

Spis treści

Ciągłe wyzwania 1

Gospodarka w III kwartale 2002 r. 4

Wzrost gospodarczy 4

Rynek pracy 6

Ceny 8

Relacje zewnętrzne 10

Finanse publiczne 14

Polityka pieniężna 16

Rynki finansowe 19

Prognozy sytuacji gospodarczej na lata 2002–2004 22

Wzrost gospodarczy 22

Rynek pracy 25

Ceny 26

Relacje zewnętrzne 26

Finanse publiczne 29

Polityka pieniężna 30

Koordinacja polityki fiskalnej i pieniężnej 31

Gospodarka światowa 32

Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami 35

Marek Góra, Mateusz Walewski

Bezrobocie równowagi w Polsce
– wstępna analiza i próba oszacowania 36

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.

Kolegium Redakcyjne:

Rafał Antczak, Katarzyna Piętka
i Łukasz Rawdanowicz

Opracował zespół w składzie:

Rafał Antczak, Mariusz Jarmużek,
Małgorzata Markiewicz, Anna Myślińska,
Anna Orlik, Katarzyna Piętka,
Łukasz Rawdanowicz, Mateusz Walewski,
Przemysław Woźniak, Katarzyna Zawalińska

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 (Katarzyna Szczepańska – e-mail: pgtop@case.com.pl) lub na stronie internetowej CASE-Doradcy (www.case-doradcy.com.pl).

Ciągłe wyzwania

Do przodu, ale wciąż powoli

W III kwartale br. pojawiało się wiele spekulacji na temat ożywienia gospodarczego w Polsce w związku ze sprzecznymi sygnałami odnośnie wzrostu produkcji przemysłowej, eksportu czy handlu detalicznego w poszczególnych miesiącach kwartału. Zgodnie z naszymi szacunkami, istotnie doszło do przyspieszenia wzrostu PKB (do 1,8 proc. z poniżej 1 proc. w poprzednich kwartałach). Czynnikiem wzrostu była stabilna konsumpcja gospodarstw domo-

wych, odbudowa zapasów oraz eksport. Inwestycje odnotowały ujemną dynamikę, pomimo spadku realnego oprocentowania kredytów o blisko 3 pkt. proc. od początku 2001 r. Potwierdza to powszechną opinię, iż przy obecnej strukturze finansowania inwestycji w Polsce (ponad połowa ze środków własnych), redukcja stóp procentowych ma ograniczony wpływ na decyzje inwestycyjne.

Konsumpcja prywatna podtrzymywana jest nie tyle przez wzrost dochodów, co przez coraz niższą stopę

Tabela 1.1. Prognozy CASE, 2002–2004

	2000	2001	2002	2003	2004
PKB (zmiana w %)	4,0	1,0	1,3	2,3	3,2
Popyt krajowy	2,8	-1,9	0,9 ↗	2,4 ↘	4,3
Spożycie indywidualne	2,7	2,1	3,2 ↗	2,6 ↘	3,5
Inwestycje	2,7	-9,8	-6,6 ↘	3,0 ↘	9,7
Stopa bezrobocia (%)	15,1	17,5 ↗	18,3 ↘	18,2 ↘	17,3
Inflacja rejestrowana (średnia, %)	10,1	5,5	2,0 ↘	1,8 ↘	2,1
Bilans handlowy (mld USD)	-13,2	-11,7	-10,2 ↗	-11,9 ↗	-13,6
Bilans na rachunku obrotów bieżących (mld USD)	-10,0	-7,2 ↘	-6,8 ↘	-7,8 ↘	-9,0
Bilans na rachunku obrotów bieżących (% PKB)	-6,3	-4,1 ↘	-3,7 ↘	-4,0	-4,5
Bilans budżetu centralnego (mld PLN)	-15,4	-32,4	-43,4 ↘	-43,3 ↘	-51,3
Bilans sektora finansów publicznych (% PKB)	-2,6	-5,2 ↗	-7,5 ↘	-7,6 ↘	-
Kurs walutowy (średni)					
PLN/USD	4,35	4,09	4,09 ↘	4,03 ↘	4,15
PLN/Euro	4,01	3,67	3,86	4,00 ↘	4,17
Podaż M3 (zmiana w %)	11,3	9,2	-1,1 ↘	4,6 ↘	4,1
Stopa procentowa NBP (28-dniowe operacje OR)	19,00	11,50	6,50 ↘	5,50 ↘	4,25
WMBOR 3M	19,61	12,30 ↘	7,30 ↘	6,51 ↘	4,86

Źródło: Dane – GUS, NBP; prognoza – CASE.

Uwaga: Strzałki wskazują kierunek zmian w porównaniu z poprzednią prognozą.

oszczędności gospodarstw domowych. Według naszej oceny dochody z pracy na własny rachunek były głównym czynnikiem wzrostu dochodów do dyspozycji ogółem. Fundusz pracy nadal mała – tempo redukcji zatrudnienia przewyższa niski wzrost średniej płacy, a wskaźnik indeksacji rent i emerytur bliski zera znacznie obniżył tempo wzrostu funduszu świadczeń społecznych.

Wzrost importu, pobudzany konsumpcją gospodarstw domowych i popytem zagranicznym, kompensowany był w znacznym stopniu dużym eksportem. Przyczyniła się do tego przede wszystkim dobra koniunktura u naszych wschodnich sąsiadów, oraz w krajach rozwiniętych poza Unią Europejską.

W IV kwartale oczekujemy utrzymania się powyższych tendencji w postaci silnego popytu gospodarstw domowych, dalszej odbudowy zapasów i stabilnego eksportu. W efekcie podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB za cały 2002 r. na poziomie 1,3 proc.

Perspektywy wzrostu na 2003 i 2004 r. są lepsze, aczkolwiek umiarkowane. Do połowy 2003 r. czynnikiem wzrostu pozostawać będzie popyt konsumpcyjny i saldo handlu zagranicznego. Począwszy od III kwartału rolę tę przejmie odbudowa inwestycji. Oczekujemy, iż w całym 2003 r. konsumpcja prywatna będzie rosła wolniej niż w roku bieżącym, chociaż dynamika dochodów do dyspozycji nieco przyspieszy. Do tej pory konsumpcja gospodarstw domowych była mało wrażliwa na spowolnienie koniunkturalne i rosnącą stopę bezrobocia. Uważamy jednak, iż dalszy jej wzrost kosztem niższej stopy oszczędności jest mniej prawdopodobny. Przy założeniu utrzymania się dotychczasowych tendencji po stronie popytu zagranicznego w 2003 r. (słaby popyt z UE kompensowany silniejszym popytem ze Wschodu), realne jest zachowanie obecnej dynamiki eksportu. Wyższy import stymulowany ożywieniem popytu krajowego będzie rósł jeszcze szybciej i w efekcie saldo handlu zagranicznego przestanie być dodatnim czynnikiem wzrostu PKB. Znajdzie to swoje odzwierciedlenie w pogorszeniu deficytu na rachunku obrotów bieżących, pozostającym jednak na bezpiecznym poziomie (około 4 proc. PKB). W całym 2003 r. oczekujemy wzrostu gospodarczego na poziomie 2,3 proc., czyli utrzymujemy naszą prognozę z poprzedniego numeru PG TOP.

Dalszy wzrost inwestycji oraz pewne przyspieszenie konsumpcji prywatnej doprowadzą do wyraźnie wyższej dynamiki popytu krajowego w 2004 r. Wzrost nakładów in-

westycyjnych będzie wynikiem czynników wewnętrznych (poprawa rentowności przedsiębiorstw i nastrojów gospodarczych oraz niższe stopy procentowe). Efekt napływu funduszy strukturalnych z UE może być mało istotny w pierwszym roku naszego członkostwa (zakładamy, że Polska wejdzie do UE w 2004 r.) z uwagi na złożoność procedur wykorzystywania tych środków. Wyższy import wynikający z intensywniejszego popytu krajowego, jak też eksportu, sprawi, iż przyspieszenie wzrostu PKB będzie umiarkowane (do 3,2 proc.).

Wielką niewiadomą pozostaje kwestia kursu złotego w stosunku do euro i dolara (prognozę kursów krzyżowych tych ostatnich walut utrzymujemy na niezmiennym poziomie, czyli oscylującą wokół parytetu 1:1). Fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki nie są złe, a ewentualne problemy (np. w polityce fiskalnej) są wiadome i monitorowane przez rynki finansowe. Natomiast, czynniki spekulacyjne, a zwłaszcza bliska perspektywa wstąpienia Polski do UE, powodować mogą silną presję na systematyczne nominalne wzmocnienie się złotego. Trendy takie były obserwowane we wszystkich krajach aspirujących do członkostwa w EWG i UE, co najmniej w okresie przed- i tuż po-akcesyjnym. W naszych prognozach na najbliższe trzy kwartały przewidujemy nominalną aprecjację kursu złotego oraz dalsze obniżki stóp procentowych.

Jak wiele może zależeć od członkostwa w Unii Europejskiej?

Nasz ograniczony optymizm co do tempa wzrostu gospodarki w ciągu następnych 2 lat wynika z oceny czynników strukturalnych. Tak, jak to już sugerowaliśmy w poprzednim numerze kwartalnika, obserwujemy wiele ograniczeń dla dynamicznego i zrównoważonego wzrostu, zarówno mikro-, jak i makroekonomicznych. Po pierwsze, znacznie mniej rentowny sektor publiczny ma ciągle istotny udział w gospodarce, tak pod względem zatrudnienia (połowa zatrudnionych w przedsiębiorstwach powyżej 9 osób), jak i przychodów (25 proc. wśród przedsiębiorstw powyżej 49 zatrudnionych). Polityka gospodarcza rządu nie przewiduje radykalnej zmiany tego stanu. Prywatyzacja utknęła w obliczu potrzeby rozwiązań branżowych (odnośnie hutnictwa, górnictwa czy sektora energetycznego) i przeciwstawiania się lobby antyprywatyzacyjnemu. Jednostki budżetowe tolerują wzrost zadłużenia ze strony nierentownych branż, przyczyniając się do tworzenia nierówności w obciążeniu przedsiębiorstw. Kolejnym problemem

jest rynek pracy. Prezydent dopiero niedawno podpisał konstytucyjne zmiany w Kodeksie pracy. Na kolejne przyjdzie raczej długo poczekać. Utrzymujące się wysokie bezrobocie (zgodnie z naszą prognozą 17,3 proc. na koniec 2004 r.) to w dużej mierze efekt znacznego bezrobocia strukturalnego, które nie zostanie wchłonięte w wyniku poprawy koniunktury (por. *Bezrobocie równowagi w Polsce...*) i będzie istotnym ograniczeniem dla wzrostu popytu, jak też obciążeniem dla budżetu (czy to poprzez zasiłki dla bezrobotnych, czy z pomocy społecznej).

Najistotniejszym problemem w skali makro jest budżet. Po pierwsze, ponownie dostrzegamy zagrożenia w realizacji tegorocznego deficytu. W III kwartale dynamika dochodów budżetowych osłabła, co w skali roku może oznaczać niedobór środków na około 3,4 mld PLN. W związku z oczekiwanym przez nas niższym, niż to zakłada projekt budżetu, wzrostem PKB w 2003 r. oraz wątpliwościami co do jednorazowych przychodów (np. opłata restrukturyzacyjna) niedobór w przyszłym roku może wynieść około 4,6 mld PLN. O ile pewne przesunięcia wydatków (na kolejny rok lub poza budżet centralny) załagodzą te problemy, o tyle sytuacja finansów publicznych w 2004 r. wygląda już bardziej poważnie. Nowe wydatki związane z członkostwem w UE oraz potrzeba zrealizowania przekładanych wcześniej wydatków mogą doprowadzić do deficytu budżetu centralnego rządu nawet około 6 proc. PKB. W ten sposób, wypełniając już obecnie 3 kryteria zbieżności z Maastricht (inflacja, dług publiczny i długoterminowe stopy procentowe) oddalamy się od zbieżności fiskalnej (deficyt na poziomie poniżej 3 proc. PKB). O ile obniżenie deficytu w świetle kryteriów z Maastricht będzie istotne w momencie wchodzenia do ERM-2 (planowanego na 2006 r.), to już obecnie ponosimy koszty wysokiej nierównowagi budżetowej. Efekt wypychania sektora prywatnego przez papiery rządowe na rynku finansowym nasila się. Ponadto struktura wydatków budżetowych budzi duży niepokój. Nakłady na inwestycje i edukację wypierane są wydatkami na administrację i dotacjami do rent i emery-

tur, co nie stwarza korzystnych warunków dla wzrostu gospodarczego. Wysoki udział wydatków sztywnych przy ograniczonej determinacji rządu nie rokuje szybkiej zmiany takiego stanu rzeczy.

Proces decyzyjny dotyczący naszego wejścia do UE w planowanym terminie (2004 r.) musi przejść jeszcze przez wiele etapów. Wiele z nich mamy już za sobą. Następne etapy (końcowe negocjacje, referendum w kraju i ratyfikacja układów w parlamentach obecnych członków UE) nie są łatwe, jednakże nie niosą one obecnie zagrożenia w postaci istotnej zmiany kalendarza akcesji. W naszym odczuciu pojawia się inny problem, który przekracza horyzont najbliższych kwartałów. Jest to pytanie o efektywność i konkurencyjność polskiej gospodarki w ramach UE. Wspomniany brak przesłanek do zmniejszenia nierównowagi finansów publicznych oraz przeobrażenia budżetu z socjalno-administracyjnego na prorozwojowy próbuje się utrwalić w dłuższej perspektywie. Większość czynników, które je określają, leży w gestii polityki fiskalnej. Polski Minister Finansów już teraz wystąpił na forum ECOFIN (spotkanie ministrów finansów w Brukseli) z propozycją zmiany zasad dyscypliny fiskalnej. Sugerowane przez niego „uśrednianie” deficytów budżetowych w ramach UE zdradza dążenie do rozluźnienia polityki fiskalnej. Złamanie wytycznych Paktu o Stabilności i Wzroście w bieżącym roku przez kilka krajów unijnych w zakresie deficytu budżetowego tylko umacnia tę retorykę. Ponadto dyrektywy UE nakierowane na liberalizowanie gospodarek państw członkowskich są często ignorowane. Przykładem jest sytuacja na rynku energetycznym, telekomunikacyjnym czy kwestie związane z pomocą państwa. Taki brak dyscypliny nie sprzyja podejmowaniu decyzji w Polsce dotyczących reform strukturalnych. W tym kontekście wewnętrzna mikro- i makroekonomiczna polityka Polski będzie miała do odegrania istotną rolę, również w ramach struktur UE. Sam fakt członkostwa w UE czy napływów funduszy pomocowych nie zastąpi odpowiedzialnej polityki tworzenia własnymi siłami fundamentów trwałego wzrostu.

Gospodarka w III kwartale 2002 r.

Wzrost gospodarczy

Katarzyna Piętko

PKB i czynniki popytowe

- Powolna odbudowa popytu krajowego

Oficjalne dane o wzroście PKB w II kwartale br. pokazały, iż niewiele pomyliliśmy się w naszych szacunkach dynamiki PKB (0,8 proc. wobec naszego szacunku na poziomie 1 proc.). Okazało się jednak, iż szybsze było zarówno tempo wzrostu popytu krajowego, jak i eksportu. Te pozytywne tendencje były jednak kompensowane przez wysoki import. Po stronie popytu krajowego warto zaznaczyć nadal wysoką dynamikę konsumpcji gospodarstw domowych, stabilną konsumpcję publiczną oraz odbudowę zapasów.

W III kwartale br. szacujemy przyspieszenie rocznego tempa wzrostu PKB do 1,8 proc. Według naszych szacunków tempo dochodów gospodarstw domowych było niższe niż w poprzednim kwartale. Mimo to szacujemy, że konsumpcja indywidualna rosła nieco szybciej (3,1 proc.). Wynikało to z obniżenia się po raz kolejny stopy oszczędzania gospodarstw domowych. Jest to efekt spadku oszczędności netto w sektorze bankowym. W ciągu całego kwartału wycofano depozyty na łączną sumę 2,8 mld PLN, a ponadto suma kredytów zwiększyła się o ponad 2,7 mld PLN. Szacujemy natomiast, że przyrosły oszczędności poza sektorem bankowym (w tym m.in. nakłady na budownictwo

indywidualne). Nie skompensowało to jednak ubytku oszczędności monetarnych netto.

Zgodnie z naszymi szacunkami, nakłady na środki trwałe spadły w III kwartale o ponad 6 proc. Najgłębszy spadek odnotowano w nakładach na budynki i budowlę, kompensowany częściowo dynamicznie rosnącymi inwestycjami w budownictwie indywidualnym (o ponad 20 proc.). Oceniamy również, iż wobec wzrostu importu i krajowej produkcji maszyn i środków transportu, spadek inwestycji w tych kategoriach został zahamowany. Dość znaczny wzrost produkcji dóbr inwestycyjnych, jaki miał miejsce w III kwartale, nie wiąże się jedynie z inwestycjami – dynamiczną była ich sprzedaż na eksport. Na umiarkowaną poprawę popytu inwestycyjnego powinna mieć wpływ także szacowana przez nas nieco wyższa rentowność przedsiębiorstw. Wzrost kredytu netto był jednak niższy niż w ciągu III kwartału ub.r. (o 0,7 mld PLN wobec 1,1 mld PLN).

Mniejszy spadek inwestycji wraz z odbudową zapasów – w związku z obfitymi zbiorami oraz wyraźnym ożywieniem w handlu – przyczyniły się do poprawy akumulacji.

Nasz pesymizm co do sytuacji eksporterów był przedwczesny. W III kwartale szacujemy wzrost wolumenu eksportu na 6,1 proc. Przedsiębiorstwa wobec słabego popytu w Unii Europejskiej skutecznie wykorzystują dobrą koniunkturę w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Wzrost eksportu skutkuje jednak wyższą dynamiką importu. Dodatkowo import napędzany jest przez popyt konsumpcyjny. Efekt netto handlu zagranicznego był jednak pozytywny – deficyt realnie zmalał. Tak więc nadwyżka eksportowa w dalszym ciągu kontrybuuje pozytywnie do wzrostu PKB.

Katarzyna Piętka

Sfera realna

- Wzrost produkcji przemysłowej
- Mniejsze spadki w budownictwie

W III kwartale po raz pierwszy od wielu miesięcy wzrosła produkcja sprzedana przetwórstwa przemysłowego. Był to na tyle silny wzrost, że pomimo spadków produkcji w sekcjach górnictwa i energetyki, produkcja sprzedana przemysłu ogółem zwiększyła się w porównaniu do analogicznego okresu ub.r. Zdecydowana większość gałęzi przetwórstwa przemysłowego odnotowała wyższą sprzedaż. Spadki miały miejsce jedynie w gałęziach związanych z produkcją wyrobów tytoniowych (ich eksport drastycznie zmalał w III kwartale), koku i produktów rafinacji ropy naftowej oraz sprzętów bardziej specjalistycznych (jak instrumenty medyczne i precyzyjne czy też sprzęt transportowy inny niż pojazdy mechaniczne i przyczepy).

Jednocześnie ze wzrostem nakładów na budownictwo indywidualne maleją pozostałe inwestycje budowlane. W efekcie szacujemy, iż spadki w budownictwie ogółem były większe niż w przedsiębiorstwach budowlanych zatrudniających powyżej 9 pracowników.

Nasze szacunki wskazują na przyspieszenie wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych w III kwartale do 4,1 proc. w skali roku. Świadczą o tym zwiększone obroty zarówno w handlu detalicznym, jak i hurtowym. Poprawie uległy również wskaźniki dotyczące wolumenu przewozu ładunków. Dynamicznie wzrosła również liczba łączów telekomunikacyjnych. Z drugiej strony, wyniki transportu pasażerskiego oraz pozostałych usług wpływały negatywnie na dodatnią dynamikę wartości dodanej w sektorze usług.

Od początku roku podatki pośrednie netto realnie malały lub zwiększały się bardzo wolno. Jednocześnie ich wielkość nominalna dynamicznie rosła (szczególnie w II kwartale br.). Jest to zgodne z danymi budżetowymi. W rezultacie obciążenie wartości dodanej podatkami pośrednimi zwiększyło się. Prawdopodobnie jest to wynik, z jednej strony, podwyżek stawki akcyzy i VAT na wybrane towary od początku roku, a z drugiej, jednorazowego efektu wydłużenia w czerwcu okresu zwrotu podatku VAT z budżetu, o czym pisaliśmy w poprzednim numerze PG TOP. Szacujemy, iż w III kwartale deflator podatków pośrednich nie był

tak wysoki, jak w poprzednim kwartale. W III kwartale wobec wolniejszego wzrostu dochodów z podatków pośrednich szacujemy, iż realnie podatki pośrednie w porównaniu z III kwartalem 2001 r. nie zmieniły się. Oznacza to, iż wobec wzrostu wartości dodanej o 1,9 proc., PKB zwiększył się o 1,8 proc.

Anna Myślińska

Finanse przedsiębiorstw

- Poprawa wyniku ze sprzedaży, ale wynik finansowy brutto wciąż słaby
- Spadek kredytów dla dużych przedsiębiorstw

II kwartał br. był trzecim z kolei, w którym przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 49 osób osiągnęły poprawę wyniku finansowego ze sprzedaży (w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego), chociaż nominalnie poziom ten jest nadal niższy niż przed dwoma laty. Poprawa wyniku finansowego to efekt niewielkiej redukcji kosztów przy stabilnych przychodach. Ponad połowę wyniku finansowego ze sprzedaży wypracowano w przetwórstwie przemysłowym. Największa poprawa w porównaniu z ub.r. miała miejsce w handlu. Niewielką stratę odnotowały przedsiębiorstwa budowlane.

Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw był w II kwartale br. bardzo niski – wyniósł 1,8 mld PLN, czyli prawie dwu i półkrotnie mniej niż w I kwartale br. i ponad dwukrotnie mniej niż przed rokiem. Drastycznie powiększyła się różnica między wynikiem finansowym ze sprzedaży, a wynikiem finansowym brutto (zarówno w ujęciu kwartalnym, jak i rocznym). Innymi słowy, wynik na pozostałej działalności operacyjnej, operacji finansowych oraz zdarzeń nadzwyczajnych znacznie się pogorszył. Mogło to być spowodowane niezmiernie trudną sytuacją finansową w II kwartale (konieczność wyprzedawania majątku trwałego ze stratą, wierzycelności odpisane w rezultacie postępowań upadłościowych, spłacanie wysoko oprocentowanych kredytów, ujemny wynik na operacjach kursowych związany z nieoczekiwanym dla wielu firm wzmocnieniem złotego), albo zastosowaniem nieortodoksyjnych rozwiązań w księgowości. Wynik finansowy netto obniżył się w ślad za wynikiem finansowym brutto i spadł poniżej zera. W świetle powyższych faktów dziwi nieco udział przedsiębiorstw wykazujących zysk netto w ogólnej liczbie przedsiębiorstw – udział ten wzrósł do 57,4 proc.

