

Spis treści

Hipertrofia budżetu 2

**Łagodny zjazd, czy przepaść: przyszłość złotego
w świetle dylematów polityki kursowej** 5

Gospodarka w II kwartale 2001 r. 13

Wzrost gospodarczy 13

Relacje zewnętrzne 14

Finanse publiczne 18

Rynek pracy 19

Ceny 20

Polityka pieniężna 25

Rynki finansowe 28

Prognozy sytuacji gospodarczej w latach 2001–2002 30

Liczymy na stopniową poprawę 30

Uwarunkowania zewnętrzne 31

Wzrost gospodarczy 35

Relacje zewnętrzne 38

Finanse publiczne 40

Rynek pracy 41

Ceny 41

Polityka pieniężna 43

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.

Redakcja Kwartalnika

Redaktor
Andrzej Bratkowski

Sekretarz Kwartalnika
Łukasz Rawdanowicz

Zespół prognoz i analiz:

Rafał Antczak, Andrzej Bratkowski, Piotr Bujak,
Mariusz Jarmużek, Małgorzata Markiewicz,
Anna Myślińska, Katarzyna Piętka,
Artur Radziwiłł, Łukasz Rawdanowicz,
Przemysław Woźniak, Katarzyna Zawalińska

Sponsorzy



BANK PEKAO SA

Fortis Bank Polska SA

Projekt graficzny, DTP, korekta, druk
CeDeWu Sp. z o.o.
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

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

Od redaktora

Szanowni Czytelnicy,

Przed pół rokiem, obok bazowego scenariusza rozwoju sytuacji gospodarczej, przedstawiliśmy scenariusz alternatywny, wskazujący na możliwość silniejszego wyhamowania wzrostu gospodarczego. W tym czasie nawet nasz bazowy scenariusz powszechnie był oceniany jako nadmiernie pesymistyczny. Publikowane potem dane GUS wskazywały, że sytuacja gospodarcza pogarsza się silniej niż przewidywaliśmy w scenariuszu bazowym. W ślad za tym pogarszały się nastroje i prognozy innych ośrodków analitycznych. Nasze oczekiwania ewoluują jednak raczej w przeciwnym kierunku. W poprzednim kwartale zrezygnowaliśmy z naszego pesymistycznego scenariusza, uznając, iż największe zagrożenie – załamanie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych – stało się bardzo mało prawdopodobne. Ten fakt, jest naszym zdaniem znacznie istotniejszy niż – widoczne już wtedy – bardziej rozłożone w czasie i nieco głębsze osłabienie popytu wewnętrznego w Polsce. To ono skłoniło nas wówczas do nieznacznej korekty w dół prognozy tempa wzrostu w scenariuszu bazowym. II kwartał okazał się jednak gorszy niż oczekiwaliśmy. Czyż więc odrzucenie scenariusza pesymistycznego było przedwcześnie?

Jesteśmy przekonani, że nie. Nie tylko dlatego, iż nadal nasza prognoza nie przewiduje spadku PKB. Także dlatego, że wolniejsze tempo wzrostu jest efektem silniejszego spadku popytu krajowego – w tym jego głównego składnika, popytu konsumpcyjnego – oraz... lepszych wyników w handlu zagranicznym. Także nieco szybsze tempo spadku inflacji daje podstawy do optymizmu. Dostosowania polskiej gospodarki po stronie podażowej okazały się głębsze niż przewidywaliśmy, co – nieco paradoksalnie – spowodowało relatywnie silniejsze osłabienie popytu. Dostosowania te otwierają jednak drogę do długofalowego ożywienia.

Dlatego – podobnie jak kwartał temu – liczymy na stopniową poprawę tempa wzrostu. Wtedy najbardziej obawialiśmy się dwóch rzeczy. Po pierwsze, załamania finansów publicznych. Tu najczarniejszy scenariusz – zwiększania wydatków pod presją społecznych niepokojów i zbliżających się wyborów – się nie sprawdził. Nowelizacja budżetu świadczy jednak o bardzo pasywnym podejściu rządu to narastających problemów, których rozwiązanie – co staram się uzasadnić w odrębnym komentarzu w I części kwartalnika – wymaga głębokiego przezwyciężenia obowiązującego obecnie kanonu polityki budżetowej. Drugą naszą troską była „bomba kursowa” grożąca gwałtowną eksplozją, która obecnie wydaje się bardzo mało prawdopodobna. Po kilku nerwowych dniach lipcowych złoty ustabilizował się na razie na poziomie, który nieco złagodził presję konkurencji zewnętrznej i stanowi dobry punkt wyjścia, do dalszego – ale łagodnego – zjazdu kursu w dół. Także w dłuższej perspektywie nie przewidujemy żadnych poważnych zakłóceń na rynku walutowym. Ten pogląd uzasadniamy szerzej w drugim artykule, omawiającym dylematy polityki kursowej i prezentującym nasz punkt widzenia na „obszar racjonalnych wahań kursowych” w perspektywie najbliższych lat.

W kolejnych częściach kwartalnika przedstawiamy oceny sytuacji bieżącej i prognozy do 2002 r. Nawet jeśli okażą się zbyt optymistyczne, jednego jesteśmy pewni: najgorszych zagrożeń udało się uniknąć. Poruszamy się już po twardym gruncie i wkrótce przyjdzie czas szybszego wzrostu.

Andrzej Bratkowski

Hipertrofia budżetu

W dobiegającej końca kadencji Sejmu niewiele było przedkładanych przez rząd ustaw, które spotkałyby się z taką wyrozumiałością opozycji, jak ostatnia nowelizacja budżetu. Konieczność zwiększenia deficytu budżetowego została uznana za oczywistą zarówno przez rząd, jak i bodaj wszystkie partie polityczne. Obowiązującym kanonem wiedzy o finansach publicznych jest obecnie teza, że wydatki budżetu dzielą się na „sztywne” i niezbędne. Większość wydatków jest „sztywna” i po prostu trzeba je ponieść, gdyż wynikają one z prawnie (często wręcz konstytucyjnie) określonych zobowiązań państwa. Te bardziej „elastyczne”, z punktu widzenia prawa, są za to absolutnie niezbędnym minimum dla przetrwania instytucji państwowych i jego obywateli.

Zapewne jednym z powodów tej zgodności są zbliżające się wybory, w obliczu których nikt nie śmie domagać się radykalnych cięć wydatków. Także jednak w spokojniejszych politycznie czasach, media, różne grupy zawodowe i sami politycy z furią atakują rząd, a przede wszystkim ministra finansów za to, że jego skąpstwo doprowadza tzw. sferę budżetową na skraj przepaści. Patrząc z tej perspektywy możemy tylko wybierać pomiędzy różnymi wariantami totalnej katastrofy. Katastrofa jako taka jest bowiem – jeśli *vox populi* trafnie oddaje naszą sytuację – nieunikniona. Możemy albo ograniczać wydatki budżetowe spychając po kolei różne dziedziny usług publicznych do przepaści, na skraju której podobno obecnie się znajdują, albo zwiększyć wydatki doprowadzając do załamania finansów publicznych – czyli dokonywać aktu zbiorowego rzucania się w ową przepaść.

Wyjście obronną ręką z tej sytuacji jest jednak możliwe, wymaga jednak podważenia kanonu naszej polityki budżetowej. Nie jest bowiem pewne, że wszystkie wydatki elastyczne są niezbędne. Na pewno nie są niezbędne niektóre wydatki „sztywne” – właśnie dlatego różne grupy interesów doprowadziły do prawnego usztywnienia tych wydatków, by nie musiały one konkurować z tymi, które są naprawdę niezbędne. Za taką oceną przemawia nawet bardzo pobieżna analiza statystyczna. Jeśli wydatki budżetu w tym roku zostaną zrealizowane zgodnie z ustawą, będą realnie o blisko 14% wyższe niż w roku 2000. Tylko w niewielkim stopniu ten wzrost wynika z rekompensowania stosunkowo niskich realnie (na skutek wyższej niż zakładano inflacji) wydatków w 2000 r. Od 1999 r. wydatki budżetu wzrosłyby bowiem realnie o ponad 12%. Koszty obsługi długu publicznego wzrosły w tym czasie nominalnie o 10% (deflator PKB dla tego okresu wyniósł około 14%, a nominalny PKB wzrósł o ponad 23%) – relatywne koszty obsługi długu publicznego wyraźnie więc się zmniejszyły. Owszem, silnie wzrosły wydatki na ubezpieczenia społeczne – i to jest uzasadnione. Ale tej przyczynie można przypisać około 2% realnego wzrostu wydatków. A co z pozostałymi 10%? Jakież to dodatkowe usługi publiczne skonsumowało społeczeństwo za tak astronomiczne pieniądze? Wydaje się, że żadne, a cały wzrost wydatków związany był ze wzrostem kosztów świadczenia tych usług. Wskazuje na to dynamika płac. O ile w sektorze przedsiębiorstw w I kwartale 2001 płaca przeciętna była o realnie o 7,3% wyższa od średniej w I kwartale 1999 r., o tyle w sferze budżetowej wzrost ten wyniósł 13%. Obecnie po raz pierwszy od wielu lat, średnia płaca w sferze budżetowej jest wyższa niż

w sektorze przedsiębiorstw. Nie jest więc prawdą, że sfera budżetowa „przeżywa zapaść”. Sfera budżetowa kwitnie i szasta pieniędzmi!

Gdzież więc należy szukać uzasadnionych oszczędności w wydatkach publicznych? To pytanie pada zawsze, gdy postuluje się cięcia tych wydatków. Jediną metodą jaką praktycznie może zastosować minister finansów jest „cięcie równo” i wydatków bieżących administracji centralnej i dotacji dla samorządów. I niech samorzady i ministerstwa wykażą się inicjatywą w określaniu, jakie zmiany prawne są niezbędne, by niezbędne cięcia wydatków sztywnych były możliwe. Takie „mechaniczne” podejście z pewnością spotkałoby się z powszechną krytyką. Trzeba jednak zdać sobie sprawę, że minister finansów nie jest w stanie narzucić „racjonalnych” oszczędności dokładnie z tych samych powodów, z jakich nie można było wymusić efektywnej gospodarki w przedsiębiorstwach w czasach centralnego planowania. Być może pewien postęp w stosunku do obecnej sytuacji można by osiągnąć stosując bardziej wyrafinowane metody budżetowania instytucji publicznych, ale zasadniczego przełomu tą metodą osiągnąć się nie da. To można osiągnąć jedynie poprzez możliwie szeroko zakrojoną komercjalizację usług świadczonych obecnie przez państwo. Kłopot w tym, że takie zamiary z pewnością spotkałyby się z podobnym sprzeciwem jak próby „zwykłych” cięć wydatków.

Ta patowa sytuacja wynika ze strukturalnych cech prawa regulującego sferę finansów publicznych. Po pierwsze, „kupowanie” usług publicznych od państwa tym się różni od zwykłej transakcji kupna i sprzedaży, że najpierw się płaci (podatki), a potem dowiadyuje, co się kupiło (różne formy aktywności państwa). Jest więc ze wszech miar racjonalne, że obywatele starają się dostać od państwa jak najwięcej. Dyskusje publiczne i decyzje polityczne o podatkach toczą się w zasadzie zupełnie niezależnie od dyskusji i decyzji o wydatkach. Dopóki więc obywatele nie będą stali przed realną możliwością wyboru: zrezygnować z jakiegoś świadczenia państwa i płacić niższy podatek, albo korzystać z tego świadczenia i płacić wyższy, dopóty trwać będzie nieustanny szturm na publiczną kasę.

Drugim powodem nacisku na wydatki publiczne jest brak prawnych ograniczeń zwiększania skali redystrybucji dochodów. Domagający się wzrostu wydatków liczą na to, że nie oni, ale „ci bogatsi”, sfinansują je płacąc wyższe podatki. Druga miła dla biednego obywatela możliwość to finansowanie takich wydatków w ciężar długu publicznego.

Dlatego stabilizacja finansów publicznych wymaga moim zdaniem wprowadzenia na poziomie konstytucji dwóch zasad. Po pierwsze, budżet centralny musi być zrównoważony. Po drugie, progresja podatkowa jest zakazana.

Wbrew pozorom ostatnie rozwiązanie nie miałyby by nic wspólnego z politycznym wyborem mniej egalitarystycznej polityki społecznej. Efektywne obciążenia podatkowe w naszym regionie geograficznym dawno już osiągnęły maksymalny pułap. Wzrost stawek podatkowych, czy też zmiana ich „profilu” na bardziej progresywny tylko na krótką metę pozwala na zwiększenie efektu redystrybucji. Posiadającym wysokie dochody opłaca się bowiem podjąć – legalne lub nie – działania na rzecz ukrycia dochodów lub przeniesienia ich do stref niższego opodatkowania. Kiedy już raz zainwestuje się w „infrastrukturę” unikania podatków, można osiągać efektywne stawki opodatkowania poniżej stawek przeciętnych, a nawet najniższych. Wszystko wskazuje na to, że obecnie w Polsce efektywna skala podatkowa jest – licząc średnie stawki dla kolejnych przedziałów dochodowych – raczej degresywna niż progresywna. Za kolejne przejawy aktywności państwa płacą więc raczej najbiedniejsi, a nie najbogatsi. Obecnie efektywna stawka PIT od ujawnionych dochodów wynosi około 16%. Zastosowanie podobnej stawki liniowej dałoby w tej sytuacji prawdopodobnie wzrost dochodów budżetowych bez zmniejszenia skali redystrybucji dochodów. Przy liniowych stawkach podatkowych łatwo można by przeliczać różne wydatki budżetu na procenty stawki podatkowej. Takie ćwiczenie zapewne miałyby ważne funkcje edukacyjne i ułatwiłoby zadanie stopniowego ograniczania roli państwa w dziedzinach, w których z powodzeniem może być zastąpione przez firmy prywatne.

Równolegle należałoby jak najszybciej dokonać „odsztynienia” niektórych wydatków. Jednym ze sposobów jest likwidacja różnych funduszy budżetowych. Ciekawe, że właściwie wszyscy widzą konieczność likwidacji funduszy budżetowych, co nie przeszkadza, że zaraz po likwidacji jednych, tworzy się następne. Drugim krokiem powinno być „skomasowanie” dotacji i subwencji dla samorządów w jeden transfer. Sposób jego wykorzystania należy pozostawić do decyzji samorządów. Kolejnym rozwiązaniem powinno być podatkowe usamodzielnienie samorządów i likwidacja transferów z budżetu centralnego do budżetów lokalnych. Gdyby samorzady same wyznaczały wysokość podatków stanowiących ich dochody, pojawiła by się konkurencja pomiędzy samorządami i „arbitraż podatkowy” osób decydujących o miejscu prowadzenia

działalności gospodarczej wymusiłby obniżki podatków i racjonalizację wydatków na szczeblu lokalnym.

Na tak przygotowanym gruncie bardziej realne politycznie byłoby osiągnięcie społecznej zgody na wyłączenie ze sfery budżetowej – w zamian za zmniejszenie podatków i wprowadzenie celowych dopłat dla osób o najniższych dochodach – usług, które tam teraz tkwią wyłącznie z pobudek „redystrybucyjnych”: szkolnictwa i służby zdrowia. To pozwoliłoby zredukować sektor budżetowy o około 1/5. Wiele funkcji administracyjnych także może być przekazane firmom prywatnym. Miałyby to taki dodatkowy pozytywny efekt, że kryteria podejmowania decyzji admini-

stracyjnych musiałyby być bardziej jednoznaczne, a prawna ochrona obywateli przed ich arbitralnością wzmocniona. W tak odchudzonym państwie łatwiej można by kontrolować zasadność ponoszenia różnych wydatków.

Wszystkie te zmiany potrzebne są nie po to by zlikwidować deficyt budżetowy. To dało by się od biedy zrobić odgórnie, metodą wspomnianych „cięć po równo”. Zmiany potrzebne są dlatego, że jakość usług przez ten sektor świadczona jest jaskrawo gorsza od jakości usług prywatnych. Gwałtowny wzrost wydatków budżetowych w ostatnich dwóch latach dowodzi, że nie poprawimy jakości tych usług wydając na nie więcej pieniędzy.

Rafał Antczak, Andrzej Bratkowski,
Łukasz Rawdanowicz

Łagodny zjazd, czy przepaść: przyszłość złotego w świetle dylematów polityki kursowej

Ewolucja mechanizmu kursowego

Na starcie reform ekonomicznych w styczniu 1990 r. wprowadzono w Polsce sztywny kurs walutowy. Od stycznia 1990 r. do kwietnia 1991 r. wyniósł on 0,95 zł (przed denominacją 9500 zł). Sztywny kurs spełnił ważną rolę kotwicy antyinflacyjnej w walce z hiperinflacją. W połowie maja 1991 r. przeprowadzono dewaluację i przywiązano złotego do koszyka pięciu walut, który odpowiadał strukturze obrotów handlowych. Następnie 14 października 1991 r. wprowadzono system *crawling-peg* z miesięczną stopą dewaluacji 1,8 proc. Stopa dewaluacji w kolejnych latach była stopniowo zmniejszana, choć miało w tym okresie miejsce kilka dewaluacji korekcyjnych. W maju 1995 r. pozwolono na wahania kursu złotego od parytetu centralnego w paśmie ± 7 proc. W marcu 1999 r. obniżono miesięczną stopę dewaluacji do 0,3 proc., a pasmo wahań powiększono do ± 15 proc. Ostatecznie 12 kwietnia 2000 r. decyzją Ministerstwa Finansów kurs złotego został całkowicie upłynniony. NBP ma prawo interwencji na rynku walutowym, więc reżim kursu walutowego w Polsce *de jure* można określić jako *managed-float* lub *dirty-float*. Jednakże NBP jak dotąd nie korzystał z tych uprawnień, więc *de facto* w Polsce mamy w pełni płynny kurs walutowy.

W okresie funkcjonowania *crawling-peg* stopa dewaluacji złotego była niższa od stopy inflacji. Wyjątkiem były momenty dewaluacji korekcyjnej. Nie zmieniły one jednak generalnej tendencji realnej aprecjacji złotego. Po uelastycznieniu kursu zdarzały się okresy nagłego osłabienia złotego, ale miały charakter krótkotrwały, a generalny trend aprecjacyjny nasilił się. Od końca zeszłego roku można mówić o

nowym zjawisku: złoty przez kilka miesięcy aprecjonował nie tylko realnie, ale i nominalnie. Choć w lipcu ponownie nieco się osłabił, nadal jego kurs jest wyższy niż przed rokiem. Ta sytuacja jest z pewnością jednym z głównych bezpośrednich powodów spadku dynamiki produkcji. W związku z tym pojawiły się wątpliwości, czy nie należałoby zmienić realizowanej od ponad roku polityki kursowej, a także, czy napięcia wywołane silnym złotym nie doprowadzą wkrótce do jego gwałtownego osłabienia, czy wręcz kryzysu walutowego. W naszym artykule chcielibyśmy uzasadnić tezę, że ani silne wzmocnienie złotego nie ma, aż tak destrukcyjnego wpływu na gospodarkę (jak się dość powszechnie obecnie twierdzi), ani też polityka świadomego osłabiania krajowej waluty nie jest dobrym sposobem podtrzymywania wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Alternatywą dla obecnej polityki – *de facto* w pełni płynnego kursu – jest raczej *currency board*, bądź rezygnacja z własnej waluty na rzecz euro (tzw. euroizacja). Są jednak powody by także przy obecnym mechanizmie kursowym uznać groźbę poważniejszych zaburzeń na rynku walutowym za mało prawdopodobną. Jednak we wszystkich wariantach rozwiązań kursowych trzeba się liczyć z silną presją konkurencji zewnętrznej, a wynikającego stąd ryzyka załamania równowagi gospodarczej nie da się w pełni wyeliminować, choć poprzez odpowiednią politykę można uczynić je bardzo mało prawdopodobnym.

Konkurencyjność a kurs walutowy: uwaga na „skutki uboczne”!

Nie trzeba nikogo przekonywać, że kurs walutowy jest jedną z kluczowych zmiennych ekonomicznych. Przede wszystkim – przy założeniu *ceteris paribus* – decydu-

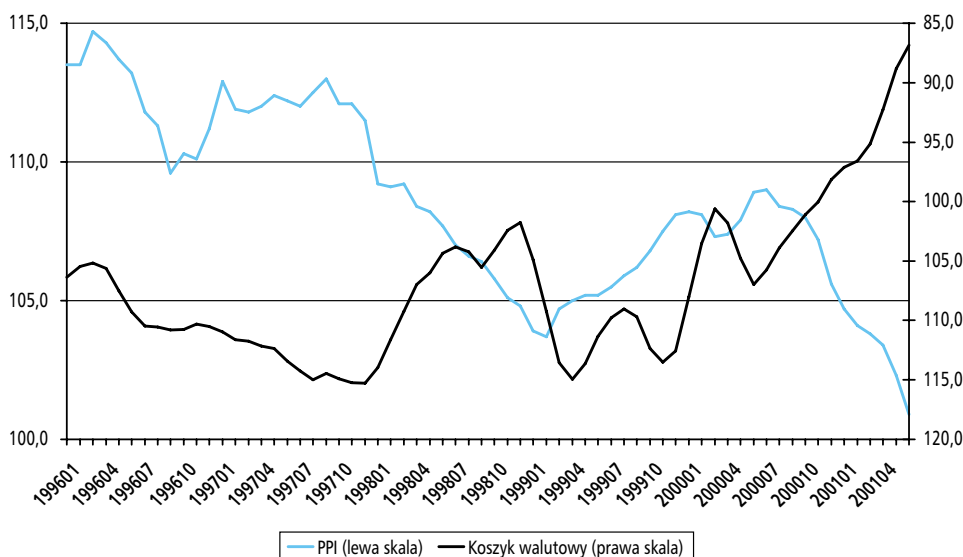
je o konkurencyjności gospodarki. Ten właśnie fakt powoduje, że koncepcja wykorzystania polityki kursowej do ochrony konkurencyjności rodzimej produkcji ma wielu zwolenników wśród praktyków gospodarczych, a nawet niektórych ekonomistów. Ich błąd polega jednak właśnie na mniej lub bardziej nieświadomym przyjmowaniu założenia *ceteris paribus*. W gruncie rzeczy ma ono sens tylko w odniesieniu do bardzo krótkich okresów. Już w okresach kilkumiesięcznych analiza oparta na takim założeniu prowadzi do kompletnie fałszywych wniosków. Zmiany kursu mają bowiem szereg innych, także bardzo ważnych „skutków ubocznych”, tyle że są one rozłożone w czasie – stąd tendencja do ich lekceważenia w „zdroworozsądkowych” ocenach.

Kurs waluty ma przede wszystkim bardzo istotny wpływ na inflację. Gdy waluta krajowej osłabia się to ceny dóbr i usług importowanych rosną, gdy wzmacnia się – maleją. Poprzez importowane towary zaopatrzeniowe zmiany kursu przenoszą się – choć z pewnym opóźnieniem – także na ceny towarów krajowych. Silny związek zmian kursu i wskaźników inflacji widoczny jest w przypadku zarówno indeksu cen dóbr i usług konsumpcyjnych (CPI),

jak i cen produkcji sprzedanej (PPI). W drugim jednak przypadku jest on znacznie silniejszy.

