

Spis treści

Wszystko na jedną kartę?	2
Gospodarka w III kwartale 2001 r.	7
Wzrost gospodarczy	7
Relacje zewnętrzne	8
Finanse publiczne	12
Rynek pracy	13
Ceny	15
Polityka pieniężna	19
Rynki finansowe	23
Prognozy sytuacji gospodarczej w latach 2001–2003	26
Topniejący optymizm?	26
Uwarunkowania zewnętrzne	29
Wzrost gospodarczy	32
Relacje zewnętrzne	35
Finanse publiczne	38
Rynek pracy	39
Ceny	39
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.

Opracował zespół w składzie:

Rafał Antczak, Piotr Bujak,
Mariusz Jarmużek, Małgorzata Markiewicz,
Anna Orlik, Katarzyna Piętka,
Przemysław Woźniak, Katarzyna Zawalińska
pod kierunkiem **Łukasza Rawdanowicza**

Sponsorzy



BANK PEKAO SA



**FORTIS
BANK**

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,

W imieniu całego zespołu pragnę serdecznie podziękować dr. Andrzejowi Bratkowskiemu za jego duży wkład w rozwój naszego kwartalnika i owocną współpracę z nami. Bieżący numer został przygotowany i zredagowany wspólnymi siłami całego zespołu.

Nasze oczekiwania odnośnie poprawy aktywności ekonomicznej w Polsce w br. okazały się zbyt optymistyczne. Dużym zaskoczeniem był dla nas spadek inwestycji w II kwartale. Szacujemy, że podobna sytuacja miała miejsce także w III kwartale. W całej gospodarce utrzymują się stagnacyjno-recesyjne nastroje. W dalszym ciągu mamy do czynienia ze spadkiem aktywności w budownictwie i przemyśle. Znajduje to swoje odzwierciedlenie w rosnącej stopie bezrobocia. Ponadto sytuacja finansów publicznych pozostaje dramatyczna. W związku z niewystarczającymi cięciami po stronie wydatków oraz niskimi wpływami podatkowymi, jak też prywatyzacyjnymi, nadal mamy do czynienia z luką budżetową. Sytuację krajową pogarszają coraz bardziej pesymistyczne wiadomości napływające ze świata. Wzrasta ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych, a koniunktura w największych gospodarkach Unii Europejskiej pogorszyła się znacząco. Słabnący popyt zewnętrzny prowadzi do wolniejszej dynamiki eksportu.

Czy mamy zatem do czynienia z topniejącym optymizmem? Na pewno tak, ale jest szansa na poprawę w przyszłym roku. Obecnie zakładamy, iż rozwój sytuacji w UE nie będzie na tyle nieprzychylny, aby uniemożliwić wzrost eksportu – choć w wolniejszym tempie. To, wraz z powolną odbudową popytu krajowego, pozwoli na nieco wyższe tempo wzrostu PKB w 2002 r. Niższe stopy procentowe oraz poprawa nastrojów producentów w II połowie przyszłego roku wpłyną pozytywnie na aktywność inwestycyjną, a stabilna dynamika dochodów oraz spadek stopy oszczędności pozwolą utrzymać umiarkowanie wysokie tempo wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych. Scenariusz ten w dużej mierze opiera się na założeniu pozytywnej – w tych warunkach – sytuacji zewnętrznej. Niestety uwarunkowania zewnętrzne są bardzo niepewne i nie można wykluczyć mniej optymistycznego wariantu. Jeśli popyt zewnętrzny załamałby się, wówczas gorsza kondycja eksporterów negatywnie wpłynęłaby na szanse odbudowy inwestycji oraz wzrostu zatrudnienia i wynagrodzeń. Według takiego scenariusza w przyszłym roku należałoby oczekiwać tempa wzrostu PKB na zbliżonym do roku bieżącego poziomie lub nawet niższym.

Niezależnie od tempa wzrostu w 2002 r. polską gospodarkę czekają poważne wyzwania w obszarze reform ekonomicznych. W obecnej sytuacji niezbędna jest kompleksowa reforma finansów publicznych – szczególnie po stronie wydatków. Problem ten, w kontekście strategii gospodarczej nowego rządu, omawiany jest szerzej w pierwszym artykule. Także walka z wysokim bezrobociem ze względu na jego wysokie koszty ekonomiczne i społeczne, będzie priorytetowym zadaniem. Ponadto, w związku z przybliżaniem się daty wstąpienia Polski do UE, niezbędne będzie przyspieszenie procesów dostosowawczych. Jeśli okaże się, że rząd ograniczy się tylko do doraźnych i powierzchownych rozwiązań, koszty odkładanych, niezbędnych reform mogą okazać się dużo wyższe.

W bieżącym numerze po raz pierwszy prezentujemy prognozę na 2003 r. Nasze analizy, szacunki i prognozy opracowane zostały w oparciu o oficjalne dane statystyczne oraz informacje dostępne do 31 października 2001 r. Wszelkie różnice w szacunkach w porównaniu z poprzednimi numerami kwartalnika wynikają z publikacji nowych oficjalnych statystyk lub ze zmian wstępnych danych.

Łukasz Rawdanowicz

Wszystko na jedną kartę?

Po dwunastu latach gospodarka Polski znalazła się ponownie w punkcie zwrotnym. Obserwujemy załamanie finansów publicznych, obniżenie tempa wzrostu gospodarczego, spadek inwestycji wraz ze zwiększeniem liczby nierentownych przedsiębiorstw i wzrost stopy bezrobocia. Pogarszają się również warunki zewnętrzne: wzrasta ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych, a wzrost gospodarczy w Unii Europejskiej (UE) spowalnia. Taka sytuacja stwarza ogromne wyzwania dla polityki gospodarczej nowego rządu, szczególnie w obliczu konieczności zakończenia negocjacji w sprawie przystąpienia Polski do UE. Postaramy się ocenić możliwości realizacji programu gospodarczego nowego rządu.

Program gospodarczy nowego rządu

Koalicja rządowa SLD–UP–PSL sformułowała strategię polityki gospodarczej w dwóch dokumentach: porozumieniu koalicyjnym i sejmowym expose premiera Leszka Millera. Zgodnie z deklaracjami nowego rządu wyodrębniono cele krótkookresowe (pierwsze sto dni), średniookresowe (najbliższy rok) i długookresowe (kadencja). Cel krótkookresowy, jakim jest stworzenie podstaw rozwoju gospodarczego, ma zostać osiągnięty poprzez: ustabilizowanie finansów państwa (redukcja wydatków w roku bieżącym), ograniczenie deficytu do 40 mld zł w 2002 r. i wzrost wydatków o stopę inflacji, zmiany w podatku PIT, zamrożenie płac w administracji rządowej, ograniczenie kosztów funkcjonowania samorządów, wznowienie dialogu między rządem, pracodawcami i związkami zawodowymi, rewizję kryteriów przyznawania świadczeń społecznych.

W perspektywie kolejnego roku rząd zamierza polepszyć warunki rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw (nie sprecyzowano instrumentów), znowelizować ustawę o finansach publicznych i ordynację podatkową (wzrost podatków w celu zwiększenia dochodów budżetowych), zwiększyć dyscyplinę wydatków w sferze budżetowej, ograniczyć ilość agencji i funduszy budżetowych, wprowadzić ograniczenia na transfer zysków za granicę przez podmioty gospodarcze. Celem rządu jest również zakończenie negocjacji z UE w 2002 r.

W ciągu kadencji rząd deklaruje chęć obniżenia poziomu bezrobocia głównie poprzez ułatwienia w zatrudnianiu absolwentów, wprowadzenie preferencji w systemie podatkowym, uelastycznienie czasu pracy oraz wspieranie aktywnych form walki z bezrobociem. Kolejnym celem jest poprawienie sytuacji w rolnictwie poprzez zwiększenie finansowania tego sektora i ograniczenie importu. Planowana jest racjonalizacja wydatków na ochronę zdrowia, zwiększenie bezpieczeństwa publicznego, zwiększenie efektywności wymiaru sprawiedliwości, zwiększenie wydatków na naukę i edukację, rozwój infrastruktury i modernizację sił zbrojnych. Cele długookresowe wiążą się ze wzrostem wydatków publicznych.

Polityka przyspieszania wzrostu gospodarczego

Teoretycznie istnieją dwie możliwe strategie przyspieszania wzrostu gospodarczego w Polsce polegające na pobudzaniu absorpcji lub wprowadzaniu reform strukturalnych (można również rozpatrywać kombinację tych działań).

Celem reform strukturalnych jest wzrost konkurencyjności gospodarki poprzez obniżenie kosztów jej funkcjonowania. Wymaga to przeprowadzenia reformy finansów publicznych, rynku pracy, odbiurokratyzowania gospodarki i prywatyzacji przedsiębiorstw sektora publicznego.

Reforma sektora finansów publicznych zakłada spadek udziału państwa, w tym zwłaszcza budżetu centralnego w redystrybucji PKB. Tam, gdzie jest to możliwe, przekazuje się funkcje dotychczas pełnione przez sektor publiczny podmiotom prywatnym, zakładając ich wyższą efektywność. Ograniczenie i racjonalizacja wydatków umożliwiają obniżki podatków od działalności gospodarczej oraz podatków dotyczących kosztów pracy (ubezpieczenia zdrowotnego, emerytalno-rentowego i innych). Zmniejszenie kosztów pracy wymaga uelastycznienia rynku pracy – likwidowania sztywności płac nominalnych, zróżnicowania wynagrodzeń na poziomie regionalnym, skrócenia okresu płatnych zwolnień chorobowych i zasiłków dla bezrobotnych, regionalnego zróżnicowania świadczeń dla bezrobotnych i płac minimalnych, wreszcie podwyższenia wieku emerytalnego, w tym poprzez likwidację przywilejów pracowniczych. Obniżanie kosztów funkcjonowania państwa dokonuje się przez likwidację urzędów i ograniczenie zatrudnienia w administracji państwowej na szczeblu centralnym i lokalnym. Kolejnym krokiem jest publiczna kontrola polityki finansowej państwa umożliwiona wprowadzeniem zasad przejrzystości i dostępu do informacji. Istotne jest ograniczenie sytuacji, w których istnieje możliwość interpretacji regulacji prawnych przez urzędników państwowych, sprzyjającej korupcji i arbitralnym decyzjom na niekorzyść podatnika. Kosztem dla państwa są też zwykle deficytowe przedsiębiorstwa państwowe, także w „strategicznych sektorach”. Jediną metodą jest prywatyzacja i liberalizacja, również z udziałem konkurencji zagranicznej.

Pobudzenie absorpcji ma na celu stymulowanie konsumpcji i inwestycji instrumentami polityki budżetowej i pieniężnej. Po stronie dochodów budżetu sprowadza się to do obniżania podatków oraz do ograniczania skłonności do oszczędzania poprzez wzrost opodatkowania oszczędności. Po stronie wydatków budżetu oznacza to wspieranie inwestycji głównie poprzez wzrost wydatków budżetu centralnego i pozostałych elementów sektora finansów publicznych. Taka polityka prowadzi do wzrostu deficytu budżetowego finansowanego długiem i spadku oszczędności krajowych. Poziom inwestycji prywatnych jest warunkowany ogólnym popytem i wysokością stóp procentowych na rynku krajowym i zagranicznym. Polityka pienięż-

na sektora bankowego dotycząca kształtowania stóp procentowych może znaleźć odzwierciedlenie w poziomie inwestycji. Nie należy jednak przeceniać znaczenia polityki pieniężnej w warunkach swobodnego przepływu kapitału.

Stan obecny

Utrzymanie deficytu budżetu centralnego na poziomie około 40 mld zł (około 5 proc. PKB) w 2002 r. ma zostać osiągnięte głównie poprzez wzrost dochodów i zamrożenie realnego poziomu wydatków budżetowych, co nie jest rozwiązaniem na miarę reform w sytuacji kryzysu finansów publicznych. Cięcia w wydatkach budżetowych ograniczają się do wetowania przez prezydenta nowych ustaw, które mogłyby zwiększyć ich poziom i do zamrożenia płac w administracji rządowej. Po stronie wzrostu dochodów budżetowych brak jest również poważniejszej strategii. W Polsce, niska efektywna stopa podatku VAT i wysokie podatki CIT i PIT, przy istniejącej progresji świadczą o zdeformowanej strukturze systemu podatkowego. Według naszych szacunków efektywna stawka podatku VAT wynosi 9,3 proc. w br., co przy podstawowej stawce 22 proc. obrazuje olbrzymią ilość wyjątków i zwolnień, zwłaszcza w sektorze rolnym i rolno-przemysłowym, jak również dużą liczbę oszustw podatkowych. Jednocześnie pokazuje jak znaczące są możliwości osiągnięcia większych dochodów budżetowych z tego tytułu.

W proponowanych przez rząd SLD–UP–PSL rozwiązaniach szczególnie znaczący ma być wzrost podatków od osób fizycznych poprzez zamrożenie progów podatkowych na dwa lata, wprowadzenie podatku od dochodów kapitałowych, skasowanie ulg i zwolnień podatkowych, w tym na cele mieszkaniowe, czy prywatne leczenie wraz z jednoczesnym podwyższeniem składki na opiekę zdrowotną (Ministerstwo Finansów szacuje, że dzięki zmianom w podatku PIT uzyska ponad 4 mld zł). Według naszej opinii, w podatku PIT korzystniejsze byłoby wprowadzenie stawki liniowej w sytuacji, gdy efektywna stopa tego podatku nie przekraczała 16 proc. w ostatnich dwóch latach.

Polityka wzrostu fiskalizmu deklarowana przez koalicję SLD–UP–PSL nie jest umotywowana wymogami UE w stosunku do krajów członkowskich, a co najważniejsze nie jest zgodna z tendencjami dominującymi w krajach UE. W latach 2003–2005 bilansowanie budżetów państw UE ma odbywać się głównie poprzez redukcję wydatków, a stymulowanie wzrostu gospodarczego poprzez obniżki

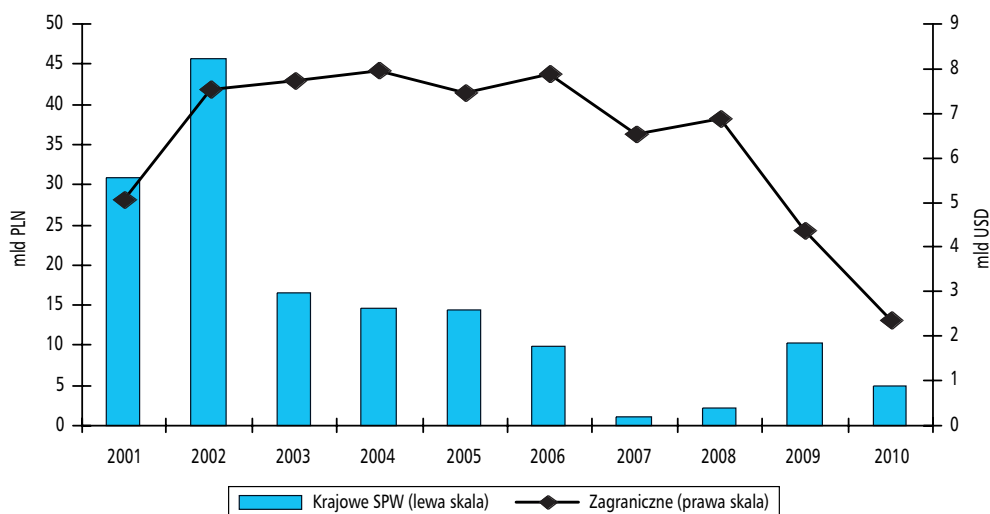
podatków. Na przykład Niemcy od 2002 r. zamierzają zlikwidować podatek od dochodów kapitałowych i obniżyć podatki bezpośrednie.

Deficyt budżetu centralnego w latach 2001–2002 ma wynieść 4–5 proc. PKB. O ile wysoki deficyt budżetowy okaże się zjawiskiem trwałym a rezerwy finansowania w postaci dochodów z prywatyzacji ulegną wyczerpaniu, to konieczne stanie się zwiększenie zadłużenia krajowego i/lub zagranicznego. Skutkiem takiej polityki będzie wzrost kosztów obsługi długu. Państwowy dług publiczny, powiększony o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń, będzie wzrastał w latach 2001–2002 szybciej niż tempo wzrostu PKB, co zaowocuje wzrostem udziału długu publicznego w PKB do poziomu 46,0–48,6 proc. PKB w 2004 r. oraz wzrostem kosztów obsługi zadłużenia z około 2,9 proc. PKB w br. do 3,4–3,6 proc. PKB w latach 2002–2004 (prognoza Ministerstwa Finansów). Z uwagi na wzrost potrzeb pożyczkowych rządu w najbliższych latach nie uda się w pełni zrealizować podstawowych celów strategii zarządzania długiem publicznym: minimalizacji kosztów obsługi długu i ograniczenia ryzyka kursowe-

go. Wzrost poziomu długu publicznego w relacji do PKB postępować będzie przy utrzymaniu obecnej struktury zapadalności długu krajowego na poziomie około 2,7 lat¹ oraz przy wzroście udziału nierezydentów i/lub udziału zadłużenia zagranicznego, co zwiększa prawdopodobieństwo silnego osłabienia złotego. Znacząca deprecjacja złotego (powyżej 20 proc. w skali roku) w następnych latach prowadziłaby do przekroczenia kolejnych progów bezpieczeństwa długu publicznego w relacji do PKB (50, 55 i 60 proc. PKB). Doprowadziłoby to do konieczności poddania się procedurom ostrożnościowym i sanacyjnym zgodnie z ustawą o finansach publicznych lub do poważnych komplikacji prawnych wskutek konieczności zmian w tej ustawie i w Konstytucji. Skutkowałoby to również nałożeniem się okresów rolowania nowego krótkoterminowego długu ze spiętrzonymi spłatami starego długu zagranicznego przypadającego na lata 2004–2009.

Kontynuowanie luźnej polityki fiskalnej wymagałoby w końcu poluzowania polityki pieniężnej i obniżki stóp procentowych NBP. Przyjmuje się, że jeśli luźnej polityce fiskalnej towarzyszy twarda polityka pieniężna, to jedna ze

Wykres 1: Zapadalność zadłużenia Skarbu Państwa, 2001–2010



Źródło: NBP, Ministerstwo Finansów.

Uwagi: Zadłużenie zagraniczne wg stanu na koniec I półrocza 2001 r.; zadłużenie w krajowych Skarbowych Papierach Wartościowych (bony skarbowe, obligacje rynkowe, obligacje nierynkowe, obligacje oszczędnościowe) na 31 maja 2001 r.

¹ Wydłużenie zapadalności długu w warunkach gwałtownego przyrostu potrzeb pożyczkowych budżetu wydaje się mało realne z uwagi na niską płynność rynku krajowego i poziom oczekiwań inflacyjnych. Ponadto wydłużenie terminu zapadalności długu doprowadziłoby do wzrostu kosztów obsługi długu i deformacji krzywej dochodowości.

zmiennych musi się dostosować do drugiej. W przypadku, gdy dominuje polityka fiskalna, to na pewnym etapie musi dojść do ekspansji pieniężnej, aby mogły zostać zaspokojone potrzeby pożyczkowe budżetu (tzw. nieprzyjemna arytmetyka pieniężna). Następuje to wskutek presji na bank w sytuacji recesji lub kryzysu zadłużenia.

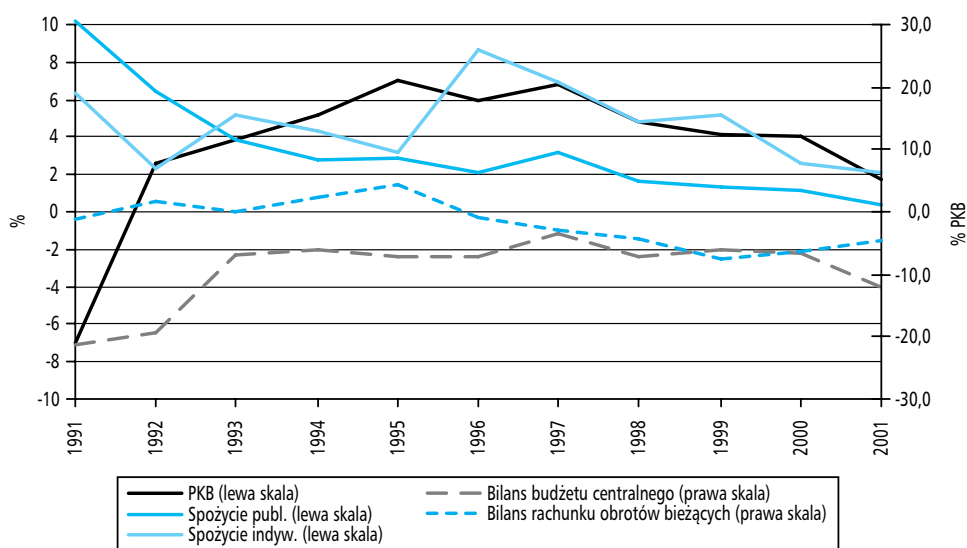
Dotychczasowy trend dezinflacji opierał się na sprzyjających warunkach na krajowym rynku żywnościowym, na schłodzeniu popytu wskutek polityki pieniężnej, aprecjacji kursu złotego wynikającej ze wzrostu potrzeb pożyczkowych sektora budżetowego oraz braku wpływu wydarzeń zewnętrznych. W 2001 r. NBP po raz pierwszy „nie dostrzeżli” celu inflacyjnego (inflacja około 4,4 proc. wobec planowanej 6–8 proc.). W latach poprzednich regułą było „przestrzelanie” celu inflacyjnego w wyniku splotu niekorzystnych czynników zewnętrznych i wewnętrznych. W założeniach polityki pieniężnej NBP na 2002 r. cel inflacyjny ustalony został w przedziale 5 proc. +/-1 pkt proc., co oznacza dopuszczenie możliwości wzrostu inflacji w 2002 r., a jednocześnie podtrzymany został cel strategiczny ograniczenia inflacji poniżej 4 proc. w 2003 r. Jednak zapewnienie finansowania deficytu budżetowego, wraz z naciskami rządu na obniżki stóp procentowych i zmianami podatkowymi, mogą w sposób istotny (i trudno przewidywalny) zmienić warunki na rynku finansowym, komplikując koordynację polityki pie-

niężnej i fiskalnej. Od początku transformacji w Polsce systematycznie było zmniejszane spożycie publiczne, jednak każdorazowy wzrost konsumpcji indywidualnej przyczyniał się do narastania deficytu na rachunku obrotów bieżących. Było to szczególnie widoczne w latach 1993–1997, kiedy dynamika wzrostu popytu krajowego przekraczała dynamikę wzrostu PKB. W efekcie pobudzenia popytu krajowego deficyt na rachunku obrotów bieżących przekroczył poziom 6 proc. PKB w latach 1999–2000, który jest uznawany (np. przez MFV) za granicę bezpieczeństwa dla kryzysu bilansu płatniczego. Tylko korzystna struktura finansowania deficytu poprzez dochody z prywatyzacji i długoterminowe inwestycje bezpośrednie, których udział oscylował na poziomie 60–70 proc. wpływów oraz zacieśnienie polityki pieniężnej i ograniczenie ekspansji kredytowej zapobiegło kryzysowi walutowemu. Sytuacja ta może jednak ulec zmianie w latach 2002–2003. Wysoki deficyt budżetowy i możliwość poluzowania polityki pieniężnej rodzi ryzyko wzrostu inflacji i deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego.

