

Spis treści

Czy wprowadzenie wspólnej waluty euro wymaga dalszej politycznej integracji krajów członkowskich Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej? 2

Efektywność polityki monetarnej w Polsce. Analiza statystyczna 7

Wykorzystanie teorii Elliotta do prognozy walutowej 12

Gospodarka w IV kwartale 2000 r. 17

Nic już nie jest takie jak dawniej 17

Wzrost gospodarczy 19

Relacje zewnętrzne 20

Finanse publiczne 24

Rynek pracy 25

Ceny 27

Polityka pieniężna 29

Rynki finansowe 33

Prognozy sytuacji gospodarczej w latach 2001–2002 35

Jednak w górę – ale znacznie wolniej 35

Uwarunkowania zewnętrzne 37

Wzrost gospodarczy 40

Relacje zewnętrzne 43

Finanse publiczne 45

Rynek pracy 46

Ceny 46

Pieniądz 49

Scenariusz alternatywny 50

Jeśli zakręt jest ostrzejszy, niż nam się wydaje... 50

Wskaźniki wczesnego ostrzegania przed kryzysami 51

Wszelkie prawa zastrzeżone. Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu i postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy. Redakcja kwartalnika dokłada wszelkich starań, aby zamieszczone dane były wiarygodne, jednakże nie gwarantuje ich kompletności i dokładności.

Redakcja Kwartalnika

Redaktor
Andrzej Bratkowski

Sekretarz Kwartalnika
Łukasz Rawdanowicz
Paweł Ruka

Zespół prognoz i analiz:

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

Sponsorzy
Bank Polska Kasa Opieki SA
Fortis Bank Polska SA

Projekt graficzny, DTP, korekta, druk
CeDeWu Sp. z o.o.
CeDeWu Graphic Design (ANB Studio),
Agnieszka Natalia Bury

Wydawca



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
Fundacja Naukowa
ul. Sienkiewicza 12, 00-944 Warszawa
tel. (4822) 622 66 27, 828 61 33, fax (4822) 828 60 69
e-mail: case@case.com.pl, www: case.com.pl
ISSN 1507-3149

Dystrybutor PG TOP
CASE – Doradcy Sp. z o.o.
ul. Sienkiewicza 12, 00-944 Warszawa
tel./fax (48 22) 525 41 12
e-mail: doradcy@case.com.pl

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

Od redaktora

Szanowni Czytelnicy,

kwartalnik 4/2000(8) był ostatnim, opracowanym pod kierunkiem dr Mirosława Gronickiego. W imieniu całego zespołu PGTOP dziękuję Mu za wkład w stworzenie naszego kwartalnika. Od bieżącego numeru kwartalnika będę kierował pracami zespołu starając się wywiązać z powierzonego mi zadania ku Państwa zadowoleniu.

Od nowego roku wprowadzamy do kwartalnika pewne zmiany, które – mamy nadzieję – uczynią go dla państwa bardziej użytecznym, czytelnym i ciekawym. Rozszerzamy część poświęconą omówieniu problemów wykraczających poza najbardziej bieżące wydarzenia gospodarcze – i umieszczamy ją w pierwszej części kwartalnika. Znajdującą się w drugiej części analizę sytuacji bieżącej oddzieliliśmy od rozważań dotyczących perspektyw, zmieniając jednocześnie kolejność tematów. Tablice z danymi – zarówno historycznymi, jak i zawierającymi prognozy – przenieśliśmy do oddzielnego aneksu, który można śledzić równoległe czytając tekst. Odpowiedzialność za treść poszczególnych tekstów i prawa autorskie do nich zostały teraz przypisane konkretnym członkom naszego zespołu – co oczywiście w najmniejszym stopniu nie zwalnia mnie od odpowiedzialności za całość publikacji.

W tym numerze staramy się przekonać Państwa, że gospodarka polska weszła w nową – niestety trudniejszą – fazę rozwoju. Z pewnym opóźnieniem – wynikającym z mechanizmu transmisji, omówionego w jednym z naszych artykułów problemowych – zaostrzenie polityki monetarnej zaczęło silnie określać sytuację gospodarczą. Jednym z istotnych uwarunkowań tej sytuacji, które w zeszłym roku szczególnie wyraźnie dało znać o sobie, są relacje złotego do najważniejszych walut światowych – dolara i euro – oraz kursy krzyżowe tych walut. Nieco inne niż zespołu PGTOP podejście do analizy tego problemu przedstawione zostało w drugim z naszych artykułów problemowych.

Zwrot w polityce monetarnej, zapoczątkowany wraz z utworzeniem Rady Polityki Pieniężnej ma, oprócz pozytywnych, także negatywne skutki. Częściowo wynikają one z zaniedbań przeszłości, częściowo z nowych wyzwań, przed jakimi staje obecnie polityka gospodarcza. Omawiamy je w drugiej części kwartalnika. W prognozach usiłujemy odpowiedzieć, jak naszym zdaniem polityka gospodarcza będzie sobie z nimi radzić w najbliższych dwóch latach. Musimy jednak przyznać, że sprawy mogą potoczyć się gorzej niż przewidujemy – przedstawiliśmy więc także zarys bardziej pesymistycznego scenariusza ostrzegawczego. Jego ziszczenie się mogłoby w szczególności opóźnić uzyskanie przez Polskę członkostwa w UE. Naszym zdaniem integracja w każdych warunkach pozostaje jednak dla Polski jedyną realną opcją strategiczną. Problemy Unii są więc też naszymi problemami. Będziemy więc starali się również je omawiać. Dlatego w pierwszej części tego numeru – jako uzupełnienie przedstawionej dalej analizy polskich problemów koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej – prezentujemy artykuł, którego autor stara się odpowiedzieć na pytanie: czy unia monetarna wymaga ścisłej koordynacji polityk fiskalnych krajów wspólnego obszaru walutowego?

Nasze analizy, szacunki oraz prognozy opracowano wykorzystując oficjalne dane statystyczne oraz inne informacje dostępne do 3 lutego 2001 r. wszelkie różnice w szacunkach w porównaniu z poprzednimi numerami kwartalnika wynikają ze zmian oficjalnych statystyk.

Życzę Państwu pozytywnej i interesującej lektury.

Andrzej Bratkowski

Czy wprowadzenie wspólnej waluty euro wymaga dalszej politycznej integracji krajów członkowskich Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej?

Czy Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa (EMU) jest jedynie kolejnym krokiem na drodze do Federacji Europejskiej, a precyzyjniej, czy wymaga ona federalizmu fiskalnego, aby poprawnie funkcjonować? Czy też euro ma szansę stać się nowym, apolitycznym standardem pieniężnym podobnym do klasycznego standardu złota? A może wprowadzenie euro jest zapowiedzią powrotu do „funkcjonalnego” modelu integracji europejskiej z lat 50. i 60? Odpowiedzi na te pytania zależą od rozstrzygnięcia trzech bardziej szczegółowych kwestii:

1. Czy możliwe jest prowadzenie dyskrecjonalnej polityki monetarnej na szczeblu EMU składającej się z 26 niezależnych państw?
2. W jakim stopniu kraj, zrzekający się suwerenności monetarnej, będzie narażony na asymetryczne szoki (tzn. takie, których wpływ na daną gospodarkę odbiega znacznie od wpływu na pozostałe państwa unii)?
3. Czy EMU odniesie sukces, jeżeli polityka fiskalna nie będzie koordynowana z polityką pieniężną?

1. Czy możliwe jest prowadzenie dyskrecjonalnej polityki monetarnej na szczeblu EMU składającej się

26 niezależnych państw? Jeżeli tak, to wszelkie instrumenty polityki monetarnej niezbędne do regulacji procesów gospodarczych w krajach EMU mogłyby być pozostawione w gestii Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Mayer [2000] uważa, iż Rada Generalna EBC, składająca się z 26 przewodniczących narodowych banków centralnych, prezesa i wiceprezesa EBC oraz 6 członków jego Zarządu, nie byłaby w stanie podejmować skutecznych decyzji dotyczących polityki monetarnej. Obawa ta bazuje jednak na założeniu, że zasada jednomyślności będzie nadal obowiązywała przy podejmowaniu wszelkich decyzji EBC. W rzeczywistości, nie ma przeszkód aby decyzje o poziomie stóp procentowych były podejmowane większością głosów.¹⁾

2. W jakim stopniu kraj, zrzekający się suwerenności monetarnej, będzie narażony na asymetryczne szoki? Poza dobrze znanym kryterium podobieństwa struktur gospodarek, ocena wrażliwości na szoki musi uwzględnić fakt, że im bardziej otwarta jest gospodarka tym łatwiej będzie jej zrzec się niezależności monetarnej, szczególnie jeśli większość jej handlu zagranicznego przypada na strefę

* Pracuje w Central European University, Budapeszt oraz Fundacji Naukowej CASE, Warszawa.