(wobec 54,7 proc. przed rokiem i 52,4 proc. w I kwartale). Można to wyjaśnić wyjątkowo dużą asymetrią przy podziale według sektorów własności – bardziej rozdrobniony sektor prywatny¹ wypracował prawie 1 mld PLN zysku netto, podczas gdy sektor publiczny w tym samym okresie poniósł straty na ponad 1 mld PLN.

Rentowność brutto wzrosła w porównaniu z II kwartałem ub.r. Była jednakże słabsza niż w I kwartale br., na co wpłynęły przede wszystkim gorsze wskaźniki w sektorze publicznym (0,3 proc.). Sektor prywatny odnotował nieznaczny spadek rentowności (1,8 proc. wobec 2,1 w I kwartale). Niższa rentowność w sektorze publicznym wiąże się z dramatycznym zmniejszeniem produkcji sprzedanej przemysłu (o 20 proc. realnie w I półroczu br. w porównaniu z analogicznym okresem 2001 r.). Pomimo coraz gorszych wskaźników, w sektorze publicznym wciąż utrzymuje się wyższe tempo wzrostu wynagrodzeń niż w sektorze prywatnym.

W II kwartale br. duże przedsiębiorstwa badane przez GUS zmniejszyły, i to dość znacznie, zapotrzebowanie na kredyty. Od dawna nie notowano spadku kredytów, zwłaszcza tak dużego, jak obecnie – 2,3 proc. w stosunku do poprzedniego kwartału. Zupełnie inaczej zachowywały się małe firmy – dane NBP obejmujące kredyty dla wszystkich przedsiębiorstw, świadczą o ich wzroście (2,6 proc. w czerwcu w ujęciu rocznym), jak też o sezonowym przyspieszeniu akcji kredytowej (wzrost o 4,8 proc. w ciągu II kwartału). Jednak dane publikowane przez NBP dowodzą także wstrzeźliwości przedsiębiorstw – depozyty przedsiębiorstw rosły znacznie szybciej niż kredyty (wyższe było zarówno tempo wzrostu, jak i przyrosty), co w rezultacie oznacza spadek kredytów netto. W dalszym ciągu wysoka była dynamika kredytów zagranicznych – zarówno handlowych, jak i pozostałych kredytów i pożyczek zaciągniętych przez sektor pozabankowy i pozarządowy. Najwidoczniej przedsiębiorstwa poszukują źródeł finansowania tańszych niż krajowe.

Należy oczekiwać, że wskaźniki za III kwartał, które wkrótce zostaną opublikowane przez GUS, wykażą niewielką poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Na korzyść tej tezy przemawiają, z jednej strony – malejący fun-

dusz płac, a z drugiej – wzrost wielkości produkcji sprzedanej w przemyśle połączony ze wzrostem cen tejże produkcji. Na poprawę wskazuje także polepszenie wskaźników koniunktury odnotowane przez GUS w III kwartale – ogólna sytuacja gospodarcza oceniana jest coraz korzystniej, nawet w budownictwie.

Mateusz Walewski

Rynek pracy

- Spowolnienie przyrostu bezrobocia
- Zahamowanie tempa restrukturyzacji zatrudnienia w branżach przemysłu ciężkiego i wydobywczego
- Utrzymanie realnego tempa wzrostu wynagrodzeń

Bezrobocie

Pod koniec III kwartału liczba bezrobotnych wyniosła 3112,6 tys. osób, czyli o 21,7 tys. więcej niż w końcu II kwartału i o 192,2 tys. więcej niż rok wcześniej. Stopa bezrobocia osiągnęła poziom 17,6 proc., czyli o 1,3 pkt. proc. więcej niż rok wcześniej. Choć bezrobocie rośnie, pojawia się jednak wiele sygnałów świadczących o pewnej poprawie sytuacji na rynku pracy. Po pierwsze, tempo wzrostu bezrobocia jest coraz mniejsze – we wrześniu 2001 r. liczba bezrobotnych była aż o 391,6 tys. większa w porównaniu z 2000 r., a we wrześniu 2002 r. już tylko o 192 tys. w porównaniu z ub.r. Ze słabnącą dynamiką wzrostu bezrobotnych mamy do czynienia już od II kwartału br. Utrzymanie się tego trendu w III kwartale może więc wskazywać na jego trwałość.

Oslabienie dynamiki wzrostu bezrobocia spowodowane jest przede wszystkim wzrostem liczby wyrejestrowujących się bezrobotnych, obserwowanym już od końca I kwartału br. Rośnie także liczba ofert pracy. Średnio w ciągu III kwartału br. pojawiało się o 23 proc. więcej nowych miejsc pracy niż w analogicznym okresie 2001 r. Liczba nowych bezrobotnych rejestrujących się co miesiąc w urzę-

¹ Do sektora publicznego zaliczane są podmioty stanowiące własność państwową i jednostki samorządu terytorialnego. Sektor prywatny tworzą podmioty gospodarki stanowiące prywatną własność krajową i zagraniczną. W przypadku przedsiębiorstw „mieszanych” o przynależności do danego sektora decyduje przewaga kapitału publicznego lub prywatnego.

dach pracy pozostaje na podobnym poziomie w ciągu ostatnich dwóch lat.

Spada liczba bezrobotnych, którzy utracili pracę na skutek zwolnień grupowych. Mimo, iż spadek ten jest niewielki, to w połączeniu ze zmniejszającymi się rozmiarami planowanych zwolnień grupowych pozwala przypuszczać, iż tendencja ta będzie się utrzymywać.

Na razie brak jest wyraźnych efektów rządowego programu „Pierwsza praca”. Liczba rejestrujących się w urzędach pracy absolwentów pozostaje wciąż na prawie stałym poziomie, wynoszącym średniorocznie około 150 tys.

21 sierpnia 2002 r. prezydent podpisał uchwalone przez Sejm 26 lipca zmiany w Kodeksie pracy. Część z nich wejdzie w życie w listopadzie br., inne od początku przyszłego roku. Większość proponowanych zmian ma na celu zmniejszenie restrykcyjności przepisów regulujących organizację czasu pracy w przedsiębiorstwach, zmniejszenie obciążeń administracyjnych dotyczących drobnych przedsiębiorców zatrudniających do 20 osób i rozszerzenie możliwości stosowania umów o pracę na czas określony. Z punktu widzenia poprawy elastyczności rynku pracy zmiany te idą w dobrym kierunku i na pewno zmniejszą koszty i obciążenie biurokracją związane z zatrudnianiem pracowników, szczególnie dla małych przedsiębiorców.

Pewne wątpliwości wzbudzać może zapis *explicite* definiujący stosunek pracy, a mierzający do ograniczenia stosowania umów cywilnoprawnych w miejsce umów o pracę, choć w rzeczywistości z prawnego punktu widzenia stosunek pracy zdefiniowany był dokładnie tak samo w kodeksie obowiązującym dotychczas. Martwym okazać się może przepis zwalniający pracodawcę z wypłaty zasiłku chorobowego za pierwszy dzień zwolnienia, gdy będzie ono krótsze niż 7 dni. Poważne wątpliwości budzi zapis zobowiązujący pracodawcę do udzielenia „nagłego urlopu” (nawet do czterech dni) w dniu zgłoszenia takiego zamiaru przez pracownika. Duża liczba takich urlopów udzielona jednocześnie może nawet sparaliżować pracę zakładu, szczególnie małego.

Pozytywne tendencje obserwowane na rynku pracy w III kwartale 2002 r. są już częściowo widoczne w danych według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności za II kwartał. Liczba bezrobotnych według BAEL w II kwartale wyniosła 3432 tys. osób i była o 224 tys. większa niż w II kwartale 2001 r. Oznacza to spowolnienie wzrostu liczby bezrobotnych, które w poprzednim roku wzrosło w analo-

gicznym okresie o 383 tys. osób. Stopa bezrobocia według BAEL w II kwartale 2002 r. wyniosła 19,9 proc.

Zatrudnienie

Oczekiwanie na poprawę sytuacji na rynku pracy spowodowane jest osłabieniem dynamiki spadku zatrudnienia, z jakim mamy do czynienia w ciągu ostatnich 6 miesięcy. Osłabienie to jest na pewno częściowo związane z zahamowaniem tempa restrukturyzacji zatrudnienia w branżach przemysłu ciężkiego i wydobywczego. Od początku 2002 r. w górnictwie i hutnictwie zatrudnienie zmniejszyło się jedynie po 3 tys. osób, gdy po pierwszych 9 miesiącach 2001 r. zatrudnienie spadło o 7 tys. osób w górnictwie i 12 tys. w hutnictwie, a w 2000 r. odpowiednio o 16 i 18 tys. osób.

Rośnie dynamika zatrudnienia w sektorze handlu i napraw. Zwiększa się, choć ze słabnącą siłą, zatrudnienie w sektorze obsługi nieruchomości i firm. Natomiast zahamowany został spadek zatrudnienia w usługach komunalnych. Wciąż utrzymuje się spadek zatrudnienia w budownictwie powodowany złą sytuacją w branży, gdzie na koniec III kwartału było o 53 tys. osób (11 proc.) zatrudnionych mniej niż rok wcześniej (według statystyk o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw).

W przeciwieństwie do danych dotyczących bezrobocia rejestrowanego, dane BAEL za II kwartał br. nie potwierdzają wzrostu popytu na pracę. Liczba pracujących w 2002 r. spada szybciej niż rok wcześniej. W II kwartale 2002 r. wyniosła ona 13 821 tys. osób, czyli o 431 tys. mniej niż rok wcześniej. Spadek ten jest większy niż w 2001 r., kiedy wyniósł 266 tys. osób. Konsekwentnie spada też aktywność zawodowa ludności, czyli odsetek osób pracujących bądź szukających pracy w liczbie ludności w wieku powyżej 15 lat. W II kwartale 2002 r. wyniósł on 55,6 proc., czyli o ponad 1 pkt. proc. mniej niż rok wcześniej. Dynamika spadku stopy aktywności zawodowej ludności jest w 2002 r. największa od 3 lat. Dane te świadczą o tym, iż być może poprawa statystyk bezrobocia rejestrowanego bierze się w pewnej mierze ze zniechęcenia osób bezrobotnych do dalszego poszukiwania pracy i wyrejestrowywania się z urzędów.

Płace

Utrzymuje się spadkowa tendencja dynamiki nominalnych płac. W III kwartale br. w sektorze przedsiębiorstw ich

roczny wzrost wyniósł średnio 3,6 proc. Spowolnienie tempa wzrostu płac nie jest jednak tak silne jak spadek inflacji, w wyniku czego realny wzrost wynagrodzeń utrzymuje się na poziomie średnio 1,9 proc. od początku roku.

Jednym z sektorów, gdzie płace rosną najszybciej, jest górnictwo. Jest to kolejna przesłanka świadcząca o zahamowaniu restrukturyzacji tego sektora. Średnia płaca za 9 miesięcy br. była o 7,1 proc. wyższa niż w analogicznym okresie 2001 r. Płace w sektorze przedsiębiorstw ogółem wzrosły w tym czasie o 4,1 proc., a w przetwórstwie przemysłowym o 3,6 proc.

Ceny

Mariusz Jarmużek

Podstawowe indeksy cenowe

• Stałe podstawy dezinflacji

W III kwartale br. nastąpił dalszy spadek dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz niewielki wzrost dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu. Wynikało to z utrzymującej się niskiej dynamiki popytu krajowego oraz korzystnych czynników podażowych.

Deprecjacja złotego w III kwartale br. w stosunku do koszyka walut (presja inflacyjna) była równoważona przez utrzymującą się różnicę pomiędzy produktem potencjalnym a rzeczywistym (presja deflacyjna). Uniemożliwiło to adekwatne do zmiany kursu walutowego podwyższenie cen krajowych. Należy też zwrócić uwagę na fakt, że dynamiki cen producenta i cen towarów konsumpcyjnych bardzo się do siebie zbliżyły, co mogło być przejawem zmniejszenia marż pośredników i brakiem presji na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych. Dynamika płac w wyrażeniu nominalnym utrzymywała się na niskim poziomie, sygnalizując brak presji płacowej w gospodarce. Ma to swoje źródło w obecnej sytuacji na rynku pracy.

W III kwartale nie występowały monetarne impulsy wzrostu inflacji. Również większość czynników podażowych przyczyniała się do procesu dezinflacji. Tegoroczne zbiory zbóż są szacowane na poziomie zbliżonym do

ubiegłorocznych, co wraz z zapasami z lat ubiegłych przyczyniło się do utrzymania nadwyżki podaży nad popytem. Zbliżona sytuacja miała miejsce na rynku mięsa, którego ceny detaliczne w analizowanym okresie nie uległy zmianie. Do procesu redukcji czynników kosztowych w gospodarce oraz związanych z tym malejących oczekiwań inflacyjnych przyczyniły się także ceny energii elektrycznej, które wzrosły o 6,5 proc. w ujęciu rocznym. Było to znacznie mniej niż pierwotnie zapowiadał Urząd Regulacji Energetyki (URE). Ceny ropy naftowej wahały się w przedziale wyznaczonym przez OPEC z tendencją rosnącą. Znalazło to swoje odbicie w cenach paliw na rynku krajowym, które zanotowały niewielki wzrost we wrześniu.

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu wzrosła nieznacznie w porównaniu do II kwartału br. Było to w pewnym stopniu rezultatem osłabienia złotego w relacji do koszyka walut o 7 proc. Ze względu jednak na niedomkniętą lukę popytową oraz zwiększającą się na rynku krajowym konkurencją deprecjacja waluty krajowej przełożyła się w niewielkim stopniu na wzrost cen. Głównymi czynnikami wzrostu cen pozostawały sektory zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę oraz – w dużo mniejszym stopniu niż dotychczas – górnictwo i kopalnictwo. W tym pierwszym sektorze ceny wzrosły o 6,9 proc., kilkukrotnie przewyższając dynamikę cen zagregowanego indeksu. Wynika to z nieefektywnej struktury gospodarki z monopolami deformującymi koszty wytwarzania.

Katarzyna Zawalińska

Ceny produktów rolnych

• Zaskakująco niskie ceny produktów rolnych

W III kwartale br. ceny większości podstawowych produktów rolnych były znacząco niższe niż prognozowane w czerwcu przez GUS oraz niższe w porównaniu do średniej ceny z poprzedniego kwartału (w skupie, ceny pszenicy o 8,4 proc., żyta o prawie 14 proc., bydła o 3 proc., a cena trzody prawie się nie zmieniła, choć zwykle w III kwartale sezonowo rośnie).

Sytuacja na rynku zbóż kształtowała się pod wpływem utrzymującej się nadwyżki podaży – łączne zasoby zbóż w zakończonym sezonie 2001/2002 wyniosły 30,3 mln t (przy zużyciu krajowym na poziomie 26,6 mln t) i były

o 2,4 mln t większe niż w poprzednim sezonie. W tej sytuacji import zbóż był bardzo ograniczony i wyniósł tylko 840 tys., do czego przyczyniły się także relatywnie niskie krajowe ceny zbóż. W efekcie nastąpił wzrost zapasów początkowych (po raz pierwszy od 2 lat), których wielkość w lipcu szacowano na 3,6 mln t, tj. o 1 mln t więcej niż przed rokiem. Po nieco niższych tegorocznych zbiorach (o 0,6 proc.) łączne zasoby zbóż ze źródeł krajowych w sezonie 2002/2003 wyniosą 30–30,5 mln t. Pomimo wyższego o 3 proc. popytu (zużycie krajowe szacowane jest na poziomie 27,6 mln t) nadwyżka na rynku zbóż będzie się nadal utrzymywała. Dodatkowo przewiduje się, że import zbóż wyniesie więcej niż w poprzednim sezonie (od 0,9 do 1,4 mln t), czemu sprzyjać będzie wysoka eksportowa podaż zbóż w Europie oraz niekorzystna dla nas relacja ich cen. Przy ustalonym obecnie na 2002 r. poziomie interwencyjnych cen zbóż w Polsce i UE oraz obecnym kursie euro opłacalny będzie import zbóż nie tylko w ramach bezcłowych kontyngentów, ale również w kontyngencie WTO z 25 proc. stawką celną *ad valorem*.

W wyniku korzystnych ekonomicznie warunków chowu trzody chlewnej (niskie ceny zbóż paszowych) jej pogłowie wzrosło – w lipcu było o 9,4 proc. większe, niż w analogicznym miesiącu ub.r. Przyczyniło się to do dalszego wzrostu i tak dużej nadwyżki wieprzowiny na rynku krajowym. W III kwartale presja na spadek ceny trzody została zahamowana dzięki sezonowemu ograniczeniu jej podaży. Przewiduje się jednak, iż tendencja malejących cen trzody, mająca miejsce od początku br., będzie się nadal utrzymywała. Sprzyjać temu będzie dalszy wzrost pogłowia w II półroczu br. (w rocznym tempie 10 proc.) i nadwyżka importu nad eksportem wieprzowiny (notowana obecnie po raz pierwszy od 7 lat). GUS szacuje, że średni spadek cen w IV kwartale może wynieść ok. 4,6 proc. w porównaniu z III kwartałem.

Ceny żywca wołowego są od dłuższego czasu stabilne. W III kwartale spadły jednak o ok. 3 proc., mimo (odnotowanego przez GUS) odbudowującego się zaufania konsumentów do wołowiny oraz rosnącego eksportu (w I półroczu sprzedano za granicę dwukrotnie więcej wołowiny, niż w analogicznym okresie ub.r.). Powodem niewielkiego spadku cen była wyprzedaż części zapasów należących do Agencji Rynku Rolnego (ARR). W IV kwartale przewiduje się utrzymanie cen wołowiny na zbliżonym, bądź nieznacznie (do 20 groszy) wyższym poziomie w stosunku do III kwartału, przy wzroście eksportu nadal wspomaganych działaniami ARR i znikomym imporcie.

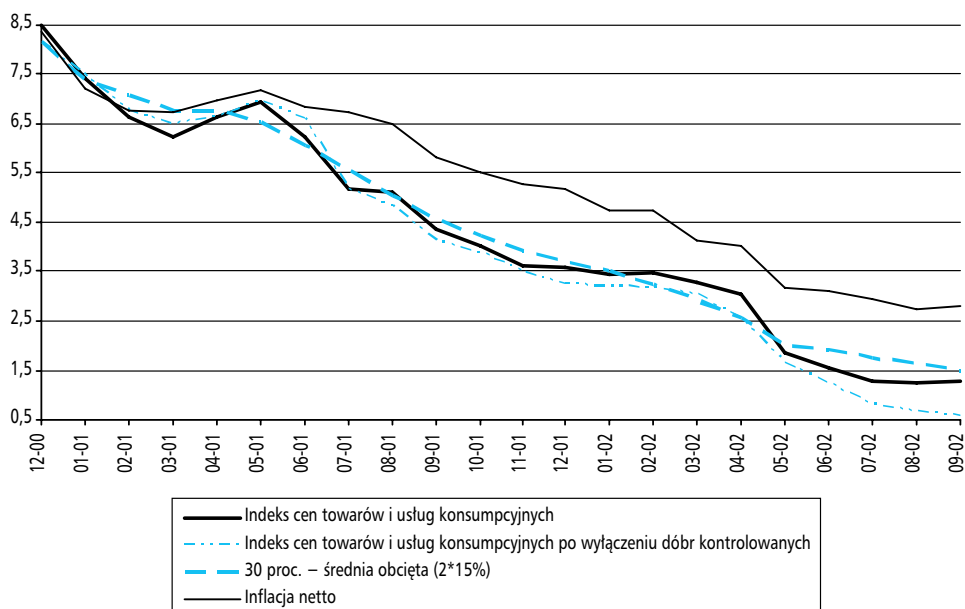
Przemysław Woźniak

Inflacja bazowa

W III kwartale br. utrzymywały się trendy inflacji bazowej obserwowane od kilkunastu miesięcy. Wszystkie indeksy szacowane w NBP uległy znacznym spadkom, a układ wielkości szeregów bazowych w stosunku do szeregu inflacji rejestrowanej pozostał niezmienny. W dalszym ciągu inflacja netto (obliczana bez żywności i paliw) wyraźnie przewyższa inflację rejestrowaną, a w ciągu ostatnich kilku miesięcy odchylenie obu miar wzrosło i ustabilizowało się na dość wysokim poziomie ok. 1,5 pkt. proc. Oznacza to, że nadal żywność i paliwa łącznie są czynnikiem silnie obniżającym inflację rejestrowaną. W przypadku żywności, presja deflacyjna jest głównie konsekwencją spadków cen podstawowych artykułów spożywczych: mąki (spadek o 5,4 proc. we wrześniu w skali roku), mięsa (5,3 proc.), warzyw (5,5 proc.) i cukru (10 proc.). Ogólnie cały agregat żywnościowy w koszyku konsumpcyjnym był we wrześniu tańszy o 2,2 proc. niż przed rokiem (a w październiku o 2,1 proc.), co przy blisko 30-proc. wadze tego agregatu w całym indeksie przekłada się na znaczne obniżenie dynamiki inflacji rejestrowanej. Nieco inaczej wygląda sytuacja na rynku paliw, których ceny są również eliminowane z indeksu inflacji netto. Od kilku miesięcy ceny te stopniowo rosną, co znalazło już odzwierciedlenie we wzroście dynamiki rocznej – w sierpniu br. po raz pierwszy od lutego 2001 r. dynamika ta była dodatnia. Najnowsze dane potwierdzają ten trend. Od września br. ceny paliw osiągają wyższą dynamikę niż inflacja rejestrowana (w październiku ceny paliw w ujęciu rocznym wzrosły o 4,1 proc. wobec 1,1 proc. inflacji rejestrowanej). Wpłynie to w przyszłości na stopniowe zmniejszenie odchylenia inflacji netto od inflacji rejestrowanej. Przy cenach żywności stale utrzymujących się na niskim poziomie oznacza to, że należy spodziewać się spadku presji deflacyjnych ze strony agregatu „żywność i paliwa”.