Zagrożenia

Strategia gospodarcza nowego rządu wymagałaby spełnienia jednocześnie kilku warunków. Po pierwsze tego, że nastąpią znaczne obniżki realnych stóp procentowych nie

Wykres 2: Wskaźniki makroekonomiczne, 1991–2001



Źródło: IMF Institute Database, NBP, GUS.

Uwagi: Prognozy CASE dla 2001 r.

Tabela 1: Oszczędności gospodarstw domowych i luka oszczędności krajowych, 1996–2001

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Oszczędności gospodarstw domowych (% PKB) ¹	11,5	9,1	9,5	9,5	7,7	6,9
Oszczędności pieniężne gospodarstw domowych netto (% PKB)	23,1	24,3	25,4	25,3	25,2	26,5
Stopa oszczędności (% DI) ²	16,0	12,8	13,1	13,2	10,8	9,8
Luka w oszczędnościach krajowych (% PKB)	1,1	3,6	4,2	5,6	b.d.	b.d.

Źródło: NBP dane GUS do 1999 r., szacunki CASE I. 2000–2001 (połowa roku).

Uwagi: 1. Oszczędności gospodarstw domowych są sumą oszczędności pieniężnych, innych finansowych i inwestycji gospodarstw domowych.

2. Stopa oszczędności jest ilorazem całkowitych oszczędności gospodarstw domowych i dochodu do dyspozycji (DI).

powodując, pomimo utrzymywania przez kilka lat deficytu budżetowego na poziomie 4–5 proc., powtórzenia sytuacji nadmiernego wzrostu konsumpcji z lat 1993–1997 i wzrostu inflacji. Po drugie, zakłada się, że Polska stanie się członkiem UE około 2004–2005 r., co znacząco poprawi rating kraju, obniżając koszty obsługi nowego i starego długu oraz zwiększy poziom inwestycji zagranicznych, a przynajmniej unijnych transferów. Dzięki temu, mimo stosunkowo wysokiego deficytu, braku głębokich reform i wzroście długu publicznego w latach 2002–2004, kontrola nad finansami publicznymi zostanie zachowana. Założenia te są ryzykowne z uwagi na udział czynników trudno prognozowalnych (sytuacja zewnętrzna, wydarzenia polityczne). W efekcie, jeśli taki program gospodarczy będzie realizowany przez koalicję SLD–UP–PSL, to brak w nim będzie makroekono-

micznej „rezerwy” koniecznej na wypadek niekorzystnego rozwoju sytuacji ekonomicznej, politycznej, czy błędów w kalkulacjach, które w gospodarkach przechodzących proces transformacji dość często się zdarzają.

W naszej ocenie uwarunkowania polityczne w Polsce za 3–4 lata będą wysoce niekorzystne z uwagi na wybór nowych członków RPP (luty 2004 r.) oraz zbieganie się wyborów prezydenckich i parlamentarnych w 2005 r. W 2006 r. będą się odbywały wybory do Parlamentu Europejskiego, co dla Polski, jako kraju spodziewającego się członkostwa w 2004–2005 r., również będzie miało znaczenie. W rezultacie bezpieczniejszym rozwiązaniem byłoby przeprowadzenie koniecznych reform, w tym w polityce fiskalnej, w ciągu najbliższych dwóch lat.

Gospodarka w III kwartale 2001 r.

Katarzyna Piętko

Wzrost gospodarczy

PKB i czynniki popytowe

- Kontynuacja stagnacji
- Dalszy spadek popytu inwestycyjnego

Oczekiwana od początku roku poprawa koniunktury gospodarczej niestety nie nastąpiła. W III kwartale br. zaobserwowaliśmy jedynie niewielką poprawę rocznej dynamiki wzrostu PKB z 0,9 proc. w poprzednim kwartale do 1,2 proc.

Pierwszy od co najmniej sześciu lat (kwartalne rachunki dostępne są od 1995 r.) i jednocześnie głęboki spadek inwestycji w II kwartale br. znalazł swoje potwierdzenie w danych kwartalnych. Obok istotnie malejących nakładów na budynki i budowle obserwowaliśmy również spadek inwestycji w maszyny i urządzenia, a także znacznie wolniejszy niż dotychczas wzrost wydatków na środki transportu. Oceniamy, iż w III kwartale br. inwestycje w środki trwałe będą nadal spadały, choć w wolniejszym tempie. Przemawia za tym kilka czynników: pogłębienie recesji w budownictwie; realny spadek produkcji sprzedanej sprzętu transportowego o ponad 20 proc. oraz niewielki wzrost importu świadczący o ograniczeniu zakupów sprzętu transportowego. Natomiast dodatnia dynamika produkcji sprze-

danej maszyn i urządzeń oraz aparatury elektrycznej, jak też wzrost importu tych wyrobów, pozwalają nam sądzić, iż łączny spadek inwestycji w środki trwałe był nieco mniejszy niż w II kwartale br.

Na optymizm związany z nakładami na inwestycje nie pozwalają również szacunki środków finansowych w sektorze przedsiębiorstw. Przyrost kredytu netto (po uwzględnieniu depozytów) był znacznie mniejszy niż w analogicznym kwartale ub.r. (o 70 proc.). Ponadto oceniamy, iż wraz z pogarszającą się rentownością obrotu malały środki własne przedsiębiorstw. Świadczy o tym olbrzymi ubytek w podatku dochodowym od osób prawnych (roczny nominalny spadek o 20 proc.), jak też niekorzystne relacje cenowe dla producentów – z jednej strony deflacja w przemyśle przetwórczym wpływa negatywnie na przychody, a z drugiej strony koszty rosną w szybszym tempie: ceny usług transportu, magazynowania i łączności wzrosły o ponad 6 proc., a koszty energii o 11 proc. Także możliwość finansowania inwestycji poprzez rynek akcji jest ograniczona w związku z dekoniunkturą giełdową.

Oceniamy, iż pomimo dość obfitych zbiorów w rolnictwie, przyrost zapasów w całej gospodarce był mniejszy niż rok temu, co pogłębiło spadek akumulacji – producenci w obliczu słabego popytu ograniczali produkcję na zapasy.

Wzrost konsumpcji gospodarstw domowych nie był wystarczający, aby skompensować spadek inwestycji. W rezultacie, to już trzeci z kolei kwartał, kiedy odnotowaliśmy spadek popytu krajowego. Dodatnia dynamika kon-

sumpcji gospodarstw domowych była możliwa dzięki wzrostowi realnemu dochodów do dyspozycji oraz niższej w porównaniu z ub.r. skłonności do oszczędzania.

Po stronie dochodów najbardziej wzrósł fundusz świadczeń społecznych, a zwłaszcza rent i emerytur (o blisko 14 proc. nominalnie w ujęciu rocznym) i to pomimo spadku liczby świadczeniobiorców. Jest to efekt bieżącej i zaległej (za zeszły rok) waloryzacji emerytur i rent dokonanej na przełomie II i III kwartału. Natomiast, wedle naszych szacunków, nadal utrzymywała się niska dynamika funduszu płac (spadek w ujęciu realnym). Równoległe z rosnącą dynamiką średniego wynagrodzenia w gospodarce (w sektorach przemysłu, budownictwa i usług) mamy bowiem do czynienia z dynamicznie malejącym zatrudnieniem. Szacowana przez nas dodatnia dynamika dochodów mieszanych gospodarstw domowych niwelowała niski wzrost funduszu płac.

W świetle umiarkowanej dynamiki dochodów, gospodarstwa domowe po raz pierwszy na przestrzeni roku zmniejszyły swoje oszczędności netto w sektorze bankowym (nominalnie, w stosunku do analogicznego kwartału ub.r.). Uwzględniając pozostałe oszczędności szacujemy, iż łączna stopa oszczędności była niższa od tej sprzed roku.

Wobec kontynuowanej sekwestracji wydatków budżetowych szacujemy, że wzrost konsumpcji rządowej był bliski zeru.

Brak stymulacji ze strony popytu wewnętrznego pozostawia dynamikę importu na bardzo niskim poziomie. Wraz z utrzymaniem się kilkuprocentowego wzrostu eksportu, pomimo ciągle pogarszającej się koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych oraz silnego złotego, nadwyżka eksportowa jest główną siłą napędową wzrostu PKB, rekompensującą utrzymujący się spadek popytu krajowego.

Sfera realna

• Pogłębienie kryzysu w przemyśle i budownictwie

Produkcja przemysłowa w III kwartale br. odnotowała jeszcze większy niż w II kwartale roczny spadek (o 1,2 proc. wobec 0,9 proc.). Na taką sytuację złożyły się dwa czynniki: brak ożywienia popytu krajowego oraz słabnący popyt zagraniczny. Oceniamy, iż wobec złego klimatu inwestycyjnego i konsumpcyjnego przedsiębiorstwa ograniczyły również produkcję na zapasy.

Warto zauważyć, iż spadek produkcji sprzedanej przemysłu byłby znacznie większy, gdyby nie wysoki wzrost produkcji w sekcji „zaopatrzenie w energię elektryczną, gaz i wodę”. W sekcji „górnictwo” od kilku lat odnotowywana jest ujemna dynamika produkcji. Recesja w przemyśle przetwórczym nie pogłębiła się i tempo spadku w III kwartale br. nie odbiegało wiele od tego z II kwartału br.

III kwartał br. był szóstym z rzędu kwartałem, w którym odnotowano spadek produkcji budowlano-montażowej – tym razem o 11,7 proc. w skali rocznej. U podstaw przedłużającej się recesji w budownictwie legły zmniejszające się inwestycje w budownictwo.

Podobnie jak w II kwartale br. negatywne tendencje w przemyśle i budownictwie rekompensowane były przez wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych. Wraz z niewielkim wzmocnieniem popytu konsumpcyjnego poprawiły się wskaźniki obrotu detalicznego i hurtowego. Także wskaźnik przewozów pasażerskich uległ podwyższeniu. Natomiast wolumen przewozów transportowych po raz kolejny odnotował spadek. Ponadto, z uwagi na zapaść w budownictwie oraz pogorszenie się rentowności przedsiębiorstw oceniamy, iż dynamika wzrostu wartości dodanej w obsłudze firm i nieruchomości oraz pozostałych usług pozostała na poziomie z poprzedniego kwartału. W efekcie, wzrost usług rynkowych szacujemy na 4,3 proc.

W rolnictwie, po znacznych spadkach wartości dodanej w poprzednich kwartałach br. szacujemy, iż w III kwartale br. wartość dodana znacząco się zwiększyła. Przyczynił się do tego istotny wzrost produkcji roślinnej, ale także i zwierzęcej. Szczególnie obfite były zbiory zbóż i owoców.

Relacje zewnętrzne

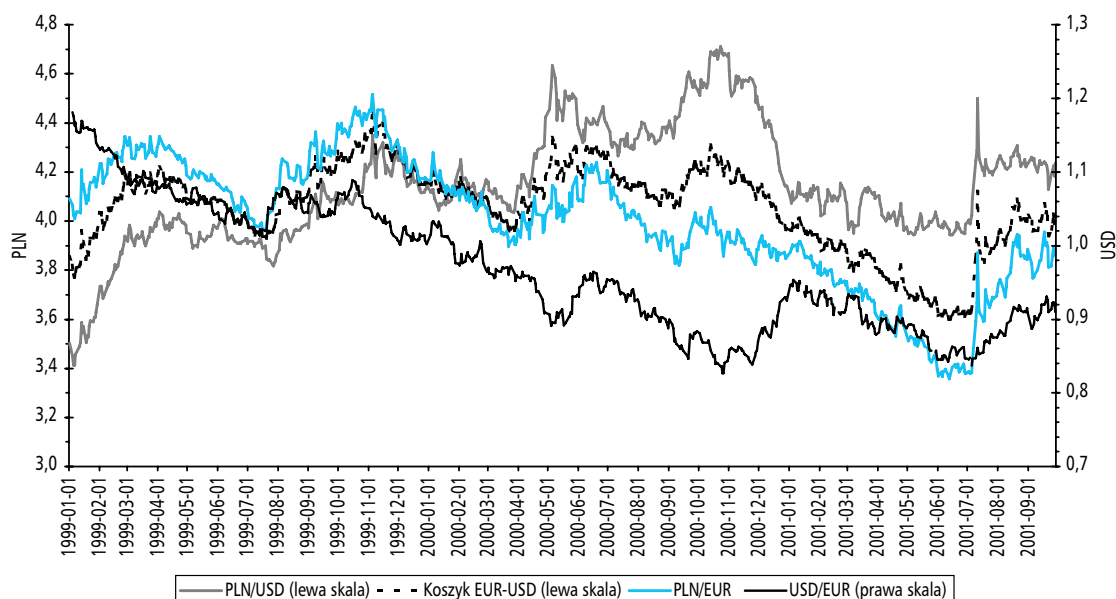
Rafał Antczak

Kurs walutowy

- Korekta kursu złotego na początku III kwartału
- Presja na nominalną aprecjację złotego – ciąg dalszy

Od końca 2000 r. do września 2001 r. kurs złotego nominalnie aprecjował o 1,6 proc. do dolara i 1,5 proc. do euro. W ciągu III kwartału złoty uległ deprecjacji o 6,3

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



Źródło: NBP

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

proc. w stosunku do dolara i 13,4 proc. do euro. Od końca czerwca do 11 lipca br. średni kurs złotego w NBP stracił do dolara prawie 13 proc. osiągając najwyższą wartość (4,5004 PLN/USD) od końca listopada 2000 r. Następnie od połowy lipca do końca września br. kurs złotego do dolara oscylował na poziomie 4,20–4,25. Znaczna deprecjacja kursu złotego w stosunku do euro w III kwartale wynikała z aprecjacji euro do dolara, którego kurs wzrósł z 0,85 euro/USD w połowie lipca br. do 0,92 euro/USD w II połowie września br.

Główną przyczyną korekty kursu złotego z lipca br. było podwojenie wysokości deficytu budżetowego z planowanego poziomu 2,5 proc. PKB do około 4,6 proc. w 2001 r. Jednak wydaje się, że rynek walutowy zareagował w sposób klasyczny na perspektywę kryzysu budżetowego w Polsce – zwiększone potrzeby pożyczkowe rządu przy wysokich stopach procentowych powodują silne ruchy kapitału portfelowego. To z kolei wpływa na wahania kursu złotego, co w przypadku aprecjacji kursu oznacza dalszy wzrost dochodowości inwestycji portfelowych w Polsce. O ile w II kwartale br. zagraniczne inwestycje portfelowe spadły o 952 mln USD, to od lipca do sierpnia br. wzrosły o 203 mln USD, żeby we wrześniu zmaleć o 267

mln USD. W efekcie po III kwartałach br. zagraniczne inwestycje portfelowe były niższe o ponad 1 mld USD niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Udział inwestorów zagranicznych na rynku pierwotnym obligacji od stycznia do maja br. wynosił średnio 15,3 proc., w czerwcu br. zmalał do 8,4 proc., w lipcu wyniósł zero, a w sierpniu wzrósł do 28,7 proc., żeby we wrześniu spaść do 5,9 proc. Silne wahania udziałów inwestorów zagranicznych na rynku papierów skarbowych wynikają również z przechodzenia w okresach niepewności na instrumenty pochodne, które zapewniają zbliżoną dochodowość do papierów skarbowych przy mniejszym ryzyku płynności.

Ruchy kapitału portfelowego mogłyby wywrzeć znacznie większy wpływ na rynek, gdyby nie generalnie pozytywna percepcja sytuacji ekonomiczno-politycznej w III kwartale br., a zwłaszcza spadek deficytu na rachunku obrotów bieżących i pomimo trudności w realizacji dochodów z prywatyzacji wzrost inwestycji bezpośrednich po III kwartałach do 1,3 mld USD wobec 902 mln USD w analogicznym okresie roku poprzedniego. Ponadto restrykcyjna polityka pieniężna wpływała uspokajająco na rynek w warunkach zaskakująco silnego pogorszenia sytuacji fiskalnej.

Handel zagraniczny

- Stabilizacja deficytu obrotów towarowych
- Słabnąca dynamika eksportu
- Silne wyhamowanie importu

Sytuacja w handlu zagranicznym w III kwartale stanowi odzwierciedlenie mocnego wyhamowania popytu krajowego. Deficyt handlowy na bazie płatności ukształtował się na prawie niezmienionym poziomie z II kwartału br. i to pomimo słabnącej dynamiki eksportu.

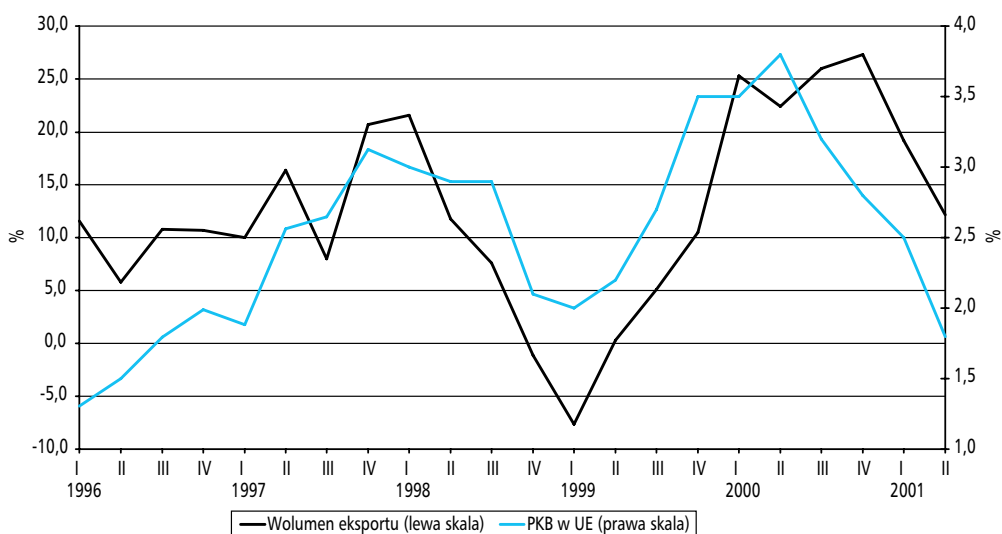
W Niemczech po raz kolejny zrewidowano prognozę wzrostu PKB na br. – tym razem oczekuje się wzrostu poniżej 1 proc. Także pozostałe duże gospodarki UE (Francja i Włochy) wykazują oznaki znacznie głębszego spowolnienia gospodarczego, niż oczekiwano w I połowie br. Pomimo to eksport Polski w ujęciu dolarowym nadal rośnie. Potwierdzają to zarówno dane kwartalne NBP jak i GUS. Należy jednak zaznaczyć, iż dynamika roczna tego wzrostu maleje. Szczególnie symptomatyczne dla tego spowolnienia są wrześniowe dane NBP – eksport nominalnie spadł w porównaniu do września 2000 r. Podobne

wnioski można wysnuć na podstawie danych o wzroście wolumenu eksportu – 12,2 proc. w II kwartale w porównaniu do 19,2 proc. w I kwartale (dane za III kwartał są jeszcze niedostępne). W dalszym ciągu na dobre wyniki eksportu wpływa niski popyt na rynku krajowym (efekt wypychania).

Po stronie importu mamy do czynienia z większymi zmianami. Dynamika importu silnie wyhamowała. W III kwartale wg wstępnych szacunków NBP import na bazie płatności w wyrażeniu dolarowym spadł o 2,5 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Taka sytuacja nie jest zaskoczeniem w związku z drastycznym spadkiem inwestycji, niską dynamiką popytu konsumpcyjnego oraz słabącym eksportem.

W II kwartale wskaźnik *terms of trade* utrzymał się powyżej 100, ale pogorszył się w porównaniu z I kwartałem br. Ceny importu spadały szybciej niż ceny eksportu. Spadki cen wyrażonych w złotych wynikały przede wszystkim ze wzmocnienia się polskiej waluty zarówno wobec dolara jak i euro. Należy jednak zauważyć, iż spadek cen eksportu w II kwartale był mniejszy niż silna nominalna aprecjacja złotego, co świadczy o tym, że ceny eksportu denominowane w walutach zagranicznych rosły.

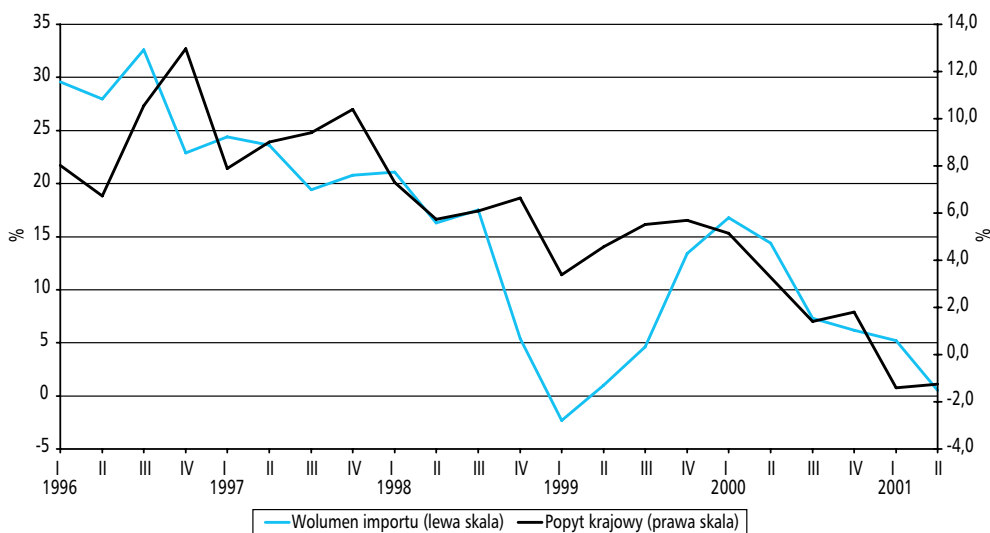
Wykres 2.2. Wolumen eksportu oraz wzrost gospodarczy w UE, 1996–2001 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz Eurostat.

Uwaga: Wolumen eksportu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

Wykres 2.3. Wolumen importu oraz popyt krajowy, 1996–2001 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Wolumen importu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

Lukasz Rawdanowicz

Bilans płatniczy

• Nadzwyczajna poprawa deficytu na rachunku obrotów bieżących

W III kwartale br. deficyt salda na rachunku bieżącym wg wstępnych szacunków NBP wyniósł 1 mld USD. Tak niska bezwzględna wartość deficytu nie była notowana od 1998 r. Także skumulowany deficyt z czterech kwartałów spadł w wartościach bezwzględnych do 4,35 proc. rocznego PKB.