¹⁾ Rada EBC może zostać poproszona najpierw o głosowanie czy podnieść stopy procentowe, czy nie. Jeżeli wynik byłby negatywny, rada zostałaby zapytana czy obniżyć stopy procentowe czy nie. Jeśli odpowiedź byłaby pozytywna, zadano by pytanie czy obniżka powinna być na poziomie 25 pkt. bazowych czy też wyższym. Przy akceptacji poziomu 25 pkt. bazowych, o tyle obniżono by stopy procentowe. Jeżeli jednak rada opowiedziałaby się za silniejszym obniżeniem stóp, zostałaby zapytana czy należy je obniżyć o 50 pkt. bazowych czy też więcej itd. Identyczna procedura zostałaby zastosowana przy określeniu stopnia podwyższenia stóp procentowych, jeżeli taka byłaby pierwotna decyzja. Dodatkowo Mayer podnosi problem zbyt małej reprezentacji w radzie państw dużych i bogatych w sytuacji rozszerzenia unii monetarnej. Jednakże jest to odrębne zagadnienie, które może być rozwiązane np. poprzez wzięcie głosów prezesów banków centralnych udziałem poszczególnych państw w kapitale EBC, lub też innym adekwatnym sposobem.

euro (tak, że nie ucierpi ona na aprecjacji lub deprecjacji euro).²⁾ Tak się dzieje ponieważ w przypadku szoku asymetrycznego sytuacja ekonomiczna w pozostałych krajach unii monetarnej zmienia się w odwrotnym kierunku i tym lepiej zamortyzuje szok, im bardziej gospodarka jest otwarta. W przypadku niektórych szoków, także wielkość gospodarki może okazać się istotna.³⁾ Zatem jak bardzo otwarta powinna być gospodarka? Polska wydaje się być wystarczająco otwarta, natomiast przypadek Wielkiej Brytanii budzi większe wątpliwości, gdyż mimo wystarczającego otwarcia ma ona proporcjonalnie mniejszą wymianę handlową ze strefą euro.⁴⁾

3. Czy unia monetarna może być skuteczna mimo braku koordynacji między polityką fiskalną i pieniężną? Odpowiedź na to pytanie uzyskamy rozpatrując cztery pytania uzupełniające:

- A. Do czego byłaby przydatna polityka fiskalna obejmująca cały obszar unii monetarnej?
- B. Czy narodowa polityka budżetowa może, w ramach unii monetarnej, pełnić istotne funkcje na szczeblu krajowym?
- C. Czy na szczeblu unii monetarnej potrzebne są automatyczne, budżetowe mechanizmy stabilizacji?
- D. Czy prowadzenie polityki fiskalnej na szczeblu narodowym może zaburzyć unijną politykę gospodarczą?

A. *Do czego byłaby przydatna polityka fiskalna obejmująca cały obszar unii monetarnej?* Jeśli uznamy, że dyskrecjonalna polityka monetarna w rozszerzonej do 26 państw Unii Monetarnej jest możliwa, to makroekonomiczna regulacja na szczeblu Unii Monetarnej wykorzystująca

narzędzia fiskalne wydaje się być bezzasadną. Polityka monetarna jest bardziej elastyczna, i dlatego wszystko, co można osiągnąć dzięki narzędziom fiskalnym, może ona zapewnić z lepszym efektem. **Przegranie gospodarki** na szczeblu unijnym jest mało prawdopodobne z powodu konserwatywności EBC, zatem dodatkowe restrykcje budżetowe nie będą potrzebne. **Nadmiernie luźna polityka fiskalna** jest również niemożliwa, o ile dotrzymane zostaną postanowienia „paktu o stabilizacji i wzroście” zawarte w traktacie z Amsterdamu. (Czy rzeczywiście będą dotrzymane – o tym w odpowiedzi na pytanie D). **W przypadku silnej recesji** ekspansywna polityka rządu mogłaby wspierać luźną politykę monetarną (aczkolwiek ostatnie doświadczenia Japonii pokazują ograniczenie takiego podejścia⁵⁾). Zalecenia układu z Amsterdamu dotyczące deficytu budżetowego w cyklu koniunkturalnym implikują stałą redukcję udziału długu publicznego w PKB, nawet przy niższym niż 5 proc. rocznym nominalnym wzroście PKB [Bratkowski i Rostowski, 2000]. Można więc liczyć na to, że w przyszłości polityka fiskalna przyniesie lepsze efekty niż w przypadku recesji z lat 30.

B. *Czy narodowa polityka budżetowa może, w ramach unii monetarnej, pełnić istotne funkcje na szczeblu krajowym?* Pozytywna odpowiedź na to pytanie osłabia argument przemawiający za federalizmem fiskalnym w Europie. Przykład Irlandii, której nadwyżka budżetowa na poziomie 4 proc. PKB nie powstrzymała 10 proc. wzrostu gospodarczego i 7 proc. inflacji, sugeruje, że znaczenie narodowej polityki budżetowej jest w miarę małe w małej, otwartej gospodarce, chociaż może okazać się istotniejsze w przypadku większej gospodarki. Tak się dzieje, gdyż w gospo-

Tabela 1. Prawdopodobny wpływ krajowej polityki budżetowej na zagregowany popyt w unii monetarnej

	Duża gospodarka	Mała gospodarka
Zamknięta gospodarka	mały	nieistotny
Otwarta gospodarka	duży	mały

²⁾ Po części problemem Irlandii jest duży udział obrotów handlowych z Wielką Brytanią i ostatnia deprecjacja euro w stosunku do funta brytyjskiego. W jeszcze gorszej sytuacji znajduje się Argentyna, której export do USA wynosi zaledwie 1 proc. PKB, a waluta jest sztywno związana z dolarem amerykańskim.

³⁾ Relatywnie dużemu, w stosunku do unii monetarnej państwu, które doświadcza asymetrycznego, negatywnego szoku, będzie trudniej zrekompensować np. spadek popytu na towary eksportowe w krajach spoza Unii rosnącym, eksportem do Unii (jeżeli opadająca krzywa popytu jest nieelastyczna). Z drugiej strony, wzrost kosztów produkcji w sektorze eksportowym spowoduje spadek eksportu niezależnie od wielkości eksportera - jednak spadek będzie większy w przypadku kraju mniejszego, którego ceny nie mogą wzrosnąć w takim stopniu, jak w kraju większym. Co więcej, im mniejsza elastyczność popytu na produkty eksportowe większego kraju, tym mniejszy spadek dochodów z eksportu nawet jeżeli zmniejsza się jego wolumen.

⁴⁾ Wielka Brytania ma również przeszło dziesięciokrotnie większą od Polski gospodarkę.

⁵⁾ Mimo, że na początku lat 90. Japonia miała stosunkowo niski dług publiczny w porównaniu do PKB.

darce silnie otwartej zagregowany popyt zależy w większym stopniu od popytu w całej unii, lecz tylko w przypadku dużej otwartej gospodarki jej popyt krajowy będzie znacząco wpływał na popyt w całej unii. Poniżej, przy założeniu *ceteris paribus*, została przedstawiona ta zależność (tzn. oba kraje są tak samo zamkniętymi gospodarkami w pierwszym przypadku i tak samo otwartymi w drugim przypadku).

gdzie żaden z krajów członkowskich nie jest istotnym producentem surowców. Mimo wszystko użyteczność polityki wydatków budżetowych na poziomie kraju członkowskiego jest na tyle wyraźna, by stanowić argument przeciwko wspólnej polityce fiskalnej na szczeblu unijnym. Bowiem im więcej decyzji podejmowanych byłoby w centrali, tym mniej sze pole manewru miałyby krajowa polityka budżetowa⁷⁾.

Tabela 2. Prawdopodobny wpływ krajowej polityki budżetowej na zagregowany popyt w tym kraju (włączając wtórne efekty poprzez wpływ na pozostałe państwa unii)

	Duża gospodarka	Mała gospodarka
Zamknięta gospodarka	duży	duży
Otwarta gospodarka	średni	mały

Zatem, w przypadku dużego państwa członkowskiego, krajowa polityka budżetowa może mieć wpływ na sytuację makroekonomiczną tego państwa.

W jakich okolicznościach taka polityka mogłaby być rozsądnie prowadzona? Standardowa odpowiedź brzmi: w przypadku asymetrycznego szoku. Na szczęście dla małych krajów, których polityka budżetowa jest mniej efektywna, potrzeba jej użycia jest w takich przypadkach mniej paląca. Wynika to z dobrze znanego prawa, że małe kraje mają z reguły bardziej otwarte gospodarki niż duże, handel zagraniczny jest więc dla nich amortyzatorem szoku.