Ceny kontrolowane osiągnęły w minionym kwartale przeciętnie wyższą dynamikę niż ogół cen. Świadczy o tym wyraźnie niższa (w porównaniu z dynamiką inflacji rejestrowanej) dynamika inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych, która we wrześniu br. wyniosła zaledwie 0,5 proc. Od kilku miesięcy powiększa się także różnica między obydwoimi indeksami, co sugeruje rosnący wpływ zmian cen administracyjnych na inflację. Wśród nich największe podwyżki zarejestrowały ceny energii elektrycznej i gazu (roczny wzrost o ponad 6 proc.) oraz ciepłej wody (wzrost o 7,9 proc.), regulowane przez Urząd Regulacji Energii, a także ce-

Wykres 2.1. Inflacja bazowa, 2000–2002 (zmiany 12-miesięczne)



Źródło: GUS, NBP oraz CASE.

ny abonamentu radiowo-telewizyjnego (11,9 proc.) oraz usług administracji państwowej (20,6 proc.). Na poziomie sprzed roku pozostały natomiast ceny usług telekomunikacyjnych. Na kształtowanie się cen dóbr kontrolowanych hamujący wpływ w najbliższych miesiącach będzie miała obniżka akcyzy na wyroby spirytusowe. Począwszy od października powinna spowolnić wzrost cen wyrobów alkoholowych, a przez to całego agregatu cen kontrolowanych.

15-proc. średnia obciąża najlepiej ze wszystkich miar filtruje odwracalne szoki destabilizujące inflację rejestrowaną (patrz wykres 2.1). Od roku dynamika obu indeksów jest bardzo zbliżona, co sugeruje, że procesy dezinflacyjne obejmują wiele sektorów i mają stosunkowo powszechny charakter. Ostatnie miesiące nie przyniosły żadnej zmiany pod tym względem i prognozujemy, że w najbliższym czasie średnia obciąża i inflacja rejestrowana będą się kształtować na podobnym poziomie.

Silne tendencje dezinflacyjne obecne w całej gospodarce potwierdzają dwie pozostałe miary inflacji bazowej: inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności oraz po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw (nie przedstawione na wykresie). Obie miary wyznaczają kierunek zmian cen stabilnego (charakteryzującego się

najmniejszą wariacją) zestawu cen konsumpcyjnych i, podobnie jak pozostałe indeksy, sugerują od kilkunastu miesięcy konsekwentną dezinflację wykraczającą poza sektory podatne na szoki podażowe.

Relacje zewnętrzne

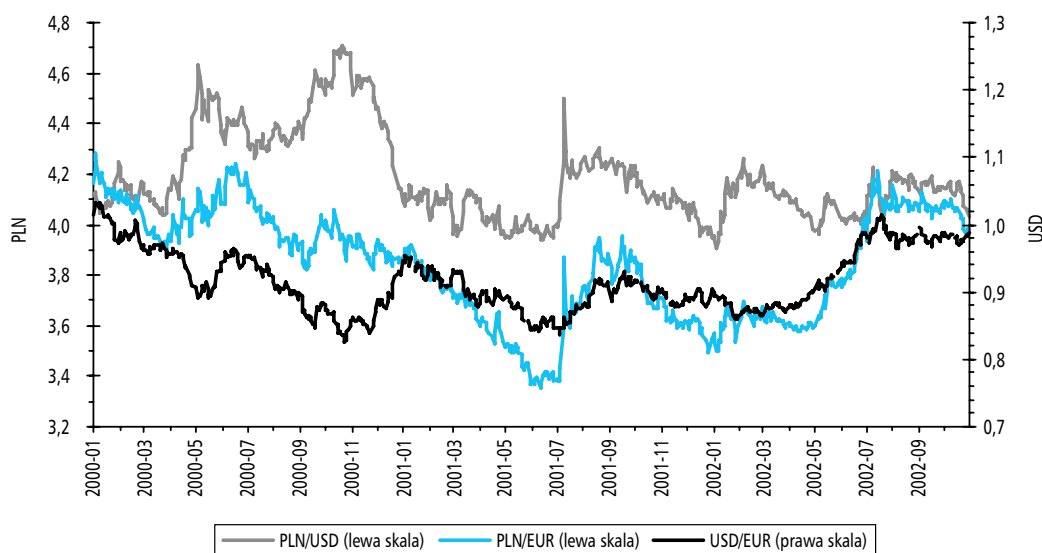
Rafał Antczak

Kurs walutowy

• Kwartałne osłabienie złotego

W ciągu III kwartału br. złoty uległ osłabieniu średnio o 2,6 proc. w stosunku do dolara i prawie o 10 proc. w stosunku do euro (o 7 proc. w stosunku do koszyka walutowego). Deprecjacja w stosunku do euro miała miejsce również w ujęciu rocznym (5,1 proc. na koniec września), natomiast złoty nadal zyskiwał na wartości w stosunku do dolara (aprecjacja na koniec września o 2,1 proc.). Osłabienie w III kwartale br. to efekt skokowego spadku wartości złotego do maksymalnego poziomu 4,23 PLN/USD i 4,18

Wykres 2.2. Kursy walutowe, 2000–2002



Źródło: NBP.

PLN/euro (9 lipca) związanego ze zmianą na stanowisku ministra finansów i spekulacjami wokół programu oraz faktycznych zamierzeń Grzegorza Kołodki. Po tym okresie kurs złotego wykazywał wahania w przedziale 4,02–4,21 w stosunku do dolara i 3,95–4,21 w stosunku do euro.

Na wahania złotego w III kwartale nakładały się też niewielkie fluktuacje kursu euro-dolar w przedziale 0,96–1,01, czyli o około 4,5 proc. Stabilizacja kursu euro wokół parytetu z dolarem w III kwartale była zgodna z naszymi oczekiwaniami.

Obniżenie stóp procentowych przez NBP, łącznie o 100 pkt. bazowych w ciągu III kwartału, przy niezmiennym poziomie inflacji zmniejszyło realne stopy procentowe (do około 6 proc.). Nie zahamowało to jednak napływu kapitału portfelowego, którego saldo wyniosło 571 mln USD (2,4 mld USD od początku roku). Zainteresowanie inwestorów zagranicznych wzbudzały zwłaszcza inwestycje w SPW, które w III kwartale wyniosły 1,1 mld USD (3,7 mld USD od początku 2002 r., co stanowi wzrost o ponad 170 proc. w stosunku do analogicznego okresu 2001 r.). Za ponad jedną trzecią część wzrostu inwestycji portfelowych w III kwartale odpowiada zagraniczna emisja obligacji Rządu RP we wrześniu o wartości 400 mln USD. Spadało natomiast zainteresowanie inwestycjami udziałowymi, których bilans w III kwartale w porównaniu z II kwartałem był mniejszy

o prawie 250 mln USD (o 585 mln USD od początku br.). Silnemu napływowi inwestycji portfelowych towarzyszyły niskie dochody z prywatyzacji i spadek inwestycji bezpośrednich, których łączny poziom zmalał z 4,1 mld USD do 2,5 mld USD odpowiednio po trzech kwartałach roku 2001 i 2002. Dodatkowo saldo pozostałych inwestycji wynika z silnego spadku polskich należności za granicą, w tym głównie gotówki i lokat, o 2,1 mld USD w III kwartale (o 2,8 mld USD od początku roku) oraz spadku polskich zobowiązań wobec zagranicy (odpowiednio o 567 mln USD i 1,1 mld USD). W tym ostatnim przypadku większość stanowiła spłata zobowiązań kapitałowych wobec Klubu Paryskiego w wysokości 603 mln USD. Natomiast wycofywanie lokat z banków za granicą wynikać może ze spadku ryzyka kursowego w ocenie krajowych instytucji finansowych. W rezultacie saldo rachunku kapitałowego i finansowego wyniosło 2,7 mld USD na koniec III kwartału br., co przy deficycie na rachunku obrotów bieżących w wysokości 913 mln USD (oraz niewielkim deficycie salda błędów i opuszczeń) spowodowało wzrost aktywów rezerwowych NBP o 1,1 mld USD do poziomu 29,3 mld USD.

Informacje o danych makroekonomicznych nie miały trwałszego wpływu na rynek walutowy i kurs złotego, gdyż albo nie różniły się znacząco od średnich oczekiwań, albo były niejednoznaczne, tak jak to miało miejsce w przypadku wahań miesięcznych wyników produkcji sprzedanej prze-

mysłu. Zasadnicze znaczenie miały jednak czynniki natury politycznej, które wpływały najsilniej na kurs złotego tak na początku III kwartału, jak i na początku IV kwartału br.

Lukasz Rawdanowicz

Handel zagraniczny

- Pozytywne trendy w eksporcie
- Wzrost eksportu do krajów Europy Środkowo-Wschodniej
- Nadal korzystne relacje cen w handlu zagranicznym

Analiza dostępnych danych wskazuje na utrzymujące się pozytywne trendy w polskim eksporcie. Według danych bilansu płatniczego nominalna roczna dynamika eksportu zwiększyła się z 6,3 proc. w II kwartale br. do 16,7 proc. w III kwartale. Także dane za II kwartał o wolumenie eksportu towarów (według statystyk celnych) oraz o realnym wzroście eksportu towarów i usług w ujęciu rachunków narodowych pokazują wysokie wzrosty – znacznie większe niż się spodziewaliśmy. Taki rozwój sytuacji bardzo cieszy, gdyż świadczy o utrzymaniu pozycji na rynkach zagranicznych oraz konkurencyjności polskich eksporterów, i to pomimo nienajlepszej koniunktury w strefie euro (głównego partnera handlowego). Należy jednak zwrócić uwagę nad dwa fakty. Po pierwsze, wysokiej aktywności eksportowej sprzyjały zmiany kursowe. Realny efektywny kurs złotego w II i III kwartale uległ deprecjacji w porównaniu do analogicznego okresu ub.r. Wynikało to nie tylko z nominalnej deprecjacji złotego w stosunku do euro (w II kwartale również do dolara), ale także dzięki silnemu wyhamowaniu wzrostu cen – inflacja w Polsce była poniżej poziomu obserwowanego w strefie euro. Po drugie, wzrost wolumenu eksportu zawdzięczamy przede wszystkim eksportowi do krajów Europy Środkowo-Wschodniej – głównie do Rosji, Ukrainy, ale także Czech. Choć udział eksportu do tej grupy krajów w całym eksporcie nie jest zbyt wysoki (poniżej 20 proc. wobec ok. 70 proc. eksportu do UE), to duże przyrosty tego eksportu mają istotny wpływ na ogólną dynamikę jego wolumenu.

Warto również zaznaczyć, że dynamika eksportu w obrębie krajów UE jest zróżnicowana. Po 8 miesiącach br. nominalny eksport do Szwecji, Danii i Francji wzrósł silnie w skali rocznej, a prawie się nie zmienił lub spadł w przypadku handlu z Niemcami i Włochami. Taki podział dobrze

odzwierciedla różnice w tempie wzrostu PKB w poszczególnych krajach UE.

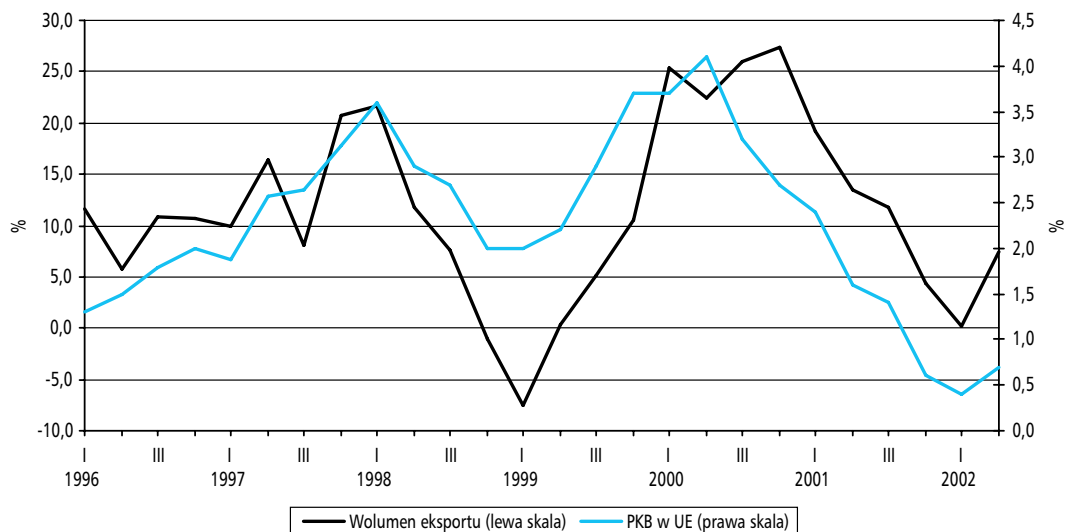
Według danych za I połowę br. w handlu z krajami Europy Środkowo-Wschodniej najszybciej wzrósł wolumen eksportu surowców niejadalnych z wyjątkiem paliw, chemikaliów i produktów pokrewnych, towarów przemysłowych sklasyfikowanych według surowca, maszyn, urządzeń i sprzętu transportowego oraz innych towarów przemysłowych. W przypadku eksportu do UE wolumeny eksportu prawie we wszystkich sekcjach klasyfikacji handlowej SITC (ang. *Standard International Trade Classification*) spadły, z wyjątkiem eksportu maszyn, urządzeń i sprzętu transportowego oraz towarów i transakcji niesklasyfikowanych w SITC.

Podkreślając pozytywne tendencje w eksporcie trzeba jednak zaznaczyć, że wolumen eksportu zarówno do UE, jak i krajów Europy Środkowo-Wschodniej rósł wolniej niż w ub.r. – dotyczy to przede wszystkim eksportu do UE: wzrost wolumenu o 1,0 proc. w skali roku w I połowie br. wobec 17,1 proc. w I połowie 2001 r.

W II i III kwartale obserwowaliśmy także wyższą dynamikę importu. Choć w II kwartale import w ujęciu bilansu płatniczego (w wyrażeniu nominalnym dolarowym) spadał, to wolumeny importu według statystyk celnych i definicji rachunków narodowych znacznie wzrosły (odpowiednio o 10,0 proc. i 7,9 proc. w skali roku). W III kwartale 8,8-proc. wzrost nominalny importu w ujęciu bilansu płatniczego daje podstawy, aby oczekiwać także dużego wzrostu wolumenów – nawet zakładając pewien wzrost światowych cen dóbr importowanych. Sądzymy, że popyt importowy w III kwartale napędzany był przez wyższą produkcję przemysłu przetwórczego i wysoki wzrost konsumpcji gospodarstw domowych. Według danych za I półrocze br. (w cenach bieżących) niecałe 60 proc. całkowitego importu to import zaopatrzeniowy, a około 22 proc. to import dóbr konsumpcyjnych.

W II kwartale br. odnotowany był duży wzrost wolumenu importu dóbr inwestycyjnych i konsumpcyjnych. O ile wyższy import dóbr konsumpcyjnych w świetle wysokiej dynamiki spożycia gospodarstw domowych nie jest zaskoczeniem, to w przypadku importu inwestycyjnego fakt ten może zastanawiać. W skali makro inwestycje silnie spadały zarówno w I kwartale, jak i II kwartale br. Jednakże inwestycje w środki transportu zmniejszały się najwolniej, a to właśnie import środków transportu przemysłowego wzrósł tak znacznie (aż o 70 proc. w skali roku za I połowę br., podczas

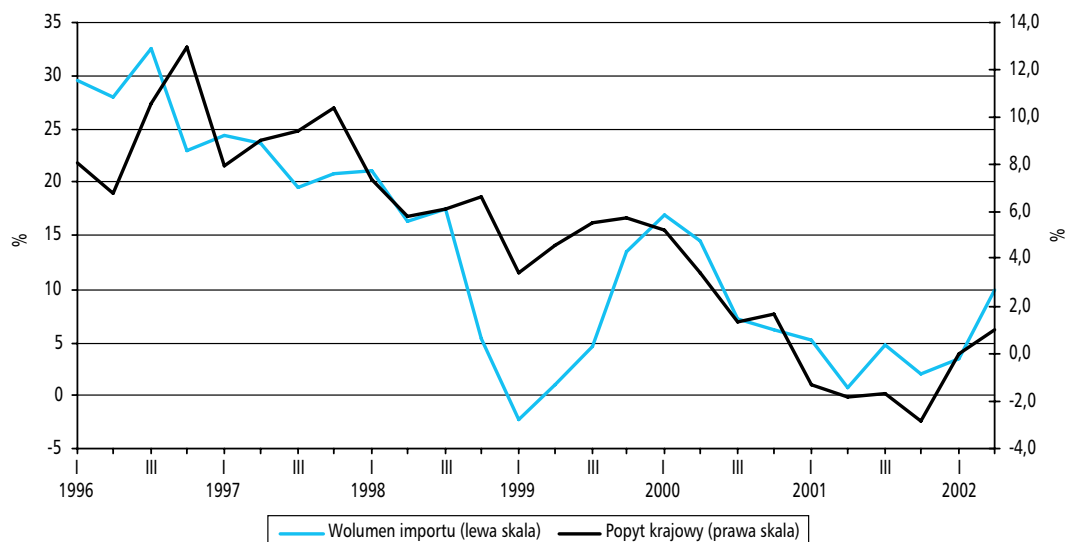
Wykres 2.3. Wolumen eksportu oraz wzrost gospodarczy w UE, 1996–2002 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz Eurostat.

Uwaga: Wolumen eksportu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

Wykres 2.4. Wolumen importu oraz popyt krajowy, 1996–2002 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Wolumen importu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

gdy w I kwartale import ten spadł o 10,4 proc.). Wśród dóbr konsumpcyjnych w I połowie br. najbardziej wzrósł wolumen importu samochodów i dóbr półtrwałego użytku.

W II kwartale wskaźnik *terms of trade* w dalszym ciągu utrzymywał się na korzystnym poziomie powyżej 100 (105,2) i był tylko nieznacznie niższy niż w I kwartale. Ceny eksportu wyrażone w złotych wzrosły znacznie na skutek deprecjacji złotego w stosunku do euro oraz dolara. Ceny importu zareagowały na zmiany kursowe w mniejszym stopniu. Wynikało to ze spadających (w ujęciu rocznym) światowych cen dóbr importowanych (szczególnie tych dedominowanych w euro). W III kwartale ceny eksportu powinny zachowywać się bardzo podobnie. Z drugiej strony, ceny importu mogły wzrosnąć w szybszym tempie w związku ze wzrostem cen surowców na rynkach światowych (np. ceny ropy *Brent* wzrosły średnio o 6,6 proc. w skali roku, wobec spadku w II kwartale średnio o 7,7 proc.). W związku z tym wskaźnik *terms of trade* powinien się pogorszyć.

Lukasz Rawdanowicz

Bilans płatniczy

- Rekordowe zmniejszenie deficytu obrotów bieżących
- Niski deficyt handlowy i wyższa nadwyżka niesklasyfikowanych obrotów bieżących
- Nadal niskie napływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych

W III kwartale br. deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do 911 mln USD. Tak niskiego poziomu nie obserwowano od 1998 r. Ten pozytywny wynik zawdzięczamy przede wszystkim niskiemu defycytowi handlowemu (-2,4 mld USD). Deficyt ten był nieznacznie wyższy niż w II kwartale, ale i tak historycznie stanowił bardzo dobry rezultat. Taka sytuacja nie jest niczym zaskakującym w związku ze słabym popytem krajowym i pozytywnymi trendami w eksporcie. W III kwartale nadwyżka niesklasyfikowanych obrotów bieżących wzrosła szybciej niż oczekiwaliśmy. Nie sprawdziła się więc nasza obawa, wyrażona w poprzednim numerze PG TOP, o strukturalnych przyczynach niższej nadwyżki niesklasyfikowanych obrotów bieżących.

W III kwartale saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych wyniosło niecałe 600 mln USD, czyli mniej niż

w poprzednich dwóch kwartałach – uważanych i tak za nienajlepsze pod względem napływu kapitału zagranicznego. Niskie napływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych, oprócz wcześniej wspomnianego wyhamowania procesu prywatyzacji, wynikają także z ogólnego trendu światowego. W związku ze słabą koniunkturą gospodarczą firmy zagraniczne są mniej skłonne inwestować w innych krajach. Jest to o tyle istotne, że prawie 70 proc. bezpośrednich inwestycji zagranicznych pochodzi z UE, a ta w ostatnim roku odnotowywała bardzo słabe wyniki gospodarcze.

Po stronie salda kapitału portfelowego w dalszym ciągu obserwujemy trend odpływu kapitału lokowanego w instrumenty udziałowe, a napływu kapitału lokowanego w instrumenty dłużne. W III kwartale bilans napływu kapitału portfelowego netto był dodatni i wyniósł 578 mln USD. Warto także zaznaczyć, że w lipcu wycofano z zagranicy prawie 1,4 mld USD (gotówka, rachunki bieżące i lokaty), co powiększyło dodatnie saldo na rachunku finansowym.

Na koniec września br. aktywa rezerwowe brutto wzrosły w porównaniu z końcem czerwca do 29,3 mld USD. Suma ta wystarcza na pokrycie równowartości ponad 8-miesięcznego importu.

Małgorzata Markiewicz

Finanse Publiczne

- Wysokie wpływy podatkowe
- Zmiana założeń budżetowych na 2003 r.

Po dziewięciu miesiącach br. dochody budżetowe zrealizowano w 71,5 proc., wydatki w 72,1 proc. i deficyt w 74,4 proc. Po stronie dochodów utrzymały się dotychczasowe trendy, choć osłabła dynamika dochodów podatkowych. W III kwartale wpływy z podatków pośrednich były o 3,7 proc. realnie wyższe niż w analogicznym okresie ub.r., z podatku CIT – o 0,5 proc., a wpływy z PIT spadły o 7,7 proc. Do budżetu wpłynął zysk NBP w wysokości 2,6 mld PLN, o 620,4 mln wyższy od planu. Realizacja zysku NBP oraz wykonanie dochodów państwowych jednostek budżetowych w 84,6 proc. planu umożliwiły z kolei wysokie wykonanie dochodów niepodatkowych. W obliczu niskich wpływów z prywatyzacji (15 proc. planu) deficyt sfinansowany był w większości poprzez zwiększenie długu

publicznego (głównie na rynku krajowym). We wrześniu br. Sejm uchwalił nowelizację Karty Nauczyciela zakładającą wdrożenie od 1 października trzeciego etapu podwyżek dla nauczycieli. Zgodnie z ustawą budżetową na 2002 r., było to możliwe dzięki wysokiej ściągłości podatku VAT. Łączny koszt podwyżek w 2002 r. wyniesie około 487 mln PLN.

