przyrost zapasów	Saldo handlu zagranicznego	Eksport	Import
1997 I-IV	6,8	4,3	0,6	4,5	0,1	-2,6	3,0	-5,5
1998 I-IV	4,8	3,0	0,3	3,3	0,1	-1,9	3,7	-5,5
1999 I-IV	4,1	3,2	0,2	1,7	-0,1	-0,9	-0,4	-0,5
<b>Prognoza</b>								
2000 I-IV	4,8	2,0	0,2	1,1	0,4	1,2	3,0	1,9
2001 I-IV	5,5	2,9	0,2	2,5	-0,2	0,1	3,4	3,3
2002 I-IV	5,8	3,0	0,2	2,9	-0,1	-0,2	2,9	3,1

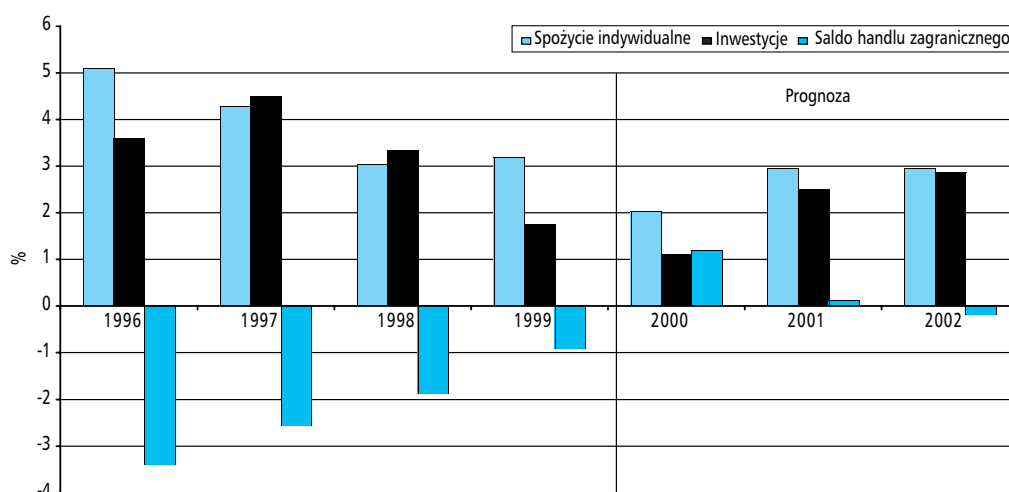
Źródło: CASE oraz dane dla PKB – GUS.

Uwagi: 1. Dekompozycję wzrostu PKB obliczono na podstawie następującego wzoru:

$(\text{przyrost roczny } X / \text{przyrost roczny PKB}) * \text{tempo wzrostu } X$ .

Różnice między tempem zmiany PKB a sumą kontrybucji poszczególnych agregatów PKB wynikają z zaokrągleń.

**Wykres 3. Dekompozycja wzrostu PKB, 1996–2002 (w proc.)**



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od 2000 r. – prognoza CASE.

maszyn i urządzeń (ten efekt będzie działał tak długo, jak długo euro będzie słabe) umożliwią zwiększenie dynamiki nakładów na środki trwałe.

Przewidujemy więc stopniowe odbudowywanie dynamiki wzrostu nakładów inwestycyjnych z przewidywanych 4,2 proc. w 2000 r. do 9,6 proc. w 2001 r. oraz 10,6 proc. w 2002 r.

W latach 2001–2002 nie przewidujemy zwiększenia dynamiki spożycia zbiorowego. Istotnym ograniczeniem będzie polityka budżetowa oraz brak możliwości zwiększenia relatywnych wydatków budżetowych (por. także punkt o budżecie).

Przewidujemy utrzymanie do II połowy 2001 r. silnego impulsu proekspansyjnego. Jednocześnie możliwe jest

**Tabela 9. Dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, 1998–2002**

Okresy	Dochody do dyspozycji	Wynagrodzenia	Świadczenia społeczne	Stopa oszczędności	Realne dochody do dyspozycji
	zmiana w %	zmiana w %	zmiana w %	w %	zmiana w %
1998 I-IV	17,0	17,3	15,3	13,2	4,7
1999 I-IV	9,7	10,7	9,1	10,8	2,3
<b>Prognoza</b>					
2000 I-IV	10,8	12,5	7,8	9,1	0,6
2001 I-IV	12,6	11,1	8,9	9,9	5,1
2002 I-IV	11,3	10,5	8,0	10,2	5,2
1998 I	20,7	20,9	17,0	11,7	6,0
II	15,9	17,9	15,4	12,9	2,5
III	16,9	15,5	14,1	12,3	5,2
IV	14,3	15,0	14,9	15,6	4,6
1999 I	14,8	9,1	10,9	14,1	8,1
II	7,5	10,4	7,3	7,7	1,1
III	7,0	11,4	9,5	9,2	-0,2
IV	9,8	11,8	8,7	12,2	0,6
2000 I	9,2	13,3	10,4	9,3	-1,0
II	11,5	13,1	8,7	7,4	1,4
III	10,4	11,8	5,8	7,9	-0,3
<b>Prognoza</b>					
2000 IV	12,0	11,9	6,3	11,6	2,4
2001 I	12,5	12,0	8,0	10,2	3,9
II	14,0	11,1	9,0	7,9	5,9
III	12,5	11,1	9,6	8,8	5,6
IV	11,6	10,1	9,0	12,5	5,0
2002 I	11,1	11,0	8,0	10,0	4,8
II	11,2	11,0	8,0	8,2	5,1
III	11,6	10,3	8,0	9,4	5,4
IV	11,3	9,5	8,0	13,2	5,4

Źródło: Dane roczne – GUS, dane kwartalne oraz prognozy – CASE.

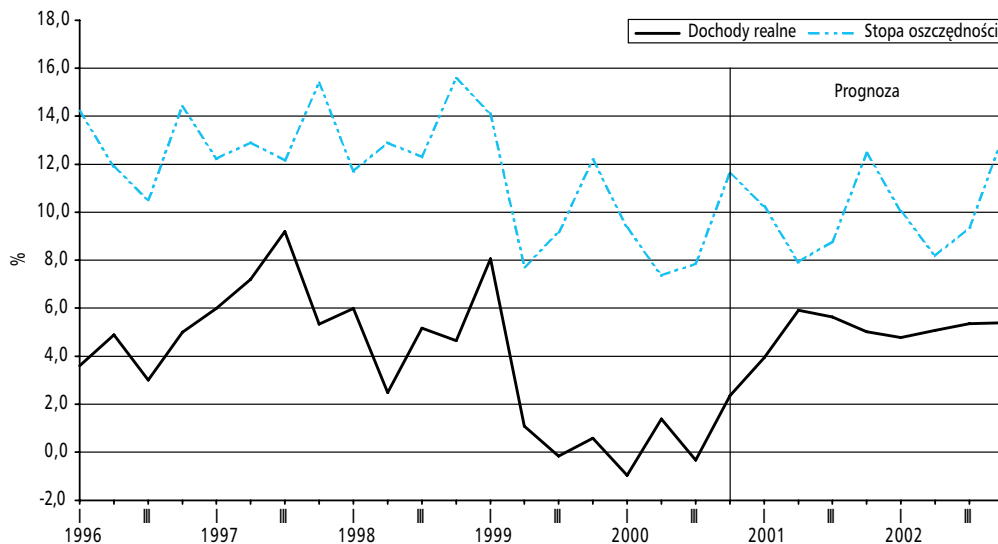
Uwagi: 1. Szacunki w cenach średniorocznych z poprzedniego roku.

2. Prognozy w cenach średniorocznych z 1999 r.

3. Zmiana w proc. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

4. Stopa oszczędności wyrażona w proc. nominalnych dochodów do dyspozycji.

**Wykres 4. Zmiana dochodów realnych do dyspozycji gospodarstw domowych oraz stopa oszczędności, 1996–2002 (w proc.)**



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

znaczne wzmocnienie popytu importowego na polskie towary w krajach WNP, szczególnie w Rosji i na Ukrainie.

Przewidywany oraz historyczny wpływ poszczególnych elementów zagregowanego popytu na wzrost PKB zawiera tabela 8. W 2000 r. w wyniku spodziewanego osłabienia popytu konsumpcyjnego przewidujemy przejściowe obniżenie kontrybucji spożycia indywidualnego we wzroście PKB. Z kolei w latach 2001–2002 przewidujemy jej niewielki wzrost do około 3 proc., czyli do poziomu z lat 1998–1999. Należy podkreślić, że w tym okresie kontrybucja spożycia we wzroście PKB będzie średnio znacznie niższa niż w latach 1995–1997.

Przewidyujemy, że w 2000 r. kontrybucja inwestycji we wzroście PKB będzie najniższa od 1993 r. W kolejnych dwóch latach możliwe jest jej zwiększenie, ale – podobnie jak w przypadku spożycia indywidualnego – będzie ona średnio znacznie niższa niż w latach 1995–1997.

W 2000 r. kontrybucja salda handlu zagranicznego może wynieść 1,2 proc. i byłby to najlepszy wynik od 1995 r. Jednakże już w latach 2001–2002 przewidujemy neutralny wpływ na wzrost gospodarczy (tj. kontrybucję bliską zeru). Należy przy tym podkreślić, że znacznie może zwiększyć się kontrybucja eksportu i może być przeciętnie wyższa niż w latach 1996–1998.

## Wartość dodana

- Obniżenie dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu
- Spadek produkcji budowlano–montażowej
- Usługi rynkowe stabilizatorem wzrostu gospodarczego
- Przewidywany szybszy wzrost wartości dodanej w latach 2001–2002

Osłabienie wzrostu gospodarczego wyraziło się także znacznym zmniejszeniem dynamiki wartości dodanej. Z jednej strony było to skutkiem spadku produkcji rolnej (nieurodzaj oraz zmniejszanie hodowli zwierząt gospodarczych), z drugiej strony osłabienie popytu inwestycyjnego zmniejszyło dynamikę produkcji budowlano-montażowej, a słaby popyt konsumpcyjny – dynamikę produkcji przemysłowej. Oceniamy, że wartość dodana w sekcjach pozarolniczych (nie obejmujących rolnictwa, leśnictwa, łowiectwa, rybołówstwa i rybactwa) była o 3,8 proc. większa w porównaniu z III kwartałem 1999 r.

Podobnie jak w poprzednich kwartałach większa niż przeciętna była dynamika wartości dodanej w przemyśle, telekomunikacji oraz handlu, a niższa m.in. w budownictwie oraz usługach nierynkowych. Szacunki przedstawiamy w tabeli 10.

Produkcja sprzedana w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób wzrosła o 6,6 proc. w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego (por. tabelę 11). Znacznie słabsza niż w poprzednim kwartale była produkcja przemysłu przetwórczego (tempo wzrostu zmniejszyło się z 10,4 do 6,3 proc.). Nieznacznie wzrosła pro-

dukcja sprzedana w górnictwie (o 1,8 proc.). Jednocześnie produkcja sprzedana w zaopatrzeniu w energię, gaz oraz wodę wzrosła aż o 14,9 proc. Dynamika wartości dodanej była również znacznie niższa niż w poprzednich dwóch kwartałach, pomimo znacznego zwiększenia dynamiki eksportu.

**Tabela 10. PKB oraz wartość dodana w ważniejszych sekcjach gospodarki narodowej, 1998–2002**

Okresy	Wartość dodana						
	PKB		ogółem	przemysł	budownictwo	usługi rynkowe	usługi nierynkowe
	w mld zł	w %	w %	w %	w %	w %	w %
1998 I-IV	554	4,8	4,7	4,3	9,3	4,8	2,3
1999s1 I-IV	617	4,1	3,9	4,6	3,7	4,9	1,0
<b>Prognoza</b>							
2000 I-IV	703	4,8	4,6	7,7	0,7	5,5	1,0
2001 I-IV	794	5,5	5,3	7,2	4,8	5,3	1,6
2002 I-IV	890	5,8	5,6	7,8	8,4	5,1	1,8
1998 I	124	6,5	6,4	10,5	14,6	4,3	3,7
II	133	5,3	5,2	5,3	10,8	5,6	0,2
III	140	4,9	4,8	3,3	8,8	5,9	1,4
IV	156	3,0	2,9	-1,1	6,1	3,6	3,1
1999s1 I	135	1,6	1,4	-2,8	2,4	4,4	1,0
II	147	3,1	2,8	1,5	3,1	4,5	1,1
III	156	5,0	4,8	7,6	3,4	5,1	0,8
IV	179	6,2	6,0	11,6	5,0	5,3	1,1
2000 IIs1	154	6,0	5,8	10,1	4,0	5,8	1,0
IIs1	168	5,2	5,0	9,4	0,8	5,3	0,9
2000 IIIs2	178	4,2	3,8	6,3	-1,8	5,4	1,0
<b>Prognoza</b>							
2000 IV	203	4,1	3,9	5,5	1,0	5,3	1,1
2001 I	175	5,1	4,7	6,4	2,9	5,4	1,3
II	190	5,4	5,2	7,0	4,5	5,3	1,5
III	200	5,7	5,6	7,4	5,1	5,3	1,7
IV	228	5,8	5,7	8,0	5,6	5,3	2,0
2002 I	197	5,8	5,5	7,8	7,0	5,0	2,0
II	213	5,7	5,6	7,6	8,4	5,1	1,8
III	224	5,8	5,7	7,7	9,0	5,1	1,6
IV	255	5,8	5,7	8,0	8,5	5,2	1,6

Źródło: Dane oraz szacunki (s1) – GUS, szacunki (s2) oraz prognozy – CASE.

Uwagi: 1. Szacunki w cenach średniorocznych z poprzedniego roku.

2. Prognozy w cenach średniorocznych z 1999 r.

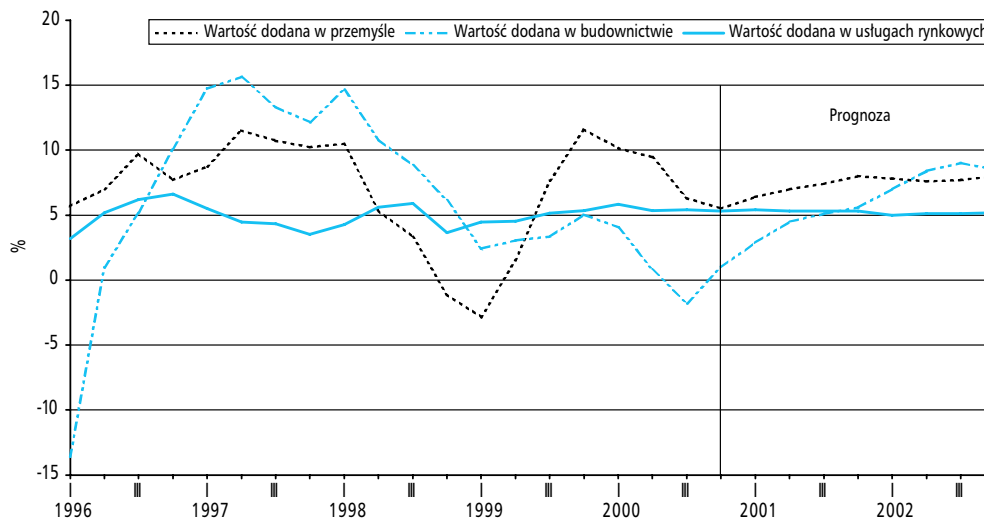
3. Zmiana w proc. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

4. Tempa zmian obliczono na podstawie danych nieoczyszczonych z sezonowości.

Podobnie jak w poprzednim kwartale zmniejszyła się produkcja budowlano-montażowa. Wynikało to głównie ze zmniejszenia popytu na inwestycje budowlane. Szacujemy, że pozostałe komponenty produkcji budownictwa

nie skompensowały spadku produkcji budowlano-montażowej i w rezultacie wartość dodana w budownictwie spadła o 1,8 proc. (gdy w poprzednim kwartale wzrosła o 0,8 proc.).

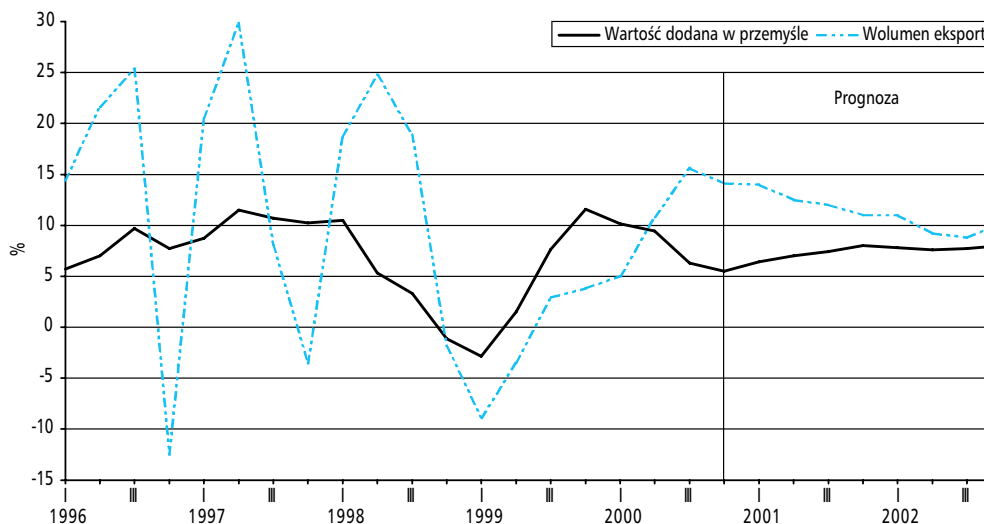
**Wykres 5. Wartość dodana w podstawowych sekcjach gospodarki narodowej, 1996–2002 (zmiana w proc.)**



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

**Wykres 6. Wartość dodana w przemyśle i wolumen eksportu, 1996–2002 (zmiana w proc.)**



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwagi: 1. Wolumen eksportu wg definicji rachunków narodowych na podstawie najnowszych szacunków GUS.

2. Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

Nadal wartość dodana w usługach rynkowych pełni rolę stabilizatora wzrostu gospodarczego. Oceniamy, że była ona nieznacznie większa niż w poprzednim kwartale i wyniosła 5,4 proc. Natomiast w usługach nierynkowych szacujemy wzrost wartości dodanej na 1,0 proc.

Przewidujemy, że w 2000 r. wartość dodana ogółem wzrośnie o 4,6 proc., a w latach 2001–2002 odpowiednio o 5,3 i 5,6 proc. Uważamy, że do II połowy 2001 r. ważniejszy dla wzrostu wartości dodanej będzie popyt zewnętrzny, a w kolejnych kwartałach popyt krajowy.

**Tabela 11. Krótkookresowe wskaźniki rozwoju gospodarki polskiej, 1998–2002 (zmiana w proc.)**

Okresy	Produkcja		Przewozy		Sektor przedsiębiorstw	
	sprzedana przemysłu	budowlano-montażowa	towarów	pasażerów	przeciętne zatrudnienie	wynagrodzenie realne brutto
1998 I-IV	4,6	11,4	-3,4	-2,9	1,5	3,7
1999 I-IV	4,6	3,8	-2,2	-3,0	-1,2	3,0
<b>Prognoza</b>						
2000 I-IV	7,8	1,6	-1,0	-2,2	-3,1	2,0
2001 I-IV	7,3	5,8	0,8	-1,2	-0,8	4,3
2002 I-IV	7,9	9,4	1,0	-0,5	0,3	4,4
1998 I	10,9	24,0	-5,8	0,3	1,9	4,4
II	6,0	10,2	-4,6	-0,2	1,7	3,3
III	3,9	13,2	1,6	0,5	1,0	3,6
IV	-0,8	4,5	-5,8	-0,6	1,6	3,7
1999 I	-3,1	0,6	-2,7	-6,0	-0,4	2,5
II	1,2	4,0	-7,6	-7,1	-1,2	3,8
III	7,4	3,2	-8,5	-6,1	-1,3	3,8
IV	11,7	6,4	-4,0	-5,7	-1,8	1,8
2000 I	10,7	4,8	-2,5	-3,9	-3,6	4,6
II	9,6	-1,4	-1,1	-1,5	-3,4	2,5
III&2	6,6	-3,0	-4,6	-2,0	-2,9	-0,5
<b>Prognoza</b>						
2000 IV	5,6	-1,0	-4,0	-1,5	-2,4	1,5
2001 I	6,6	3,6	-2,8	-1,1	-1,6	3,5
II	7,1	5,5	-1,6	-1,0	-1,2	3,8
III	7,5	6,3	-1,0	-0,7	-0,6	4,9
IV	8,1	6,9	-0,8	-0,6	0,0	5,0
2002 I	8,0	7,7	-0,3	-0,5	-0,1	4,7
II	7,7	9,4	-0,1	-0,5	0,2	4,4
III	7,8	10,2	0,4	-0,5	0,5	4,3
IV	8,1	9,8	0,5	-0,4	0,7	4,2

Źródło: Dane oraz szacunki (s1) – GUS, szacunki (s2) (z wyjątkiem produkcji i wynagrodzeń realnych brutto) oraz prognozy – CASE.

Uwagi: 1. Zmiana w proc. w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.