Istnieją także ważne związki pośrednie pomiędzy polityką kursową i inflacją. Ogniwami pośredniczącymi jest napływ kapitału i ilość pieniądza. Kurs płynny, kształtujący się pod wpływem rynkowej gry popytu i podaży na walutę krajową i waluty zagraniczne, powoduje, że przepływy kapitału zagranicznego są neutralne z punktu widzenia podaży krajowego pieniądza bazowego i stóp procentowych. Kosztem wahań kursu uzyskuje się stabilizację podaży pieniądza w ujęciu nominalnym. W przypadku *currency board* lub euroizacji, zmiany ilości pieniądza bazowego równe są różnicy pomiędzy saldem na rachunku bieżącym oraz saldem finansowym bilansu płatniczego. Nie ma praktycznie możliwości wpływania na wysokość stóp procentowych (przy stałym kursie różnice między krajowymi i zagranicznymi stopami natychmiast prowadzą do arbitrażu na rynkach finansowych i przepływy kapitału sprowadzają stopy krajowe do poziomu stóp zagranicznych plus premia za ryzyko w danym kraju). W tym przypadku kosztem wahań podaży pieniądza uzyskuje się stabilność kursu. Ponieważ „kanał kursowy” działa szybciej na infla-

Wykres 1. Zmiany kursu koszyka walutowego oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu, 1996–2001



Źródło: GUS i NBP.

Uwagi: 1. Koszyk walutowy (euro 60 proc. i dolar 40 proc.) – 3-miesięczna średnia ruchoma (prawa skala), ceny produkcji sprzedanej przemysłu (lewa skala).

2. Indeksy: 100 = analogiczny okres roku poprzedniego.

cję niż „kanał pieniężny”, w systemie kursu sztywnego ceny zachowują się znacznie stabilniej, niż w systemie kursu płynnego.

Oba te systemy bardziej sprzyjają stabilizacji cen, niż system kursu regulowanego, jeśli nastawiony on jest na niedopuszczanie do aprecjacji waluty krajowej. W przypadku rosnącego napływu kapitału i przy takiej polityce kursowej mamy bowiem do czynienia z połączeniem inflacyjnych skutków obu poprzednich systemów. Skup walut obcych przez bank centralny (a na tym polega obrona przed aprecjacją) zwiększa podaż pieniądza bazowego i osłabia walutę krajową. Monetarne skutki interwencji walutowych można wprawdzie sterylizować poprzez operacje otwartego rynku, ale to wymusza utrzymywanie wysokich stóp procentowych. Wysokie stopy procentowe – poza innymi oczywistymi skutkami negatywnymi – prowokują spekulacyjny napływ kapitału, co zmusza do kolejnych interwencji na rynku walutowym i jeszcze szybszego przyrostu ilości pieniądza – powstaje więc błędne koło. Potwierdza to analiza JP Morgan (Global Data Watch z 6 lipca 2001 r.) doświadczeń Czech i Słowacji, gdzie interwencje walutowe okazały się skuteczne tylko w krótkim okresie i nie były w stanie powstrzymać długookresowego trendu aprecjacji walut krajowych.

Nawet jeśli interwencja da oczekiwany efekt, jej pozytywne skutki dla wzrostu gospodarczego będą krótkotrwałe. Po pewnym czasie wyższa inflacja częściowo redukuje poprawę konkurencyjności. Jeszcze bardziej rozłożone są w czasie podażowe efekty osłabiania waluty krajowej. Słabsza waluta krajowa to droższy import i większe nakłady pracy na uzyskanie jednostki waluty obcej w eksporcie. Tak więc zwolennikom osłabiania złotego argumentującym, że silny złoty tworzy miejsca pracy zagranicą kosztem krajowych, można odpowiedzieć, że słaby złoty jest formą dotacji dla tejszej zagranicy. Ponadto polityka ochrony przed konkurencją zewnętrzną osłabia presję na poprawę efektywności. Wreszcie wyższa inflacja nie tylko zmniejsza prokonkurencyjne efekty deprecjacji, ale także utrudnia efektywną alokację zasobów i wymusza utrzymywanie wyższych stóp procentowych. Te długofalowe, podażowe aspekty osłabiania własnej waluty mają silniejszy negatywny wpływ na długoterminowe tempo wzrostu niż pozytywne, lecz krótkofalowe, efekty popytowe.

Na pierwszy rzut oka kurs regulowany ma przynajmniej jedną przewagę nad mechanizmami alternatywnymi – nie dopuszczając do nadmiernej aprecjacji waluty krajowej

chroni gospodarkę przed groźbą kryzysu walutowego. Przewartościowanie waluty krajowej – bądź to na skutek silnej aprecjacji nominalnej w systemie kursu płynnego, bądź długotrwałej realnej aprecjacji w systemie kursu sztywnego – prowadzi do wzrostu deficytu na rachunku bieżącym i może spowodować gwałtowny odpływ kapitału i kryzys finansowy zarówno przedsiębiorstw, jak i finansów publicznych. W przypadku mechanizmu kursu płynnego odpływ kapitału prowadzi bowiem do bardzo silnego spadku kursu i skokowego zwiększenia ciężaru zadłużenia zagranicznego. W przypadku currency board lub euroizacji – odpływ kapitału powoduje wzrost stóp procentowych. Jak pokazuje przykład Argentyny, wzrost ten może być na tyle duży, by także rodzić problemy z obsługą długu, ale doświadczenia Estonii i Litwy w czasie kryzysu rosyjskiego dowodzą, że taki rozwój sytuacji w Polsce byłby mało prawdopodobny.

Doświadczenie uczy jednak, że system kursu regulowanego także nie zabezpiecza przed kryzysem. Kiedy bowiem raz zacznie się interweniować na rynku walutowym, interweniuje się zarówno przeciwko nadmiernej aprecjacji, jak i deprecjacji. Trudności w kontroli podaży pieniądza i inflacji, prowokowanie napływu kapitału spekulacyjnego, brak bodźców dla podnoszenia efektywności produkcji, trudności w ocenie, kiedy aprecjacja, lub deprecjacja są „nadmierne” wszystko to powoduje, że także polityka kursu regulowanego często nie jest w stanie zapobiec nadmiernemu zadłużaniu się zagranicą, gwałtownym odpływom kapitału i w konsekwencji kryzysom walutowym. W ostatnich dwóch dekadach XX wieku mieliśmy do czynienia wielokrotnie z sytuacją, gdy w systemie kursu regulowanego dochodziło jednak do dużej deprecjacji/dewaluacji waluty krajowej i zaprzestania obsługi zadłużenia zagranicznego (ang. *default*) – np. Meksyk w sierpniu 1982 r., kraje azjatyckie w 1997 r. oraz Rosja w sierpniu 1998 r.

W tej sytuacji mało prawdopodobne jest by NBP zdecydował się interweniować na rynkach walutowych. Natomiast nie można wykluczyć opcji przejścia do reżimu kursu stałego: w przypadku Polski – ze względu na jej silne powiązania handlowe z Unią Europejską i bliską perspektywę integracji z tymi krajami – jest ona szczególnie atrakcyjna. Brak w przeszłości zainteresowania tym rozwiązaniem wynikał z przekonania, że rynkowy kurs złotego, przynajmniej w wyrażeniu nominalnym, stale będzie się osłabiał wobec dolara i euro. Wydarzenia ostatnich miesięcy pokazały, że była to złudna nadzieja i zainteresowanie drugim skrajnym modelem systemu kursowego wyraż-

nie wzrosło. Przejście na ten system nie może nastąpić jednak z dnia na dzień – przynajmniej przez pewien czas będziemy więc jeszcze żyli w systemie kursu płynnego. Na takim też założeniu opierają się prognozy kursu w naszym kwartalniku.

Prezentując prognozy „punktowe” siłą rzeczy nie daje się oceny skali ryzyka kursowego. To co się działo z kursem w tym i ubiegłym roku może skłaniać do oceny, że praktycznie „wszystko” jest możliwe. To prawda. Ale nie wszystko, co możliwe, jest tak samo prawdopodobne.

Determinanty kursy walutowego w warunkach kursu płynnego – teoria a praktyka

Co determinuje poziom nominalnego kursu waluty? Najprostsza odpowiedź brzmi popyt i podaż. Są one określone z jednej strony przez saldo na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, a z drugiej, przez saldo na rachunku finansowym. Ponieważ jednak oba te salda zależą z kolei od kursu, taka odpowiedź nie pozwala na jednoznaczne wyznaczenie kursu równowagi. Dostosowania procesów realnych do zmian kursu wymagają czasu, a kurs nie jest jedynym determinantem tych procesów. Saldo rachunku bieżącego zależy od podaźowych cech danej gospodarki, tempa wzrostu popytu wewnętrznego i koniunktury zewnętrznej, a więc czynników w krótkim okresie dość stabilnych. Także przepływy kapitału zależą nie tylko od tak zmiennych parametrów, jak kurs i stopy procentowe, ale także od „czynników fundamentalnych” czyli przede wszystkim oceny potencjalnych możliwości rozwoju gospodarki, na rynku na której się inwestuje. Dotyczy to przede wszystkim inwestycji bezpośrednich, ale także i portfelowych,

w przypadku których oprócz relacji stóp procentowych liczy się wycena ryzyka niewypłacalności danego kraju.

Czynniki fundamentalne określają pewien obszar „racjonalnych wahań” przepływu kapitału i kursu, choć odpowiedź na pytanie jaki jest ten obszar w danej sytuacji ekonomicznej, wcale nie jest prosta. W obrębie tego obszaru mamy do czynienia z współdeterminizmem przepływów kapitału, stóp procentowych, podaży pieniądza i kursu waluty.

W bardzo ogólnych teoriach podręcznikowych analiza tych ostatnich procesów skupia się przede wszystkim na międzynarodowym arbitrażu stóp procentowych. Idea tej teorii wychodzi z założenia, iż przy wolnych przepływach kapitałowych oczekiwana stopa zwrotu z instrumentów finansowych (np. obligacji rządowych) denominowanych w jednej walucie powinna być identyczna w kraju i zagranicą. Jeżeli stopy procentowe w kraju są na wyższym poziomie niż za granicą, to następuje napływ kapitału i waluta krajowa wzmacnia się.

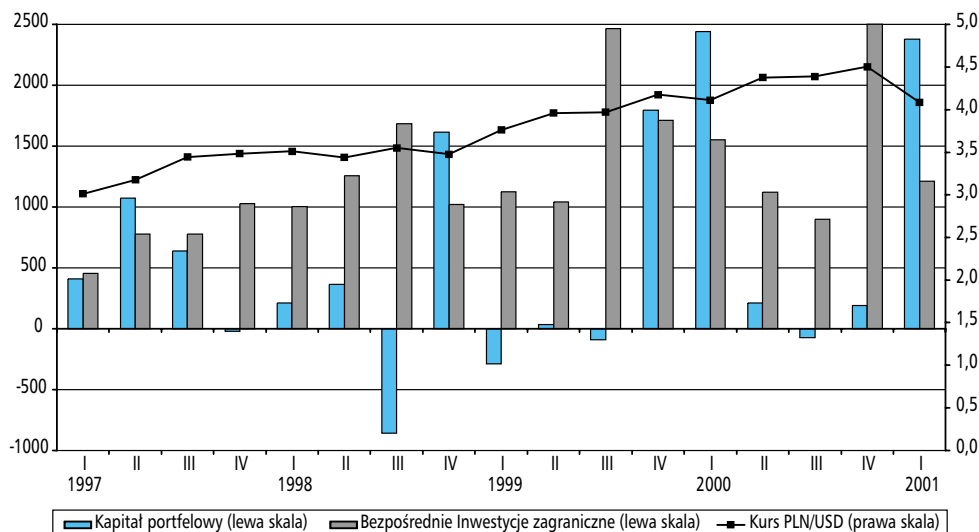
Teoria międzynarodowego arbitrażu stóp procentowych jest adaptacją prawa jednej ceny i teorii parytetu siły nabywczej na gruncie rynków finansowych. Prawo jednej ceny głosi, iż mając wolny przepływ towarów, cena danego dobra w dwóch krajach przeliczona na jedną walutę powinna być taka sama w obu krajach. Wyrównywanie cen jest gwarantowane przez arbitraż międzynarodowy – czyli handel. Jednakże w rzeczywistości arbitraż handlowy potrzebny do wyrównania cen jest utrudniony przez szereg czynników: ograniczenia swobody przepływów towarów i kapitału, koszty transakcyjne, niepełna i niesymetryczna informacja, zachowania stadne (ang. *herding behaviour*) i różnice w ocenie ryzyka poszczególnych krajów.

Tabela 1. Napływy FDI, 1993–1999

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Czechy							
FDI (mln USD)	654	878	2568	1435	1286	2734	5093
FDI/saldo r-ku finansowego (w proc.)	21,5	19,5	31,2	34,2	114,6	94,0	203,8
Węgry							
FDI (mln USD)	2350	1144	4519	2274	2167	2037	1951
FDI/saldo r-ku finansowego (w proc.)	38,6	34,0	63,8	-331,1	329,1	67,5	41,8
Polska							
FDI (mln USD)	1715	1875	3659	4498	4908	6365	7270
FDI/saldo r-ku finansowego (w proc.)	73,3	-20,7	39,5	67,4	66,2	47,9	69,5

Źródło: IFS IMF.

Wykres 2. Napływy kapitału portfelowego i bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski oraz kurs dolara, 1997–2001



Źródło: NBP.

Należy także wziąć pod uwagę uwarunkowania instytucjonalne. Nie wszystkie kraje mają w pełni zliberalizowane przepływy kapitałowe. Także w różnym stopniu mają rozwinięte rynki finansowe. Wszystkie te czynniki determinują głębokość rynku i możliwości inwestycyjne, a w konsekwencji popyt na daną walutę. Tak więc może się okazać, iż sam arbitraż stóp procentowych będzie wpływał w niewielkim zakresie na poziom kursu walutowego w związku z ograniczeniami „infrastruktury finansowej”. Z drugiej zaś strony, fakt, iż rynek walutowy jest płytki może powodować, że stosunkowo małe przepływy kapitału portfelowego będą w stanie istotnie zachwiać kursem walutowym. W pewnym stopniu taka sytuacja ma miejsce w Polsce – dzienne obroty na rynku walutowym spot od kilku lat oscylują na średnim poziomie 1 mld USD, podczas gdy na przykład w Czechach jest to około 5 mld USD. W Polsce znaczenia nabiera za to rynek instrumentów pochodnych, którego obroty wzrosły do poziomu około 5 mld USD.

Głównym źródłem krótkoterminowych wahań kursów są operacje finansowe (średnio 90 proc. obrotów), a nie płatności wynikające z przepływu tradycyjnych towarów i usług w handlu zagranicznym. Dlatego też, dla krótkotrwałych wahań kursu najważniejsze znaczenie mają bieżące informacje ekonomiczne i polityczne (tzw. kalendarium) i kształtowane na ich podstawie oczekiwania, co do dalszego rozwoju sytuacji gospodarczej. Niepewność tych

oczekiwań powoduje, że znaczny wpływ na zachowanie rynku mają czynniki psychologiczne i związane z nimi transakcje spekulacyjne. Kumulacja złych (lub dobrych) wiadomości może więc na krótką metę doprowadzić do nieuzasadnionych, z punktu widzenia fundamentalnych czynników gospodarczych, gwałtownych zmian kursu. Takie wahania kursu i przepływów kapitału wpływają jednak w mniejszym lub większym stopniu na same fundamenty gospodarcze. Oczekiwania rynku mają więc w pewnym stopniu naturę samospełniającej się prognozy. Wyjściowy stan gospodarki nigdy nie określa w pełni granic „rozsądnej” spekulacji. Dlatego możliwe są bardzo silne krótkookresowe wahania kursu.

Czasem efekt „samospełniającej się prognozy” powoduje trwałe przesunięcia „korytarza racjonalnych wahań” jednak jest to mało prawdopodobne. Dlatego możemy się pokusić o prognozę kursu, w której zakładamy, że poziom kursu będzie kształtował się tak, by bilansować wysokość deficytu na rachunku bieżącym z niespekulacyjnym napływem kapitału. Wychodząc od wariantowych szacunków wielkości napływu kapitału i związanego z nim tempa wzrostu gospodarczego oraz założeń dotyczących koniunktury zewnętrznej, spróbujemy określić, jaki poziom kursu będzie gwarantował takie zbilansowanie. W ten sposób wariantowe założenia doprowadzą do wyznaczenia „widełek”, w których naszym zdaniem z bardzo wysokim

prawdopodobieństwem będzie się mieścić średni roczny kurs złotego. Specyfika rynków walutowych powoduje bowiem, że kurs na kilka dni, lub nawet tygodni może „wypaść” z tak wyznaczonego korytarza.

Bilans handlowy, kurs realny i wzrost gospodarczy

Tak jak to już było powiedziane w tym artykule, realny kurs walutowy pozwala nam wnioskować o międzynarodowej konkurencyjności krajowej produkcji. Precyzyjnym wskaźnikiem konkurencyjności jest realny efektywny kurs. Nominalny efektywny kurs walutowy oblicza się wobec koszyka walut głównych partnerów handlowych, w którym wagi odpowiadają udziałom w handlu z danym krajem. Aby uzyskać realny efektywny kurs, nominalne zmiany wartości efektywnego kursu nominalnego są korygowane o różnice w inflacji między danym krajem, a głównymi partnerami handlowymi. Zmiany cen są także ważone udziałami w handlu i najlepiej mogą być przybliżane przez indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu.

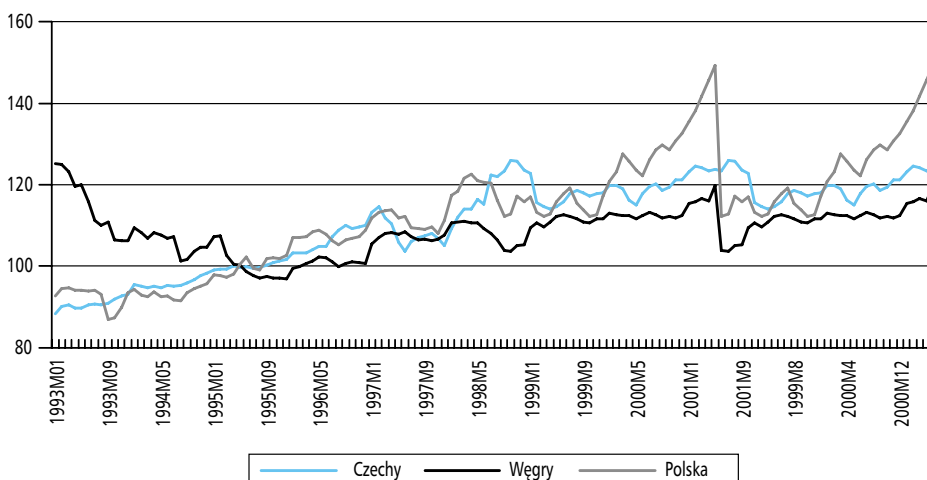
Czy realna aprecjacja jaka ma miejsce w Polsce musi obniżać naszą konkurencyjność? Odpowiedź brzmi nie. Cechą wspólną krajów rozwijających lub transformujących się, jest szybszy, niż w krajach rozwiniętych wzrost produk-

tywności kapitału i pracy. Przekłada to się na wzrost płac, a poprzez tzw. efekt Balassa-Samuelson'a na relatywnie wyższe (w stosunku do tempa deprecjacji waluty krajowej plus inflacja zagraniczna) tempo wzrostu cen.

Potwierdzeniem faktu, że nie tylko złoty, ale i inne waluty krajów transformujących się, w wyrażeniu realnym aprecjują jest wykres 3. Widać na nim, iż także węgierski forint oraz czeska korona doświadczyły realnej aprecjacji, choć w różnym stopniu.

Warto podkreślić, że realna efektywna aprecjacja z tytułu efektu Balassa-Samuelson'a nie zmniejsza konkurencyjności kraju, gdyż powstaje właśnie jako skutek wzrostu konkurencyjności, z tytułu szybszej niż w innych krajach dynamiki wydajności pracy. Realna aprecjacja jest jednak także następstwem napływu kapitału. W tym przypadku spadek konkurencyjności – szczególnie w krótkim okresie – jest możliwy. W ten właśnie sposób dochodzi do zrównoważenia rachunku bieżącego bilansu płatniczego z rachunkiem finansowym. Jak już jednak wyżej wskazaliśmy, w dłuższym okresie napływ kapitału przynosi szereg pozytywnych efektów podażowych. Dlatego wbrew powszechnym opiniom wpływ realnej aprecjacji waluty na tempo wzrostu gospodarczego nie musi być negatywny. W warunkach rosnącego napływu kapitału i wynikającej stąd aprecjacji złotego, eksport także może rosnąć, tyle że import rośnie szybciej. Popyt wewnętrzny na wyroby krajo-

Wykres 3. Realny efektywny kurs walutowy, 1993–2001 (1995=100)



Źródło: OECD – Main Economic Indicators.

we także może rosnąć, mimo efektu „przejmowania” przez import części popytu krajowego.

Generalnie można przyjąć, że choć w krótkim okresie kurs poprzez wpływ na bilans handlu zagranicznego oddziałuje także na wzrost gospodarczy, to w dłuższym okresie tempo wzrostu gospodarczego zależy od bardziej ogólnych czynników (system prawny, poziom rozwoju, położenie geograficzne itp.). Takie twierdzenie motywowane jest występowaniem mechanizmów korekcyjnych wynikających z współdeterminizmu kursu walutowego i szeregu zmiennych makroekonomicznych. I tak, jeśli złoty silnie aprecjonowałby realnie, to w konsekwencji nastąpiłoby wyhamowanie eksportu, pogłębienie deficytu na rachunku bieżącym i spadek tempa wzrostu PKB. Byłby to sygnał dla inwestorów zagranicznych do ucieczki z Polski, co w oczywisty sposób doprowadziłoby do nominalnej deprecjacji złotego, przyspieszenia wzrostu i powrotu kapitału. Inny możliwy scenariusz dostosowawczy po wzmocnieniu złotego, to spadek inflacji na skutek aprecjacji, obniżka stóp procentowych, zmniejszenie napływu kapitału, osłabienie waluty i ponowne przyspieszenie wzrostu. Natomiast w sytuacji silnej deprecjacji, mechanizmy działałyby w przeciwnym kierunku – po poprawie salda handlowego i przyspieszeniu wzrostu nastąpiłby wzrost inflacji, zacieśnienie monetarne, napływ kapitału zagranicznego, aprecjacja i zwolnienie tempa wzrostu.

W Polsce mamy obecnie do czynienia z procesem dostosowawczym zainicjowanym przez wzrost stóp procentowych. To on spowodował wolniejszy wzrost gospodarczy, co na krótką metę pozwoliło także poprawić bilans handlowy. Ten ostatni czynnik wraz z wysokimi stopami procentowymi sprzyjał wzmocnieniu złotego, co dodatkowo spowolniło wzrost, ale także zahamowało wzrost cen. Niższy wzrost gospodarczy już zmniejszył napływ kapitału i nieco osłabił złotego. Teraz można liczyć na stopniowy spadek stóp procentowych i ożywienie gospodarcze. Na

cały ten proces trzeba patrzeć jako na naturalne oscylacje wokół długookresowej ścieżki rozwoju. Nerwowość rynku powoduje, że w pewnych momentach kurs złotego na krótko opuszcza „obszar racjonalnych wahań” (jesień 2000 r. lub lipiec 2001 r.). Te incydenty nie miały jednak wpływu na przebieg procesów realnych i nie powinny wpływać na ocenę „uzasadnionego czynnikiemami fundamentalnymi” poziomu kursu.

Wariantowa prognoza kursu

Poniżej przedstawiamy prognozę zmian kursu opartą na wariantowych scenariuszach średniookresowych trendów wzrostu gospodarczego i niespekulacyjnego napływu kapitału.

W scenariuszu wolnego wzrostu gospodarczego (zakładanym w związku z ograniczeniami strukturalnymi i podażowymi) tempo nominalnej deprecjacji złotego jest szybsze niż w scenariuszu bazowym. Wynika to z założenia, że wolniejszy wzrost gospodarczy obniży tempo napływu inwestycji bezpośrednich. Także inwestycje portfelowe – mimo relatywnie wyższych potrzeb pożyczkowych budżetu – ze względu na wyższe ryzyko makroekonomiczne, będą napływały wolniej. Słaba koniunktura gospodarcza oznaczać też będzie bessę na giełdzie i nikle inwestycje udziałowe.