FUS

Po trzech kwartałach br. przekazano z budżetu 71,3 proc. planowanej dotacji dla FUS wynoszącej 27,3 mld PLN. Z kolei FUS przekazał do otwartych funduszy emerytalnych jedynie 6,9 mld PLN (60 proc. planu założonego w budżecie na 2002 r.). W projekcie budżetu na 2003 r. przewidywaną wielkość transferu składek do OFE w 2002 r. obniżono o 1,7 mld PLN.

Samorządy

Po dwóch kwartałach br. samorządy odnotowały nadwyżkę w wysokości 2,3 mld PLN, a poziom zadłużenia zwiększył się nieznacznie. Mimo to Ministerstwo Finansów zdecydowało się na rewizję prognoz wyniku finansowego samorządów na koniec bieżącego roku powiększając planowany deficyt o ponad 1 mld PLN do poziomu 6 mld PLN. Wyższy deficyt samorządów może wynikać z niskiej dotacji z budżetu państwa (wzrost w 2002 r. tylko o 1,9 proc.).

Budżet na 2003 r.

Podczas pracy nad projektem budżetu na 2003 r. zmieniono założenia budżetowe przyjęte przez rząd na początku lipca br. Podwyższono prognozę wzrostu gospodarczego z 3,1 do 3,5 proc. Zmianie uległy wszystkie wielkości budżetowe – dochody zwiększono o 5,2 mld PLN, a wydatki o 0,9 mld PLN. W rezultacie wielkość deficytu była o 4,3 mld PLN niższa. Główne źródło przyrostu dochodów stanowią wpływy z: (1) opłaty restrukturyzacyjnej 1,3 mld PLN, (2) abolicji podatkowej 600 mln PLN, (3) wyższej ściągłości podatków 1,5 mld PLN i (4) wyższej wpłaty zysku NBP o 1 mld PLN. Po stronie wydatków odstąpiono od zasady realnego wzrostu wydatków o 1 proc. Zdaniem Ministra Finansów Grzegorza Kołodki wydatki budżetu w wyrażeniu realnym nie powinny rosnać szybciej niż PKB. W myśl tej zasady w projekcie budżetu zapisano realny wzrost wydatków o 2,2 proc. Drugie czytanie zaplanowano na 21 listo-

pada, a trzecie na 23 listopada br. Prezydent skierował przyjętą przez Sejm ustawę o abolicji podatkowej do Trybunału Konstytucyjnego, który do końca listopada br. ma przedstawić swoją opinię. Dlatego też wpływy z abolicji podatkowej zapisane w budżecie obciążone są ryzykiem. Pozostałe pozycje dodatkowych dochodów również są wątpliwe. Według wstępnych danych z tytułu opłaty restrukturyzacyjnej do budżetu może trafić ok. 800 mln PLN. Przyjęty wzrost ściągłości podatków nie ma uzasadnienia w zmianach instytucjonalnych bądź prawnych, które sugerowałyby bardziej efektywny pobór podatków.

Rząd zaplanował istotne zmiany obowiązującego prawa, które niosą ze sobą następujące skutki dla budżetu:

- Na mocy rozporządzenia ministra finansów od 1 października br. obniżono o 30 proc. stawkę podatku akcyzowego od wyrobów spirytusowych.
- W pakiecie ustaw o budżecie złożono w Sejmie projekt nowelizacji ustawy o podatku CIT, którą Sejm przyjął 30 października. Stawka podatku CIT wyniesie w 2003 r. 27 proc. (uprzednio w ustawie zapisano jej obniżenie z obecnych 28 proc. do 24 proc. w 2003 r.). Stawka podatku CIT w wysokości 27 proc. ma obowiązywać bezterminowo.
- Rząd przyjął projekt zmian w ustawie o powszechnym ubezpieczeniu zdrowotnym oraz w ustawie o Narodowym Funduszu Zdrowia. Dzięki tym zmianom osoby, które przekroczyły 65 rok życia (grupa 4,5 mln osób) mogłyby kupować niektóre leki za złotówkę. Lista leków dostępnych za złotówkę ma być przedstawiona w końcu br. Propozycja ta może stwarzać zagrożenie niekontrolowanego wzrostu wydatków na refundację leków. Tworzenie grupy uprzywilejowanej może prowadzić do nadużywania przywilejów jak w przypadku bezpłatnego dostępu inwalidów wojennych do medykamentów, co doprowadziło do ogromnych nadużyć i konieczności zmiany ustawy o powszechnym ubezpieczeniu zdrowotnym. Zdaniem ekspertów propozycja jest również niezgodna z Konstytucją i normami Unii Europejskiej.
- Zgodnie z decyzją rządu przeciętne wynagrodzenie w sferze budżetowej w 2003 r. ma wzrosnąć nominalnie o 4 proc., zaś waloryzacja rent i emerytur ma wynieść 3,7 proc., co przy założonej w budżecie inflacji 2,3 proc. daje realny wzrost odpowiednio o 1,7 i 1,4 proc. Weryfikacja wskaźników oznacza wzrost wydatków na wynagrodzenia w państwowej sferze budżetowej o 250 mln PLN, zaś o 1 mld PLN na świadczenia dla emerytów i rencistów. Ministerstwo Finansów po raz pierwszy od kilku lat nie wpisało do ustawy budżetowej zakładanego wzrostu

rent i emerytur oraz średniorocznego wskaźnika waloryzacji tych świadczeń. Powodem jest opracowywana przez Ministerstwo Pracy ustawa zmieniająca zasady waloryzacji. Zgodnie z jej projektem wskaźnik waloryzacji od 2003 r. opierałby się o wzrost cen w poprzednim roku, a nie o przewidywaną inflację.

- Drugi etap podwyżek dla pracowników szkolnictwa wyższego miał nastąpić we wrześniu 2002 r., ale podczas prac nad budżetem na 2002 r. podwyżki zamrożono na rok. Oznacza to wzrost płac w szkolnictwie wyższym od września 2003 r.
- W 2003 r. nie ruszy system państwowego ratownictwa medycznego. W ustawach o budżetowych rząd zaproponował zawieszenie ustawy do 2005 r.

W przyszłym roku rząd planuje wprowadzenie winiet za korzystanie z najważniejszych dróg. Wpływy ze sprzedaży winiet, które początkowo oszacowano na 1,2–1,5 mld PLN rocznie, mają trafiać do Generalnej Dyrekcji Budowy Dróg i Autostrad (GDBDiA) przekształconej w spółkę akcyjną Zarząd Dróg Krajowych. W budżecie GDBDiA zapisano wpływy ze sprzedaży winiet w wysokości 800 mln PLN. Winiety prawdopodobnie nie zostaną wprowadzone od początku przyszłego roku. Ministerstwo Finansów twierdzi, że opłata powinna być obciążona 22-proc. podatkiem VAT.

Rafał Antczak

Polityka pieniężna

- Zmiana strategii dostrajania stóp
- Gorzej w sektorze bankowym

RPP obniżając stopy procentowe o 100 pkt. bazowych w III kwartale br. oraz o 50 pkt. bazowych w październiku, przy stabilizacji inflacji na poziomie 1,1–1,3 proc. w stosunku rocznym, odrobiła z nawiązką wzrost realnej stopy procentowej NBP w II kwartale br. W rezultacie realna stopa procentowa NBP w III kwartale wynosiła około 6 proc. w stosunku rocznym. Tak znaczące redukcje stóp procentowych wynikały z braku obaw RPP o realizację celu inflacyjnego na 2002 r., jak i na 2003 r. Jednocześnie nie sprawdziły się nasze oczekiwania co do zmiany instrumentu luzowania polityki monetarnej ze stóp procentowych na poziom

rezerw obowiązkowych. W tej ostatniej kwestii, jak również w walce z nadpłynnością w sektorze bankowym, nastąpiła kardynalna zmiana stanowiska RPP, które zawarło w „Założeniach polityki pieniężnej na 2003 r.” (por. *Polityka pieniężna – prognoza*).

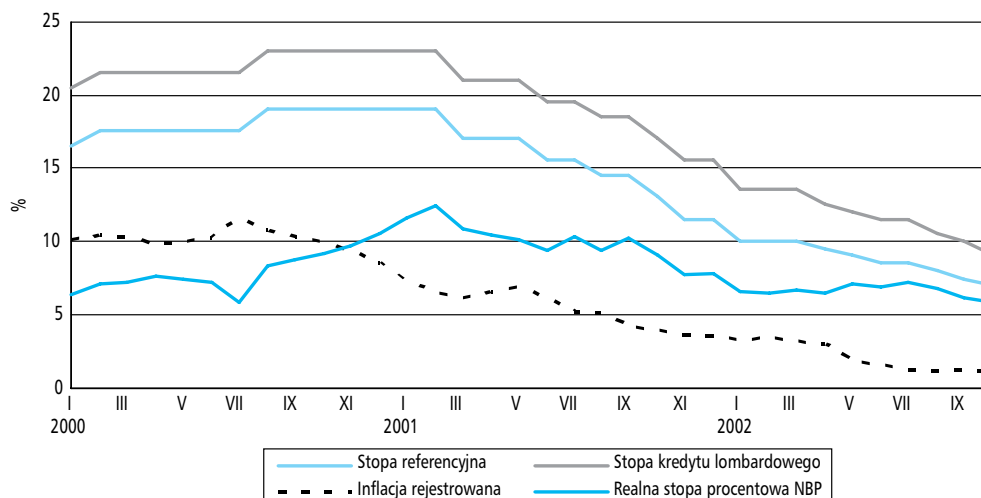
Spadek pieniądza rezerwowego po trzech kwartałach br. o 2,2 mld PLN wynikał ze spadku komponentu aktywów krajowych, na który z kolei złożył się spadek zadłużenia rządu z tytułu papierów skarbowych w posiadaniu NBP oraz wzrost depozytów sektora rządowego w NBP. Tradycyjnie już spadek zadłużenia rządu wobec NBP odbywał się równoległe ze wzrostem zadłużenia wobec banków komercyjnych. W rezultacie spadku kredytu refinansowego (do 5,2 mld PLN) i operacji otwartego rynku (do 5,6 mld PLN) zmniejszeniu uległy również kredyty NBP dla sektora finansowego. W III kwartale, w przeciwieństwie do sytuacji w dwóch poprzednich, nastąpił silny wzrost komponentu aktywów zagranicznych netto. Powodem był wzrost rezerw walutowych w III kwartale br., silniejszy niż efekt osłabienia złotego (poprzez *valuation adjustment*).

Pieniądz gotówkowy w obiegu nadal wzrastał w III kwartale br., utrzymując średnioroczne tempo z poprzedniego kwartału (ponad 17 proc.) i znacznie powyżej średniej z wcześniejszych okresów. Spadek podaży pieniądza M3 w III kwartale spowodował zmniejszenie monetaryzacji polskiej gospodarki do poziomu 43,5 proc. PKB. i był to pierwszy spadek od 1995 r., tj. od kiedy publikowane są dane kwartalne PKB. Wynikało to zarówno ze spadku komponentów podaży M3, wzrostu prędkości obiegu szerokiego pieniądza, jak i odbicia wzrostu PKB. Spadek ten wydawał się też być istotnym czynnikiem przemawiającym za obniżką stóp procentowych we wrześniu–październiku, a stąd dążeniem do wzrostu podaży komponentów M3.

System bankowy i szeroki pieniądz

Większość komponentów podaży pieniądza M3 zmalała po trzech kwartałach br., co spowodowało spadek M3 o 2,1 proc. Aktywa zagraniczne netto spadały w efekcie wycofywania depozytów banków krajowych z banków zagranicznych oraz spłacaniu zaciągniętych kredytów. Natomiast spadek kredytu krajowego był wynikiem zmniejszenia zadłużenia rządu netto wobec sektora bankowego w efekcie silniejszego wzrostu depozytów rządu (o 13,7 mld PLN po trzech kwartałach), niż kredytów i należności.

Wykres 2.5. Instrumenty polityki pieniężnej, 2000–2002



Źródło: NBP i CASE.

Uwaga: Realna stopa procentowa NBP stanowi różnicę pomiędzy stopą referencyjną NBP a inflacją rejestrowaną w stosunku rocznym.

Tabela 2.1. Dekompozycja dynamiki podaży pieniądza, 2001–2002 (narastająco w proc.)

Okres	2001				2002		
	I	II	III	IV	I	II	III
Pieniądz rezerwowy	-1,0	-0,5	-1,0	22,4	-2,8	5,1	-3,7
Aktywa zagraniczne netto	-1,5	-12,2	-25,3	-11,9	-9,8	-9,8	9,1
Kredyt krajowy netto	-5,9	-3,3	-7,3	5,6	-33,0	-22,3	-41,1
Sektor budżetowy netto	-6,7	-4,8	-11,7	7,7	-15,9	-16,6	-30,7
Sektor finansowy netto	0,8	1,5	4,4	-2,1	-17,1	-5,8	-10,4
Saldo pozostałych pozycji	6,5	15,2	31,5	28,8	40,1	37,3	28,3
Pieniądz M3	2,9	4,6	8,3	9,0	-2,6	-1,7	-2,1
Aktywa zagraniczne netto	1,0	-1,5	-4,5	1,9	-3,4	-3,9	-2,3
Kredyt krajowy netto	-0,1	0,0	4,1	2,4	-2,4	-0,3	-0,5
Sektor budżetowy netto	-0,8	0,2	0,4	4,4	-2,0	-1,0	-2,8
Sektor prywatny netto	0,9	0,0	2,9	-3,1	-0,4	0,4	1,7
Saldo pozostałych pozycji	2,0	6,1	8,7	4,7	3,3	2,6	0,6

Źródło: NBP oraz obliczenia własne.

Uwaga: Udział komponentów podaży pieniądza wyliczany jest ze wzoru $\Delta M/M_{-1} = \Delta AZN/M_{-1} + \Delta SBNI/M_{-1} + \Delta SPFN/M_{-1} + \Delta SPP/M_{-1}$, narastająco w danym roku. Aktywa zagraniczne netto zostały przeszacowane (valuation adjustment) przy użyciu kursu średniego koszyka walut (0,6 euro i 0,4 USD) dla danego okresu.

Tabela 2.2. Kalendarium najważniejszych wydarzeń w polityce pieniężnej NBP, 2002

Źródło	Data uchwały	Wydarzenia
Dz. Urz. NBP Nr 6	15 marca	Zmiana zasad naliczania i utrzymywania przez banki rezerwy obowiązkowej (stopniowe wprowadzania standardów ECB)
Dz. Urz. NBP 7	25 kwietnia	Stopa redyskontowa NBP 11,0 proc. Stopa kredytu lombardowego 12,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 12,5/13,5 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 6,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 9,5 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 8	29 maja	Stopa redyskontowa NBP 10,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 12,0 proc. Stopa kredytu refinansowego 12,0/13,0 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 6,0 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 9,0 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 9	26 czerwca	Stopa redyskontowa NBP 10,0 proc. Stopa kredytu lombardowego 11,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 11,5/12,5 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 5,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 8,5 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 11	28 sierpnia	Stopa redyskontowa NBP 9,0 proc. Stopa kredytu lombardowego 10,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 10,5/11,5 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 5,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 8,0 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 14	25 września	Stopa redyskontowa NBP 8,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 10,0 proc. Stopa kredytu refinansowego 10,0/11,0 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 5,0 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 7,5 proc.
M.P. Nr 54 poz. 678	25 września	Publikacja założeń polityki pieniężnej na 2003 r., bezpośrednim celem jest inflacja rejestrowana 3 proc. na koniec roku, z granicą odchyień +/- 1 pkt proc.
Dz. Urz. NBP Nr 16	24 października	Stopa redyskontowa NBP 7,75 proc. Stopa kredytu lombardowego 9,0 proc. Stopa kredytu refinansowego 9,0/10,0 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 5,0 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 7,0 proc.

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

Od początku roku wzrosło zadłużenie rządu z tytułu udzielonych kredytów przez banki komercyjne (o 1,4 mld PLN) oraz emisji SPW (o 5,5 mld PLN). W rezultacie udział kredytów dla sektora publicznego spadł, ale nadal stanowi on ponad połowę (54 proc.) sumy kredytów dla przedsiębiorstw.

Istotnym czynnikiem wzrostu M3 w III kwartale były kredyty dla sektora prywatnego, które rosły w tempie zbliżonym do II kwartału. Do wzrostu kredytów przyczyniła się poprawa koniunktury oraz dalszy spadek stóp procentowych kredytów (od stycznia 2001 r. do września br. o 970 pkt. bazowych dla przedsiębiorstw przy spadku indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu o 530 pkt. bazowych oraz o 700 pkt. bazowych dla gospodarstw domowych przy spadku inflacji rejestrowanej o 720 pkt. bazowych). Na wzrost zainteresowania kredytami wpłynęła też tańsza oferta kredytów walutowych, w tym głównie kredytów hipotecznych, które wzrosły o 2,5 mld PLN w III kwartale br. w porównaniu z końcem II kwartału, a ich udział w kredytach hipotecznych wzrósł do 65 proc.

Jednak spadek oprocentowania kredytów był mniejszy niż depozytów tak dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. W rezultacie *spread* na koniec września br. wzrósł do poziomu 640 pkt. bazowych dla przedsiębiorstw i 1080 pkt. bazowych dla gospodarstw domowych w porównaniu z odpowiednio 620 i 990 pkt. bazowymi w marcu br. Wysoki i rosnący *spread* wynika z pogarszającej się jakości portfela kredytowego banków (i tworzenia rezerw na należności zagrożone), jak również z wysokich kosztów działalności bankowej, w tym utrzymywania ponad dwukrotnie wyższego poziomu rezerwy obowiązkowej w Polsce niż w krajach UE i Europy Środkowej. Raport Głównego Inspektoratu Nadzoru Bankowego z października br. wskazuje na wzrost udziału należności zagrożonych do 21 proc. na koniec czerwca br., co stanowi wzrost o 1 pkt. proc. w stosunku do marca br. Udział ten wzrastał silnie w przypadku należności od przedsiębiorstw niż gospodarstw domowych. W ciągu I połowy br., wśród należności zagrożonych, szybciej wzrastał udział należności wątpliwych i straconych; te ostatnie stanowią już prawie połowę należności zagrożonych (9,9 proc. należności ogółem). W rezultacie współczynnik wypłacalności banków spadł do średniego poziomu 13,7 proc. na koniec czerwca br. w porównaniu z 15,1 proc. na koniec 2001 r. Banki zwiększyły też zaangażowanie w transakcje pochodne, których wartość wzrosła o 12,5 proc. na koniec czerwca br. w porównaniu z końcem 2001 r. Wzrost ten wynikał z przyrostu transakcji spekulacyj-

nych, w tym zwłaszcza na stopę procentową, o 50 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., przy spadku wartości transakcji zabezpieczających.

Spadek oprocentowania depozytów przyczynił się do zmniejszenia depozytów w bankach o 10,1 mld PLN na koniec września br. w stosunku rocznym, co wynikało ze spadku depozytów gospodarstw domowych. Depozyty przedsiębiorstw wykazały natomiast wzrost o 4,9 mld PLN za analogiczny okres. Jednak przepływ środków do pozabankowych instytucji finansowych nie zrekompensował odpływu depozytów.

Rafał Antczak

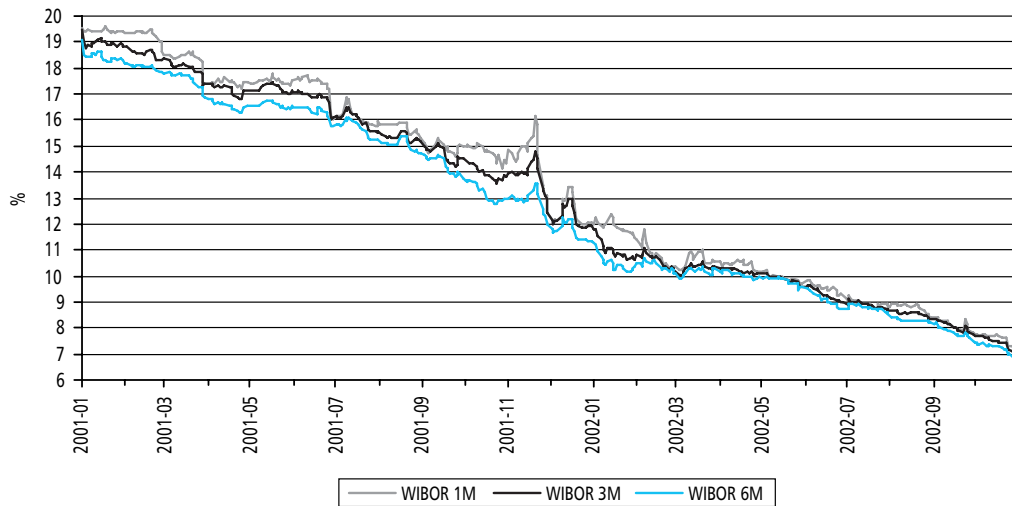
Rynki finansowe

- Wzrost podaży i ceny bonów
- Wysoki popyt na obligacje przy niskiej podaży
- Konwersja długoterminowych stóp procentowych

Krótkoterminowe stopy procentowe

Z początkiem lipca oprocentowanie depozytów międzybankowych i swapów walutowych o wszystkich terminach zapadalności nieznacznie wzrosło, odzwierciedlając niepewność rynku związaną z wydarzeniami politycznymi – rekonstrukcja rządu i zmiana na stanowisku ministra finansów. Stabilizacja rynku trwała do końca lipca, po czym, wobec braku obniżek stóp procentowych, zaczęły nasilać się oczekiwania co do redukcji stóp w sierpniu. Najwyraźniej rynek spodziewał się redukcji stóp o 25 pkt. bazowych, gdyż cięcia o 50 pkt. bazowych zdyskontował dopiero po ogłoszeniu sierpniowej decyzji RPP. We wrześniu, rynki trafniej antycypowały obniżkę stóp – redukcja o 50 pkt. bazowych została zdyskontowana w połowie miesiąca. Przekonanie rynków o nieuchronności obniżki stóp procentowych obrazował spadek oprocentowania stawek o najdłuższym terminie zapadalności. Przyczyniały się do tego dane o spadającej inflacji do kolejnych rekordowo niskich poziomów oraz brak jasnych sygnałów o ożywieniu gospodarczym w Polsce i na świecie. Jednak stawki krótkoterminowe (1-miesięczny WIBOR) gwałtownie rosły przed i w trakcie wrześniowego posiedzenia RPP, obrazując sporą niepewność co do ostatecznej decyzji Rady.