2. Dane dotyczące produkcji budowlano-montażowej oraz przewozów obliczono na podstawie danych miesięcznych.

3. Przyrosty obliczono na podstawie danych publikowanych w Biuletynie Statystycznym GUS.

Większa dynamika wzrostu wartości dodanej w najbliższych dwóch latach będzie możliwa dzięki prognozowanemu szybszemu wzrostowi wartości dodanej w przemyśle (w latach 2001–2002 może ona wzrosnąć odpowiednio o 7,2 i 7,8 proc.) i budownictwie (odpowiednio o 4,8 i 8,4 proc.).

Dodatkowo przewidujemy stabilizację tempa wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych na przeciętnym poziomie z lat 1997–1999. Nadal szybko rozwijać się będą łączność, handel, hotele, a nieco wolniej transport oraz usługi związane z obsługą nieruchomości i firm.

Prognozujemy niskie tempo wzrostu wartości dodanej w usługach nierynkowych w 2001 r. Dopiero od 2002 r. można oczekiwać wyższego tempa wzrostu (około 2 proc. rocznie), podobnego jak osiągnięte w 1998 r.

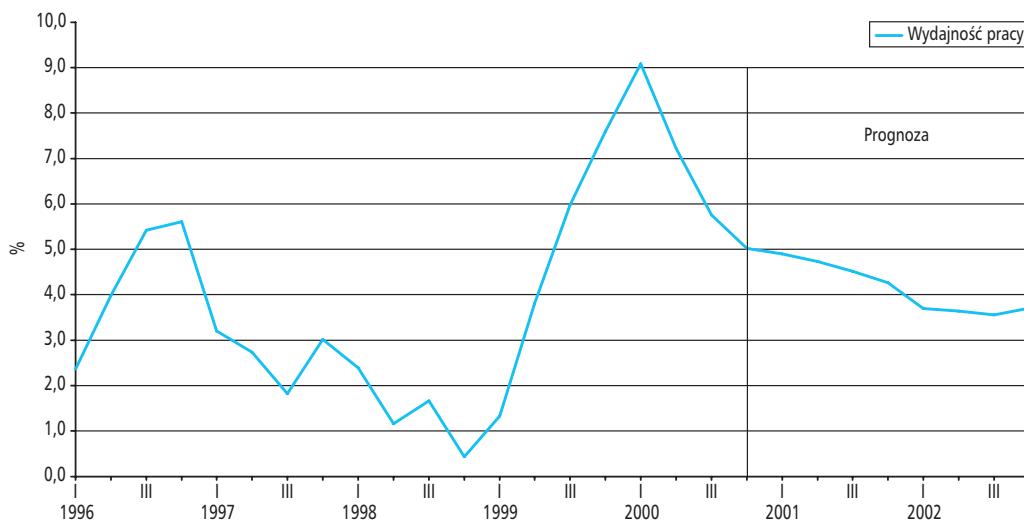
## Rynek pracy

- Wzrost stopy bezrobocia do 14 proc.
- Brak perspektyw poprawy sytuacji na rynku pracy w najbliższych dwóch latach
- Uelastycznienie rynku pracy podstawą skutecznej walki z bezrobociem

## Bezrobocie

W III kwartale br. sytuacja na rynku pracy w Polsce była gorsza niż w poprzednim kwartale. W końcu września 2000 r. w urzędach pracy zarejestrowanych było 2528,8 tys. osób bezrobotnych, czyli o 91,4 tys. więcej niż w końcu poprzedniego kwartału i o 351 tys. więcej niż w analogicznym okresie ub.r. Przedstawione powyżej liczby nie oznaczają jednak wcale, iż sytuacja na rynku pracy ulega dalszemu pogorszeniu w relacji do ub.r. Od I kwartału 2000 r. spada dynamika wzrostu liczby bezrobotnych w stosunku do analogicznego okresu ub.r. Jeszcze w styczniu było o 430,8 tys. bezrobotnych więcej niż w analogicznym miesiącu roku ubiegłego, w marcu różnica ta wyniosła już tylko 363,2 tys. osób. Niestety już od II kwartału br. dynamika wzrostu bezrobocia zaczęła stabilizować się na poziomie z analogicznych miesięcy 1999 r. Oznacza to utrzymywanie się mniej więcej stałej (350 – 370 tys. osób) różnicy w liczbie bezrobotnych w okresach 12-miesięcznych. Oznacza to oczywiście, że poziom bezrobocia w Polsce wciąż rośnie. Pocieszające natomiast może być to, iż w przeciwieństwie do całego ub.r. nie rośnie z miesiąca na miesiąc. W przypadku utrzymania się podobnego trendu do końca tego roku, stopa bezrobocia na koniec grudnia może osiągnąć 14,4 proc.

**Wykres 7. Zmiana wydajności pracy w pozarolniczych sekcjach gospodarki narodowej, 1996–2002 (w proc.)**



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

Spadek popytu na pracę oraz związany z tym wzrost liczby bezrobotnych to opóźniony efekt obniżenia tempa wzrostu gospodarczego z przełomu lat 1998–1999, wywołanego kryzysem w Rosji. Dodatkowo problemy na rynku pracy pogłębione są poprzez sytuację typową dla krajów, w których bezrobocie ma charakter strukturalny, to znaczy w których występują tzw. niedopasowania na rynku pracy.

W najbliższych dwóch latach sytuacja na rynku pracy stopniowo ustabilizuje się, aczkolwiek nie należy oczekiwać istotnej poprawy. Prognozujemy, iż stopa bezrobocia utrzyma się powyżej 14 proc. Niski popyt na pracę będzie wynikał z kontynuacji procesów restrukturyzacji w przemyśle, a także w dalszym ciągu z dużej dynamiki wzrostu wydajności pracy, która jednak nie będzie rosła tak szybko jak w ostatnich kwartałach. Ponadto na stopę bezrobocia będzie miał negatywny wpływ napływ osób z wyżu demograficznego na rynek pracy. Wzrost zatrudnienia w sektorze usług nie wystarczy dla stabilizacji zatrudnienia w całej gospodarce. W tej sytuacji konieczne jest podjęcie kompleksowych rozwiązań mających na celu uelastycznienie rynku pracy, m.in. należy dostosować „Kodeks pracy” do nowych warunków na rynku pracy, zróżnicować regionalnie minimalną płacę, rozszerzyć skalę szkoleń dla bezrobotnych, itp.

## **Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw**

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmalało w ostatnim kwartale o 25 tys. osób, a w ciągu roku o około 152 tys. osób, czyli odpowiednio o 0,5 i 2,8 proc.

Największy spadek zatrudnienia odnotowują już tradycyjnie sektory restrukturyzujące się, to znaczy górnictwo węgla kamiennego, w którym w ostatnim kwartale ubyło 7 tys. miejsc pracy, a w ciągu roku 27 tys., czyli odpowiednio 3,6 i 12,8 proc. oraz hutnictwo – tam ubytek miejsc pracy w ciągu kwartału wyniósł 7 tys. osób, czyli 7 proc., a w ciągu roku prawie 20 tys. osób, czyli 17,6 proc.

Wzrost zatrudnienia w usługach rynkowych oraz w handlu nie był w stanie zrekomensować strat wynikających ze zwolnień w restrukturyzującym się przemyśle i nie wydaje się, aby sytuacja ta mogła się zmienić bez podjęcia radykalnych kroków uelastyczniających stosunki pracy oraz obniżających jej koszty, przede wszystkim w małych firmach.

## **Skrócenie tygodnia pracy, czy uelastycznienie stosunku pracy – krótkie omówienie na przykładzie Francji i Holandii**

Kraje Unii Europejskiej od dłuższego czasu borykają się z problemem strukturalnego bezrobocia. Tam też najczęściej opracowywane są strategie mające pomóc w zmniejszeniu niedopasowań. Stosowane są zarówno środki o charakterze doraźnym, jak i zaplanowane na dłuższy okres. Przykładem pierwszego typu środków jest wprowadzone we Francji i postulowane ostatnio w Polsce skrócenie tygodnia pracy. Środki drugiego typu, nie są już z reguły tak proste i nośne „politycznie” i oznaczają najczęściej wprowadzenie całego pakietu działań. Przykładem kraju, który strategię taką zastosował jest Holandia.

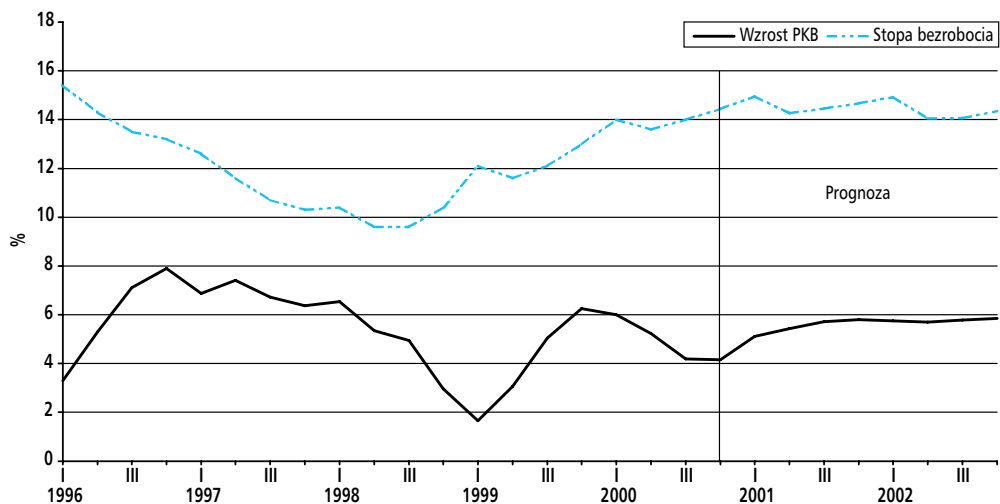
W lutym 1998 r. parlament francuski przegłosował zmniejszenie ustawowego tygodnia pracy z 39 do 35 godzin tygodniowo od początku 2000 r. Według rządu miało to zwiększyć liczbę miejsc pracy o około 700 tys. Zmniejszenie tygodniowego czasu pracy nie było jedynym środkiem wprowadzonym tą ustawą. Jednocześnie władze stworzyły system zachęt, które skłonić miały pracodawców do wprowadzenia 35-godzinnego tygodnia pracy. Chodzi tu m.in. o zmniejszenie opłat socjalnych oraz podatków. Poza tym firmy, które oprócz skrócenia czasu pracy zatrudniały nowych pracowników, miały prawo do dodatkowych ulg finansowych, na przykład subwencji do zatrudnienia nowych osób oraz całkowitego zwolnienia z opłat socjalnych dla nowych pracowników na okres pięciu lat.

Cały ten system zachęt powodował zatem, iż nie tylko opłacało się przyjmować nowy standard tygodniowego czasu pracy, ale przede wszystkim opłacało się zatrudniać nowych pracowników. Poza tym, na skutek silnych nacisków ze strony organizacji pracodawców pozwolono na liczenie 35-godzinnego tygodnia pracy w wymiarze rocznym. Pozwoliło to więc na rzeczywiste utrzymanie dotychczasowego 39-godzinnego tygodnia, zwiększając przysługujące dni urlopowe.

Mimo poprawy na rynku pracy zaobserwowanej w okresie wprowadzania nowych przepisów pozostają jednak pewne wątpliwości, co do ich rzeczywistej skuteczności. Wydaje się, iż spadek bezrobocia we Francji, poza zmianami w samym prawie francuskim, miał także wyraźny związek z tendencją spadkową bezrobocia w całej Europie. Po drugie, powstaje pytanie, czy spadek bezrobocia we Francji wywołany był rzeczywiście tylko przez



**Wykres 8. Tempo zmian PKB i stopa bezrobocia rejestrowanego, 1996–2002 (w proc.)**



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

zmniejszenie ustawowego tygodnia pracy, czy też w znacznie większym stopniu przez towarzyszący tym zmianom wprowadzony system ulg i zwolnień przysługujący za zatrudnianie nowych pracowników, przez co stawali się oni tańsi. Po trzecie, bezrobocie we Francji wciąż pozostaje na jednym z najwyższych poziomów w Europie i nie wydaje się, aby w najbliższym czasie mogło zbliżyć się do brytyjskiego.

Nieco inny model reform zmierzających do zmniejszenia bezrobocia zastosowano w Holandii. Łączy on niektóre elementy modelu liberalnego, stosowanego m.in. w Wielkiej Brytanii, czy w USA z socjalnym modelem stosowanym m.in. w Niemczech i Francji.

Strategia holenderska stosując pewne elementy modelu anglosaskiego, zachowuje jednocześnie socjalną ochronę pracy właściwą dla Europy kontynentalnej. Po pierwsze, skonsolidowano finanse państwa i zracjonalizowano wydatki socjalne. Po drugie, osiągnięto konsensus społeczny pozwalający na zachowanie relatywnie wolnego wzrostu płac realnych. Po trzecie, rozpowszechniono model pracy w niepełnym wymiarze godzin, a także bardzo popularne stało się tak zwane „elastyczne zatrudnienie”, czyli pracę bez stałej umowy, a także ustalonego czasu pracy. Wszystko to jednak dzieje się przy wciąż

obecnej silnej ochronie „stałego” stosunku pracy, wysokiej relacji średniego wynagrodzenia do minimalnej płacy oraz wysokich zasiłków dla bezrobotnych i zabezpieczenia socjalnego.

Można powiedzieć, iż w przypadku holenderskim zachowano model kontynentalny. Wprowadzono jednak przepisy pozwalające na omijanie związanych z nim obciążeń i trudności przez zainteresowane strony (czyli pracodawcę i pracownika). Poza tym obniżono niektóre koszty systemu ochrony stosunku pracy, na przykład sztucznie ograniczając związaną z tym nieelastyczność płac. Pozwoliło to na znaczące obniżenie stopy bezrobocia, która wyniosła w sierpniu 2000 r. 2,5 proc. Dla porównania w połowie lat 80. bezrobocie w Holandii było mniej więcej równe średniej w UE i wynosiło 11–12 proc. Zachowanie systemu ochrony socjalnej pociąga jednak za sobą pewne koszty, których podstawowym elementem jest relatywnie duży (w porównaniu do systemu liberalnego) udział długotrwale bezrobotnych w ich ogólnej liczbie oraz wysoki udział tzw. elastycznego zatrudnienia.

Jeśli chcielibyśmy mówić o możliwości wprowadzenia któregoś z omawianych powyżej typów rozwiązań w Polsce, to wydaje się, iż w przypadku francuskim za wcześnie jest jeszcze na wyciąganie wniosków dotyczących

wpływu obniżenia tygodniowego czasu pracy na stopę bezrobocia w tym kraju. Po pierwsze, ze względu na krótki czas jaki upłynął od efektywnego wprowadzenia przepisu w życie; po drugie, ze względu na towarzyszący temu obniżeniu zestaw ulg i zwolnień, a po trzecie, ze względu na wyjątkowo korzystną sytuację zewnętrzną. Przykład holenderski wydaje się „na pierwszy rzut oka” atrakcyjnym wzorem do naśladowania. Trzeba jednak pamiętać o tym, iż elastyczne formy zatrudnienia rozpo-

wszechnione w tym kraju wydają się właściwe dla „gęstego” rynku pracy, z dużą możliwością wyboru pracodawcy i dużym udziałem osób wysoko wykwalifikowanych wśród pracowników, a takie rynki występują w Polsce jedynie lokalnie w dużych skupiskach miejskich. Wydaje się więc, iż w Polsce jedyną drogą mogącą przyczynić się do rzeczywistego wzrostu zatrudnienia pociągającego za sobą spadek bezrobocia jest uelastycznienie „klasycznego” stosunku pracy.

**Tabela 12. Elementy rynku pracy, 1998–2002**

Okresy	Pracujący		Bezrobotni zarejestrowani	Stopa bezrobocia zarejestrowanego
	w tys. osób	zmiana w %	w tys. osób	w %
1998 I-IV	15800	2,3	1831	10,4
1999 I-IV	15710	-0,6	2350	13,0
<b>Prognoza</b>				
2000 I-IV	15508	-1,3	2627	14,4
2001 I-IV	15546	0,2	2687	14,7
2002 I-IV	15721	1,1	2648	14,3
1998 I	15506	3,0	1846	10,4
II	15819	2,9	1688	9,6
III	15921	2,1	1677	9,6
IV	15953	1,4	1831	10,4
1999 I	15513	0,0	2170	12,1
II	15726	-0,6	2074	11,6
III	15808	-0,7	2178	12,1
IV	15792	-1,0	2350	13,0
2000 I	15185	-2,1	2532	14,0
II	15524	-1,3	2437	13,6
III	15638	-1,1	2529	14,0
<b>Prognoza</b>				
2000 IV	15685	-0,7	2627	14,4
2001 I	15155	-0,2	2722	15,0
II	15548	0,2	2573	14,3
III	15698	0,4	2629	14,5
IV	15785	0,6	2687	14,7
2002 I	15291	0,9	2735	14,9
II	15719	1,1	2552	14,0
III	15902	1,3	2575	14,1
IV	15974	1,2	2648	14,3

Źródło: Dane roczne oraz kwartalne z wyjątkiem danych dla pracujących – GUS; dane kwartalne dla pracujących oraz prognoza – CASE.

## Inflacja

- Wzrost presji inflacyjnej w III kwartale
- Wznowienie procesu dezinflacji już w IV kwartale

W III kwartale br. ponownie zwiększyła się presja inflacyjna. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych wzrósł o 10,8 proc. w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r., a indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu – o 8,5 proc. Należy jednak podkreślić, że już od sierpnia inflacja (mierzona przez powyższe indeksy cenowe) zaczęła się zmniejszać. O ile w lipcu ceny dóbr konsumpcyjnych były o 11,6 proc. większe niż przed rokiem, to we wrześniu wzrosły o 10,3 proc. Natomiast dynamika cen produkcji sprzedanej zmniejszyła się odpowiednio z 9,0 do 8,3 proc.

Przyczyny wzrostu cen na początku kwartału leżą głównie po stronie podażowej: spadła podaż zbóż i przetworów, wzrosły ceny paliw na rynkach światowych oraz kontynuowane były podwyżki cen energii elektrycznej. Czynniki popytowe, takie jak podaż pieniądza, kredyty konsumpcyjne oraz płace pozostawały pod kontrolą.

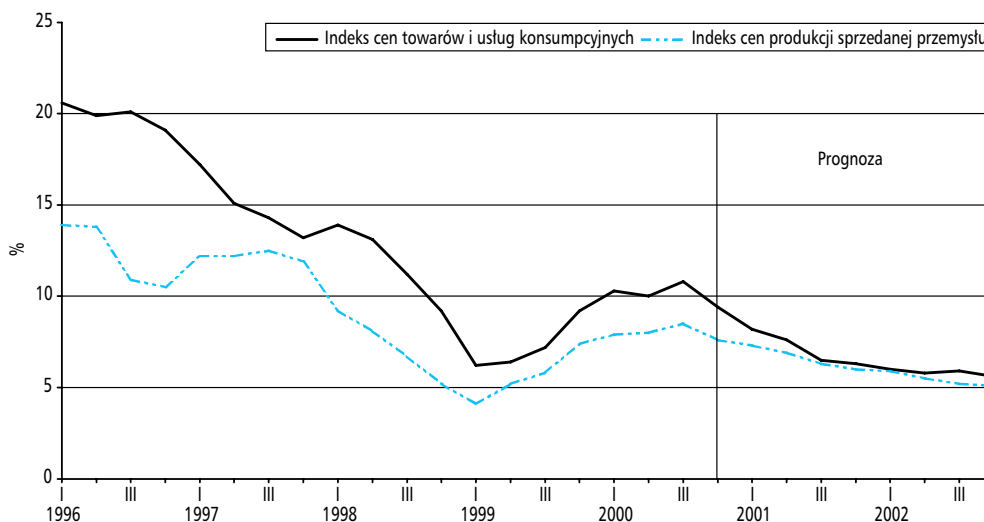
Większe tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w III kwartale spowodowane było przede

wszystkim przez wzrost cen żywności. Wzrosły one o 12,7 proc. w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r. Powodem większej, niż w poprzednich kwartałach, dynamiki cen był znaczny wzrost cen pieczywa i produktów zbożowych będący rezultatem wspomnianego już wcześniej zmniejszenia ich podaży, spóźnionych interwencji Agencji Rynku Rolnego oraz wprowadzeniem w ub.r. wysokich ceł na zboża. Pośrednim skutkiem protekcji celnej było zmniejszenie się pogłowia trzody chlewnej i bydła, co spowodowało znaczny wzrost cen mięsa.

W III kwartale zmniejszyła się dynamika cen towarów nieżywnościowych w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Ich ceny zwiększyły się o 9,3 proc. wobec 10,4-proc. wzrostu w poprzednim kwartale br. Przyczyną obniżenia dynamiki cen był ogólnie słaby popyt konsumpcyjny oraz efekt substytucji (wyższa dynamika cen towarów żywnościowych zmniejszyła dodatkowo popyt na dobra trwałego użytku). Czynnikiem hamującym tendencję spadkową była sytuacja na światowych rynkach walutowych. Podobnie jak w II kwartale, we wrześniu – po przejściowej stabilizacji w dwóch poprzednich miesiącach – w rezultacie wzrostu światowych cen paliw odnotowano duży wzrost cen paliw na rynku krajowym.