W scenariuszu szybkiego wzrostu nastąpiłyby dokładnie odwrotne tendencje i nominalna deprecjacja złotego byłaby zdecydowanie słabsza. Po stronie kapitału portfelowego ogólna koniunktura gospodarcza zapewniałaby niskie ryzyko makroekonomiczne stymulując napływy inwestycji zarówno w papiery udziałowe, jak i dłużne. Także zdecydowanie większy byłby napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Napływy te zapewniałyby „zdrową” strukturę finansowania wyższego deficytu na rachunku bieżącym.

Tabela 2. Scenariusze kształtowania się kursu złotego, 2001–2004

	Scenariusz bazowy			Scenariusz „wolnego wzrostu”			Scenariusz „szybkiego wzrostu”		
	PKB	PLN/USD	PLN/Euro	PKB	PLN/USD	PLN/Euro	PKB	PLN/USD	PLN/Euro
2001	2,4	4,14	3,73	2,2	4,40	3,96	2,6	4,12	3,71
2002	3,9	4,41	4,32	2,9	4,72	4,62	4,9	4,27	4,19
2003	4,9	4,48	4,62	3,9	5,18	5,34	5,9	4,32	4,45
2004	4,7	4,58	5,05	3,7	5,28	5,81	5,7	4,41	4,85

Źródło: CASE.

Uwaga: Kursy średnioroczne.

Jednak żaden z krańcowych wariantów rozwoju sytuacji gospodarczej nie prowadzi do dramatycznych zmian kursu złotego. Istniejący obecnie mechanizm kursowy nie stwarza więc, naszym zdaniem, poważnego ryzyka destabilizacji makroekonomicznej, choć jednostronna euroizacja lub przyjęcie systemu *currency board* dodatkowo zmniejszałyby to ryzyko pozwalając jednocześnie osiągnąć wyższe tempo wzrostu gospodarczego i niższą inflację (głębsze uzasadnienie tej tezy wykracza jednak poza ramy tego artykułu). Jak już wyżej zaznaczono, w każdym reżimie kursowym istnieje pewne ryzyko silniejszych wahań napływu kapitału i przeniesienia się zaburzeń z rynku walutowego na całą gospodarkę. Jednak polityka zapo-

biegająca gwałtownym odpływem kapitału w niewielkim tylko stopniu może być wspierana przez politykę kursową. Martwiąc się o przyszłość złotego, nie należy więc koncentrować się wyłącznie na polityce kursowej. Zminimalizowanie ryzyka wymaga by wszystkie instrumenty polityki makroekonomicznej nastawione były na stabilizację wewnętrzną: obniżanie inflacji, zachowanie dyscypliny fiskalnej. Polityka mikroekonomiczna powinna także promować wzrost efektywności gospodarczej. W przedstawionej wyżej prognozie zakładamy, że faktycznie prowadzona polityka nie będzie rażąco odbiegać od tego wzorca. Jeśli będzie inaczej, wszystkie warianty naszej prognozy okażą się zbyt optymistyczne.

Gospodarka w II kwartale 2001 r.

Katarzyna Piętka

Wzrost gospodarczy

PKB i czynniki popytowe

- Wzrost gospodarczy bliski zera
- Stagnacja wszystkich czynników wzrostu

Wzrost gospodarczy – po ustabilizowaniu się w I kwartale br. na poziomie zbliżonym do ostatniego kwartału 2000 r. – w II kwartale uległ dalszemu spowolnieniu. Według naszych szacunków wyniósł zaledwie 0,5 proc. Wynika to ze stagnacji wszystkich czynników wzrostu. Oceniamy, iż popyt konsumpcyjny gospodarstw domowych spadł poniżej poziomu w analogicznym kwartale zeszłego roku. U źródła takiej sytuacji leży bardzo niska dynamika płac oraz równie – wg naszych szacunków – niski wzrost dochodów z pracy na własny rachunek (tzw. dochodów mieszanych). Mimo dynamicznie rosnących wypłat socjalnych, związanych częściowo z wypłatami rekompensat za wyższą inflację w ub.r., dochody do dyspozycji w ujęciu realnym spadły. Równoległe z malejącymi dochodami i spadkiem stóp procentowych depozytów osób fizycznych skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania zmniejszyła się. Przyrost pieniężnych oszczędności był znacznie mniejszy niż w poprzednim kwartale i w analogicznym okresie ub.r. To samo dotyczyło pozostałych oszczędności (przede wszystkim, wpłat na maklerskie rachunki depozytowe). Jednak spadek skłonności do

oszczędzania nie zrekompensował w pełni ujemnej realnej dynamiki dochodów.

Wobec rozpoczętej w II kwartale redukcji wydatków budżetowych nie oczekujemy realnego wzrostu konsumpcji rządowej. Uważamy, iż nakłady na środki trwałe w wyrażeniu realnym po raz pierwszy od wielu lat spadły. Postępujący spadek produkcji budowlano-montażowej i malejąca powierzchnia mieszkań oddanych do użytku oznaczają dalsze zmniejszenie przyrostu inwestycji w budynki i budowlę. Malejąca sprzedaż przemysłu środków transportu, jak też importu maszyn i środków transportu może wskazywać na spadek pozostałych inwestycji. Z kolei sygnały o pogarszającej się sytuacji finansowej eksporterów, jak też spadek produkcji przemysłowej wskazują na niższą rentowność przedsiębiorstw i stąd mniejsze środki na finansowanie inwestycji. Bardzo ograniczone były też środki pochodzące z sektora bankowego – przyrost kredytów dla firm tylko nieznacznie przewyższał wzrost środków na rachunkach bankowych przedsiębiorstw.

Oceniamy, iż po głębokim spadku zapasów w I kwartale br., w II kwartale doszło do ich niewielkiego wzrostu. W efekcie spadek akumulacji był płytszy niż inwestycji w środki trwałe.

Słabsza koniunktura u naszych partnerów handlowych osłabiła dynamikę eksportu, ale wzrost importu hamowany wewnętrzną stagnacją był jeszcze niższy. Różnica ta jednakże zdecydowanie zmalała w porównaniu z poprzednimi kwartałami, choć nadal nadwyżka eksportu kontrybuowała istotnie do wzrostu PKB.

Warto zauważyć, iż ostatnio opublikowano korekty szacunków PKB za 2000 r. Po pierwsze obniżono dynamikę realną wzrostu gospodarczego z 4,1 proc. do 4,0 – zmiany te wynikały z korekt trzech pierwszych kwartałów. Obniżono także szacunek nominalnego PKB. Dostyc zaskakujące w nowych szacunkach są bardzo wysokie dynamiki realne eksportu i importu.

W dokonanych przez GUS podziale PKB wg sekcji poważne zastrzeżenia budzi szacunek wzrostu podatków i subwencji. Nominalnie w cenach bieżących spadły one o 1,8 proc., natomiast realnie wzrosły o 3,6 proc. Także w analizie PKB od strony wydatków zaskoczeniem był istotny spadek w zmianach zapasów (-216 proc.). Fakty te mogą świadczyć, iż szacunki I kwartału będą zmienione. W sumie jednak, wg naszej opinii, raczej w dół niż w górę.

Sfera realna

- Realny spadek produkcji sprzedanej przemysłu
- Pogłębienie recesji w budownictwie
- Niewielki wzrost w pozostałych gałęziach

Stagnacja popytu wewnętrznego oraz zwolnienie eksportu spowodowały, że w II kwartale – po raz pierwszy od czasu kryzysu rosyjskiego – poziom produkcji sprzedanej przemysłu był niższy niż rok wcześniej. Zgodnie z naszymi ocenami obniżył się także indeks wartości dodanej. Po wzroście produkcji sprzedanej w kwietniu, spadki w kolejnych dwóch miesiącach pogłębiały się. Najbardziej zmniejszyła się sprzedaż górnictwa i kopalnictwa, nieco mniej przemysłu przetwórczego, natomiast branża energetyczna odnotowała znaczny wzrost. Wśród gałęzi przetwórstwa, największe spadki dotknęły gałęzie, które przeżywają kryzys od dłuższego czasu z powodu wysokich opłat akcyzowych i osłabienia popytu wewnętrznego (wyroby tytoniowe, sprzęt transportowy, produkcja metali, urządzenia i maszyny, drewno i skóry).

W produkcji budowlano-montażowej nastąpiło dalsze, znaczne pogłębienie się recesji, zarówno w sferze budowy obiektów, jak i instalacji budowlanych. Spadki te wiążemy z ograniczeniem popytu na inwestycje oraz niższym popytem na rynku mieszkaniowym.

W sektorze usług rynkowych sytuacja usług dla konsumentów (handel, transport i telekomunikacja, hotele) była wyraźnie gorsza niż usług dla przedsiębiorstw (obsługa nie-

ruchomości i firm, usługi finansowe i inne). W transporcie i łączności wartość dodana nie zmieniła się. Świadczy o tym coraz niższy przyrost liczby łączy telekomunikacyjnych, spadek przewozów ładunków i pasażerów oraz realny spadek funduszu płac w tych gałęziach. Na podstawie wskaźników sprzedaży detalicznej i hurtowej oraz spadku realnego funduszu płac w handlu oceniamy, że w tej gałęzi nastąpił minimalny wzrost wartości dodanej. Natomiast wzrost funduszu płac w pozostałych gałęziach pozwala szacować, iż wartości dodana rosła tam szybciej. W rezultacie, przyrost wartości dodanej w usługach rynkowych szacujemy na 2 proc.

W rolnictwie także nastąpił niewielki przyrost wartości dodanej. Stan upraw ozimych jest dobry, nie było też przymrozków, które w zeszłym roku zniszczyły część owoców. Pozwala to oczekiwać przyrostu produkcji roślinnej. Mniejsze pogłowię zwierząt świadczy jednak o spadku produkcji zwierzęcej.

Relacje zewnętrzne

Rafał Antczak

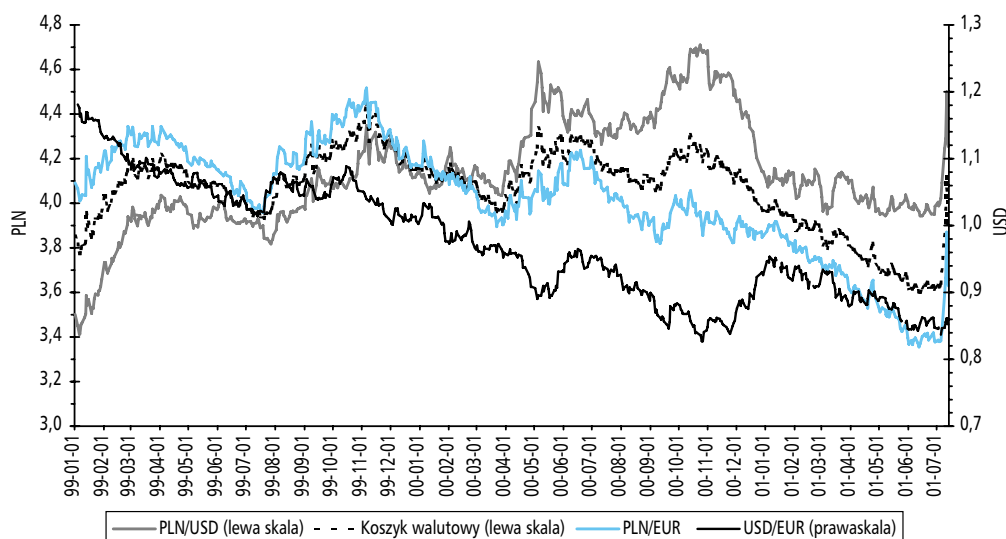
Kurs walutowy

- Złoty wreszcie się osłabił
- Spokój powrócił na rynek walutowy

W ciągu całego II kwartału utrzymywał się trend nominalnej aprecjacji złotego. Od marca do czerwca miesięczny średni kursu złotego wzrósł o 2,2 proc. względem dolara i 8,3 proc. względem euro. Tak silna aprecjacja złotego do euro wynikała przede wszystkim z osłabienia euro do dolara: w II kwartale br. średni kurs euro do dolara uległ deprecjacji o ponad 6,1 proc. W całym I półroczu złoty nominalnie aprecjonował o 7,9 proc. w stosunku do dolara, 12,7 proc. w stosunku do euro i 10,6 proc. w stosunku do koszyka euro (60 proc.) i dolar (40 proc.).

O aprecjacji złotego zadecydowały operacje walutowe banków w Polsce oraz sprzedaż marek w związku z wypłatą odszkodowań za pracę przymusową (w czerwcu 1,3 mld marek z planowanej sumy 1,8 mld). Od października 2000 r. do kwietnia br. rosły zagraniczne należności banków działających w Polsce (odpływ kapitału z kraju). W maju i czerwcu br. banki zaczęły jednak ściągać z powro-

Wykres 2.1. Kursy średnie dolara, euro i koszyka walutowego, 1999–2001



Źródło: NBP.

Uwaga: Koszyk walutowy: euro (60 proc.) i dolar (40 proc.)

tem swoje depozyty zagraniczne. Natomiast oscylujący na poziomie 10 proc. w sprzedaży ogółem (10,2 proc. w kwietniu, 12,9 proc. w maju i 8,4 proc. w czerwcu) udział zagranicznych inwestorów w przetargach na papiery skarbowe nie wystarczył do pełnego zrolowania wcześniejszych inwestycji – w ujęciu netto w II kwartale wystąpił odpływ kapitału portfelowego.

Połowa roku wydaje się jednak kończyć okres stabilnej nominalnej aprecjacji złotego. Z początkiem lipca br. zapowiedzi Ministerstwa Finansów o konieczności zwiększenia deficytu budżetowego o około 17 mld zł i rosnąca niepewność, co do dalszych posunięć rządu doprowadziły do korekty na rynku walutowym. Od końca czerwca do 11 lipca br. złoty w NBP stracił prawie 13 proc. do dolara, który osiągnął najwyższą wartość od końca listopada 2000 r. (4,5004 PLN/USD). Oprócz sytuacji wewnętrznej pewien wpływ na osłabienie złotego miała także lipcowa destabilizacja sytuacji finansowej Argentyny. Natomiast kurs krzyżowy euro-dolar był tym razem czynnikiem prawie neutralnym – (11 lipca płacono 0.8614 euro za dolara wobec 0,8474 na koniec czerwca br.)

W ciągu następnych trzech dni złoty trochę się jednak wzmocnił i jego kurs ustabilizował się na poziomie około 4,2 PLN/USD. Rozwój sytuacji na rynku walutowym w połowie lipca br. był analogiczny do sytuacji z początków

maja 2000 r. W obu przypadkach rolę zapalnika spełniły informacje o pogarszających się deficytach – w przypadku majowego osłabienia o deficycie na rachunku obrotów bieżących, a lipcowego o deficycie budżetowym. W obu przypadkach miały również miejsce zawirowania na międzynarodowych rynkach finansowych oraz wypowiedzi czołowych polityków w Polsce o „katastrofalnej” sytuacji gospodarczej. W świetle modeli kryzysów walutowych drugiej i trzeciej generacji takie wypowiedzi, mogą – poprzez ich wpływ na krajowy rynek finansowy – stać się samospełniającą przepowiednią. Fakt, że sytuacja jednak uspokoiła się, świadczy, iż restrykcyjna polityka monetarna okazała się skutecznym sposobem wzmocnienia wiarygodności polskich władz monetarnych.

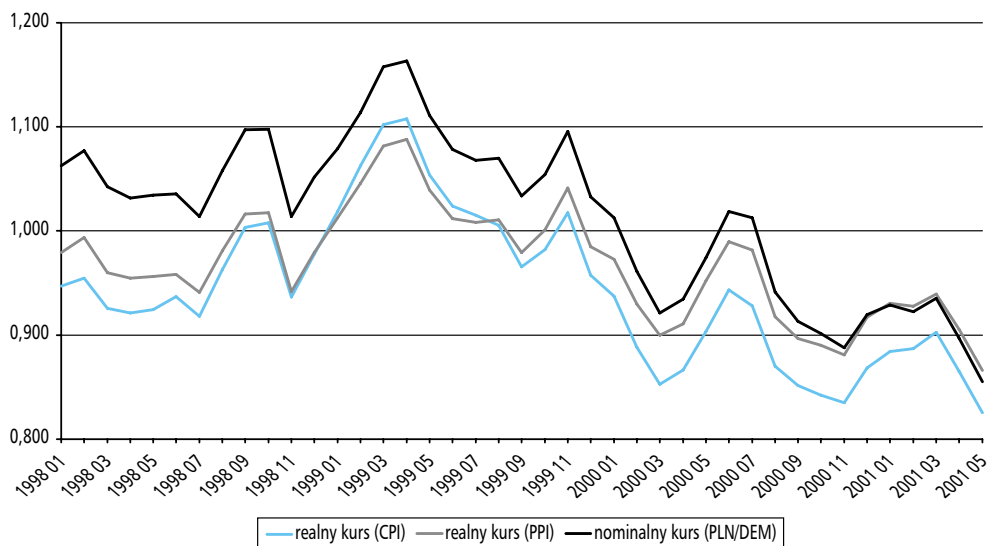
Łukasz Rawdanowicz

Handel zagraniczny

- Poprawa terms of trade złagodziła skutki aprecjacji złotego
- Eksport nadal mocny

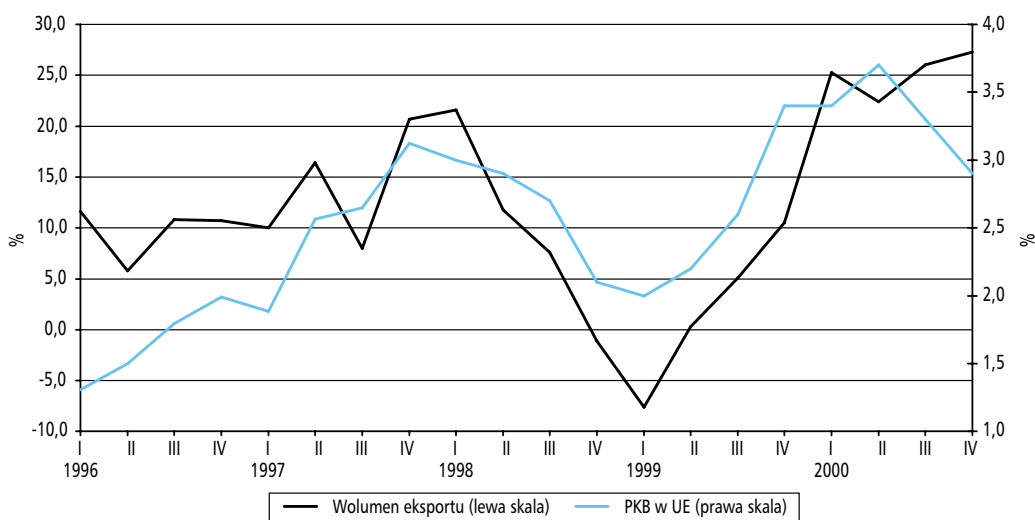
Eksport pozostaje nadal czynnikiem podtrzymującym tempo wzrostu gospodarczego. Według wstępnych szacunków NBP w II kwartale eksport w ujęciu bilansu płat-

Wykres 2.2. Zmiany kursu marki do złotego, 1998–2001



- Uwagi: 1. Zmiany – analogiczny okres roku poprzedniego = 1
 2. Realny kurs CPI – kurs realny deflowany indeksem cen dóbr i usług konsumpcyjnych dla Polski i indeksem HICP dla UE
 3. Realny kurs PPI – kurs realny deflowany indeksem cen produkcji sprzedanej przemysłu dla Polski i UE

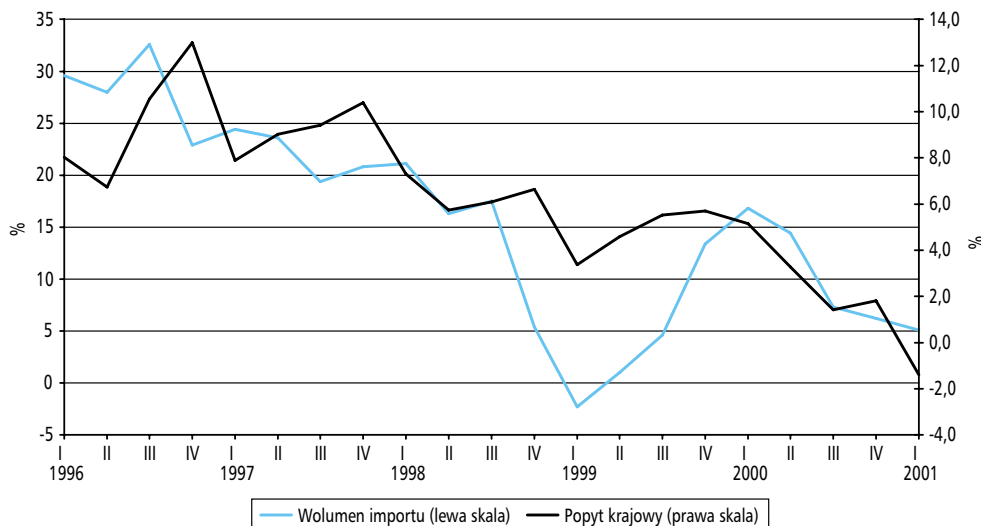
Wykres 2.3. Wolumen eksportu oraz wzrost gospodarczy w UE, 1996–2001 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz Eurostat.

Uwaga: Wolumen eksportu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

Wykres 2.4. Wolumen importu oraz popyt krajowy, 1996–2001 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Wolumen importu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

niczego wyniósł 7,59 mld USD, to jest o 11,1 proc. więcej niż w analogicznym okresie r.ub. Do połowy br. wyniki eksportu były zadawalające pomimo silnej aprecjacji złotego oraz pogarszającej się koniunktury w UE. Z perspektywy I półrocza okazało się, iż czynnik kursowy był mało istotny. Producenci w dużej mierze zamortyzowali szok kursowy poprzez redukcję kosztów pracy. Odbywało się poprzez restrukturyzację zatrudnienia oraz niższą dynamikę płac nominalnych. Ponadto dynamika cen producentów w krajach strefy euro od początku tego roku była wyższa niż w Polsce. W konsekwencji aprecjacja kursu złotego do euro urealniona względem cen producentów nie była tak znaczna jak aprecjacja kursu nominalnego (patrz wykres 2.4). Nawet jeśli wysokie wzrosty cen producentów w strefie euro brały się w dużej mierze z wzrostu cen energii, to i tak można przypuszczać, iż ceny innych towarów na rynku detalicznym też rosły. Tak więc polscy eksporterzy mogli podwyższyć ceny wyrażone w euro – tym samym łagodząc efekty aprecjacji złotego. Potwierdzają to dane GUS o cenach eksportu denominowanych w złotych – wzrosły one w I kwartale o 0,7 proc. (nominalna aprecjacja względem euro w tym samym okresie – rok do roku – wyniosła 14,6 proc., a względem dolara 8,9 proc.). Za taką oceną przemawia także struktura towaro-

wa naszego eksportu – z dużym udziałem towarów nisko przetworzonych i surowców, których ceny w strefie euro rosły najbardziej.

Czynnik kursowy okazał się bardziej istotny dla wyników importu. Mocny złoty spowodował duży popyt importowy – w II kwartale szczególnie na dobra konsumpcyjne. NBP szacuje, iż w II kwartale import w ujęciu bilansu płatniczego osiągnął 10,32 mld USD. Wydaje się on bardzo znaczny (w I połowie br. import wzrósł o 4,4 proc. w stosunku do analogicznego okresu r.ub.) biorąc pod uwagę niski popyt krajowy, a w szczególności bardzo niską dynamikę konsumpcji gospodarstw domowych. Również w samym II kwartale pomimo spadku produkcji sprzedanej przemysłu (a ok. 45 proc. całego importu to import zaopatrzeniowy oraz paliwa) odnotowaliśmy znaczną dynamikę importu. Świadczy to o tym, iż tańszy import skutecznie konkurował z produkcją krajową.