Trzeba przyznać, iż polityka wydatków budżetowych nie jest skuteczna w przypadku wszystkich asymetrycznych szoków. Polityka fiskalna wpływa na zagregowany popyt, więc daje lepsze rezultaty w przeciwdziałaniu szokom popytowym niż podaźowym. Na przykład stymulowanie popytu w celu usunięcia skutków negatywnego szoku podaźowego jest rozwiązaniem wątpliwym, które jedynie zwiększa inflację oraz zadłużenie zarówno sektora państwowego jak i prywatnego [Bruno i Sachs, 1985]⁶⁾. Zastosowanie krajowej polityki budżetowej wydaje się bardziej adekwatne w przypadku asymetrycznych szoków popytowych, jakkolwiek prawdopodobieństwo ich wystąpienia jest stosunkowo małe w EMU,

C. Czy na szczeblu unii monetarnej potrzebne są automatyczne budżetowe mechanizmy stabilizacji, które zmniejszałyby obciążenia podatkowe i zwiększałyby transfery do krajów dotkniętych asymetrycznym szokiem?⁸⁾ Ferguson [2000] sugeruje, że EMU faktycznie potrzebuje takich mechanizmów: ze względu na znacznie mniejszą elastyczność rynku pracy i mobilność siły roboczej w Europie Zachodniej, w porównaniu z poprzednimi uniami monetarnymi – jak chociażby II Rzeszą. Chociaż większy stopień sztywności rynku pracy oznacza wyższe NAIRU (ang. *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment* – poziom bezrobocia nie wywołujący presji inflacyjnej), a tym samym wyższą stopę bezrobocia przy dowolnym zadanym poziomie inflacji, to sam w sobie nie przesądza o celowości stosowania federalnych mechanizmów budżetowych do przywracania równowagi. Większa nieelastyczność rynku pracy może również oznaczać, że skutki asymetrycznego szoku będą utrzymywały się dłużej niż w normalnej sytuacji. Wówczas unijne mechanizmy fiskalne przywracania równowagi mogłyby zniwelować skutki takiego szoku.⁹⁾ Z tego punktu widzenia mechanizmy te byłyby przydatne. Jednak czy są one konieczne? Odpowiedź zależy od skuteczności krajowej polityki fiskalnej. Im jest ona skuteczniejsza, tym mniej potrzebne są na poziomie federalnym fiskalne mechanizmy przywracania równowagi.

⁶⁾ To samo tyczy się ograniczaniu popytu podczas pozytywnego szoku podaźowego – ceny spadają w stopniu większym niż wystarczającym oraz nadwyżka eksportu nad importem rośnie w stopniu większym niż miałoby to miejsce bez przeciwdziałania.

⁷⁾ Pole działania dla krajowej polityki fiskalnej jest ograniczone poprzez postanowienia paktu o „stabilizacji i wzroście”, który wymaga od krajów członkowskich zrównoważonego budżetu w ciągu cyklu koniunkturalnego i deficytu nie przekraczającego 3 proc. PKB (możliwe odejście od zasady w wyjątkowych sytuacjach). Te wymagania pozwalają na poluzowanie maksymalnie od około 6 proc. PKB, co powinno być wystarczające dla polityki fiskalnej w normalnej sytuacji.

⁸⁾ Tak funkcjonuje system podatków federalnych w USA.

⁹⁾ Jest to szczególnie prawdziwe w przypadku szoku popytowego. Jednak kraj dotknięty negatywnym asymetrycznym szokiem podaźowy również może czerpać korzyści ze zwiększonych transferów netto, będących efektem zastosowania federalnych budżetowych mechanizmów przywracania równowagi.

D. Czy prowadzenie polityki fiskalnej na szczeblu narodowym może zaburzyć politykę gospodarczą na szczeblu unii? Z pewnością nie, pod warunkiem wypełniania postanowień Traktatu z Amsterdamu o „stabilności i wzroście”. Jednakże Fergusson udowadnia, że z powodu ogromnego ukrytego zadłużenia systemu emerytalnego, większość rządów europejskich cechuje „kruchość fiskalna”. Każdy z tych krajów może stanąć na krawędzi bankructwa na przestrzeni najbliższych 25 lat. Jeżeli do tego dojdzie, pozostali członkowie unii będą stać przed wyborem: (1) „czarna owca” opuszcza unię i dopuszcza do wzrostu inflacji u siebie – co pozwala jej spłacić dług lub (2) ustanawia się znacznie wyższy stopień centralizmu budżetowego w unii, w celu wygenerowania środków umożliwiających wykupienie „czarnej owcy”. Wybór prawdopodobnie zależałby od porównania całkowitych kosztów, jakie musiałyby ponieść kraje wykupujące i kosztów związanych z opuszczeniem unii przez jednego z członków.

Nie ma wątpliwości, że takie scenariusze mogą się zdarzyć, lecz jak bardzo są one prawdopodobne? Po pierwsze, należy pamiętać, że chociaż ukryte długi publiczne są znacznych rozmiarów, to aby je wyeliminować, nie trzeba koniecznie wyraźnie zredukować wydatków lub istotnie zwiększać obciążeń podatkowych, gdyż są one wrażliwe na nawet umiarkowane wzrosty wieku emerytalnego. Dla większości państw Europy Zachodniej wzrost wieku emerytalnego o zaledwie 3 lata zlikwidowałby ten dług [IMF, 1997]. Po drugie, postanowienia Traktatu z Amsterdamu dotyczące równowagi budżetowej oznaczają spadek długu publicznego z poziomu 60 proc. PKB do niewiele ponad 20 proc. w ciągu najbliższych 20 lat (przy założeniu nominalnego 5-proc. rocznego wzrostu PKB). Po trzecie, rząd kraju decydującego się grać kartą „czarnej owcy” naraża się na poważne ryzyka:

1. Jeżeli kraj jest dostatecznie mały, jak np. Belgia, inne kraje członkowskie mogą po prostu biernie przyglądać się jak popada on w kryzys fiskalny¹⁰.
2. Pozostałe kraje zamiast ponosić koszty wykupienia, prawdopodobnie wolałyby raczej, aby „czarna owca” opuściła unię, a to oznaczałyby dla niej duże koszty.

3. Sukces (tzn. zwiększony centralizm fiskalny) nie musi oznaczać dla „czarnej owcy” braku kosztów. Prawdopodobnie wykupienie pociągało by poddanie „czarnej owcy” ścisłej kontroli centralnej. W przeciwnym razie nowy system zachęcałby do lekceważenia dyscypliny fiskalnej i wprowadzałby wysokie ryzyko nadużyć (tzw. *moral hazard*). Fergusson zakłada, iż dla uzyskania środków na wykupienie długów, taki sam stopień kontroli centralnej będzie zastosowany wobec wszystkich krajów członkowskich. Faktycznie koszty wykupienia ponosiliby wszyscy, ale chyba tylko w stosunku do kraju niewypłacalnego zastosowano by zwiększony środki centralnej kontroli fiskalnej wydatków.¹¹

Wnioski

Polityka budżetowa w skali całej EMU byłaby potrzebna tylko w przypadku załamania gospodarczego porównywalnego do tego z lat 30. XX wieku. Regulacje wykorzystujące narzędzia fiskalne na szczeblu unijnym wydają się być zatem zbędne. Natomiast polityka fiskalna na szczeblu krajowym będzie skuteczna najprawdopodobniej w przypadku krajów stosunkowo zamkniętych, które są najbardziej narażone na asymetryczne szoki. Oznacza to, w przeciwieństwie do powszechnego przekonania, że mimo wysokiej sztywności rynku pracy budżetowe mechanizmy stabilizacji na szczeblu unii monetarnej są niepotrzebne. Krajowa polityka budżetowa i wysoki dług publiczny (włączając w to ukryty dług systemu emerytalnego), nie muszą koniecznie prowadzić, jak sugerował Fergusson, albo do rozpadu unii, albo jej ścisłej współpracy. Między innymi dlatego, że bezpośrednie ryzyko, na które wystawia się rząd prowadzący neodpowiedzialną politykę, jest bardzo wysokie.

Wobec tego EMU nie musi prowadzić do dalszej integracji politycznej UE, a EBC może funkcjonować jako apolityczna władza pieniężna zapewniająca obiektywny standard monetarny będący dla krajów europejskich współczesnym odpowiednikiem standardu złota. EMU ma szansę

¹⁰ Największym ryzykiem niedotrzymania zobowiązań przez jeden z krajów członkowskich EMU dla pozostałych byłyby wpływ na wypłacalność krajowego systemu bankowego. Jednak z upływem czasu banki zdzywersyfikowałyby strukturę swoich płynnych aktywów wycofując się z krajowego rynku obligacji skarbowych na rynki pozostałych państw. Co więcej międzynarodowe fuzje i przejęcia mogą doprowadzić do stanu, w którym za 10 lat taki kraj jak Belgia w ogóle nie będzie miał krajowego systemu bankowego.

¹¹ Jeśli na dodatek rząd kraju zadłużonego ma niechętny stosunek do federalizmu, zwiększenie centralizmu będzie dla niego kosztem samym w sobie.

stać się modelowym przykładem dla apolitycznej i nie federalnej integracji kontynentu polegającej na przekazaniu sfer decyzyjnych niezależnym, europejskim instytucjom. Najnowsza propozycja brytyjska utworzenia europejskiego urzędu antymonopolowego, całkowicie niezależnego od Komisji Europejskiej, zmierza w tym samym kierunku. Takie funkcjonalne podejście wskrzesza wczesne inicjatywy zjednoczeniowe z lat 50. i 60. XX wieku, w konsekwencji których utworzono Europejskie Wspólnoty Węgla i Stali oraz Euroatom. Niemcy, chociaż są najbardziej pro-federalistycznym z dużych krajów członkowskich, również skłaniają się ku takiemu podejściu ze względu na tradycję *ordnungsliberalismus*.

Z drugiej strony wspólna waluta faktycznie usuwa wszelkie przeszkody na drodze dalszej integracji. Co więcej, nawet jeśli logika ekonomiczna pozwala tworzyć wspólne „apolityczne” instytucje nie oznacza to, iż staną się one rzeczywistością. Są też inne siły pchające UE ku dalszej integracji politycznej – jak chociażby pro-federalistyczne dążenia Niemiec i niektórych mniejszych państw członkowskich oraz prowadzona przez Francję polityka selektywnej integracji w dziedzinach odpowiadających jej interesom. Równie dobrze to te czynniki mogą przeważać prowadząc w wielu płaszczyznach do poważnych działań integracyjnych

o charakterze federacyjnym. Mogą też one objąć politykę budżetową, ale nie jest prawdą, że jest to niezbędne dla sprawnego funkcjonowania unii monetarnej.