Na poprawę salda na rachunku obrotów bieżących w porównaniu z II kwartałem jak i z analogicznym okresem ub.r. (o ponad 1 mld USD) złożyło się szereg czynników. Po pierwsze, deficyt obrotów towarowych utrzymał się na prawie niezmiennym poziomie z II kwartału br., a w ujęciu rocznym zmniejszył się o ponad 500 mln USD. Po drugie, odnotowaliśmy większą nadwyżkę niesklasyfikowanych obrotów bieżących – w ujęciu rocznym wzrosła o 27 proc. Złożyło się na to nie tylko wyższe saldo sprzedaży i skupu walut w kantorach – *notabene* nadwyżka obrotów kantorów stanowi jedynie niecałe 20 proc. nadwyżki niesklasyfikowanych obrotów bieżących – ale także operacje na kon-

tach walutowych. Warto zwrócić uwagę na fakt, iż niesklasyfikowane obroty bieżące – powszechnie uznawane za przybliżenie handlu przygranicznego – w przeważającej większości kwalifikowane są jako handel usługami, a nie towarami (w bilansie płatniczym na bazie transakcji w 2000 r. tylko niecałe 20 proc. niesklasyfikowanych obrotów bieżących zakwalifikowano jako handel towarami). Taka klasyfikacja jest spójna z trzecim czynnikiem poprawy salda rachunku bieżącego – a mianowicie deficytem handlu usługami. Deficyt ten (w wartościach bezwzględnych) nie był notowany na tak niskim poziomie od 1998 r. Po czwarte, wyższe były transfery i zdecydowanie niższy (w wartościach bezwzględnych) deficyt dochodów. We wrześniowych danych nie widać było spłaty odsetek od zadłużenia zagranicznego Polski. W związku z tym będziemy mieli do czynienia z sytuacją podobną do tej z zeszłego roku – płatności odsetkowe zostaną przesunięte na październik. Dzięki temu saldo obrotów bieżących było prawdopodobnie niższe o ok. 300 mln USD.

Na koniec III kwartału oficjalne aktywa rezerwowe NBP nieznacznie wzrosły w porównaniu do końca czerwca i wyniosły 28,3 mld USD. Stanowi to w dalszym ciągu bezpieczny poziom, zapewniający pokrycie płatności w wysokości 8-miesięcznego średniego importu.

Finanse Publiczne

- Nowelizacja budżetu
- Decyzja nowego rządu o sekwestracji wydatków
- Ujawnienie skali niedoboru na 2002 r.

W III kwartale br. utrzymywały się problemy z pozyskaniem dochodów budżetowych. Osłabienie złotego na początku lipca zaowocowało poprawą wpływów z podatków pośrednich, które po okresie spadku w kategoriach nominalnych w III kwartale zaczęły realnie rosnąć. Spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego znajduje odzwierciedlenie w poziomie wpływów z podatku dochodowego od osób prawnych. Dochody z CIT są najgorzej realizowaną kategorią dochodów.

Wydatki budżetowe były utrzymywane pod kontrolą, co sprawia, że poziom deficytu po dziewięciu miesiącach wyniósł 74,9 proc. planu. Dysponenci środków publicznych podejmowali decyzje o wydatkach zgodnie z obowiązującym prawem w oparciu o znowelizowaną ustawę budżetową (w nowelizacji ustawy budżetowej na 2001 r. założono ograniczenie planowanych dochodów i powiększenie deficytu budżetu o 8,6 mld zł, poziom wydatków pozostał niezmienny). Taka sytuacja wymagała sekwestracji wydatków lub kolejnej nowelizacji budżetu. Nowy rząd podjął decyzję o ograniczeniu tegorocznych wydatków budżetowych o 8,5 mld zł. Według naszych szacunków niedobór środków wyniesie ponad 12 mld zł, zatem skala ograniczeń wydaje się niewystarczająca. Obecny Minister Finansów nie wyklucza możliwości nowelizacji budżetu w końcu roku. Nowelizacja uwzględniłaby również spłatę zaległych zobowiązań skarbu wobec funduszy emerytalnych i PKO BP (książeczki mieszkaniowe) o wartości 8 mld zł, co pomniejszyłoby przyszłoroczną lukę. Prawdopodobne jest przerzucenie skutków niewykonania budżetu centralnego na innych uczestników sektora publicznego. W projekcie budżetu przyjętym przez odchodzący rząd zaproponowano właśnie takie rozwiązanie: zwiększenie deficytu ekonomicznego przy utrzymaniu wysokości deficytu budżetu centralnego. Istnieje również możliwość przeniesienia części wydatków – głównie inwestycyjnych – na kolejny rok.

Deficyt budżetowy był finansowany ze źródeł krajowych. Finansowanie zagraniczne było ujemne tzn. spłacono więcej starych zobowiązań niż zaciągnięto nowych. Wpływy

z prywatyzacji pozostały nieznaczne (6,6 mld zł do połowy października br.) wobec 18 mld zł rocznego planu. Wiadomo już, że do końca roku mogą wpłynąć środki ze sprzedaży akcji PZU (2,774 mld zł), po akceptacji umowy przez Ministerstwo Spraw Wewnętrznych i Administracji. Obecnie wydaje się, że więcej środków w tym roku nie uda się uzyskać, zatem zamiast zaplanowanych 18 mld do budżetu trafi około połowa tej kwoty. Oznacza to konieczność zwiększenia zadłużenia Skarbu Państwa o tę wielkość, co może przełożyć się na wzrost kosztów obsługi długu o ponad 1 mld zł w roku przyszłym.

W połowie sierpnia br. urzędujący Minister Finansów oszacował zakres niedoboru w budżecie centralnym w 2002 r. na 88 mld zł. 23 sierpnia powołano zespół niezależnych ekspertów do oceny szacunków Ministerstwa Finansów. 27 sierpnia zespół ekspertów potwierdził rozmiar niedoboru oraz poprawność wyliczeń, zaś następnego dnia zdymisjonowano Ministra Finansów. Luka budżetowa pozostała. Na ujawniony zakres niedoboru w porównaniu z rokiem bieżącym składał się ubytek dochodów o 11 mld zł [wskutek przyjęcia nowych ustaw podatkowych (3,5 mld), liberalizacji ceł (0,9 mld), ograniczenia zysku NBP (2,2 mld) i ograniczenia wpłat jednorazowych np. UMTS (4,6 mld)] oraz wzrost wydatków o 45 mld zł [wskutek spłaty zaległych zobowiązań (8,2 mld), indeksacji (8,9 mld), wzrostu kosztów obsługi długu (5,1 mld), realizacji zobowiązań wynikających np. z Karty Nauczyciela (4,3 mld), przyjęcia nowych ustaw (15,2 mld) i innych czynników (3,1 mld)]. Podsumowanie tych kwot ujawniło deficyt w wysokości 88 mld zł w 2002 r.

Kształt przyszłorocznego budżetu zależeć będzie od decyzji politycznych. Wydaje się pewne, że deficyt nie będzie wyższy niż 40 mld zł, a wydatki zgodnie z porozumieniem koalicyjnym nie wzrosną realnie – na podstawie oczekiwanego wykonania budżetu przyjęto, że wyniosą 183 mld zł. Na ograniczenie wydatków w roku przyszłym wpłynęły również decyzje o zawieszeniu lub zawetowaniu ustaw o wartości ponad 11 mld zł. Ograniczenie deficytu do poziomu 40 mld zł zostało przedstawione jako sukces. Oznacza to jednak wzrost deficytu budżetowego do poziomu około 5 proc. PKB, zwiększenie deficytu ekonomicznego oraz przyspieszenie tempa wzrostu długu publicznego.

Samorządy

W budżecie na 2001 r. założono deficyt samorządów w wysokości 5,6 mld zł. W połowie roku odnotowano w tym

segmente nadwyżkę równą 2,7 mld zł. Dobre wyniki nie skłoniły Ministerstwa Finansów do optymizmu. W projekcie budżetu na 2002, w części dotyczącej oczekiwanych wyników 2001 r., przyjęto deficyt samorządów w wysokości 4,8 mld zł. Poprawa wyników finansowych samorządów umożliwiła obniżenie zadłużenia tego sektora z poziomu 9,4 mld zł w końcu 2000 r. do 7,6 mld zł w połowie 2001 r. Do końca roku oczekuje się jednak wzrostu zadłużenia samorządów do 15,8 mld zł, które ujawni się wraz z udostępnieniem po raz pierwszy w 2001 r. danych o zadłużeniu podmiotów nadzorowanych lub zarządzanych przez te jednostki.

Zakład Ubezpieczeń Społecznych

ZUS utrzymuje wysoką ściągłość składek. Do końca września budżet państwa przekazał jedynie 57,2 proc. dotacji dla FUS. Znajduje to odzwierciedlenie w poziomie składek transferowanych do OFE. Do końca września przekazano 6,8 mld zł. To niewielka kwota w porównaniu z planem 14,1 mld zł (w tym 3,25 mld zł zaległości z lat poprzednich). Istnieje zatem realne zagrożenie, że zaległe płatności nie zostaną w tym roku zrealizowane, a co więcej, kwota zadłużenia w roku bieżącym może wzrosnąć. Niedobory budżetu centralnego mogą przyczynić się do powiększenia deficytu FUS z poziomu 0,3 mld zł w 2000 r. do 2,8 mld zł w 2001 r. (taką wielkość przyjęto w projekcie budżetu na 2002 r. w prognozie wyników 2001 r.).

Piotr Bujak

Rynek pracy

- Dalszy wzrost bezrobocia i najsilniejszy od 8 lat spadek zatrudnienia
- Brak koniecznych zmian prawa pracy
- Spadek realnego funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw

Niestety w III kwartale br. tendencje na rynku pracy nie polepszyły się, przeciwnie, uległy dalszemu pogorszeniu. Bezrobocie wzrosło, a zatrudnienie spadało w tempie najszybszym od I połowy 1993 r.

Zakończenie kadencji parlamentu oraz zmiana rządu skłania do podsumowania rezultatów na polu walki z

bezrobociem. Do zasług ustępującego rządu należy z pewnością zaliczyć wprowadzenie kompleksowej reformy systemu emerytalnego, choć nie uniknięto poważnych błędów w jej wprowadzaniu związanych z administrowaniem nowym systemem. Mniej skuteczne okazały się działania rządu na rzecz obniżenia kosztów pracy i uelastycznienia rynku pracy w krótszym okresie. Przeszło pół roku temu Rada Ministrów przyjęła „Harmonogram działań mających na celu wspieranie przedsiębiorczości i powstawanie nowych miejsc pracy”. W tej chwili wiemy już, że do końca swojej działalności rządowi nie udało się przeprowadzić zdecydowanej większości zaplanowanych działań. Przypomnijmy, że miały to być m.in. obniżenie obciążeń fiskalnych, szczególnie małego biznesu, oraz działania na rzecz zwiększenia elastyczności rynku pracy. Brak realizacji tych przedsięwzięć z pewnością nie ułatwi walki z rosnącym bezrobociem. Zamiast pożądanych zmian w prawie, Sejm poprzedniej kadencji uchwałił ustawy, które zmniejszają konkurencyjność polskiego rynku pracy. Ze zmian wprowadzonych w tym roku, niekorzystne dla pracodawców są np. przepisy dotyczące podstawowej normy czasu pracy, które weszły w życie w maju br. i spowodowały skrócenie tygodniowego wymiaru czasu pracy do 40 godzin oraz wprowadziły 5-dniowy tydzień pracy. Rozwiązanie to przyczyniło się do zwiększenia kosztów pracy w Polsce. W III kwartale br. Sejm przeprowadził nowelizację kodeksu pracy, której celem było dostosowanie polskiego prawa pracy do przepisów UE, a także wprowadzenie zmian dostosowujących używane w kodeksie pracy pojęcia i określenia do tych wprowadzonych przez ustawy z zakresu ubezpieczeń społecznych. Zawierała ona jednak również m.in. postanowienia o ograniczeniu handlu w niedziele i wydłużeniu urlopow. Ustawa ta została zawetowana przez prezydenta i nie należy spodziewać się, iż nowy jej projekt szybko wejdzie w życie.

Zmniejszenie bezrobocia jest priorytetem nowego rządu. Wśród zapowiadanych przedsięwzięć wymienić można, na przykład: wspieranie małych i średnich przedsiębiorstw; preferencje w systemie podatkowym; wykorzystanie dla pobudzenia gospodarki możliwości związanych z prywatyzacją; realizację dużych projektów infrastrukturalnych; pomoc państwa absolwentom w pozyskiwaniu pierwszej pracy zawodowej czy system dotacji dla tworzących trwałe miejsca pracy. Bez względu na determinację we wprowadzaniu odpowiednich rozwiązań, wszelkie działania są mocno spóźnione i stopa bezrobocia będzie nadal rosła w najbliższych miesiącach.

Wszelkie strukturalne i instytucjonalne zmiany planowane przez kolejne rządy, a mające na celu usprawnienie działania rynków, w tym rynku pracy, są absolutnie niezbędne. Nie przyniosą jednak oczekiwanych rezultatów w zakresie obniżenia kosztów pracy i przyspieszenia tempa tworzenia nowych miejsc pracy bez poprawy kombinacji polityki makroekonomicznej. Przede wszystkim niezbędne jest ograniczanie deficytu finansów publicznych i udziału wydatków w PKB oraz zmiana struktury wydatków budżetowych, w tym w szczególności struktury wydatków społecznych, która obecnie jest nieefektywna. Zmniejszenie nierównowagi budżetowej, stwarzając miejsce na redukcję nominalnych i realnych stóp procentowych, umożliwiłoby zwiększenie aktywności gospodarczej, głównie poprzez odwrócenie negatywnej obecnie tendencji w zakresie wielkości nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. W rezultacie możliwe byłoby uzyskanie efektu w postaci wzrostu zatrudnienia, co powinno być wspierane przez konieczne zmiany w zakresie prawa pracy.

Bezrobocie

Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy na koniec września wyniosła 2920,4 tys. osób, wzrastając o 71,2 tys. osób w ciągu kwartału i o 391,6 tys. osób w okresie roku. W rezultacie stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec września wyniosła 16,3 proc., czyli o 2,3 pkt. proc. więcej niż rok wcześniej. Po raz kolejny zmniejszył się udział bezrobotnych uprawnionych do zasiłków. W przeciwieństwie jednak do I połowy br., liczba posiadających to prawo w III kwartale br. wzrosła istotnie w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku, powodując zwiększone wypłaty zasiłków dla bezrobotnych. Zwiększyły się również wydatki na opłacenie składek zdrowotnych za bezrobotnych bez prawa do zasiłku oraz wypłaty z tytułu świadczeń przedemerytalnych, co powoduje pogorszenie się sytuacji finansowej Funduszu Pracy.

Informacje o rosnącym szybko bezrobociu potwierdzają również najnowsze wyniki badań ankietowych GUS. Według BAEL stopa bezrobocia w II kwartale br. wyniosła 18,4 proc. (o 0,2 pkt. proc. więcej niż w poprzednim kwartale i o 2,1 pkt. proc. więcej w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r.), a liczba bezrobotnych wzrosła do 3208 tys. osób. O sile obecnego trendu wzrostu bezrobocia świadczy fakt, że zwykle w II kwartale stopa bezrobocia wg BAEL spadała w porównaniu z I kwartałem.

Analiza struktury bezrobocia ukazuje utrzymujące się negatywne tendencje: nie zmniejszyło się regionalne zróżnicowanie bezrobocia, wzrosła stopa bezrobocia w grupie osób w wieku 15–24 lata. Jednocześnie wzrost stopy bezrobocia dotyczył osób bez względu na poziom wykształcenia. Bezrobotni już w 73,1 proc. rekrutują się z sektora prywatnego. Wydłużeniu uległ przeciętny czas poszukiwania pracy oraz znacznie wzrosła liczba osób bezrobotnych długotrwale.

Przyczyną rosnącego bezrobocia są nadal, obok rosnącej liczby osób wchodzących na rynek pracy, wyniki procesów restrukturyzacyjnych w przedsiębiorstwach. Wskazuje na to rosnący udział w ogóle bezrobotnych tych osób, które straciły pracę i natychmiast podjęły starania, aby znaleźć następną. Wskazuje na to również rosnąca od dłuższego czasu liczba zgłoszeń zwolnień grupowych obejmująca coraz większą liczbę pracowników.

Zatrudnienie

Dane GUS potwierdzają, że w dalszym ciągu pogłębia się spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. We wrześniu br. zatrudnienie było o 4 proc., a średnio w III kwartale o 3,8 proc. niższe w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Spadki te były największe od I połowy 1993 r.

Drastyczne zmniejszenie popytu na pracę jeszcze w II kwartale br. sygnalizują również wyniki BAEL. W II kwartale br. liczba pracujących zmniejszyła się w porównaniu z odpowiednim okresem ub.r. o 1,8 proc. i wyniosła 14 252 tys. osób. Zmniejszył się przy tym również przeciętny, tygodniowy czas pracy. Już drugi kwartał z rzędu obniżył się w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. odsetek osób pracujących w sektorze usługowym i przemysłowym. Ograniczenie popytu na pracę poza rolnictwem jest rezultatem zmniejszenia się aktywności gospodarczej oraz restrukturyzacji zatrudnienia w przedsiębiorstwach, w których wcześniej obowiązywały pakiety socjalne wynegocjowane w trakcie procesów prywatyzacyjnych. Poza ograniczeniami popytowymi, malejąca liczba podmiotów zwiększających zatrudnienie wynika z wysokich kosztów pracy i problemów związanych z relokacją miejsc pracy pod względem kwalifikacji i rozmieszczenia terytorialnego.

Place

Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu br. zwiększyło się nominalnie w skali roku o

6,2 proc., a w ciągu kwartału średnio o 7,0 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Siła nabywcza wynagrodzeń w III kwartale br. była średnio o 2,2 proc. większa niż przed rokiem. Zgodnie z naszymi przewidywaniami wzrosła dynamika płac w wyrażeniu realnym. Był to jednak efekt szybko spadającej inflacji. Biorąc jednak pod uwagę znaczny spadek zatrudnienia, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw w III kwartale zmniejszył się realnie o 1,9 proc. i był to czwarty z rzędu kwartał, w którym jego realna wielkość uległa zmniejszeniu w skali rocznej. Po trzech kwartałach br., mimo niższej w br. dynamiki cen, dynamika realna płac nadal kształtuje się na poziomie niższym, niż w odpowiednim okresie ub.r.

Znacznie wyższa, niż w zeszłym roku jest natomiast siła nabywcza emerytur i rent. Wynika to z podwyższenia w tym roku wskaźnika waloryzacyjnego o wskaźnik weryfikacyjny w związku z zaniżoną waloryzacją w ub.r.

Mariusz Jarmużek

Ceny

- Przyspieszenie dezinflacji w III kwartale
- Proinflacyjny impuls kursowy kompensowany przez niski popyt krajowy

W III kwartale br. miało miejsce znaczne przyspieszenie tempa dezinflacji w Polsce. Obie miary inflacji zanotowały istotne spadki rocznej dynamiki. Było to wynikiem znacznej aprecjacji złotego w I połowie br., restrykcyjnej polityki pieniężnej RPP, wyhamowania popytu krajowego oraz korzystnych trendów po stronie podażowych czynników kształtujących inflację.

Deprecjacja złotego z lipca br. była na tyle krótkotrwała, że w sytuacji słabego popytu krajowego nie spowodowała wzrostu inflacji. Producenci oraz importerzy, wobec obecnych trudności ze zbytem towarów oraz zapasami tanich importowanych towarów, nie mogli przerzucić rosnących kosztów na konsumentów proporcjonalnie do skali deprecjacji.

Polityka pieniężna prowadzona przez RPP pozostawała wciąż restrykcyjna, zmniejszając możliwości absorpcyjne polskiej gospodarki. Stosunkowo niska dynamika płac

odzwierciedlała spadek popytu na pracę jak i gasnące oczekiwania inflacyjne.

Na przyspieszenie procesu dezinflacji miały także istotny wpływ czynniki natury podażowej, które w III kwartale br. oddziaływały bardzo korzystnie. Ceny ropy na rynkach światowych, wyłączając krótki okres po zamachu terrorystycznym w Stanach Zjednoczonych, pozostawały w dolnym przedziale założonym przez OPEC. Wpłynęło to pozytywnie na krajowe ceny paliw. Znaczne ilości niesprzedanego zboża z ub.r., a także import w ramach kontyngentu bezcłowego, przyczyniły się do stabilizacji cen zbóż na tzw. przednówku, co ma miejsce dosyć rzadko. Dobre warunki pogodowe przyczyniły się do wysokich zbiorów – wg wstępnych szacunków GUS o 21,9 proc. większych niż w 2000 r. Ponadto, wrześniowe interwencje ARR ustabilizowały ceny półtuszy wieprzowych, co spowodowało, że wzrost detalicznych cen mięsa był znikomy.

W III kwartale br. wbrew wcześniejszym zapowiedziom PGNiG nie wzrosły ceny gazu. Stało się tak, ponieważ URE dwukrotnie odrzuciło propozycje podwyżek taryfy PGNiG ze względu na ich zbyt dużą skalę (sięgającą nawet kilkadziesiąt procent). W związku z tym odbiorcy indywidualni i przedsiębiorstwa są nadal rozliczani według starych taryf. Należy także podkreślić, iż do obniżenia inflacji w III kwartale br. przyczynił się spadek cen rozmów telefonicznych – we wrześniu o 7,1 proc. Jest to efekt wzrostu konkurencji na rynku usług telekomunikacyjnych.

Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu spadła do poziomu najniższego od początku transformacji, osiągając jedynie 0,6 proc. Było to wynikiem słabego popytu wewnętrznego oraz utrzymującego się od dłuższego czasu mocnego kursu złotego. Należy zwrócić uwagę, że ceny produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym w ujęciu rocznym spadły, co było przejawem poważnych problemów ze zbytem towarów.

Katarzyna Zawalińska

Ceny produktów rolnych

Według najnowszych szacunków Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej (IERiGŻ), zasoby zbóż ze źródeł krajowych w sezonie 2001–2002, na które składają się zapasy początkowe i zbiory, ukształtowały się na poziomie 29,7 mln ton – o 16,6 proc. więcej niż w

ubiegłym sezonie i o 4 proc. powyżej średniego poziomu z lat 1996–2000.

Wzrost ten nastąpił wyłącznie dzięki nadspodziewanie dobrym zbiorom podstawowych (wynoszącym w br. 25,8 mln ton) oraz rekordowym zbiorom kukurydzy (blisko 1,4 mln ton). Zatem całkowita produkcja zbóż szacowana jest na 27,2 mln ton, czyli o prawie 8 proc. więcej niż średnia w latach 1996–2000 i 22 proc. więcej niż w ubiegłym roku. Na wynik ten złożył się wzrost produkcji wszystkich gatunków zbóż w porównaniu do zeszłego roku, w tym pszenicy o 10,5 proc. i żyta o 22,9 proc. Wzrost produkcji nastąpił głównie dzięki zwiększeniu się wydajności plonów wszystkich zbóż, przy niewielkim zwiększeniu powierzchni upraw. O wzroście produkcji i plonów w 2001 r. przesądziła sprzyjająca pogoda w okresie rozwoju i dojrzewania roślin, rekompensująca krótkotrwałe ulewy mające miejsce w okresie żniw. Nadmierne opady w okresie wrzesień–październik mogą ujemnie wpłynąć na siewy ozimin, co może skutkować obniżeniem plonów w 2002 r.