Ceny usług w III kwartale wzrosły o 11,4 proc. w porównaniu do analogicznego okresu ub.r., wobec 10,1

**Wykres 9. Indeksy cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz indeks cen produkcji sprzedanej, 1996–2002 (zmiana w proc.)**



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

proc. w poprzednim kwartale. Wyższa dynamika tych cen wynikała z innego rozłożenia w czasie podwyżek cen energii i gazu. W poprzednich latach elektrownie w porozumieniu z Urzędem Regulacji Energetyki podnosiły ceny energii zwykle w ciągu jednego miesiąca, natomiast w tym roku na skutek przedłużenia się negocjacji podwyżka ta rozłożyła się na kilka miesięcy. Pierwsze elektrownie podniosły ceny w maju, a ostatnie we wrześniu. W związku z tym całym proces znacznie się wydłużył i zniekształcił tradycyjną dynamikę cen.

W III kwartale br. indeks cen produkcji sprzedanej nadal rósł osiągając 8,5 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Było to wynikiem rozłożenia w czasie pod-

wyżek cen energii elektrycznej i gazu oraz wzrostem we wrześniu bazowych cen paliw o 6 proc. Czynnikiem stabilizującymi były zaś relatywne wzmocnienie się koszyka walutowego między czerwcem a sierpniem br. oraz zmniejszająca się dynamika popytu krajowego. Ten ostatni czynnik przejawiał się w spadku nowych zamówień do przemysłu oraz wzrostem zapasów wyrobów gotowych.

W nadchodzących trzech kwartałach oczekujemy stopniowego zwalniania dynamiki miesięcznych wzrostów cen żywności. Będzie to wynikać z prognozowanego przez nas pewnego zmniejszenia dynamiki cen pieczywa i produktów zbożowych oraz cen mięsa. Na skutek wysokich cen zbóż oraz paliw opłacalność hodowli będzie w najbliższym roku

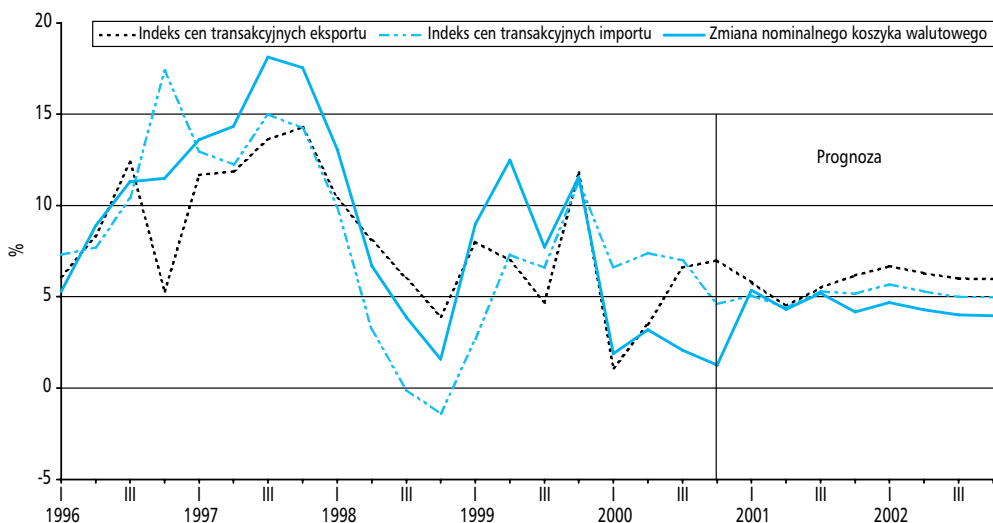
**Tabela 13. Podstawowe indeksy cenowe, 1998–2002 (zmiana w proc.)**

Okresy	Indeksy cen				Koszyk walutowy	Deflator PKB
	towarów i usług konsumpcyjnych	produkcji sprzedanej przemysłu	eksportu	importu		
1998 I-IV	11,8	7,3	6,8	2,4	6,1	11,7
1999 I-IV	7,3	5,6	8,1	7,2	10,3	7,1
<b>Prognoza</b>						
2000 I-IV	10,1	8,0	4,6	6,4	2,1	8,7
2001 I-IV	7,2	6,6	5,9	5,1	4,7	7,0
2002 I-IV	5,8	5,4	6,2	5,2	4,2	5,9
1998 I	13,9	9,2	10,4	9,9	13,1	11,9
II	13,1	8,1	8,1	3,2	6,7	12,1
III	11,2	6,7	6,0	-0,1	3,9	12,0
IV	9,2	5,2	3,9	-1,4	1,6	11,4
1999 I	6,2	4,1	8,0	2,7	9,0	7,2
II	6,4	5,2	7,0	7,3	12,5	7,2
III	7,2	5,8	4,7	6,6	7,7	5,9
IV	9,2	7,4	11,8	11,3	11,5	7,8
2000 I	10,3	7,9	1,1	6,6	1,9	7,8
II	10,0	8,0	3,5	7,4	3,2	8,3
III	10,8	8,5	6,6	7,0	2,1	9,5
<b>Prognoza</b>						
2000 IV	9,4	7,6	7,0	4,6	1,3	9,0
2001 I	8,2	7,3	5,8	5,1	5,4	8,2
II	7,6	6,9	4,5	4,4	4,3	7,4
III	6,5	6,3	5,5	5,3	5,2	6,7
IV	6,3	6,0	6,2	5,2	4,2	6,1
2002 I	6,0	5,9	6,7	5,7	4,7	6,4
II	5,8	5,5	6,3	5,3	4,3	6,1
III	5,9	5,2	6,0	5,0	4,0	5,8
IV	5,6	5,1	6,0	5,0	4,0	5,5

Źródło: Dane roczne – GUS (z wyjątkiem koszyka walutowego – NBP); dane o deflatorze PKB, szacunki (s) (z wyjątkiem indeksów cen towarów i usług konsumpcyjnych, produkcji sprzedanej przemysłu oraz koszyka walutowego) oraz prognozy – CASE.

Uwaga: Koszyk walutowy za lata 1997–1998: 55 proc. USD i 45 proc. DEM, natomiast od 1 stycznia 1999 r.: 55 proc. euro i 45 proc. USD.

**Wykres 10. Indeksy cen transakcyjnych eksportu i importu oraz nominalna zmiana koszyka walutowego, 1996–2002 (zmiana w proc.)**



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: 1. Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

2. Koszyk walutowy za lata 1995–1998: 55 proc. USD i 45 proc. DEM, natomiast od 1999 r.: 55 proc. euro i 45 proc. USD.

niska, co odzwierciedli się w ograniczeniu pogłowia trzody chlewnej i bydła. To zaś może uniemożliwić szybką stabilizację cen mięsa. Na lata 2001–2002 zakładamy lepsze zbiory i plony oraz związaną z nimi większą elastyczność interwencji Agencji Rynku Rolnego. Ponadto oczekujemy stopniowego zwiększenia zainteresowania przez rolników hodowlą trzody chlewnej, co mogłoby spowodować choć częściowe wyjście z tzw. „świńskiego dołka”.

W 2001 r. prognozujemy spadek tempa cen towarów nieżywnościowych. Wynikać to będzie z restrykcyjnej polityki pieniężnej oraz dalszego stopniowego zwolnienia dynamiki płac. Wydaje się także, iż ceny ropy na rynkach światowych powinny stopniowo spadać, co wpłynie na stabilizację na rynku krajowym.

W IV kwartale br. przewidujemy, że ceny usług będą stabilne. W I kwartale 2001 r. oczekujemy podwyżki cen quasi-administrowanych, a w II kwartale spodziewamy się podwyżki cen energii i gazu. W naszej ocenie skala tych ostatnich podwyżek nie przekroczy 2–3 pkt. proc. ponad poziom inflacji. Pewną niewiadomą na razie pozostaje cena gazu, który importowany jest głównie z Rosji. Jeśli okazałoby się, że jak chcą nasi dostawcy, ceny będą podlegały re negocjacji to można oczekiwać pewnego impulsu inflacyjnego. Na 2002 r. zakładamy utrzymanie wzrostu cen

quasi-administrowanych na poziomie o 2–3 pkt. proc. wyższym niż ogólny wskaźnik inflacji.

Spodziewamy się kontynuacji spadku tempa wzrostu indeksu cen produkcji sprzedanej głównie w wyniku osłabienia popytu krajowego i wzrostu efektywności gospodarowania. Oczekujemy również zmniejszenia się cen ropy na światowym rynku. W związku z tym wyeliminowana zostałaby jedna z głównych przyczyn wzrostu indeksu cen produkcji sprzedanej.

## Kurs walutowy

- Relatywna aprecjacja złotego w porównaniu z 1999 r.
- Osłabienie kursu euro do dolara
- Prognoza mniejszej realnej aprecjacji złotego w latach 2001–2002

Kolejny (trzeci już) kwartał upływał na rynku walutowym pod znakiem relatywnej aprecjacji złotego oraz znacznych dziennych wahań kursu nominalnego. Na wahania kursu największy wpływ miały: miesięczne dane o deficycie na rachunku obrotów bieżących, dzienne dane o kursie

## Inflacja bazowa

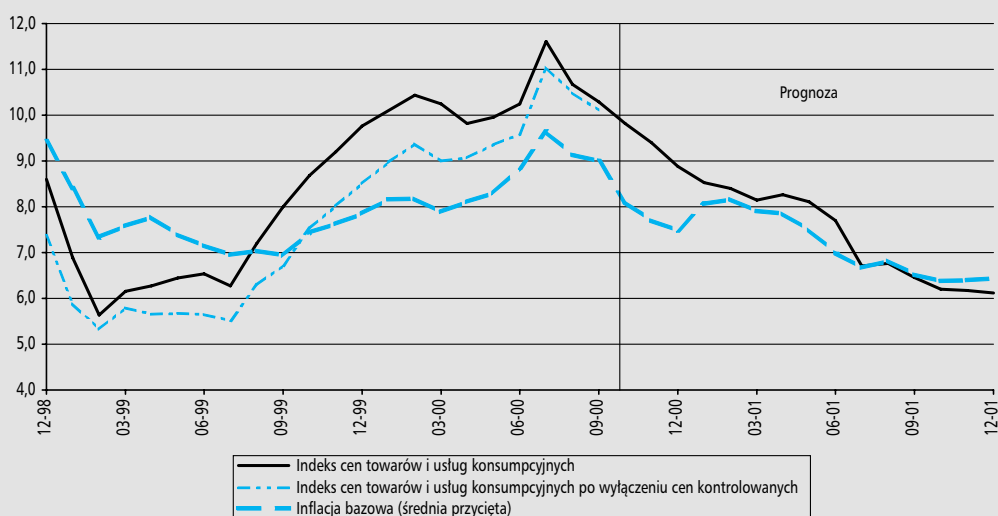
Inflacja bazowa w ujęciu 12-miesięcznym osiągnęła maksimum w lipcu i począwszy od sierpnia rozpoczęła spadać. Trend ten powinien się utrzymywać przez kilkanaście miesięcy z wyjątkiem I kwartału 2001 r., kiedy możliwa jest stabilizacja lub lekki wzrost dynamiki indeksu. Poniższy wykres przedstawia wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz dwie alternatywne miary inflacji: miarę inflacji bazowej (średnią obciętą), a także dynamikę obliczanego przez NBP wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych z wyłączeniem towarów i usług kontrolowanych (obliczenia własne).

Wszystkie trzy przedstawione indeksy osiągnęły najwyższe od kilkunastu miesięcy wartości w lipcu i od sierpnia wchodziły na ścieżkę długookresowego spadku. Od ponad roku indeks bazowy wykazuje konsekwentnie niższą dynamikę niż indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych. Powodem jest zdominowanie inflacji przez znaczną ilość przejściowych szoków podaźowych, których rezultatem były nieproporcjonalnie duże skoki cen w kilku sektorach. Choć wpływ wielu z nich stopniowo wygasa, o ich obecności świadczą blisko 2 pkt. proc. różnicy między oboma indeksami. Od kilku miesięcy na wyższą dynamikę indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych decydujący wpływ miały ceny kilku artykułów żywnościowych: mąki i pieczywa (blisko 30 proc. wzrostu w stosunku rocznym na koniec września), jaj (36 proc. wzrostu) oraz cukru (65 proc. wzrostu). Nadal odczuwalne są także efekty podwyżek w sektorze paliwowo-energetycznym. Choć ostatnie miesiące przyniosły względną stabilizację w tym sektorze, dynamika cen paliwa oraz gazu z butli w ujęciu 12-miesięcznym na koniec września wciąż należała do najwyższych w całym indeksie i wynosiła odpowiednio 26 i 47 proc.

Nieznacznie zmniejszył się dystans pełnego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych od wskaźnika obliczonego z wyłączeniem cen kontrolowanych. Dystans ten, choć wciąż pozytywny, jest teraz najmniejszy od kilku lat. Wskazuje to na konsekwentnie malejącą rolę zmian cen kontrolowanych w kształtowaniu procesów inflacyjnych, które przez lata były zdominowane podwyżkami administracyjnymi.

Ponieważ przewidujemy, że efekty większości szoków podaźowych, które decydowały o wyższej dynamice indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy będą słabnąć i stopniowo zanikną, prognozujemy spadek dynamiki inflacji bazowej w IV kwartale br. Dynamika indeksu bazowego nieznacznie wzrośnie na początku przyszłego roku, następnie ustabilizuje się na poziomie ok. 8 proc. w I kwartale i będzie spadać przez następne 3 kwartały. W III kwartale 2001 r. przewidujemy przecięcie się indeksów – zwykłego i bazowego, co oznacza, że począwszy od IV kwartału 2001 r. inflacja bazowa będzie przewyższać inflację mierzoną indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Inflacja bazowa, 1998–2001



Źródło: GUS i CASE.

euro do dolara oraz zmieniające się opinie o możliwości realizacji planowanego na 2001 r. deficytu budżetowego. Ponadto, rynek walutowy wciąż pozostaje bardzo płytki przy dziennych obrotach średnio poniżej 1 mld USD.

Poprawa salda na rachunku bieżącym oraz możliwość spadku deficytu do poziomu 7 proc. PKB w końcu br. uspokoiła rynek walutowy, pomimo pewnej zmienności miesięcznych danych o deficycie wprowadzającej rynek walutowy raz w stan optymizmu, raz pesymizmu. Nie wydaje się jednak, aby do końca roku miały miejsce bardziej negatywne zdarzenia zewnętrzne niż te z trzech kwartałów br., do których przede wszystkim zaliczamy znaczny wzrost cen ropy naftowej i osłabienie euro w stosunku do dolara z 1,02 do 0,85 USD/EUR od stycznia do 20 września br., czyli o 18,4 proc.

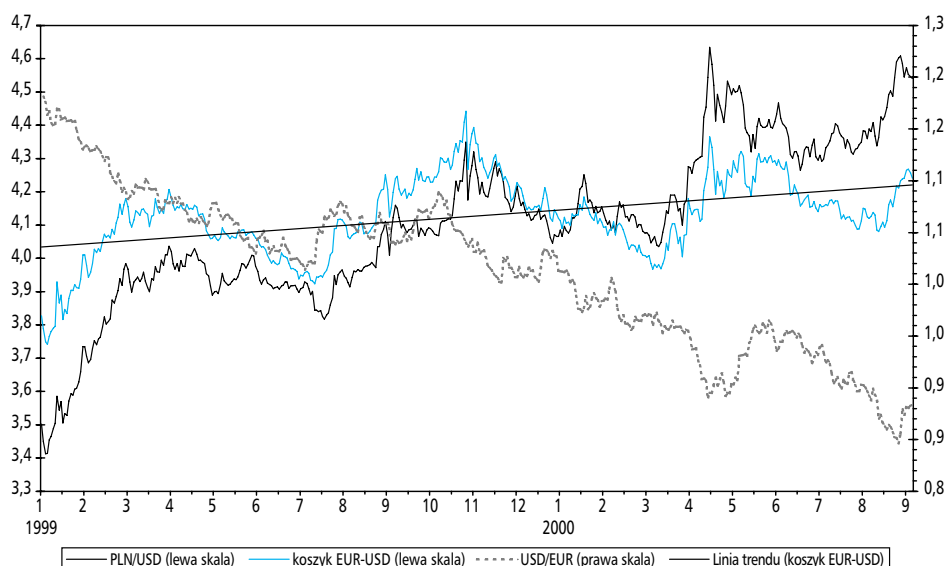
Opublikowanie założeń budżetu na 2001 r. nastąpiło w połowie lipca. Wprowadzenie koncepcji deficytu ekonomicznego (patrz polityka fiskalna), ujawnienie skali sztywnych wydatków budżetowych wraz z przesunięciem ich realizacji w ciężar budżetu na 2001 r. wywołało falę sprzecznych analiz, ale zostało pozytywnie przyjęte przez rynek walutowy. Utrzymanie pierwotnych założeń wielkości deficytu budżetowego w projekcie budżetu dla parlamentu (przedstawianym 15 listopada) będzie oczywistym sygnałem dla rynków. Wobec poprawy deficytu na rachun-

ku obrotów bieżących i spadku inflacji, deficyt budżetowy pozostaje więc jedyną niewiadomą silnie wpływającą na ocenę polskiej gospodarki przez inwestorów.

Kolejnym czynnikiem zakłócającym funkcjonowanie rynku walutowego jest jego „dolaryzacja” z uwagi na dominującą pozycję banków londyńskich. Kontrastuje to z dużym udziałem (ok. 50 proc.) transakcji denominowanych w euro w polskim handlu zagranicznym. Przy silnych wahanach kursu euro do dolara taka struktura rynku prowadzi do wzmocnienia sygnałów krajowych, zarówno pozytywnych i negatywnych, co przekłada się na silne rozchwanie kursu złotego do dolara. Kurs ten z przyczyn historycznych (dolaryzacja gospodarki w okresie socjalizmu) ma natomiast w opinii publicznej podstawowe znaczenie dla percepcji sytuacji makroekonomicznej Polski. Sprzeczność ta nie zostanie rozwiązana do czasu ustawowego powiązania złotego z euro (przystąpienie Polski do ERM II po 2003 r. lub opcja euroizacji złotego, czyli jednostronne przyjęcie euro i zastąpienie nim złotego).

Od 1 stycznia 1999 r. do 30 września 2000 r. kurs euro do dolara USA zdeprecjonował się nominalnie o ponad 25 proc. (w tym w ciągu trzech kwartałów 2000 r. o ponad 14 proc.), kurs złotego do dolara zdeprecjonował się odpowiednio o ponad 31 proc. i 10 proc., a kurs złotego do euro aprecjonował odpowiednio o 1,8 proc. i ponad 4 proc. Naj-

**Wykres 11. Kursy średnie złotego w stosunku do dolara i koszyka euro-USD, 1999–2000**



Źródło: NBP

pełniejszym wskaźnikiem nominalnej deprecjacji/aprecjacji złotego pozostaje, w naszej ocenie, koszyk euro i dolara (w proporcjach 55 i 45 proc.). Kurs złotego do koszyka walutowego za okres 1999–2000 deprecjonował o 12 proc., a w ciągu br. zaledwie o 2,4 proc. W wyrażeniu nominalnym kurs złotego w stosunku do koszyka walutowego pozostaje bardzo stabilny. W wyrażeniu realnym oznacza to aprecjację złotego średnio o około 7 proc. w stosunku rocznym. Stabilne zachowanie kursu koszyka walutowego w stosunku do złotego (będące rezultatem jego konstrukcji) w prak-

tyce daje możliwość bardzo dobrego zabezpieczenia od ryzyka zmian krzyżowych kursów euro i dolara oraz ich wpływu na kurs złotego.

W rezultacie wahań kursu dolara do euro we wrześniu złoty słabł w stosunku do dolara i osiągnął 21 września kwartalne maksimum 4,61 (historyczne minimum euro do dolara miało miejsce 20 września). Kurs dolara do euro, po wyeliminowaniu niepewności związanych z polityką budżetową (oraz kontynuacją pozytywnych ten-

**Tabela 14. Podstawowe kursy walutowe, 1998–2002 (w złotych)**

Okresy		USD	DEM	ECU/Euro	Realny efektywny kurs walutowy
1998	I-IV	3,49	1,99	3,92	151,3
1999	I-IV	3,97	2,16	4,23	147,2
<b>Prognoza</b>					
2000	I-IV	4,38	2,07	4,05	
2001	I-IV	4,65	2,14	4,19	
2002	I-IV	4,52	2,37	4,64	
1998	I	3,51	1,93	3,82	151,7
	II	3,44	1,92	3,79	153,8
	III	3,55	2,02	3,98	150,2
	IV	3,48	2,09	4,11	147,4
1999	I	3,76	2,15	4,22	144,5
	II	3,96	2,14	4,19	147,4
	III	3,97	2,13	4,17	150,1
	IV	4,18	2,22	4,34	146,7
2000	I	4,11	2,08	4,07	158,1
	II	4,38	2,09	4,08	159,2
	III	4,39	2,03	3,98	167,0
<b>Prognoza</b>					
2000	IV	4,64	2,08	4,06	
2001	I	4,68	2,05	4,00	
	II	4,70	2,12	4,15	
	III	4,60	2,15	4,20	
	IV	4,60	2,26	4,42	
2002	I	4,48	2,32	4,53	
	II	4,52	2,37	4,64	
	III	4,50	2,35	4,60	
	IV	4,57	2,44	4,77	

Źródło: NBP, realny efektywny kurs walutowy – JP Morgan, prognozy – CASE.