Literatura:

Bratkowski, A. and J.Rostowski, 2000, „The EU attitude to Unilateral Euroization: misunderstandings, real concerns and ill-designed admission criteria” paper presented at the Conference on *Economics, Politics and the Euro*, at the Royal Institute of International Affairs, Chatham House, London, December 1, 2000.

Bruno M. and J. Sachs, 1985, *The Economics of Worldwide Stagflation*, Blackwell, Oxford.

Fergusson N., 2000, „Built on Shaky Foundations, the Euro's Medium to Long-term Viability” paper presented at the Conference on *Economics, Politics and the Euro*, at the Royal Institute of International Affairs, Chatham House, London, December 1, 2000.

International Monetary Fund, 1997, *World Economic Outlook, Focus on Fiscal Policy*, Washington D.C.

Mayer T., 2000, „EU Enlargement and Economic Reform from Within”, paper presented at the Conference on *Economics, Politics and the Euro*, at the Royal Institute of International Affairs, Chatham House, London, December 1, 2000.

Wojciech Maliszewski*

Efektywność polityki monetarnej w Polsce

Analiza statystyczna

Metoda VAR (Vector Auto-Regression) w zastosowaniu do polityki monetarnej w Polsce: motywacje i wyniki

Ocena wpływu polityki monetarnej na poziom inflacji i tempo wzrostu gospodarczego jest trudnym zadaniem. Rodzaj i sposób użycia instrumentów polityki banku centralnego zależy od zmian w czasie wielkości makroekonomicznych, obranych za cel polityki monetarnej. Istnieje więc wzajemna zależność pomiędzy decyzjami władz monetarnych, a przebiegiem procesów gospodarczych. Nie jest więc wcale jasne, w jakim stopniu bank centralny kształtuje przebieg procesów gospodarczych, a w jakim mamy do czynienia z zależnością odwrotną: procesy ekonomiczne „sterują” zachowaniem władz monetarnych. Metoda SVAR (Structural Vector Auto-Regression) staje się obecnie standardowym narzędziem analizy tego problemu. Zasadniczą zaletą tej metody w stosunku do tradycyjnego strukturalnego modelowania ekonometrycznego polega na tym, iż pozwala ona ograniczyć liczbę przyjmowanych *a priori* założeń. Zalety metody SVAR mogą okazać się szczególnie istotne w przypadku analizy gospodarki transformującej (*transition economy*), to jest w przypadku której wiedza o mechanizmie transmisji polityki monetarnej jest nadal bardzo ograniczona. Ponadto, zbudowanie pełnego modelu makroekonomicznego opisującego ów mechanizm wiąże się z dużymi trudnościami.

Model typu SVAR posiada zazwyczaj wiele parametrów w porównaniu z wielkością badanej próby losowej i jest szczególnie podatny na krytykę wyrażoną przez Lucasa,

według którego zmiany sposobu prowadzenia polityki monetarnej mogą powodować zmiany parametrów modelu. W warunkach gospodarki transformującej oba te problemy mają ogromne znaczenie. Jednakże, po zastosowaniu metody SVAR do polskich danych okazuje się, że za jej pomocą można uzyskać nie tylko rozsądne wyniki, ale również poznać działanie mechanizmu transmisji polityki monetarnej. W dalszej części artykułu przedstawione zostaną najważniejsze rezultaty analizy, zaś w ostatniej części zostanie opisana zastosowana w pracy metodologia. Bardziej szczegółowy opis można znaleźć w pracy Maliszewskiego [2000].

Dynamiczna reakcja na różne rodzaje szoków związanych z polityką monetarną

W modelu SVAR zakłada się, że władze odpowiedzialne za politykę monetarną reagują na zmienne makroekonomiczne w sposób przewidywalny. Tę przewidywalną część polityki monetarnej często nazywamy *funkcją reakcji politykę* lub prościej *funkcją reakcji*. Pewnej części zmian w zakresie instrumentów stosowanych w tej polityce nie da się, jednakże, wyjaśnić za pomocą funkcji reakcji. Zmiany te można interpretować jako szoki polityki monetarnej, to znaczy jako egzogeniczne korekty owej polityki. Dynamiczna reakcja zmiennych nie związanych z polityką monetarną na tego rodzaju szoki (funkcja reakcji na impuls – ang. *impulse response function*) pozwala śledzić wpływ zmian polityki monetarnej na gospodarkę. W niniejszej pracy zakładamy, że Narodowy Bank Polski (NBP) stosuje w swojej polityce dwa rodzaje instrumentów: krótkoterminową

* Doktorant w London School of Economics i współpracownik Fundacji CASE.

stopę procentową (WIBOR T/N) oraz kurs walutowy. Oczywiście, wagi związane z tymi instrumentami zmieniały się w czasie. W początkowej części analizowanego szeregu czasowego polityka monetarna oparta była na stałym kursie walutowym, natomiast obecnie rola tego kursu w polityce NBP jest znacznie mniejsza. W naszej analizie badamy, jak zachowuje się nasz model dla pełnej próby (od września 1993 r. do listopada 2000 r.), przypisując kursowi walutowemu względnie niskie wagi ($T = 0,3$), oraz dla pod-próby (od września 1993 r. do czerwca 1998), kiedy to rola kursu walutowego jak się wydaje była większa ($T = 0,7$). W idealnym przypadku powinniśmy móc podzielić próbę na dwie pod-próby charakteryzujące się różnymi sposobami ustalania kursu. Niestety z powodu niewielkiej liczby obserwacji w okresie stosowania elastycznego kursu walutowego wnioskowanie ekonometryczne staje się w wysokim stopniu niedokładne.

Różne rodzaje reakcji ze strony produkcji przemysłowej, indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych, WIBORu oraz kursu walutowego na pozytywny szok w polityce monetarnej (nieoczekiwane zacieśnienie monetarne) przedstawione są na wykresie 1. Wykresy lewe (A) otrzymano dla pod-próby, stosując $T = 0,7$, natomiast wykresy prawe (B) otrzymano dla pełnej próby i dla wartości $T = 0,3$. Szok pieniężny znajduje swoje odzwierciedlenie w równoczesnym wzroście krótkoterminowej stopy procentowej i wzroście kursu walutowego.¹⁾ Dla małej próby wzrost stóp procentowych jest mniej wyraźny niż reakcja kursu walutowego – co jest odzwierciedleniem faktu, iż w tym okresie polityka monetarna pozostawała pod wpływem polityki sztywnego kursu walutowego. Po początkowym szoku wywołanym polityką monetarną, reakcja stóp procentowych szybko maleje, zaś reakcja kursu walutowego jest znacznie bardziej trwała. Dla całej próby, początkowy wpływ szoku na stopy procentowe jest znacznie większy, co jest związane z wyższą wagą przypisaną temu instrumentowi. Ponadto reakcja dynamiczna tej zmiennej jest bardziej trwała. Wstępna reakcja i reakcja dynamiczna kursu walutowego są takie same jak przedtem (tzn. kurs walutowy ulega aprecjacji po wzroście stóp procentowych).

Dynamiczne reakcje zmiennych makroekonomicznych są zgodne z założeniami teoretycznymi i innymi badaniami

stosującymi metodę SVAR: w następstwie szoku produkcja spada względnie szybko, ceny reagują z opóźnieniem, ale w sposób bardziej trwały. **W pięć do dziesięć miesięcy po szoku produkcja przemysłowa spada do swego najniższego poziomu, po czym następuje jej ożywienie. Reakcje dynamiczne indeksu cen i usług konsumpcyjnych wskazują na to, że ceny spadają do najniższego poziomu 15 miesięcy po zacieśnieniu polityki monetarnej, zaś skutki szoku mają charakter trwały.** Analiza dokonana na podstawie obu prób prowadzi do sensownych interpretacji funkcji reakcji dynamicznych. Ponadto wyniki są odporne na rozszerzenie próbki. Pomimo zmian w sposobie ustalania kursu walutowego, parametry w równaniach dotyczących produkcji i indeksu cen i usług konsumpcyjnych są bardzo podobne w przypadku modeli utworzonych na małej próbie i na całej próbie.

Warto zauważyć, że pozytywny szok wywołany polityką monetarną wywołuje niewielki wzrost stóp procentowych i niewielką aprecjację realnego kursu walutowego. Tak więc, pomimo znaczenia analizy wpływu szoków pochodzenia zewnętrznego dla określenia mechanizmu transmisji, zmiany zmiennych makroekonomicznych wywołane owymi szokami są względnie niewielkie. Innymi słowami, polityka monetarna jest zazwyczaj przewidywalna, zaś rynki są rzadko zaskakiwane przez bank centralny.