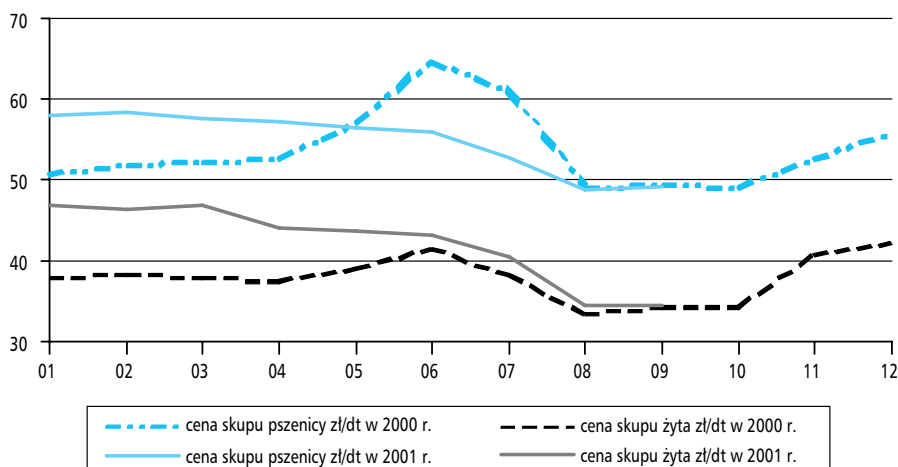
O ile w zeszłym sezonie popyt na zboża przewyższał ich podaż, to w sezonie 2001–2002 tendencja ta ulega odwróceniu, bowiem znacznemu wzrostowi podaży towarzyszy jedynie niewielki wzrost popytu. Zwiększenie zużycia zbóż krajowych szacuje się na około 5 proc., co przekłada się na wzrost w wysokości 1,4 mln ton w porównaniu do

ubiegłorocznego zużycia, które sięgało 25,3 mln ton. Do wzrostu tego przyczyni się głównie zwiększone zużycie zbóż na pasze i wzrost przerobu ziarna w gorzelniach i słodowniach (dzięki przewidywanej lepszej koniunkturze w przemyśle przetwórczym zbóż).

Dzięki dobrym zbiorom w sezonie 2001–2002 nadwyżka zbóż (podaż przewyższająca zapotrzebowanie) osiągnie 0,5 mln ton. Taka sytuacja nie miała miejsca od lat 1993–1994. Według IERiGŻ oznacza to zmniejszenie importu zbóż – w porównaniu do zeszłego sezonu – o ok. 60 proc., do poziomu 0,9 mln ton. Nadal jednak odbywał się będzie import uzupełniający, głównie wysokojakościowego ziarna pszenicy i żyta oraz jęczmienia browarnego. Ponadto, kontynuowany ma być import w ramach kwot WTO (388 tys. ton pszenicy) oraz bezcłowych kontyngentów UE (440 tys. ton pszenicy). Istnieje także obawa, że przy wysokich cenach minimalnych na zboża w Polsce bardzo atrakcyjny okaże się import tanich zbóż z krajów, które zwiększyły produkcję i eksport w tym roku, tj. z Ukrainy, Rosji czy Kazachstanu.

W obliczu szacowanego przez IERiGŻ mniejszego wzrostu popytu (5,4 proc.) niż podaży (16,6 proc.) ceny zbóż powinny spaść. Tendencje te ujawniły się na rynku już w III kwartale, kiedy ceny pszenicy w skupie spadły o prawie 7 proc. (do 49,11 zł/dt), a ceny żyta o 14 proc. (do 34,54 zł/dt). W IV kwartale należy spodziewać się

Wykres 2.4. Ceny najważniejszych artykułów rolnych, 2000–2001



Źródło: Agencja Rynku Rolnego i GUS.

podwyższenia cen jedynie ziarna pszenicy i żyta dobrej jakości, do szacowanego przez IERiGŻ poziomu 62 zł/dt i 43 zł/dt.

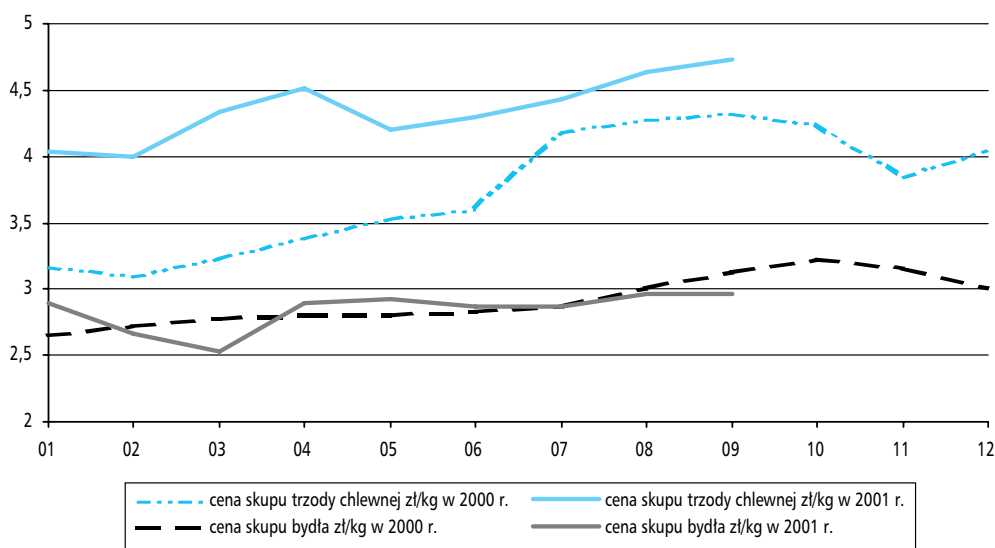
Według szacunków IERiGŻ, w 2001 r. ogólna produkcja mięsa będzie mniejsza o 2–3 proc. w porównaniu do ub.r., w tym wieprzowego o 5 proc., a wołowego o 6–8 proc. Wyższa za to będzie produkcja mięsa drobiowego, o ok. 10 proc. W związku z tym w 2001 r. zmniejszy się również produkcja przetworów mięsnych. Utrzymujące się od początku roku wyższe ceny wieprzowiny (w I półroczu średnia cena skupu była o 27 proc. większa niż przed rokiem) podyktowane były ograniczoną podażą, wynikającą z pogarszającej się opłacalności produkcji w zeszłych latach w warunkach rosnącego popytu. Jednak dobre zbiory i wynikający stąd zapoczątkowany spadek cen zbóż pozytywnie wpłyną na opłacalność hodowli. W konsekwencji przewiduje się ok. 5 proc. wzrostu pogłowia trzody w lipcu 2002 r. Ceny trzody w III kwartale zbliżyły się do poziomu zeszłorocznego. Przewiduje się, że w II połowie 2001 r. średnia cena wyniesie 4,5 zł/kg i będzie o ok. 10 proc. wyższa niż w analogicznym okresie zeszłego roku dzięki rekordowo wysokim cenom żywca w III kwartale. Eksport wieprzowiny znacząco zmalał w II półroczu z racji znacznie wyższych cen dolarowych (1,13 USD/kg wobec 0,74 USD/kg w I półroczu 2001 r.). Głów-

nym rynkiem zbytu pozostały nadal państwa WNP, w tym Rosja. Również import mięsa wieprzowego w tym półroczu spadł. Według IERiGŻ w I półroczu 2002 r. eksport mięsa i przetworów wieprzowych będzie zbliżony do poziomu z I półrocza br., a import wzrośnie w niewielkim stopniu.

W III kwartale br. utrzymywała się nadal niekorzystna sytuacja na rynku wołowiny – popyt, mimo iż nie wykryto przypadków choroby BSE w Polsce, drastycznie się zmniejszył. Towarzyszył temu również spadek podaży wołowiny, ale w mniejszym stopniu niż spadek popytu, w wyniku czego powstały na rynku nadwyżki. Ceny bydła jednak nominalnie prawie się nie zmieniły od zeszłego roku. Ponadto charakteryzowały się dużą stałością mimo zawirowań popytowych.

IERiGŻ przewiduje, że w 2002 r. produkcja mięsa będzie o 4–5 proc. wyższa niż w 2001 r., w tym wieprzowego o 5 proc., drobiowego o 7 proc. przy jednoczesnym spadku produkcji wołowiny o 6–8 proc. Przy ograniczonym popycie na wołowinę ceny w końcu br. powinny kształtować się na podobnym poziomie do roku ubiegłego. Do końca roku ceny wieprzowiny mogą pozostawać nadal na wysokim poziomie, aż do momentu, kiedy odbuduje się produkcja tego mięsa.

Wykres 2.5. Ceny najważniejszych artykułów rolnych, 2000–2001



Źródło: Agencja Rynku Rolnego i GUS.

Inflacja bazowa

W III kwartale br. po okresie stabilizacji, a nawet niewielkiego wzrostu w II kwartale br., na który zwracaliśmy uwagę w poprzednim numerze PGTOP, indeksy inflacji bazowej zanotowały gwałtowny spadek. Nie dotyczył on jednak wszystkich indeksów w równym stopniu – inflacja bazowa po wyłączeniu dóbr kontrolowanych i średnia obciąża obniżyła się w tempie inflacji rejestrowanej, podczas gdy inflacja „netto” spadła mniej o blisko 1,5 pkt. proc.

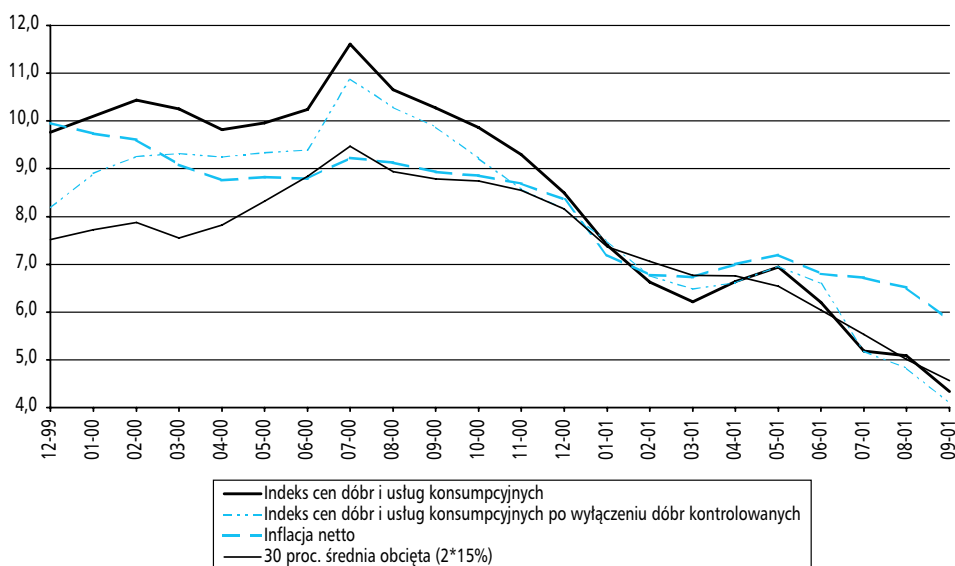
Inflacja „netto” eliminująca z koszyka konsumpcyjnego żywność i paliwa spadła w końcu września br. do poziomu 5,82 proc. Indeks ten od początku br. przewyższa indeks inflacji rejestrowanej, a różnica między nimi systematycznie się powiększa (wyniosła 1,5 pkt. proc. na koniec września). Świadczy to wyraźnie o zmianach w procesie inflacyjnym, w którym żywność i paliwa przestają odgrywać dominującą rolę, tak jak było to w ubiegłym roku. Znaczący spadek cen paliw (11,5 proc. w skali roku na koniec września br.), a także wielu podstawowych produktów żywnościowych (masła o 14 proc., mąki o 8 proc. i jaj o 7 proc.) spowodował, że łącznie ceny paliwa i żyw-

ności wywierają obecnie silną presję dezinflacyjną i w konsekwencji inflacja „netto” kształtuje się powyżej inflacji rejestrowanej.

Kolejny indeks inflacji bazowej liczony przez NBP, 15% średnia obciąża (eliminująca 15 proc. największych i 15 proc. najmniejszych zmian cen) od początku br. kształtuje się na poziomie bardzo zbliżonym do inflacji rejestrowanej. Taka sytuacja jest dowodem na to, że proces spadku inflacji, który nabrał tempa w ostatnich miesiącach, nie jest skutkiem pojawienia się krótkookresowych, odwracalnych tendencji podażowych (ich wpływ zostaje bowiem usunięty ze średniej obciąża), ale ma charakter fundamentalny i dotyczy ogółu cen. Dynamika średniej obciąża (4,56 proc. we wrześniu) potwierdza więc silne tendencje dezinflacyjne w całej gospodarce, a jej zbieżność z dynamiką inflacji rejestrowanej (4,33 proc.) sugeruje utrzymanie się tych tendencji w przyszłości.

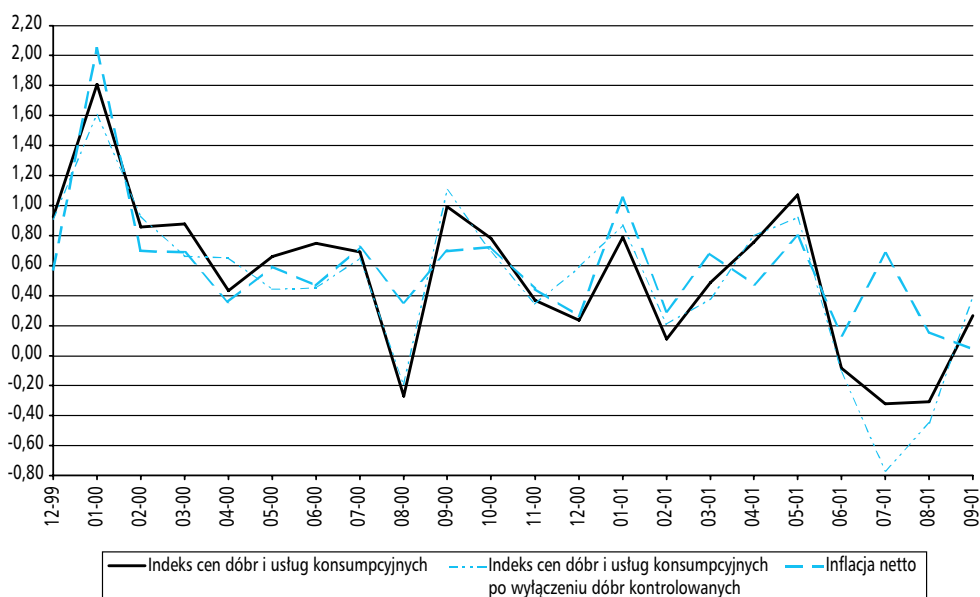
Indeks inflacji bazowej obliczony bez cen kontrolowanych osiągnął we wrześniu 2001 r. wartość 4,09 proc. i był nieznacznie niższy od inflacji rejestrowanej. Elementy koszyka konsumpcyjnego wyłączone z tego indeksu obejmują, m.in.: alkohol, wyroby tytoniowe, paliwa oraz część usług komunalnych i telekomunikacyjnych i innych usług,

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



Źródło: GUS, NBP oraz CASE.

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



Źródło: GUS, NBP oraz CASE.

których ceny podlegają administracyjnym regulacjom. Dynamika tego indeksu w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie odbiegała zasadniczo od dynamiki inflacji rejestrowanej, co świadczy o spadku proinflacyjnego znaczenia podwyżek administracyjnych, które do 1999 r. w istotnym zakresie kształtowały krótkookresową dynamikę inflacji w Polsce. Obecnie, ceny kontrolowane rosną przeciętnie w tym samym tempie, co ceny wolnorynkowe. Nie oznacza to jednak, że w sektorach pozostających pod kontrolą państwa zaprzestano koniecznych dostosowań cenowych: w skali roku gaz sieciowy podrożał o 15 proc., energia elektryczna o 14 proc., a ciepła woda o blisko 10 proc. (dane na koniec września br.). Zbieżność dynamiki indeksu po wyłączeniu cen kontrolowanych i inflacji bazowej należy przypisać raczej nominalnym spadkom cen innych produktów uznawanych za kontrolowane: paliw – o ponad 11 proc. oraz krajowych rozmów telefonicznych – o 14 proc. i opłat za zainstalowanie telefonu – o 35 proc. Wydaje się jednak, że traktowanie cen np. usług telekomunikacyjnych jako cen administracyjnie kontrolowanych jest od pewnego czasu coraz mniej uzasadnione i należałoby zrewidować całą grupę towarów i usług wyłączanych z tej miary inflacji bazowej (grupa ta pozostaje niezmieniona od 1999 r.).

Rafał Antczak

Polityka pieniężna

- Ekspansja fiskalna i luzowanie monetarne – ciąg dalszy
- Nietożsaczanie celu inflacyjnego w 2001 r.

Pomimo bardzo trudnego stanu finansów publicznych, w sierpniu br. RPP obcięła stopy procentowe NBP o 100 pkt. bazowych, uzasadniając decyzję utrzymującą się tendencją dezinflacji. W rezultacie, do końca III kwartału br. przy spadku inflacji o 420 pkt. stopy procentowe NBP zostały obniżone o 450 pkt. bazowych, co pozostawiło realne stopy procentowe na poziomie z końca 2000 r.

Podaż pieniądza bazowego do końca III kwartału br. była niższa o ponad 1 proc. niż na koniec ub.r., na co miał wpływ zarówno spadek komponentu aktywów zagranicznych netto, będący efektem nominalnej aprecjacji złotego, jak i kredytu krajowego, a w tym głównie kredytu dla sektora budżetowego. Spadek zadłużenia

Tabela 2.1. Założenia, cele i ich realizacja w polityce pieniężnej, 1997–2003

	Cel inflacyjny, % ¹		Podaż pieniądza M2, przyrost w % ²	
	Założenie	Wykonanie	Założenie	Wykonanie
1997	13,0	13,2	20,3-21,2	30,9
1998	9,5	8,6	16-20	25,1
1999	8-8,5	9,8	15,4-18,6	19,4
2000	5,4-6,8	8,5	14,7-18,2	11,8
2001	6-8	4,5 ³	13,6-15,6	14,2 ³
2002	4-6		b.d.	
2003	Poniżej 4			

Źródło: Opracowanie własne.

Uwagi: ¹ indeks cen dóbr i usług konsumpcyjnych

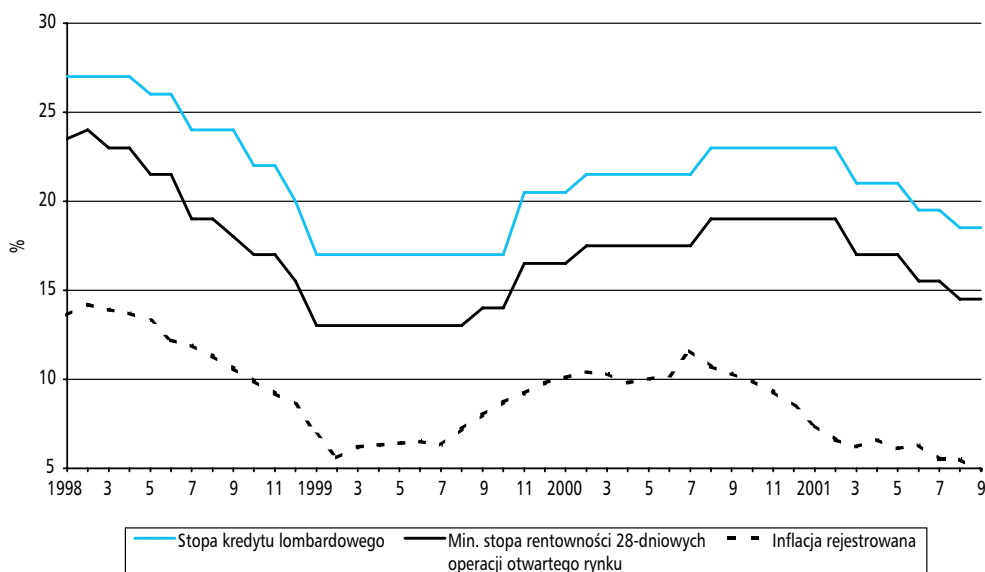
² prognoza NBP na podstawie założeń polityki pieniężnej

³ prognoza CASE

netto sektora budżetowego do końca III kwartału br. wyniósł ponad 5,7 mld zł i wynikał ze spłaty zadłużenia budżetu wobec NBP z tytułu wyemitowanych papierów skarbowych (konwersja zadłużenia w 1999 r.). Środki na spłatę tego długu skarbu państwa pozyskał od banków komercyjnych. Mnożnik pieniężny, jak i prędkość obiegu pieniądza M2 nie uległy zmianie i wynosiły na koniec III kwartału odpowiednio 6,7 i 2,7.

Redukcje stóp procentowych NBP o 450 pkt. bazowych do końca III kwartału br. nie przełożyły się w pełni na cięcia stóp kredytów przez banki komercyjne. Podczas gdy średnia stopa depozytów dla osób prywatnych zmniejszyła się o 380 pkt. bazowych (z 14,4 proc. na koniec ub. r. do 10,6 proc. do sierpnia br.), a dla przedsiębiorstw o 300 pkt. bazowych (w analogicznym okresie z 14,2 proc. do 11,2 proc.), średnia stopa procentowa

Wykres 2.8. Instrumenty polityki pieniężnej, 1998–2001



Źródło: NBP i CASE.

Tabela 2.2. 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
	III	-1,02	-25,28	-12,63	-11,74	-0,90	36,95

Źródło: Biuletyn NBP oraz obliczenia własne.

Uwaga: Udział komponentów pieniądza rezerwowego wyliczany jest ze wzoru $\Delta PR/PR_{-1} = \Delta AZN/PR_{-1} + \Delta SBNI/PR_{-1} + \Delta SFN/PR_{-1} + \Delta SPP/PR_{-1}$, 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 2.3. 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
	III	9,13	-4,69	7,56	0,83	6,73	6,25

Źródło: Biuletyn NBP oraz obliczenia własne.

Uwaga: Udział komponentów podaży szerokiego pieniądza wyliczany jest ze wzoru $\Delta M2/M2_{-1} = \Delta AZN/M2_{-1} + \Delta SBNI/M2_{-1} + \Delta SPN/M2_{-1} + \Delta SPP/M2_{-1}$, 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.

kredytów dla podmiotów gospodarczych spadła o 280 pkt. bazowych (z 21,2 proc. na koniec ub.r. do 18,3 proc. do sierpnia br.), to dla osób fizycznych tylko o 70 pkt. bazowych! W rezultacie *spread* stóp procentowych w bankach komercyjnych zwiększył się o 120 pkt. i wynosił na koniec sierpnia br. 840 pkt. bazowych. Prawdopodobnie wynika to ze wzrostu kosztów funkcjonowania banków, w tym również wzrostu liczby wierzycieli mających problemy z terminową spłatą zaciągniętych kredytów. Z uwagi na szczególną niechęć banków do udzielania kredytów osobom fizycznym można oceniać, że problem

złych długów dotyczy na razie głównie tej grupy kredytobiorców.