Uwaga: 1. Kursy średnie.

2. Realny efektywny kurs walutowy, średnia 1990 = 100.

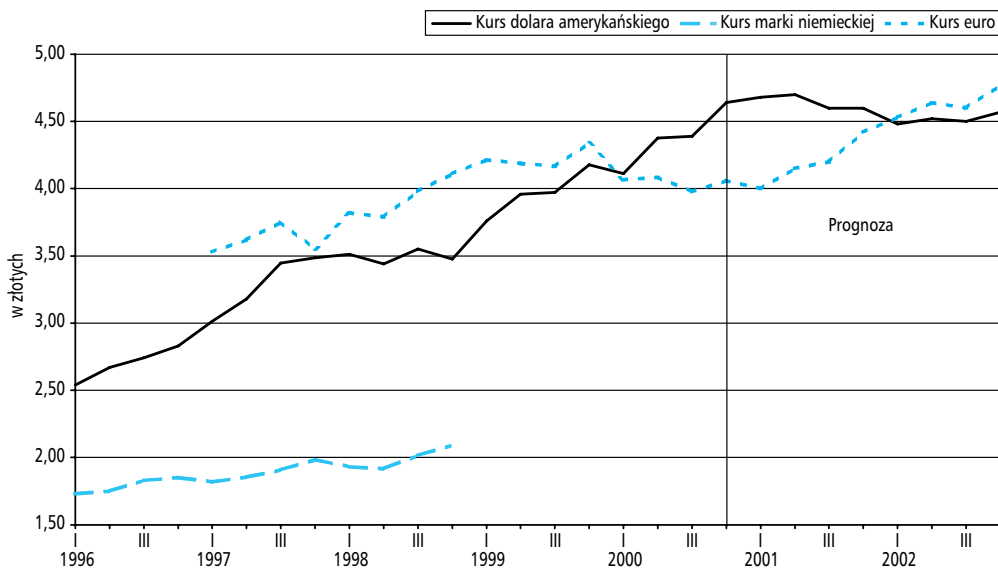
3. Do końca 1998 r. ECU, a następnie euro.



dencji makroekonomicznych) pozostanie więc głównym czynnikiem wpływającym na kurs złotego do dolara. Ze względu na możliwość znacznych wahań kursu euro do dolara oczekiwać można zwiększonej amplitudy wahań

kurs złotego do dolara. Sytuacji tej również nie poprawi spodziewany napływ krótkoterminowego kapitału zagranicznego po przegłosowaniu budżetu w Sejmie na początku przyszłego roku.

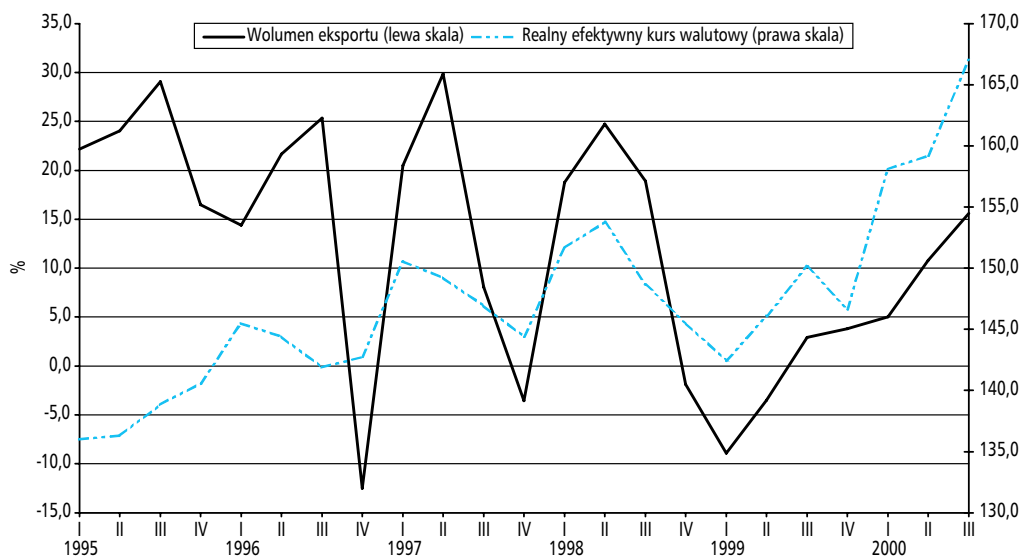
**Wykres 12. Kursy podstawowych walut, 1996–2002 (w złotych)**



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

**Wykres 13. Wolumen eksportu i realny efektywny kurs walutowy, 1995–2000 (zmiana w proc.)**



Źródło: GUS oraz JP Morgan.

Uwaga: Realny efektywny kurs walutowy (prawa skala), średnia 1990 = 100.

## Handel zagraniczny

- Osłabienie dynamiki importu
- Utrzymanie dobrej koniunktury w eksporcie
- Nadal niekorzystny poziom wskaźnika *terms of trade*

Drastyczne zwolnienie popytu krajowego w II i III kwartale br. w związku z restrykcyjną polityką gospodarczą oraz spadkiem dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych (które bezpośrednio wpływa na obniżenie importu dóbr konsumpcyjnych i pośrednio przez zmniejszony popyt na produkcję krajową i w konsekwencji na

importowane towary zaopatrzeniowe) spowodowało obniżenie popytu importowego. W konsekwencji szacujemy, iż w III kwartale tempo wzrostu wolumenu importu (w ujęciu celnym) spadło z 13,5 proc. w II kwartale do 3,6 proc. w porównaniu do analogicznego okresu ub.r. Według wstępnych szacunków NBP wpływy z importu wyniosły 10,5 mld USD. Jest to nieznacznie więcej niż w analogicznym kwartale 1999 r. (o 0,4 mld USD) oraz niż w poprzednim kwartale (o 0,66 mld USD).

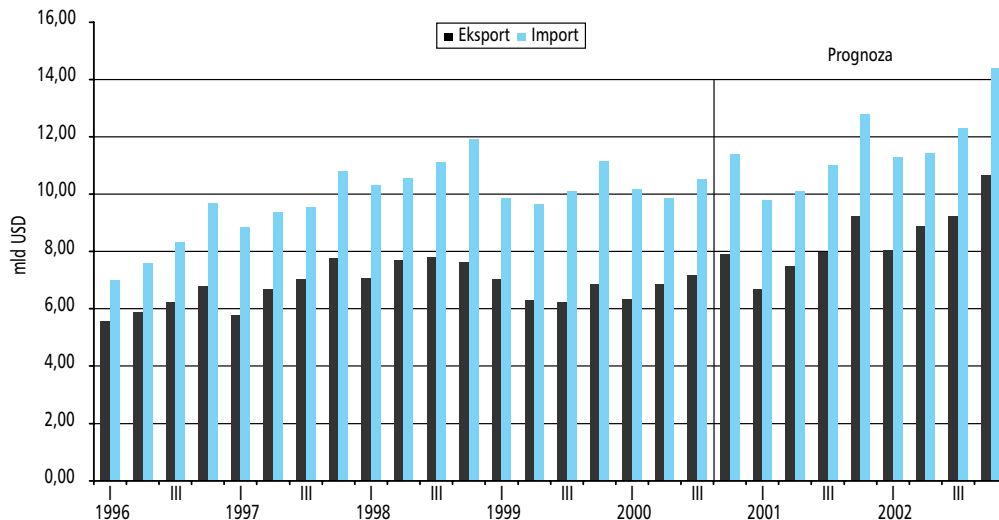
W latach 2001–2002 przewidujemy wzrost dynamiki importu w związku z przyspieszeniem popytu krajowego oraz szybszego wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych. Tempo przyrostu importu wg rachunków ustabilizuje się na poziomie ok. 10 proc. rocznie. Będzie to pra-

**Tabela 15. Eksport, import oraz saldo handlu zagranicznego, 1998–2002 (w mld USD)**

Okresy	Eksport			Import			Saldo		
	NBP	GUS	Rachunki narodowe	NBP	GUS	Rachunki narodowe	NBP	GUS	Rachunki narodowe
1998 I-IV	30,12	28,23	44,62	43,84	47,05	52,92	-13,72	-18,83	-8,30
1999 I-IV	26,35	27,41	40,75	40,73	45,91	50,84	-14,38	-18,50	-10,08
<b>Prognoza</b>									
2000 I-IV	28,24	31,49	41,61	41,93	49,43	51,07	-13,69	-17,95	-9,45
2001 I-IV	31,35	34,91	46,24	43,67	52,43	55,31	-12,32	-17,51	-9,07
2002 I-IV	36,82	41,04	54,29	49,39	60,03	63,95	-12,57	-18,99	-9,67
1998 I	7,06	7,02	10,82	10,30	11,09	12,59	-3,24	-4,06	-1,77
II	7,67	7,04	11,31	10,55	11,70	13,16	-2,88	-4,65	-1,85
III	7,80	6,89	11,13	11,10	12,00	13,09	-3,30	-5,10	-1,96
IV	7,60	7,27	11,35	11,90	12,28	14,09	-4,31	-5,00	-2,73
1999 I	7,01	6,62	9,79	9,83	10,26	12,32	-2,82	-3,64	-2,53
II	6,28	6,51	9,56	9,64	11,13	12,42	-3,36	-4,62	-2,86
III	6,21	6,75	10,48	10,10	11,54	12,63	-3,89	-4,79	-2,15
IV	6,84	7,53	10,92	11,15	12,99	13,47	-4,31	-5,46	-2,54
2000 I	6,32	7,55	8,89	10,17	11,77	11,98	-3,85	-4,22	-3,09
II	6,84	7,51	9,57	9,85	12,28	12,02	-3,01	-4,77	-2,45
III	7,18	7,82	11,38	10,51	12,00	13,10	-3,33	-4,18	-1,73
<b>Prognoza</b>									
2000 IV	7,90	8,60	11,78	11,40	13,38	13,97	-3,50	-4,78	-2,19
2001 I	6,65	7,94	9,35	9,78	11,54	11,99	-3,12	-3,60	-2,64
II	7,49	8,23	10,48	10,09	12,84	12,82	-2,61	-4,61	-2,34
III	7,99	8,71	12,67	11,01	12,81	14,27	-3,02	-4,10	-1,60
IV	9,22	10,03	13,74	12,79	15,24	16,24	-3,57	-5,21	-2,49
2002 I	8,05	9,62	11,32	11,27	13,49	14,15	-3,22	-3,87	-2,83
II	8,86	9,74	12,41	11,43	14,73	14,86	-2,56	-4,98	-2,44
III	9,25	10,09	14,67	12,30	14,47	16,29	-3,04	-4,39	-1,62
IV	10,65	11,60	15,88	14,40	17,34	18,66	-3,74	-5,74	-2,77

Źródło: NBP, GUS, szacunki danych GUS (s) oraz prognozy – CASE.  
Uwaga: Rachunki narodowe wg definicji GUS.

**Wykres 14. Eksport oraz import, 1996–2002 (w mld USD)**



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

wie dwukrotnie szybsze tempo niż w br., ale zdecydowanie niższe niż w latach 1995–1998.

Utrzymuje się poprawa polskiego eksportu zapoczątkowana w końcu 1999 r. NBP szacuje wpływy z eksportu w ujęciu płatniczym na 7,2 mld USD, a więc więcej niż w poprzednim kwartale (o 0,96 mld USD), jak i w III kwartale 1999 r. (o 0,34 mld USD). Roczne tempo wzrostu wolumenu eksportu obniżyło się do 18,1 proc. (w ujęciu celnym), gdy w poprzednim kwartale wynosiło 21,6 proc. Po części pogorszenie jest efektem statystycznym – w II kwartale wskaźnik był odnoszony do niskiej bazy II kwartału 1999 r.

Dynamika wolumenu eksportu w I półroczu do krajów UE, jak i krajów Europy Środkowo-Wschodniej kształtowała się na zbliżonym poziomie – odpowiednio 21,1 proc. i 21,3 proc. Po 8 miesiącach br. eksport do Rosji i na Ukrainę nadal pozostaje poza pierwszą dziesiątką w rankingu głównych rynków eksportowych Polski (kraje te zajmują odpowiednio 11 i 12 miejsce).

W scenariuszu bazowym przewidujemy stopniowy wzrost dynamiki eksportu. Wiąże się to z zakładanym przez nas przyspieszeniem gospodarczym w UE po 2001 r., poprawą sytuacji ekonomicznej w Rosji i na Ukrainie. Ponadto oczekujemy zmiany struktury towarowej polskiej produkcji w kierunku dóbr bardziej przetworzonych i zwiększonej konkurencyjności polskich producentów.

Zgodnie z naszymi przewidywaniami wskaźnik *terms of trade* w II kwartale 2000 r. był na zbliżonym poziomie do tego obserwowanego w I kwartale i wyniósł 96,2. Wartość wskaźnika wynikała z nadal niskiej dynamiki cen eksportu wyrażonych w złotówkach (3,5 proc. w stosunku do analogicznego kwartału ub.r.) oraz utrzymującego się wzrostu cen importu (7,6 proc.). Ceny importu w dalszym ciągu są głównie determinowane wysokimi cenami ropy naftowej. Ponadto ceny importu wzrosły w wyniku osłabienia złotego w stosunku do dolara w II kwartale. W III kwartale wartość wskaźnika *terms of trade* może się nieznacznie pogorszyć (w związku z ponownym wzrostem światowych cen ropy zwiększających ceny importu i deprecjacją euro obniżającą złotowe ceny eksportu). Natomiast w IV kwartale przewidujemy poprawę, ale nadal wskaźnik będzie się utrzymywał poniżej 100. Jest to niekorzystna sytuacja obniżająca siłę nabywczą Polski w handlu zagranicznym.

## Bilans płatniczy

- Dobry wynik na rachunku bieżącym
- Odpływ kapitału portfelowego
- Osłabienie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych

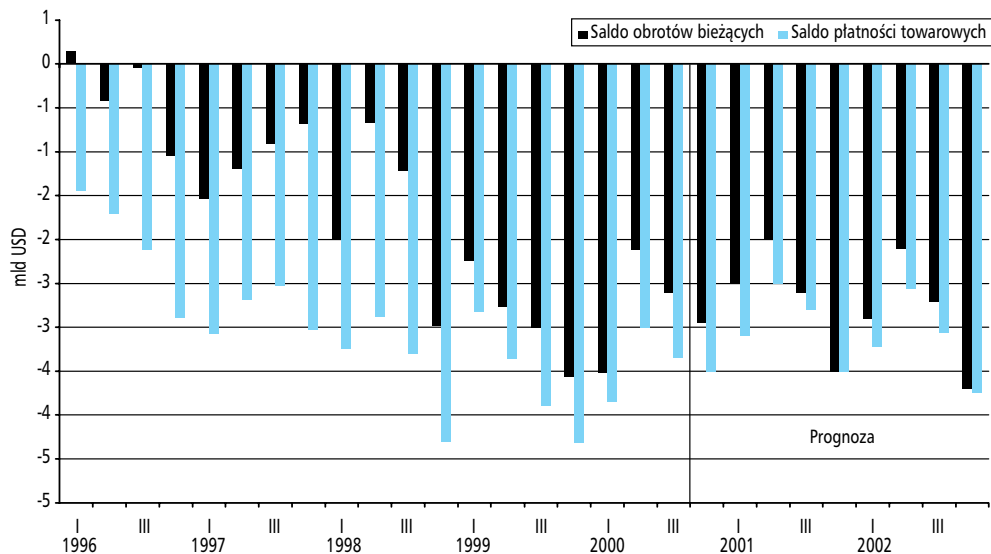
Tabela 16. Elementy bilansu płatniczego, 1998–2002 (w USD)

Okresy	Saldo					Saldo			Zmiana oficjalnych aktywów rezerwo- wych	Oficjalne aktywa rezerwowe
	rachunku bieżącego		płatności towarowych	nie sklasyfi- kowanych obrotów bieżących	obrotów kapitałowych i finansowych	Inwestycji		kredytów > 1 roku		
	w % PKB					bezpośrednich	portfelowych			
1998 I-IV	-6,86	-4,33	-13,72	6,00	11,67	4,97	1,33	1,75	6,71	27,38
1999 I-IV	-11,57	-7,44	-14,38	3,64	8,25	6,35	1,45	2,07	0,16	25,49
<b>Prognoza</b>										
2000 I-IV	-11,02	-6,87	-13,69	3,87	8,84	8,17	2,08	0,49	0,45	26,68
2001 I-IV	-9,90	-5,79	-12,32	4,35	11,40	7,80	1,10	2,10	1,50	28,18
2002 I-IV	-10,20	-5,18	-12,57	4,10	11,20	7,20	1,00	2,70	1,00	29,18
1998 I	-2,00	-5,67	-3,24	1,16	3,24	1,00	0,21	0,21	2,58	23,06
II	-0,67	-1,71	-2,88	1,72	2,19	1,26	0,36	0,44	1,99	25,26
III	-1,22	-3,08	-3,30	1,87	3,54	1,68	-0,86	0,13	1,81	27,08
IV	-2,98	-6,62	-4,31	1,25	2,70	1,02	1,61	0,97	0,23	27,38
1999 I	-2,24	-6,26	-2,82	0,80	1,85	1,13	-0,29	-0,11	0,85	26,60
II	-2,76	-7,41	-3,36	0,79	1,29	1,04	0,03	0,60	-0,64	25,85
III	-3,01	-7,67	-3,89	1,15	2,06	2,47	-0,09	1,01	-0,23	26,03
IV	-3,56	-8,30	-4,31	0,90	3,05	1,71	1,80	0,57	0,18	25,49
2000 I	-3,52	-9,39	-3,85	0,73	2,08	1,55	2,44	-0,02	-0,57	25,59
II	-2,11	-5,51	-3,01	1,06	1,16	1,12	0,24	0,04	-0,26	25,34
III	-2,26	-5,58	-3,33	1,08	1,20	0,90	-0,11	0,17	0,01	25,42
<b>Prognoza</b>										
2000 IV	-3,14	-7,16	-3,50	1,00	4,40	4,60	-0,50	0,30	1,26	26,68
2001 I	-2,80	-7,48	-3,12	0,80	2,60	1,60	-0,10	0,50	-0,20	26,48
II	-1,80	-4,45	-2,61	1,00	2,20	1,70	0,20	0,70	0,40	26,88
III	-2,00	-4,59	-3,02	1,40	2,60	2,00	0,40	0,50	0,60	27,48
IV	-3,30	-6,65	-3,57	1,15	4,00	2,50	0,60	0,40	0,70	28,18
2002 I	-2,90	-6,59	-3,22	0,80	3,00	1,50	0,50	0,60	0,10	28,28
II	-1,80	-3,82	-2,56	0,95	2,00	1,40	0,40	0,70	0,20	28,48
III	-2,10	-4,21	-3,04	1,30	2,50	1,90	0,10	0,70	0,40	28,88
IV	-3,40	-6,09	-3,74	1,05	3,70	2,40	0,00	0,70	0,30	29,18

Źródło: Dane oraz szacunki (s) – prognozy – CASE.

Uwaga: Dane za III kwartał wstępne.

**Wykres 15. Saldo płatności towarowych oraz rachunku bieżącego, 1996–2002 (w mld USD)**



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2000 r. – prognoza CASE.

Saldo rachunku bieżącego w III kwartale wyniosło, wg wstępnych danych NBP, -2,3 mld USD, co stanowiło nieznaczne pogorszenie w stosunku do poprzedniego kwartału, ale nadal jest to zadowalający wynik. Skumulowany, roczny deficyt rachunku bieżącego wyniósł 7,2 proc. PKB. Relatywnie dobry wynik bierze się przede wszystkim ze stosunkowo niskiego deficytu w obrotach handlowych, który wyniósł 3,3 mld USD, czyli o 0,3 mld więcej niż w poprzednim kwartale i o ponad 0,5 mld mniej niż w analogicznym okresie ub.r.

Ponadto deficyt w handlu usługami był niższy w porównaniu do poprzedniego kwartału, jak i analogicznego okresu ub.r. i wyniósł -329 mld USD. Tak więc od początku roku notuje się systematyczny spadek deficytu.

Niesklasyfikowane obroty bieżące pozostały na poziomie zbliżonym do obserwowanego w II kwartale br. – tj. 1,1 mld USD, aczkolwiek we wrześniu wyniosły 420 mln USD – osiągając najlepszy wynik od prawie roku. Może to być sygnałem rozpoczynającej się stopniowej poprawy w niesklasyfikowanych obrotach bieżących.

Należy jednak zaznaczyć, iż relatywnie niski deficyt obrotów bieżących to także przesunięcie płatności odsetkowych od długu Polski z września na październik. Deficyt

dochodów, a tym samym deficyt obrotów bieżących, mógłby być większy o niecałe 200 mln USD. W związku z tym w październiku należy się spodziewać pogorszenia salda obrotów bieżących.