Wykres 2.6. Stopy procentowe depozytów na rynku międzybankowym, 2001–2002 (dane dzienne)



Źródło: NBP

W III kwartale br., Ministerstwo Finansów sprzedało bony skarbowe o wartości 11,5 mld PLN, w porównaniu z 8,5 mld PLN w II kwartale. W rezultacie po 9 miesiącach br. podaż bonów okazała się wyższa o ponad 62 proc. (o 3,6 mld PLN) w porównaniu do planu założonego w budżecie na 2002 r. Większa sprzedaż bonów wraz z wyższym niż planowano zagranicznym finansowaniem deficytu budżetowego (o 175 proc., tj. 2 mld PLN) pokryły braki (5,6 mld PLN) w planowanych dochodach z prywatyzacji. Jednak pomimo dużej podaży bonów skarbowych popyt na nie ponad trzykrotnie przewyższał podaż i w efekcie średnia rentowność bonów spadła (a cena wzrosła) z poziomu 8,603 proc. w czerwcu do 7,240 proc. we wrześniu. Spadek ten był większy niż skala obniżek stóp procentowych NBP w III kwartale (o 100 pkt. bazowych).

W początkach października oczekiwano dalszych redukcji stóp procentowych NBP. Tak jak we wrześniu dotyczyło to mniejszej skali redukcji (o 25 pkt. bazowych) i przekładało się na rentowność papierów o dłuższej zapadalności. Wydaje się więc, że od pewnego czasu zarówno moment, jak i skala redukcji stóp przez RPP stanowią dla rynku pewne zaskoczenie.

Wobec potrzeb budżetowych w III kwartale NBP ograniczył podaż bonów pieniężnych, pomimo od dwu- do czterokrotnie wyższego popytu, unikając w ten sposób

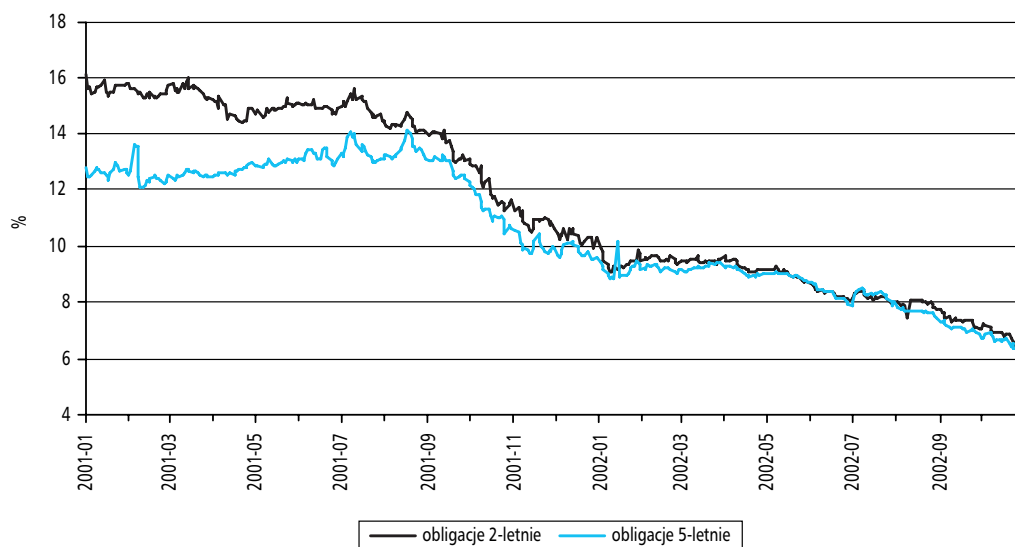
konkurencji z Ministerstwem Finansów. Sprzedano w rezultacie bony na sumę 25,2 mld PLN wobec 37 mld PLN w II kwartale i 53,1 mld PLN w I kwartale br.

Długoterminowe stopy procentowe

Podaż obligacji skarbowych ukształtowała się odmiennie niż bonów. Ministerstwo Finansów sprzedało w III kwartale br. obligacje za 10,6 mld PLN przy ponad trzykrotnie wyższym popycie wobec 11,1 mld PLN i ponad dwukrotnie wyższym popycie w II kwartale. Po okresie lipcowej niepewności, w sierpniu–wrześniu znaczący popyt pojawił się ze strony inwestorów zagranicznych, którzy przeważnie nabywali obligacje 2-letnie (zerokuponowe), a udział obligacji w zakupach nierezzydentów przekroczył 12 proc. we wrześniu (w porównaniu z 4 proc. w czerwcu). Inwestorzy zagraniczni nie wykazali natomiast zainteresowania drugą emisją obligacji 20-letnich. Mimo to zakończyła się ona pełnym sukcesem – podaż wzrosła dwu i półkrotnie (do 1 mld PLN) w porównaniu z pierwszą emisją w kwietniu br., przy dwukrotnie wyższym popycie.

Wysoki popyt w III kwartale br. pozwolił Ministerstwu Finansów obniżyć rentowności tak krótkich, jak i długich instrumentów dłużnych w stopniu wyższym niż obniżka

Wykres 2.7. Dochodowość 2- i 5-letnich obligacji skarbowych, 2001–2002 (dane dzienne)



Źródło: NBP.

stóp procentowych NBP. Wyjątek od reguły stanowił lipiec, kiedy to proponowane przez inwestorów ceny odbiegały od oczekiwań Ministerstwa Finansów. Jednak wobec rekordowo wysokiego poziomu środków zgromadzonych na lokatach w NBP (12,4 mld PLN) ministerstwo nie było zmuszone do akceptowania niekorzystnych ofert. Prawdopodobnie wybór takiej strategii zdają się potwierdzać wyniki za I połowę października, gdy zwiększona podaż obligacji (5,3 mld PLN) spotkała się z wysokim popytem przy spadku rentowności obligacji dwu- i pięcioletnich.

Na przełomie III i IV kwartału miała miejsce konwergencja długoterminowych stóp procentowych w Polsce ze stopami krajów strefy euro. Średnia rentowność obligacji 10-letnich (DS1110) została obniżona z 7,560 proc. w lipcu do 6,224 proc. (DS1013) w początkach października, a obligacji 20-letnich z 7,215 proc. w kwietniu do 6,219 proc. we wrześniu. Wobec rentowności 10- i 20-letnich obligacji w trzech krajach UE o najniższej inflacji na poziomie około 4,4 proc., długoterminowe stopy w Polsce znajdowały się w przedziale do 200 pkt. bazowych powyżej średnich stóp w UE. Oznacza to wypełnienie przez Polskę

trzeciego (po inflacji i długu publicznym) z czterech kryteriów zbieżności ustalonych w Traktacie z Maastricht.

We wrześniu br. miała miejsce emisja obligacji rządu RP o wartości 400 mln USD na rynku amerykańskim. Stanowiła uzupełnienie emisji z czerwca (1 mld USD). Zgodnie z oczekiwaniami rynków środki te zostały wykorzystane na wykup obligacji Brady'ego (typ PDI) na sumę 1,3 mld USD i o wartości nominalnej 2,46 mld USD, co zostało ogłoszone z końcem października. Dodatkowe środki na tę operację ministerstwo pozyskało z emisji obligacji 8-letnich na sumę 400 mln funtów brytyjskich przeprowadzonej z początkiem listopada. Po czterokrotnych już operacjach wykupu w obrocie pozostaje nadal 4,48 mld USD obligacji Brady'ego. Przypominają o polskim *default* w 1981 r., co dla finansowej wiarygodności kraju jest dość uciążliwe. W tej sytuacji Ministerstwo Finansów będzie kontynuować operację wykupu Bradys, mając praktycznie czas do jesieni 2003 r. Z początkiem 2004 r. nastąpi znaczne spiętrzenie spłat odsetek i kapitału zadłużenia zagranicznego, co wymagać będzie rolowania długu przy jak najniższej rentowności.

Prognoza sytuacji gospodarczej na lata 2002–2004

Lukasz Rawdanowicz

Wzrost gospodarczy

PKB i czynniki popytowe

- Stopniowa odbudowa popytu krajowego

Poprawa koniunktury gospodarczej stała się faktem, choć jej tempo nadal jest powolne – wzrost gospodarczy w III kwartale zbliżył się do 2 proc. z poziomu poniżej 1 proc. w poprzednich pięciu kwartałach. Ponadto, od II kwartału rośnie popyt krajowy. Biorąc pod uwagę, iż dane i szacunki PKB za pierwsze trzy kwartały br. są znane, tempo wzrostu gospodarczego w całym 2002 r. jest już raczej zdeterminowane. IV kwartał nie powinien przynieść istotnej zmiany w porównaniu z III kwartałem. W ostatnich trzech miesiącach roku oczekujemy stabilnej dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych oraz mniejszego spadku inwestycji. W konsekwencji tempo popytu krajowego przyspieszy, ale pogorszy się też saldo handlu zagranicznego. W związku z powyższym utrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB w 2002 r. na poziomie 1,3 proc.

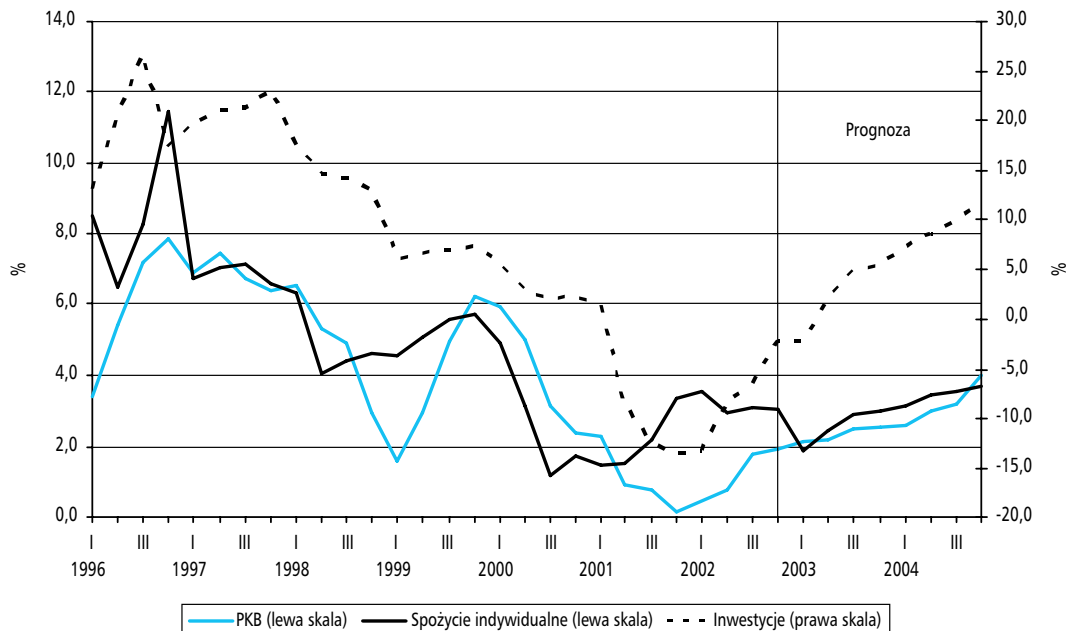
W kontekście mniej optymistycznych prognoz poprawy koniunktury w świecie, a przede wszystkim w Niemczech (por. *Gospodarka światowa*) dynamika PKB w 2003 r. zależy będzie bardziej od popytu krajowego niż uwarunkowań zewnętrznych. Wyniki z ostatnich kwartałów pokaza-

ły, iż konsumpcja gospodarstw domowych jest mało wrażliwa na spowolnienie koniunkturalne i rosnącą stopę bezrobocia. Spadek dynamiki płac i świadczeń społecznych kompensowany był niższą skłonnością do oszczędzania, a także wyższymi dochodami z działalności gospodarczej na własny rachunek. W tym kontekście nasza obecna prognoza jest dosyć ostrożna, gdyż uwarunkowania konsumpcji prywatnej w 2003 r. będą poprawiać się. W 2003 r. oczekujemy wyższej dynamiki realnych dochodów z pracy w związku z wyższą realną średnią płacą, jak i zahamowaniem spadku zatrudnienia. Dynamika dochodów z własnej działalności gospodarczej powinna utrzymać się co najmniej na poziomie z br. Sprzyjać temu będzie wyższa aktywność gospodarcza w handlu i przetwórstwie przemysłowym, a także budownictwie indywidualnym. Na razie nie ma też podstaw, aby oczekiwać znaczącego wzrostu stopy oszczędności. Ponadto, w związku ze stabilizacją sytuacji na rynku pracy i cen można oczekiwać poprawy zaufania konsumentów. Z drugiej strony, w 2003 r. znacznie wolniej będą rosły świadczenia społeczne.

Po stronie inwestycji, choć obniżyliśmy prognozę ich wzrostu, w dalszym ciągu utrzymujemy prognozę poprawy ogólnego klimatu inwestycyjnego. W okresie styczeń–wrzesień poprawiła się rentowność przedsiębiorstw w porównaniu z 2001 r. oraz nastąpiły cięcia stóp procentowych. Utrzymanie tych trendów powinno sprzyjać aktywności inwestycyjnej.

Przyspieszenie tempa popytu krajowego w 2003 r. będzie powodowało zmniejszanie się nadwyżki ekspor-

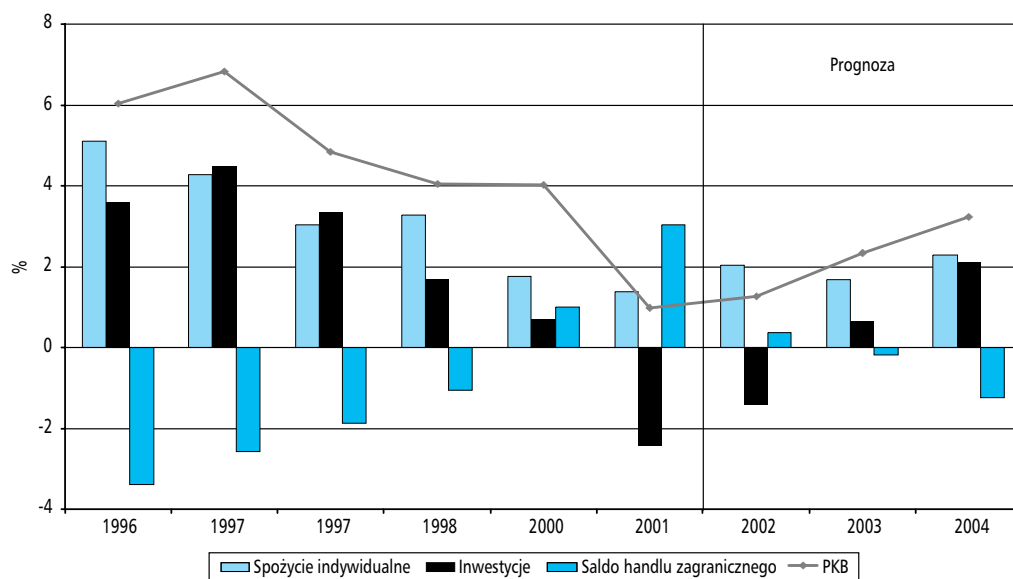
Wykres 3.1. Tempo wzrostu PKB, spożycia indywidualnego i inwestycji, 1996–2004 (zmiany w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2002 r. prognoza CASE.

Wykres 3.2. Dekompozycja wzrostu PKB, 1996–2004 (w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od 2002 r. prognoza CASE.

towej i w konsekwencji jej negatywną kontrybucję do wzrostu PKB. Trzeba tu jednak zaznaczyć, że mimo niższej prognozy wzrostu popytu krajowego w porównaniu do poprzedniego numeru PG TOP, jest możliwe utrzymanie starej prognozy wzrostu PKB. Niższa aktywność krajowa generuje słabszy popyt importowy, co w konsekwencji w mniejszym stopniu pogarsza saldo handlu zagranicznego.

W 2004 r. prognozujemy dalsze przyspieszenie tempa wzrostu popytu krajowego. Będzie to możliwe przede wszystkim za sprawą wyższej dynamiki inwestycji. W środowisku względnie stabilnych cen, utrzymującej się dynamiki konsumpcji prywatnej, niższych stóp procentowych, a także poprawy koniunktury w UE dalsze przyspieszenie aktywności inwestycyjnej jest pewne. W tym kontekście istotny będzie także fakt wstąpienia Polski do UE. Zapewnienie nowych źródeł finansowania wspomże inwestycje państwowe, choć ich wpływ na wzrost gospodarczy w 2004 r. może być niewielki w związku z procedurami uruchamiania środków unijnych. Członkostwo w UE zmniejszy ryzyko inwestycyjne. Fakt ten może prowadzić do wzrostu napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz zwiększenia nakładów inwestycyjnych

podmiotów prywatnych związanych z finansowaniem zagranicznym.

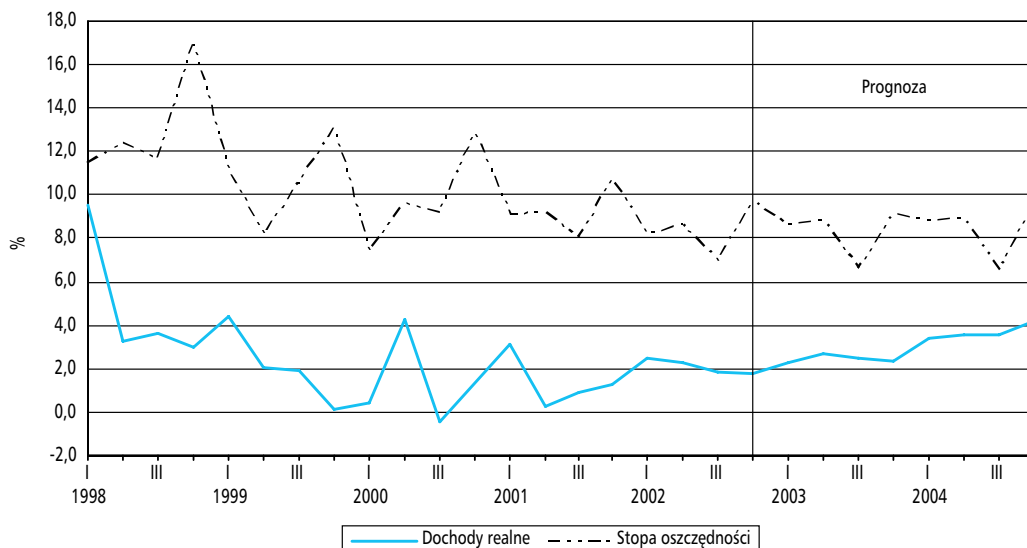
Poprawiająca się koniunktura u naszego głównego partnera handlowego – tj. UE (por. *Gospodarka światowa*) będzie sprzyjać wyższej dynamice eksportu w 2004 r. To z kolei będzie istotne w kompensowaniu bardzo wysokiego popytu importowego. Przy znacznej dynamice popytu krajowego wzrost eksportu nie będzie na tyle duży, by zapobiec pogarszaniu się salda handlu zagranicznego. Ujemna kontrybucja eksportu netto będzie się powiększać w porównaniu do 2003 r.

Sfera realna

- **Wolniejsza poprawa koniunktury w budownictwie**

W 2003 i 2004 r. obserwowac będziemy stopniowe przyspieszanie tempa wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu. Będzie się to wiązało z rosnącym popytem krajowym (konsumpcja gospodarstw domowych i przede wszystkim inwestycje), a także stopniową poprawą popytu zagranicznego.

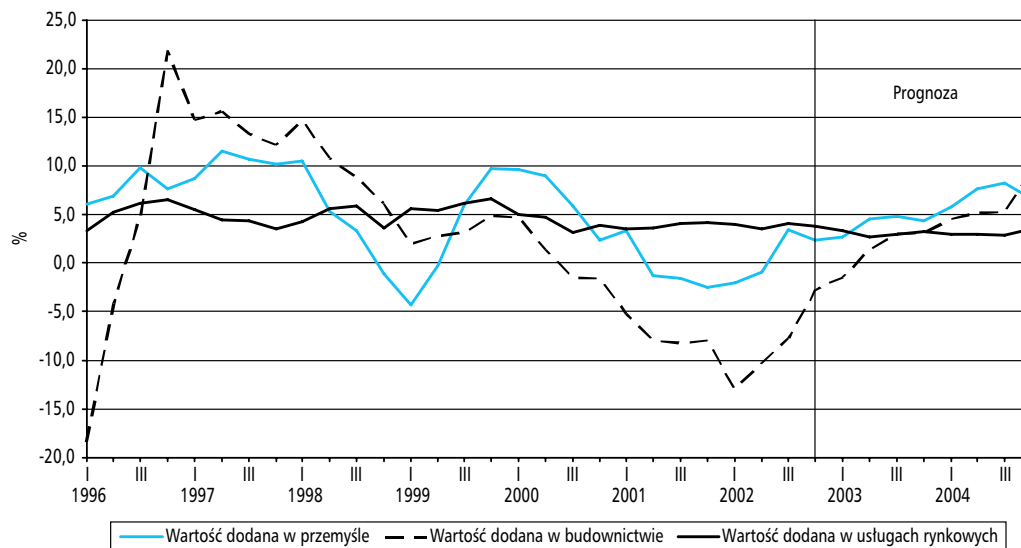
Wykres 3.3. Zmiana dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz stopa oszczędności, 1998–2004 (w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2002 r. prognoza CASE.

Wykres 3.4. Tempo wzrostu wartości dodanej w podstawowych sekcjach gospodarki narodowej, 1996–2004 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2002 r. prognoza CASE.

W związku z prognozą słabszej i późniejszej odbudowy inwestycji zrewidowaliśmy nasze oczekiwania co do wzrostu produkcji budowlanej. Rewizja ta nie wynika wyłącznie z samej zmiany prognozy dynamiki inwestycji, ale także ze zmiany ich struktury. Obecnie oczekujemy, iż najszybciej odbudowywane będą inwestycje w maszyny i urządzenia oraz sprzęt transportowy (napędzając głównie produkcję przemysłową i import), a nie w budynki i budowlę. Tak więc wyraźna poprawa koniunktury w budownictwie może nastąpić dopiero w 2004 r. Warto tu wspomnieć, iż prawdopodobnie utrzyma się różnica w aktywności dużych firm budowlanych i budownictwa indywidualnego.