Metodologia

Zastosowanie metodologii opartej na SVAR ma na celu identyfikację szoków monetarnych²⁾ oraz wpływu tychże szoków na gospodarkę, poprzez wprowadzenie pewnych minimalnych założeń co do systemu VAR bez ograniczeń. Zwykle analizę taką rozpoczynamy rozpatrując system VAR bez ograniczeń z dwoma rodzajami zmiennych: zmiennymi makroekonomicznymi (włączając w to pewne potencjalne cele polityki monetarnej) oraz zmiennymi odzwierciedlającymi stan polityki monetarnej. W najprostszym przypadku wektor polityki monetarnej jest zmienną pojedynczą, są to np. stopy lub rezerwy banku centralnego. W tym przypadku identyfikację szoków monetarnych często rozpoczynamy od nałożenia takich ograniczeń, aby powyższa zmienna nie miała natychmiastowego wpływu na zmienne nie zwią-

¹⁾ Wskaźnik kursu walutowego zdefiniowany jest jako $1/(0,5 * \text{PLN/USD} + 0,5 * \text{PLN/DEM})$. Wzrost tego wskaźnika równoważny jest aprecjacji.

²⁾ Wśród bardziej znanych przykładów metodologii SVAR znajdują się prace Bernanke i Blinder (1992), Sims (1992), Strogin (1995) i Bernanke i Mihov (1998).

zane z polityką. Innymi słowy zakładamy, że gospodarka reaguje na politykę z pewnym opóźnieniem. Tego rodzaju założenie ma istotnie marginalne znaczenie: równania nie związane z polityką w dalszym ciągu stanowią system równań współzależnych i identyfikacja szoków dla tej części modelu nie jest możliwe bez poczynienia dalszych założeń.

Analiza staje się bardziej skomplikowana w sytuacji, kiedy wektor zmiennych odzwierciedlający stan polityki monetarnej nie stanowi jednej zmiennej. W tym przypadku wstępną analizę rozpoczyna się podobnie jak w przypadku wskaźnika pojedynczego: zakłada się, że albo wskaźniki polityki monetarnej działają na zmienne makroekonomiczne jedynie z opóźnieniem, lub też mamy do czynienia z sytuacją odwrotną. Jednak równania opisujące politykę monetarną same tworzą system równań współzależnych i dlatego, aby móc określić część zmian, które można przypisać nieoczekiwanym działaniom w ramach polityki monetarnej, potrzebne są dalsze ograniczenia o charakterze analitycznym. Stwierdzenie występowania i analizę szoków w tym systemie uzyskuje się przez dokonanie szeregu założeń, co do działalności rynku pieniężnego. Podejście badaczy gospodarki USA do tego problemu koncentrowało się na wzajemnym oddziaływaniu pomiędzy różnymi segmentami rynku pieniężnego (Bernanke i Mihov [1998] i Strogin [1995]).

Identyfikacja szoków przyjęta w niniejszym badaniu

Główny problem przy modelowaniu polityki monetarnej stanowi odpowiedni wybór wskaźników polityki monetarnej oraz identyfikacja szoków wpływających na tą politykę. Zasady działania przyjęte przez NBP zmieniały się. Początkowo, władze odpowiedzialne za politykę monetarną regulowały kurs walutowy poprzez system kroczącego kursu i pasma wahań wokół kursu centralnego. Złoty nie był wówczas w pełni wymierny i, jak na to wskazują wyniki otrzymane w IMF [1997] i Gomułka [1997], sterylizacja napływającego kapitału, aczkolwiek kosztowna, była do pewnego stopnia skuteczna. Tak więc, niezależna polityka monetarna mogła istnieć nawet w okresie stałego lub *quasi* stałego kursu walutowego. Operacyjny cel banku centralnego wahał się pomiędzy krótkoterminową stopą procentową (1993–1995) a pieniądzem rezerwowym (1996–1997). W praktyce krótkoterminowa stopa procentowa uważana była się zawsze za ważny instrument polityki monetarnej. Rola stopy procentowej jako instrumentu polityki monetarnej uległa dalszemu wzmocnieniu po poszerzeniu i wreszcie

porzuceniu stosowania systemu pasma walutowego. W 1998 r. nowo wybrana Rada Polityki Pieniężnej oficjalnie przyjęła stopę procentową za swój cel pośredni.

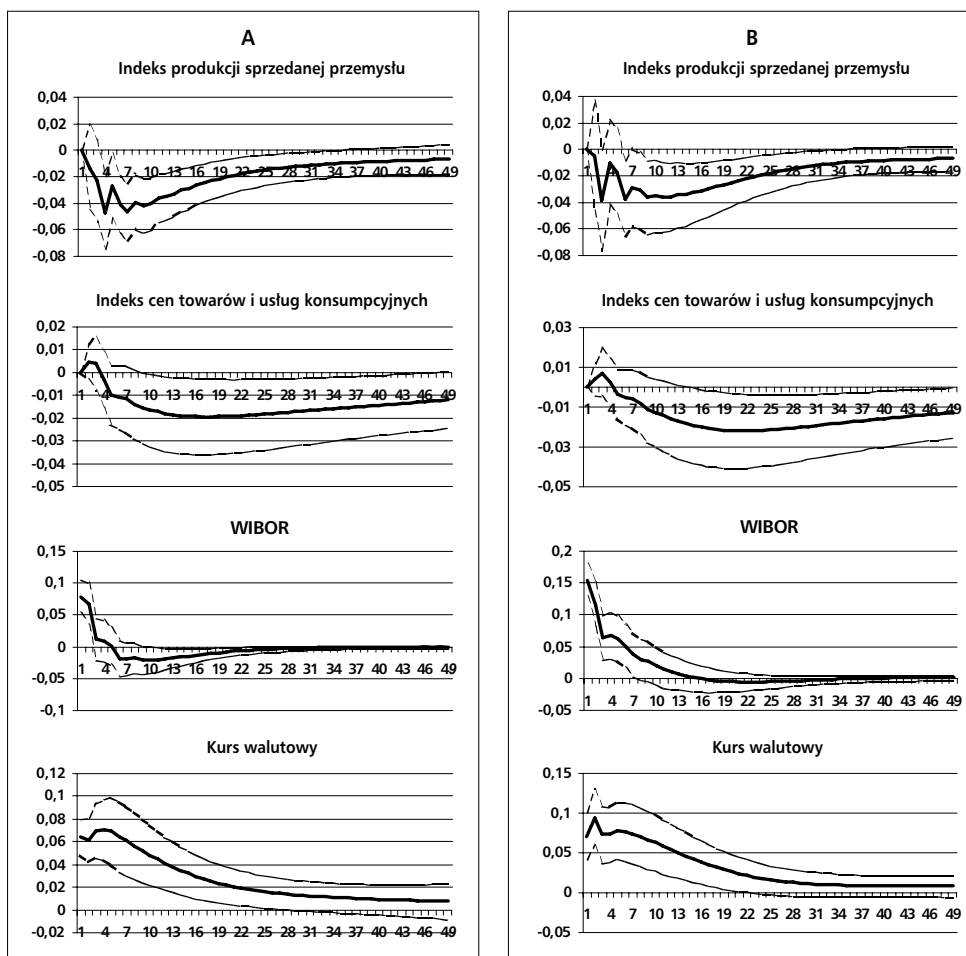
Z powyższej dyskusji wynika jasno, że przy opisie zasad operacyjnych stosowanych przez bank centralny należy brać pod uwagę zachowanie się stóp procentowych i kursu walutowego. W rezultacie zmiennymi opisującymi politykę monetarną w systemie VAR są następujące instrumenty: WIBOR T/N oraz wskaźnik kursu walutowego zdefiniowany jako odwrotność średnich kursów USD/PLN i DEM/PLN. Pozostałe zmienne makroekonomiczne w modelu to: indeks cen i usług oraz wskaźnik produkcji sprzedanej przemysłu. Oba te wskaźniki są oczyszczone z sezonowości i wyrażane w wartościach logarytmicznych, wskaźnik kursu walutowego również ma wartości logarytmiczne, zaś krótkoterminowa stopa procentowa nie jest przekształcona. Początek okresu analizy przypada na rok 1993, kiedy to w pełni wprowadzony został nowoczesny system płatniczy oraz operacje banku centralnego na otwartym rynku. Model nasz analizowany jest na podstawie miesięcznych obserwacji od września 1993 r. do listopada 2000 r. W systemie VAR używamy trzech opóźnień. Zredukowana postać VAR jest względnie stabilna, aczkolwiek testy stabilności sugerują, że w równaniu kursu walutowego nastąpiły zmiany parametrów w połowie 1998 r. Bardziej elastyczna polityka walutowa i zakłócenia na rynkach zagranicznych (kryzys rosyjski w sierpniu 1998 r.) stanowiły główne czynniki kryjące się za zmianami w obserwowalnych zależnościach statystycznych. Chcąc sprawdzić wpływ potencjalnej niestabilności systemu na wyniki badań, przeprowadziliśmy analizę dla pełnej próby i dla okresu, którego koniec przypadł w czerwcu 1998 r.