Zwiększenie stopnia restrykcyjności polityki gospodarczej w pierwszych trzech kwartałach 2000 r. może w dalszym ciągu zmniejszać dynamikę popytu wewnętrznego oraz tym samym dynamikę popytu na importowane towary i usługi w IV kwartale. Spodziewamy się więc dalszej poprawy salda na rachunku bieżącym w bilansie płatniczym, która była już widoczna od II kwartału. W skali całego roku deficyt może osiągnąć 11,0 mld dolarów, czyli 6,9 proc. PKB (tj. mniej niż w 1999 r. o 0,6 pkt. proc.).

W kolejnych latach dynamika importu ustabilizuje się na wyższym poziomie niż w 2000 r., tj. ok. 10,0 proc. (wg rachunków narodowych). Będzie to rezultatem wyższych realnych dochodów i silniejszego popytu krajowego. Jednakże nadal silny impuls eksportowy pozwoli na stabilizację deficytu handlowego w latach 2001 i 2002 na poziomie ok. 10 mld USD.

Poprawa salda na rachunku bieżącym będzie się także wiązać ze zwiększonymi transferami, głównie z funduszy UE wraz ze zbliżaniem się daty przystąpienia Polski do Unii.

W III kwartale napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych był niewielki i wyniósł niecałe 0,9 mld USD. Stanowi to najgorszy rezultat od prawie 3 lat. Po części jest to wynik opóźnienia prywatyzacji TP SA. W konsekwencji w IV kwartale należy spodziewać się większych napływów.

Już w 2001 r. wraz z kończeniem prywatyzacji „dużych przedsiębiorstw” można oczekiwać mniejszego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Dalszy ich spadek będzie postępował w 2002 r. natomiast w kolejnych latach spodziewamy się wzmożonego napływu inwestycji typu „green-field”.

Napływ netto inwestycji portfelowych w III kwartale był ujemny. W sierpniu nastąpił odpływ netto kapitału w wysokości 0,23 mld USD. Początkowo NBP szacował ten odpływ na ponad 0,4 mld USD. Korekta dotyczyła przede wszystkim papierów dłużnych – przeszacowano polskie inwestycje za granicą oraz odpływ kapitału portfelowego związany z papierami dłużnymi. Podwyżka stóp procentowych o 150 pkt. bazowych z 31 sierpnia nie spowodowała znacznego powrotu kapitału portfelowego we wrześniu. W związku z nadal wysokimi polskimi inwestycjami portfelowymi za granicą saldo kapitału portfelowego we wrześniu ponownie było ujemne.

Duża pozycja „błędy i opuszczenia” w III kwartale może wynikać z niedoszacowania napływu kapitału do Polski. Prawdopodobnie w kolejnych miesiącach dane za III kwartał zostaną zaktualizowane, a wielkości w kategorii „błędy i opuszczenia” odpowiednio skorygowane.

Aktywa rezerwowe brutto spadają od roku. Na koniec września wyniosły 25,4 mld USD, to jest mniej o 0,57 mld USD w porównaniu z końcem czerwca. W dalszym ciągu starcza to jednak na pokrycie ponad 7-miesięcznego średniego importu. Na koniec 2000 r. prognozujemy, iż rezerwy wzrosną do 28,7 mld USD (równoważność także 7-miesięcznego importu). W kolejnych latach oczekujemy stałej poprawy bilansu płatniczego.

## Finanse publiczne

- Zwiększony deficyt finansów publicznych w roku 2000
- Opóźnione wpływy prywatyzacyjne
- Niepewności wokół budżetu na rok 2001

## Wykonanie budżetu państwa na rok 2000

W pierwszych trzech kwartałach zrealizowano (podobnie jak w ub.r.) 69,5 proc. planowanych dochodów budżetu na cały rok. W mniejszym stopniu zrealizowano przychody z podatków pośrednich (wskaźnik realizacji 67,7 proc.), co można tłumaczyć słabszym wzrostem popytu konsumpcyjnego. W dalszym ciągu niższe od zakładanych pozostają przychody z podatku dochodowego od osób fizycznych (zrealizowano jedynie 61,0 proc.) W porównaniu z I półroczem w przyspieszonym tempie rosły natomiast przychody z podatku dochodowego od osób prawnych (80,2 proc.), głównie w wyniku znacznej poprawy rentowności przedsiębiorstw. Nadal szybko rosną dochody z ceł (82,0 proc.), natomiast w ostatnim kwartale dochodów z zysku nie przekazywał NBP. Nieco wyższy poziom realizacji budżetu charakteryzuje stronę wydatków; w ciągu pierwszych kwartałów 2000 r. wykonano 71,6 proc. planowanych wydatków (poziom porównywalny z ubiegłorocznym). Na uwagę zasługuje wysoka, spowodowana wysokimi stopami procentowymi, realizacja kosztów obsługi zadłużenia krajowego (75,4 proc.), a niska zadłużenia zagranicznego (64,8 proc.). Wysoki jest wskaźnik realizacji wydatków Funduszu Pracy (84,1 proc.). Na ten cel do końca roku nie wystarczy planowanych środków, a pożyczki, które zaciąga obecnie Urząd Pracy powiększą deficyt sektora finansów publicznych (prawdopodobnie o ok. 0,1 proc. PKB) w 2000 r.

W efekcie deficyt budżetu państwa po trzech kwartałach wyniósł 14 mld zł, czyli 90,8 proc. planowanego na 2000 r. i powiększył się w III kwartale o 3,2 mld zł. Oznacza to relatywne pogorszenie sytuacji w budżecie państwa. W III kwartale zazwyczaj, z uwagi na znaczne wahania sezonowe wydatków (latem były relatywnie niższe), udawało się utrzymywać zbilansowany budżet. W III kwartale obniżono zadłużenie zagraniczne o 2,4 mld zł (według planów budżetowych ma ono spaść jeszcze w br. o 1,0 mld zł). Potrzeby pożyczkowe państwa na rynku krajowym zwiększyły w III kwartale także wypłaty rekompensat (1,1 mld zł, czyli 78,6 proc. planu). Finansowanie deficytu w trzech kwartałach pokryto przychodami z prywatyzacji (3,3 mld zł), emisją obligacji (2,0 mld zł) oraz bardzo agresywnym wzrostem emisji bonów skarbowych (4,9 mld zł). Szybki wzrost zadłużenia krajowego w ciągu pierwszych trzech kwartałów należy tłumaczyć zrealizowaniem jedynie w 37,6 proc. planowanych przychodów z prywatyzacji. Ta niska dynamika wynikała z opóźnień w realizacji transakcji sprzedaży pakietu akcji TP SA. Po zrealizowaniu tej transak-

**Tabela 17. Wybrane pozycje budżetu państwa, 1998–2002 (w mld złotych)**

Okresy		Dochody		Wydatki	Wyniki budżetu	
		ogółem	w tym podatkowe		w mld zł	w % PKB
1998	I-IV	126,5	113,8	139,8	-13,3	-2,4
1999	I-IV	125,9	112,7	138,5	-12,6	-2,0
<b>Prognoza</b>						
2000	I-IV	136,4	120,4	151,8	-15,4	-2,2
2001	I-IV	159,0	141,7	172,9	-13,9	-1,8
2002	I-IV	175,7	157,0	179,3	-3,7	-0,4
1998	I	28,7	25,6	32,3	-3,5	-2,9
	II	29,3	26,3	35,1	-5,8	-4,4
	III	33,1	29,9	34,1	-1,1	-0,8
	IV	35,5	32,1	38,3	-2,8	-1,8
1999	I	27,7	24,8	36,5	-8,7	-6,5
	II	28,8	25,2	31,4	-2,6	-1,8
	III	32,4	29,5	32,4	0,0	0,0
	IV	36,9	33,1	38,2	-1,3	-0,7
2000	I	30,9	27,6	37,9	-6,9	-4,5
	II	33,2	27,5	37,1	-3,8	-2,3
	III	33,8	31,0	37,0	-3,2	-1,8
<b>Prognoza</b>						
2000	IV	38,5	34,4	39,9	-1,4	-0,7
2001	I	34,5	30,8	42,2	-7,8	-4,4
	II	38,4	32,1	43,0	-4,6	-2,4
	III	40,6	37,7	39,9	0,8	0,4
	IV	45,5	41,1	47,8	-2,3	-1,0
2002	I	38,2	34,3	44,6	-6,4	-3,2
	II	42,3	35,6	44,3	-2,0	-0,9
	III	44,9	41,7	41,4	3,6	1,6
	IV	50,2	45,4	49,0	1,2	0,5

Źródło: Dane – Ministerstwo Finansów, prognoza – CASE.

cji w październiku br. plany dochodów prywatyzacyjnych na 2000 r. zostały przekroczone o ok. 30 proc. (6,1 mld zł). W ostatnim kwartale można zatem oczekiwać szybkiego spadku sumy wartości bonów i obligacji skarbowych pozostających w rękach inwestorów.

Cieniem na wykonaniu budżetu kładzie się oczywiście niedoszacowanie o 1,2 mld zł wydatków na podwyżki nauczycieli. Rząd sfinansował ten niedobór przez przesunięcia z innych celów 0,5 mld zł, pozostałą część zmuszone zostaną sfinansować samorządy. O 0,7 mld zł będzie zatem z tego powodu wyższy deficyt finansów publicznych, tj. o ok. 0,1 proc. PKB.

## **Samorządy**

Niskie wpływy z podatku dochodowego od osób fizycznych w pierwszych ośmiu miesiącach 2000 r. podważyły realność budżetów samorządów. Udział w tym podatku stanowi bowiem od 30 do 35 proc. ich dochodów. W tej sytuacji część z nich postanowiło zaciągać kredyty komercyjne, nie ma jednak sygnałów o generalnej zmianie wysokiej ostrożności w polityce finansowej samorządów. Potencjalnie zły wpływ na finanse lokalne może mieć także pogarszająca się sytuacja Kas Chorych. Odrębnym zagadnieniem jest konieczność pokrycia przez samorządy części wypłat wyższych podwyżek dla

**Tabela 18. Wyniki sektora publicznego, 1999–2001 (w proc. PKB)**

	1999	2000 Planowane wykonanie	2000 CASE	2001 Założenia
<b>Wynik budżetu państwa</b>	-2,0	-2,2	-2,2	-1,4
Wynik samorządów	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3
Wynik Funduszy	-1,0	-0,3	-0,4	-0,3
Wynik Kas Chorych	-0,1	0,0	-0,1	0,0
<b>Wynik sektora finansów publicznych</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,7</b>
Rekompensaty	-	-0,5	-0,5	-0,3
II Filar	0,5	1,3	1,3	1,3
Wydatki finansowane z licencji UMTS				-0,9
<b>Efekt dla oszczędności krajowych (tzw. deficyt ekonomiczny)</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,6</b>

Źródło: CASE oraz propozycje założeń do projektu budżetu na 2001 r., lipiec 2000 r.

nauczycieli, budżet centralny zwróci bowiem te środki dopiero w 2001 r.

### **Zakład Ubezpieczeń Społecznych**

Pozytywne skutki przynosi program naprawczy ZUS. Lepsza ewidencja płatników i bardziej zdecydowana egzekucja należności pozwoliła na osiągnięcie wyższej od oczekiwanej stopy ściągłości (97,1 proc. w I półroczu). W rezultacie składki do Kas Chorych i OFE przekazywane są regularnie, a zadłużenie komercyjne ZUS spadło z 2,6 mld zł na koniec 1999 r. na 1,6 mld zł w połowie września (choć podlega ono dużym fluktuacjom i może się jeszcze istotnie zwiększyć do końca roku). ZUS zaciągnął nowy kredyt z budżetu w wysokości 0,5 mld zł z 2 mld zł pożyczki przewidzianej w budżecie państwa na br., jakkolwiek nie wykorzystał jeszcze w całości dotacji budżetowej (w pierwszych trzech kwartałach przekazano 71,9 proc. planowanej na ten rok sumy). Deficyt funduszu w br. najprawdopodobniej przekroczy nieznacznie planowane 0,3 proc. PKB.

### **Kasy Chorych**

Coraz wyraźniejsza staje się zła sytuacja Kas Chorych. Problemy finansowe wynikają przy tym z przekroczenia planów wydatków. Przekazywane przez ZUS składki do Kas Chorych są bowiem wyższe od przewidywanych (o 0,5 mld zł w I półroczu 2000 r. i prawdopodobnie o ok. 1 mld zł na koniec roku). Podczas gdy w planach finansowych Kasy

zastosowały konserwatywne prognozy przychodów i odzwierciedliły je w planach wydatków (wymóg utrzymania równowagi finansowej), rzeczywiste wydatki wymykają się spod kontroli (nie zawsze z winy Kas). Dotyczy to zwłaszcza wydatków na leki; podczas gdy w całym 1999 r. na ten cel wydano 3,5 mld zł, w I półroczu 2000 r. wydatki sięgnęły już 2,2 mld zł. Na przykład Mazowiecka Kasa Chorych do września wydała na leki o przeszło 60 proc. więcej niż planowano na cały rok. Ten szybki wzrost wiąże się z rosnącą liczbą recept bezpłatnych (nieprawidłowości nawet w przypadku połowy recept), wzrostem kursu dolara wpływającego na ceny leków importowanych, a także problemami z weryfikacją ubezpieczenia zdrowotnego chorych (co związane jest z problemami systemu informatycznego ZUS).

### **Budżet na rok 2001**

Pogarszają się perspektywy zacieśnienia polityki finansowej nawet w stopniu, jaki proponowano w przedstawionych w lipcu założeniach do budżetu. Jest to związane z niekorzystnymi dla rządu wynikami głosowań w parlamencie w sprawie VAT (ubytek dochodów bliski 1,5 mld zł) oraz dochodów gmin górniczych (ubytek 0,2 mld zł), jak również nieudaną próbą powstrzymania wydatków związanych z Kartą Nauczyciela (podwyżki dla nauczycieli w roku 2001 wyższe o 1,5 mld zł od wcześniej planowanych). Wyższe od zakładanych w lipcowych założeniach mogą być wypłaty emerytur. Tymczasem ponad 60 proc. wydatków budżetu stanowią wydatki sztywne, pole do manewru jest zatem



ograniczone. Ministerstwo Finansów chce zaoszczędzić na świadczeniach i zasiłkach przedemerytalnych (ok. 1 mld zł), jednak można mieć wątpliwości czy próby te, jako wysoce niepopularne politycznie, mogą się powieść. Jest także prawdopodobne, że nowa propozycja rządu w sprawie podwyżki stawek VAT w budownictwie zostanie ponownie odrzucona. Możliwe jest zatem powiększenie budżetu ekonomicznego na 2001 r. w najgorszym scenariuszu nawet o ok. 4 mld zł, czyli 0,5 proc. PKB lub niezłożenie w parlamencie projektu budżetu do 15 listopada 2000 r.

## Polityka pieniężna

- Zaostrzenie polityki pieniężnej w III kwartale
- Ustalenie celu inflacyjnego 6–8 proc. na 2001 r.
- Rozpoczęcie ograniczania nadpłynności systemu bankowego

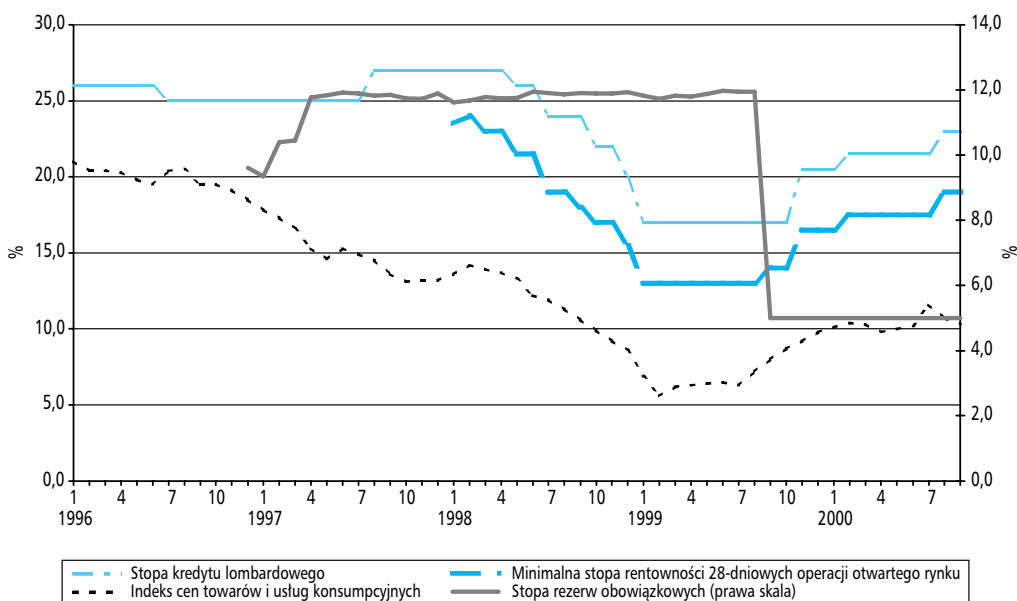
Podwyżka stóp procentowych 30 sierpnia br. o 150 pkt. bazowych nie była zaskoczeniem dla rynku, który spodziewał się raczej jeszcze bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej w efekcie wzrostu inflacji w lipcu do 11,6 proc. Analizując decyzje RPP o tegorocznych podwyżkach stóp procentowych nasuwa się wrażenie o spóźnionym reagowaniu na rozwój sytuacji. Pierwsza podwyżka stóp procentowych w

br. miała miejsce 23 lutego i wyniosła 100 pkt. bazowych. Inflacja nieznacznie spadała w marcu i kwietniu. Jednakże już od marca br. rozpoczął się wzrost inflacji bazowej (patrz str. 29). W tej sytuacji realizacja scenariusza utrzymywania się inflacji na poziomie 10–11 proc. do sierpnia br. powinna wydać się RPP wysoce prawdopodobna. Porównując taki rozwój tendencji inflacyjnych z celem inflacyjnym na 2000 r., ustalonym optymistycznie na poziomie 5,4–6,8 proc. grudzień do grudnia, RPP powinna podjąć decyzję o podwyżce stóp procentowych w okresie kwiecień–maj br.

Druga podwyżka stóp procentowych w sierpniu zbiegła się w czasie z opublikowaniem założeń do przyszłorocznego budżetu, co sprawiło wrażenie natychmiastowego recenzowania polityki fiskalnej przez NBP, a z powyższej analizy świadczy raczej o spóźnionej reakcji RPP. Ta podwyżka stóp procentowych zmusiła również Ministerstwo Finansów do przeszacowania wydatków na obsługę zadłużenia krajowego w 2001 r., a wyższa inflacja do zwiększenia sztywnych wydatków dla sektora publicznego (patrz polityka fiskalna).

We wrześniu NBP określił cel inflacyjny na 2001 r. na 6–8 proc. (grudzień do grudnia). Jest on zbliżony z lipcowymi założeniami Ministerstwa Finansów do przyszłorocznego budżetu oraz w pełni realistyczny (patrz inflacja) i rokuje dobre prognozy dla *policy-mix*. Jednakże,

Wykres 16. Instrumenty polityki pieniężnej, 1996–2000



Źródło: NBP oraz GUS.

dla poprawy wiarygodności polityki pieniężnej (oraz obniżenia kosztów finansowania deficytu budżetowego) konieczne będzie celowanie w dolny przedział celu inflacyjnego, zwłaszcza gdy inflacja już w I kwartale 2001 r. może znaleźć się na takim poziomie. W tej sytuacji Ministerstwo Finansów powinno rygorystycznie planować wydatki w I kwartale, które są z reguły najwyższe w ciągu całego roku, a Ministerstwo Skarbu mogłoby postarać się osiągnąć dochody z prywatyzacji na sfinansowanie deficytu budżetowego na początku przyszłego roku, a nie jego końca. Sterylizacja wpływów z prywatyzacji na specjalnym rachunku władz monetarnych okazała się skuteczna w usuwaniu presji na aprecjację złoto. Nie obyło się jednak bez problemów w koordynacji, które antycypowaliśmy w PG TOP 3/1999 oraz 1/2000. Spóźniony napływ środków z prywatyzacji TP SA (w połowie października) zmusił Ministerstwo Finansów do pożyczania na krótki termin po wyższych stopach procentowych (patrz pieniądź rezerwowy i instrumenty polityki pieniężnej).

Z końcem września NBP rozpoczął zapowiadaną w 1999 r. operację zmniejszania nadpłynności systemu bankowego w operacjach otwartego rynku wykorzystując zamiast 28-dniowych bonów pieniężnych obligacje skon-

wertowane Skarbu Państwa z portfela NBP. Bank centralny posiada papiery skarbowe o nominalnej wartości 16,5 mld zł (rynkowa około 14 mld zł). Zdecydowano się na rozpoczęcie tej operacji pomimo utrzymywania się płynności systemu bankowego na poziomie 19–20 mld zł, a więc znacznie powyżej wartości portfela NBP. W opublikowanym harmonogramie aukcji (raz w miesiącu w każdy czwartek) NBP zamierza sprzedawać papiery skarbowe na kwotę 1,2–1,5 mld zł. Powyższa kwota mogłaby świadczyć o planach sprzedaży papierów do końca 2001 r. Jednak możliwy jest również scenariusz sprzedaży około połowy posiadanego portfela papierów NBP i osiągnięcie struktury bilansu banku centralnego zbliżonego do banków centralnych UE. Do początku października zainteresowanie aukcjami NBP nie było zbyt duże, co wynikało ze zbyt wysokiej rentowności żądanej przez inwestorów (patrz pieniądź rezerwowy i instrumenty polityki pieniężnej).