Od 1999 r. NBP rozpoczął realizację strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, wtedy też ustalony został średniookresowy cel strategiczny osiągnięcia inflacji poniżej 4 proc. na koniec 2003 r. Ponadto RPP ustalając roczne cele inflacyjne ma każdorazowo na uwadze realizację celu średniookresowego. Do końca ub.r. NBP przestrzeliwał cel inflacyjny – wyjątek stanowił rok 1998, kiedy po kryzysie rosyjskim nastąpił pozytywny szok podaży na rynku żywności.

Tabela 2.4. Kalendarium najważniejszych wydarzeń w polityce pieniężnej NBP, 2000–2001

Źródło	Data uchwały	Wydarzenia
Dz. Urz. NBP Nr 1/2000	23 luty	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 luty	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	Zlikwidowanie kroczącej dewaluacji złotego oraz dopuszczalnego przedziału wahań kursów walut obcych i wartości dewizowych wyrażonych w złotych
Dz. Urz. NBP Nr 13	30 sierpień	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	4 września	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,9 proc.
M.P. Nr 31	20 września	Publikacja założeń polityki pieniężnej na 2001 r., bezpośrednim celem jest inflacja rejestrowana 6-8 proc. na koniec roku
Dz. Urz. NBP Nr 3	28 luty	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,6 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 3	28 luty	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	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	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,3 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 8	28 czerwca	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.
Dz. Urz. NBP Nr 9	2 lipca	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 5,85 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 12	23 sierpnia	Stopa redyskontowa NBP 17,0 proc. Stopa kredytu lombardowego 18,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 18,5/19,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 14,5 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 13	27 sierpnia	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 5,55 proc.
M.P.	październik	Publikacja założeń polityki pieniężnej na 2002 r., bezpośrednim celem jest inflacja rejestrowana 5-7 proc. na koniec roku

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

Rok 2001 może być więc pierwszym, gdy wobec braku szoków zewnętrznych cel inflacyjny okaże się wyższy od rzeczywistej inflacji. Na uwagę zasługuje fakt, iż w latach 1997–1999 NBP nie trafiał z prognozami podaży pieniądza M2. Główną tego przyczyną był niepoohamowany przyrost komponentu kredytu dla sektora prywatnego, wzmacniany przyrostem komponentu aktywów zagranicznych netto. Trend wzrostu kredytu dla sektora prywatnego jest kontynuowany w br., a jedynie ujemna kontrybucja komponentu aktywów zagranicznych netto w wyniku nominalnej aprecjacji złotego sprawi, że podaż pieniądza M2 osiągnie zaplanowany na 2001 r. przedział. W rezultacie, czysto monetarne miary (np. równanie Fischera) wskazują, że dynamika podaży pieniądza M2 przy obecnym poziomie inflacji i wzrostu PKB jest dwukrotnie za wysoka (14,5 proc. wobec 6–7 proc.). Nadmierną ekspansję monetarną neutralizuje wzrost depozytów, jednak odwrócenie tej tendencji (np. w wyniku wprowadzenia podatku od zysków kapitałowych) może wywołać czysto monetarne przyczyny wzrostu inflacji w II połowie 2002 r.

Podaż pieniądza M2 wzrosła po III kwartałach o ponad 9 proc. (14,5 proc. rok do roku) w wyniku wzrostu kredytu krajowego, a w tym głównie kredytu dla sektora prywatnego. Kredyt dla budżetu również wzrósł zarówno w pozycji banków komercyjnych „należności od sektora budżetowego”, jak i z tytułu zakupionych papierów skarbowych (rolowanie skonwertowanych obligacji NBP). Udział komponentu aktywów zagranicznych netto był ujemny z powodu nominalnej aprecjacji złotego, choć aktywa te wzrastały w wyrażeniu walutowym. W III kwartale głównym składnikiem wzrostu kredytu krajowego był wzrost należności od osób prywatnych o około 20 proc. w stosunku rocznym i to pomimo wysokich realnych stóp procentowych. Na podobnym poziomie wzrastały zobowiązania banków wobec osób prywatnych, co świadczy o tym, iż zarówno grupa kredytodawców jak i kredytobiorców nie zmienia swojego nastawienia przy obecnym poziomie stóp procentowych. Należności od podmiotów gospodarczych rosły zdecydowanie wolniej do końca III kwartału br. niż w analogicznym okresie roku poprzedniego (wzrost o 8,7 proc. wobec 13,8 proc.). W III kwartale br. następował spadek depozytów złotych podmiotów gospodarczych, w tym głównie depozytów bieżących, na korzyść wzrostu depozytów walutowych. Osoby fizyczne również zwiększały depozyty walutowe, których udział w depozytach osób fizycznych ogółem wzrósł do prawie 18 proc. we wrześniu w porównaniu z 16,6 proc. w czerwcu br.

Piotr Bujak, Mariusz Jarmużek

Rynki finansowe

- Wzmocnienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych

Krótkoterminowe stopy procentowe

Na początku lipca br. na rynku pieniężnym nastąpił przejściowy wzrost stóp procentowych związany z zaburzeniami na rynku walutowym. Wynikało to z faktu, iż inwestorzy na rynku międzybankowym finansowali operacje krótkiej sprzedaży złotego. W połowie lipca rynek powrócił do wcześniejszych poziomów, po czym stawki rynku międzybankowego ulegały stopniowemu obniżaniu. Na rynku depozytów najbardziej obniżyły się stawki depozytów na 3 i 6 miesięcy. Zmniejszało się również oprocentowanie transakcji FRA, najbardziej kontraktów zapadających w ciągu 5 miesięcy. Wynikało to ze zwiększenia się oczekiwań uczestników rynku na redukcję podstawowych stóp procentowych po opublikowaniu złych danych dotyczących produkcji przemysłowej w czerwcu br. oraz dobrych informacji o cenach żywności w lipcu br. Najsilniejsze wystromienie się krzywej dochodowości na odcinku do 6 miesięcy oznaczało, że rynek w największym stopniu spodziewał się decyzji RPP do końca 2001 r. Ostały się z kolei oczekiwania na obniżki stóp w dłuższym horyzoncie czasu.

Do wzrostu rynkowych stóp procentowych doszło w II dekadzie sierpnia br. po ogłoszeniu przez Ministerstwo Finansów założeń do przyszłorocznego budżetu. Wzrosły stawki depozytów o wszystkich terminach zapadalności, przy czym krzywa dochodowości zmieniła swoje nachylenie najbardziej na odcinku od 1 do 9 miesięcy. Zmniejszeniu uległy więc oczekiwania na obniżkę stóp procentowych w horyzoncie powyżej 1 miesiąca. Na to samo wskazywał wzrost stawek na rynku FRA. Do ponownego obniżenia się stawek doszło tuż przed sierpniowym posiedzeniem RPP, a następnie po podjęciu przez nią decyzji o redukcji podstawowych stóp procentowych.

Po atakach terrorystycznych w Stanach Zjednoczonych doszło do pewnego wzrostu stawek na rynku depozytów międzybankowych. Później jednak uległy one obniżeniu,

podobnie jak stawki transakcji FRA i oprocentowanie swapów walutowych, co było w dużej mierze rezultatem serii redukcji stóp procentowych dokonanych przez wiele banków centralnych w krajach rozwiniętych gospodarczo. Po 20 września rynek zaczął wyceniać możliwość obniżenia stóp procentowych przez RPP jeszcze we wrześniu. Wpływ na to miało opublikowanie danych o niskim wzroście PKB w II kwartale br. Po braku decyzji o obniżce podstawowych stóp procentowych, rynkowe stopy procentowe wzrosły. Przejściowy wzrost oprocentowania pod koniec września dotyczył głównie stawek O/N i T/N. Związane to było z problemami z płynnością banków, które wynikały z dokonywanych wcześniej spekulacyjnych zakupów bonów pieniężnych w oczekiwaniu na decyzję o obniżeniu stóp procentowych.

Długoterminowe stopy procentowe

Do I dekady sierpnia następował stopniowy spadek rentowności na wszystkich segmentach obligacji, co doprowadziło do równoległego obniżenia się krzywej dochodowości. Do takiego wzrostu cen obligacji przyczyniło się, oprócz oczekiwań na kolejną obniżkę stóp procentowych NBP, zmniejszenie się ryzyka kursowego po korekcie kursu złote-

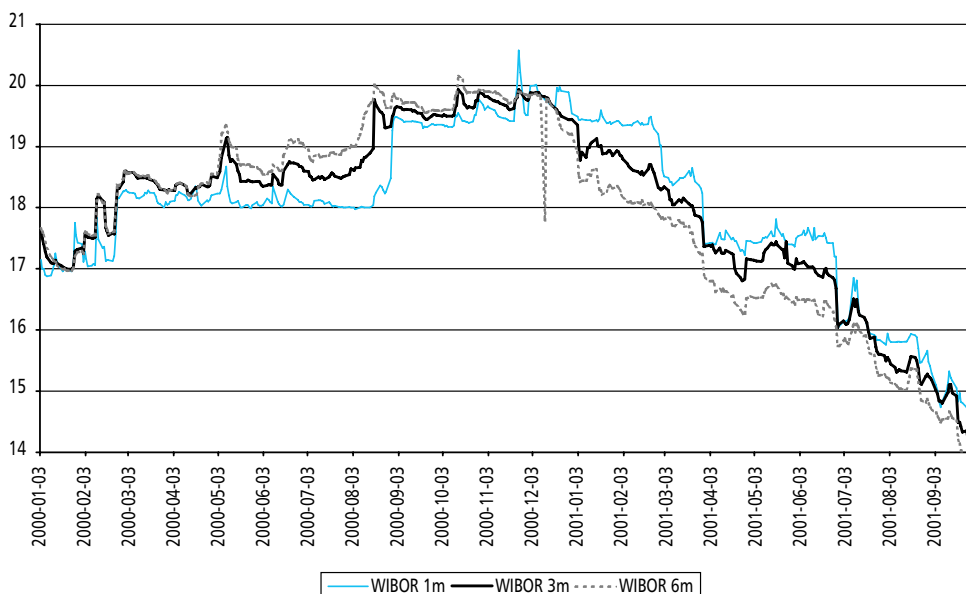
go na początku lipca. Wtedy też doszło do pewnej przece-ny obligacji, głównie 2- i 5-letnich, co później zwiększyło ich atrakcyjność. Z drugiej strony niepewność, co do skali dodatkowej emisji związanej z problemami budżetu hamowała wzrost cen papierów skarbowych.

Podobnie jak na rynku pieniężnym, w II dekadzie sierpnia nastąpił wzrost rentowności obligacji – silniejszy na długim końcu krzywej dochodowości. Wiązało się to z ogłoszeniem założeń budżetowych na następny rok. Względna stabilność krótkiego końca krzywej dochodowości wynikała z utrzymania się oczekiwań na obniżkę stóp procentowych na sierpniowym posiedzeniu RPP.

Po decyzji o redukcji stóp procentowych NBP, rentowności obligacji zaczęły spadać. W większym stopniu dotyczyło to 2- i 5-letnich papierów dłużnych, co doprowadziło do spłaszczenia krzywej dochodowości.

Dalszy wzrost cen obligacji nastąpił we wrześniu, co wiązało się z rosnącymi oczekiwaniami na dalsze redukcje stóp procentowych NBP w br. W II dekadzie września, po zamachach na WTC, wraz ze wzrostem niepewności wśród uczestników rynku obrotu na rynku obligacji zamarty, przez co rentowności nie odzwierciedlały czynników fundamentalnych.

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

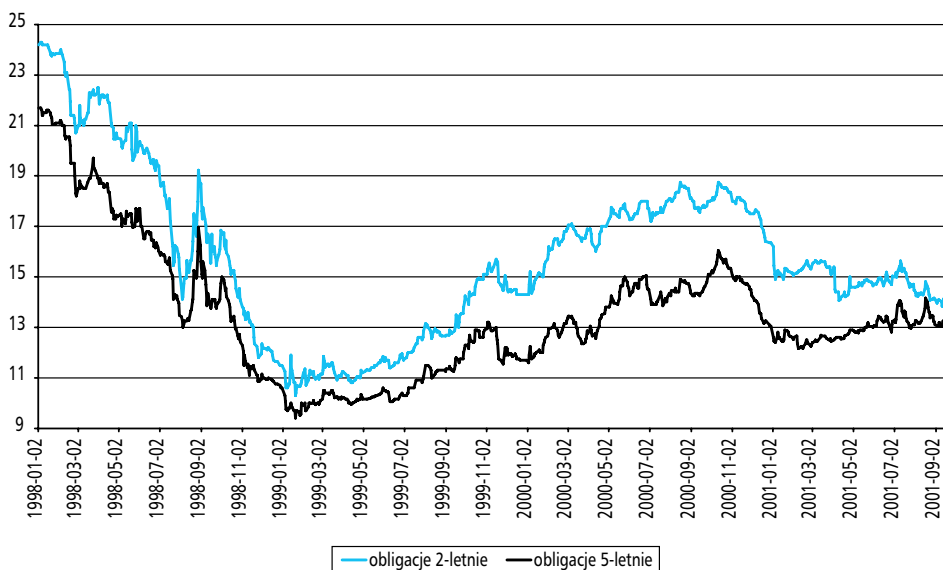


Źródło: NBP

Szczególne nasilenie oczekiwań na redukcję stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu RPP nastąpiło po 20 września, gdy znane już były dane o inflacji i niskim wzroście

PKB w II kwartale br. Po decyzji o utrzymaniu dotychczasowego poziomu stóp procentowych, oczekiwania rynku na obniżkę stóp procentowych uległy zwiększeniu.

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



Źródło: NBP.

Prognozy sytuacji gospodarczej na lata 2001–2003

Lukasz Rawdanowicz

Topniejący optymizm?

Obecnie przeważającym nastrojem wśród ekonomistów na całym świecie jest pesymizm. Recesja w Japonii, pierwsze jej oznaki w Stanach Zjednoczonych, a także sygnały mocnego spowolnienia w Unii Europejskiej (UE) nadają minorowy ton prognozom makroekonomicznym. Widoczna jeszcze na początku roku wiara w realizację scenariusza miękkiego lądowania w Stanach Zjednoczonych i jego nikłego wpływu na kondycję UE, stopniała błyskawicznie. Duże organizacje międzynarodowe takie jak MFW, OECD czy Bank Światowy, a także banki inwestycyjne stopniowo obniżały swoje prognozy wzrostu dla gospodarki światowej w ciągu br. Takie nastroje udzielają się także polskim analitykom prognozującym sytuację na rynku krajowym. Czy słusznie?

Zapewne ostatnie dane makroekonomiczne dla Polski nie napawają optymizmem – kontynuacja recesji w przemyśle oraz budownictwie, spadek inwestycji, wzrost stopy bezrobocia, ciężka sytuacja finansów publicznych. Wszystko wskazuje na to, iż do końca roku znaczna poprawa nie nastąpi – wzrost w IV kwartale będzie tylko nieco wyższy niż w poprzednich kwartałach i w całym 2001 r. wyniesie on zaledwie 1,7 proc. Jest to zdecydowanie gorszy wynik niż w latach ubiegłych. Nawet po kryzysie rosyjskim nie mieliśmy tak wolnego tempa wzrostu PKB. W tej sytuacji nasuwa się pytanie, czy jesteśmy na równi pochyłej i czy w

przyszłym roku będzie tylko gorzej. Wydaje się nam, że nie, choć i my w ostatnich kwartałach stopniowo obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB zarówno na ten, jak i na następny rok. Mimo to nie widzimy powodów, które przesądzałyby o kontynuacji stagnacji w 2002 r. lub też doprowadziłyby do dalszego obniżania się tempa wzrostu.

Popyt krajowy – nadzieja na wzrost

Czy możliwe jest, żeby w przyszłym roku w dalszym ciągu spadał popyt krajowy? W naszej opinii nie. Inwestycje, które w 2001 r. spadły po raz pierwszy od 1991 r. powinny się w przyszłym roku stopniowo odbudowywać. Warto zauważyć, iż największe spadki inwestycji w I półroczu 2001 r. miały miejsce w sektorze państwowym. Sektor ten – patrząc na politykę płacową oraz zatrudnienie – wykazywał dużo mniejszą elastyczność dostosowania do gorszych warunków zewnętrznych niż sektor prywatny. Ten ostatni od zawsze narażony na silniejszą konkurencję zarówno na rynku krajowym ze strony importu jak i na rynkach zagranicznych, restrukturyzował się szybciej. Dzięki elastycznej polityce płacowej – wg danych z I półrocza – w sektorze tym nie nastąpiły tak szybkie zwolnienia, a wskaźniki rentowności utrzymały się na poziomie z 2000 r. Dlatego też w świetle dalszych obniżek stóp procentowych i poprawiającej się koniunktury zewnętrznej w II połowie 2002 r., widzimy szanse na odbudowę inwestycji – przede wszystkim przez sektor prywatny. Jednocześnie, silniejsza wymuszona trudnymi warunkami makroekonomicznymi restrukturyzacja w sektorze państwowym będzie miała charakter oczyszczający i w przyszłym roku sektor ten będzie w lepszej kondycji.

Tabela 3.1. Główne wskaźniki makroekonomiczne Polski, 1998–2003

	Prognozy											
	1998						2003					
	2001		2002		2003		2001		2002		2003	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	III	IV
PKB	4,8	4,1	4,0	1,7	2,4	4,2	2,3	0,9	1,2	2,3	2,0	3,7
Popyt krajowy	6,4	4,8	2,8	-0,3	2,9	5,7	-1,4	-1,2	-0,4	1,4	2,0	4,6
Deficyt budżetu	-2,4	-2,0	-2,2	-4,0	-5,1	-4,1	-9,1	-2,2	-1,7	-3,5	-6,8	-2,9
Stopa bezrobocia	10,4	13,1	15,1	17,2	18,5	18,8	16,1	15,9	16,3	17,2	17,5	18,5
Saldo r-ku bieżącego	-4,3	-7,5	-6,3	-4,1	-5,0	-5,7	-5,3	-5,2	-4,3	-4,1	-4,1	-5,0
Saldo płatności towarowych	-13,7	-14,4	-13,2	-11,7	-13,2	-14,9	-3,1	-2,8	-2,8	-3,0	-3,0	-3,7
M2	220,8	263,5	294,4	333,1	363,3	396,1	301,0	321,4	321,4	333,1	337,5	363,3
Inflacja	11,8	7,3	10,1	5,6	4,6	4,5	6,7	6,6	4,9	4,2	4,8	4,8
Kurs dolara	3,5	4,0	4,3	4,1	4,3	4,5	4,1	4,0	4,2	4,2	4,3	4,4
Kurs euro		4,2	4,0	3,7	4,1	4,3	3,8	3,5	3,8	3,8	3,9	4,1
Stopa lombardowa	20,0	20,5	23,0	16,5	15,0	13,0	21,0	19,5	18,5	16,5	16,0	15,0

Źródło: GUS, NBP; prognozy – CASE.

Nie widać także przesłanek do tego, aby konsumpcja gospodarstw domowych miała w dalszym ciągu wyhamowywać. Wysoka dynamika świadczeń społecznych (w związku z indeksacją) będzie utrzymywać się do połowy przyszłego roku, a dynamika płac oraz dochodów mieszkaniowych będzie stopniowo rosnąć. Poza tym, oczekujemy dalszego spadku stopy oszczędności. Nie wydaje się nam, że wzrost fiskalizmu, który dotknie przede wszystkim bogatszą część społeczeństwa, wpłynie negatywnie na konsumpcję. Jest bardziej prawdopodobne, że gospodarstwa domowe o wyższych dochodach szybciej obniżą oszczędności niż konsumpcję; szczególnie wobec perspektywy wprowadzenia podatków od oszczędności kapitałowych.

Co z eksportem?

W ostatnich dwóch latach przy słabnącym popycie krajowym eksport był główną siłą napędową wzrostu gospodarczego. Czy ta sytuacja zmieni się w przyszłym roku? Na pewno tak, ale dynamika eksportu będzie nadal bardzo istotna dla stabilności wzrostu – szczególnie w okresie odbudowywania się popytu krajowego w I półroczu 2002 r. To, jak się będzie ona kształtowała, zależy będzie od dwóch czynników – rozwoju sytuacji w UE oraz zdolności polskich producentów do utrzymywania swojej konkurencyjności na rynkach zagranicznych.

Rozwój sytuacji w UE, a w szczególności w Niemczech, nie jawi się w różowych kolorach. Najnowsze prognozy gospodarcze dla UE wskazują, iż spowolnienie dotknie wszystkie największe gospodarki UE i tempo wzrostu dla całego regionu w 2002 r. będzie niższe niż w roku bieżącym. Z pewnością osłabi to popyt zewnętrzny, ale przy dodatnim wzroście w UE – a na razie nie ma obaw co do recesji – nasz eksport nadal będzie rość. Do pewnego stopnia wpływ gorszej koniunktury w UE może być łagodzony przez dynamicznie rosnący eksport do naszych południowych sąsiadów oraz Rosji. Wszystko wskazuje na to, że zarówno Czechy jak i Węgry w bieżącym i przyszłym roku będą się dynamicznie rozwijać pomimo spowolnienia w UE. Rosja natomiast ponownie powróciła do pierwszej dziesiątki naszych głównych rynków eksportowych, a perspektywy rozwoju tego kraju na 2002 r. są pomyślne.

Po stronie drugiego czynnika nie ma powodów do pesymizmu. Pomimo silnej aprecjacji złotego od końca 2000 r. oraz pogarszającej się koniunktury w UE eksport na bazie płatności utrzymywał się na prawie stałym poziomie przez

kolejne trzy kwartały. Fakt ten sugeruje, iż eksporterzy byli w stanie skutecznie akomodować szok kursowy poprzez redukcję kosztów. Dzięki temu, utrzymali swoją pozycję na rynkach zagranicznych. Wprawdzie sprzyjała temu korzystna relacja cen produkcji sprzedanej przemysłu w UE i Polsce – realna aprecjacja złotego do euro ważona tymi cenami nie była tak silna jak mierzona cenami konsumpcyjnymi – ale nie ma powodu by oczekiwać, iż w najbliższym czasie proporcje cen produkcji gwałtownie się zmieniły. Ponadto oczekujemy, że złoty w przyszłym roku stopniowo będzie się osłabiał poprawiając rentowność eksporterów.

Będąc świadomi zagrożeń zewnętrznych uważamy jednak, że w świetle przedstawionych powyżej argumentów bardziej prawdopodobne jest, iż dynamika eksportu – choć słabnąca – w dalszym ciągu będzie wspierała wzrost gospodarczy w 2002 r. Czy jest to teza trafna, przekonamy się chyba już nie długo, kiedy ukażą się dane za IV kwartał br. oraz I kwartał 2002 r. Okres ten będzie kluczowy dla perspektyw wzrostu polskiego eksportu.