W I kwartale nastąpiła poprawa wskaźnika terms of trade. Po raz pierwszy od roku wzrosły ceny eksportu choć tylko o 0,7 proc. w stosunku do analogicznego okresu r.ub. Natomiast ceny importu spadły (o 0,9 proc.). Taka sytuacja jest konsekwencją silnej nominalnej aprecjacji kursu złote-

go. Ceny towarów importowych (wyrażone w złotych) na skutek aprecjacji, a także niższych cen paliw spadały. Podobnej wartości wskaźnika należy oczekiwać w II kwartale.

Lukasz Rawdanowicz

Bilans płatniczy

- Deficyt na rachunku bieżącym nadal stabilny
- Niespodziewane pogorszenie salda dochodów
- Odptyw kapitału portfelowego

W II kwartale br. saldo obrotów towarowych w ujęciu bilansu płatniczego zamknęło się deficytem w wysokości 3,74 mld USD. Stanowi to poprawę zarówno w porównaniu do I kwartału, jak i analogicznego okresu r.ub. Poprawa ta była na tyle istotna, że zrekompensowała nadzwyczajne pogorszenie deficytu dochodów (-626 mln USD). Spowodowane było to nałożeniem się płatności odsetkowych od długu, które zostały częściowo przesunięte z marca na kwiecień, oraz płatności dywidend wysłanych w czerwcu za granicę w wysokości 284 mln. W rezultacie deficyt obrotów bieżących wyniósł 2,21 mld USD. Skumulowany deficyt obrotów bieżących w ostatnich 4 kwartałach ukształtował się na poziomie 5,23 proc. skumulowanego PKB. Jest to najlepszy wynik od dwóch lat. Zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej jest oczywistym następstwem wyhamowani popytu krajowego. Niska aktywność ekonomiczna zarówno obniża dynamikę importu, jak i stymuluje wzrost eksportu poprzez efekt wypychania.

Po stronie rachunku kapitałowego i finansowego należy odnotować odpływ netto kapitału portfelowego. Inwestorzy zagraniczni wycofywali się głównie z rynku papierów dłużnych. Jest to ciekawy fakt w świetle aprecjacji złotego. Odpływy te były kompensowane przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz wycofywania gotówki z lokat zagranicznych przez banki w Polsce. Tak więc mimo aprecjacji złotego w II kwartale mieliśmy do czynienia z pogorszeniem ocen Polski przez zagranicznych inwestorów, co silniej – niż wysokie stopy procentowe – wpłynęło na ich decyzje inwestycyjne.

Oficjalne aktywa rezerwowe na koniec II kwartału wyniosły 27,1 mld USD. Stanowi to spadek o blisko 890 mln USD w porównaniu z końcem marca, ale w dalszym ciągu pozwala na pokrycie ponad 7 miesięcy średniomiesięcznego importu.

Małgorzata Markiewicz

Finanse Publiczne

- Korekta wyników za 2000 r.
- Planowana nowelizacja budżetu

Niespodzianką II kwartału okazały się ogłoszone przez Ministerstwo Finansów szacunki deficytu ekonomicznego w 2000 r., który wyniósł jedynie 2 proc. PKB, zamiast szacowanych wcześniej 2,7 proc. PKB. Na niższy deficyt wpłynęły przede wszystkim lepsze wyniki działalności ZUS. Ściągalność składek była wyższa niż zakładano (98,0 zamiast 96,9 proc.) i ZUS zdołał spłacić większość kredytów zaciągniętych w bankach komercyjnych. Dlatego też deficyt funduszy celowych wyniósł jedynie 600 mln zł, zamiast spodziewanych 3,7 mld zł. Ponadto, lepsze od oczekiwanych były wyniki finansowe samorządów, gdzie deficyt wyniósł 3,1 mld zł zamiast 3,3 mld zł oraz kas chorych, które zakończyły ubiegły rok nadwyżką 700 mln zł, zamiast 900 mln deficytu. Zatem miało miejsce pewne dostosowanie fiskalne, a ustawę budżetową na 2001 r. tworzone w oparciu o błędne szacunki nierównowagi w różnych segmentach szerokiego sektora rządowego.

Oceniając kondycję sektora publicznego należy jednak uwzględnić ogłoszone przez GUS wyniki finansowe samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej w 2000 r. Zadłużenie tych jednostek wyniosło 3,8 mld zł, z czego przeważającą część stanowiły długi szpitali. Do połowy tego roku długi szpitali zwiększyły się szacunkowo do 5–6 mld zł. Zatem zwiększał się ukryty deficyt sektora publicznego w segmencie opieki zdrowotnej, choć w kasach chorych zanotowano nadwyżkę.

W 2001 r. w miejsce planowanego zacieśnienia polityki fiskalnej mamy do czynienia z jej rozluźnieniem. Zakres poluzowania jest trudny do oszacowania. Budżet na 2001 r. skonstruowano w oparciu o nierealistyczne założenia makroekonomiczne, zwłaszcza dotyczące stopy wzrostu PKB. Doprowadziło to do konieczności jego nowelizacji. W obliczu załamania dochodów postanowiono jednak powiększyć deficyt bez obniżania wydatków. Istnieje poważne niebezpieczeństwo, że konieczna będzie sekwestracja wydatków w końcu roku. Zatem znowelizowany budżet również nie będzie wykonany, o czym wiadomo już na etapie jego przyjmowania. Należy stwierdzić, że taka

praktyka jest niezwykle szkodliwa, a oficjalny dokument budżetowy staje się coraz mniej wiarygodny, obniżając zaufanie do prowadzonej polityki gospodarczej rządu.

W II kwartale utrzymywały się problemy z uzyskaniem planowanych dochodów budżetowych. Pomimo pesymizmu naszej ostatniej prognozy w II kwartale dochody podatkowe były niższe od naszych szacunków o 1,2 mld. W największym stopniu pogorszyły się wpływy z podatku dochodowego od osób prawnych wskutek ochłodzenia popytu i w konsekwencji słabej rentowności firm. Wpływy z podatku CIT i z podatków pośrednich spadły nominalnie w porównaniu z I połową poprzedniego roku. Z drugiej strony mamy do czynienia ze wzrostem wpływów z podatku dochodowego od osób fizycznych w większym stopniu niż wynikałoby to z sezonowości. Najprawdopodobniej zwroty podatku za rok poprzedni zostały przesunięte na III kwartał.

Wykonanie deficytu budżetu centralnego po sześciu miesiącach wynosiło 91,1 proc. rocznego planu. W czerwcu miała miejsce poprawa salda głównie za sprawą planowego przekazania zysku z NBP wypracowanego w poprzednim roku oraz wpływu drugiej transzy licencji za UMTS.

Niskie wpływy budżetowe nie znalazły odzwierciedlenia w wydatkach, które wykonano w 47,6 proc. Oznacza to brak sekwestracji wydatków pomimo gwałtownego załamania budżetu po stronie dochodów. Po sześciu miesiącach wyższy niż założono w budżecie był przyrost subsydiów dla jednostek samorządu terytorialnego. Jednak w największym stopniu wzrastała dotacja dla Funduszu Pracy (82,4 proc. rocznego planu) związana z przyrostem stopy bezrobocia.

Zakład Ubezpieczeń Społecznych

Mimo gorszych warunków makroekonomicznych sytuacja finansowa funduszu poprawiła się: znacznie wzrosła ściągальność składek, dzięki czemu nie ma potrzeby zaciągania nowych kredytów na inne cele niż krótkookresowe zarządzanie płynnością. Jednak trudna sytuacja budżetu znalazła odzwierciedlenie w wielkości dotacji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. O ile w I kwartale przekazano 25 proc. kwoty rocznego planu, to w II jedynie 14 proc. Ta redukcja dotacji dokonana została kosztem zmniejszenia wielkości środków przekazywanych do OFE. W czerwcu przetransferowano jedynie 620 mln zł (najmniej od początku roku). Oznacza to, że problemy budżetu zostają przerzucone na fundusze emerytalne.

Deficyt budżetowy był sfinansowany głównie ze źródeł krajowych. Nieznaczne pozostają wpływy z prywatyzacji (1,9 mld wobec 18 mld zł zakładanych na cały rok) i istnieje uzasadniona obawa, że nie uda się zrealizować zaplanowanych dochodów z tego tytułu. Zapewne nie dojdzie do skutku prywatyzacja PZU, co oznacza utratę wpływów prywatyzacyjnych o około 5 mld zł. Nie wiadomo również czy uda się zrealizować duże transakcje prywatyzacyjne tj. TP SA (około 10 mld zł wpływów), PKO BP (1–2 mld) i PKN ORLEN (2 mld).

Piotr Bujak

Rynek pracy

- Sezonowy spadek poziomu bezrobocia
- Dalsze zmniejszenie zatrudnienia
- Realnie ujemna dynamika płac

Bezrobocie

W II kwartale 2001 r. na rynku pracy utrzymywały się negatywne trendy z poprzednich kwartałów. Bezrobocie było wyższe, a zatrudnienie niższe niż w odpowiednim okresie ub.r., Dynamika płac w wyrażeniu realnym była ujemna. Wiąże się to z dalszym pogorszeniem koniunktury w II kwartale, a jednocześnie sygnalizuje, że przedsiębiorstwa pesymistycznie oceniają przyszły popyt i perspektywy własnej sytuacji finansowej.

Bezrobocie rejestrowane w czerwcu wyniosło 15,8 proc. w porównaniu z 15,9 proc. w marcu. Spadek ten, wynikający wyłącznie z czynników o charakterze sezonowym, był jednak słabszy niż w poprzednich latach. Stopa bezrobocia na koniec kwartału jest o 2,2 pkt. proc. wyższa niż w analogicznym okresie ub.r., co oznacza, że wzrostowy trend bezrobocia utrzymał się. Liczba bezrobotnych w porównaniu rocznym również wzrosła (o 411,6 tys. osób) wynosząc w czerwcu 2849 tys. osób. Wydarzenia na rynku pracy są odzwierciedleniem niższej aktywności gospodarczej w minionym kwartale. W obliczu wzrostu liczby osób pozostających bez pracy, a także niskiej dynamiki płac w wyrażeniu realnym, nie można spodziewać się bardzo znacznego przyspieszenia dynamiki konsumpcji w najbliższych miesiącach.

Jeszcze bardziej niepokojące są wyniki Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) za I kwartał br. Liczba osób bezrobotnych według definicji Międzynarodowej Organizacji Pracy wzrosła o 398 tys. osób w porównaniu z poprzednim kwartałem i wyniosła 3158 tys. osób. Wzrost liczby bezrobotnych w pierwszych miesiącach roku występował również w poprzednich latach. Nigdy wcześniej nie zanotowano jednak tak dużego przyrostu liczby bezrobotnych: w stosunku do I kwartału 2000 r. wyniósł on 278 tys. osób. Bezrobotnych przybywało w każdej z badanych subpopulacji. Stopa bezrobocia BAEL w marcu osiągnęła rekordowy poziom 18,2 proc., co oznacza wzrost o 1,5 pkt. proc. w ciągu roku. W porównaniu rocznym nastąpił istotny wzrost liczby długotrwale bezrobotnych. Stanowią oni przeszło 40 proc. wszystkich bezrobotnych.

Nadal wyraźne jest regionalne zróżnicowanie bezrobocia. Najwięcej bezrobotnych jest w województwie warmińsko-mazurskim (26 proc.) oraz w trzech zachodnich województwach: lubuskim (24,1 proc.), dolnośląskim (23,6 proc.) i zachodniopomorskim (22,8 proc.). Stosunkowo najniższe bezrobocie występuje w województwach: małopolskim (13,5 proc.), mazowieckim (13,7 proc.) i lubelskim (15 proc.).

Coraz bardziej dramatyczna staje się sytuacja młodzieży na rynku pracy. Stopa bezrobocia wśród osób w wieku 15–24 lata rosła w ciągu roku najszybciej i osiągnęła nie notowany wcześniej poziom 41,2 proc. Nadal najtrudniejsza jest sytuacja osób z najniższym wykształceniem oraz bez żadnego przygotowania zawodowego. Niemniej również osoby legitymujące się wykształceniem wyższym znajdują się trudnej sytuacji. Stopa bezrobocia w tej grupie wynosi 5,5 proc., a wśród absolwentów szkół wyższych już przeszło co piąty pozostaje bez pracy.

Większość bezrobotnych stanowią osoby, które straciły pracę i natychmiast podjęły starania, aby znaleźć następną. Udział tej kategorii osób od kilku kwartałów wzrasta, co świadczy, że obok czynników demograficznych, największe obecnie znaczenie dla wzrostu bezrobocia ma przeprowadzana w przedsiębiorstwach restrukturyzacja. Tak jak pisaliśmy w poprzednim raporcie, obecnie – w przeciwieństwie do początkowego okresu transformacji – procesy te zachodzą głównie w sektorze prywatnym. Z niego w coraz większej mierze (72,1 proc. wobec 67,3 proc. rok temu) rekrutują się bezrobotni, przy czym spośród nich coraz więcej stanowią ci, którzy pracowali uprzednio w sektorze usługowym.

Zatrudnienie

Dane GUS wskazują, że od marca br. stopniowo pogłębiają się spadkowe tendencje zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. W czerwcu br. zatrudnienie było o 3,3 proc., a średnio w II kwartale o 3 proc. mniejsze w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Oznacza to, że po pewnym zwolnieniu rocznej dynamiki spadku zatrudnienia w poprzednim kwartale, tempo ograniczania zatrudnienia w II kwartale br. zwiększyło się, a w czerwcu było nawet większe niż w ub.r.

Także według wyników BAEL I kwartał przyniósł dalsze zmniejszenia popytu na pracę. Populacja pracujących zmniejszyła się zarówno w porównaniu do IV kwartału, jak i wobec analogicznego okresu 2000 r. W wyniku tego obniżył się (w porównaniu kwartalnym i rocznym) wskaźnik zatrudnienia stanowiący miernik zaangażowania ludności w procesie pracy. W I kwartale 2001 r. pracujący stanowili zaledwie 46 proc. ogółu ludności w wieku 15 lat i więcej. O spadku popytu na pracę świadczy również skrócenie przeciętnego czasu pracy oraz zmniejszenie się liczby osób pracujących w więcej niż jednym miejscu pracy.

Płace

Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w czerwcu br. zwiększyło się nominalnie w skali roku o zaledwie 4,9 proc. W wyrażeniu realnym oznacza to spadek o 1,3 proc. Średnio w całym II kwartale br. nastąpił realny spadek płac (o 0,4 proc.). W związku ze spadkiem zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw również realny funduszu płac zmniejszył się.

Nominalna dynamika świadczeń społecznych wzrosła nieznacznie w II kwartale, przede wszystkim w związku rewaloryzacją rent i emerytur za wyższą inflację w ub.r.

Mariusz Jarmużek

Ceny

- Niska aktywność ekonomiczna i mocny złoty umożliwiły kontynuację dezinflacji

W II kwartale br. roczna dynamika inflacji, mierzona zarówno indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych, jak i indeksem cen produkcji sprzedanej przemysłu, nadal

obniżała się. Było to wynikiem dalszej aprecjacji waluty krajowej oraz utrzymaniem restrykcyjnej polityki pieniężnej. Waluta krajowa w II kwartale br. w porównaniu z poprzednim kwartałem aprecjonowała w relacji do koszyka składającego się z dolara (40 proc.) i euro (60 proc.) o 4,5 proc. przyczyniając się do częściowej substytucji krajowych produktów przez towary importowane. W II kwartale wg naszych szacunków popyt krajowy spadł o 0,6 proc., a sprzedaż detaliczna i płace w wyrażeniu realnym również obniżyły się. Niska elastyczność popytu na żywność spowodowała, że znaczny wzrost jej cen w ubiegłym roku i ich wysoki poziom w I półroczu br. doprowadził do spadku wydatków gospodarstw domowych na towary nieżywnościowe i usługi nie związane z utrzymaniem mieszkania. Wzmocniło to spadkowy trend cen w tej grupie towarów i usług.

Na przyspieszenie procesu dezinflacji miały też wpływ korzystne trendy czynników natury podażowej. Dzięki stabilizacji cen na rynku światowym i mocnej walucie krajowej spadały krajowe ceny paliw. Silny złoty i wprowadzenie kontyngentu importowego zwiększyły podaź zbóż, a spadek pogłowia trzody chlewnej – na spisanie której zużywa się ponad połowę plonów – zmniejszył na nie popyt. W rezultacie ceny zbóż nadal spadały. Ceny skupu żywca nieznacznie tylko wzrosły, gdyż popyt ze strony krajów WNP był nadal słaby. Natomiast w kwietniu i maju nastąpił silny sezonowy wzrost cen owoców. To spowodowało, że ogólny poziom ceny żywności był jednak nieco wyższy niż przed rokiem.

Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu znacznie spadła. Wynikało to z aprecjacji waluty krajowej oraz dalszego spadku popytu krajowego. Ceny produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym wzrosły w II kwartale br. w porównaniu z analogicznym okresem jedynie o 0,4 proc. sygnalizując istotne problemy ze zbytem towarów.

Katarzyna Zawalińska

Ceny produktów rolnych

Według ostatnich szacunków GUS powierzchnia zasiewów zbóż w br. jest o około 1,8 proc. mniejsza niż w 2000 r., ale jednocześnie stan zasiewów jest znacznie lepszy niż w analogicznym okresie ub.r., oraz w porównaniu ze średnią z lat 1991–1995. Jeszcze w początku lipca prognozy, co do tegorocznych zbiorów były bardzo optymistyczne. Miały one dać plon kilkanaście procent większy niż w ub.r.

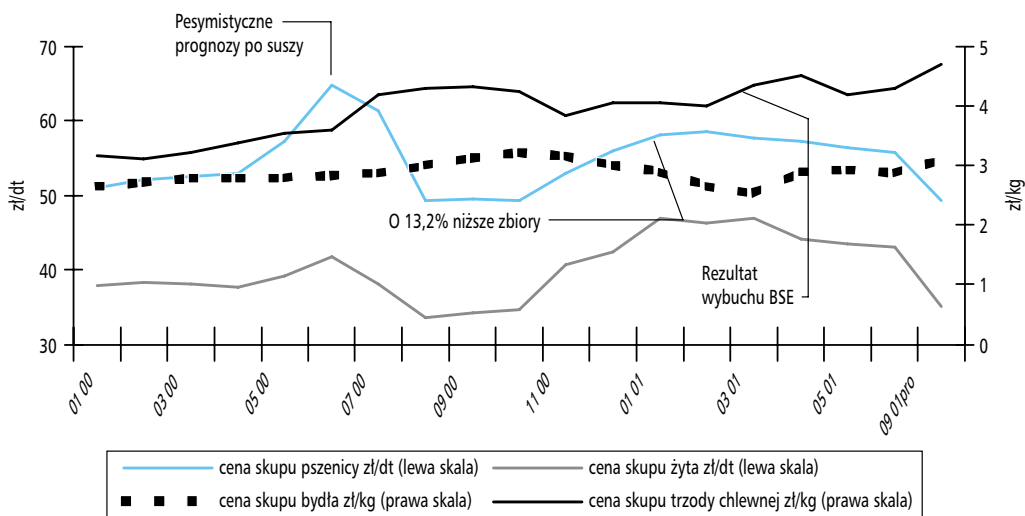
i spowodować presję zniżkową na ceny zbóż w II połowie 2001 r. Jednakże w ostatnim tygodniu lipca ustawiczne powodzie spowodowały straty w zbiorach trudne w tej chwili do oszacowania, zwłaszcza iż według prognoz stan zagrożenia powodziowego jeszcze trwa. Ta sytuacja stawia pod znakiem zapytania kierunek zmian cen – zwłaszcza zbóż – w II połowie br. Nie można wykluczyć zahamowania bądź odwrócenia ich obecnej tendencji spadkowej.

Import zbóż i produktów pochodnych w sezonie lipiec 2000/czerwiec 2001 był o ponad 70 proc. wyższy niż w ubiegłym sezonie i wyniósł 2376 tys. ton, co zaowocowało podwyższonym stanem zapasów na początku nowego sezonu. W strukturze importu dominowały tradycyjnie pszenica (32 proc.), żyto (18 proc.), jęczmień (12 proc.) i kukurydza (18 proc.). Import trzech ostatnich realizowany był w ramach plafonu taryfowego. Import pszenicy w początku II kwartału br. był niewielki, mimo otwartego kontyngentu bezcłowego. W czerwcu nastąpił jednak ożywiony import pszenicy konsumpcyjnej, którą kupowano nawet o ok. 6 proc. taniej, niż wynosiła cena rodzimej pszenicy w skupie i ponownie dominowała ona w ogólnej strukturze importu.

Generalnie, na krajowych giełdach rolnych w ostatnich miesiącach odnotowano dużo niższe obroty zbożami, niż w analogicznym okresie w latach poprzednich. Wynikać to mogło zarówno z faktu, iż zakłady zbożowo-młynarskie posiadają trzykrotnie więcej zapasów niż w zeszłym roku, jak i ze znaczącego importu zbóż.

Stan podwyższonej podaży na rynku zbóż i wysokiego stanu zapasów przełożył się na zachowanie cen. Od lutego ceny pszenicy w skupie wciąż spadają, tracąc na wartości z miesiąca na miesiąc średnio ok. 1–2 proc. Mimo to do kwietnia br. ceny te były średnio wyższe, niż w analogicznych miesiącach roku poprzedniego. Jednak w maju 2000 r. ceny gwałtownie wzrosły i w czerwcu osiągnęły szczyt (64,87 zł/t) podczas, gdy w tym roku nadal spadały a w czerwcu osiągnęły najniższą jak dotąd cenę 55,82 zł/t i – jak wskazuje na to wykres 2.5 – nadal wykazują tendencję spadkową. Dzięki temu od maja ceny pszenicy są już niższe niż w r.ub. Podobnie ma się sytuacja z cenami żyta, które także obniżają się od początku II kwartału (średnio 2,1 proc. straty na wartości od kwietnia do czerwca), jednak w mniejszym stopniu niż w przypadku cen pszenicy, które w II kwartale w skupie straciły na wartości 2,6 proc. W następnym kwartale na skutek strat w zbiorach spowodowanych powodzią należy się spodziewać co najmniej zahamowania sezonowej obniżki cen zbóż właściwego dla

Wykres 2.5. Ceny najważniejszych artykułów rolnych, 2000–2001



Źródło: Agencja Rynku Rolnego i GUS.

okresu żniw. Według ekspertyz z czerwca we wrześniu ceny pszenicy będą niższe o ok. 12 proc., a żyta o ok. 19 proc. od cen czerwcowych.

Ze względu na niską podaż trzody chlewnej (3,5 proc. mniejszą niż przed rokiem), wynikającą m.in. z niskiej opłacalności produkcji, ceny skupu i targowiskowe kształtują się od początku roku na wyższym poziomie niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Do wzrostu cen przyczynia się również zwiększony popyt, wynikający z substytucji mięsa wołowego wieprzowym. Wzrost cen trzody przy jednoczesnym spadku cen zbóż zwiększy jej opłacalność, co przyczyni się do zwiększenia podaży. Mimo to ARR szacuje, że produkcja wieprzowiny będzie w 2001 r. ok. 8 proc. niższa niż w ub.r. Jednak w II kwartale, po sezonowym świątecznym wzroście w kwietniu, ceny wieprzowiny ponownie ustabilizowały się. Ceny żywca wołowego, które spadały od początku I kwartału na skutek zmniejszonego popytu w obawie przed BSE, wzrosły znacząco w kwietniu i stabilizowały się na poziomie bliskim poziomowi z zeszłego roku o tej porze. Było to zasługą interwencji ARR, która skupiła w marcu o 46 proc. więcej tego mięsa, niż w analogicznym miesiącu ub.r.