Dalsze decyzje o kierunku polityki pieniężnej zależą przede wszystkim od poziomu inflacji i deficytu budżetowego. W scenariuszu bazowym zakładamy, że w 2001 r. deficyt ekonomiczny wyniesie około 1,6 proc. PKB, a inflacja spadnie do poniżej 8 proc. w I kwartale. Dlatego dopiero z końcem I kwartału możliwa będzie obniżka stóp procentowych o 100–200 pkt. bazowych. Wiele zależy

**Tabela 19. Komponenty podaży pieniądza rezerwowego, 1998–2000 (narastająco w proc.)**

Okres	Pieniądź rezerwowy	Aktywa zagraniczne netto	Kredyt krajowy netto	Sektor budżetowy netto	Sektor finansowy netto	Saldo pozostałych pozycji
1998 I	4,82	25,37	-7,00	-5,31	-1,69	-13,55
II	17,54	36,32	-10,22	-8,74	-1,48	-8,56
III	17,50	48,85	-4,39	-6,35	1,96	-26,94
IV	26,78	63,44	-0,90	2,95	-3,85	-35,75
1999 I	0,44	-0,78	-0,57	-0,50	-0,07	1,79
II	10,20	14,07	1,54	2,10	-0,57	-5,42
III	-13,94	6,15	-3,65	-2,79	-0,87	-16,45
IV	-1,57	18,50	-4,75	-3,71	-1,04	-15,34
2000 I	-14,44	1,03	-1,91	-1,57	-0,34	-13,56
II	-1,83	-2,94	9,15	9,82	-0,67	-8,05
III	-3,20	14,20	1,15	1,53	-0,38	-18,55

Źródło: Biuletyn NBP oraz obliczenia własne.

Uwagi: 1. Udział komponentów pieniądza rezerwowego wyliczany jest ze wzoru  $\Delta PR/PR_{-1} = \Delta AZN/PR_{-1} + \Delta SBN/PR_{-1} + \Delta SFN/PR_{-1} + \Delta SPP/PR_{-1}$ , narastająco w danym roku. Aktywa zagraniczne netto zostały przeszacowane (valuation adjustment) przy użyciu kursu średniego koszyka walut dla danego okresu, tak aby uwzględnić wahania kursu złotego w stosunku do koszyka walut.

2. Zmiany w porównaniu z PG TOP 1/99 wynikają z zastosowania koszyka walut, a nie wyłącznie kursu USD do złotego.

może od nowego prezesa NBP, który jeśli okaże się monetarystą będzie preferował dolny poziom celu inflacyjnego (6 proc.) i restrykcyjną politykę pieniężną, co będzie rokowało nadzieje na 4-proc. inflację w 2003 r.

## **Pieniądz rezerwowy i instrumenty polityki pieniężnej**

W 2000 r. NBP skutecznie powiększył instrumentarium polityki pieniężnej (konto sterylizacyjne, konwersja papierów Skarbu Państwa), co wraz z restrykcyjną polityką pieniężną, realizacją deficytu budżetowego oraz brakiem znaczących napływów kapitału krótko- i długoterminowego w III kwartale spowodowało spadek podaży pieniądza rezerwowego o 3,2 proc. w stosunku do końca 1999 r.

W związku z przesuwaniem terminu płatności za TP SA Ministerstwo Finansów pożyczalo na rynku, a NBP w ostatnim tygodniu września trzykrotnie sprzedawał rzadkie papiery 1-dniowe oraz raz 2-tygodniowe. Pomimo zainteresowania (zgłoszony popyt na 6,3 mld zł), sprzedano bony nominalnie za 4,8 mld zł, ale zaakceptowano rentowność 18,5 proc. maksymalnie wobec oczekiwań Ministerstwa na poziomie około 18,2 proc. Opóźniona płatność za TP SA kosztowała więc Skarb Państwa około 34 mln zł.

Na opóźnienia z prywatyzacją nałożył się przetarg na obligacje NBP. Na trzech pierwszych aukcjach (19 i 27 września oraz 5 października) sprzedano obligacje na kwotę 618 mln zł w ujęciu nominalnym (realnie 485 mln zł). W czasie dwóch pierwszych przetargów NBP oferował wszystkie posiadane terminy zapadalności obligacji, ale na trzecim przetargu oferował już tylko papiery 2-letnie. Ich średnia dochodowość wyniosła 18,6 proc. i była wyższa od rynkowej o 0,5–0,6 pkt. proc.

## **System bankowy i szeroki pieniądz**

Zmniejszanie podaży pieniądza rezerwowego umożliwiło ograniczenie do około 14 proc. rocznie wzrostu podaży pieniądza M2 w III kwartale (i 6,7 proc. od początku br.). Wobec zmniejszającego się zadłużenia netto budżetu (również w wyniku sprzedaży zobowiązań Skarbu Państwa z portfela NBP) głównym komponentem wzrostu podaży pieniądza M2 był kredyt netto dla sektora prywatnego.

Oznacza to także utrzymanie większego tempa wzrostu kredytów niż depozytów. Zobowiązania złotowe banków wobec osób prywatnych oraz zobowiązania wobec podmiotów gospodarczych wzrosły nominalnie o 18 i 14 proc.

**Tabela 20. Komponenty podaży szerokiego pieniądza, 1998–2000 (narastająco w proc.)**

Okresy	Pieniądz M2	Aktywa zagraniczne netto	Kredyt krajowy netto	Sektor budżetowy netto	Sektor prywatny netto	Saldo pozostałych pozycji
1998 I	2,25	3,76	0,85	-2,85	3,70	-2,36
II	8,97	4,79	5,25	-2,60	7,86	-1,08
III	15,35	4,33	13,76	0,86	12,90	-2,74
IV	25,12	9,72	20,60	3,42	17,18	-5,20
1999 I	4,30	-0,53	5,74	1,18	4,55	-0,91
II	7,01	2,35	9,59	1,77	7,82	-4,93
III	11,42	2,45	13,19	0,14	13,06	-4,23
IV	19,36	6,43	18,45	1,51	16,94	-5,53
2000 I	-0,58	1,94	-0,54	-3,62	3,08	-1,98
II	8,11	1,11	8,14	-2,30	10,44	-1,13
III	6,73	3,79	8,07	-2,58	10,65	-5,13

Źródło: Biuletyn NBP oraz obliczenia własne.

Uwagi: 1. Udział komponentów pieniądza rezerwowego wyliczany jest ze wzoru  $\Delta M2/M2_{-1} = \Delta AZN/M2_{-1} + \Delta SBN/M2_{-1} + \Delta SPN/M2_{-1} + \Delta SPP/M2_{-1}$ , narastająco w danym roku. Aktywa zagraniczne netto zostały przeszacowane (valuation adjustment) przy użyciu kursu średniego koszyka walut dla danego okresu, tak aby uwzględnić wahania kursu złotego w stosunku do koszyka walut.

2. Zmiany w porównaniu z PG TOP 1/99 wynikają z zastosowania koszyka walut, a nie wyłącznie kursu USD do złotego.

**Tabela 21. Kalendarium najważniejszych wydarzeń w polityce pieniężnej NBP w okresie IV kwartał 1999 r. – III kwartał 2000 r.**

Źródło	Data uchwały	Wydarzenia
Dz. Urz. NBP Nr 21	17 listopada 1999 r.	Stopa redyskontowa NBP 19 proc. Stopa kredytu lombardowego 20,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 20,5/21,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 16,5 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 22	19 listopada 1999 r.	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,15 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 26	22 grudnia 1999 r.	Nowelizacja zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków, wchodzi w życie od 30 marca 2000 r.
Dz. Urz. NBP Nr 1/2000	23 lutego 2000 r.	Stopa redyskontowa NBP 20 proc. Stopa kredytu lombardowego 21,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 21,5/22,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 17,5 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 2	25 lutego 2000 r.	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,45 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 6 M.P. Nr 11, poz. 231 i 232	11 kwietnia 2000 r.	Zlikwidowanie kroczącej dewaluacji złotego oraz dopuszczalnego przedziału wahań kursów walut obcych i wartości dewizowych wyrażonych w złotych
Dz. Urz. NBP Nr 13	30 sierpnia 2000 r.	Stopa redyskontowa NBP 21,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 23 proc. Stopa kredytu refinansowego 23/24 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 19 proc.

Źródło: Dziennik Urzędowy NBP, Monitor Polski – różne numery. Opracowanie własne.

w III kwartale w ujęciu rocznym, podczas gdy kredyty wzrosły odpowiednio o ponad 43 i 18 proc.

Podwyżka stóp procentowych w końcu sierpnia br. o 150 pkt. bazowych nie spowodowała odpowiedniej podwyżki stóp procentowych w bankach komercyjnych. Rynek pieniężny jeszcze w sierpniu dyskontował podwyżkę na poziomie 200 pkt. bazowych, co następnie spowodowało obniżkę rynkowych stóp po decyzji NBP. Od sierpnia, duża podaż papierów skarbowych na rynku powodowała wzrost średniej rentowności obligacji 2-letnich z poniżej 18 proc. do 18,6 w początkach października. Rentowność bonów jednorocznych na rynku pierwotnym wzrosła z 17,7 proc. w lipcu do 18,3–18,2 proc. w sierpniu–wrześniu. Stawki pożyczek jednodniowych były wysokie i oscylowały wokół 19–20 proc., co wynikało ze spekulacji w oczekiwaniu na drenaż rynku

złotowego płatnościami za TP SA lub też konieczność zapożyczania się przez Ministerstwo Finansów. Ta ostatnia prognoza w pełni się sprawdziła. Okresowe wzrosty stóp przyciągały zagranicznych inwestorów, którzy rezygnując z rynku pierwotnego papierów skarbowych ponownie wchodziłi na rynek wtórny, zwłaszcza od września br.

W kolejnych dwóch latach przewidujemy wzrost podaży pieniądza M2 zgodny z dynamiką nominalnego PKB. Podobne będą zmiany struktury podaży oraz popytu na pieniądź. W przypadku podaży spodziewać się można coraz mniejszego znaczenia gotówki w obiegu oraz depozytów walutowych. Po stronie popytu coraz mniejsze znaczenie będzie miało zadłużenie skonsolidowanego budżetu, a relatywnie rosnać będzie udział kredytów udzielanych osobom prywatnym (fizycznym i prawnym).

# Prognoza

## Perspektywa spowolnienia?

### Jak silnego? Jakie powody, koszty i korzyści?

Zarówno pomiędzy analitykami, jak i podejmującymi decyzje ekonomiczne istnieją spory, a także zamieszanie co do tego, jak interpretować ostatnie makroekonomiczne dane dla Polski oraz jak oceniać bieżącą politykę makroekonomiczną. Kluczowymi sprawami, które zdominowały dyskusje w II połowie ub.r. i I połowie bieżącego, były pokaźny deficyt na rachunku bieżącym oraz znaczny wzrost stopy inflacji. Podstawową głębszą obawą była nieodpowiednia reakcja polityki gospodarczej na deficyt na rachunku bieżącym oraz, w rezultacie, dalszy wzrost ryzyka zachwiania równowagi makroekonomicznej. Ale obecnie sprawy zmieniają się pod kilkoma względami. Po pierwsze, twarda polityka monetarna NBP spowodowała gwałtowną redukcję tempa wzrostu kredytów bankowych oraz dynamiki popytu krajowego. Po drugie, istotne ożywienie eksportu zaczyna powodować zmniejszenie się deficytu obrotów bieżących. Po trzecie, wysoka i rosąca stopa bezrobocia zaczyna prowadzić do wyhamowania wzrostu płac; to z kolei zapoczątkowało redukcję stopy inflacji. Jednakże istnieje znaczna niepewność, co do bieżącej polityki fiskalnej, tegorocznego, jak i proponowanego na rok 2001 budżetu, a także przyszłej polityki fiskalnej rządu SLD (lub zdominowanego przez SLD), która to partia prawdopodobnie dojdzie do władzy w przyszłym roku.

Najważniejsza niepewność II połowy 2000 r. dotyczy stopnia oraz okresu trwania spowolnienia wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu oraz wzrostu PKB, które rozpoczęło się łagodnie w III kwartale, ale prawie z całą pewnością będzie bardziej wyraźne w IV kwartale. Nieprawidłowe *policy-mix* ostatnich dwunastu miesięcy może spowodować, iż to spowolnienie przedłuży się również na I połowę

następnego roku. Istnieje zgoda, co do poglądu, iż bieżące warunki makroekonomiczne nie są sprzyjające dla zachowania szybkiego wzrostu i stabilności, a co więcej pogarszają się. Ale na pytanie co jest potrzebne do przywrócenia polskiej gospodarce właściwego biegu udziela się bardzo różnych odpowiedzi. Przejawami różnic w zaniepokojeniach są niektóre z pytań postawionych ostatnio mnie przez zagranicznych analityków: Czego się można spodziewać po budżecie na 2001 r.? Jakiego rodzaju polityki fiskalnej można się spodziewać po następnym rządzie? Czy deficyt na rachunku bieżącym naprawdę ma znaczenie? Czy tempo popytu krajowego obniża się zbyt szybko, czy też nie? Jakie inne rozwiązania niż wysokie stopy procentowe można (czy też powinno się) zastosować w związku z deficytem na rachunku bieżącym? Czy bank centralny dobrze spełnia swoją rolę? Realne stopy procentowe są wysokie, ale czy zbyt wysokie? Co mogłoby spowodować ich obniżkę czy podwyżkę?

#### **„Idealne” *policy-mix* i odchylenia od niego**

Zewnętrzne szoki z lat 1997–1998 skomplikowały prowadzenie polityki makroekonomicznej w polskiej gospodarce, gdyż zredukowały przejściowo zarówno eksport, jak i tempo wzrostu gospodarczego, a także spowodowały silne fluktuacje stopy inflacji. Pomimo to, kluczowe średniookresowe cele pozostały niezmiennione: większe oszczędności, szybszy wzrost, niższe bezrobocie i niższa inflacja. Liberalizacja obrotów na rachunku kapitałowym miała przynieść zbliżenie polskich i zagranicznych stóp procentowych, co oznaczałoby drastyczne obniżenie real-

nych stóp procentowych w Polsce. Proces dezinflacji miał być wspierany przez bardziej elastyczny rynek pracy oraz niższy deficyt rządowy, a być może również przez nadwyżkę w budżecie. Przy niedawno przyjętej polityce płynnego kursu walutowego, deficyt na rachunku bieżącym powinien równać się nadwyżce na rachunku kapitałowym, ale nadwyżka powinna być raczej umiarkowana ze względu na niskie stopy procentowe. Wprowadzenie tego „idealnego” *policy-mix* wymagałoby jednakże bliskiej współpracy pomiędzy bankiem centralnym (stopy procentowe, polityka kursowa), rządem (polityka fiskalna) i parlamentem (nowe ustawodawstwo dotyczące Kodeksu Pracy, podatków, transakcji na rachunku kapitałowym oraz świadczeń społecznych).

W czerwcu 1999 r. rząd zatwierdził dokument „Strategia Finansów Publicznych i Rozwoju Gospodarczego Polski 2000–2010” i tym samym ogłosił zamiar wprowadzenia tych składników idealnego *policy-mix*, za które on oraz obecny parlament są odpowiedzialni. Jednakże w praktyce polityka fiskalna wciąż była mało konsekwentna: Kodeks Pracy pozostał bez zmian, a proponowane reformy podatkowe zostały ograniczone. Jednym z rezultatów tego był wzrost, znacznie większy niż w większości innych europejskich krajów, zarówno stopy inflacji, jak i stopy bezrobocia w II połowie zeszłego i I połowie br. Specyficzny czynnik inflacyjny w postaci wyższych cen energii i żywności został podtrzymany i wzmocniony przez zwiększoną inflację płac. Te jednocześnie i znaczne wzrosty dynamiki płac oraz stopy bezrobocia są wyraźnym dowodem na to, iż rynek pracy w Polsce jest w dalszym ciągu wysoce nieelastyczny. W tym samym czasie niektóre dochody skonsolidowanego sektora rządowego zostały zredukowane (składki na ubezpieczenia społeczne, podatki od zysku i podatki dochodowe oraz cła), podczas gdy niektóre publiczne wydatki zostały zwiększone (koszt obsługi długu publicznego, inwestycje infrastrukturalne). Osłabieniu uległa także dyscyplina ściągania podatków. Rezultatem tego było niepowodzenie w realizacji znaczącej redukcji deficytu budżetowego i zmiany struktury wydatków publicznych na rzecz obniżenia transferów socjalnych. Ta podwójna porażka związana z finansami publicznymi oraz reformą rynku pracy doprowadziła bank centralny do konieczności podniesienia stóp procentowych na bardzo wysoki poziom, zarówno w wyrażeniu nominalnym, jak i realnym (wyżej niż miałyby to miejsce w przypadku idealnego *policy-mix*), a także do przyjęcia wyższego i bardziej realistycznego celu inflacyjnego na poziomie 6–8 proc. na koniec roku 2001.

## **Przyczyny spowolnienia tempa wzrostu**

Nie tylko wyjątkowo wysoki poziom stóp procentowych wpłynął niekorzystnie na polską gospodarke, ale również wyjątkowo słabe euro. Oprocentowanie kredytów jest obecnie około 6 pkt. proc. wyższe niż we wrześniu 1999 r. Skoro dług bankowy przedsiębiorstw (zmniejszony o wielkość ich depozytów) równa się około 15 proc. PKB, to koszt obsługi tego długu wzrósł o około 0,9 proc. PKB. Rezultatem tegorocznej aprecjacji złotego względem euro będzie nawet większy spadek zysków przedsiębiorstw, o około 10 proc. w ujęciu nominalnym, a około 15 proc. w efektywnym ujęciu realnym. Eksport Polski do Eurolandu stanowi około 55 proc. całkowitego eksportu, tj. około 10 proc. PKB Polski. Jeśli ta 15-proc. aprecjacja została całkowicie zaabsorbowana przez obniżenie zysków polskich eksporterów, to zyski te spadły o 1,5 proc. PKB. Biorąc pod uwagę osłabienie popytu krajowego, polscy eksporterzy musieli być zainteresowani nie podnoszeniem swoich cen w euro, aby mogli zwiększyć znacznie wolumen eksportu, co też najwyraźniej udało im się osiągnąć. Jednakże niższe zyski i wysokie stopy procentowe spowodowały ostry spadek tempa wzrostu inwestycji. Pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw oraz wysokie bezrobocie zaczynają stopniowo oddziaływać na płace. Od maja br. realne płace w sektorze przedsiębiorstw nie wzrastają, podczas gdy realne płace w sektorze publicznym oraz realne emerytury i renty spadają. Wróży to dobrze dla przyszłej inflacji, ale źle dla bieżącej i przyszłej (w krótkim okresie) konsumpcji indywidualnej. Ponadto, niskie plony spowodowały spadek wartości dodanej w rolnictwie.

Skumulowanym skutkiem wszystkich tych wydarzeń powinno być znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego w IV kwartale br. oraz co najmniej w I połowie roku przyszłego.

## **Debatą budżetowa**

Kilka miesięcy temu Ministerstwo Finansów, prowadzone wcześniej przez L. Balcerowicza, miało optymistyczną wizję prawdopodobnego tegorocznego wyniku budżetowego. Jednakże później stało się oczywistym, iż strona dochodowa budżetu na rok 2000 oparta jest po części na nierealnych założeniach. Ponadto dyscyplina ściągania podatków uległa pogorszeniu. W rezultacie wynik tegorocznego deficytu, na bazie płatności, nie będzie najprawdopodobniej dużo lepszy od założonego w Budżecie 2000.

Docelowe 2,8 proc. PKB skonsolidowanego deficytu na rok 2000 powinno zostać porównane z faktycznymi 3,3 proc. PKB w 1999 r. Rzeczywisty wynik na rok 2000, który bierze pod uwagę również zaległości w płatnościach jednostek budżetowych znany będzie przypuszczalnie dopiero w marcu czy kwietniu 2001 r. Wynik ten może okazać się bliiski wynikowi z 1999 r. Proponowany deficyt budżetu skonsolidowanego w wysokości 2,6 proc. PKB (nie uwzględniając oczekiwanego dochodu w wysokości 0,9 proc. PKB ze sprzedaży licencji na telefony komórkowe UMTS) na rok 2001 oparty jest na założeniach, iż wzrost PKB będzie na poziomie 5,2 proc. w tym roku i 5,3 proc. w roku przyszłym. Te założenia prawdopodobnie okażą się zbyt optymistyczne, zwłaszcza w odniesieniu do 2001 r. Ostatecznie faktyczny wynik budżetowy w roku 2001 może z tego powodu nie różnić się zbytnio od wyniku w roku 2000.