Dla identyfikacji szoków przyjmuje się po pierwsze, że kurs walutowy i stopy procentowe na rynku pieniężnym tylko z pewnym opóźnieniem wywierają wpływ na zmienne makroekonomiczne. Jak już omawialiśmy wcześniej, wprowadzenie dwu zmiennych do analizy polityki monetarnej wymaga jednakże zastosowania pewnych dalszych ograniczeń. W swoim podejściu wzorujemy się na Smets'ie [1997], który analizuje politykę monetarną w Niemczech, Włoszech i Francji przy założeniu, że władze odpowiedzialne za tę politykę przyjmują za cel pośredni pewną średnią wartość kursu walutowego i stóp procentowych. Wagi związane z tymi dwoma zmiennymi są odbiciem względnego wpływu realnego kursu walutowego i realnych stóp procentowych na wielkość produkcji. Model teoretyczny uzyskany przez Gerlacha i Smets'a [1996] pokazuje, że dla

banku centralnego działającego w ramach niewielkiej gospodarki otwartej optymalną polityką jest przyjęcie w ten sposób zdefiniowanego docelowego wskaźnika restrykcyjności polityki monetarnej (*Monetary Condition Index – MCI*). Wskaźnik ten powinien reagować jedynie na szok związany z krajową podażą i popytem oraz polityką monetarną. W szczególności zakłócenia pochodzące z rynku walutowego nie powinny mieć wpływu na MCI. Nawet w przypadku nie stosowania wskaźnika MCI jako pośredniego celu polityki monetarnej, działalność banku centralnego można równie dobrze aproksymować za pomocą tego rodzaju polityki monetarnej. Jest to zgodne z intuicją: w przypadku niespodziewanego odpływu kapitału

spekulacyjnego władze odpowiedzialne za politykę monetarną mogą pozwolić na deprecjację kursu walutowego, albo na wzrost stóp procentowych, albo też zastosować kombinację obu tych metod. Bank centralny będzie się starał zminimalizować wpływ tego typu szoku zewnętrznego stosując odpowiednią kombinację deprecjacji i zmiany stóp procentowych. Wagi statystyczne stosowane do MCI, jeżeli są znane, pozwalają na uzyskanie dostatecznych dla identyfikacji ograniczeń w systemie równań opisujących wskaźniki polityki monetarnej. Powyższe wagi można oszacować stosując metodę GMM (*Generalised Method of Moments*) i używając jako instrumentów nieoczekiwanych zmian (szoków) w indeksie JP Morgan EMBI+, nieoczekiwanych

Wykres 1. Dynamiczne reakcje indeksu cen i usług konsumpcyjnych, produkcji przemysłowej, WIBOR T/N oraz kursu walutowego na szok w polityce monetarnej. Część A: okres próby od września 1993 do czerwca 1998, $T = 0,7$. Część B: okres próby od września 1993 do listopada 2000, $T = 0,3$. Linie kreskowane przedstawiają 90 proc. przedziały ufności skonstruowane za pomocą metody bootstrapping z 5000 powtórzeń.



zmian w stopie amerykańskich rezerw federalnych oraz nieoczekiwanych zmian w jedno-miesięcznym FIBORze (*Frankfurt Interbank Offered Rate*). Pierwsza zmienna dostarcza informacji na temat zmian premii za ryzyko, zaś pozostałe dwie zmiennie dostarczają informacji na temat zmian międzynarodowych stóp procentowych. Ocena wielkości T na podstawie próby dla okresu kończącego się w czerwcu 1998 r. jest z grubsza zgodna z naszą wiedzą na temat ewolucji systemu monetarnego w Polsce ($T \approx 0,7$). Oszacowania T dla pełnej próby doprowadziły do niewiarygodnych wartości, nieistotnie różnych od zera i obciążonych bardzo dużym błędem standardowym. Może to wskazywać na to, że waga przypisana kursowi walutowemu jest w późniejszym okresie bliska zeru. W oparciu o ocenę wag zdecydowaliśmy się na identyfikację modelu SVAR oszacowanego na podstawie pod-próby (wrzesień 1993 – czerwiec 1998) z wartością $T = 0,7$ oraz dla całej próby z wartością $T = 0,3$.

Wnioski

Dynamiczne funkcje reakcji oszacowane w modelu SVAR mają rozsądny kształt i jasną interpretację ekonomiczną. Szok związany z polityką monetarną wpływa na inflację i produkcję, przy czym najsilniejsze skutki występują po 5–10 miesiącach w przypadku produkcji przemysłowej, zaś po 15–20 miesiącach, jeżeli chodzi o poziom cen i usług konsumpcyjnych. Zgodnie z tym, co omawialiśmy na początku artykułu, system VAR w warunkach gospodarki w okresie przemian ma pewne zalety i wady. Mimo dużych zmian w prowadzeniu polityki monetarnej, niektóre z uzyskanych

wyników są zadziwiająco niezależne od zmian wielkości próby i szczególnych cech modelu. Podane wyżej wyniki mogą napawać optymizmem i wskazują, że relacje i zależności w polskiej gospodarce rozwinęły się i ustabilizowały na tyle, że można w ramach tej gospodarki przeprowadzić poważne modelowane ekonometryczne. Metoda SVAR może stanowić pierwszy krok w kierunku stworzenia solidnych modeli przydatnych do analizy polityki monetarnej.

Literatura:

Bernanke B.S. and A.S. Blinder (1992), The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission, *American Economic Review* 82(4), 901–921.

Bernanke B.S. and I. Mihov (1998), Measuring monetary policy, *Quarterly Journal of Economics*, pp. 869–902.

Gerlach S. and F. Smets (1996), MCIs and monetary policy in small open economies under floating rates, mimeo.

Gomulka S. (1997), *Managing Capital Flows in Poland*, Working Paper 7, CASE and CEU, Warsaw.

IMF (1997), Poland: Country Report, IMF, Washington: International Monetary Fund.

Sims Ch. (1992), Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy, *European Economic Review* 36, 975–1011.

Smets F. (1997), Measuring Monetary Policy Shocks in France, Germany and Italy: The Role of Exchange Rate, BIS Working Paper 42

Strongin S. (1995), The identification of monetary policy disturbances: Explaining the liquidity puzzle, *Journal of Monetary Economics* 35, 463–497.

Wykorzystanie teorii Elliotta do prognozy walutowej

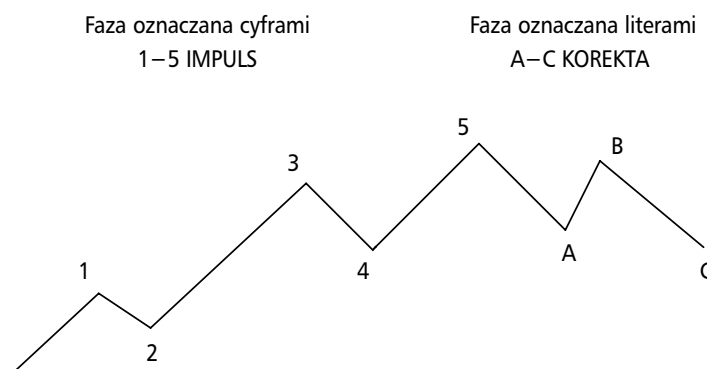
Wstęp

Jedną z metod stosowanych do prognozowania rynków akcji i walut jest analiza techniczna. Jej najskuteczniejszą metodą jest teoria Elliotta. Została ona opracowana w latach 30. Jej twórca przewidywał nadejście wielkiej hossy trwającej przez kolejne dziesięciolecia. Wielu inwestorów uważało wtedy, że niemożliwe jest, aby indeks Dow Jonesa przekroczył choćby swój szczyt z 1929 r. Wielka hossa z lat 1942–1966 potwierdziła słuszność prognoz stawianych pod koniec lat 30. przez Elliotta.

Jako drugi przykład możliwości teorii przytoczę prognozę z 1978 r. przedstawioną przez A. Frosta i R. Prechtera.

Przewidywali oni, że w perspektywie kilku najbliższych lat nadejście bardzo silna fala hossy. Docelowy pułap dla indeksu Dow Jones Industrial Average (DJIA) określili na 2860 pkt. Przypomnę, że indeks miał wtedy wartość około 740 pkt. W okresie 1964–1978 indeks aż 4 razy próbował przekroczyć barierę 1000 pkt. Po każdej nieudanej próbie dochodziło do silnych spadków w granicach od 25–45 proc. W 1978 r. obawiano się kolejnych spadków. Mało kto wierzył we wzrosty, a jeśli już, to maksymalnie o 200–300 pkt. do poziomu 1000 pkt. Na tamte czasy wizja wzrostu rynku do poziomu ponad 2800 pkt. była wręcz absurdalna. Następne lata przyniosły jednak wspaniałe potwierdzenie teorii Elliotta. W 1987 r. indeks osiągnął szczyt na poziomie 2747 pkt., po którym w ciągu jednego dnia nastąpił spadek o ponad 20 proc.

Wykres 1. Podstawowy schemat ruchów rynku



* Pracownik Banku Handlowego W Warszawie SA.