Handel mięsem czerwonym od stycznia do maja był bardzo ograniczony, zarówno po stronie importu, jak i eksportu. Polska zmniejszyła o 80 proc. import wołowiny i o 55 proc. wieprzowiny, a ze względu na wprowadzony przez Rosję zakaz polskiego eksportu, również zmniejszył się o

ok. połowę eksport mięsa czerwonego ogółem. Jedynie import drobiu był w tym czasie dwukrotnie większy niż w ub.r. Od połowy maja, kiedy Rosja zniósła sankcje na import mięsa z krajów naszego regionu, handel artykułami mięsnymi znacząco się ożywił.

Według ekspertów ceny mięsa będzie w najbliższych miesiącach charakteryzowała tendencja wzrostowa, i we wrześniu żywiec wieprzowy w skupie będzie droższy niż w czerwcu o 9,6 proc., a wołowiny o 8 proc. (patrz wykres 2.5).

Inaczej przedstawia się sytuacja na rynkach światowych. Po spadkach cen pszenicy w pierwszych czterech miesiącach tego roku, w maju trend cen generalnie się odwrócił. Zaczęły one rosnąć, zwłaszcza na giełdach w USA i w Argentynie, a w lipcu również w Niemczech. Ceny pszenicy pozostają na wyższym poziomie, niż w analogicznych miesiącach poprzedniego roku. Częściowo sytuację tę wywołały pesymistyczne prognozy Ministerstwa Rolnictwa Stanów Zjednoczonych (USDA) i Organizacja Narodów Zjednoczonych do Spraw Wyżywienia i Rolnictwa (FAO) przewidujące, że zbiory pszenicy na świecie będą o 1,6 proc. niższe niż przed rokiem. Przy mającym miejsce już trzeci rok z rzędu spadku światowych rezerw zbóż, spodziewać się można dalszego wzrostu ich cen.

Ceny mięsa – po silnym wzroście w I kwartale, spowolowanym ograniczeniem podaży na skutek wybuchu BSE

oraz choroby szalonych krów – uległy w II kwartale odwróceniu nie tylko w Europie, ale także w Ameryce Południowej. Dzięki korzystnym relacjom między cenami pasz, a cenami mięsa oczekuje się 1,5 proc. wzrostu podaży mięsa w 2001 r. w porównaniu do ub.r., choć wzrost ten będzie najmniejszy od 5 lat. W 2001 r. FAO przewiduje zatem spadek cen mięsa (mierzonych indeksem cen światowych) w porównaniu do indeksów z 2000 r. przy 1,3 proc. wzroście indeksu światowych cen wołowiny i prawie 6 proc. spadku indeksu światowych cen wieprzowiny.

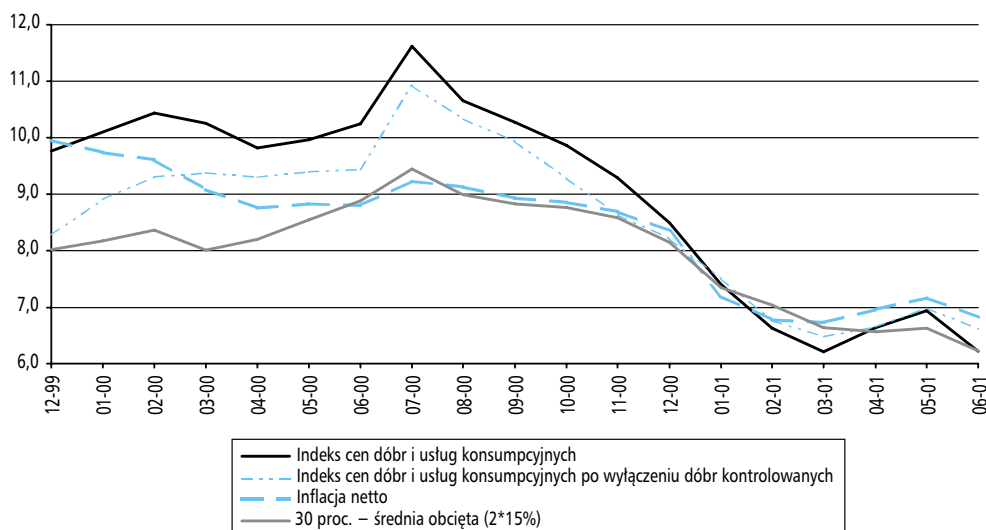
Przemysł Woźniak

Inflacja bazowa*

Po kilkumiesięcznym okresie nieprzerwanego spadku, w II kwartale 2001 indeksy bazowe wahały się w przedziale 6–7 proc. osiągając lokalne maksimum w maju 2001. Indeks inflacji bazowej obliczony bez cen kontrolowanych

osiągnął w czerwcu 2001 wartość 6,62 proc. i był nieznacznie wyższy od inflacji rejestrowanej (6,22 proc.). Indeks ten przewyższa inflację rejestrowaną od początku roku, co dowodzi spadku proinflacyjnego charakteru podwyżek cen kontrolowanych administracyjnie. Do grupy towarów eliminowanych z tej miary inflacji bazowej należą m.in. alkohol, papierosy, paliwa, leki, większość usług komunalnych i telekomunikacyjnych. Znaczące podwyżki (w ujęciu 12-miesięcznym, na koniec czerwca) dotknęły zaledwie kilku dóbr i usług z tej grupy takich jak: usługi administracji państwowej (91 proc.), abonament telefoniczny (75 proc.), opłaty za zimną wodę (15 proc.) i gaz (13 proc.). Większość z nich drożała w tempie nieznacznie przewyższającym inflację rejestrowaną (leki 9,4 proc., ciepła woda 9,3 proc., energia elektryczna 8,9 proc.), a część zanotowała duże spadki cen (paliwo -12,24 proc., czy opłata za zainstalowanie telefonu -34,78 proc.). Należy zauważyć, że ceny podlegające kontroli administracyjnej, które jeszcze w 2000 r. w istotnym stopniu kształtowały krótkookresowe procesy inflacyjne, obecnie nie odgrywają już takiej roli. Przeciętnie tempo ich zmian

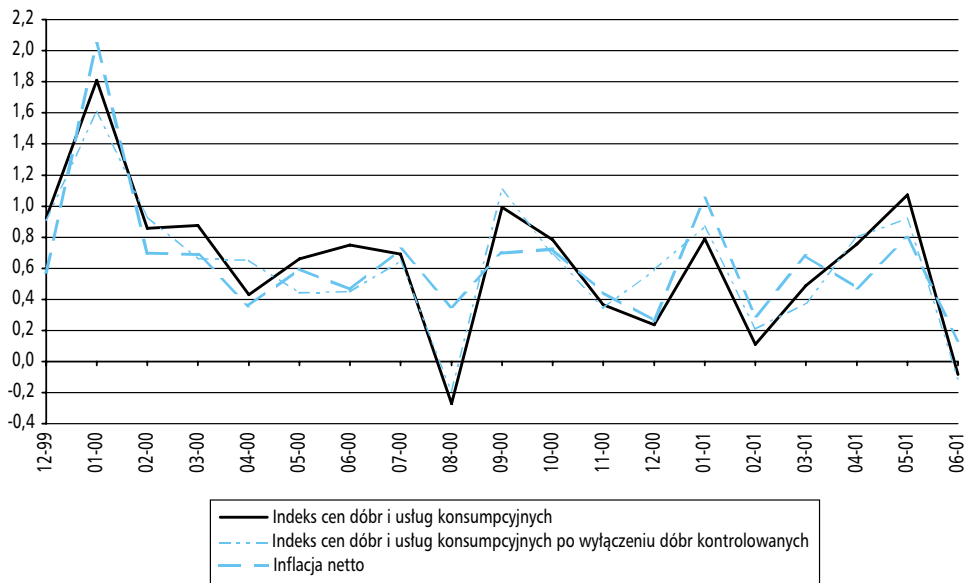
Wykres 2.6. Inflacja bazowa 1999–2001 (dane 12-miesięczne)



Źródło: GUS, NBP oraz CASE.

* Analiza w niniejszej części opiera się na dynamice inflacji bazowej na podstawie szeregów obliczonych wg metodologii NBP. Po raz pierwszy analizą objęte są także wybrane szeregi miesięcznej inflacji bazowej. Pozwoli to na dokładniejszą obserwację zmian cen w kluczowych sektorach dzięki wyeliminowaniu tzw. efektu bazy występującego w indeksach 12-miesięcznych i odpowiedzialnego za istotne zniekształcenia sygnałów inflacyjnych. Indeksy miesięcznej i 12-miesięcznej inflacji bazowej są jednymi z najsuwniej obserwowanych przez RPP wskaźników ekonomicznych. Badań przebiegu tych szeregów może być więc pomocne w przewidywaniu stopnia restrykcyjności polityki monetarnej ustalonego przez Radę na comiesięcznych spotkaniach.

Wykres 2.7. Inflacja bazowa 1999–2001 (dane miesięczne)



Źródło: GUS, NBP oraz CASE.

nie odbiega w znaczący sposób od tempa zmian pozostałych cen konsumpcyjnych.

Inflacja netto eliminuje z koszyka konsumpcyjnego żywność i paliwa, stanowiące razem ponad 30 proc. wydatków przeciętnego gospodarstwa domowego. Miara ta znajduje się od początku 2001 r. nad inflacją rejestrowaną, co oznacza, że usunięte z indeksu żywność i paliwa wykazywały niższą dynamikę niż wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Działo się tak z kilku powodów. Po pierwsze, ceny paliw na rynkach światowych uległy względnej stabilizacji, co w połączeniu z aprecjującym do końca czerwca złotym dało znaczny spadek cen na stacjach benzynowych. Po drugie, na rynku żywności nie zanotowano negatywnych szoków podażowych, tak jak miało to miejsce w ubiegłym roku. Stąd np. impuls inflacyjny, który wywołały podwyżki cen mąki i cukru rok temu, nie jest już obecnie odczuwalny, a dynamika cen tych i innych produktów pochodnych (pieczywo, przetwory młynarskie) spadła kilku – czy nawet kilkunastokrotnie i nie odbiega obecnie od dynamiki ogółu cen. Na rynku towarów żywnościowych od kilku miesięcy spada cena kawy i masła, a wyjątkowo duża podaż owoców i warzyw utrzymuje ceny na niskim poziomie. Wszystkie te zjawiska pozwalają sądzić, że ceny żywności będą spadać w mie-

siącach letnich, a w konsekwencji inflacja netto będzie wyższa od rejestrowanej jeszcze przez dłuższy okres.

Średnia obcięta eliminuje ceny tylko tych dóbr i usług, które w danym miesiącu osiągnęły skrajnie wysokie i skrajnie niskie zmiany bez względu na to, do jakiej należą kategorii, w oparciu o założenie, że są one niereprezentatywne dla zmiany ogółu cen. NBP liczy 30-proc. średnią obcięta, która powstaje przez usunięcie z indeksu 15 proc. największych i 15 proc. najmniejszych zmian cen. Dynamika tak obliczonego indeksu spada konsekwentnie od sierpnia 2000 r. (z minimalnym odbiciem w górę w maju 2001 r.), a jej przebieg zdecydowanie najlepiej ze wszystkich miar inflacji bazowej eliminuje krótkookresowe wahania inflacji rejestrowanej. Obecnie średnia obcięta znajduje się pod inflacją rejestrowaną, ale różnica jest bardzo niewielka i sytuacja może się bardzo szybko odwrócić. Miesiące letnie są bowiem miesiącami gwałtownych spadków cen w grupie owoce i warzywa. W tym roku spadek ceny w ujęciu 12-miesięcznym odnotuje też z pewnością kilka innych produktów żywnościowych (masło, cukier) i paliwa. W konsekwencji, symetryczne obcięcie, jakiego dokonuje się przy obliczaniu średniej obciętej NBP, w większym stopniu wyeliminuje znaczące spadki, niż wzrosty cen i da w efekcie miarę wyższą niż inflacja rejestrowana.

Polityka pieniężna

- Ekspansja fiskalna, ale i luzowanie monetarne
- Popyt na pieniądź nadal wysoki

W końcu czerwca br. RPP zdecydowała o obniżeniu stóp procentowych NBP o 150 pkt. bazowych i to pomimo informacji o wzroście deficytu budżetowego do ponad 4 proc. PKB. Do połowy br. obniżki stóp procentowych NBP wyniosły łącznie 350 pkt. bazowych przy spadku dwunastomiesięcznej inflacji o 230 pkt. bazowych. Restrykcyjność polityki pieniężnej w II kwartale uległa więc pewnemu zmniejszeniu. Jednak transakcyjny i tezauryzacyjny popyt na pieniądź rósł, a inflacja – zarówno bazowa, jak i rejestrowana – obniżała się.

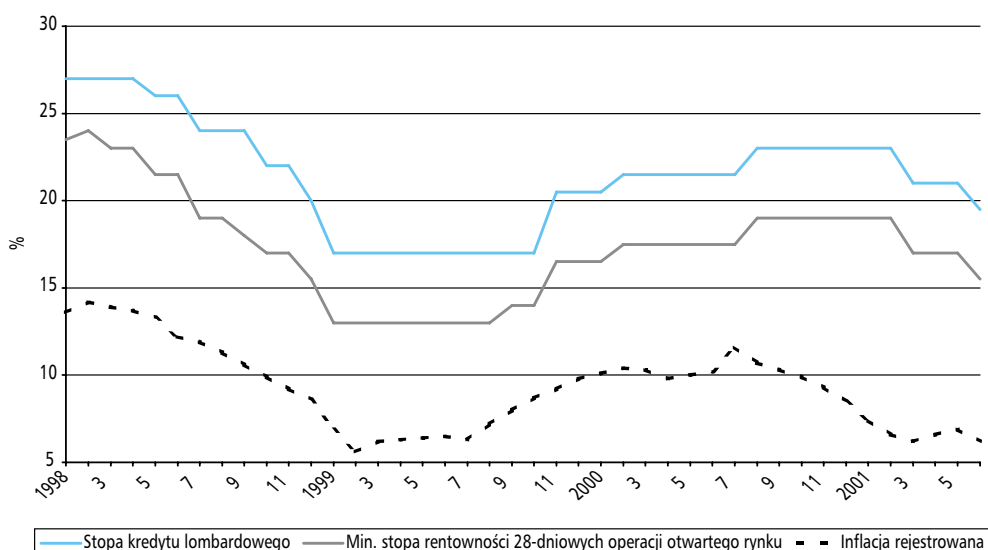
Podaż pieniądza bazowego w II kwartale br. nadal była niższa niż na koniec 2000 r., przy czym zarówno komponent zagraniczny jak i krajowy podaży pieniądza miał wpływ ujemny. Aktywa zagraniczne netto spadły w wyniku nominalnej aprecjacji złotego, a spadek aktywów krajowych był efektem zmniejszania zadłużenia sektora finansów publicznych.

Od lutego br. systematycznie wzrasta sprzedaż bonów pieniężnych NBP w operacjach otwartego rynku (z 15,8 mld zł w marcu do 18 mld zł w maju i 22,3 mld zł w czerwcu br.) w efekcie zwiększania płynności systemu bankowego. Czynnikiem zwiększającymi płynność jest wzrost kredytu netto dla budżetu oraz wypłata z zysku NBP do budżetu państwa. Wartość bonów pieniężnych w posiadaniu inwestorów zwiększyła się o 7,5 mld zł (z 19,5 mld zł w styczniu do ponad 27 mld zł w czerwcu br.). Wobec zmniejszonego popytu na bony skarbowe, NBP w kolejnym roku może nie osiągnąć celu operacyjnego likwidacji nadpłynności w systemie bankowym.

Wzrost podaży pieniądza M2 wynikał ze wzrostu kredytu dla sektora prywatnego. O pozytywnym wpływie salda pozostałych pozycji netto na podaż pieniądza M2 zadecydowało przekazanie zysku NBP do budżetu państwa (5 mld zł). Do połowy 2001 r. dynamika podaży M2 była najniższa od początku transformacji i wyniosła 4,5 proc.

Decydujący wpływ na podaż pieniądza M2 miało zmniejszenie zobowiązań złotych wobec podmiotów gospodarczych, przy wzroście zobowiązań wobec gospodarstw domowych. Silnie wzrastała podaż pieniądza gotówkowego w obiegu wraz z zobowiązaniami walutowymi wobec osób prywatnych i podmiotów gospodar-

Wykres 2.8. Instrumenty polityki pieniężnej, 1998–2001



Źródło: NBP i CASE.

Tabela 2.1. Komponenty podaży pieniądza rezerwowego, 1998–2001 (narastająco w proc.)

Okres	Pieniądz rezerwowo	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	15,29	-1,91	-1,57	-0,34	-27,81
II	-1,83	-2,97	9,15	9,82	-0,67	-8,02
III	-3,20	12,66	0,98	1,53	-0,55	-16,84
IV	-7,64	22,90	-9,48	-9,08	-0,40	-21,05
2001 I	-1,03	-4,46	-5,93	-6,69	0,76	9,45
II	-0,48	-14,83	-5,28	-4,85	-0,43	19,71

Źródło: Biuletyn NBP oraz obliczenia własne.

Uwaga: Udział komponentów pieniądza rezerwowego wyliczony 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.

Tabela 2.2. Komponenty podaży szerokiego pieniądza, 1998–2001 (narastająco w proc.)

Okres	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	4,93	-0,54	-3,62	3,08	-4,97
II	8,11	1,10	8,14	-2,30	10,44	-1,13
III	6,48	4,05	8,12	-2,57	10,69	-5,68
IV	11,76	10,59	6,27	-5,27	11,54	-5,10
2001 I	2,22	0,44	-0,26	-1,82	1,57	2,03
II	4,46	-1,97	2,01	-0,49	2,50	4,42

Źródło: Biuletyn NBP oraz obliczenia własne.

Uwaga: Udział komponentów podaży szerokiego pieniądza wyliczony 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.

czych. Te ostatnie wzrosty wynikały z racjonalnych oczekiwań deprecjacji kursu złotego. Wzrost popytu na pieniądze gotówkowy w czerwcu jest dość charakterystyczny (początek sezonu urlopowego), ale może też być efektem rozpoczęcia wypłat w gotówce części odszkodowań za pracę przymusową.

Przyrost zobowiązań złotych wobec osób prywatnych do końca II kwartału wynikał z silniejszego wzrostu wkładów terminowych niż na żądanie i był zbliżony do analogicznego okresu z poprzedniego roku (po odjęciu efektu bazy). Zmiany w agregatach analizowanych na bazie dwunastomiesięcznej wynikają częściowo z efektu wzrostu bazy w czerwcu 2000 r., w związku z prywatyzacją PKN Orlen. Z tego efektu wynika na przykład spadek dwunastomiesięcznego tempa przyrostu niektórych agregatów bilansu systemu bankowego – takich jak podaż pieniądza, czy zobowiązania złote od osób prywatnych.

Tempo przyrostu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych pozostawało w II kwartale br. na niskim poziomie, a czerwiec jest zwykle miesiącem o najwyższym średnim tempie ich przyrostu. W okresie styczeń–czerwiec br., zadłużenie gospodarstw domowych zwiększyło się o 4,1 proc., gdy w analogicznym okresie roku poprzedniego przyrost wyniósł prawie 39 proc. Jeżeli jednak zanalizuje się tylko II kwartał, to uwagę zwraca przyspieszenie dynamiki kredytów walutowych zaciąganych przez gospodarstwa domowe. Szczególnie szybko zaś przyrasta zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych, które stanowią ok. 50 proc. sumy kredytów walutowych gospodarstw domowych. Sytuacja ta miała miejsce pomimo występującego ryzyka kursowego. Wyjaśnieniem dla tego zjawiska jest duży dysparytet oprocentowania kredytów w kraju i za granicą.

Z kolei czynnikiem hamującym wzrost zadłużenia jest wysoki poziom stóp procentowych, których średnia ważo-

Tabela 2.3. Kalendarium najważniejszych wydarzeń w polityce pieniężnej NBP, 2000–2001

Źródło	Data uchwały	Wydarzenia
Dz. Urz. NBP Nr 1/2000	23 lutego 2000	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	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	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	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.
Dz. Urz. NBP Nr 14 M.P. Nr 31	4 września 2000 20 września 2000	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,9 proc. Publikacja założeń polityki pieniężnej na 2001 r., bezpośrednim celem jest inflacja rejestrowana 6-8 proc. na koniec roku
Dz. Urz. NBP Nr 3	28 lutego 2001	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,6 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 3	28 lutego 2001	Stopa redyskontowa NBP 20,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 22 proc. Stopa kredytu refinansowego 22/23 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 18 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 4	28 marca 2001	Stopa redyskontowa NBP 19,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 21 proc. Stopa kredytu refinansowego 21/22 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 17 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 5	30 marca 2001 28 czerwca 2001	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,3 proc. Stopa redyskontowa NBP 18,0 proc. Stopa kredytu lombardowego 19,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 19,5/20,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 15,5 proc.

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

na dla kredytów złotych klientów indywidualnych zmalała tylko z 22,9 proc. w styczniu do 22,1 proc. w maju br. W czerwcu z reguły rosną należności od podmiotów gospodarczych. Także i w czerwcu br. – po raz pierwszy od marca br. – nastąpił niewielki wzrost tych należności. W połowie br. przyrost należności od podmiotów gospodarczych wyniósł zaledwie 3,4 proc. w porównaniu z 9,5 proc. w analogicznym okresie roku poprzedniego. Niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw jest szczególnie znacząca w świetle obniżenia kosztów pozyskania pieniądza dla podmiotów gospodarczych z 20,7 proc. w styczniu do 19,1 proc. w maju (złotowe kredyty jednoroczne), czyli w stopniu większym niż dla gospodarstw domowych.

Zadłużenie netto sektora budżetowego w sektorze bankowym zmalało od początku roku o 2,8 proc. w porównaniu ze spadkiem o 9,4 proc. w analogicznym okresie roku poprzedniego. Spadek zadłużenia rządu był wypadkową redukcji wartości papierów skarbowych w portfelach banków oraz wzrostu środków na rachunkach budżetowych (budżetu centralnego oraz funduszy celowych).

Piotr Bujak, Mariusz Jarmużek

Rynki finansowe

Rynek depozytów międzybankowych

Uczestnicy rynku pieniężnego stopniowo uwzględniali w cenach aktywów finansowych oczekiwaną obniżkę stóp procentowych. Po decyzji Rady Polityki Pieniężnej (RPP) o redukcji stóp procentowych, wysokość stawek WIBOR obniżyła się. Kontynuacja tendencji spadkowej miała także miejsce przed kwietniowym posiedzeniem RPP, które zgodnie z oczekiwaniami rynku miało przynieść kolejne zmniejszenie poziomu stóp procentowych. Spodziewana decyzja jednak nie nastąpiła, co doprowadziło do korekcyjnego wzrostu oprocentowania instrumentów rynku pieniężnego. Warto podkreślić, że w przypadku stawki 3-miesięcznej po raz pierwszy od listopada ub.r. jej oprocentowanie pozostawało przez większą część maja powyżej stopy referencyjnej. Jednomiesięczne stawki w kontraktach FRA również wzrosły, co było reakcją na niekorzystne dane o cenach żywności za II połowę kwietnia, zmniejszających prawdopodobieństwo redukcji stóp procentowych na majowym i czerwcowym posiedzeniu. Przesunięcie do lipca oczeki-

wań rynku na kolejną decyzję RPP ustabilizowało stawki oprocentowania kontraktów FRA 6x9 i 9x12. Do spadku stawek doszło dopiero w końcu maja. W I połowie czerwca, do chwili ogłoszenia danych o inflacji za maj, wszystkie stawki WIBOR o zapadalności 1 miesiąc i więcej utrzymywały się na stabilnym poziomie. W II połowie miesiąca inwestorzy stopniowo antycypowali obniżkę stóp przez RPP, dyskontując jednak tylko jedną trzecią jej rzeczywistej wysokości. Rynek zatem został zaskoczony zarówno terminem, jak i skalą decyzji RPP.