Mateusz Walewski

Rynek pracy

• Stabilny poziom bezrobocia

Pomimo pojawiających się sygnałów świadczących o możliwej poprawie sytuacji na rynku pracy nie prognozu-

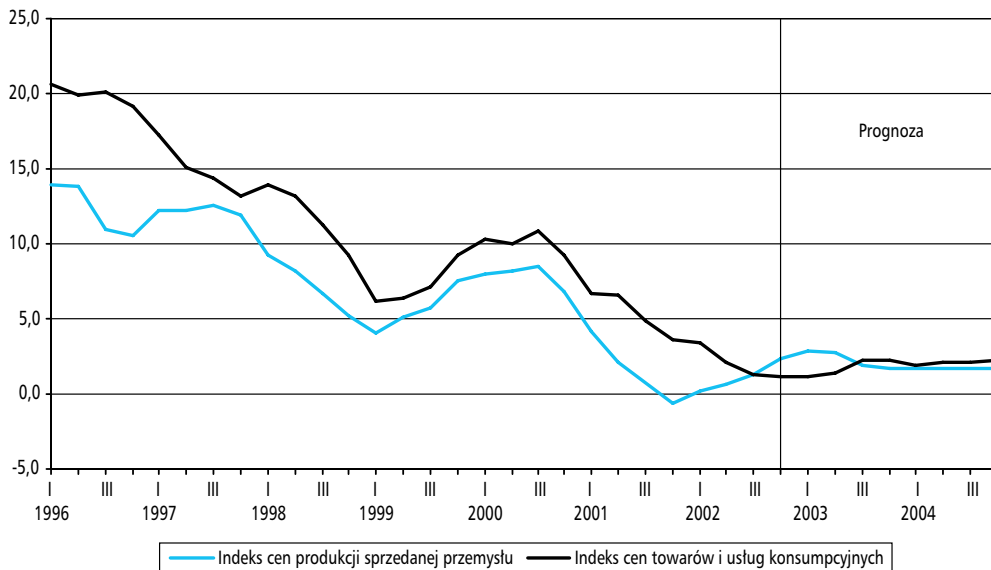
jemy spadku stopy bezrobocia w IV kwartale. Wynika to przede wszystkim z czynników sezonowych – w miesiącach zimowych zwykle następuje wzrost bezrobocia. Pozytywne sygnały skłoniły nas jednak do obniżenia prognozowanej na koniec tego roku stopy bezrobocia z 18,9 proc. do 18,3 proc.

Na koniec 2003 r. przewidujemy spadek stopy bezrobocia w porównaniu z końcem br. jedynie o 0,1 pkt. proc. W porównaniu do ubiegłych trzech lat, charakteryzujących się ciągłym wzrostem bezrobocia, sytuację taką należy uważać za poprawę na rynku pracy.

Zahamowanie wzrostu bezrobocia wynikać będzie przede wszystkim z powoli odbudowującego się wzrostu gospodarczego, ale także ze wstrzymania lub wygaśnięcia procesów restrukturyzacyjnych w niektórych branżach.

Zahamowanie restrukturyzacji jest zjawiskiem niekorzystnym dla długofalowego wzrostu gospodarczego. Uważamy ponadto, iż wraz z powolną poprawą koniunktury, procesy te nie są wystarczające do znaczącego spadku poziomu bezrobocia w przyszłym roku.

Wykres 3.5. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu, 1996–2004



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2002 r. prognoza CASE.

Ceny

Mariusz Jarmużek

- Stabilizacja inflacji wokół 3 proc.

Wraz ze zmianą założeń odnośnie kursu walutowego zmieniamy także prognozę inflacji. Przewidujemy, że dynamika inflacji mierzonej indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych ustabilizuje się do połowy 2003 r., a następnie nieznacznie wzrośnie w III kwartale 2003 r. Na kolejne dwa lata prognozujemy ustabilizowanie się dynamiki inflacji. Sytuacja ta będzie efektem stopniowego odbudowywania się popytu krajowego oraz związanych z nim skutków wcześniejszych obniżek stóp procentowych. W naszej prognozie zakładamy przemienny cykl plonów oraz dalsze rozluźnianie polityki pieniężnej, jednakże dużo mniejsze niż miało to miejsce w latach 2001–2002. Zakładamy także, iż URE w 2004 r. zatwierdzi wzrost taryf o ok. 4–5 proc. Przewidujemy, że dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych zbliżą się do siebie, co powinno sprzyjać poprawie wyników przedsiębiorstw. Poprawa aktywności ekonomicznej

powinna spowodować także zwiększenie wpływu kursu walutowego na poziom cen.

Relacje zewnętrzne

Rafał Antczak

Kurs walutowy

- Cezura referendum w Irlandii
- Fundamenty versus spekulacja, ciąg dalszy

Po wynikach referendum w Irlandii z 20 października kurs złotego systematycznie zaczął się umacniać w stosunku do dolara i euro (o 3,3 proc. i 1,8 proc. do końca października br.). Referendum było pierwszą z wielu przeszkód natury politycznej w procesie poszerzenia UE (kolejne to m.in. zamknięcie rozdziałów negocjacyjnych do końca br. oraz referendum krajowe jesienią 2003 r.). Pozytywny wynik w Irlandii i presja na nominalną aprecjację złotego może wskazywać na przełamanie bariery psychologicznej wśród inwestorów tak krajowych, jak i zagranicznych, którzy zwy-

kle obawiają się czynników natury politycznej, w tym przypadku blokujących proces rozszerzenia UE.

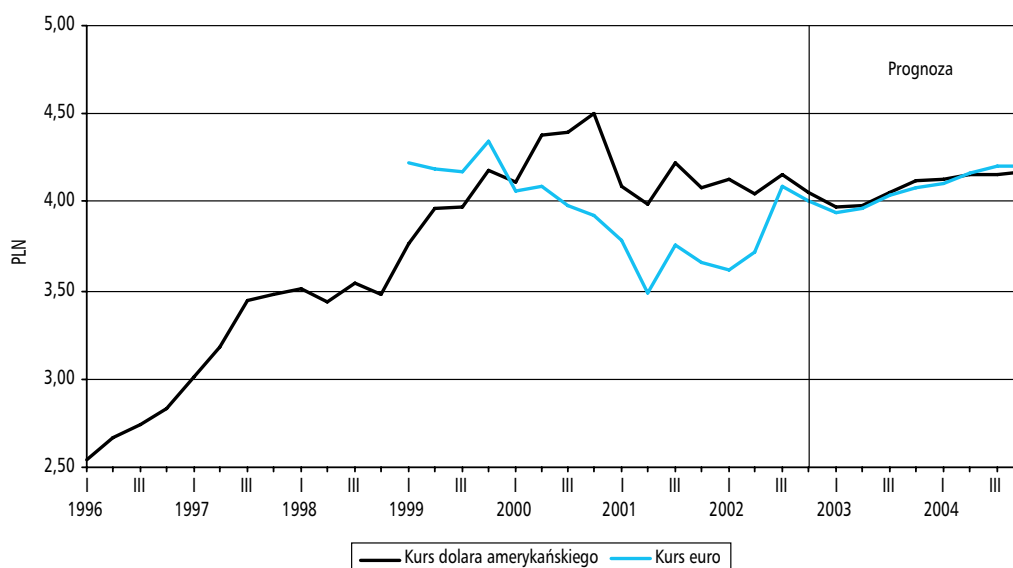
W IV kwartale br., podobnie jak w III kwartale, zakładamy, że sytuacja ekonomiczna w Polsce nie ulegnie zasadniczej poprawie w postaci zmniejszenia poziomu bezrobocia czy redukcji deficytu budżetowego. Stopniowe ożywienie w II połowie br. nie wpłynie negatywnie, przynajmniej w ciągu kolejnych dwóch kwartałów, na pogłębienie się nierównowagi zewnętrznej czy wzrost inflacji powyżej celu wyznaczonego przez RPP. Powyższe prognozy wskazują więc na dodatni (lub neutralny) wpływ fundamentów ekonomicznych na zachowanie kursu walutowego. Coraz bardziej realistyczny scenariusz przystąpienia Polski do UE w 2004 r. wydaje się przyczyniać do spadku ryzyka politycznego, ryzyka kursowego i ryzyka stopy procentowej. To z kolei powoduje wzrost zainteresowania złotym i w efekcie presję na jego wzmocnienie. Dlatego też nasza prognoza kursu złotego względem dolara i euro uległa zmianie i zakłada obecnie nominalną aprecjację złotego do połowy 2003 r., a następnie jego nieznaczne osłabienie w wyniku czynników ekonomicznych, takich jak wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących, inflacji i zwłaszcza kłopotów z kolejnym budżetem. Nie można jednak wykluczyć, że presja na nominalną aprecjację złotego w drugiej połowie

2003 r. będzie silniejsza niż słabe fundamenty ekonomiczne i złoty będzie się dalej umacniał.

Realizacja polityki fiskalnej w 2003 r. i jej kształt w 2004 r. stanowi największe ryzyko dla złotego. Ryzyko to występuje również po stronie UE i euro. Przekroczenie unijnego poziomu deficytu budżetowego przez Niemcy i Francję, lub też kontynuacja obecnie toczących się dyskusji o „poluzowaniu” kryteriów z Maastricht w sytuacji groźby stagflacji może mieć równie złe skutki dla euro, jak afery z kreatywną księgowością w USA dla dolara. Czynniki fundamentalne gospodarek USA i UE są bardzo niejednoznaczne, ale z pewnością nie wskazują na zdecydowane ożywienie w drugiej połowie br. Jednak dalsze obniżki stóp procentowych przez Fed prowadzą do ujemnych realnie stóp procentowych w USA, a w przypadku ECB do rozchodzenia się ścieżek inflacji na poziomie krajów znajdujących się w stagnacji (Niemcy, Francja, Włochy) i gospodarek szybko rosnących (Hiszpania, Irlandia). Jednak dysparytet stóp procentowych pomiędzy dolarem i euro będzie wpływać na krótkookresowe wzmocnienie tej ostatniej waluty.

Ewentualny wybuch konfliktu z Irakiem będzie miał raczej krótkookresowy wpływ na osłabienie dolara względem euro. Nie jest natomiast pewne czy osłabienie euro w hory-

Wykres 3.6. Kurs dolara i euro, 1996–2004 (w PLN)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2002 r. prognoza CASE.

zombie długookresowym zostanie spowodowane czynnikami fundamentalnymi (złamanie warunków Traktatu z Maastricht) i czy wpłynie ono na kurs złotego. Złoty może się zarówno wzmocnić – tak jak to miało miejsce w okresie przed- i po-akcesyjnym na przykład w Irlandii lub Hiszpanii, jak i też osłabić – jako waluta kraju, w którym ma miejsce permanentnie luźna polityka fiskalna i brakować będzie przesłanek do jej zmiany w ciągu najbliższych lat.

Lukasz Rawdanowicz

Handel zagraniczny i bilans płatniczy

- Stopniowe pogarszanie się salda handlu zagranicznego i rachunku obrotów bieżących
- Trudności w prognozowaniu bilansu płatniczego na 2004 r.

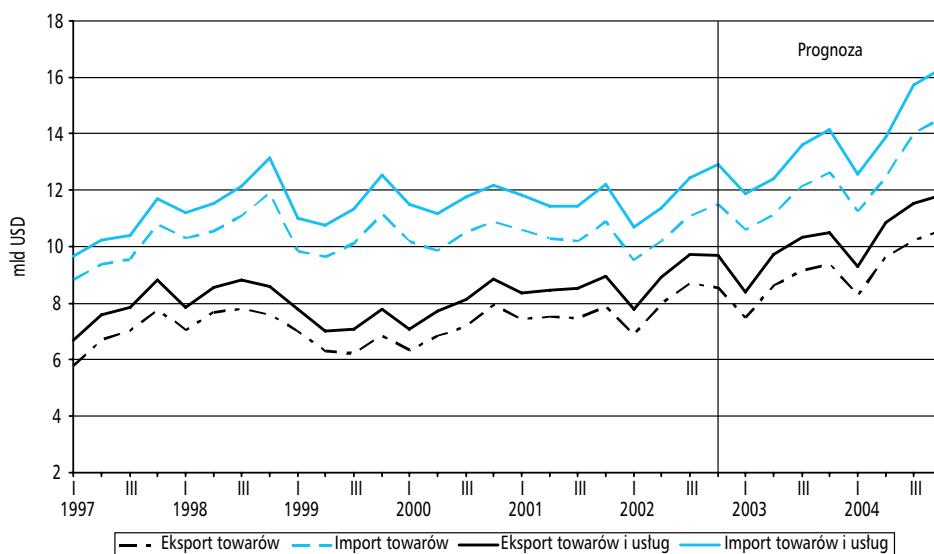
W 2002 r. prognozujemy deficyt obrotów bieżących w wysokości 6,8 mld USD, co stanowić będzie 3,7 proc. PKB. W kolejnych kwartałach 2003 i 2004 r. deficyt ten będzie się powiększać w relacji rocznej – w 2003 r. wyniesie 4,0 proc. PKB, a w 2004 r. 4,5 proc. PKB. Wynikać to będzie przede wszystkim z pogarszania się deficytu handlowego. Wzrost eksportu zgodny z założeniem o wzroście gospo-

darczym u naszych głównych partnerów handlowych nie będzie na tyle duży, by kompensować przyrost importu. Ożywienie popytu krajowego (szczególnie w 2004 r.) przyczyni się do wysokiej dynamiki importu.

Napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych za cały bieżący rok wyniesie według naszych prognoz prawie tyle samo, co napływ netto kapitału portfelowego. Po raz pierwszy odnotujemy tak niekorzystną strukturę finansowania deficytu obrotów bieżących. W latach 2003–2004 spodziewamy się, iż ta negatywna tendencja zostanie odwrócona. Przy nieco niższym napływie kapitału portfelowego, powiększać się będą inwestycje bezpośrednie. Przyspieszenie tempa wzrostu PKB w Polsce, poprawa koniunktury gospodarki światowej (przede wszystkim w Niemczech i Stanach Zjednoczonych) oraz polskie członkostwo w UE będzie sprzyjać napływom bezpośrednich inwestycji zagranicznych – szczególnie w 2004 r.

Pragniemy zaznaczyć, iż prognoza bilansu płatniczego na 2004 r. obarczona jest dużą niepewnością. Wiąże się to z wyznaczeniem daty wstąpienia Polski do UE i wynikającymi z tego faktu przepływami różnych środków, a także czynnikiem psychologicznym wpływającym na zachowanie inwestorów zagranicznych. Ponieważ na dziś nie wszystkie obszary negocjacyjne są zamknięte i nie są znane ostatecz-

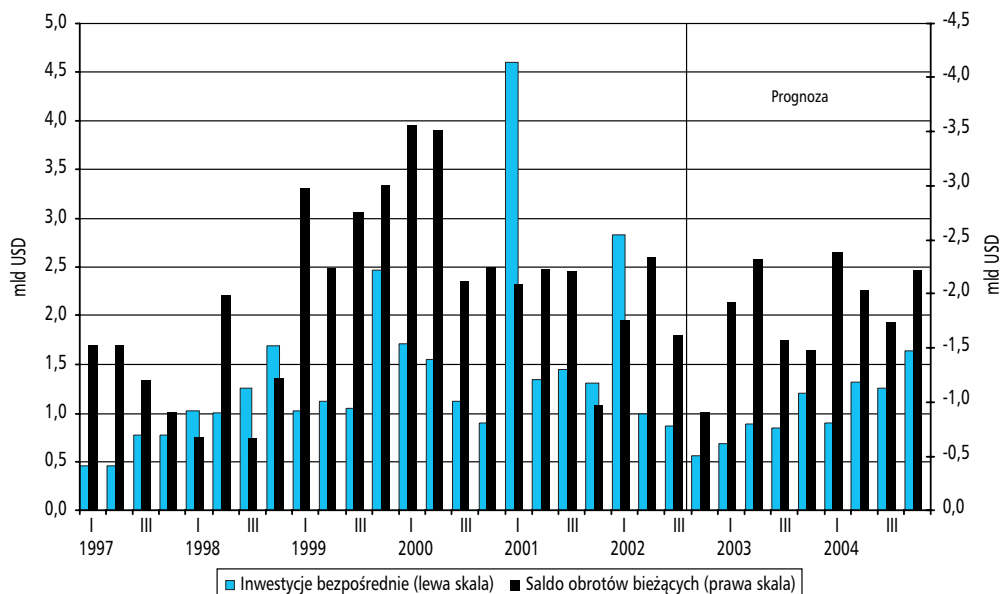
Wykres 3.7. Eksport oraz import towarów i usług, 1997–2004 (w mld USD)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2002 r. prognoza CASE.

Wykres 3.8. Saldo rachunku bieżącego oraz inwestycji bezpośrednich, 1997–2004 (w mld USD)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od IV kwartału 2002r. prognoza CASE.

ne rozstrzygnięcia co do przepływów różnych środków finansowych z UE (np. fundusze strukturalne, dopłaty do rolnictwa), jak i do UE (polska składka do budżetu UE oraz innych instytucji europejskich, cła) trudno przewidzieć jakie będzie saldo transferów. Ponadto, jeśli nawet znane byłyby konkretne wynegocjowane sumy, to planowane i rzeczywiste przepływy mogą się znacznie różnić w związku z procedurami udostępniania środków (ogłaszanie przetargów, zwroty po rozliczeniu projektów, etc.). Jeśli transfery netto w 2004 r. okażą się dość znaczne, to nawet przy obecnej prognozie salda handlowego deficyt na rachunku obrotów bieżących może okazać się mniejszy.

Małgorzata Markiewicz

Finanse Publiczne

- Rewizja prognozy na 2002 r.
- Duża niepewność dotycząca kształtu budżetu w 2004 r.

Wyniki za III kwartał br. przyczyniły się do weryfikacji naszej ostatniej prognozy budżetowej na br. Wysoka dynamika dochodów budżetowych zaobserwowana w II kwartale br. nie została utrzymana i w tej sytuacji niemal powróciliśmy do naszej prognozy sprzed dwóch kwartałów. Obecnie prognozujemy deficyt budżetowy w 2002 r. wyższy o 3,4 mld PLN od wielkości 40 mld PLN zapisanej w ustawie budżetowej. Oznacza to, że konieczne będą cięcia wydatków w końcu br., chociaż na nieco niższą kwotę z uwagi na oszczędności w kosztach obsługi długu na około 200 mln PLN.

Po stronie dochodów, na podstawie wyników po III kwartale, oczekujemy, że wpływy z cła będą wyższe od planu o około 250 mln PLN. Plany wzrostu wpływów z podatku PIT, bazujące na zmianach w ustawodawstwie wprowadzonych w listopadzie 2001 r., okazały się przeszacowane. Wpływy z podatku od oszczędności, zamiast 1,35 mld PLN założonych w budżecie, wyniosą około 800 mln PLN. Niższe będą również wpływy z akcyzy na energię elektryczną – z zapisanej w budżecie kwoty 2,3 mld PLN wpłynie jedynie około 1,3 mld PLN.

W naszej prognozie na 2003 r. szacujemy, że dochody będą niższe od założonych w budżecie o 4,6 mld PLN. Bar-

dzo wątpliwe jest uzyskanie wpływów z opłaty restrukturyzacyjnej w wysokości 1,3 mld PLN (według wstępnych danych do urzędów skarbowych wpłynęły wnioski o restrukturyzację zadłużenia w wysokości 5,3 mld PLN, a w projekcie ustawy budżetowej założono 10,1 mld PLN). Wątpliwe jest również uzyskanie wpływów z abolicji podatkowej (600 mln PLN). Zdaniem ekspertów, istnieje duże prawdopodobieństwo odrzucenia tej ustawy przez Trybunał Konstytucyjny. To wszystko pogorszy sytuację budżetu w roku przyszłym. Powolna odbudowa wzrostu gospodarczego nie rozwiąże tych trudności.

Problemy polityki fiskalnej w 2004 r.

Po odrzuceniu zasady ministra finansów Marka Belki dotyczącej wzrostu wydatków budżetowych o 1 proc. w wyrażeniu realnym, trudno ocenić, w jaki sposób będzie skonstruowany budżet na 2004 r. Szacunki sporządzone na początku listopada br. wskazują, że:

- Jeśli wstąpimy do Unii Europejskiej w 2004 r., to wydatki z tytułu składki członkowskiej wyniosą około 2,4 mld euro w pierwszym roku członkostwa, poza tym 1 mld euro z tytułu konieczności współfinansowania projektów unijnych ze środków budżetowych, o 232 mln euro z tytułu tzw. rabatu brytyjskiego oraz o trudną obecnie do wyznaczenia kwotę z tytułu aportów wniesionych do instytucji unijnych (tj. Europejskiego Banku Inwestycyjnego).
- Po stronie dochodów utracimy wpływ z cła; możemy natomiast spodziewać się zaliczek wpłacanych w pierwszym roku członkostwa w wysokości 16,33 proc. ogólnej sumy funduszy strukturalnych na lata 2004–2006 (a więc około 1,58 mld euro) oraz odpowiednio 20 proc. sumy przeznaczonej na fundusz spójności (czyli około 800 mln euro). Kwoty te wpłyną pod warunkiem przygotowania przez polską stronę Narodowego Planu Rozwoju i jego zatwierdzenia. Ponadto, możemy spodziewać się wpływów do budżetu na sfinansowanie wydatków na rolnictwo innych niż dopłaty bezpośrednie – na razie trudno ustalić ich wielkość.
- Bez zmian ustawowych wydatki sztywne, które w 2003 r. będą stanowić już niemal 70 proc. wydatków budżetowych, będą nadal rosły w dotychczasowym tempie.

Wykorzystując prognozę dochodów budżetowych oraz uwzględniając powyższe założenia przedstawiliśmy wynikiowy poziom deficytu budżetu centralnego w 2004 r. Brak

reformy finansów publicznych w roku przyszłym, która radykalnie zmieniłaby strukturę wydatków budżetowych oraz odsztywniła znaczącą ich część, doprowadziłby do wzrostu deficytu budżetu centralnego w 2004 r. do poziomu 6,2 proc. PKB. Pogłębienie nierównowagi fiskalnej mogłoby stwarzać krótkookresowe zagrożenie w postaci zmiany nastawienia inwestorów portfelowych. Dlatego też przyjmujemy, że w obliczu zagrożenia destabilizacji gospodarczej wywołanej wzrostem nierównowagi sektora publicznego w przyszłym roku rząd zdecyduje się na reformę finansów publicznych.

Rafał Antczak

Polityka pieniężna

- Polityka pieniężna na 2003 r., czyli...
- ... dalsze luzowanie?