Powiało optymizmem?

Nasza obecna prognoza wzrostu gospodarczego na najbliższy rok może wydawać się bardzo optymistyczna na tle innych przewidywań rynkowych i choć powinna być traktowana jako bardzo prawdopodobny wariant, istnieje ryzyko, że sytuacja rozwinie się mniej pomyślnie. Główne zagrożenie leży po stronie bardzo niepewnej sytuacji zewnętrznej. W szczególności zależeć będzie od długości i siły potencjalnej recesji w Stanach Zjednoczonych i jej wpływu na kondycję gospodarek UE. Jeśli wzrost gospodarczy w UE spadłby do zera i utrzymywałby się na tym poziomie przez dłużej niż dwa kwartały lub – co gorsza – byłby ujemny, nie można byłoby wykluczyć spadku eksportu. Taka sytuacja wpłynęłaby negatywnie przede wszystkim na kondycję sektora prywatnego, jako że sektor ten w dużo większym stopniu zaangażowany jest w eksport. W konsekwencji, pogorszyłyby się nastroje producentów oraz ich kondycja finansowa i tym samym aktywność inwestycyjna. Nie byłoby również miejsca na zakładany przez nas wzrost wynagrodzeń. Jeśli utrata rynków zagranicznych nie byłaby skompensowana popytem krajowym sytuacja stałaby się jeszcze bardziej dramatyczna. Należałoby się bowiem spodziewać wyhamowania dynamiki płac oraz jeszcze wyższej stopy bezrobocia. To z kolei wpłynęłoby negatywnie na zaufanie gospodarstw domowych i ich konsumpcję. Również kondycja budżetu znacznie pogorszyłaby się na skutek

mniejszych wpływów podatkowych. W takim scenariuszu wzrost gospodarczy w 2002 r. mógłby pozostać na poziomie tegorocznym lub nawet obniżyć się. Należy podkreślić, iż scenariusza takiego nie można obecnie wykluczyć, ale prawdopodobieństwo jego spełnienia jest na razie niskie.

Niezależnie jednak od ścieżki wzrostu gospodarczego w 2002 r. w nadchodzących 2–3 latach przed Polską stoją poważne wyzwania, zarówno ekonomiczne jak i polityczne oraz społeczne. Przede wszystkim, jeśli nie zostanie przeprowadzona gruntowna reforma systemu finansów publicznych z naciskiem na stronę wydatków, a bieżące łatanie dziury budżetowej ograniczać się będzie do szukania wyższych dochodów podatkowych, to nieunikniony będzie wzrost zadłużenia Skarbu Państwa. W konsekwencji wzrosną znacznie koszty obsługi zadłużenia i fiskalizm państwa, co w dłuższej perspektywie oddziaływać będzie negatywnie na wzrost gospodarczy. Należy również podkreślić, iż gospodarstwa domowe cały czas zmniejszają swoją skłonność do oszczędzania, a proponowane zmiany podatkowe tylko tę tendencję wzmacniają. Niższe oszczędności krajowe wraz ze zwiększonymi potrzebami pożyczkowymi sektora budżetowego wymuszą większy import oszczędności, co może prowadzić do narastania zewnętrznej nierównowagi. Z kolei, podwyższone ryzyko kursowe utrudni dostęp podmiotów gospodarczych do zagranicznych rynków finansowych, co, przy zmniejszonej podaży oszczędności krajowych, spowoduje wzrost inwestycji.

W świetle prognoz wzrostu stopy bezrobocia do ponad 18 proc. w najbliższych dwóch latach priorytetowym zadaniem będzie stworzenie dogodnych warunków do tworzenia nowych miejsc pracy. Tak wysoka stopa bezrobocia zrodzi poważne problemy ekonomiczne (wzrost obciążeń budżetu z tytułu zasiłków czy kosztów ubezpieczeń społecznych dla bezrobotnych) oraz społeczne. Dlatego niezbędne są kompleksowe rozwiązania prawne prowadzące do obniżenia kosztów pracy i uelastycznienia rynku pracy. Duży nacisk powinien zostać także położony na podnoszenie kwalifikacji siły roboczej oraz stworzenie dogodnego środowiska dla działalności małych i średnich przedsiębiorstw. Problem bezrobocia może się nasilić w momencie wstępowania do UE. Wysokie koszty dostosowań do wymogów unijnych mogą dodatkowo ograniczać popyt na pracę. Wzrost niezadowolenia społecznego w związku z trudną sytuacją na rynku pracy może doprowadzić do spadku społecznego poparcia dla idei integracji europejskiej. W konsekwencji, odsunięcie daty przystąpienia Polski do UE mogłoby zachwiać zaufaniem inwestorów zagra-

nicznych i skomplikować problemy z długiem oraz ograniczyć źródła finansowania inwestycji.

Integracja z UE będzie przynosić wyzwania nie tylko w obszarach dostosowań do wymogów unijnych, ale także po stronie polityki makroekonomicznej. Przy obecnym reżimie kursowym potencjalne duże napływy funduszy pomocowych, bezpośrednich inwestycji zagranicznych (inwestycje typu *green field*) czy kapitału portfelowego będą prowadziły do silnej aprecjacji złotego. W sposób oczywisty odbije się to na konkurencyjności polskich przedsiębiorstw. Poważne problemy mogą także wystąpić po stronie polityki fiskalnej. Po wstąpieniu do UE Polska będzie zobowiązana do przestrzegania Paktu o Stabilności i Wzroście, wymagającego zrównoważenia budżetu w skali pełnego cyklu koniunkturalnego. Biorąc pod uwagę, że skorzystanie z wielu projektów unijnych uzależnione jest od współfinansowania ich przez stronę polską, spełnienie tego warunku będzie wymagało racjonalizacji innych wydatków. Obecna trudna sytuacja makroekonomiczna nie może być więc uzasadnieniem dla odkładania głębszych reform strukturalnych. Będą one tym trudniejsze, im mniej czasu pozostanie na ich przeprowadzenie. Oczekiwanie na ożywienie gospodarcze, które ułatwić ma reformy, faktycznie zwiększy ich koszty.

Łukasz Rawdanowicz*

Uwarunkowania zewnętrzne

- Światowa gospodarka zagrożona recesją
- Niepewne perspektywy rozwoju gospodarki amerykańskiej
- Wyhamowanie wzrostu w strefie euro
- Recesja w Japonii i kilku innych krajach Azji Południowo-Wschodniej
- Zmniejszenie presji inflacyjnych
- Niższe ceny ropy naftowej

W końcu III kwartału br. sytuacja na światowych rynkach znacznie się pogorszyła. Dominującym nastrojem jest pesymizm i niepewność co do dalszego rozwoju wypadków. Formułowane wcześniej prognozy o osiągnięciu dna cyklu koniunkturalnego w Stanach Zjednoczonych w poło-

wie br. okazały się nietrafne. Także pogorszenie warunków w UE wydaje się być znacznie poważniejsze niż wcześniej oczekiwano. Japonia, zgodnie z przewidywaniami, pogrążona jest w recesji. Jednoczesne wyraźne spowolnienie aktywności ekonomicznej w największych gospodarkach miało także negatywny wpływ na sytuację innych krajów. Szczególnie silnie odczuwa się to w Azji i Ameryce Łacińskiej – kraje takie jak Hongkong, Singapur i Tajwan, a także Argentyna i Meksyk najprawdopodobniej zanotują w tym roku ujemny wzrost gospodarczy. Niekorzystny rozwój sytuacji w II połowie br. niesie negatywne konsekwencje dla możliwości wzrostu gospodarczego w roku przyszłym. Już obecnie większość ośrodków prognostycznych – takich jak IMF, OECD czy banki komercyjne – przewidują, że światowa koniunktura gospodarcza w przyszłym roku może być nawet gorsza.

A zatem, czy światowa gospodarka stoi na progu recesji? Nasza odpowiedź brzmi „tak”, jednak to czy pogrąży się ona w recesji, nie jest jeszcze przesądzone. W naszym bazowym wariantcie prognozy na rok bieżący, spadku PKB doświadczy tylko kilka krajów w Azji (przede wszystkim Japonia) i w Ameryce Łacińskiej. W przypadku Japonii nie ma w tej kwestii specjalnych wątpliwości – kraj już obecnie znajduje się w recesji. Po spadku PKB w II kwartale br. oczekujemy takiego samego wyniku w III kwartale. Oceny te oparte są na szeregu wskaźników makroekonomicznych (wzrost bezrobocia, kontynuacja deflacji, wzrost liczby bankructw w sektorze przedsiębiorstw, spadek eksportu) oraz na wynikach badań zaufania producentów Tankan. Oznacza to, że Japonia doświadcza czwartej recesji w okresie ostatnich 10 lat. Ożywienie najprawdopodobniej nastąpi około połowy 2002 r. Pole manewru dla polityki ekonomicznej pozostaje przy tym bardzo ograniczone, zarówno po stronie monetarnej, jak i fiskalnej. Bez przeprowadzenia zasadniczych reform strukturalnych, utrzymywanie słabego kursu jena pozostaje jedynym instrumentem dla częściowego przeciwdziałania spadkowi popytu zewnętrznego.

Nasze wcześniejsze prognozy o ożywieniu gospodarczym w Stanach Zjednoczonych w III kwartale br. okazały się zbyt optymistyczne. Przed wrześniem trudno było mówić o jednoznacznych sygnałach wskazujących na pogorszenie sytuacji. Wprawdzie przedłużał się spadek produkcji przemysłowej, oceny zysków przedsiębiorstw były korygowane w dół, trwała korekta indeksów giełdo-

* Tekst opracowany na podstawie *Global Economy 4/2001* (<http://www.case.com.pl/index.php3?page=pgtopge&lang=pl>). *Global Economy* jest kwartalną publikacją CASE w języku angielskim szerzej omawiającą stan i prognozy gospodarki światowej.

wych, lecz nastroje konsumentów i konsumpcja gospodarstw domowych pozostawały na stosunkowo wysokim poziomie. Należy jednak odnotować, że także na tym polu dawało się obserwować stopniowe pogorszenie ze względu na utrzymywanie się wysokiej inflacji, wzrost bezrobocia i negatywny wpływ bessy na giełdzie na dochody ludności. Ataki terrorystyczne z 11 września pogłębiły negatywne tendencje. Wraz z rozpoczęciem działań wojennych zdecydowanie wzrosła niepewność co do rozwoju sytuacji politycznej oraz perspektyw gospodarki. Po atakach zanotowano wyraźne pogorszenie nastrojów konsumenckich, na co nałożył się jeszcze wzrost bezrobocia. Krótkoterminowe prognozy stały się bardzo niepewne ze względu na wojnę w Afganistanie i prawdopodobieństwo powtórzenia się ataków terrorystycznych przeciw Stanom Zjednoczonym. Wstępny szacunek spadku tempa wzrostu PKB do 0,8 proc. w III kwartale br. zwiększył ryzyko wystąpienia recesji – wg formalnej definicji dwa kwartały z ujemnym wzrostem. Fakt ten świadczy, iż stan gospodarki jest bardzo poważny, a nastroje recesyjne bardziej długotrwałe. Ostatnie silne poluzowanie polityki monetarnej w połączeniu z wprowadzonymi dotychczas i planowanymi w niedalekiej przyszłości pakietami fiskalnymi, pozwalają oczekiwać, że w II połowie br. koniunktura gospodarcza zacznie się poprawiać i tempo wzrostu stopniowo będzie rosnąć.

W Europie sytuacja gospodarcza jest mniej dramatyczna, ale daleka od zadawalającej. Wewnętrzne problemy strukturalne nałożyły się na ogólnoswiatowe wyhamowanie wzrostu, redukując pozytywny wpływ popytu zewnętrznego. Słaba koniunktura zewnętrzna okazała się silniej oddziaływać na spowolnienie rozwoju niż wcześniej oczekiwano. Ten właśnie czynnik, w połączeniu z wyższą inflacją pogorszył nastroje konsumenckie, co przełożyło się na osłabienie popytu wewnętrznego. Tempo wzrostu wyraźnie osłabło – w I kwartale sięgało 2,4 proc. w ujęciu rocznym, a w II kwartale zanotowano jedynie 1,7 proc. Szerzeg wskaźników ekonomicznych dla poszczególnych członków UE może ulec dalszemu pogorszeniu w II połowie br. Co więcej, wskaźniki wyprzedzające koniunktury nie dają powodów do optymizmu w perspektywie najbliższych kilku miesięcy – szczególnie w sektorze przedsiębiorstw. We wrześniu niemiecki indeks Ifo spadł do 85 pkt., czyli do poziomu nienotowanego od 1993 r. Należy oczekiwać, że tak duży pesymizm znajdzie swoje odbicie w spadku inwestycji. Konsumpcja gospodarstw domowych pozostaje na stosunkowo niskim poziomie, pomimo tego, że wraz ze spadkiem inflacji rosną realne dochody. Na nastroje konsu-

mentów niewątpliwie negatywnie oddziałuje pogorszenie warunków na rynku pracy, a także ataki terrorystyczne w USA i wojna w Afganistanie.

Szybkie otrząśnięcie się z obecnego marazmu gospodarczego w UE wydaje się mało prawdopodobne, zważywszy wewnętrzne problemy strukturalne w strefie euro i raczej pesymistyczne perspektywy dla gospodarki światowej. W krótkim okresie nie pozostaje zbyt wiele możliwości dla aktywnej polityki ekonomicznej. Dalsze poluzowanie polityki monetarnej będzie trudne w sytuacji, gdy inflacja jest wyższa, niż zakładano. Należy jednak zauważyć, że słabszy popyt, wyhamowanie wzrostu płac i korzystne (w obecnych okolicznościach) perspektywy kształtowania się cen surowców energetycznych dają nadzieję na osłabienie presji inflacyjnej. Z kolei możliwości prowadzenia luźniejszej polityki fiskalnej są ograniczone przez kryteria z Maastricht, zgodnie z którymi finanse publiczne powinny być zbilansowane w warunkach pozytywnego wzrostu gospodarczego, a jak do tej pory żaden z krajów strefy euro nie odnotowuje spadku PKB.

Biorąc pod uwagę powyższe informacje, należy oczekiwać osłabienia dynamiki rozwoju w strefie euro w II połowie br. oraz pierwszych kwartałach przyszłego roku. Punkt zwrotny powinien zostać osiągnięty najpóźniej około połowy 2002 r., kiedy nastąpi ożywienie zarówno popytu wewnętrznego jak i zewnętrznego. Jednakże spowolnienie to może nie być na tyle silne, aby wzrost PKB w 2002 r. był wyższy niż w br. Warto jednak podkreślić, że ryzyko wystąpienia recesji w którymkolwiek z krajów strefy euro jest niskie. W porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi, strefa euro będzie się rozwijać bardziej stabilnie i w szybszym tempie zarówno w br., jak i w 2002 r.

Węgry i Czechy wydają się być zaskakująco odporne na spowolnienie gospodarki niemieckiej. Prognozy dla tych krajów pozostają optymistyczne ze względu na ożywienie popytu wewnętrznego. Także gospodarka rosyjska znajduje się w dobrej kondycji, mimo ogólnoswiatowego spowolnienia. Stabilny wzrost gospodarczy jest podtrzymywany, przy czym jego motorem jest odradzający się popyt wewnętrzny. Przekłada się to na szybko rosnący import. Pomimo tego, prognozy wzrostu na bieżący i przyszły rok pozostają optymistyczne. Nie należy jednak oczekiwać istotnego postępu w walce z inflacją do końca 2002 r.

W Ameryce Łacińskiej wydarzenia w USA nałożyły się na szereg poważnych wewnętrznych problemów. W efekcie,

Tabela 3.2. PKB w wybranych krajach, 1997–2003 (zmiana w proc.)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001p	2002p	2003p
OECD	3,1	3,4	2,7	3,2	4,2	1,0	1,3	2,9
Stany Zjednoczone	3,6	4,4	4,4	4,2	5,0	1,0	1,3	3,1
Japonia	5,0	1,6	-1,1	0,8	1,2	-0,5	-0,4	1,5
Unia Europejska	1,7	2,6	2,8	2,6	3,3	1,6	1,5	2,4
Niemcy	0,8	1,4	2,1	1,6	3,0	0,7	1,1	2,9
Francja	1,1	2,0	3,5	3,0	3,3	2,0	1,7	3,1
Włochy	1,1	1,8	1,5	1,4	2,9	1,5	1,6	2,8
Wielka Brytania	2,6	3,5	2,6	2,3	3,0	2,0	1,8	2,7
Rosja	-3,5	0,8	-4,9	5,4	8,3	4,5	4,0	3,0

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

Tabela 3.3. Inflacja w wybranych krajach, 1997–2003 (zmiana w proc.)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001p	2002p	2003p
Stany Zjednoczone	2,9	2,3	1,6	2,1	3,4	3,0	1,9	2,7
Japonia	0,1	1,8	0,7	-0,3	-0,7	-0,6	-0,4	0,6
Unia Europejska	2,1	1,8	1,8	1,2	2,5	2,5	1,3	1,4
strefa euro (HICP)	2,2	1,6	1,2	1,1	2,4	2,6	1,4	1,4
Rosja	22,0	11,0	84,4	36,5	20,8	23,0	18,0	13,0

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

Tabela 3.4. Kurs dolara względem euro i jena, 1997–2003 (zmiana w proc.)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001p	2002p	2003p
Euro	1,270	1,134	1,121	1,066	0,924	0,902	0,937	0,969
Jen	108,8	121,1	131,0	113,7	107,8	121,8	119,3	110,3

Źródło: Dane – EBC; prognozy (p) – consensus rynkowy oraz CASE.

w stosunku do lata, perspektywy rozwoju zostały wyraźnie skorygowane w dół. Wzrost całego regionu najprawdopodobniej nie przekroczy 1 proc. w br., a w 2002 r. można oczekiwać tylko niewielkiej poprawy.

Wyraźne spowolnienie światowego wzrostu oraz stabilizacja cen ropy naftowej na poziomie zbliżonym do dolnej granicy widełek OPEC, przyczyniły się do osłabienia presji inflacyjnych. Od połowy br. inflacja w krajach roz-

winiętych zmalała nieco. W Japonii kontynuowana była deflacja. Niższy poziom aktywności ekonomicznej przekłada się na zmniejszone obroty w handlu międzynarodowym. O ile wojna z terroryzmem nie spowoduje istotnych zaburzeń wśród głównych producentów surowca (islamskich krajów Zatoki Perskiej), ceny ropy naftowej powinny pozostać na stosunkowo niskim poziomie. Oczekiwania te wynikają przede wszystkim stąd, że spowolnienie światowego wzrostu przekłada się na mniejszy popyt na ropę.

Nawet, gdyby OPEC obniżył swoją produkcję, dostosowując ją do niższego popytu, nie należy spodziewać się wystąpienia tendencji zwyżkowej cen, przynajmniej do połowy przyszłego roku.

Spowolnienie wzrostu połączone z osłabieniem presji inflacyjnych skłoniło banki centralne w Europie i Ameryce do kontynuacji obniżek stóp procentowych. Liderem luzowania polityki monetarnej pozostaje amerykański Fed. Od końca 2000 r. do końca września stopy w USA obniżono w sumie o 400 pkt. bazowych do 2,5 proc., w wyniku czego od października stopy procentowe w ujęciu realnym pozostają ujemne.

Biorąc pod uwagę obecną sytuację, można się spodziewać, że punkt zwrotny dla światowej koniunktury zostanie osiągnięty w połowie 2002 r. W pierwszej połowie przyszłego roku oczekujemy stabilizacji wzrostu (na bardzo niskim poziomie) w Stanach Zjednoczonych i Europie. Wyraźniejsze ożywienie gospodarcze będzie widoczne zapewne dopiero w II połowie 2002 r., gdy skończy się spowolnienie wynikające z cyklu koniunkturalnego i odczuwalne będą efekty poluzowania polityki monetarnej i fiskalnej. W sumie jednak, wyniki całego przyszłego roku nie będą lepsze od wyników roku bieżącego.

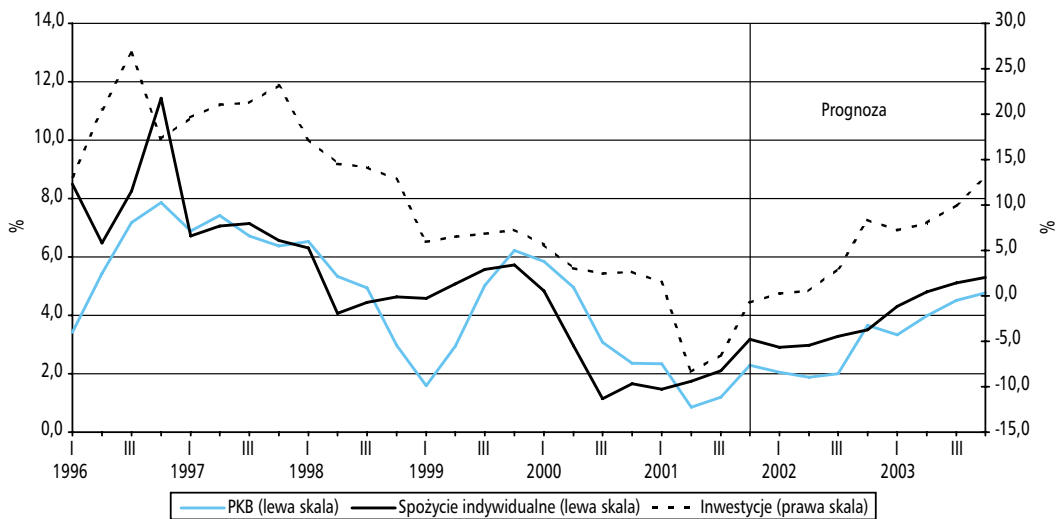
Prognozy dotyczące kształtowania się cen są raczej optymistyczne. Wynika to przede wszystkim z wolniejszego wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych. O ile nie nastąpią jakieś zawirowania na rynku ropy naftowej w IV kwartale br. i I kwartale 2002 r., inflacja w Stanach Zjednoczonych, w strefie euro oraz w Wielkiej Brytanii powinna wyraźnie się zmniejszyć. Z drugiej strony, gdy po obecnej fali obniżek stóp procentowych nastąpi ożywienie gospodarcze, presja inflacyjna wyraźnie wzrośnie w II połowie 2002 r.

Łukasz Rawdanowicz

Wzrost gospodarczy

Oficjalne szacunki PKB za II kwartał oraz niepełne informacje o gospodarce w III kwartale skłoniły nas po raz kolejny do rewizji prognozy wzrostu gospodarczego na rok bieżący i przyszły. Duży spadek inwestycji w II i – wg naszych szacunków – także w III kwartale, a co za tym idzie popytu krajowego, był dla nas zaskoczeniem. Okazało się, iż nie sam poziom stóp procentowych, ale

Wykres 3.1. Tempo wzrostu PKB, spożycia indywidualnego i inwestycji, 1996–2003 (zmiany w proc.)