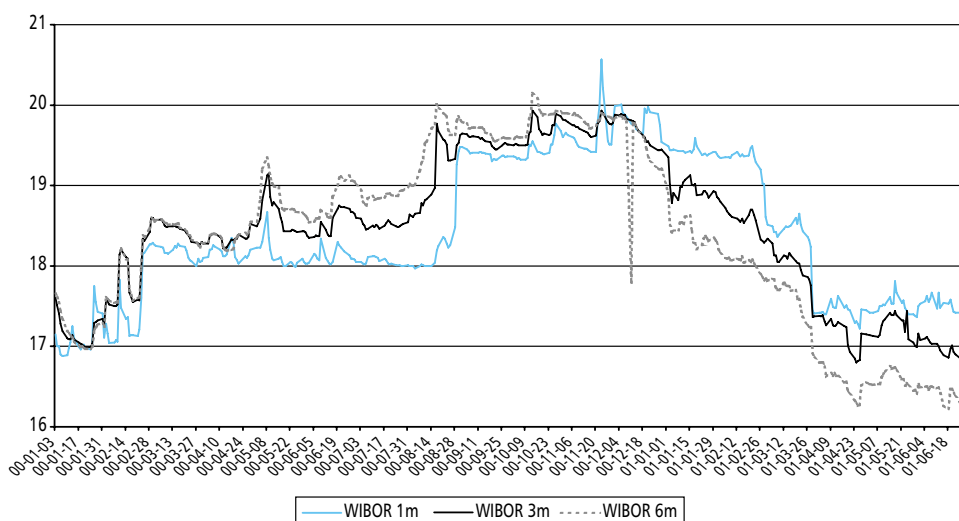
Analiza rynku terminowych stóp procentowych pokazuje, że na początku III kwartału uczestnicy rynku – spodziewając się kontynuacji spadkowego trendu inflacji oraz spowolnienia wzrostu gospodarczego w br. – oceniali, że obniżki podstawowych stóp procentowych do końca br. wyniosą 150 pkt. bazowych.

Rynek bonów i obligacji skarbowych

Ceny obligacji pozostawały stabilne do chwili ogłoszenia w dniu 25 kwietnia danych o cenach żywności za I połowę kwietnia. Spowodowało ono skokowy wzrost rentowności obligacji, szczególnie dwuletnich. Nastroje dodatkowo pogorszyły się po pozostawieniu przez RPP stóp procentowych na niezmiennym poziomie oraz publikacji kolejnych niekorzystnych danych o cenach żywności. Zjawisko to wzmocnione zostało przez pesymistyczne dane o realizacji deficytu budżetowego. Inwestorzy zaczęli bowiem wyceńnić zwiększoną podaż papierów skarbowych jako zwiększającą ryzyko kraju i prawdopodobieństwo spadku cen wymaganych przez Ministerstwo Finansów. Na percepcję wzrostu ryzyka wpływała też utrzymująca się znaczna aprecjacja złotego. Groźba korekty kursu oraz rozłożone w czasie niewielkie obniżki oficjalnych stóp procentowych coraz bardziej skłaniały inwestorów do opuszczania polskiego rynku. Przed znaczną redukcją zaangażowania w polskie obligacje powstrzymywała ich jednak możliwość wywołania w ten sposób gwałtownej deprecjacji waluty krajowej. Oczekiwanie na przepływy walutowe związane z prywatyzacją i rekompensatami za pracę przymusową w Niemczech i w związku z tym stabilny poziom kursu walutowego w transakcjach terminowych, umożliwiły inwestorom wycofać się z polskiego rynku bez znacznych strat kursowych.

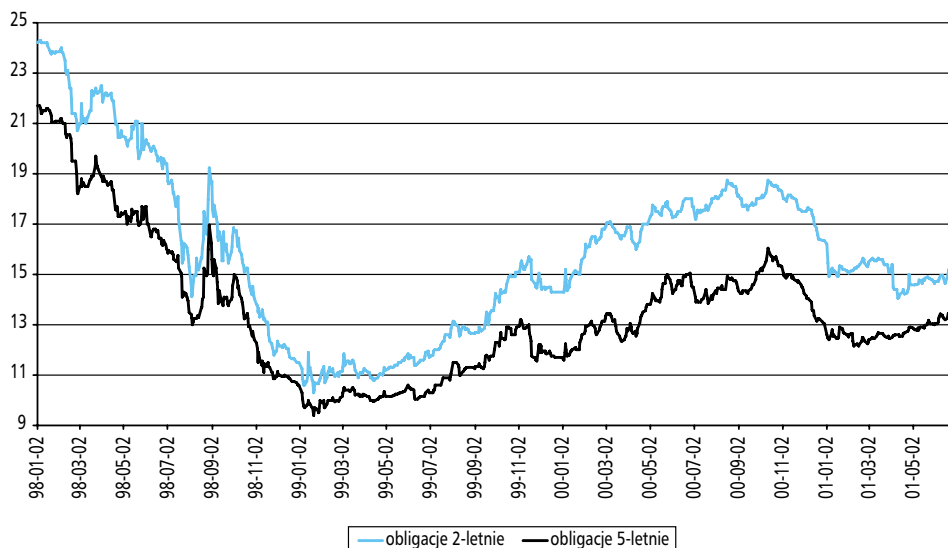
W ciągu II kwartału nastąpiła również zmiana struktury zaangażowania zagranicznych inwestorów w polskie papiery dłużne. Zwiększone ryzyko w średnim terminie

Wykres 2.9. Stopy procentowe depozytów na rynku międzybankowym, 2000–2001 (dane dzienne)



Źródło: NBP.

Wykres 2.10. Dochodowość 2- i 5-letnich obligacji skarbowych, 1998–2001 (dane dzienne)



Źródło: NBP.

wpłynęło na ograniczenie inwestycji w obligacje dwu- i pięcioletnie. Wzrósł natomiast w portfelach inwestorów zagranicznych udział bonów skarbowych i obligacji dziesięcioletnich. Pierwszy z tych instrumentów zapewnia

bowiem większą płynność, a popyt na obligacje o najdłuższym terminie zapadalności wynikał z ciągle pozytywnej oceny perspektyw polskiej gospodarki.

Prognozy sytuacji gospodarczej na lata 2001–2002

Andrzej Bratkowski

Liczmy na stopniową poprawę

Gorsze niż oczekiwaliśmy wyniki gospodarcze II kwartału interpretujemy jako pogłębienie i przesunięcie w czasie tendencji stagnacyjnych, głównie na skutek utrzymywania się wysokiego kursu złotego. Dlatego w naszych prognozach fazę stopniowego odwracania trendów dynamiki wzrostu przesuwamy o jeden kwartał. Nasz optymizm wiążemy z utrzymaniem dobrych wyników w handlu zagranicznym – w związku z osłabieniem złotego – oraz stopniową odbudową popytu wewnętrznego wraz z obniżaniem się nominalnych stóp procentowych, a także większą skłonnością do konsumpcji gospodarstw domowych.

Jeśli okazałoby się jednak, iż eksport nie będzie jednak rósł w br. tak szybko jak obecnie oceniamy, spowolnienie gospodarcze może być większe. Nasza ocena bazuje na obserwacji imponującej skali dostosowań przedsiębiorstw do silnej aprecjacji złotego i założeniu umiarkowanej realnej deprecjacji złotego w najbliższych kwartałach. Nie możemy jednak wykluczyć, że negatywne skutki wcześniejszej aprecjacji nie zdążyły się jeszcze w pełni ujawnić. W takiej sytuacji obecne umiarkowane osłabienie złotego pozwoliłoby zaledwie na ustabilizowanie poziomu eksportu, a nie na jego dalszy wzrost. W przypadku ponownego wzmocnienia złotego trzeba by się liczyć ze spadkiem eksportu. Niebezpieczeństwo dalszego obniżania tempa wzrostu istnieje także w przypadku silniejszego pogorszenia aktywności ekonomicznej w UE, a w szczególności w Niem-

czach. Wskaźnik wzrostu PKB w tym roku może także okazać się niższy z przyczyn czysto statystycznych – nie wykluczamy bowiem, iż GUS może jeszcze obniżyć swoje szacunki PKB za I kwartał.

Innym źródłem niepewności jest nadal dynamika popytu wewnętrznego. Nasze dość optymistyczne prognozy wzrostu popytu inwestycyjnego opieramy na ocenie, że reakcja gospodarki na obniżki stóp procentowych będzie stosunkowo szybka – przedsiębiorstwa w swych decyzjach finansowych będą kierowały się nie tylko obecnym poziomem stóp, ale także oczekiwaniami na ich dalszy spadek. Nie można jednak wykluczyć, że reakcje przedsiębiorstw będą bardziej ostrożne. Nie jest także całkowicie przesądzony wzrost dochodów realnych ludności. Presja wysokiego bezrobocia na rynek pracy może skłonić przedsiębiorstwa do bardziej restrykcyjnej polityki płacowej. Ryzyko takiego rozwoju sytuacji potęguje brak aktualnych danych o sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Opóźnione skutki gwałtownego wzrostu konkurencji zewnętrznej w I półroczu mogą okazać się silniejsze niż obecnie oceniamy. Wtedy także wyniki finansowe przedsiębiorstw będą gorsze niż w I kwartale, ze wszystkimi negatywnymi tego konsekwencjami w sferze dynamiki płac i wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw.

Dodatkowe zagrożenia dotyczą rozwoju sytuacji gospodarczej w następnych latach i wiążą się z niebezpieczeństwem dalszego rozluźniania dyscypliny fiskalnej przez nowy rząd. Wypowiedzi niektórych polityków lewicy mogą bowiem świadczyć o lekceważeniu zagrożeń wynikających z wyboru takiej polityki. Poluzowanie fiskalne zwiększyłoby napięcia pomiędzy polityką monetarną i fiskalną grożące utratą rów-

Tabela 3.1. Główne wskaźniki makroekonomiczne Polski, 1996–2002

	Prognozy													
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2001						
								I	II	III	IV			
PKB	6,0	6,8	4,8	4,1	4,0	2,4	3,9	2,3	0,5	2,1	4,5			
Popyt krajowy	9,7	9,2	6,4	4,9	2,8	1,2	4,6	-1,4	-0,4	1,7	4,3			
Deficyt budżetu	-2,4	-1,3	-2,4	-2,0	-2,2	-4,4	-4,1	-9,0	-3,7	-2,9	-2,8			
Stopy bezrobocia	13,2	10,3	10,4	13,0	15	16,8	17,7	15,9	15,8	16,2	16,8			
Saldo r-ku bieżącego	-0,9	-3,0	-4,3	-7,5	-6,3	-5,0	-5,5	-5,3	-5,2	-4,9	-5,0			
Saldo płatności towarowych	-8,2	-11,3	-13,7	-14,4	-13,2	-12,6	-14,0	-3,1	-2,7	-3,2	-3,6			
M2	134,8	176,4	220,8	263,5	294,4	333,3	364,9	301,0	307,5	319,5	333,3			
Inflacja	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1	5,9	5,2	6,8	6,5	5,2	5,0			
Kurs dolara	2,70	3,28	3,49	3,97	4,35	4,16	4,41	4,09	3,99	4,23	4,34			
Kurs euro				4,23	4,01	3,68	4,23	3,78	3,49	3,63	3,82			
Stopy lombardowa	25,0	27,0	20,0	17,9	23	17,5	17,0	21,0	19,5	18,5	17,5			

Źródło: GUS, NBP; prognozy – CASE.

nowagi makroekonomicznej. W takiej sytuacji trzeba by się nawet liczyć z odłożeniem o kilka lat przyjęcia Polski do UE.

Łukasz Rawdanowicz*

Uwarunkowania zewnętrzne

- Ryzyko światowej recesji oddala się, ale tempo światowego wzrostu gospodarczego ulega obniżeniu
- Stany Zjednoczone będą przodować w ożywieniu gospodarczym
- Obniżanie prognoz tempa wzrostu gospodarczego dla strefy euro
- Japonia pogrąży się w recesji
- Kryzys finansowy w Argentynie
- Złagodzenie presji inflacyjnej po niedawnych wzrostach

Najnowsze informacje o stanie gospodarki światowej pozwalają przypuszczać, iż maleje prawdopodobieństwo światowej recesji, choć sytuacja nadal jest trudna. Na ten rok przewidywane jest znaczne obniżenie światowego tempa wzrostu gospodarczego. Około połowy roku powinno wystąpić najgłębsze spowolnienie, a następnie gospodarki powinny odnotowywać poprawę koniunktury. Oczekujemy, że Stany Zjednoczone zapoczątkują stopniowe ożywienie gospodarcze dzięki silnemu połuznieniu polityki monetarnej i zapowiadany na II połowę 2001 r. ulgom podatkowym. Gwarantem szeroko rozumianego ożywienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych jest wzrost wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw – jak dotąd to konsumpcja prywatna zapewniała dodatni wzrost gospodarczy. Odmienna sytuacja jest w strefie euro. Kraje członkowskie doświadczają mocniejszego spowolnienia gospodarki niż wcześniej oczekiwaliśmy. Dotyczy to w szczególności Niemczech – największej gospodarki strefy euro. Wiodące ośrodki prognostyczne stale obniżają przewidywane tempo jej wzrostu gospodarczego w tym roku. We Francji (drugiej co do wielkości gospodarce strefy euro), która jak dotąd cieszyła się stabilnym i silnym wzrostem PKB, również widoczne są oznaki pogorszenia sytuacji ekonomicznej zarówno konsumentów, jak i przedsiębiorców. Przyczyna takiego spowolnienia w strefie euro tkwi w spad-

* Tekst opracowany na podstawie *Global Economy 3/2001* (www.case.com.pl/pgtop/pgtopge.html). *Global Economy* jest kwartalną publikacją CASE w języku angielskim szerzej omawiającą stan i prognozy gospodarki światowej.

Tabela 3.2. PKB w wybranych krajach, 1996–2002 (zmiana w proc.)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001p	2002p
OECD	3,1	3,4	2,7	3,2	4,2	1,3	2,4
Stany Zjednoczone	3,6	4,4	4,4	4,2	5,0	1,5	2,9
Japonia	5,0	1,6	-1,1	0,8	1,2	-0,4	0,8
Unia Europejska	1,7	2,6	2,8	2,6	3,3	2,1	2,8
Niemcy	0,8	1,4	2,1	1,6	3,0	1,2	2,3
Francja	1,1	2,0	3,5	3,0	3,3	2,3	2,6
Włochy	1,1	1,8	1,5	1,4	2,9	2,1	2,5
Wielka Brytania	2,6	3,5	2,6	2,3	3,0	2,2	2,7
Polska	6,0	6,8	4,8	4,1	4,1	2,4	3,9
Rosja	-3,5	0,8	-4,9	5,4	8,3	4,0	3,3
Turcja	6,9	7,6	3,1	-4,7	6,1	-4,0	4,0
Chiny	9,6	8,8	7,8	7,1	8,0	8,0	7,5

Źródło: dane – OECD, IMF, urzędy statystyczne; prognozy (p) – nonsensus rynkowy oraz CASE.

Uwagi: różnice w danych w porównaniu z poprzednimi numerami kwartalnika biorą się ze zmiany źródła danych: obecnie OECD – wcześniej IMF World Economic Outlook.

ku realnych dochodów (za sprawą wysokiej inflacji) i w słabszym popycie zewnętrznym. Bardzo wysoka stopa inflacji w krajach strefy euro stawia Europejski Bank Centralny (EBC) w trudnej sytuacji – ewentualne obniżki stóp procentowych są w tej sytuacji bardzo ryzykowne.

Sytuacja gospodarcza w Japonii jest dużo bardziej poważna, gdyż gospodarka ta po raz kolejny pogrąża się w recesji. Diagnozę tę w pełni potwierdzają najnowsze wyniki badania zaufania producentów Tankan. Problemy wynikające ze słabego popytu wewnętrznego spotęgowane zostały przez drastyczne obniżenie wpływów z eksportu związane z ogólnym pogorszeniem sytuacji ekonomicznej na świecie. Spadek eksportu dotknął głównie produkty wysokiej technologii. Rząd Japonii nie zamierza kontynuować polityki pobudzania popytu wewnętrznego poprzez poluzowanie fiskalne. Poprawa sytuacji gospodarczej w Japonii jest więc możliwa tylko w związku z polepszeniem popytu zewnętrznego. Również perspektywy dla innych krajów azjatyckich nie są różowe. Wyjątek stanowią tylko Chiny, które będąc mniej zależne od koniunktury zewnętrznej pozostają na ścieżce szybkiego wzrostu. Pewne oznaki ożywienia gospodarczego można zaobserwować także w Korei. W wielu krajach regionu niepewna sytuacja polityczna dominuje problemy gospodarcze.

Gospodarki krajów Europy Środkowej i Wschodniej generalnie znajdują się w dobrej kondycji, jakkolwiek spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro może mieć

bardziej niekorzystny wpływ niż wcześniej oczekiwaliśmy. Z wyjątkiem Turcji i Polski dla krajów tego regionu przewiduje się wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Gospodarka Turcji dotknięta została recesją na skutek kryzysu finansowego, który miał miejsce pod koniec ub.r. i na początku 2001 r. W związku ze wznowieniem realizacji programów pomocowych MFV i Banku Światowego jest szansa, że w kolejnych kwartałach tego roku będzie następowała poprawa sytuacji. Z kolei Polska weszła na drogę wolniejszego wzrostu na skutek znacznego osłabienia popytu krajowego. Dodatkowo Polska zmagająca się z poważnymi problemami budżetowymi, skutkującymi poważnym wzrostem deficytu budżetowego.

Prognozy dla Ameryki Łacińskiej są obecnie mniej obiecujące niż w poprzednim kwartale. Kryzys finansowy i polityczny w Argentynie rozprzestrzenił się praktycznie na cały region, doprowadzając do dalszej deprecjacji walut i wyższych stóp procentowych. Sytuacja gospodarcza w Argentynie zdominowała serwisy informacyjne z tego regionu i miała znaczący wpływ na kursy waluty i rynki kapitałowe wielu gospodarek wschodzących. Kraj ten pozostaje w bardzo trudnej sytuacji gospodarczej. Jeśli wprowadzonemu planowi naprawczemu nie będzie towarzyszyć odbudowa wzrostu gospodarczego, kłopoty ze spłatą zadłużenia i presja dewaluacyjna mogą powrócić w przyszłości. Do tej pory nie odnotowano żadnych oznak poprawy sytuacji gospodarczej, ale w II połowie 2001 r. dodatni wzrost gospodarczy jest wciąż możliwy. Cały czas nie można jednak wykluczyć kryzysu finansowego.

Rok 2002 powinien przynieść przyspieszenie tempa światowego wzrostu gospodarczego. Ponownie motorem ożywienia gospodarki światowej – szczególnie dla Japonii i innych krajów azjatyckich – a także, choć w mniejszym stopniu, dla UE – będą Stany Zjednoczone. W 2002 r. Stany Zjednoczone mogą osiągnąć tempo wzrostu gospodarczego na poziomie ok. 3 proc., chyba, że pojawi się zagrożenie inflacyjne wymuszające wzrost stóp procentowych. Ożywienie gospodarcze w UE w przyszłym roku będzie nieco mniej spektakularne – wzrost PKB może tam osiągnąć poziom ok. 2,8 proc.

Po rekordowo wysokiej inflacji w maju, jej poziom w czerwcu obniżył się zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w krajach strefy euro. Może to być pierwszym sygnałem

odwrócenia dotychczasowego trendu. W Japonii presja deflacyjna będzie rostała wraz z pogłębiającą się recesją. Większość prognoz dla krajów uprzemysłowionych wskazuje na obniżanie się inflacji w tym i przyszłym roku. Po wygaśnięciu proinflacyjnych czynników podażowych (ceny energii i żywności) obecne spowolnienie gospodarcze powinno zmniejszyć presję inflacyjną. Jednakże istnieje pewne niebezpieczeństwo wzrostu inflacji na skutek poluzniania polityki monetarnej i ożywienia gospodarczego w 2002 r.

W II kwartale 2001 r. ceny ropy naftowej utrzymały się w przedziale wyznaczonym przez państwa OPEC. Opisywany okres charakteryzował się znaczną niestabilnością cen z silnym wzrostem w maju. Badania konfrontujące kształtowanie się cen w Europie i Stanach Zjednoczonych, pozwalają

Tabela 3.3. Inflacja w wybranych krajach, 1996–2002 (zmiana w proc.)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001p	2002p
Stany Zjednoczone	2,9	2,3	1,6	2,1	3,4	3,1	2,1
Japonia	0,1	1,8	0,7	-0,3	-0,7	-0,4	-0,2
Unia Europejska	2,1	1,8	1,8	1,2	2,5	2,2	1,5
strefa euro (HICP)	2,2	1,6	1,2	1,1	2,4	2,4	1,6
Rosja	22	11	84,4	36,5	20,8	23,0	18,0
Turcja	82,3	85,7	84,6	64,9	54,9	55	35,0
Chiny	8,3	2,8	-0,8	-1,4	0,3	1,8	1,4

Źródło: dane – OECD, IMF, urzędy statystyczne; prognozy (p) – cnonensus rynkowy oraz CASE.

Uwagi: różnice w danych w porównaniu z poprzednimi numerami kwartalnika biorą się ze zmiany źródła danych: obecnie OECD – wcześniej IMF World Economic Outlook.

Tabela 3.4. Długookresowe stopy procentowe w wybranych krajach, 1996–2002 (zmiana w proc.)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001p	2002p
Stany Zjednoczone	6,4	6,3	5,6	6,2	6,1	5,7	5,0
Japonia	3,0	2,3	1,5	1,8	1,7	1,3	1,3
strefa euro	6,2	5,7	4,7	4,7	5,4	5,0	5,0
Wielka Brytania	7,8	7,0	5,5	5,1	5,3	4,9	5,0
LIBOR (US\$/year)	5,6	5,9	4,8	5,4	6,5	5,2	5,3

Źródło: dane – OECD; prognozy (p) – cnonensus rynkowy oraz CASE.

Tabela 3.5. Kurs dolara względem euro i jena, 1996–2002 (zmiana w proc.)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001p	2002p
Euro	1,270	1,134	1,121	1,066	0,924	0,889	0,971
Jen	108,8	121,1	131,0	113,7	107,8	125	120

Źródło: dane – EBC; prognozy (p) – cnonensus rynkowy oraz CASE.

Uwagi: różnice w danych w porównaniu z poprzednimi numerami kwartalnika biorą się ze zmiany źródła danych: obecnie OECD – wcześniej IMF World Economic Outlook.

przypuszczać, iż ich zmienność w większym stopniu spowodowana była przez działania spekulacyjne niż przez fundamentalne czynniki ekonomiczne. Międzynarodowa Agencja Energetyki (IEA) obniżyła swoją prognozę wzrostu popytu światowego na ropę do poziomu poniżej 0,5 miliona baryłek dziennie. Przewiduje się, że kraje OPEC nie przekroczą wcześniej ustalonych limitów dotyczących wielkości produkcji ropy naftowej. Należy spodziewać się, że w II połowie 2001 r. cena ropy naftowej utrzyma się w dolnym przedziale widełek wyznaczonych przez OPEC – tj. 22–25 USD za baryłkę.