„Założenia polityki pieniężnej na 2003 r.” wyznaczają cel inflacyjny na poziomie 3 proc. +/- 1 pkt. proc. na koniec 2003 r. Jest to zgodne z „Założeniami średniokresowej polityki pieniężnej na lata 1999–2003”, które przewidywały obniżenie inflacji poniżej 4 proc. w 2003 r. W dokumencie na 2003 r. podkreślona została zależność strategii bezpośredniego celu inflacyjnego z reżimem kursu płynnego, który w opinii RPP *implicite* powinien obowiązywać do czasu przystąpienia Polski do ERM-2. Dalsze łagodzenie polityki pieniężnej zależeć ma od zdecydowanego obniżenia deficytu budżetowego. Oceniając restrykcyjność polityki fiskalnej poprzez poziom deficytu ekonomicznego, w ocenie RPP w 2003 r. będzie następowało dalsze jej luzowanie. Natomiast spowolnienie procesu prywatyzacji oznaczać będzie kontynuację wysokiej podaży SPW i powiększanie efektu wypychania wraz z presją na aprecjację złotego. Jednak RPP w definitywny sposób zrezygnowała z prób ograniczenia operacyjnej nadpłynności w sektorze bankowym (tj. zadłużenia NBP wobec banków z tytułu operacji krótkoterminowych) właśnie z uwagi na niebezpieczeństwo konkurencji na rynku z dużą podażą papierów oferowanych przez Ministerstwo Finansów. A ograniczanie nadpłynności było wpisane w strategię RPP ogłaszaną od 1999 r. W dokumencie na 2003 r. RPP uzależniła obniżanie poziomu rezerwy obowiązkowej banków (nie określając jednak poziomu, na przykład 2 proc., tak jak to uczyniono w założeniach na 2002 r.) od płynności strukturalnej w sektorze bankowym (tj. zadłużenia

NBP wobec banków z tytułu operacji krótko- i długookresowych). Jednocześnie zapowiedziana została kontynuacja bezwarunkowej sprzedaży skonwertowanych obligacji skarbowych oraz wykup wyemitowanych w 1999 r. obligacji NBP indeksowanych według inflacji. W zamierzeniu ma to prowadzić do ograniczenia strukturalnej nadpłynności i utrzymania operacyjnej nadpłynności w sektorze bankowym.

Co może wynikać z tak dość sprzecznych sygnałów ze strony RPP? RPP wydaje się być zdeterminowana do jak najszybszego wprowadzenia Polski do ERM-2 oraz zastąpienia złotego przez euro. Z tego też powodu RPP dążyć będzie do wypełnienia do końca 2004 r. tych kryteriów z Maastricht, które leżą w gestii NBP. Wiąże się to z utrzymaniem inflacji na poziomie nie wyższym niż około 2,5 proc. i długoterminowych stóp procentowych (10-letnich) na poziomie około 6,0 proc. Kryteria te Polska praktycznie spełnia już obecnie. W tej sytuacji można oczekiwać presji RPP na wypełnienie pozostałych kryteriów zbieżności odnoszących się do polityki fiskalnej rządu i Ministerstwa Finansów – obniżenia poziomu deficytu budżetowego do 3 proc. PKB i utrzymania wielkości długu publicznego poniżej poziomu 60 proc. PKB. Do wypełnienia tego ostatniego kryterium, przynajmniej przy pomocy „kreatywnej księgowości”, Ministerstwo Finansów również jest już obecnie gotowe (por. *Koordinacja polityki fiskalnej i pieniężnej*).

W rezultacie spodziewać się można dalszej redukcji stóp procentowych o około 200 pkt. bazowych w okresie listopad br. – grudzień 2003 r. i o około 125 pkt. bazowych w 2004 r. Dwoma wielkimi niewiadomymi w polityce monetarnej na 2003 r. pozostaje zachowanie kursu złotego oraz skala obniżek stóp procentowych przez ECB w 2003 r. wobec dalszego obniżania stóp przez Fed i groźby stagflacji w niektórych krajach UE. W przypadku silnej nominalnej aprecjacji złotego można oczekiwać znacznie głębszych redukcji stóp procentowych i to niezależnie od sytuacji w polityce fiskalnej.

Rafał Antczak, Małgorzata Markiewicz

Koordinacja polityki fiskalnej i pieniężnej

- Bitwa o kurs walutowy?
- Polityka fiskalna zwycięża pieniężną – jak zawsze

W końcu br. i w 2003 r. największym problemem dla koordynacji polityki fiskalnej i pieniężnej może okazać się kurs złotego. Presja na nominalną aprecjację złotego w okresie przedakcesyjnym nie powinna być niczym nadzwyczajnym, biorąc pod uwagę trendy kursów pesety i escudo (od 1985 r.) czy funta irlandzkiego (od 1972 r.) na około 1,5 roku przed przystępowaniem Hiszpanii, Portugalii i Irlandii do EWG. W tym okresie nominalna aprecjacja walut narodowych wyniosła w tych krajach około 20 proc. przed wstąpieniem i łącznie o 30–40 proc. w ciągu 3 lat po przystąpieniu do EWG. Silnej presji na realną i nominalną aprecjację podlega już obecnie czeska korona, która zyskała około 15 proc. realnie od początku 2000 r. do listopada br. (w Polsce w analogicznym okresie realny efektywny kurs złotego umocnił się o około 6 proc.) i presji tej nie są w stanie zapobiec interwencje walutowe NBC. Obawy o aprecjację waluty kolejnego kraju kandydującego – litewskiego lita, który jest sztywno powiązany z euro, przyczyniły się do uchwalenia poprawki w prawie dewizowym Litwy i wprowadzenia od listopada br. dwuwalutowości (lit i euro) w transakcjach gotówkowych. Litwa jako pierwsza realizuje więc koncepcję jednostronnej euroizacji waluty narodowej.

Opublikowany w październiku br. komunikat z prac zespołu powołanego przez NBP i Ministerstwo Finansów do opracowania strategii przystępowania do strefy euro nie wskazywał na osiągnięcie kompromisu zarówno w kwestii momentu przystąpienia, jak i wyznaczenia centralnego paritetu. NBP preferuje kurs rynkowy, natomiast Ministerstwo Finansów skłania się do „korekcyjnej” dewaluacji złotego. W sytuacji wzrostu gospodarczego znacznie poniżej 3 proc. w 2003 r. (plan rządu zakłada 3,5 proc. wzrost PKB) oraz narastania problemów przedsiębiorstw sektora państwowego nie można wykluczyć konfliktu rząd–RPP wokół poziomu kursu złotego, tak jak miało to miejsce w przypadku stóp procentowych w połowie 2002 r.

Podejście Ministerstwa Finansów do wypełnienia kryteriów zbieżności obrazować może „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003–2005”. Prosta zmiana metodologii obliczania wielkości długu publicznego z krajowej na unijną powoduje, że planowany wzrost długu wraz z poręczeniami i gwarancjami wyniósłby maksymalnie zamiast 54,2 proc. tylko 46 proc. w 2004 r. W ten sposób wzrost przewidywanych wydatków z tytułu gwarancji i poręczeń na sumę 7,2 mld PLN w latach 2003–2005 nie będzie wpływał na pogorszenie wskaźnika zadłużenia w Polsce. Natomiast, pomimo prób zmiany klasyfikacji deficytu finansów publicznych, podej-

nowanych już w br., nie uda się obniżyć jego poziomu z 5–6 proc. PKB do 3 proc. PKB (por. *Finanse publiczne – prognoza*).

*Łukasz Rawdanowicz**

Gospodarka światowa

- Ożywienie gospodarki światowej traci impet
- Obniżenie prognoz gospodarczych
- Zagrożenie powtórnej recesji w Stanach Zjednoczonych
- Powolne ożywienie w strefie euro
- Względnie stabilna inflacja
- Polityka pieniężna Stanów Zjednoczonych i strefy euro bez zmian

III kwartał br. przyniósł pogorszenie nastrojów gospodarczych, w szczególności w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej. Wskaźniki wyprzedzające koniunktury wyraźnie się pogorszyły, a utrzymujące się spadki indeksów giełdowych oraz niepewność co do potencjalnego konfliktu z Irakiem wpływały negatywnie na zaufanie konsumentów i producentów. Analizy makroekonomiczne podkreślają wzrastającą niepewność odnośnie tempa i trwałości poprawy gospodarczej w świecie oraz rosnące zagrożenia dla przyszłego rozwoju. W związku z powyższym, prognozy wzrostu gospodarczego dla większości krajów zostały zrewidowane w dół. Jednakże generalna prognoza poprawy koniunktury została w dalszym ciągu utrzymana. Obecnie oczekuje się, że poprawa ta będzie znacznie wolniejsza i mniej stabilna.

Wstępne dane za III kwartał wskazują, iż mimo spadku wskaźników sprzedaży detalicznej oraz pogorszenia zaufania konsumentów konsumpcja prywatna była nadal głównym czynnikiem wzrostu. Oczekuje się, że w II połowie br. tempo wzrostu w Stanach Zjednoczonych będzie przyspieszać wolniej. W przypadku wojny z Irakiem oraz gwałtownie rosnących cen ropy naftowej nie można wykluczyć powtórki niedawnych tendencji recesyjnych. W przeciwnym przypadku spadające długookresowe stopy procentowe,

słabszy dolar oraz wzrost produktywności będą sprzyjać pobudzeniu aktywności w sektorze przedsiębiorstw.

Dotychczasowe dane za III kwartał świadczą o zwolnieniu tempa wzrostu gospodarczego także w strefie euro – głównie za sprawą słabszego popytu zagranicznego. Jak dotąd wydatki konsumentów we Francji i Niemczech utrzymywały się na dosyć wysokim poziomie. Jednakże w tym samym czasie nastąpiło pogorszenie zaufania konsumentów i producentów. W związku z powyższym oraz pogarszającymi się prognozami dla gospodarki światowej w II połowie br. oczekuje się niskiego tempa wzrostu gospodarczego. Szybszy wzrost będzie możliwy dopiero w II połowie 2003 r. Większość ośrodków prognostycznych oczekuje teraz dużo wolniejszej poprawy koniunktury w strefie euro i w konsekwencji obniżyły one swoje projekcje wzrostu PKB na 2002 i 2003 r. W dużej mierze bardziej pesymistyczne prognozy dla całej strefy wynikają z trudnej sytuacji gospodarczej w Niemczech.

Obecnie wydaje się, że największe zagrożenia dla gospodarki światowej stanowią: kondycja Stanów Zjednoczonych (które miały być głównym czynnikiem sprzyjającym poprawie koniunktury światowej), ryzyko znacznego wzrostu cen ropy naftowej w przypadku wojny z Irakiem, a także negatywne skutki bessy na giełdach papierów wartościowych.

Dla wielu krajów prognozy wzrostu sprzed trzech miesięcy wiązały duże nadzieje z silnym popytem ze strony Stanów Zjednoczonych (w kontekście pobudzania krajowej aktywności gospodarczej). Obecnie, w związku z brakiem wyraźnych sygnałów ożywienia w gospodarce amerykańskiej i wzrostem prawdopodobieństwa scenariusza ponownej recesji prognozy PKB w tych krajach zostały obniżone. Jeżeli faktycznie spełniłyby się scenariusz ponownej recesji w Stanach Zjednoczonych, to przy obecnym marazmie gospodarczym w wielu rozwiniętych i wschodzących gospodarkach miałyby to poważne konsekwencje dla kondycji całej gospodarki światowej. W tym kontekście pozytywnym sygnałem jest fakt, iż kraje azjatyckie (z wyłączeniem Japonii), jak na razie, wydają się być mniej wrażliwe na koniunkturę w Stanach Zjednoczonych. Wzrost w tych krajach bazuje na silniejszym niż oczekiwano popycie krajowym.

* Tekst opracowany na podstawie *Global Economy 4/2002(7)* (<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.

Tabela 3.1. PKB w wybranych krajach, 1996–2004 (zmiana w proc.)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002p	2003p	2004p
OECD	3,1	3,4	2,7	3,2	3,8	0,8	1,6	2,6	3,2
Stany Zjednoczone	3,6	4,4	4,3	4,1	3,8	0,3	2,4	3,1	3,6
Japonia	5,0	1,6	-1,1	0,7	2,4	-0,2	-0,8	1,1	1,5
Unia Europejska	1,7	2,6	2,8	2,6	3,3	1,7	0,9	2,0	2,6
Niemcy	0,8	1,4	2,1	2,0	2,9	0,6	0,3	1,6	2,4
Wielka Brytania	2,6	3,5	2,6	2,1	2,9	2,0	1,8	3,1	3,3
Rosja	-3,5	0,8	-4,9	5,4	8,3	5,0	4,0	3,5	3,5

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

Tabela 3.2. Inflacja w wybranych krajach, 1996–2004 (zmiana w proc.)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002p	2003p	2004p
Stany Zjednoczone	2,9	2,3	1,6	2,1	3,4	2,8	1,5	2,2	2,1
Japonia	0,1	1,8	0,7	-0,3	-0,7	-0,7	-1,2	-0,8	-0,3
Unia Europejska	2,1	1,8	1,8	1,2	2,5	2,5	1,9	1,9	1,7
strefa euro (HICP)	2,2	1,6	1,2	1,1	2,4	2,5	2,1	1,9	1,8
Rosja	22,0	11,0	84,4	85,7	20,8	21,6	16,0	13,0	8,0

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

Tabela 3.3. Kurs euro i jena, 1996–2004 (w USD)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002p	2003p	2004p
Euro	1,270	1,134	1,121	1,066	0,924	0,896	0,939	0,991	1,008
Jen	108,8	120,9	130,6	113,8	107,7	121,3	122,0	114,0	114,0

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

Tak jak ostrzegaliśmy w poprzednim numerze kwartalnika, nasilają się negatywne skutki spadków indeksów giełdowych w sferze konsumpcji gospodarstw domowych (poprzez mniejszy zasób bogactwa) oraz inwestycji przedsiębiorstw (poprzez mniejsze możliwości finansowania). W poprzednim kwartale bessy na giełdach wywoływana była głównie skandalami księgowymi. W III kwartale czynnik ten nie odgrywał już tak istotnej roli, a spadek indeksów giełdowych wynikał z pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw, kłopotów z płynnością finansową oraz obniżania ich ratingów kredytowych, co zaczyna dotyczyć zwłaszcza firm europejskich. Według opracowań Międzynarodowego Funduszu Walutowego skala negatywnych skutków bessy różni się między krajami – wyższa jest w gospodarkach, w których system finansowy jest przede wszystkim oparty na giełdach (jak np. Stany Zjednoczone, Wielka Brytania czy

Kanada), a mniejsza tam, gdzie większą rolę ogrywa system bankowy (np. kraje strefy euro czy Japonia). Warto tu zaznaczyć, że negatywne skutki bessy na rynkach papierów wartościowych są do pewnego stopnia łagodzone przez obniżenie się długookresowych stóp procentowych.

W III kwartale ceny ropy naftowej wzrosły o ponad 7 proc. w skali rocznej oraz o 8 proc. w porównaniu do poprzedniego kwartału. Zaostrzenie konfliktu z Irakiem może spowodować dalsze wzrosty, co w konsekwencji negatywnie odbiłoby się na światowej kondycji gospodarczej, a w szczególności koniunkturze w Stanach Zjednoczonych. Pomimo ostatnich wzrostów cen ropy naftowej presja inflacyjna na świecie pozostawała względnie stabilna. W większości krajów wysoko rozwiniętych wzrosty cen były ustabilizowane. Japonia w dalszym ciągu doświadcza de-

flacji, której sprzyjało umacnianie się jena. Silna dezinflacja ma nadal miejsce w gospodarkach Europy Środkowej i Wschodniej. W ostatnich miesiącach odnotowano tam rekordowo niskie poziomy indeksów cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Natomiast, w Ameryce Łacińskiej w wyniku dewaluacji walut krajowych wzrosła presja inflacyjna. Wyniki wyborów prezydenckich w Brazylii, a wcześniej w Argentynie i zapowiedzi zmiany polityki gospodarczej oraz zawieszenia spłaty kredytów zagranicznych powodują napięcia na rynkach finansowych, które mogą przenosić się na rynki krajów rozwijających się.

W III kwartale brak wyraźnych oznak poprawy koniunktury gospodarczej oraz wzrostu cen w Stanach Zjednoczonych i UE pozwolił na kontynuowanie akomodacyjnej polityki pieniężnej. Wbrew wcześniejszym prognozom stopy procentowe nie zostały podwyższone. W związku z niepewnością odnośnie poprawy koniunktury należy oczekiwać kontynuacji takiej polityki w najbliższych kilku miesiącach. Jednakże jeśli nastąpiłoby pogorszenie aktywności ekonomicznej, nie można wykluczyć dalszego poluzniania polityki pieniężnej – szczególnie w przypadku Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, a także strefy euro. W III kwartale Narodowy Bank Czech (NBC) dalej redukuje stopy procentowe, które spadły poniżej poziomu w strefie euro. W tym okresie NBC nasilił także interwencje walutowe. Dokonano kilku interwencji bez sterylizacji. Natomiast Narodowy Bank Węgier podwyższył swoje stopy procentowe i to pomimo spadającej inflacji. Decyzja ta wynikała z obaw o wysoki deficyt budżetowy.

Na rynku walutowym w III kwartale br. w dalszym ciągu obserwowaliśmy spadek wartości dolara amerykańskiego wobec euro i jena. W przypadku euro tendencja ta słabła, a w przypadku jena nasilała się. W III kwartale nominalny, jak i realny kurs węgierskiego forinta wzmacniał się w stosunku do dolara i euro. Podobne trendy dotyczyły czeskiej korony. Bardzo silne nominalne wzmocnienie korony (w czerwcu osiągnęła rekordowy poziom 28,9 koron za euro) determinowało w głównej mierze kurs realny – inflacja w Czechach była bowiem na niższym poziomie niż u ważniejszych partnerów handlowych. Obecnie fundamenty makroekonomiczne nie dają jednoznacznych sygna-

łów co do przyszłego kształtowania się kursów głównych walut światowych. Uważamy, iż obecne trendy będą raczej utrzymywane w przyszłych kwartałach.

Wolny wzrost gospodarczy i/lub pobudzenie fiskalne w wielu krajach doprowadziło do pogorszenia salda budżetu centralnego. Japonia, która w ostatnich latach prowadziła bardzo aktywną politykę fiskalną i wprowadziła kilka pakietów stymulujących aktywność gospodarczą, odnotowała deficyt budżetowy w wysokości powyżej 6 proc. PKB. Nic nie wskazuje na to, że sytuacja ta zmieni się w bieżącym roku. Taka polityka doprowadziła do wzrostu długu publicznego do ponad 130 proc. PKB. W Stanach Zjednoczonych, które w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego w ostatnim czasie luzowały swoją politykę fiskalną (m.in. poprzez obniżenie obciążeń podatkowych), oczekuje się w bieżącym roku fiskalnym deficytu budżetowego na poziomie 1,5 proc. PKB. W poprzednim roku Stany odnotowały nadwyżkę budżetową w wysokości 1,3 proc. PKB. Według biura budżetowego przy amerykańskim kongresie ujemne saldo finansów rządowych utrzyma się aż do 2005 r. Nieco odmienna sytuacja ma miejsce w krajach strefy euro, gdzie Pakt o Stabilności i Wzroście ogranicza zbyt duże luzowanie polityki fiskalnej – do 3 proc. PKB w okresach spowolnienia cyklu koniunkturalnego. Mimo to w tym roku Niemcy, Portugalia, a także prawdopodobnie Francja i Włochy przekroczą ustaloną granicę deficytu budżetowego w wysokości 3 proc. PKB. Powiększające się deficyty budżetowe wynikają ze spowolnienia gospodarczego oraz uwarunkowań natury politycznej (rok wyborczy w wielu krajach oraz trudna sytuacja na rynku pracy). W bieżącej niezbyt optymistycznej rzeczywistości gospodarczej, sztywność reguł budżetowych narzucona przez Pakt o Stabilności i Wzroście, wzbudziła wiele kontrowersji i krytycznych głosów w krajach członkowskich. Wysokie deficyty budżetowe są także niechlubną cechą krajów Europy Środkowej i Wschodniej, które prowadziły w ostatnich latach luźną politykę fiskalną. W związku ze zbliżającym się członkostwem tych państw w UE oraz Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej polityka fiskalna będzie musiała zostać zaostrzona, a finanse publiczne zreformowane. Już teraz niektóre rządy (np. w Czechach i na Węgrzech), rozumiejąc tę konieczność, zaproponowały plany reform finansów publicznych.

Wskaźnik wczesnego ostrzeżenia przed kryzysami

W III kwartale br. nasz wskaźnik wczesnego ostrzeżenia przed kryzysami wyniósł 3,90 pkt., co oznacza niewielkie pogorszenie w porównaniu do poprzedniego kwartału. Nadal znajduje się on jednak na niskim poziomie świadczącym o niewielkich zagrożeniach kryzysem walutowym.

Do pozytywnych tendencji zaliczyć trzeba przede wszystkim deprecjację realnego efektywnego kursu złotego. Taka sytuacja miała miejsce także w II kwartale br. Poprawiły się również wskaźniki monetarno-finansowe. Obecnie oczekujemy niższego wzrostu cen w ciągu najbliższych czterech kwartałów w porównaniu do prognozy sprzed trzech miesięcy. Dzięki obniżkom nominalnych stóp rynkowych, przekraczającym spadek inflacji, stopa realnego WIBOR-u zmniejszyła się. Zmniejszeniu uległa także ekspansja kredytowa wyrażona jako proc. M3 oraz krótkookresowe zadłużenie zagraniczne Polski jako proc. płynnych aktywów rezerwowych. Ponadto, oczekujemy wyższej dynamiki wzrostu gospodarczego w najbliższych czterech kwartałach.

W dalszym ciągu wysoki deficyt budżetowy negatywnie wpływa na nasz wskaźnik. W tym kwartale zmieniliśmy horyzont prognozy wykorzystanej we wskaźniku z 2002 r. na 2003 r. Niestety w obu latach deficyt budżetu centralnego będzie przekraczał 5 proc. PKB, co jest bardzo niepokojącą tendencją. Wśród negatywnych zjawisk wymienić trzeba również prognozowane powiększenie deficytu obrotów bieżących oraz wzrost stopy bezrobocia, aczkolwiek trendy te nie są zbyt silne.