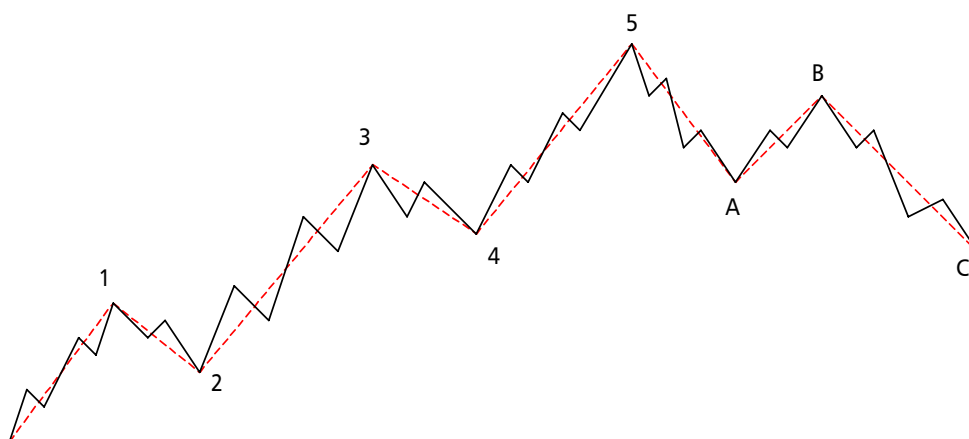
Wprowadzenie do teorii Elliotta

Idea stojąca u podłoża teorii Elliotta jest dosyć prosta. Ruchy rynku przyjmują formę pięciu fal wzrostowych i trzech spadkowych. Tworzą one pełny cykl. Fale wzrostowe oznaczane są cyframi od 1 do 5. Trzy spośród nich oznaczane są jako 1,3,5. Są to fale określające główny kierunek (trend) całego ruchu. Przedzielają je dwie fale niezgodne z kierunkiem głównego trendu. Oznaczone są jako 2 i 4. Trzy fale spadkowe oznaczane są literami A, B, C, co przedstawiono na wykresie 1.

Pełny cykl ośmiofalowy składa się z dwóch faz: fazy impulsu (zwanej potocznie „piątką”) i fazy korygującej („trójka”). W fazie impulsu fale 1,3,5 nazywa się falami impulsu, ponieważ nadają rynkowi pęd. Przedzielone są zawsze falami korygującymi (2 i 4) ponieważ mogą stanowić jedynie częściowe zniesienie poprzedzającej je fali impulsu.

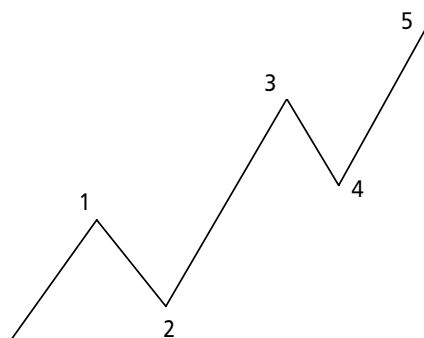
Po zakończeniu ośmiofalowego cyklu przedstawionego na wykresie 1 powyżej rozpoczyna się drugi podobny cykl złożony ze wzrostowej piątki i spadkowej trójki. Kolejny

Wykres 2. Hierarchiczna budowa fal Elliotta
(fale wyższego rzędu zaznaczone są linią przerywaną)

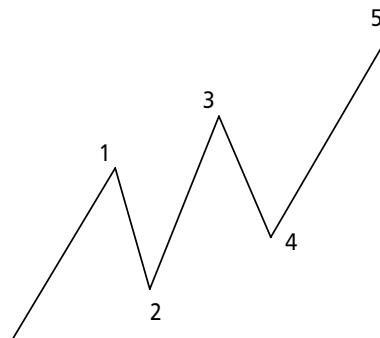


Wykres 3. Podstawowe zasady

Prawidłowe oznaczenie



Błędne oznaczenie
dno fali 4 zachodzi na falę 1
fala 3 jest najkrótsza w sekwencji



etap to trzeci ruch składający się z pięciu fal wzrostowych. Kończy on dopełnienie pięciofalowej struktury o stopień wyżej (patrz wykres 2).

Zastosowanie w praktyce teorii fal Elliotta nie polega jedynie na mechanicznym odliczaniu fal (do pięciu czy do trzech). Istnieją ściśle zasady rządzące kształtowaniem się fal.

- Fale korygujące nie znoszą w całości poprzedzających je fal impulsu. Tzn. fala 2 nie znosi nigdy w całości poprzedzającej ją fali 1. Podobnie fala 4 nie znosi w 100 proc. fali 3.
- Fala 3 zawsze wykracza poza koniec fali 1, gdyż jej rola polega na posuwaniu całego ruchu do przodu.
- Fala 3 nigdy nie jest najkrótszą z fal impulsu, z reguły jest to najdłuższa fala w sekwencji.
- Fala 4 nigdy nie zachodzi na szczyt fali 1.

Istnieje cały katalog różnych kształtów fal (impulsu i korekt). Określone formacje mogą się np. pojawić tylko jako fale pierwsze, czwarte czy piąte. Nie przytaczam ich tutaj z braku miejsca. Moim celem było pokazanie głównych założeń teorii, które powinny pomóc czytelnikowi w zrozumieniu aktualnej sytuacji technicznej i przełomu jaki nastąpił na wykresie kursu euro do dolara pod koniec 2000 r.

Prognoza dla Euro

Na wykresie 4 przedstawiony jest kurs euro do dolara począwszy od 1995 r. Widoczne są dwie wyraźne pięciofalowe struktury. Są one skierowane w dół, co nie ma większego znaczenia – aby uzyskać trend wzrostowy należałoby po prostu odwrócić wykres i wykreślić kurs dolara do euro.

Z punktu widzenia teorii fal bardzo istotne jest to, co działo się przed rokiem 1995. Jeśli bowiem okazałoby się, że mieliśmy wtedy jeszcze jedną spadkową piątkę, to na jesieni 2000 r. zakończyłaby się wielka formacja pięciofalowa. Skutkowałoby to dużą wzrostową korektą. W przeciwnym przypadku na jesieni 2000 r. uformowałaby się tylko duża spadkowa trójka, w której brak jeszcze jednej spadkowej piątki niższego stopnia. Oznacza to, że po wzrostowej korekcie, w której obecnie znajduje się wspólna waluta, możliwa jest jeszcze jedna pięciofalowa struktura skierowana w dół.

Do rozszerzenia zakresu danych wykorzystałem notowania marki niemieckiej. Punkt zwrotny na tej walucie wystąpił w 1995 r. Wynika stąd, że w ramach trendu wyższego rzędu ukształtowały się na wspólnej walucie: fala 1 (dno na poziomie 1,041 USD w 6 sierpnia 1997 r.), fala 2

Wykres 4. Kurs euro do dolara w układzie tygodniowym, 1995–2001



Źródło: Reuters Serwis Polski.

(szczyt na poziomie 1,24 USD 8 października 1998 r.) i fala 3 (dno na poziomie 0,822 USD 26 października 2000 r.). Obecnie najprawdopodobniej trwa wzrostowa fala 4 (użyłem określenia najprawdopodobniej, gdyż deprecjacja euro w stosunku do dolara mogła zakończyć się w postaci trójki). Drugi alternatywny (mniej prawdopodobny) scenariusz zakłada, że euro najgorsze ma już za sobą. Fala A (dno na poziomie 1,041 USD), fala B (szczyt na poziomie 1,24 USD) i fala C (dno na poziomie 0,822 USD) wyczerpały dalsze osłabianie się wspólnej waluty europejskiej.

Przejdę teraz do omówienia sytuacji odnośnie kursu euro. Potem przedstawię prognozę krótko, średnio i długoterminową.

Faza spadków: kwiecień 1995 – październik 2000

Uformowanie się pierwszej pięcioletniej struktury w okresie 1995–1997 oznaczało na gruncie teorii fal Elliotta wejście w nowy kilkuletni trend spadkowy. W ciągu 28 miesięcy kurs euro do dolara obniżył się z 1,352 do 1,041 USD (spadek o 23,0 proc. – przy dużych falach lepiej jest posługiwać się skalą logarymiczną niż arytmetyczną). Następująca po niej korekta, która miała postać wzrostowej trójki dała wyraźny sygnał, że w przez następne miesiące euro będzie kontynuować spadki w ramach fali 3. Jej zasięg powinien być porównywalny z falą pierwszą. Czas trwania również powinien być tego samego rzędu np. 20 miesięcy, a nie 6 miesięcy.

Punkt startowy fali 3 to poziom 1,24 USD. Pierwsza podfala w tej fali zakończyła się na poziomie 1,01 USD. Skoro pierwsza podfala była tak silna, to już w połowie lipca 1999 r. można było się spodziewać, że fala 3 będzie dłuższa niż fala 1. Po wzrostowej korekcie i następującym po niej spadku kurs euro niebezpiecznie zbliżył się do poziomu 1,00 USD. Przez dwa miesiące trwała „obrona” ważnego psychologicznego poziomu 1,00. Po jego przełamaniu nastąpiły silne spadki. Była to czysto psychologiczna reakcja inwe-

storów. Za jedno euro płacono już mniej niż 1 dolara. Dno podfali trzeciej to poziom 0,884 USD. Do wypełnienia formacji pięcioletniej brakowało wtedy jeszcze jednej wzrostowej korekty i jednej fali spadkowej. Po pięciu miesiącach na wykresie kursu euro widoczna była bardzo wyraźna pięcioletnia struktura. 26 października kurs euro osiągnął historyczne minimum na poziomie 0,822 USD.