Stany Zjednoczone

Szacunki wzrostu PKB z I kwartał br. były dwukrotnie rewidowane w dół – ostatecznie wyniosły 2,5 proc. w skali rocznej. W I połowie roku obserwowany był zgodny z cyklicznym spowolnieniem znaczny spadek zapasów. II kwartał powinien przynieść odpowiedź, czy gospodarka osiągnęła już dno, czy nie. Istnieją jednak poważne przesłanki, że nastąpi przyspieszenie tempa wzrostu PKB w II połowie roku. Po pierwsze, agresywne poluznianie monetarne przez ostatnie 6 miesięcy powinno w końcu zacząć działać. Po drugie, na II połowę roku planowane są cięcia podatkowe, które mogą przynieść ulgi rzędu 1 proc. PKB. Jak dotąd nastroje konsumentów były zaskakująco optymistyczne – sprzedaż dóbr konsumpcyjnych pozostawała na wysokim poziomie, ale w świetle poniesionych wcześniej strat na giełdach, jak i trudniejszej sytuacji na rynku pracy całkiem prawdopodobne jest pogorszenie zaufania konsumentów. Zarówno liczba bezrobotnych, jak i stopa bezrobocia rosły w II kwartale.

Sektor przedsiębiorstw w dużo większym stopniu okazuje oznaki spowolnienia. Zyski firm spadają, gdyż w celu utrzymania sprzedaży na niezmiennym poziomie firmy decydują się ciąć ceny. W konsekwencji spadły wydatki przedsiębiorstw, przede wszystkim na inwestycje. W maju produkcja sprzedana przemysłu zmniejszyła się po raz 8 z rzędu. Na przekór koncepcjom nowej ekonomii spowolnienie gospodarcze jest szczególnie wyraźne w sektorach nowych technologii.

W II kwartale 2001 r. Rezerwa Federalna dokonała dwóch obniżek stóp procentowych, w sumie o 75 pkt. bazowych, do 3,75 proc. Zarówno majowe, jak i czerwcowe obniżki (odpowiednio o 50 i 25 pkt. bazowych) motywowane był rosnącymi obawami o perspektywy rozwoju gospodarczego kraju. Mniejsza skala ostatniej obniżki może jednak świadczyć, iż Rezerwa Federalna stopniowo odchodzić będzie od polityki poluzniania monetarnego.

Lipcowe wystąpienie Greenspana w Kongresie wskazuje, iż mimo nieustających obaw związanych z obniżaniem aktywności gospodarczej, na decyzje Rezerwy Federalnej w większym stopniu wpływać będzie troska o utrzymanie stabilności cen. Mimo to, możliwa jest jeszcze jedna obniżka stóp procentowych w sierpniu.

Strefa euro

- Pogarszające się sytuacja ekonomiczna
- Skutki poluznienia fiskalnego niweczy wyższa inflacja
- Niemcy na końcu stawki
- Presja inflacyjna utrzymuje się – głównie po stronie cen producentów

Mimo, iż szacunki rocznego tempa wzrostu PKB za I kwartał 2001 r. w UE zostały podwyższone z 2,5 do 2,6 proc., w II kwartale oczekuje się jego znacznego obniżenia. Spowolnienie aktywności ekonomicznej szczególnie wyraźnie widać w sektorze przemysłowym, znacznie bardziej czułym na cykle koniunkturalne niż sektor usług. Tempo wzrostu popytu wewnętrznego było niższe od tempa wzrostu PKB, co oznacza, iż nadwyżka eksportowa pozostała siłą napędową wzrostu gospodarczego. Biorąc pod uwagę spadek zaufania konsumentów wynikający z wysokiej inflacji i niewielkiej poprawy sytuacji na rynku pracy, w najbliższej przyszłości nie należy spodziewać się znacznego wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych. W wielu państwach członkowskich zaskakująco wysoka inflacja obniżyła dochody realne ludności i w ten sposób zneutralizowała efekty poluzowania fiskalnego. Tak więc najgorsze może jeszcze nastąpić. Przewidujemy, że w II i III kwartale 2001 r. tempo wzrostu gospodarczego ulegnie dalszemu spowolnieniu, a ożywienie nastąpi dopiero pod koniec roku. Wówczas silniejszemu popytowi wewnętrznemu powinien towarzyszyć bardziej dynamiczny popyt zewnętrzny. Świadectwem większego niż oczekiwano spowolnienia wzrostu gospodarczego w krajach strefy euro może być ciągłe obniżanie prognoz PKB przez wiodące ośrodki badawcze. Obecnie konsensus rynkowy mówi o wzroście w strefie euro w granicach 2,1 proc.

Obecne schłodzenie gospodarki odbiło się na nastrojach producentów – wskaźniki zaufania producentów spadają (np. indeks Ifo dla Niemiec). Spadek aktywności jest także widoczny w malejących zamówieniach przemysłowych. Taka sytuacja nie sprzyja poprawie na rynku pracy. Wprawdzie wyrównana sezonowo stopa bezrobocia obniżyła się, osiąga-

jąc w maju poziom 8,3 proc., ale tempo wzrostu zatrudnienia słabnie, a w sektorze przemysłowym spadło poniżej zera.

Decyzja EBC z 10 maja o obniżeniu stóp procentowych o 25 pkt. bazowych zaskoczyła uczestników rynku. W chwili podjęcia decyzji perspektywy inflacyjne nie były jednoznaczne, a wcześniej EBC deklarował priorytet utrzymania stabilności cen wobec wspierania wzrostu gospodarczego. Podczas kolejnych spotkań w czerwcu i lipcu minimalna stopa kredytu refinansowego utrzymana została na niezmiennym poziomie 4,5 proc. EBC nadal ma dylemat, czy stać na straży stabilności cen, czy też dążyć do pobudzenia gospodarki. Obecnie, dwa cele polityki monetarnej tj. zharmonizowany indeks cen dóbr i usług konsumpcyjnych (HICP) oraz agregat M3 przewyższają założone poziomy referencyjne. Jeśli impulsy inflacyjne natury popytowej osłabną i tendencja spadkowa HICP stanie się faktem, to jesienią należy spodziewać się kolejnej obniżki stóp procentowych.

Niemcy

Spowolnienie gospodarcze najwyraźniej widoczne jest w Niemczech. Po wzroście PKB o 1,6 proc. w I kwartale br., w II kwartale wzrost ten może być bliski zera. W wyniku wysokiej inflacji słabnące zaufanie konsumentów wpływa na obniżenie prywatnej konsumpcji. Także popyt zewnętrz-

ny jest znacznie niższy, co świadczy, iż Niemcy w znacznie większym stopniu okazały się czułe na pogorszenie się światowej koniunktury niż dotychczasowo sądzono. Pomimo to zamówienia krajowe spadły bardziej niż zagraniczne. W reakcji na tę sytuację wskaźnik zaufania producentów Ifo spadł od początku roku osiągając w czerwcu 89,5 pkt. – najniższa wartość od sierpnia 1996 r. W związku z tymi niepokojącymi informacjami między innymi MFW i DIW obniżyli prognozy wzrostu PKB z ponad 2 proc. do ok. 1 proc. W przyszłym roku możliwe jest ożywienie i tempo wzrostu gospodarczego może wzrosnąć do 2,3 proc.

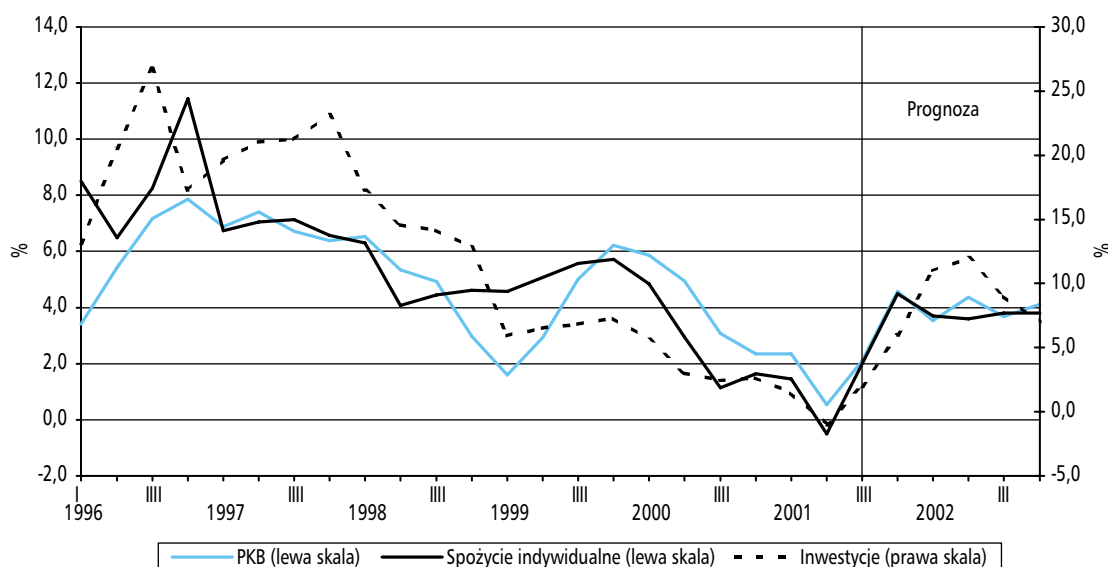
Łukasz Rawdanowicz

Wzrost gospodarczy

- Kolejna obniżka prognozy wzrostu PKB na lata 2001–2002
- Oczekiwana poprawa dopiero w IV kwartale br.
- Dodatnia kontrybucja nadwyżki eksportu do wzrostu PKB w br.

Po raz kolejny obniżamy naszą prognozę wzrostu gospodarczego na ten rok. Oceniamy, iż wzrost wyniesie 2,4 proc. (o 0,5 pkt. proc. niżej niż prognozowaliśmy kwar-

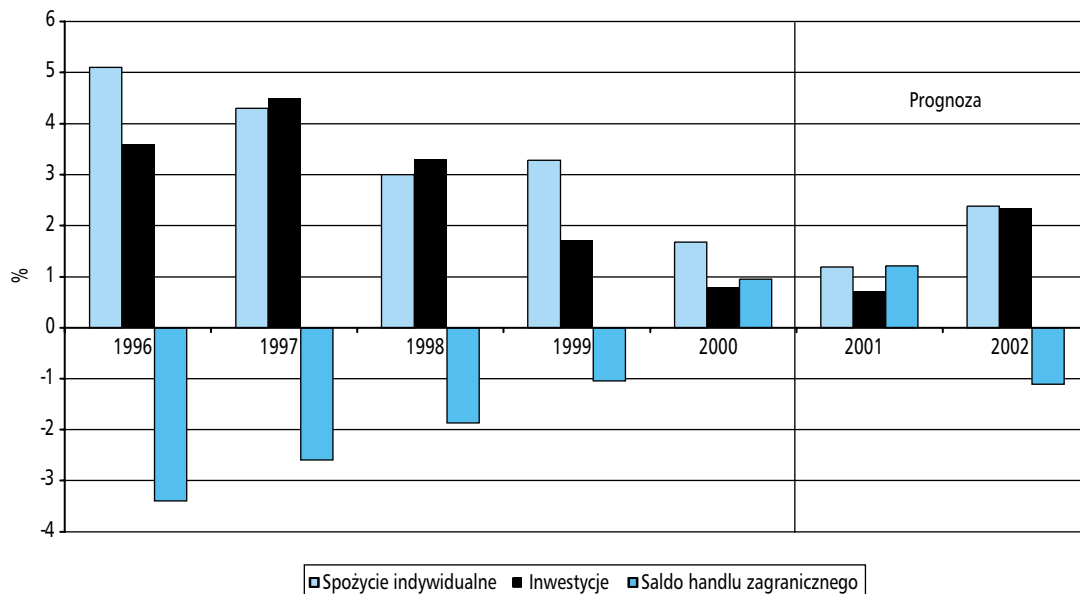
Wykres 3.1. Tempo wzrostu PKB, spożycia indywidualnego i inwestycji, 1996–2002 (zmiany w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2001 r. prognoza CASE.

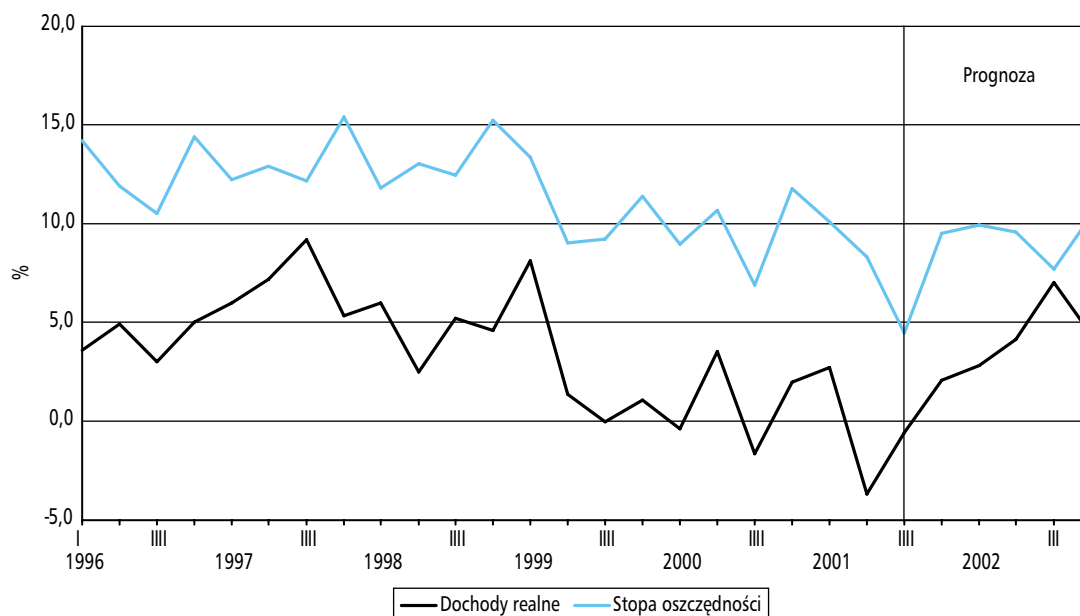
Wykres 3.2. Dekompozycja wzrostu PKB, 1996–2002 (w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od 2001 r. prognoza CASE.

Wykres 3.3. Zmiana dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz stopa oszczędności, 1996–2002 (w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2001 r. prognoza CASE.

tał temu). Bardziej pesymistyczna ocena sytuacji gospodarczej w br. wynika z głębszego i bardziej długotrwałego spowolnienia popytu krajowego.

Konsumpcja gospodarstw domowych po spadku w II kwartale wzrosła umiarkowanie w III kwartale i dopiero w IV kwartale osiągnie stopę wzrostu 4,5 proc. Bardziej drastyczne wyhamowanie konsumpcji spowodowane było głębszym, niż oczekiwaliśmy spadkiem dynamiki wynagrodzeń. Prawdopodobnie zostało to spowodowane pogarszaniem się sytuacji finansowej przedsiębiorstw na skutek utrzymywania się wysokiego kursu złotego. W II kwartale w wyrażeniu realnym wynagrodzenia gospodarstw domowych spadły. Szczególnie silne wyhamowanie dynamiki wzrostu płac było w sektorze przedsiębiorstw. Silne odbicie konsumpcji w IV kwartale będzie możliwe dzięki oczekiwanej przez nas wyższej dynamice płac.

Także wzrost inwestycji prognozujemy teraz bardziej pesymistycznie, mimo iż obecnie prognozujemy nieco szybsze tempo obniżek stóp procentowych. Nasz pesymizm wynika z głębszego spadku aktywności gospodarczej w II kwartale, co silniej niż oczekiwaliśmy obniży skłonność do inwestowania przedsiębiorstw.

Także nieco mniej optymistycznie oceniamy możliwość wzrostu w 2002 r. Według naszej oceny niższa będzie

aktywność inwestycyjna, a także mniejsza skłonność do konsumpcji, zarówno po stronie gospodarstw domowych, jak i państwa. W rezultacie PKB wzrosnie o 3,9 proc. wobec 4,3 proc. prognozowanych kwartał temu.

W związku z wydłużeniem się spowolnienia popytu krajowego, w tym roku, podobnie jak w 2000 r., nadwyżka eksportu będzie pozytywnie kontrybuowała do wzrostu gospodarczego. Natomiast w 2001 r. wraz z zwiększonym popytem importowym kontrybucja ta będzie już ujemna.

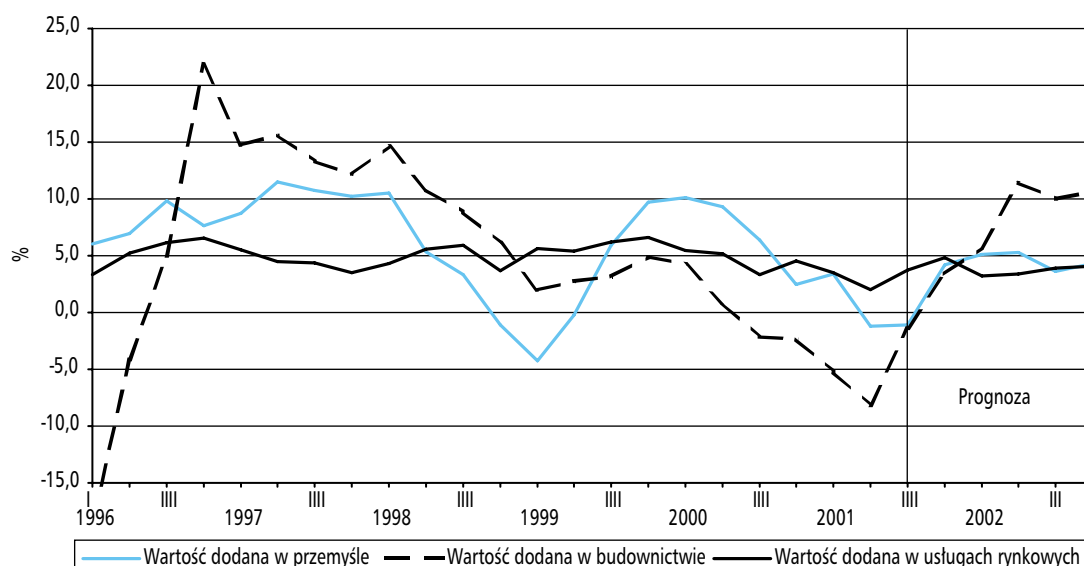
Sfera realna

- Utrzymanie spadków w przemyśle i budownictwie w III kwartale br.

Wolniejsze ożywienie inwestycyjne będzie przekładało się na wydłużenie recesji w budownictwie. Jeszcze w III kwartale prognozujemy spadek zarówno wartości dodanej jak i indeksu produkcji sprzedanej w tym sektorze. W 2002 r. nastąpi bardziej zdecydowana poprawa. Jej odzwierciedlenie w rocznych indeksach wzrostu będzie szczególnie silne, ze względu na efekt niskiej bazy.

Głębsze spowolnienie gospodarcze będzie miało także negatywny wpływ na aktywność ekonomiczną w przemy-

Wykres 3.4. Tempo wzrostu wartości dodanej w podstawowych sekcjach gospodarki narodowej, 1996–2002 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2001 r. prognoza CASE.

śle. W III kwartale oczekujemy spadku indeksu produkcji sprzedanej. Jego silniejszy wzrost w IV kwartale będzie napędzany zarówno przez wyższą popyt krajowy, jak i wysoki eksport.

okresie ostatnich czterech miesięcy br. Konieczne zatem będzie pozyskanie nie mniej niż 8 mld zł na rynku papierów skarbowych.

Relacje zewnętrzne

Rafał Antczak

Kurs walutowy

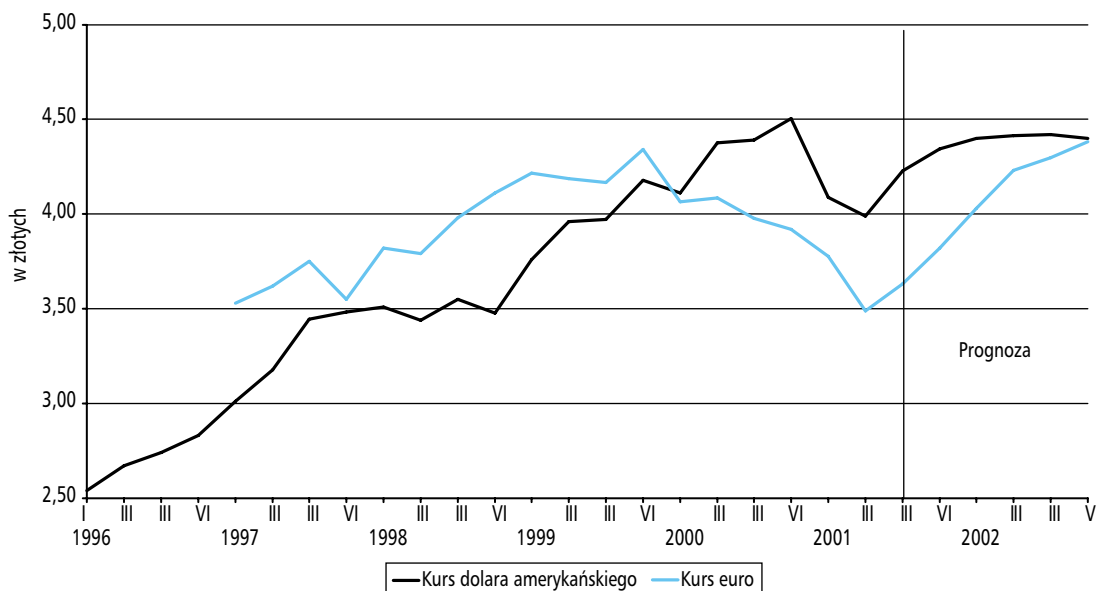
- Niepewność w sytuacji rynkowej i prognoz – ciąg dalszy

Do końca br. przewidujemy wahania nominalnego kursu złotego w relacji do dolara i euro. Spowodowane to będzie wzrostem ryzyka makroekonomicznego Polski, w tym wyższego deficytu na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, problemami budżetu oraz zmianą rządu. Kolejnym elementem jest niepewność, co do realizacji wpływów prywatyzacyjnych. Jeśli nawet wpływy te zostaną zrealizowane na zaplanowanym poziomie 18 mld zł (co jest bardzo mało prawdopodobne) to około 16 mld zł zostanie skumulowane w

Czynnikiem zewnętrznym, który zwiększa niepewność, co do kształtowania się kursu złotego jest relacja kursu krzyżowego euro-dolar. Istotne zwolnienie tempa wzrostu gospodarczego w USA w II kwartale br. prowadzić zapewne będzie do pewnego osłabienia dolara wobec euro. Wydaje się jednak, że nie będzie ono zbyt duże, gdyż aktywność ekonomiczna gospodarek Niemiec i Włoch także ulega wyhamowaniu. Należy też wziąć pod uwagę różnice w polityce pieniężnej USA i UE. Zarząd Rezerwy Federalnej prowadzi bardzo elastyczną politykę pieniężną, która doprowadziła do zmniejszenia stopy zwrotu z amerykańskich aktywów finansowych. W przypadku EBC oczekujemy, że wobec przekroczenia założonych wzrostów podaży pieniądza i inflacji, polityka pieniężna będzie bardziej restrykcyjna.

W sumie jednak nie przewidujemy ani gwałtownego osłabienia złotego, ani ponownego silnego umocnienia. Zakładamy, że – przy znacznych krótkookresowych wahaaniach – średni nominalny kurs złotego w kolejnych kwartałach będzie stopniowo deprecjonował się, szybciej w ciągu najbliższych czterech kwartałów i bardzo wolno w następujących okresach.

Wykres 3.5. Kurs dolara i euro, 1996–2002



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2001 r. prognoza CASE.

Łukasz Rawdanowicz

Handel zagraniczny

• Eksport nadal czynnikiem wzrostu gospodarczego

Istotnie zrewidowaliśmy nasze prognozy dotyczące handlu zagranicznego zarówno w tym roku, jak i latach następnych. Zmiany dotyczą głównie bardziej optymistycznych perspektyw eksportowych dla Polski. Uważamy, że nawet pomimo niższego wzrostu gospodarczego w UE jest szansa na utrzymanie dodatniej dynamiki wzrostu eksportu (nominalnie w ujęciu bilansu płatniczego), choć będzie to dynamika malejąca. Nasze bardziej optymistyczne spojrzenie tłumaczymy zarówno lepszą niż oczekiwaliśmy zdolnością adaptacyjną polskich eksporterów do szoku kursowego, jak i silniejszym wpływem efektu wypychania (niski popyt krajowy zmusza producentów do większej ekspansji na rynki zagraniczne). Poza tym dobra koniunktura w eksporcie przyczyniła się do umocnienia pozycji polskich eksporterów na rynkach zagranicznych. Nie należy oczekiwać, iż pozycja ta osłabi się w II półroczu i roku następnym.