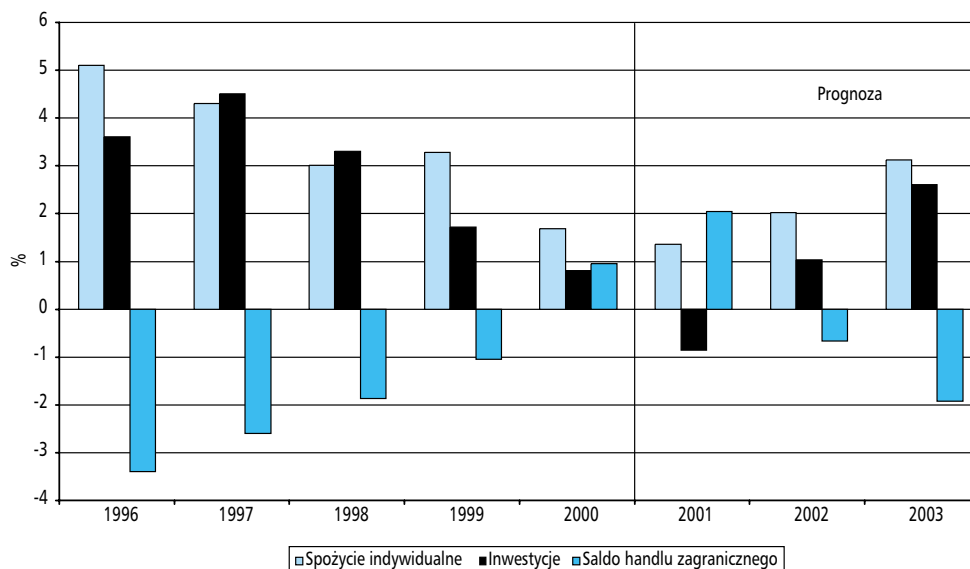
Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2001 r. prognoza CASE.

pesymizm producentów odnośnie przyszłości determinował w przeważającym stopniu decyzje inwestycyjne. Nie oczekujemy, aby taka percepcja zmieniła się znaczą-

co do połowy przyszłego roku. Dynamika nakładów na środki trwałe w najbliższych trzech kwartałach będzie bliska zeru.

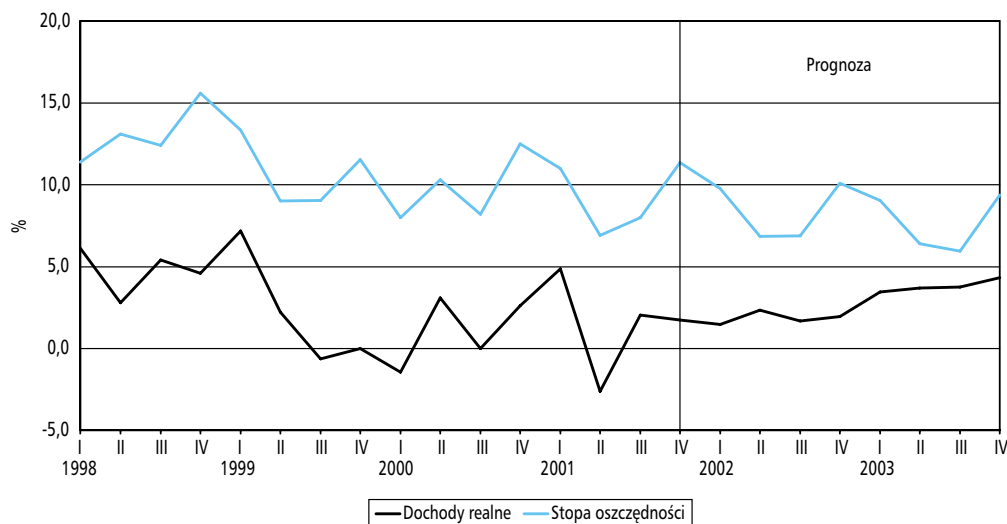
Wykres 3.2. Dekompozycja wzrostu PKB, 1996–2003 (w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od 2001 r. prognoza CASE.

Wykres 3.3. Zmiana dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz stopa oszczędności, 1998–2003 (w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2001 r. prognoza CASE.

Począwszy od III kwartału br. dynamika konsumpcji gospodarstw domowych będzie powoli odbudowywać się. Stosunkowo wolne tempo konsumpcji będzie wypadkową szeregu czynników. Za niską dynamiką dochodów gospodarstw domowych, a co za tym idzie ich konsumpcji, będzie przemawiał niski wzrost płac nominalnych w związku ze słabym popytem na pracę oraz spadkiem zaufania konsumentów w kontekście rosnącej stopy bezrobocia. Z drugiej zaś strony wysoka dynamika świadczeń społecznych, a także dochodów mieszanych (te będą wzrastać w szybszym tempie wraz z poprawą ogólnej koniunktury gospodarczej kraju) wpływać będą pozytywnie na wyższą konsumpcję. Uważamy, iż wyższy fiskalizm w 2002 r. dotknie bogatsze gospodarstwa domowe, które w pierwszej kolejności raczej ograniczą oszczędności niż konsumpcję. Opodatkowanie oszczędności będzie tendencją tę wspomagало, choć chyba w ograniczonym stopniu. Uważamy bowiem, iż dysponujący większymi środkami znajdą sposób na uchronienie swoich oszczędności od podatku. Ponadto zakładamy, iż w wyniku umiarkowanego wzrostu dochodów oraz malejących stóp procentowych, stopa oszczędności ulegnie dalszemu zmniejszeniu. W rezultacie dynamika spożycia gospodarstw domowych w 2002 r. będzie bardzo stabilna, przyspieszając nieco w II połowie roku.

Pod koniec br. oraz w 2002 r. w związku z trudną sytuacją w budżecie, prognozujemy bardzo niską dynamikę

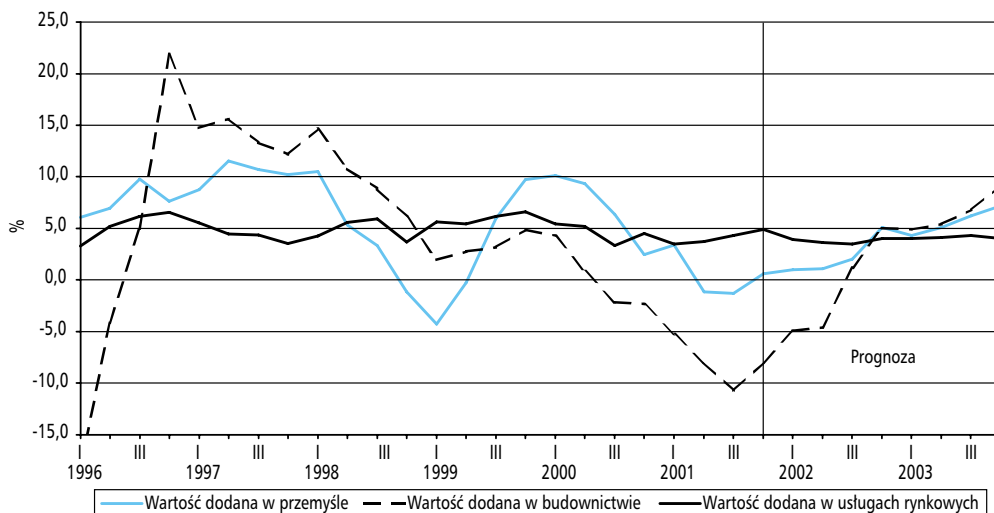
konsumpcji rządowej. Pomimo, iż deficyt budżetowy w przyszłym roku będzie większy, najszybciej będą rosły wydatki związane z obsługą długu publicznego.

Pogarszająca się koniunktura gospodarcza na świecie, jak i w UE, a także mocniejszy złoty w II połowie br., na pewno osłabią popyt zewnętrzny. W rezultacie dynamika eksportu spowolni począwszy od IV kwartału br. oraz w I połowie 2002 r. Fakt ten w połączeniu z rosnącą dynamiką importu będzie powodował, iż nadwyżka eksportu będzie w coraz mniejszym stopniu dodatnim komponentem wzrostu gospodarczego. Aczkolwiek jeszcze w całym 2001 r. wpływ ten będzie pozytywny.

W świetle powyższych faktów w całym 2001 r. prognozujemy wzrost PKB o 1,7 proc. – o 0,7 pkt. proc. mniejszy w porównaniu z naszą prognozą sprzed trzech miesięcy. W 2002 r. prognozujemy wzrost PKB o 2,4 proc.

Zgodnie z naszą prognozą, wzrost PKB w 2003 r. napędzany będzie głównie przez konsumpcję gospodarstw domowych. Silny wzrost popytu krajowego przyczyni się do wyższego popytu importowego. W rezultacie nadwyżka eksportowa w 2003 r. będzie w coraz większym stopniu ujemnie wpływała na wzrost gospodarczy. Silniejszy popyt importowy nie będzie w wystarczającym stopniu kompensowany przez wzrost eksportu, pomimo iż, w związku ze

Wykres 3.4. Tempo wzrostu wartości dodanej w podstawowych sekcjach gospodarki narodowej, 1996–2003 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2001 r. prognoza CASE.

zmienioną ścieżką cyklu koniunkturalnego w UE, dynamika eksportu będzie stopniowo rosła.

twie. Bardziej optymistyczne perspektywy kształtują się dopiero na rok 2003.

Sfera realna

Spadek aktywności ekonomicznej w sektorze realnym w ostatnich kwartałach oraz rewizje wzrostu gospodarczego w IV kwartale br. oraz latach następnych znalazły swoje odzwierciedlenie w niższych prognozowanych wzrostach produkcji sprzedanej przemysłu oraz budownictwa.

W IV kwartale w przemyśle nie nastąpi prognozowana wcześniej mocna poprawa – produkcja wzrośnie zaledwie o 0,8 proc. Brak ożywienia popytu gospodarstw domowych, inwestycji, a także słabnący popyt zewnętrzny warunkują tak niską dynamikę produkcji przemysłowej. W 2002 r. należy spodziewać się tylko niewielkiej poprawy.

Dużo bardziej pesymistycznie kształtują się perspektywy dla sektora budownictwa. Przedłużający się zastój w inwestycjach w budynki i budowlę będzie w dalszym ciągu negatywnie wpływać na wynik tego sektora. Dodatnie dynamiki wzrostu będą możliwe dopiero w II połowie przyszłego roku. W związku z tym będziemy mieli do czynienia z ponad 2-letnią recesją w budownic-

Relacje zewnętrzne

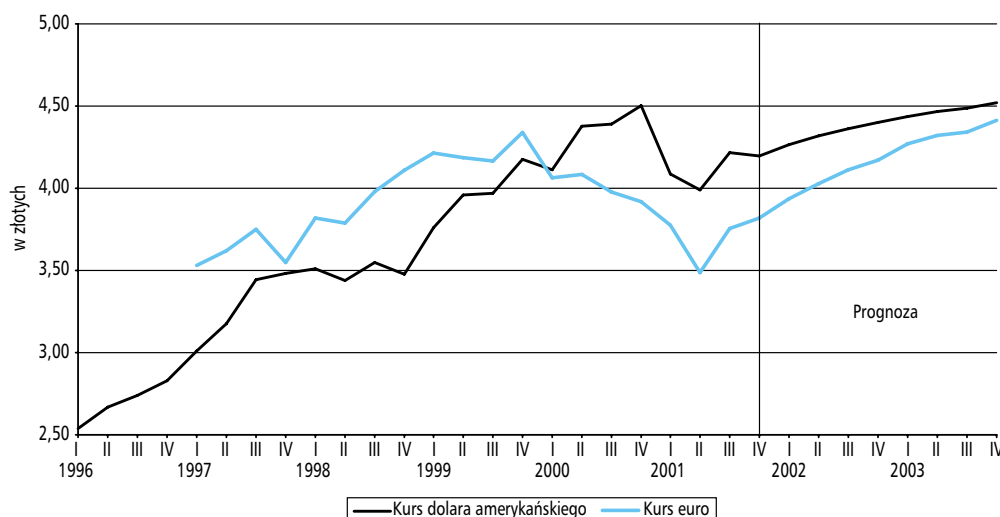
Rafał Antczak

Kurs walutowy

- Krótkookresowo – nominalna aprecjacja
- Długookresowo – raczej wzrost ryzyka kursowego

W krótkim okresie (IV kwartał br. i I kwartał 2002 r.) decydującymi czynnikami wpływającymi na poziom kursu złotego będą: spekulacja inwestorów związana z poziomem realnych stóp procentowych, potrzeby pożyczkowe rządu oraz realizacja dochodów z prywatyzacji do końca br. Spadek inflacji we wrześniu–październiku br. utrzymał realne stopy procentowe papierów skarbowych na poziomie 9–10 proc. w stosunku rocznym, a oczekiwana przez rynek obniżka stóp procentowych przez RPP do końca br. wzmaga napływ kapitału spekulacyjnego. Z drugiej strony, zwiększona będzie podaż papierów skarbowych w celu sfinansowania

Wykres 3.5. Kurs złotego do dolara i euro, 1996–2003



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2001 r. prognoza CASE.

rosnącego deficytu budżetowego. Wielkość ta zależy również od realizacji przychodów z prywatyzacji, które planowane były na poziomie 18 mld zł. Do połowy października br. przychody z prywatyzacji wyniosły 6,6 mld zł, czyli 37 proc. planu. W analogicznym okresie roku poprzedniego realizacja wynosiła ponad 130 proc. planu. Wobec zapowiedzi koalicji rządowej SLD–PSL wstrzymania prywatyzacji „wrażliwych” sektorów (nafta, banki, ubezpieczenia) nie wydaje się prawdopodobne wykonanie planu w całości, co oznaczać będzie brak 8–9 mld zł finansowania deficytu w br. W rezultacie spodziewamy się nominalnej aprecjacji złotego do końca br.

Lokata walutowa Ministerstwa Finansów z tytułu prywatyzacji wynosiła na koniec września 261 mln zł (i prawdopodobnie wzrosła do około 4 mld zł po październiku br.), co powinno wystarczyć do uregulowania płatności z tytułu zadłużenia zagranicznego do końca br.

Ze wstępnych deklaracji wynika, iż deficyt budżetowy na 2002 r. nie powinien przekroczyć 40 mld zł, z czego 10 mld zł ma zostać sfinansowane przychodami z prywatyzacji, a 30 mld zł papierami skarbowymi, z czego prawdopodobnie większa część papierami emitowanymi za granicą (euroobligacje). Utrzymywanie deficytu budżetowego na poziomie ponad 4–5 proc. PKB prowadzić

będzie do ekspansji zadłużenia i wzrostu relacji dług/PKB do poziomu około 48 proc. już w 2003 r. Przy czym, wobec struktury długu publicznego, gdzie około 40 proc. stanowi dług zagraniczny, wzrost jego udziału, przy wzroście ryzyka kursowego, prowadzić może do przybliżenia się do granicy 50–55 proc. relacji dług/PKB, kiedy to na mocy ustawy o finansach publicznych zostają wprowadzone automatyczne mechanizmy sekwestracji wydatków. Granica 60 proc. dług/PKB stanowi nieprzekraczalny poziom zapisany w Konstytucji RP i jest także jednym z kryteriów z Maastricht.

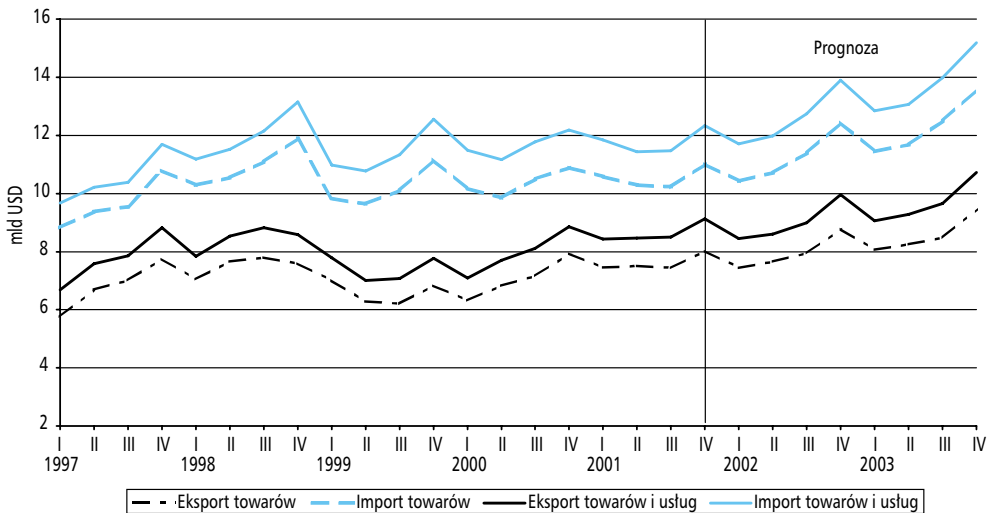
Lukasz Rawdanowicz

Handel zagraniczny

- Gorsze perspektywy dla eksportu
- Import nadal słaby

W związku ze zmianą prognozy wzrostu gospodarczego na lata 2001–2002 r. oraz założeń odnośnie rozwoju sytuacji w świecie, a w szczególności w UE, dostosowaliśmy odpowiednio nasze prognozy handlu zagranicznego. W br. zmiany te dotyczą w mniejszym stopniu eksportu. Pomimo znacznego wyhamowania tempa

Wykres 3.6. Eksport oraz import towarów i usług, 1997–2003 (w mld USD)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2001 r. prognoza CASE.

wzrostu w UE w IV kwartale br. dynamika eksportu będzie dodatnia, ale znacznie niższa niż w I połowie br. Nadal silny efekt wypychania będzie stymulował sprzedaż zagranicę. Natomiast w związku z przedłużającym się spowolnieniem gospodarczym w UE, w roku przyszłym dynamika eksportu ukształtuje się na poziomie niższym niż prognozowaliśmy kwartał temu. Wyraźniejsze przyspieszenie eksportu będzie widoczne dopiero w II połowie br., ale nie będzie na tyle wystarczające, aby zwiększyć dynamikę eksportu w porównaniu z br. W 2002 r. czynnikiem sprzyjającym wzrostowi eksportu będzie stopniowa deprecjacja złotego; w następnym zaś roku – mocniejszy popyt zewnętrzny wraz ze zdecydowaną poprawą koniunktury w UE.

W przypadku importu rewizje prognoz na II połowę br. są głębsze. Silniejsze wyhamowanie popytu krajowego, brak prognozowanego przez nas w zeszłym numerze PGTOP ożywienia koniunktury w IV kwartale znajdzie swoje odzwierciedlenie w niższym popycie importowym. W latach 2002–2003 oczekujemy przyspieszania dynamiki importu. Będzie się to wiązało przede wszystkim z ożywieniem (od II połowy 2002 r.) popytu inwestycyjnego a także konsumpcji prywatnej.

Łukasz Rawdanowicz

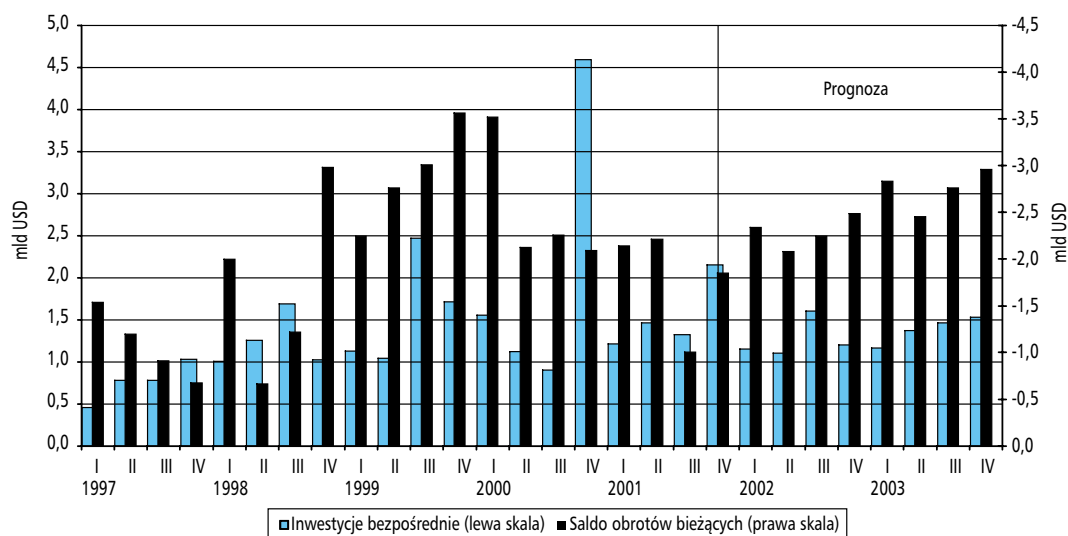
Bilans płatniczy

- Nadzwyczajna poprawa deficytu na rachunku obrotów bieżących w 2001 r.
- Stopniowe poprawianie równowagi zewnętrznej w kolejnych latach
- Spadek napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych

Ponieważ dostosowania importu do zmniejszonego popytu krajowego będą większe niż po stronie eksportu na skutek gorszej koniunktury zewnętrznej, w br. zdecydowanie poprawi się nam równowaga zewnętrzna. W całym 2001 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących w bilansie płatniczym osiągnie 4,1 proc. PKB. Jest to najlepszy wynik od 1998 r.

W kolejnych latach wraz z przyspieszaniem tempa wzrostu popytu krajowego, popyt importowy będzie silnie rósł. Niestety szybsza dynamika importu niż eksportu doprowadzić będzie do pogarszania się salda handlowego. Gorsze wyniki w bilansie handlowym negatywnie odbiją się na defi-

Wykres 3.7. Saldo na rachunku obrotów bieżących oraz saldo inwestycji bezpośrednich, 1997–2003 (mld USD)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2001 r. prognoza CASE.

cycie rachunku obrotów bieżących. W kolejnych latach będzie on rósł, osiągając w 2003 r. poziom 5,7 proc. PKB.

Po stronie rachunku finansowego, warto zwrócić uwagę na mniejsze wpływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Będzie to wynikiem wygasania procesów prywatyzacyjnych oraz gorszego klimatu politycznego (wg zapowiedzi rządu nie będzie „wyprzedawania majątku narodowego”). Ponadto gorsze perspektywy wzrostu gospodarczego w 2002 r. nie będą czynnikiem sprzyjającym napływowi inwestycji zagranicznych.

Małgorzata Markiewicz

Finanse publiczne

- **Konieczność redukcji wydatków lub nowelizacji w końcu bieżącego roku**
- **Przerzucenie skutków nierównowagi budżetu centralnego na inne podmioty sektora publicznego**

Nasze poprzednie prognozy dotyczące wyników budżetu były skonstruowane w oparciu o założenie realizacji wydatków w wysokości przyjętej w ustawie budżetowej. W rzeczywistości wydatki są utrzymywane pod kontrolą i dlatego obserwowany deficyt jest niższy od naszych poprzednich szacunków. W prognozie na IV kwartał przyjmujemy inne założenie – wydatki budżetu będą zrealizowane w wysokości określonej przez poziom uzyskanych dochodów powiększonych o zakładaną wielkość deficytu.