### **Spowolnienie wzrostu jako czynnik stabilizacji**

Mając perspektywę niewielkich zmian w polityce fiskalnej, RPP będzie niechętna obniżeniu stóp procentowych zanim inflacja nie spadnie do poziomu znajdującego się w przedziale celu inflacyjnego 6–8 proc. Ta restrykcyjna polityka monetarna oraz słabe euro podtrzymałoby przypuszczalnie spowolnienie gospodarcze przez co najmniej połowę przyszłego roku. W tym samym czasie stopa bezrobocia będzie się zwiększać, a tempo wzrostu płac nominalnych będzie maleć. Tak więc zostaną stworzone sprzyjające warunki dla redukcji zarówno stopy inflacji, jak i deficytu na rachunku bieżącym. Następstwem mogłaby być i prawdopodobnie będzie seria niewielkich obniżek stóp procentowych. Jednakże jeśli to spowolnienie wzrostu gospodarczego nie będzie graniczyć z recesją, to realne stopy procentowe przypuszczalnie pozostaną na wysokim poziomie w ciągu następnych kilku lat (choć niższym niż obecnie). Ze znaczącą redukcją realnych stóp procentowych być może trzeba będzie poczekać do momentu, w którym deficyt budżetowy poddany będzie ścisłej kontroli, lub też gdy Polska przyjmie euro jako walutę krajową (bez znaczenia czy to będzie jednostronne przyjęcie czy przez przyłączenie się do EMU).

### **Uwarunkowania zewnętrzne i budżet**

Czynniki zewnętrzne, na których zwykle skupia się uwagę, to wyraźnie silne ożywienie w Rosji (zwłaszcza w aspekcie rachunku bieżącego, finansów publicznych i PKB

w wyrażeniu dolarowym), prawdopodobieństwo cokolwiek słabszego wzrostu w UE oraz ryzyko jeszcze wyższych cen energii. Ich połączony wpływ na wzrost w Polsce będzie jednakże prawdopodobnie niewielki. Euro w jakimś momencie powinno zacząć zyskiwać na wartości, choć to wzmocnienie raczej nie będzie znaczne w 2001 r. Dlatego też UE powinna wciąż rozwijać się w zadawalającym tempie. Istotnie, EBC spodziewa się, iż tempo wzrostu PKB Eurolandu zwiększy się z tegorocznych 2,5 proc. do 3 proc. w latach 2001–2002 (*Financial Times*, 27.X.2000).

Prognoza dla Polski nie jest obecnie przejrzysta także ze względu na znaczną niepewność dotyczącą daty wstąpienia do UE. Ta niepewność może jednak osłabnąć w przyszłym roku. Jeśli mamy wierzyć urzędnikom Komisji, wewnętrzne reformy UE zostaną wprowadzone na czas, aby UE była gotowa do rozszerzenia do 2003 r. Istnieją również przesłanki, iż Polska będzie uważana za gotową do wstąpienia do UE w latach 2003–2005. Zwiększona pewność odnośnie tych dat będzie być może najważniejszym pozytywnym wydarzeniem zewnętrznym w przyszłym roku.

### **Główne zagrożenia dla Polski**

Bardzo wysoki deficyt na rachunku bieżącym w dalszym ciągu stanowi główne krótkookresowe zagrożenie dla kursu walutowego, a w konsekwencji także dla stopy inflacji i ogólnej stabilności gospodarczej. Uczestnicy rynku wiedzą, iż Polska może sobie poradzić z krótkoterminowym zadłużeniem, lecz bieżące spowolnienie gospodarcze oraz niepewności polityczne mogą wywołać pokaźny spadek napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz znaczny odpływ inwestycji portfelowych. Takie zdarzenia obniżyłyby gwałtownie nadwyżkę na rachunku kapitałowym, która obecnie finansuje deficyt na rachunku bieżącym. To z kolei wywołałoby pokaźną deprecję złotego.

Biorąc pod uwagę te zagrożenia i niepewności, NBP musi być przygotowany w pewnym momencie na interwencję w obronie złotówki. Przy obecnym poziomie rezerw, taka obrona powinna się udać. Co ważniejsze, spowolnienie wzrostu automatycznie wspomogłoby obniżenie deficytu handlowego. Obawa, że wzrośnie ryzyko potencjalnego zachwiania równowagi może również zmusić NBP do utrzymywania wysokich stóp procentowych tak długo, jak będzie trzeba, aby obniżyć deficyt handlowy do bezpiecznego poziomu.

---

Rząd może pomóc zredukować to krótkookresowe ryzyko niestabilności poprzez kontynuację swojego programu przyspieszonej prywatyzacji. Niestety, zanim przeprowadzone zostaną wybory parlamentarne, ten instrument jest jedynym ważnym, który mniejszościowy rząd wciąż posiada. Mocniejsze i właściwe kroki ustawodawcze związane z finansami publicznymi, podatkami i kodeksem pracy powinny być teoretycznie możliwe do wprowadzenia wkrótce po przyszłorocznych wyborach. Jednakże w praktyce może a potrzeba będzie dużo czasu oraz znacznie

wyższe bezrobocie, zanim następny rząd i parlament przekonają się do zrobienia tego, co nie udało się obecnym władzom. Istnieje niestety też możliwość, iż Polska pójdzie raczej w ślady Hiszpanii niż Irlandii z lat 1975–1995, a co za tym idzie obecna praktyka niewielkich zmian w zasadniczych obszarach polityki gospodarczej może być kontynuowana w dłuższym okresie.

---

**Stanisław Gomułka**

jest profesorem London School of Economics

---



## Wskaźniki wczesnego ostrzegania przed kryzysami

Po raz drugi przedstawiamy nasz wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami. Chcemy wyraźnie podkreślić, iż wartości wskaźnika należy interpretować z rozwagą i w oparciu o inne dostępne informacje. Wskaźnik ten nie jest bezwzględny i nieomylnym narzędziem ostrzegania przed kryzysami. Mamy świadomość, iż dobór zmiennych, jak i system wag oraz naliczania punktów może być dyskusyjny, ale jest to cecha wszelkich wskaźników tego rodzaju. Szczegółowy opis metodologii obliczania wskaźnika można znaleźć na naszej stronie internetowej ([www.case.com.pl/pgtop/pgtop.html](http://www.case.com.pl/pgtop/pgtop.html)).

W III kwartale zwiększyło się ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego. Wskaźnik wczesnego ostrzegania zwiększył się do 82 pkt. Wszystkie komponenty, z wyjątkiem deficytu obrotów bieżących, pogorszyły się.

W sferze realnej mamy przede wszystkim obniżenie prognozy wzrostu PKB (o 0,6 pkt. proc.) oraz ponowny wzrost bezrobocia do poziomu z końca I kwartału 2000 r. Ponadto zwiększyliśmy prognozę deficytu budżetu centralnego.

W związku z wyższą niż wcześniej oczekiwaną inflacją na koniec 2000 r. oraz wynikającą z tego podwyżką stóp procentowych w sierpniu, mieliśmy pogorszenie wskaźnika odnośnie inflacji i WIBOR-u. Wzrosła także ekspansja kredytowa jako proc. podaży pieniądza M2.

W dalszym ciągu obserwowaliśmy realną aprecjację efektywnego kursu złotego wobec 3-letniej średniej. Efekt ten jednak wynika w głównej mierze z dużej deprecjacji euro w stosunku do dolara i jest dany zewnętrznie.

Zagraniczne zadłużenie Polski zarówno krótkookresowe, jak i całkowite, wzrosło tylko nieznacznie.

Jedyna pozytywna tendencja dotyczy deficytu na rachunku obrotów bieżących, którego prognoza na cały 2000 r. zmniejszyła się w relacji do PKB do 7 proc.

Chcemy zaznaczyć, iż różnica w poziomie wskaźnika za II kwartał wynika ze zmiany statystyk NBP odnośnie zadłużenia zagranicznego Polski. Z powodu braku możliwości przeprowadzenia podziału kredytów handlowych na kredyty z terminem spłaty do 1 roku włącznie i powyżej 1 roku w całości zostały one włączone do zadłużenia krótkoterminowego począwszy od I kwartału 2000 r. W wyniku tej operacji zadłużenie krótkoterminowe powiększyło się w I kwartale w porównaniu z poprzednimi danymi o ponad 0,5 mld USD. Wpłynęło to na pogorszenie naszego wskaźnika o 4 pkt. z poziomu 67 pkt.

**Tabela. Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami**

	1999		2000		
	III	IV	I	II	III
1. Prognoza PKB na 2000 r.	6	5	5	5	6
2. Stopa bezrobocia na koniec kwartału	10	10	10	10	10
3. Prognoza inflacji na grudzień 2000 r.	10	10	6	10	10
4. Prognoza deficytu budżetu państwa na 2000 r.	0	0	10	0	10
5. Prognoza deficytu obrotów bieżących na 2000 r. jako % PKB	10	10	10	4	4
6. Realny efektywny kurs walutowy	10	0	10	10	10
7. Ekspansja kredytowa jako % M2 na koniec kwartału	4	0	4	6	10
8. Zagraniczne zadłużenie krótkookresowe Polski jako % płynnych aktywów rezerwowych na koniec kwartału	10	10	6	10	6
9. Całkowite zagraniczne zadłużenie Polski jako % PKB	6	10	6	10	6
10. Realny 3-miesięczny WIBOR	0	10	4	6	10
<b>Wskaźnik CASE</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>71</b>	<b>71</b>	<b>82</b>

Źródło: CASE.

## Zagrożenia i rekomendacje dla polityki gospodarczej

1. Niska skłonność do oszczędzania oraz wysokie stopy procentowe zachęcają polskie przedsiębiorstwa do zaciągania kredytów zagranicznych. Jeśli wzrośnie popyt na zagraniczne kredyty krótkoterminowe, to oznaczałoby to wzrost ryzyka kryzysu walutowego.
2. W przypadku, gdy euro będzie permanentnie utrzymywało się na niskim poziomie, a wzrost gospodarczy w UE silnie wyhamuje w związku z potencjalnie wysokimi podwyżkami stóp procentowych w 2001 r., to dynamika polskiego eksportu może się istotnie osłabić. Ponadto jeśli inflacja w Polsce w 2001 r. będzie spadać szybciej niż oczekujemy oraz dochody nominalne znacznie wzrosną, to silniejszy impuls popytowy przyczyni się do wyższego importu. W konsekwencji deficyt obrotów bieżących może się niebezpiecznie pogorszyć.
3. Utrzymanie niekorzystnych tendencji wzrostu cen surowców na rynkach światowych mogą utrudnić dezinflację w Polsce.
4. Rząd oraz Sejm powinny dążyć do minimalizacji ryzyka politycznego. Duże prawdopodobieństwo prowizorium budżetowego oraz niewybrania Prezesa NBP w br. może negatywnie wpłynąć na rynki finansowe i kapitałowe hamując napływ inwestycji bezpośrednich oraz zmniejszając spodziewane wpływy z prywatyzacji. Podobną reakcję może także wywołać ustalenie późniejszej daty wstąpienia Polski do UE niż to zakłada rząd (tj. po 2003 r.)
5. W sytuacji, gdy bezrobocie zaczyna być na społecznie i politycznie niewygodnym poziomie, priorytetem polskiej polityki gospodarczej powinno być tworzenie nowych miejsc pracy. Nie proponujemy sztucznego zwiększania popytu na pracę, ale wprowadzanie prostych, sprawdzonych w innych krajach regulacji rynku pracy prowadzących do jego uelastycznienia. Należą do nich między innymi regionalne różnicowanie minimalnej płacy, stwarzanie możliwości zmiany kwalifikacji, zmiany w profilu szkół średnich i wyższych. Poza tym należałoby zrezygnować z nadmiernych obciążeń pracodawców kosztami pracy niezwiązanym bezpośrednio z płacą.
6. W dalszym ciągu polityka gospodarcza powinna wpływać na zmniejszenie deficytu obrotów bieżących. Wiąże się to bezpośrednio z ograniczaniem deficytu skonsolidowanego budżetu. Dalsze powiększanie deficytu obrotów bieżących zwiększa prawdopodobieństwo kryzysu walutowego szczególnie, gdy możliwe jest zmniejszenie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych.
7. Długookresowa polityka ekonomiczna powinna zmierzać do zmniejszania podatków dochodowych. Pozwoli to z jednej strony na zwiększenie oszczędności krajowych (oraz inwestycji) i zwiększenie popytu na pracę (czyli może wpłynąć na zmniejszenie bezrobocia). A z drugiej strony wymagać będzie zdyscyplinowania wydatków budżetowych.

**Załącznik 1. PKB w cenach 1999 r., 1996–2002 (zmiana w proc.)**

Okresy		PKB	Wartość dodana brutto					
			ogółem	rolnictwo	przemysł	budownictwo	usługi rynkowe	usługi nierynkowe
1996	I-IV	6,0	5,3	2,5	7,6	2,8	5,3	2,6
1997	I-IV	6,8	6,4	1,0	10,3	13,6	4,4	2,9
1998	I-IV	4,8	4,7	5,7	4,3	9,3	4,8	2,3
1999s1	I-IV	4,1	3,9	-2,0	4,6	3,7	4,9	1,0
<b>Prognoza</b>								
2000	I-IV	4,8	4,6	-7,5	7,7	0,7	5,5	1,0
2001	I-IV	5,5	5,3	5,1	7,2	4,8	5,3	1,6
2002	I-IV	5,8	5,6	1,6	7,8	8,4	5,1	1,8
1996	I	3,4	2,5	-2,0	6,1	-18,5	3,3	2,4
	II	5,4	4,4	2,2	6,9	-4,2	5,2	1,8
	III	7,2	6,5	2,7	9,8	5,0	6,1	2,9
	IV	7,9	7,7	6,7	7,6	21,9	6,5	3,2
1997	I	6,9	6,4	-1,5	8,7	14,7	5,5	4,9
	II	7,4	6,7	1,7	11,5	15,6	4,5	1,3
	III	6,7	6,5	2,7	10,7	13,3	4,3	1,1
	IV	6,4	6,2	0,3	10,2	12,2	3,5	3,8
1998	I	6,5	6,4	0,8	10,5	14,6	4,3	3,7
	II	5,3	5,2	4,3	5,3	10,8	5,6	0,2
	III	4,9	4,8	5,2	3,3	8,8	5,9	1,4
	IV	3,0	2,9	12,8	-1,1	6,1	3,6	3,1
1999s1	I	1,6	1,4	-1,8	-2,8	2,4	4,4	1,0
	II	3,1	2,8	-2,7	1,5	3,1	4,5	1,1
	III	5,0	4,8	-1,8	7,6	3,4	5,1	0,8
	IV	6,2	6,0	-1,4	11,6	5,0	5,3	1,1
2000	Is1	6,0	5,8	-7,0	10,1	4,0	5,8	1,0
	IIs1	5,2	5,0	-7,8	9,4	0,8	5,3	0,9
	IIIs2	4,2	3,8	-8,0	6,3	-1,8	5,4	1,0
<b>Prognoza</b>								
2000	IV	4,1	3,9	-7,0	5,5	1,0	5,3	1,1
2001	I	5,1	4,7	-1,0	6,4	2,9	5,4	1,3
	II	5,4	5,2	4,0	7,0	4,5	5,3	1,5
	III	5,7	5,6	8,0	7,4	5,1	5,3	1,7
	IV	5,8	5,7	7,2	8,0	5,6	5,3	2,0
2002	I	5,8	5,5	4,5	7,8	7,0	5,0	2,0
	II	5,7	5,6	1,6	7,6	8,4	5,1	1,8
	III	5,8	5,7	1,0	7,7	9,0	5,1	1,6
	IV	5,8	5,7	0,5	8,0	8,5	5,2	1,6

Źródło: Dane oraz szacunki (s1) – GUS; szacunki (s2) oraz prognozy – CASE.

- Uwagi:
1. Zmiana w proc. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.
  2. Tempa zmian obliczono na podstawie danych nieoczyszczonych z sezonowości.
  3. Szacunki w cenach średniorocznych z poprzedniego roku.
  4. Prognozy w cenach średniorocznych z 1999 r.

## Załącznik 2. Zagregowany popyt w cenach bieżących, 1996–2002 (w mld złotych)

Okresy	PKB	Popyt krajowy	Spożycie			Inwestycje	Przyrost zapasów	Saldo handlu zagranicznego
			ogółem	indywidualne	zbiorowe			
1996 I-IV	387,83	393,86	309,04	241,90	67,14	80,39	4,43	-6,03
1997 I-IV	472,35	492,72	376,72	296,65	80,07	110,85	5,15	-20,37
1998 I-IV	553,56	582,57	437,56	346,94	90,62	139,20	5,80	-29,01
1999 I-IV	617,04	657,04	489,77	390,88	98,89	161,68	5,59	-40,00
<b>Prognoza</b>								
2000 I-IV	702,96	744,12	551,52	441,60	109,92	184,14	8,46	-41,16
2001 I-IV	794,00	836,15	613,16	493,01	120,15	215,59	7,41	-42,15
2002 I-IV	889,54	933,22	676,70	546,50	130,20	249,50	7,03	-43,68
1996 I	85,27	83,92	72,33	56,50	15,83	10,97	0,63	1,35
II	92,88	94,38	77,71	60,41	17,30	15,95	0,72	-1,51
III	98,48	100,81	78,85	61,82	17,03	20,93	1,03	-2,33
IV	111,20	114,75	80,15	63,18	16,97	32,54	2,05	-3,54
1997 I	103,78	105,63	89,24	70,19	19,05	15,48	0,92	-1,85
II	112,98	117,58	93,26	73,81	19,45	23,29	1,03	-4,60
III	119,15	123,78	95,69	76,22	19,47	27,13	0,96	-4,62
IV	136,43	145,73	98,54	76,43	22,10	44,96	2,24	-9,30
1998 I	123,70	129,90	107,22	85,24	21,97	21,54	1,14	-6,20
II	133,37	139,73	109,05	85,56	23,49	29,37	1,31	-6,36
III	140,01	146,96	112,32	88,98	23,35	33,30	1,33	-6,94
IV	156,48	165,98	108,96	87,15	21,81	54,99	2,02	-9,50
1999s1 I	134,78	144,28	119,59	95,16	24,43	24,60	0,09	-9,51
II	147,33	158,66	123,35	97,50	25,85	34,10	1,22	-11,33
III	155,72	164,26	123,54	98,65	24,89	38,78	1,94	-8,54
IV	179,21	189,84	123,29	99,57	23,73	64,20	2,35	-10,63
2000 Is1	153,97	166,67	137,23	109,72	27,51	27,81	1,62	-12,70
IIs1	167,91	178,62	137,80	109,15	28,65	38,03	2,79	-10,72
IIIs2	177,65	185,24	138,16	110,51	27,65	45,15	1,94	-7,59
<b>Prognoza</b>								
2000 IV	203,44	213,59	138,33	112,21	26,12	73,15	2,10	-10,15
2001 I	175,11	187,45	152,32	122,17	30,15	33,56	1,57	-12,34
II	190,14	201,13	155,02	123,66	31,37	44,41	1,70	-10,99
III	200,39	207,75	153,27	123,08	30,19	52,67	1,81	-7,35
IV	228,36	239,82	152,55	124,10	28,44	84,95	2,32	-11,46
2002 I	197,04	209,72	168,60	136,00	32,59	39,70	1,42	-12,68
II	213,23	224,28	171,23	137,10	34,13	51,47	1,57	-11,05
III	224,28	231,57	169,18	136,45	32,73	60,69	1,70	-7,29
IV	255,00	267,66	167,69	136,94	30,75	97,64	2,33	-12,66

Źródło: Dane oraz szacunki (s1) – GUS, szacunki (s2) oraz prognozy – CASE.

Uwaga: Popyt krajowy definiowany jest jako suma spożycia prywatnego (indywidualnego oraz przez instytucje niekomercyjne), spożycia publicznego oraz inwestycji. W tabeli nie wyodrębniono spożycia przez instytucje niekomercyjne.