W związku z wyższą prognozą eksportu oczekujemy także wyższego importu pomimo obniżenia wzrostu

gospodarczego. Umotywowane jest to wysoką importochłonnością produkcji na eksport.

Łukasz Rawdanowicz

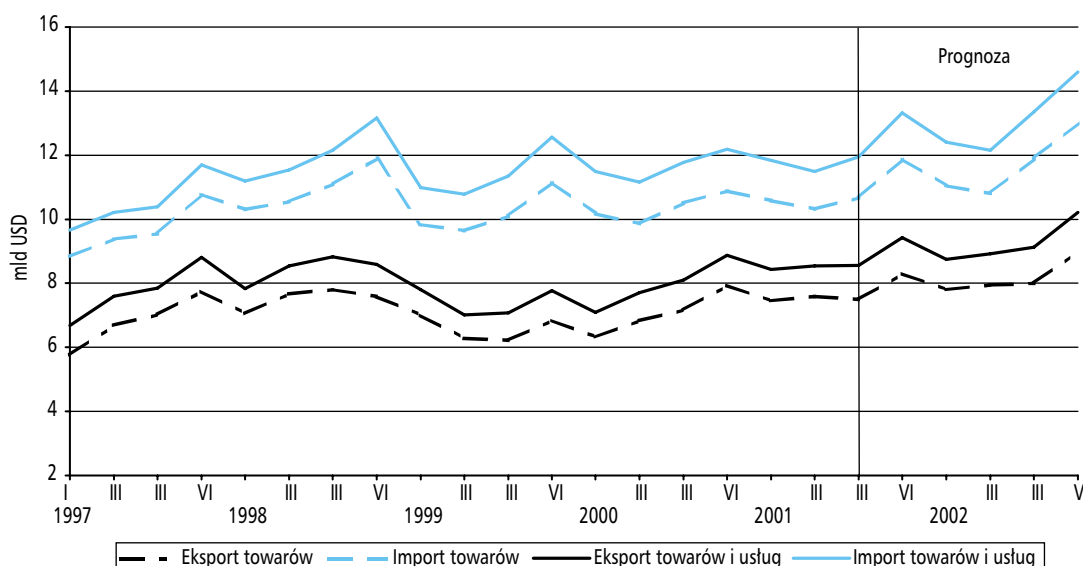
Bilans płatniczy

• Znaczna poprawa salda na rachunku bieżącym w tym roku i stopniowe pogorszenie w następnych latach

Przy obecnej prognozie deficytu handlowego, w III kwartale deficyt obrotów bieżących będzie stabilny na poziomie ok. 2 mld USD. Jego pogorszenie nastąpi dopiero w IV kwartale na skutek wzrostu importu wywołanego zarówno czynnikami sezonowymi, jak i ożywieniem konsumpcji gospodarstw domowych. Cały 2001 r. zamknie się deficytem obrotów bieżących na poziomie 5,0 proc. PKB. Będzie to znaczna poprawa w porównaniu do dwóch poprzednich lat.

W kolejnych latach pomimo utrzymania się wysokiego tempa wzrostu eksportu deficyt handlowy będzie systematycznie powiększać się. Wyższe tempo wzrostu PKB będzie

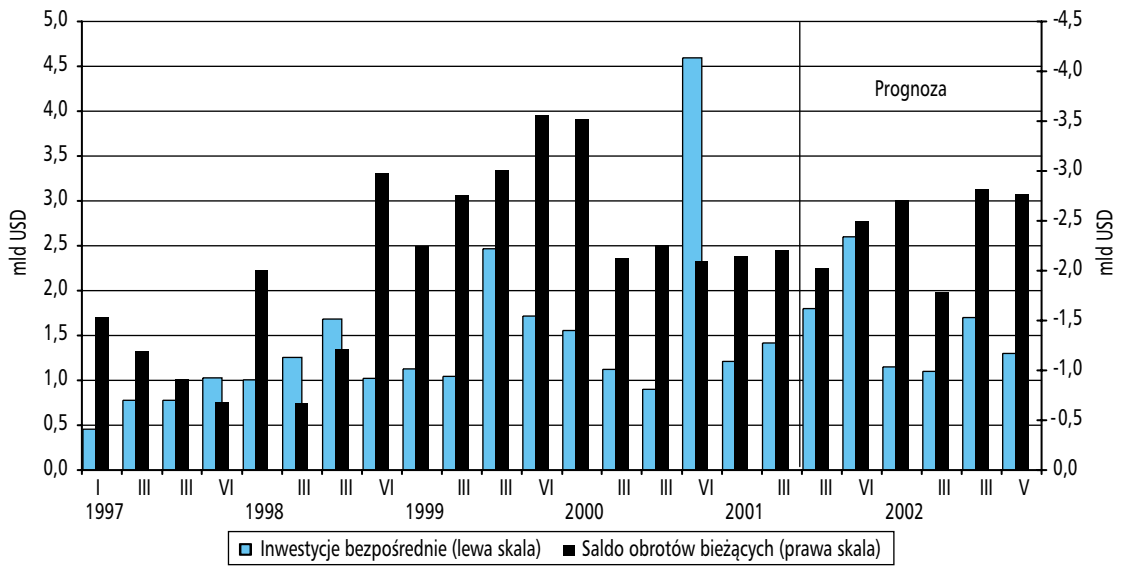
Wykres 3.6. Eksport oraz import towarów i usług, 1997–2002 (w mld USD)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2001 r. prognoza CASE.

Wykres 3.7. Saldo rachunku bieżącego oraz inwestycji bezpośrednich, 1997–2002 (mld USD)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2001 r. prognoza CASE.

z jednej strony zwiększało popyt importowy, a z drugiej strony osłabiało efekt wypychania eksportu. W rezultacie, przy niewielkim wzroście nadwyżki niesklasyfikowanych obrotów bieżących, deficyt obrotów bieżących stopniowo będzie się pogłębiał – w 2002 r. osiągnie 5,5 proc. PKB.

Stosunkowo wysoki napływ kapitału do Polski mimo gorszej sytuacji gospodarczej oraz wzrost ryzyka inwestycyjnego w innych emerging markets skłonił nas do rewizji naszych prognoz rachunku kapitałowego i finansowego.

budżetu zakłada się obniżenie wpływów o 8,6 mld zł w stosunku do pierwotnej wersji ustawy. Zgodnie z naszymi wcześniejszymi prognozami interpretujemy ten fakt jako rozwiązanie pośrednie. Według nas dochody budżetowe w 2001 r. będą niższe od zakładanych w nowelizacji budżetu o 5,2 mld zł, co oznaczać będzie konieczność sekwestracji wydatków w tej wysokości pod koniec roku. Istnieje niebezpieczeństwo, iż doprowadzi to do przeniesienia przez nowy rząd wydatków na rok kolejny lub ukrycia wydatków sektora publicznego poprzez wzrost zobowiązań.

Wiadomo już, że w stosunku do wyników za 2000 r. będziemy mieć do czynienia z poluzowaniem polityki fiskalnej. Kłopoty z finansowaniem deficytu wpływami z prywatyzacji wymuszają konieczność zwiększenia emisji skarbowych papierów wartościowych, przyczyniając się do powstania presji na wzrost stóp procentowych. Zwiększone potrzeby pożyczkowe budżetu wraz z niższymi i przesuniętymi na II połowę roku wpływami z transakcji prywatyzacyjnych będą prowadzić do presji na aprecjację złotego, co z kolei znajdzie odzwierciedlenie po stronie niskich wpływów podatkowych. Taka polityka fiskalna będzie miała negatywne konsekwencje dla sytuacji budżetu w 2002 r., co powinno być uwzględnione w ustawie budżetowej.

Małgorzata Markiewicz

Finanse publiczne

- Przyrost ukrytych zobowiązań sektora budżetowego
- Wzrost nierównowagi w segmencie ochrony zdrowia

Uważamy, że nominalna deprecjacja złotego umożliwi w najbliższym czasie wzrost dochodów z podatków pośrednich. Jednocześnie, w dalszym ciągu zakładamy odbudowę popytu krajowego w końcu roku, co powinno osłabić napięcia w polityce fiskalnej. W nowelizacji

Piotr Bujak

Rynek pracy

• Bezrobocie pozostanie wysokie

Spodziewamy się, że w III kwartale stopa bezrobocia osiągnie 16,2 proc. Sytuacja w nadchodzącym kwartale determinowana będzie w największej mierze przez napływ na rynek pracy kolejnego rocznika absolwentów. W tym roku na rynek pracy wchodzi najbardziej liczny „wyżowy” rocznik z 1983 r. Rozpocząć życie zawodowe będą chcieli również ci, którzy w II połowie ubiegłej dekady zdecydowali się na dalszą edukację. Niestety, czynniki koniunkturalne powodują, że w najbliższym półroczu nie można spodziewać się odczuwalnego zwiększenia popytu na pracę. Najbliższe miesiące związane też będą z kontynuacją procesów restrukturyzacyjnych w przedsiębiorstwach. Zwolnienia następować będą m.in. w PKP, hutnictwie oraz przeżywającej bardzo trudny okres branży motoryzacyjnej. Cały sektor prywatny napotyka poważną barierę ograniczonego popytu. Według badań GUS zakłady pracy nadal deklarują bardzo wysoką liczbę zwolnień pracowników. Nie następują również żadne zmiany legislacyjne, które mogłyby przyczynić się do ograniczenia bezrobocia w przyszłości. Przewidujemy, że na koniec roku stopa bezrobocia rejestrowane-

go wzrośnie do 16,8 proc. W kolejnych latach wzrost gospodarczy na poziomie około 4 proc. nie będzie zapewniał przyrostu miejsc pracy netto, co spowoduje, że wobec nasilonego napływu na rynek pracy młodych ludzi, stopa bezrobocia rejestrowanego w 2002 zbliży się do 18 proc.

Wynagrodzenia

W II połowie roku spodziewamy się pewnego wzrostu realnej dynamiki płac. Wraz ze stopniowym ożywieniem wzrostu gospodarczego na początku przyszłego roku, prognozujemy przyspieszenie dynamiki realnych wynagrodzeń. Należy jednak pamiętać, że presję płacową w nadchodzących latach ograniczać będzie zła sytuacja na rynku pracy.

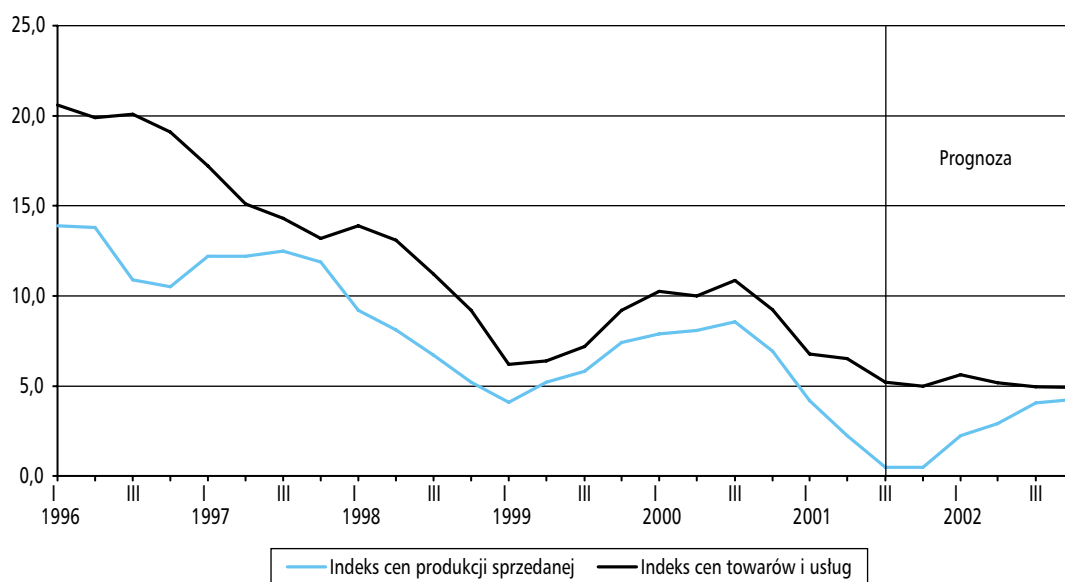
Mariusz Jarmużek

Ceny

• Inflacja nadal będzie spadać

W III i IV kwartale br. prognozujemy dalszy proces deflacji. Następnie, na skutek osłabienia waluty krajowej,

Wykres 3.8. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu, 1996–2002



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2001 r. prognoza CASE.

stopniowego odbudowywania się popytu krajowego oraz efektu niskiej bazy statystycznej, oczekujemy wzrostu dynamiki rocznej inflacji. Na szczęście dobre, lepsze niż w zeszłym roku zbiory w rolnictwie, nieco zneutralizują wzrost cen transakcyjnych importu w IV kwartale i I połowie przyszłego roku.

Zakładamy, że proces dezinflacji nadal wspierana będzie restrykcyjna polityka pieniężna. Spodziewamy się rozłożonej w czasie niewielkiej tylko redukcji realnych stóp procentowych w latach 2001–2002. Oczekujemy osłabienia kursu waluty krajowej w IV kwartale br. oraz I połowie 2002 r. i powolnego wzrostu jej realnej wartości w następnych kwartałach.

Oczekujemy, że w II połowie 2001 r. dobre zbiory w rolnictwie i niewielki wzrost eksportu do krajów WNP nadal będą obniżały dynamikę cen przetworów zbożowych oraz mięsa i w konsekwencji cen żywności ogółem. Zakładamy jednak pewne przyspieszenie wzrostu cen mięsa w II połowie roku, gdy da znać o sobie niska podaż trzody chlewnej, a popyt krajowy zacznie się umacniać. Ceny zbóż będą stabilne, gdyż korzystne tegoroczne warunki atmosferyczne pozwalają liczyć na lepsze zbiory. Na dalsze lata przyjmujemy przemienny cykl plonów.

Prognozujemy, że ceny produkcji sprzedanej przemysłu będą wyjątkowo niskie w II połowie br. Będzie to wynikiem silnej waluty krajowej z I połowy br., spadającego popytu krajowego oraz niskich cen surowców. W kolejnych kwartałach ceny te powinny przyspieszyć wraz z oczekiwanym przez nas osłabieniem kursu złotego oraz stopniowo odbudowującym się popytem krajowym.

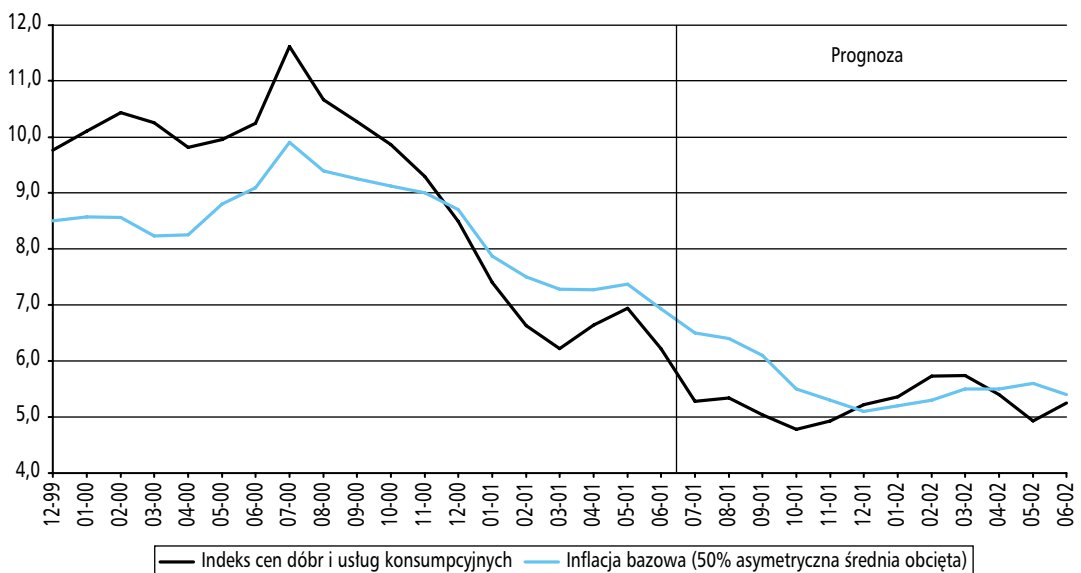
Przemek Woźniak

Inflacja bazowa

Analizę bieżącego rozwoju indeksów inflacji bazowej przedstawioną w poprzednim rozdziale, uzupełniamy przedstawieniem alternatywnej miary wraz z jej prognozą na 12 miesięcy. Prezentowana miara to asymetryczna średnia obciążona eliminująca odpowiednio 28,5 proc. najmniejszych i 21,5 proc. największych zmian cen (procenty dotyczą udziału w koszyku konsumpcyjnym), posiadająca lepsze właściwości prognostyczne niż miary inflacji bazowej stosowane w NBP.

Na wykresie przedstawiono dynamikę tak zdefiniowanej średniej obciążonej w zestawieniu z dynamiką indeksu cen

Wykres 3.9 Inflacja bazowa, 1999–2002



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2001 r. prognoza CASE.

dóbr i usług konsumpcyjnych. Inflacja bazowa przewyższa rejestrowaną od końca 2000 r. i przewidujemy, że taka sytuacja będzie miała miejsce jeszcze przez kilka miesięcy. Taki układ obu miar inflacji (bazowa ponad rejestrowaną) wynika z faktu, że spadek wskaźnika cen dóbr i usług konsumpcyjnych dokonuje się głównie za sprawą gwałtownego obniżenia dynamiki kilku produktów. Spadek ten nie objął ogółu cen w równie dużym stopniu, stąd po odrzuceniu skrajnych zmian cen (zarówno minimalnych, jak i maksymalnych), pozostawiony „rdzeń” (baza) okazał się wyższy od pełnego indeksu.

Spadki cen kształtujące procesy inflacyjne w I półroczu 2001 r. objęły głównie towary żywnościowe (masło, cukier, kawa), ale także paliwa, samochody i usługi telekomunikacyjne. Po dwóch latach słabszych zbiorów spodziewamy się także dużej podaży owoców i warzyw, co dodatkowo powiększy presję deflacyjną. W konsekwencji oczekujemy, że do końca roku inflacja bazowa będzie kształtować się powyżej rejestrowanej. Tendencja ta ulegnie odwróceniu dopiero w początkach 2002 r. Przewidujemy, że tak jak do tej pory, średnia obciąża będzie wyznaczać trend inflacyjny, w związku z tym będzie względnie stabilna i nie będzie reagować na krótkookresowe impulsy w takim stopniu jak inflacja rejestrowana. Dynamika średniej obciąża spadnie z 6,9 proc. obecnie do ok. 5 proc. na koniec roku i będzie się wahać w przedziale 5–5,5 proc. w I półroczu 2002 r.

Rafał Antczak

Polityka pieniężna

Zakładamy, że stopy procentowe NBP zostaną obniżone do końca br. w niewielkim tylko stopniu, bo o ok. 1 pkt proc. Polityka pieniężna nie zmniejszy więc znacząco swej restrykcyjności, a dynamika szerokiego pieniądza będzie nadal umiarkowana. W wyniku utrzymania wysokich nominalnych stóp procentowych nastąpi dalszy przyrost depozytów, w tym depozytów osób prywatnych. Wzrost depozytów osób prywatnych będzie także rezultatem wypłat odszkodowań za pracę przymusową. Należy oczekiwać, że część osób zdecyduje się na zamianę otrzymanych odszkodowań na gotówkę i jej wartość w obiegu wzrośnie. W naszej ocenie dzięki spadkowi realnych stóp procentowych

w kraju oraz oczekiwań na stabilizację kursu walutowego, w II połowie br. utrzyma się trend powolnego wzrostu dynamiki kredytów. Wydaje się, że ze względu na wysoki popyt na kredyty mieszkaniowe i duży dysparytet stóp procentowych w kraju i za granicą, dynamika kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe w walutach obcych nadal będzie się charakteryzowała trendem wzrostowym.

Na 2002 r. również zakładamy utrzymanie restrykcyjnej polityki pieniężnej, co będzie się przejawiało w bardzo powolnym zmniejszaniu realnych stóp procentowych. Wraz ze spadkiem nominalnych stóp procentowych spodziewamy się spadku skłonności do oszczędzania i zwolnienia tempa przyrostu depozytów. Z tych samych przyczyn będzie miało miejsce przyspieszenie dynamiki kredytów. Proces ten będzie wzmacniany przez prognozowane przez nas przyspieszenie wzrostu gospodarczego.

Wskaźniki wczesnego ostrzegania przed kryzysami

W II kwartale nasz wskaźnik wczesnego ostrzegania obniżył się do 5,3 pkt., co należy interpretować jako poprawę ogólnej stabilności makroekonomicznej. Na tym pozytywnym wyniku zaważyło przede wszystkim polepszenie prognoz równowagi zewnętrznej – wyrażonej przez spadek deficytu na rachunku bieżącym. W najbliższych 4 kwartałach deficyt ten w stosunku do PKB obniży się do 5,0 proc. PKB. Także perspektywa wzrostu gospodarczego w najbliższym roku poprawiła się. Pozostałymi pozytywnymi sygnałami było obniżenie się krótkookresowego zadłużenia Polski oraz realnego WIBOR'u. Niestety w dalszym ciągu na tle innych krajów naszego regionu realne stopy procentowe pozostają na bardzo wysokim poziomie.

Wśród zjawisk negatywnych należy wymienić przede wszystkim dalsze pogłębienie się deficytu budżetowego – wg najnowszych prognoz sięgnie on 4,6 proc. PKB (przy założeniu braku sekwestracji wydatków). Z innych czynników wzrostu ryzyka wymienić należy nominalną aprecjację złotego w poprzednich kwartałach, która spowodowała dalszą aprecjację realnego efektywnego kursu. Powiększył się także stosunek ekspansji kredytowej do M2, co mogło być efektem obniżek stóp procentowych w lutym i marcu br.

Tabela: Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami

	wagi	1999		2000				2001	
		III	IV	I	II	III	IV	I	II
1. Prognoza rocznego wzrostu PKB na 4 kolejne kwartały	0.10	6	4	4	4	6	6	4	4
2. Stopa bezrobocia na koniec kwartału	0.05	6	10	10	4	6	10	10	4
3. Prognoza średniorocznej inflacji na 4 kolejne kwartały	0.06	10	6	4	4	4	0	0	6
4. Prognoza deficytu budżetu centralnego państwa na 2001 r. jako % PKB	0.10	5	5	5	5	5	6	6	10
5. Prognoza bilansu obrotów bieżących na 4 kolejne kwartały jako % PKB	0.15	6	6	10	0	4	4	6	0
6. Realny efektywny kurs walutowy	0.15	0	0	6	6	6	6	10	10
7. Ekspansja kredytowa jako % M2 na koniec kwartału	0.07	4	4	4	6	6	4	4	6
8. Zagraniczne zadłużenie krótkookresowe Polski jako % płynnych aktywów rezerwowych na koniec kwartału	0.15	6	6	6	10	6	4	4	4
9. Całkowite zagraniczne zadłużenie Polski jako % PKB	0.07	6	6	6	6	6	6	6	4
10. Realny 3-miesięczny WIBOR	0.10	6	10	4	6	6	6	6	4
Wskaźnik		5,10	5,26	6,04	5,18	5,48	5,10	5,80	5,30

Źródło: CASE.