Tabela 3.4. Wskaźnik wczesnego ostrzeżenia przed kryzysami

	wagi	2000				2001				2002		
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
1. Prognoza rocznego wzrostu PKB na 4 kolejne kwartały	0,10	4	4	6	6	4	4	6	6	4	6	4
2. Stopa bezrobocia na koniec kwartału	0,05	10	4	6	10	10	4	6	10	6	0	6
3. Prognoza średniorocznej inflacji na 4 kolejne kwartały	0,06	4	4	4	0	0	6	0	4	4	0	0
4. Prognoza deficytu budżetu centralnego państwa jako % PKB	0,10	5	5	5	6	6	10	10	10	10	10	10
5. Prognoza bilansu obrotów bieżących na 4 kolejne kwartały jako % PKB	0,15	10	0	4	4	6	0	4	0	10	0	6
6. Realny efektywny kurs walutowy	0,15	6	6	6	6	10	10	6	6	6	0	0
7. Ekspansja kredytowa jako % M3 na koniec kwartału	0,07	6	6	6	4	4	6	6	6	6	6	4
8. Zagraniczne zadłużenie krótkookresowe Polski jako % płynnych aktywów rezerwowych na koniec kwartału	0,15	6	4	6	4	4	6	6	4	6	4	4
9. Całkowite zagraniczne zadłużenie Polski jako % PKB	0,07	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
10. Realny 3-miesięczny WIBOR	0,10	4	6	6	6	6	4	6	4	0	6	0
Wskaźnik		6,18	4,28	5,48	5,10	5,80	5,60	5,74	5,08	6,08	3,64	3,90

Źródło: CASE.

Uwagi: 1. Metodologię obliczania wskaźnika można znaleźć na stronie internetowej CASE <http://www.case.com.pl/index.php3?page=pgtopwsk&lang=pl&submenu=6>.

2. Roczna prognoza deficytu budżetu centralnego na dany rok obowiązuje od IV kwartału roku poprzedniego.

3. Zmiany wartości historycznych wskaźnika wynikają z rewizji danych.

Bezrobocie równowagi w Polsce – wstępna analiza i próba oszacowania

Wstęp teoretyczny

Konstytucje wielu krajów stawiają osiągnięcie pełnego zatrudnienia za jeden z celów polityki gospodarczej. Pomimo tego, nawet w okresach najlepszej koniunktury, zawsze pozostaje pewna liczba osób, które mimo swoich chęci i starań nie są w stanie znaleźć pracy i poziom bezrobocia nie spada do zera. Poziom ten zależy od strukturalnych cech danej gospodarki i nazywany jest przez ekonomistów „bezrobociem naturalnym”.

Autorem koncepcji oraz definicji naturalnej stopy bezrobocia jest Milton Friedman. W swoim artykule z 1968 r. zdefiniował ją w następujący sposób: „Naturalna stopa bezrobocia (...) jest to poziom, który wynikałby z walrasowskiego układu równań równowagi ogólnej, pod warunkiem uwzględnienia w nim aktualnych cech strukturalnych rynków siły roboczej i dóbr, w tym ich niedoskonałości, stochastycznej zmienności popytu i podaży, kosztów zbierania informacji o wolnych miejscach pracy i dostępności siły roboczej, kosztów mobilności, itp.”² Zdanie to, dość łatwe do zrozumienia mimo swojej długości, niesie ze sobą bardzo nieprzyjemną treść dla ekonomistów przywiązanych do empirycznego zastosowania teorii. Otóż, aby obliczyć naturalną stopę dokładnie według tej definicji, należałoby skonstruować model równowagi ogólnej uwzględniający wszystkie opisane, a także i nieopisane (nieszczęśne „itp...”) w teorii ekonomii niedoskonałości jego elementów.

Wykonanie takiego zadania wydaje się praktycznie niemożliwe, dlatego też naturalną stopę bezrobocia usiłuje się obliczać przy zastosowaniu przybliżonych formuł takich jak: NAIRU, bezrobocie strukturalne czy też bezrobocie równowagi *steady state*.

Najbardziej chyba rozpowszechniona metoda opiera się na krzywej Phillipsa wzbogaconej o oczekiwania inflacyjne – najczęściej adaptacyjne. Oczekiwane płace są tu zależne od realnych płac w poprzednim okresie oraz od sytuacji na rynku pracy. Otrzymujemy w ten sposób zależność pomiędzy inflacją i stopą bezrobocia, dzięki której wyznaczyć możemy stopę bezrobocia nie powodującą wzrostu inflacji, czyli NAIRU (ang. *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*).

Druga metoda, znacznie mniej rozpowszechniona, bazuje na negatywnej zależności pomiędzy liczbą bezrobotnych oraz liczbą wakatów, tzw. krzywa Beveridge'a. W tym przypadku bezrobocie strukturalne definiowane jest jako ta część bezrobotnych, która mogłaby zapłacić istniejące wolne miejsca pracy (wakaty). Jeśli natomiast liczba wakatów jest większa niż liczba bezrobotnych, to całe bezrobocie traktowane jest jako strukturalne – niedopasowanie na rynku pracy (ang. *mismatch*).

Kolejną metodą przybliżenia stopy bezrobocia naturalnego jest tzw. stopa bezrobocia *steady state*. Metoda ta

¹ Marek Góra – profesor Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie; Mateusz Walewski – ekonomista w Fundacji CASE.

Autorzy są bardzo wdzięczni Małgorzacie Kalbarczyk za jej szybką i perfekcyjną pracę nad statystycznym opracowaniem danych potrzebnych do napisania niniejszego artykułu. Jednocześnie zaznaczamy, iż za wszelkie błędy ponosimy wyłączną odpowiedzialność.

² Friedman M. „*The Role of Monetary Policy*” *American Economic Review*, t. 58, marzec, s. 1-17. Tłumaczenie za A. Szeworski w D. Romer „Makroekonomia dla zaawansowanych” PWN, Warszawa 2000, s.251.

sprowadza się do obliczenia takiej teoretycznej stopy bezrobocia w danym okresie, przy której napływy do bezrobocia byłyby równe odpływom z bezrobocia, tzn. liczba osób tracących pracę byłaby równa liczbie tych, którzy ją znajdują. Podstawową zaletą tej formuły jest to, że jest ona stosunkowo łatwa do zastosowania, jeśli tylko dostępne są potrzebne dane. Ponadto, umożliwia rozłożenie dynamiki bezrobocia na czynniki takie, jak: zwolnienia z pracy, przyjęcia do pracy czy też zmiany demograficzne. Podstawową jej wadą jest natomiast to, że metoda ta jest wrażliwa na wahania cykliczne, co pozbawia ją istotnej cechy bezrobocia naturalnego zdefiniowanego przez Friedmana.

W naszych obliczeniach ze względów praktycznych posłużymy się właśnie tą ostatnią metodą i zastosujemy trzy różne jej odmiany, co pozwoli nam, miejmy nadzieję, lepiej zrozumieć pewne zjawiska zachodzące w ostatnich latach na polskim rynku pracy.

Sposoby obliczania stopy bezrobocia *steady state*

Pierwszą formułę, według której policzymy stopę bezrobocia *steady state*, można znaleźć w pracy Alogoskufisa i innych, wydanej przez CEPR w 1995 r. Formuła ta została wykorzystana do wyznaczenia bezrobocia *steady state* w kilkunastu krajach OECD. Otrzymane przez nas wyniki można więc porównać z innymi krajami.

Stopę bezrobocia równowagi opisujemy następującym równaniem:

$$u^* = \frac{s + z}{s + h + n}, \quad (1)$$

gdzie:

u^* – stopa bezrobocia *steady state*,

$s = (EU + EN) / E$ – stopa separacji, czyli prawdopodobieństwo bycia zwolnionym z pracy w danym okresie,

$z = (NU - UN - EN) / (E + U)$ – czynnik demograficzny, czyli zwiększająca bezrobocie różnica pomiędzy osobami zasilającymi siłę roboczą (np. absolwenci) i tymi, którzy z niej odchodzą (np. emeryci, zniechęceni do poszukiwania pracy),

$h = UE / U$ – stopa zatrudniania (ang. *hiring rate*), czyli prawdopodobieństwo znalezienia pracy przez bezrobotnego,

n – procentowy wzrost zasobu siły roboczej,

E – liczba zatrudnionych,

U – liczba bezrobotnych,

N – liczba biernych zawodowo,

EU – liczba osób, która w czasie t zmieniła stan z zatrudnienia (ang. *employment*) na bezrobocie (ang. *unemployment*), czyli przepływ z zatrudnienia do bezrobocia. Pozostałe przepływy definiowane są w analogiczny sposób.

Podstawową zaletą tej formuły jest to, iż pozwala na dekompozycję dynamiki bezrobocia *steady state* na różne czynniki mające istotne znaczenie ekonomiczne. I tak, stopę separacji można interpretować jako wskaźnik zaawansowania procesów restrukturyzacyjnych; stopę zatrudniania jako wskaźnik zmian cyklu koniunkturalnego, a także jako wskaźnik niedopasowania struktury popytu i podaży na rynku pracy (tzw. niedopasowanie kwalifikacyjne, terytorialne i inne). Znaczenie czynnika demograficznego i wzrostu liczby siły roboczej wydają się być oczywiste.

Druga formuła jest bardzo podobna do pierwszej, nie uwzględnia jednak czynników demograficznych (czyli z i n). Jej podstawową zaletą jest to, iż oparta jest o sympatyczny w swej prostocie matematyczny model rynku pracy. Poza tym, uświadamia nam, jakie znaczenie dla dynamiki statystyk rynku pracy w Polsce ma możliwość opuszczenia przez bezrobotnego rzeszy aktywnych zawodowo. Pokazuje ona bezrobocie równowagi w sytuacji, gdyby możliwości takiej nie było. Jej wyprowadzenie można znaleźć u Halla (1979)³:

$$u^* = \frac{s}{s + \frac{h}{1-h}}, \quad (2)$$

gdzie wszystkie prawdopodobieństwa definiowane są w ten sam sposób, jak wcześniej.

Trzecia formuła pochodzi z pracy Ehrenberga i Smitha (1994)⁴ i stopa bezrobocia równowagi wyrażona jest w niej następującym wzorem:

³ Hall R.E. „The theory of the natural unemployment rate and the duration of unemployment” *Journal of Monetary Economics* 5 (1979) str. 153–169

⁴ Ehrenberg R.G., Smith R.S. „Modern labor economics: theory and public policy” *The American Prospect*, wiosna 1995 za Kwiatkowski E. „Bezrobocie. Podstawy Teoretyczne” PWN, Warszawa 2002, str. 38.

$$u^* = \frac{1}{1 + \left[\frac{(ne + nu)ue + (ne)(un)}{(ne + nu)eu + (nu)(en)} \right]}, \quad (3)$$

gdzie $ne = NE/N$ to stopa przepływu ze stanu nieaktywności do stanu zatrudnienia i wszystkie pozostałe stopy przepływów definiowane są analogicznie – tzn. w mianowniku zawsze jest stan wyjściowy. Ta formuła jest zdecydowanie najpełniejsza ze wszystkich trzech, ponieważ uwzględnia wszystkie możliwe przepływy. W odróżnieniu od niej ani formuła (1), ani (2) nie uwzględniają przepływów z nieaktywności prosto do za-

trudnienia (np. absolwenci, którzy od razu znaleźli pracę). Jej wadą natomiast jest to, iż byłoby trudno za jej pomocą analizować czynniki determinujące dynamikę bezrobocia.

Wyniki obliczeń i komentarze

Dane przedstawione w tabeli 4.1 i na wykresie 4.1 wskazują, jak trudne i nieprecyzyjne, poprzez swą dużą wrażliwość na zastosowaną metodę, są wszelkie wyliczenia przybliżonej naturalnej stopy bezrobocia. Trzeba zwrócić

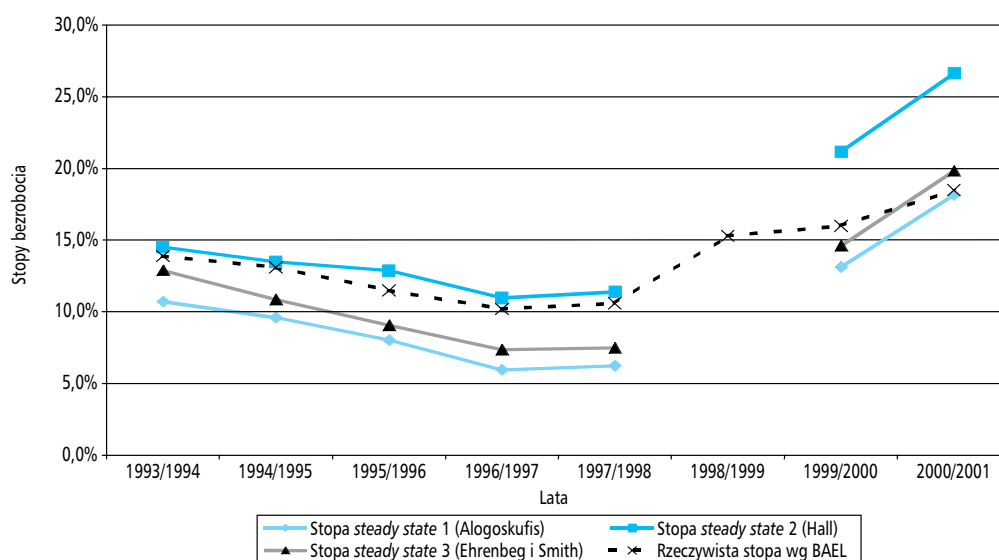
Tabela 4.1. Stopy bezrobocia steady state oraz rzeczywista stopa bezrobocia w Polsce (według BAEL), 1993–2001

	1993/94	1994/95	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99*	1999/00	2000/01*
Stopa 1 (Alogoskufis)	10,7	9,6	8,0	6,0	6,2		13,1	18,2
Stopa 2 (Hall)	14,5	13,5	12,9	11,0	11,4		21,2	26,7
Stopa 3 (Ehrenbeg i Smith)	12,9	10,9	9,1	7,4	7,5		14,6	19,8
Rzeczywista stopa BAEL	13,9	13,1	11,5	10,2	10,6	15,3	16,0	18,5

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych BAEL.

* Nie jest możliwe zastosowanie metody przepływowej dla 1999 r. W tym czasie wystąpiła przerwa w Badaniu Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) i nie da się skonstruować odpowiedniego panelu.

Wykres 4.1. Stopy bezrobocia steady state oraz stopa bezrobocia rzeczywistego w Polsce, 1993–2001



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych BAEL.

uwagę na fakt, iż wszystkie zastosowane metody należą do jednej grupy *steady state*.

Analiza ta pokazuje, po pierwsze, jak istotne z punktu widzenia sytuacji na polskim rynku pracy są przepływy pomiędzy siłą roboczą ($E+U$) i ludnością nieaktywną zawodowo (N). Stopa bezrobocia równowagi (formuła 2) bez tych przepływów (tj. odpływów ludzi do nieaktywności) byłaby w tej chwili znacznie powyżej 20 proc. Bezrobocie równowagi w latach 1999–2001 rośnie znacznie szybciej niż bezrobocie rzeczywiste. Jest to sprzeczne z teoretycznym oczekiwaniem, iż w okresie dekonjunktury bezrobocie powinno mieć przede wszystkim charakter cykliczny. Może to świadczyć o tym, iż w okresie konjunktury z różnych przyczyn firmy utrzymywały stan nadzatrudnienia.

Najbardziej wyraźny jest wzrost stopy bezrobocia równowagi nie uwzględniającej zmian demograficznych (formuła 2), tzn. zakładającej niezmienną siłę roboczą w czasie, i jego wyraźne odbicie od bezrobocia rzeczywistego w górę w latach 2000–2001. Odbicie to jest zgodne ze wzrostem stopy separacji, przy jednoczesnym bardzo silnym spadku stopy zatrudniania (tabela 4.2). Tendencje te to owoc przyspieszenia restrukturyzacji zatrudnienia w przedsiębiorstwach wymuszonego obniżką poziomu aktywności gospodarczej w Polsce i realną aprecjacja złotego w latach 1999–2001. Odejścia z siły roboczej osłabiają nieco negatywne skutki tego procesu dla statystyk rynku pracy, stąd przyrosty bezrobocia strukturalnego według formuły (1) i (3) są nieco mniejsze.

Tabela 4.2 pokazuje również powolny spadek znaczenia komponentu demograficznego dla kształtowania się stopy bezrobocia w Polsce. Czynniki ten jest coraz mniej ujemny, co przyczynia się do pogłębiania niekorzystnych tendencji

obserwowanych na rynku pracy. Z pewnością obejmuje on efekt obecnego napływu absolwentów z roczników wyżu demograficznego, jak też pewnych ograniczeń dotyczących zasiłków i świadczeń przedemerytalnych, które umożliwiały wcześniejsze odejście z rynku pracy. Wyraźnie widać też, iż elementem praktycznie nie wpływającym na stopę bezrobocia jest wzrost liczby aktywnych zawodowo.

Wykres 4.2 ukazuje nam dekompozycję dynamiki zmian stopy bezrobocia *steady state* (według formuły 1 — Alogoskufisa). Przedstawia symulację kształtowania się stopy bezrobocia równowagi przy zatrzymaniu poszczególnych czynników na poziomie z 1993 r.

Wyraźnie widoczny jest tutaj spadek stopy zatrudniania w ostatnim okresie. Gdyby utrzymywał się on na poziomie zbliżonym do poprzednich lat, to stopa bezrobocia *steady state* wynosiłaby nadal około 10 proc. Symulacja ta wskazuje na rosnącą rolę polityki prozatrudnieniowej w najbliższych latach.

Gdyby stopa separacji wciąż utrzymywała się na poziomie z 1993 r., bezrobocie byłoby w tej chwili znacznie powyżej 20 proc. Choć w latach 1999–2001 na skutek przyspieszonej restrukturyzacji w przedsiębiorstwach stopa separacji zaczęła się powiększać, to zapowiadane wsparcie finansowe państwa dla przedsiębiorstw pozwala oczekiwać zmniejszenia się jej w najbliższym czasie.

Widać też wyraźnie, iż w 1993 r. mieliśmy znacznie bardziej sprzyjającą sytuację demograficzną. Gdyby utrzymywała się na ówczesnym poziomie, to stopa bezrobocia byłaby znacznie niższa. Należy zwrócić jednak uwagę, iż wcześniejsza dezaktywizacja osób w wieku przedemerytalnym, choć korzystna w krótkim okresie, powoduje zwią-

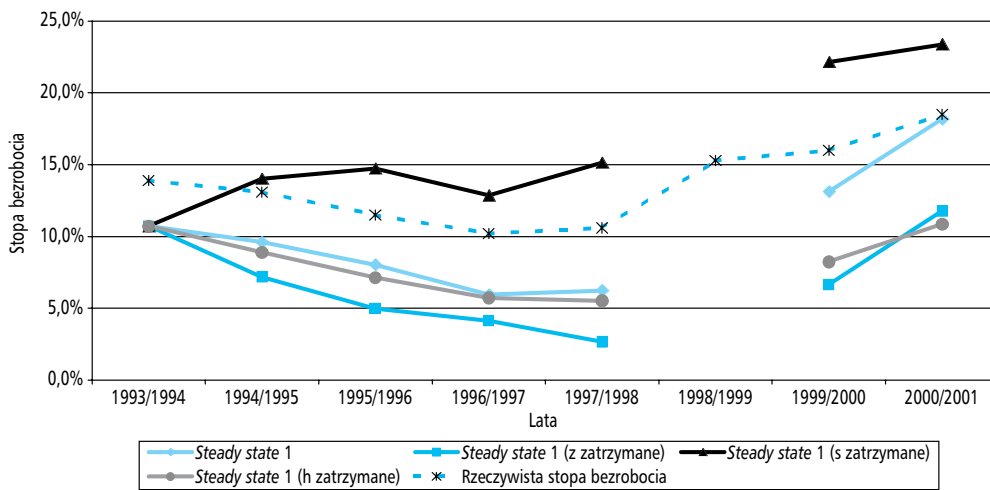
Tabela 4.2. Czynniki kształtujące stopę bezrobocia *steady state* według formuły Alogoskufisa, 1993–2001

	1993/94	1994/95	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99	1999/00	2000/01
Stopa separacji (s)	10,6%	8,4%	7,4%	7,2%	6,4%		7,3%	8,7%
Komponent Demograficzny (z)	-5,3%	-4,3%	-4,1%	-4,5%	-3,9%		-3,5%	-3,5%
Stopa zatrudniania (h)	38,5%	35,1%	33,3%	36,7%	33,2%		21,3%	19,3%
Przyrost siły roboczej (n)	0,3%	-0,5%	0,5%	0,1%	0,6%		0,5%	0,5%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych BAEL.

* Nie jest możliwe zastosowanie metody przepływowej na rok 1999. W tym czasie wystąpiła przerwa w Badaniu Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) i nie da się skonstruować odpowiedniego panelu.

Wykres 4.2. Symulacja kształtowania się stopy bezrobocia steady state według formuły Alogoskufisa przy zatrzymaniu poszczególnych czynników na poziomie z roku 1993, 1993–2001



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych BAEL.

szenie kosztów pracy poprzez wzrost obciążeń socjalnych i przyczynia się w efekcie do wzrostu bezrobocia w dłuższym okresie.

Wnioski

- Szybszy wzrost bezrobocia strukturalnego niż rzeczywistego w okresie dekoniunktury jest sprzeczny z oczekiwaniami teoretycznymi. Dowodzi natomiast, iż pomimo wyraźnego spadku zatrudnienia w ciągu lat 90., w 1999 r. wciąż mieliśmy do czynienia ze znacznym nadzatrudnieniem w polskich przedsiębiorstwach.
- Przedsiębiorstwa przemysłowe zwiększały w ostatnich latach swoją produktywność i nawet w przypadku po-

prawy koniunktury nie będą już przyjmować nowych pracowników Wskazuje na to spadająca w sposób ciągły od 1993 r. „stopa zatrudniania”.

- Poprawa koniunktury może natomiast przyczynić się do odnowienia popytu na usługi małych przedsiębiorców, przede wszystkim z sektora usług. Ułatwienia dla prowadzenia działalności gospodarczej przez małe firmy będą miały dla polskiego rynku pracy znacznie większe znaczenie, niż ograniczenia zwolnień w dużych przedsiębiorstwach przemysłowych.
- Pogorszenie koniunktury doprowadziło do „panicznego” zwalniania nadwyżek siły roboczej, co ma wpływ na wzrost produktywności pracy i powinno pomóc w poprawie konkurencyjności na rynku europejskim po przystąpieniu Polski do UE.