W załączniku 10 w naszej prognozie na 2001 r. pokazaliśmy, jaki byłby deficyt budżetu centralnego, gdyby zrealizowane zostały zakładane wydatki. Obecnie pokazujemy wynik budżetu państwa zgodny z ustawą budżetową. Dane dotyczące pozostałych elementów sektora finansów publicznych w 2001 r. pochodzą z projektu budżetu na 2002 r. Wykonanie budżetu oznacza przeniesienie nierównowagi do innych segmentów sektora publicznego. Takie działania nie zmieniają wyniku sektora finansów publicznych w 2001 r.

Bezpośrednio prognozowaną wielkością są dochody. Wyniki za dziewięć miesięcy br. skłaniają nas do korekty prognozy dochodów z powodu większego niż przewidzieliśmy załamania wpływów z podatku CIT i dochodów niepodatkowych (oficjalne dane nie pozwalają na analizę przy-

czyn spadku dochodów niepodatkowych). Korekta założeń makroekonomicznych, w tym głównie wielkości popytu krajowego, również przyczyniła się do zmiany prognozy budżetu. W 2001 r. według naszych szacunków dochody budżetowe będą niższe od zakładanych w budżecie znolizowanym w lipcu o ponad 12 mld zł.

23 października rząd podjął decyzję o ograniczeniu wydatków o 8,5 mld zł. Pozostała część niedoboru w wysokości 3,8 mld zł może być częściowo pokryta niewykorzystanymi rezerwami celowymi i oszczędnościami w obsłudze długu. Prawdopodobne jest przeprowadzenie kolejnej nowelizacji w końcu roku. W tej sytuacji możliwe są następujące warianty rozwoju wydarzeń:

- druga nowelizacja przeprowadzona w końcu roku powiększająca kwotę deficytu o brakujące 3,8 mld zł. Deficyt budżetu centralnego wyniósłby około 4,5 proc. PKB. Rozwiązanie to jest mało prawdopodobne z uwagi na ograniczone możliwości zwiększenia zadłużenia w tak krótkim okresie. Potrzeby pożyczkowe budżetu i tak wzrosną z uwagi na niewykonanie planu dochodów prywatyzacyjnych. Powiększy się deficyt ekonomiczny.
- brak nowelizacji lub też przeprowadzenie nowelizacji dotyczącej wyłącznie spłaty zadłużenia. W tej sytuacji należy oczekiwać, że deficyt będzie utrzymany na poziomie 29,1 mld zł (zgodnie z pierwszą nowelizacją), ograniczone będą wydatki na kwotę 8,5 mld zł, a pozostała część niedoboru zostanie przerzucona na inne segmenty sektora publicznego, powiększy zadłużenie podmiotów sektora budżetowego lub też zostanie przeniesiona na kolejny rok. Deficyt ekonomiczny i w tym przypadku również ulegnie powiększeniu.

Jeszcze trudniejszym zadaniem jest prognozowanie deficytu w 2002 r. Zgodnie z naszą prognozą dochody wyniosą ponad 142 mld zł. Uwzględniamy tutaj tylko czynniki makroekonomiczne, przy założeniu, że realny wzrost PKB wynosi 1,7 proc. w 2001 r. i 2,4 proc. w 2002 r.

Jeśli w ustawie budżetowej wydatki zostaną zaplanowane w wysokości 183 mld zł (realny wzrost) to oznacza, że deficyt w wysokości 40 mld zł jest możliwy do zrealizowania. Jeśli jednak nie nastąpi ożywienie i wzrost gospodarczy będzie niższy niż zakładamy, to nie uda się wykonać budżetu. Prognoza na 2003 r. jest wykonana przy założeniu utrzymania realnej wysokości wydatków budżetu, a dynamika dochodów wynika z odbudowy wzrostu gospodarczego.

Piotr Bujak

Rynek pracy

- W IV kwartale br. bezrobocie osiągnie najwyższy poziom w historii polskiej transformacji
- W 2002 r. stopa bezrobocia nadal będzie rosnąć

Bezrobocie

W IV kwartale br. i w całym przyszłym roku oczekujemy utrzymania się silnego trendu wzrostu bezrobocia. Wynikają to będzie z dalszego dostosowania zatrudnienia w przedsiębiorstwach do ograniczonej dynamiki popytu na towary i usługi oraz słabej kondycji finansowej podmiotów gospodarczych. Dane GUS wskazują obecnie, że coraz więcej przedsiębiorstw zapowiada zwolnienia grupowe. Restrukturyzacja zatrudnienia kontynuowana będzie w górnictwie i hutnictwie. Zwolnienia nastąpią m.in. w PKP i LOT, a także po raz kolejny w przechodzącej poważne trudności branży motoryzacyjnej. Dopiero w IV kwartale przyszłego roku, wraz ze znacznym ożywieniem aktywności gospodarczej spodziewamy się wzrostu zatrudnienia. Osłabi to bardzo silnie rosnący trend bezrobocia. Z drugiej strony, w przy-

szłym roku i latach kolejnych coraz bardziej wyraźna stać się będzie presja demograficzna.

W latach 2002–2003 spodziewamy się stopniowego ograniczenia przyrostu liczby bezrobotnych, jednak ze względu na tylko umiarkowane, spodziewane tempo wzrostu gospodarczego, stopa bezrobocia w dalszym ciągu będzie stopniowo rosła. Wzrost zatrudnienia w przypadku znaczącego ożywienia gospodarczego hamować będą wysokie koszty pracy, których obniżenie utrudniać będzie w najbliższych latach trudna sytuacja finansów publicznych.

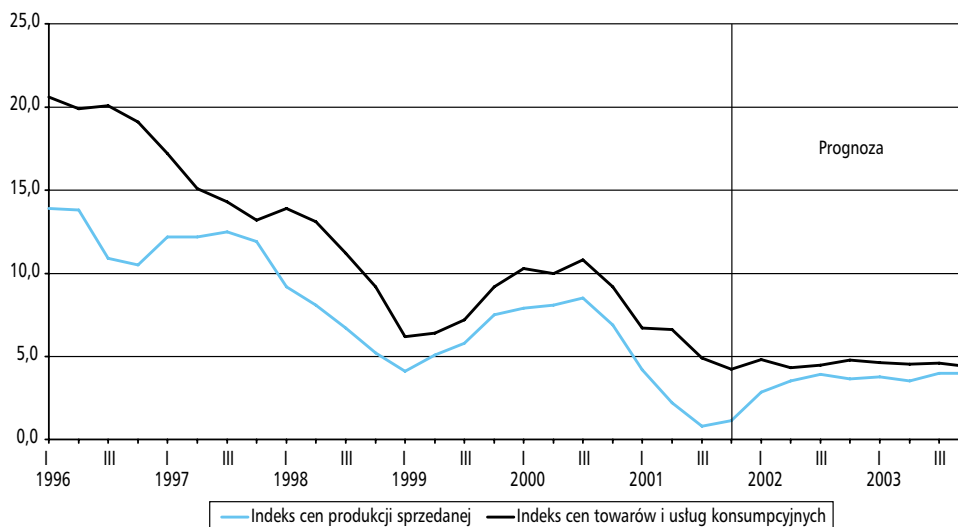
Mariusz Jarmużek

Ceny

- Krótkotrwały wzrost inflacji na początku 2002 r.
- Przyspieszenie dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu

W związku z efektem niskiej bazy statystycznej, powolnym odbudowywaniem się popytu krajowego, a także stopniową deprecjacją złotego, prognozujemy wzrost inflacji w ujęciu rocznym począwszy od listopada

Wykres 3.8. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu, 1996–2003



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2001 r. prognoza CASE.



br. do marca przyszłego roku. Sprzyjać temu będą także czynniki natury podażowej.

W naszej ocenie, nie należy oczekiwać proporcjonalnego przełożenia się osłabienia kursu złotego z lipca i sierpnia br. na inflację w IV kwartale br. Popyt krajowy pozostaje wciąż słaby, uniemożliwiając importerom podnoszenie cen adekwatnie do skali deprecjacji. Ponadto, złoty na początku października umocnił się, co przy kilkumiesięcznym horyzoncie zawierania umów handlowych sugeruje raczej stabilizację cen transakcyjnych importu.

Oczekujemy, że polityka monetarna w latach 2002–2004 zostanie rozluźniona tylko w niewielkim stopniu, co wpłynie na umiarkowany wzrost agregatów pieniężnych i w konsekwencji na utrzymanie się presji deflacyjnych w gospodarce.

Na lata 2002–2003 zakładamy w naszym scenariuszu bazowym rozłożoną w czasie deprecjację waluty krajowej w relacji do koszyka złożonego z dolara i euro, co przy prognozowanym stopniowym odbudowywaniu się popytu krajowego powinno wpłynąć na zwiększenie cen transakcyjnych importu i w konsekwencji cen towarów konsumpcyjnych i przemysłowych.

Wobec dobrych zbiorów w br. nie należy oczekiwać presji inflacyjnej ze strony cen towarów żywnościowych w 2002 r. Niskie ceny zbóż spowodowały wzrost zainteresowania zwiększeniem stad trzody chlewnej i bydła. Powinno to częściowo zneutralizować efekt niskiego obecnie stanu pogłowia, szczególnie trzody chlewnej. Duże zbiory pozwalają oczekiwać, że ceny przetworów zbożowych pozostaną stabilne w nadchodzącym roku, a zwiększone pogłowie bydła i trzody chlewnej powinno zagwarantować brak istotnych podwyżek cen mięsa. Prawdopodobny jest jednak wzrost cen warzyw gruntowych w nadchodzącym roku, gdyż szacuje się, że tego- roczne zbiory będą niższe o około 5 proc. od ubiegłorocznych. Na lata 2002–2003 przyjmujemy przemiennej cykl plonów.

W dalszym ciągu niejasna pozostaje sytuacja odnośnie cen administrowanych i quasi-administrowanych. Nie wiadomo dokładnie, kiedy URE zatwierdzi taryfę PGNiG na gaz, ale pierwszy realistyczny termin podniesienia tych cen to grudzień br. Na razie nie wiemy też, kiedy i o ile wzrosną ceny energii elektrycznej. Dla obu tych mediów zakładamy wzrost cen o ok. 5–6 proc. powyżej inflacji.

Prognozujemy, że wyraźniejsze przyspieszenie rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu rozpocznie się w grudniu br. Oprócz efektu statystycznego, decydujący wpływ będzie miało odbudowywanie popytu krajowego oraz deprecjacja złotego w 2002 r.

Przemek Woźniak

Inflacja bazowa

Prognozę inflacji bazowej opieramy o asymetryczną 50-proc. średnią obciążoną, która posiada lepsze właściwości prognostyczne niż stosowana w NBP symetryczna średnia 30-proc. Na wykresie przedstawiono dynamikę tego alternatywnego wskaźnika inflacji bazowej wraz z dynamiką inflacji rejestrowanej. Przewidujemy, że w ciągu najbliższych kilkunastu miesięcy średnia obciążona będzie kontynuować swój trend spadkowy, choć tempo tego spadku będzie wyraźnie mniejsze niż w II i III kwartale br. Prognozujemy obniżenie dynamiki średniej obciążonej z ok. 5 proc. obecnie do ok. 4,5 proc. na koniec 2002 r. Spadnie także odchylenie średniej obciążonej od inflacji rejestrowanej, w miarę jak presje inflacyjne będą wygasać w kolejnych sektorach gospodarki.

Oczekiwania stopniowego spadku inflacji bazowej opieramy na korzystnych sygnałach z rynku artykułów żywnościowych (dobre plony, stabilizacja na rynku mięsa), rynku paliw, a także na presji deflacyjnej w obszarze dóbr importowanych, wynikającej z mocnego kursu złotego. Równocześnie przewidujemy, że prognozowany przez nas wzrost dynamiki inflacji rejestrowanej na początku 2002 r., z uwagi na jego przejściowy (w dużej mierze statystyczny) charakter, nie powinien dotyczyć inflacji bazowej mierzonej średnią obciążoną.

Rafał Antczak

Polityka pieniężna

• Akomodacja luźnej polityki fiskalnej

Obniżka stóp procentowych w październiku br. o 150 pkt. bazowych jest rozwiązaniem kompromisowym pomiędzy gwałtownym cięciem stóp pożądanym przez rząd, jak i podejściem ostrożnościowym, czyli niewielkimi redukcjami stóp w ciągu następnych miesięcy. W tej sytu-

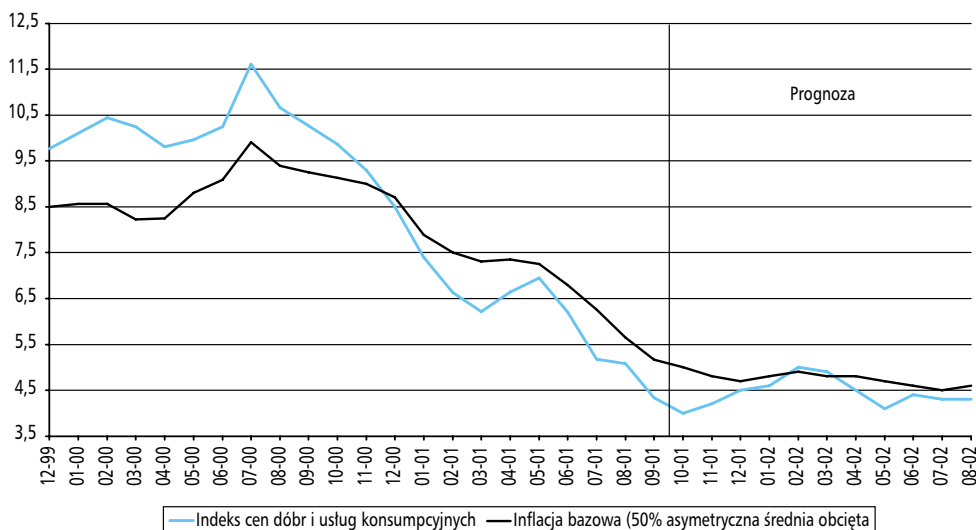
acji dość trudno będzie prognozować wielkości kolejnych redukcji stóp procentowych NBP. Z uwagi na sytuację w polityce fiskalnej spodziewamy się jeszcze jednej niewielkiej redukcji stóp do końca br. (o 50–100 pkt.) oraz 150 pkt. bazowych w 2002 r., w wyniku czego realne stopy procentowe wyniosą 6–7 proc. w stosunku rocznym na koniec 2002 r. W kolejnych latach obniżki stóp procentowych będą nieznaczne i może pojawić się konieczność ich podwyższenia (dostrajania).

Obniżanie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej oznacza akomodowanie luźnej polityki fiskalnej, ponieważ deficyt ekonomiczny w 2002 r. będzie równy lub wyższy niż deficyt ekonomiczny w br. (4,5–4,7 proc. PKB). Sekurytyzacja zadłużenia budżetu w stosunku do OFE, jeśli będzie miała charakter jednorazowy, nie powinna spowodować negatywnych skutków. Jeśli jednak będzie to stała praktyka regulowania zobowiązań budżetu wobec jednostek pozabudżetowych (takich jak fundusze emerytalne) czy budżetowych (jak na przykład jednostki służby zdrowia), to oprócz ekspansji zadłużenia (w przypadku OFE) będziemy mieli do czynienia ze wzrostem podaży pieniądza generowanej przez Ministerstwo Finansów. W praktyce taka polityka była realizowana w Rosji w latach 1996–1997, co doprowadziło do kryzysu zadłużenia w 1998 r. Ponadto, wycofanie się z realizacji około połowy dochodów z prywatyzacji w br. oraz planowane niższe dochody z prywatyzacji w 2002 r. (10 mld zł)

oznaczają zwiększenie emisji papierów skarbowych na rynku krajowym i/lub zagranicznym. Niższe nominalnie i realnie stopy procentowe wraz z wprowadzeniem podatku od zysków kapitałowych rezydentów mogą mieć negatywne skutki dla stopy oszczędności i popytu na papiery skarbowe, co oznaczać będzie konieczność pozyskiwania finansowania ze źródeł zagranicznych lub od nierezydentów. Dla tych ostatnich natomiast, podstawowe znaczenie będzie miało ryzyko kursowe.

W „Założeniach polityki pieniężnej na 2002 r.” opublikowanych we wrześniu br. inflacja ma wynieść 5 proc. z tolerancją +/-1 pkt proc. na koniec 2002 r. Realizacja strategicznego celu polityki pieniężnej na koniec 2003 r. (inflacja poniżej 4 proc.) i akomodowanie luźnej polityki fiskalnej w 2002 r. oznacza akceptację przejściowego wzrostu inflacji w 2002 r. Znaczna niepewność w realizacji celu na 2002 r. wynikać będzie z rozwoju sytuacji zewnętrznej (sytuacja na światowych rynkach finansowych), czynników podaźowych (ceny ropy, żywności) oraz ze stopnia sanacji finansów publicznych. Jednak RPP podkreśla w założeniach nadrzędność celu strategicznego wobec celu rocznego, który w ten sposób zaczyna pełnić również rolę kotwicy dla oczekiwań inflacyjnych. Dlatego też, szczególnie groźne skutki będzie miała presja na rewizję celu strategicznego w sytuacji braku porozumienia pomiędzy rządem a RPP w sprawie koordynacji polityki fiskalnej i pieniężnej.

Wykres 3.9 Inflacja bazowa, 1999–2002



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2001 r. prognoza CASE.

Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami

W III kwartale 2001 r. nasz wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysem pogorszył się w porównaniu do II kwartału, wskazując większe zagrożenie kryzysem. Większość wskaźników odnotowała pogorszenie, choć skala tych zjawisk była na ogół niewielka. Najbardziej negatywną tendencją jest rozwój sytuacji w finansach publicznych. Deficyt budżetu centralnego w 2002 r. wg naszych prognoz wyniesie 5 proc. PKB (wobec 4 proc. w 2001 r.).

Zachowanie poszczególnych komponentów wskaźnika dobrze odzwierciedla sytuację przedłużającego się spowolnienia gospodarczego – zarówno tych negatywnych jego cech (gorsze perspektywy wzrostu PKB i wyższa stopa bezrobocia), jak i tych pozytywnych (niższa inflacja, poprawa deficytu na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego).

Odnotowaliśmy negatywne tendencje po stronie monetarnych komponentów; wyjątek stanowi inflacja. Wzrosła ekspansja kredytowa oraz zadłużenie Polski. W ostatnim kwartale nadal obserwowaliśmy realną aprecjację złotego – choć nie tak silną jak w II kwartale (głównie za przyczyną nominalnej deprecjacji i malejącej inflacji). Niska inflacja była także podstawą wzrostu 3-miesięcznego realnego WIBOR'u.

Tabela: Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami

	Wagi	1999		2000				2001		
		III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
1. Prognoza rocznego wzrostu PKB na 4 kolejne kwartały	0,10	6	4	4	4	6	6	4	4	6
2. Stopa bezrobocia na koniec kwartału	0,05	6	10	10	4	6	10	10	4	6
3. Prognoza średniorocznej inflacji na 4 kolejne kwartały	0,06	10	6	4	4	4	0	0	6	0
4. Prognoza deficytu budżetu centralnego państwa na 2002 r., jako % PKB	0,10	5	5	5	5	5	6	6	10	10
5. Prognoza bilansu obrotów bieżących na 4 kolejne kwartały jako % PKB	0,15	6	6	10	0	4	4	6	0	4
6. Realny efektywny kurs walutowy	0,15	0	0	6	6	6	6	10	10	6
7. Ekspansja kredytowa jako % M2 na koniec kwartału	0,07	4	4	4	6	6	4	4	6	6
8. Zagraniczne zadłużenie krótkookresowe Polski jako % płynnych aktywów rezerwowych na koniec kwartału	0,15	6	6	6	10	6	4	4	4	6
9. Całkowite zagraniczne zadłużenie Polski jako % PKB	0,07	6	6	6	6	6	6	6	4	6
10. Realny 3-miesięczny WIBOR	0,10	6	10	4	6	6	6	6	4	6
Wskaźnik		5,10	5,26	6,04	5,18	5,48	5,10	5,80	5,30	5,74

Źródło: CASE.

Uwaga: Horyzont prognozy deficytu budżetu centralnego zmieniający jest w IV kwartale.



NOWOŚĆ – Prognozy miesięczne

PKB	(zmiana w %)
Popyt krajowy	(zmiana w %)
Deficyt budżetowy	(% PKB)
Stopa bezrobocia	(w %)
Indeks produkcji sprzedanej przemysłu	(zmiana w %)
Import, NBP	(mld USD)
Eksport, NBP	(mld USD)
Saldo rachunku bieżącego	(mld USD)
Inflacja rejestrowana	(zmiana w %)
Indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu	(zmiana w %)
M2	(mld USD)
Kurs dolara	(PLN/USD)
Kurs euro	(PLN/euro)
Stopa lombardowa	(w %)

Prognozy ukazują się najpóźniej do 12-go każdego miesiąca.

Dodatkowe informacje można uzyskać: tel. (22) 525-41-12,
e-mail: anna.grom@case.com.pl lub www.case-doradcy.com.pl

Konferencja międzynarodowa pt.

W ŚLAD ZA TRANSFORMACJĄ - PERSPEKTYWY I DYLEMATY ROZWOJU

Wstępny program

Sesja I

Czy w erze globalizacji jest miejsce na narodową politykę pieniężną?

Marek Dąbrowski

Vittorio Corbo

Andrew Berg

Ricardo Hausman

Sesja II

Integracja z UE: droga krajów kandydujących do strefy euro

Jacek Rostowski

Andrzej Bratkowski

Daniel Gros

Richard Portes

Charles Wyplosz

Sesja III

Reformy podatków i międzynarodowa konkurencja systemów podatkowych

Nicholas Stern

Yegor Gaidar

Alari Purju

Sesja IV (panel)

W jaki sposób uelastyczyć rynki pracy?

Marek Góra

Juan Jimeno

Tito Boeri

Jeffrey Sachs

Jan Rutkowski

Olivier Blanchard

Sesja V (panel)

Rozszerzenie UE: konsekwencje wolnego przepływu siły roboczej dla krajów Europy Zachodniej i Wschodniej

Stanisława Golinowska

Klaus Zimmermann

Sesja VI (panel)

Prywatyzacja i nadzór właścicielski – problemy do rozwiązania

Simon Johnson

Barbara Błaszczuk

Dmitrii Vasilev

Marko Simoneti

John Nellis

Sesja VII

Konsekwencje rozszerzenia Unii Europejskiej dla krajów WNP

Anders Aslund

Lajos Bokros

Vladimir Mau

Sergiei Tieriokhin

12–13 kwietnia 2002, Falenty k. Warszawy

Organizator: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
Warszawa, ul. Sienkiewicza 12, tel. (+22) 622 66 27, e-mail: case@case.com.pl

Szczegółowe informacje: Jarosław Neneman, sekretarz konferencji
e-mail: neneman@krysia.uni.lodz.pl