**Załącznik 3. Zagregowany popyt w cenach 1999 r., 1996–2002 (zmiana w proc.)**

Okresy	PKB	Popyt krajowy	Spożycie			Inwestycje	Eksport	Import
			ogółem	indywidualne	zbiorowe			
1996 I-IV	6,0	9,7	7,2	8,7	2,1	19,7	12,0	28,0
1997 I-IV	6,8	9,2	6,1	6,9	3,2	21,7	12,2	21,4
1998 I-IV	4,8	6,4	4,2	4,8	1,6	14,2	14,3	18,5
1999s1 I-IV	4,1	4,8	4,3	5,1	1,1	6,9	-1,5	1,4
<b>Prognoza</b>								
2000 I-IV	4,8	3,4	2,7	3,2	1,0	4,2	11,6	5,7
2001 I-IV	5,5	5,1	4,0	4,7	1,2	9,6	12,3	10,0
2002 I-IV	5,8	5,7	4,2	4,8	1,6	10,6	9,8	9,0
1996 I	3,4	8,0	7,1	8,5	2,2	13,1	14,4	36,7
II	5,4	6,7	3,4	6,5	-6,4	20,5	21,6	29,1
III	7,2	10,6	6,7	8,3	1,2	26,8	25,3	42,2
IV	7,9	13,0	11,6	11,4	12,0	17,3	-12,5	7,9
1997 I	6,9	7,9	6,0	6,7	3,4	19,6	20,5	24,2
II	7,4	9,0	6,3	7,1	3,5	21,0	29,9	36,1
III	6,7	9,4	6,4	7,1	3,4	21,2	8,1	18,4
IV	6,4	10,4	5,7	6,6	2,4	23,2	-3,5	11,7
1998 I	6,5	7,3	5,4	6,3	2,2	17,3	18,8	20,2
II	5,3	5,7	3,5	4,1	1,6	14,6	24,7	23,0
III	4,9	6,1	3,8	4,4	1,5	14,2	18,9	20,6
IV	3,0	6,6	3,9	4,6	1,1	12,9	-1,9	11,6
1999s1 I	1,6	3,3	3,7	4,4	1,1	6,1	-8,9	-2,8
II	3,1	4,5	4,1	4,9	1,0	6,8	-3,5	2,0
III	5,0	5,5	4,6	5,4	1,2	7,0	2,9	4,5
IV	6,2	5,6	4,7	5,6	1,1	7,3	3,8	2,0
2000 Is1	6,0	5,1	3,9	4,6	1,0	5,5	5,0	2,3
IIs1	5,2	3,3	2,3	2,6	0,9	2,9	10,8	3,5
IIIs2	4,2	2,4	2,1	2,4	1,0	3,6	15,6	7,4
<b>Prognoza</b>								
2000 IV	4,1	3,2	2,7	3,2	1,0	4,7	14,1	8,9
2001 I	5,1	4,2	3,8	4,4	1,2	7,0	14,0	9,3
II	5,4	5,0	4,8	5,8	1,2	9,2	12,5	10,1
III	5,7	5,3	4,0	4,6	1,2	10,1	12,0	9,7
IV	5,8	6,0	3,6	4,1	1,2	10,5	11,0	10,8
2002 I	5,8	5,6	4,6	5,3	1,6	11,0	11,0	9,6
II	5,7	5,4	3,9	4,5	1,6	11,4	9,2	8,0
III	5,8	5,6	4,1	4,7	1,6	10,7	8,8	8,0
IV	5,8	6,1	4,0	4,6	1,6	10,0	10,2	10,3

Źródło: Dane oraz szacunki (s1) – GUS, szacunki (s2) oraz prognozy – CASE.

Uwagi: 1. Zmiana w proc. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

2. Popyt krajowy definiowany jest jako suma spożycia prywatnego (indywidualnego oraz przez instytucje niekomercyjne) spożycia publicznego oraz inwestycji. W tabeli nie wyodrębniono dynamiki spożycia przez instytucje niekomercyjne.

3. Tempa zmian obliczono na podstawie danych nieoczyszczonych z sezonowości.

4. Szacunki w cenach średniorocznych z poprzedniego roku.

#### Załącznik 4. Pracujący, 1996–2002 (w tys. osób)

Okresy	Ogółem							
	w tym zatrudnieni		Pracujący			Usługi rynkowe		Usługi nierynkowe
			rolnictwo i leśnictwo	przemysł	budownictwo			
1996 I-IV	15021	8548	4010	3730	843	4161	2277	
1997 I-IV	15439	8637	3985	3740	908	4489	2316	
1998 I-IV	15800	8752	3969	3701	961	4798	2371	
1999 I-IV	15710	8702	3931	3529	954	4892	2404	
<b>Prognoza</b>								
2000 I-IV	15508	8100	3905	3340	940	4950	2373	
2001 I-IV	15546	8078	3905	3325	930	4965	2375	
2002 I-IV	15721	8059	3890	3313	898	5053	2428	
1996 I	14682	8487	4002	3714	737	3969	2260	
II	14932	8513	4001	3719	837	4120	2255	
III	15083	8522	4044	3730	879	4181	2249	
IV	15386	8671	4038	3759	919	4326	2344	
1997 I	15048	8567	3982	3753	788	4235	2290	
II	15374	8645	3980	3733	910	4441	2311	
III	15594	8675	4020	3735	952	4578	2309	
IV	15739	8706	4006	3740	981	4656	2356	
1998 I	15506	8717	3956	3717	864	4609	2360	
II	15819	8759	3953	3722	978	4804	2362	
III	15921	8714	3991	3676	1010	4901	2343	
IV	15953	8817	3976	3688	992	4879	2418	
1999 I	15513	8747	3900	3587	871	4725	2430	
II	15726	8717	3925	3543	973	4877	2408	
III	15808	8649	3960	3507	1001	4974	2366	
IV	15792	8695	3940	3480	970	4992	2410	
2000 I	15185	8139	3880	3350	840	4765	2350	
II	15524	8106	3890	3330	970	4944	2390	
III	15638	8045	3920	3330	980	5038	2370	
<b>Prognoza</b>								
2000 IV	15685	8111	3930	3350	970	5055	2380	
2001 I	15155	8052	3880	3290	800	4825	2360	
II	15548	8042	3880	3300	930	5018	2420	
III	15698	8014	3910	3320	940	5108	2420	
IV	15785	8113	3910	3330	940	5165	2440	
2002 I	15291	8068	3860	3300	780	4921	2430	
II	15719	8069	3860	3320	920	5139	2480	
III	15902	8048	3880	3330	940	5252	2500	
IV	15974	8151	3880	3340	950	5284	2520	

Źródło: Dane roczne – GUS; dane kwartalne oraz prognoza – CASE.

Uwaga: Pozycja zatrudnieni wg definicji GUS.

### Załącznik 5. Bezrobocie, 1996–2002 (w tys. osób)

Okresy		Bezrobotni zarejestrowani		Bezrobotni wg BAEL	
		w tys. osób	w %	w tys. osób	w %
1996	I-IV	2360	13,2	1961	11,5
1997	I-IV	1826	10,3	1737	10,2
1998	I-IV	1831	10,4	1827	10,6
1999	I-IV	2350	13,0	2880	16,7
<b>Prognoza</b>					
2000	I-IV	2627	14,4		
2001	I-IV	2687	14,7		
2002	I-IV	2648	14,3		
1996	I	2726	15,4	2349	14,0
	II	2508	14,3	2103	12,4
	III	2341	13,5	2018	11,6
	IV	2360	13,2	1961	11,5
1997	I	2236	12,6	2176	12,8
	II	2040	11,6	1927	11,3
	III	1854	10,7	1853	10,7
	IV	1826	10,3	1737	10,2
1998	I	1846	10,4	1896	11,1
	II	1688	9,6	1753	10,2
	III	1677	9,6	1786	10,3
	IV	1831	10,4	1827	10,6
1999	I	2170	12,1	2141	12,5
	II	2074	11,6	-	-
	III	2178	12,1	-	-
	IV	2350	13,0	2641	15,3
2000	I	2532	14,0	2880	16,7
	II	2437	13,6	2825	16,3
	III	2529	14,0		
<b>Prognoza</b>					
2000	IV	2627	14,4		
2001	I	2722	15,0		
	II	2573	14,3		
	III	2629	14,5		
	IV	2687	14,7		
2002	I	2735	14,9		
	II	2552	14,0		
	III	2575	14,1		
	IV	2648	14,3		

Źródło: Dane – GUS; prognoza – CASE.

Uwaga: Po półrocznej przerwie (II i III kwartał 1999 r.) GUS wznowił publikację bezrobocia na podstawie BAEL (badanie aktywności ekonomicznej ludności).

### Załącznik 6. Podstawowe indeksy cen, 1998–2000 (w proc.)

Okresy		Indeksy cen				
		towarów i usług konsumpcyjnych	produkcji sprzedanej przemysłu	produkcji budowlano- montażowej	transakcyjnych	
eksportu	importu					
1998	01	13,6	9,2	15,7	9,8	7,9
	02	14,2	9,1	15,7	10,0	11,0
	03	13,9	9,2	15,4	11,5	10,4
	04	13,7	8,4	14,6	8,4	4,4
	05	13,3	8,2	14,4	8,2	0,7
	06	12,2	7,7	14,1	7,8	4,4
	07	11,9	7,0	13,6	6,9	1,5
	08	11,3	6,6	13,0	4,4	-5,6
	09	10,6	6,4	12,4	7,0	3,3
	10	9,9	5,8	11,7	3,8	3,4
	11	9,2	5,1	11,1	3,2	-2,3
	12	8,6	4,8	10,6	4,7	-5,1
1999	01	6,9	3,9	9,9	2,8	-0,3
	02	5,6	3,7	9,4	9,6	1,5
	03	6,2	4,7	9,0	10,7	5,6
	04	6,3	5,0	8,6	9,9	9,0
	05	6,4	5,2	8,4	10,2	8,2
	06	6,5	5,2	8,1	1,1	4,8
	07	6,3	5,5	7,8	0,3	5,2
	08	7,2	5,9	7,8	7,2	10,3
	09	8,0	6,2	8,2	6,3	4,6
	10	8,7	6,8	8,3	11,0	7,4
	11	9,2	7,5	8,6	13,5	11,7
	12	9,8	8,1	8,9	10,8	15,1
2000	01	10,1	8,2	7,7	7,1	11,8
	02	10,4	8,1	7,5	1,4	7,4
	03	10,3	7,3	7,7	-3,6	2,3
	04	9,8	7,4	8,3	-2,4	3,5
	05	10,0	7,9	8,4	4,2	8,1
	06	10,2	8,9	8,8	8,8	10,6
	07	11,6	9,0	8,9	9,4	7,4
	08	10,7	8,4	8,7		
	09	10,3	8,3	8,2		

Źródło: GUS.

Uwaga: Indeksy wskazują zmiany w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.



### Załącznik 7. Kursy walutowe, 1998–2000

Okresy		Kursy w złotych		
		USD	DEM	ECU/Euro
1998	01	3,5316	1,9461	3,8432
	02	3,5386	1,9505	3,8503
	03	3,4593	1,8941	3,7560
	04	3,4194	1,8827	3,7329
	05	3,4188	1,9246	3,7917
	06	3,4789	1,9420	3,8362
	07	3,4592	1,9226	3,8002
	08	3,5850	2,0046	3,9543
	09	3,6066	2,1211	4,1713
	10	3,4955	2,1353	4,2071
	11	3,4496	2,0514	4,0323
	12	3,4858	2,0884	4,0979
1999	01	3,5417	2,1007	4,1087
	02	3,7948	2,1727	4,2494
	03	3,9430	2,1927	4,2886
	04	4,0016	2,1905	4,2843
	05	3,9368	2,1387	4,1830
	06	3,9431	2,0947	4,0969
	07	3,8827	2,0537	4,0166
	08	3,9510	2,1447	4,1946
	09	4,0799	2,1925	4,2881
	10	4,1092	2,2513	4,4031
	11	4,2527	2,2484	4,3974
	12	4,1696	2,1577	4,2200
2000	01	4,1036	2,1274	4,1608
	02	4,1439	2,0886	4,0850
	03	4,0902	2,0200	3,9507
	04	4,2347	2,0469	4,0033
	05	4,4988	2,0839	4,0758
	06	4,3994	2,1341	4,1740
	07	4,3229	2,0801	4,0684
	08	4,3593	2,0189	3,9486
	09	4,4900	2,0018	3,9152

Źródło: NBP

Uwagi: 1. Kursy średnie w danym miesiącu.

2. Do końca 1998 r. kurs ECU, a następnie kurs euro.

### Załącznik 8. Handel zagraniczny, 1998–2000 (mln USD)

Okresy	Eksport		Import		Saldo		
	GUS	NBP	GUS	NBP	GUS	NBP	
1998	01	2156	2120	3172	3565	-1016	-1445
	02	2377	2265	3667	3078	-1290	-813
	03	2490	2671	4248	3657	-1758	-986
	04	2340	2468	3849	3496	-1509	-1028
	05	2300	2449	3886	3350	-1586	-901
	06	2401	2753	3959	3699	-1558	-946
	07	2393	2936	3929	3924	-1537	-988
	08	2168	2529	3552	3309	-1385	-780
	09	2332	2336	4516	3864	-2183	-1528
	10	2621	2533	4372	3908	-1750	-1375
	11	2369	2369	4098	3695	-1728	-1326
	12	2283	2693	3807	4297	-1524	-1604
1999	01	2027	2693	3147	4297	-1120	-1604
	02	2092	2119	3239	3331	-1147	-1212
	03	2452	2495	4034	3279	-1583	-784
	04	2167	2398	3633	3223	-1466	-825
	05	2237	2161	3700	3197	-1463	-1036
	06	2154	1999	3667	3020	-1514	-1021
	07	2119	2122	3761	3425	-1641	-1303
	08	2193	2092	3651	3429	-1458	-1337
	09	2438	2078	4093	3308	-1655	-1230
	10	2595	2044	4324	3363	-1729	-1319
	11	2511	2224	4373	3360	-1862	-1136
	12	2423	2151	4290	3557	-1866	-1406
2000	01	2278	2464	3519	4235	-1241	-1771
	02	2549	1922	3912	3380	-1363	-1458
	03	2725	2030	4338	3178	-1613	-1148
	04	2495	2371	3935	3613	-1441	-1242
	05	2427	2032	4268	3108	-1840	-1076
	06	2591	2407	4079	3301	-1487	-894
	07	2631	2397	4095	3438	-1464	-1041
	08	2327	2473	3713	3515	-1386	-1042
	09		2271		3595		-1324

Źródło: NBP i GUS.

Uwagi: 1. Dane NBP wg płatności towarowych, dane GUS wg statystyk celnych SAD.

2. Dane NBP za sierpień i wrzesień wstępne.

**Załącznik 9. Bilans płatniczy, 1998–2000 (w mln USD)**

Okresy	Saldo						Oficjalne aktywa rezer- wowe	
	rachunku bieżącego	towarowe	transferów bieżących	nie klasyfikow. obrotów bieżących	inwestycji bezpo- średnich	inwestycji portfelowych		
1998	01	-963	-1443	102	374	477	-309	-97
	02	-278	-813	131	397	150	268	-2197
	03	-755	-986	120	392	277	253	-284
	04	-428	-1001	121	578	334	89	-848
	05	-200	-901	117	587	539	130	-492
	06	-8	-945	399	550	248	144	-650
	07	-102	-988	192	574	589	121	-1378
	08	183	-780	165	856	661	-643	-174
	09	-1296	-1528	163	438	496	-336	649
	10	-962	-1375	159	449	359	-73	228
	11	-830	-1326	149	363	201	723	-634
	12	-1187	-1604	124	437	638	963	178
1999	01	-894	-1212	101	320	291	-81	74
	02	-512	-784	102	242	317	-177	-83
	03	-833	-825	176	237	530	-46	-142
	04	-938	-1036	113	232	364	2	108
	05	-690	-1031	108	300	403	-251	64
	06	-1134	-1302	132	253	382	167	0
	07	-1055	-1322	138	301	297	70	-47
	08	-783	-1230	142	429	1393	228	-26
	09	-1147	-1309	137	423	788	-388	442
	10	-849	-1139	130	426	363	451	76
	11	-1178	-1561	148	299	789	809	-116
	12	-1640	-1706	161	174	681	306	-120
2000	01	-1207	-1458	113	286	763	298	25
	02	-962	-1148	113	225	361	571	664
	03	-1346	-1242	133	218	430	1573	-122
	04	-851	-1076	122	398	449	131	200
	05	-401	-894	162	324	310	20	-184
	06	-860	-1041	137	337	363	90	240
	07	-701	-1042	170	309	488	232	268
	08	-961	-1324	120	350	169	-234	-300
	09	-594	-965	126	420	239	-104	19

Źródło: NBP.

Uwaga: Dane za sierpień i wrzesień wstępne.

### Załącznik 10. Stopy procentowe, 1998–2002

Okresy		Stopa redyskontowa weksli	Stopa kredytu lombardowego	WIBOR 3 M	Minimalna stopa rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku
1998	01	24,5	27,0	26,1	23,5
	02	24,5	27,0	25,2	24,0
	03	24,5	27,0	25,1	23,0
	04	24,5	27,0	24,5	23,0
	05	23,5	26,0	23,2	21,5
	06	23,5	26,0	22,1	21,5
	07	21,5	24,0	21,0	19,0
	08	21,5	24,0	19,8	19,0
	09	21,5	24,0	18,8	18,0
	10	20,0	22,0	17,9	17,0
	11	20,0	22,0	16,7	17,0
	12	18,3	20,0	15,9	15,5
1999	01	15,5	17,0	14,8	13,0
	02	15,5	17,0	13,2	13,0
	03	15,5	17,0	13,2	13,0
	04	15,5	17,0	13,2	13,0
	05	15,5	17,0	13,3	13,0
	06	15,5	17,0	13,3	13,0
	07	15,5	17,0	13,4	13,0
	08	15,5	17,0	13,7	13,0
	09	15,5	17,0	14,3	14,0
	10	15,5	17,0	16,6	14,0
	11	19,0	20,5	18,2	16,5
	12	19,0	20,5	19,3	16,5
2000	01	19,0	20,5	17,2	16,5
	02	20,0	21,5	17,8	17,5
	03	20,0	21,5	18,4	17,5
	04	20,0	21,5	18,3	17,5
	05	20,0	21,5	18,4	17,5
	06	20,0	21,5	18,5	17,5
	07	20,0	21,5	18,5	17,5
	08	21,5	23,0	19,1	19,0
	09	21,5	23,0	19,6	19,0
<b>Prognoza</b>					
	2000	–	23,0	19,6	–
	2001	–	19,0	16,3	–
	2002	–	14,0	12,4	–

Źródło: NBP oraz prognozy CASE.

Uwagi: 1. Stopy procentowe na koniec okresu z wyjątkiem WIBOR-u (średni miesięczny).

2. Prognozy stóp na koniec okresu.

## Załącznik 11. Pieniądz, 1998–2002 (mld złotych)



Okresy	Gotówka		Depozyty złotowe				Kredyty			Zadłużenie netto sektora budżetowego		
	M0	M2	ogółem	osób prywatnych	podmiotów gospodarczych	Depozyty walutowe	ogółem	osób prywatnych	podmiotów gospodarczych			
1998 I-IV	53,6	220,8	30,2	156,9	109,6	47,3	33,6	138,5	23,9	114,6	61,3	
1999 I-IV	52,8	263,5	38,1	185,7	124,1	61,6	39,7	175,9	36,6	139,3	64,7	
<b>Prognoza</b>												
2000 I-IV	52,0	295,6	34,0	215,4	152,0	63,4	46,2	217,9	49,0	168,9	59,0	
2001 I-IV	54,9	332,0	35,0	247,0	179,0	68,0	50,0	257,1	57,5	199,6	60,0	
2002 I-IV	57,8	371,8	34,4	284,9	208,7	76,2	52,6	300,5	67,4	233,1	62,4	
1998 I	44,4	180,4	27,3	123,3	88,9	34,4	29,8	114,7	18,6	96,1	50,3	
II	49,7	192,3	29,7	132,9	95,1	37,8	29,7	122,1	20,1	102,0	50,7	
III	49,7	203,5	30,3	142,3	101,8	40,5	30,9	131,0	21,9	109,0	56,8	
IV	53,6	220,8	30,2	156,9	109,6	47,3	33,6	138,5	23,9	114,6	61,3	
1999 I	53,9	230,3	32,0	161,2	116,5	44,6	37,1	148,6	25,3	123,3	63,9	
II	59,1	236,2	33,6	166,2	119,2	47,0	36,4	155,8	28,3	127,5	65,2	
III	46,2	246,0	34,2	173,3	122,4	51,0	38,5	167,4	32,4	135,0	61,6	
IV	52,8	263,5	38,1	185,7	124,1	61,6	39,7	175,9	36,6	139,3	64,7	
2000 I	45,2	262,0	33,0	186,9	134,8	52,1	42,2	184,0	38,5	145,6	55,1	
II	51,8	284,9	35,1	205,3	141,6	63,7	44,4	203,4	50,8	152,6	58,5	
III	51,1	281,2	34,7	201,7	145,3	56,4	44,8	208,0	45,6	162,4	57,9	
<b>Prognoza</b>												
2000 IV	52,0	295,6	34,0	215,4	152,0	63,4	46,2	217,9	49,0	168,9	59,0	
2001 I	51,6	299,0	35,0	217,0	160,0	57,0	47,0	225,1	50,0	175,1	52,0	
II	53,0	309,9	35,0	227,0	167,0	60,0	47,9	233,3	52,7	180,6	56,0	
III	54,1	316,8	35,3	233,0	171,0	62,0	48,5	249,0	54,6	194,4	55,0	
IV	54,9	332,0	35,0	247,0	179,0	68,0	50,0	257,1	57,5	199,6	60,0	
2002 I	54,5	336,2	35,0	251,4	187,6	63,8	49,7	263,3	58,4	204,9	53,0	
II	55,8	346,9	34,4	262,2	195,0	67,2	50,3	273,1	62,0	211,1	57,5	
III	56,9	354,5	34,7	268,7	199,3	69,4	51,0	290,9	64,4	226,5	56,7	
IV	57,8	371,8	34,4	284,9	208,7	76,2	52,6	300,5	67,4	233,1	62,4	

Źródło: Dane – NPB, prognozy – CASE.