Silna korekta wzrostowa (fala 4) – październik 2000 –? (koniec 2001 początek 2002)

Pod koniec października 2000 r. euro przekroczyło dno jednej z podfal fali piątej (na wykresie gruba krótka linia w prawym rogu na dole – poziom 0,844 USD). Był to pierwszy niezmiernie istotny sygnał. Na gruncie teorii fal oznaczało to korektę fali 5. Kolejnym istotnym sygnałem był fakt, że na początku grudnia przekroczone zostało dno fali 3 (na wykresie linia w prawym dolnym rogu – poziom 0,884 USD). A to oznacza, że mamy już korektę całej pięcioletniej struktury trwającej 24 miesiące. Ostatni raz taka sytuacja wystąpiła w okresie sierpień 1997 – październik 1998 r. (patrz tabela 1 i wykres 4).

Przejdźmy do prognozy. W tabeli 1 przedstawiłem czas trwania i zasięgi dotychczasowych fal. Zwracam uwagę na fakt, że fala 3 jest znacznie silniejsza niż fala 1. Dodatkowo podział na fale niższego stopnia w ramach fali 3 wskazuje, że najsilniejsza była podfala 3. Przemawia to bardzo silnie za scenariuszem w którym obecne wzrosty są jedynie korekcyjną falą 4. Potem czeka nas dokończenie spadków w postaci fali 5.

Obecne wzrosty euro trwają dopiero dwa i pół miesiąca, a ich zasięg (liczony od minimum do ostatniego maksimum) to 16,8 proc.

Począwszy od końca października 2000 r. na wykresie w układzie dziennym wyraźnie widać, że kolejne wierzchołki są położone coraz wyżej, a kolejne dna nie zachodzą na

Tabela 1. Analiza fal Elliotta dla kursu euro do dolara

	Czas trwania	Przedział czasu	Zasięg fali
Fala 1	28 miesięcy	19/04/1995 - 06/08/1997	-23,0 proc.
Fala 2	14 miesięcy	06/08/1997 - 08/10/1998	19,1 proc.
Fala 3	24 miesiące	08/10/1998 - 26/10/2000	-33,7 proc.
<i>PROGNOZA</i>			
Fala 4	Około 1 rok	26/10/2000 - koniec/2001 lub początek 2002	Maks. do 1,04 USD
Fala 5	Około 2 lata	- koniec/2003 lub początek 2004	Nowe dno 0,80 USD

poprzednie wierzchołki. Kurs euro znajduje się w fali impulsu niższego rzędu (najprawdopodobniej jest to fala A). Dość silny opór znajduje się w obszarze 0,95–0,97 USD. Krótkoterminowo (kilka miesięcy) możliwe jest wystąpienie silniejszej korekty (na wykresie skierowanej w dół – będzie to fala B). Po jej zakończeniu powinno dojść do kolejnej kilkumiesięcznej fazy wzrostów (fala C). Struktura A–B–C powinna zakończyć wzrostową falę 4. W mojej ocenie prognozowany zasięg fali C może wypaść w przedziale 1,0–1,04 USD.

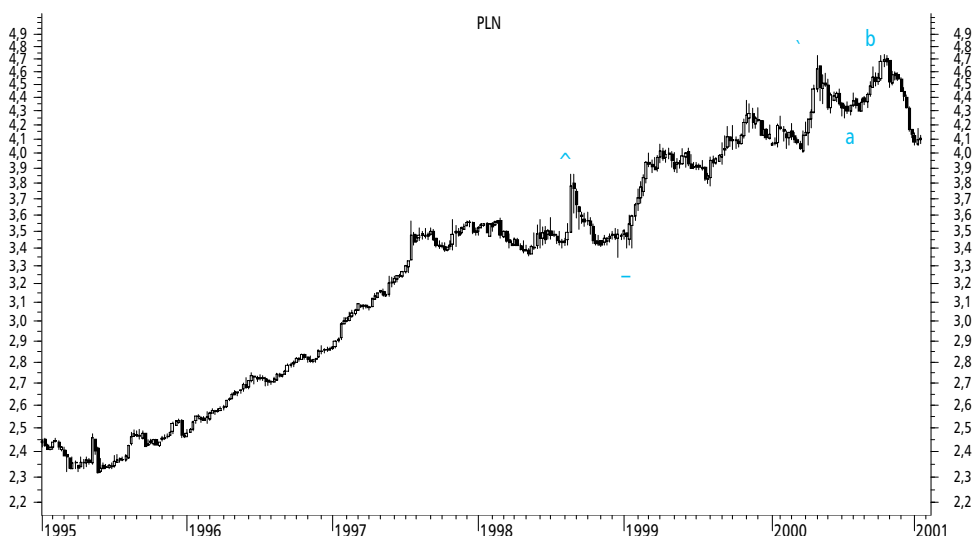
Dno dużej fali 1 (tego samego rzędu) z sierpnia 1997 r. nie powinno zostać przełamane. Znajduje się na poziomie 1,041 USD. **Będzie to kluczowy punkt dla słuszności obecnie stawianej prognozy dla kursu euro.** Jeśli wspólna waluta nie będzie w stanie pokonać tego oporu to powinien zacząć się kolejny pięcioletni ruch w dół. Prognozowany czas trwania 2 lata, zasięg porównywalny z falą 1 (patrz tabela 1). Dno poniżej minimum z 26 października 2000 r. – prawdopodobnie blisko poziomu 0,80 USD. Czas osiągnięcia minimum – koniec 2003 r. – początek 2004 r. Wtedy też wypełni się struktura pięciu spadkowych fal wyższego rzędu, której czas trwania wyniesie około 9 lat! Przez następne kilka lat powinno dojść do wzrostowej korekty całej pięcioletniej struktury.

W przeciwnym przypadku jeśli dno fali 1 z sierpnia 1997 r. zostanie pokonane to nastąpią dalsze wzrosty i korekta całego ruchu spadkowego począwszy od kwietnia 1995 r. (poziom 1,352 USD).

Prognoza dla kursu złotego

W przypadku krajowej waluty analiza i prognoza w oparciu o fale Elliotta jest trudniejsza z uwagi na czynniki, które w dużym stopniu zakłócają normalną rynkową grę popytu i podaży. Chodzi tu przede wszystkim o wysoką inflację, skokowe duże wpływy z prywatyzacji, jak też silne uzależnienie od kursu euro. Niemniej jednak stosowanie analizy technicznej może być bardzo przydatne. Ostatnie silne umocnienie kursu euro w stosunku do dolara zaowocowało przełamaniem minimum na poziomie 4,25 PLN wyznaczonego przez dno fali z lipca 2000 r. Na gruncie fal Elliotta oznacza to wejście w korektę blisko dwuletniego trendu osłabiania się złotówki względem dolara. Z technicznego punktu widzenia bardzo silne wsparcie dla dolara znajduje się w obszarze 4,00–4,01 PLN. Jeśli w perspektywie kilku najbliższych tygodni nie dojdzie do dalszego gwałtownego umocnienia się euro względem dolara (w świetle prognozy dla euro jest to mało prawdopodobne) wsparcie to nie zostanie przełamane. W efekcie w ciągu kilku najbliższych miesięcy powinno dojść do osłabienia się złotówki. Bardzo dużo zależeć tu będzie od kursu euro w stosunku do dolara amerykańskiego. Polska waluta powinna z grubsza zachowywać się jak euro. W dłuższej perspektywie, prawdopodobnie pod koniec roku, wtedy gdy euro wejdzie we wzrostową falę C, możliwa jest kolejna fala aprecjacji złotówki i ponowne testowanie wsparcia w obszarze 4,00–4,01 PLN.

Wykres 5. Kurs złotego do dolara (dane tygodniowe), 1995–2001



Źródło: Reuters Serwis Polski.

Gospodarka w IV kwartale 2000 r.

Andrzej Bratkowski

Nic już nie jest takie jak dawniej

- Tempo wzrostu gospodarczego spada
- Rekordowo wysokie bezrobocie
- Poprawa bilansu płatniczego
- Złoty najmocniejszy od ponad roku
- Inflacja spadała, a inflacyjny cel NBP drugi rok z rzędu okazał się zbyt optymistyczny
- Budżet na 2001 r. uchwalony, ale obawy o stan finansów publicznych pozostały

W rok po kryzysie rosyjskim Polska powróciła na ścieżkę 5-proc. wzrostu. Potraktowano to jako dowód, iż właśnie takie tempo jest dla niej „naturalne”. Wszyscy obawiali się kryzysu walutowego, niektórzy inflacji i deficytu budżetowego, jeszcze inni domagali się równiejszego podziału owoców wzrostu. Ale szybki wzrost sam w sobie – o ile tylko unikniemy kryzysu walutowego – traktowany był jako dany na wiele lat. Wątpliwości, jeśli się pojawiały, to czy przypadkiem takie tempo nie jest zbyt niskie – domagano się co najmniej 7 proc. – 8 proc.! Ale od połowy ub.r. coś się zaczęło psuć. W IV kwartale nie było już wątpliwości – tempo wzrostu szybko maleje.

Cóż więc takiego się stało? Koniunktura zewnętrzna była dobra, jak nigdy dotąd: Stany Zjednoczone biły rekordy wzrostu, UE z pewnym opóźnieniem, ale także wyraźnie przyspieszała, a poprawa w Rosji i na Dalekim Wschodzie

przywróciła wiarę inwestorów w prężność wschodzących rynków. W Polsce zaowocowało to rekordowo wysokimi inwestycjami zagranicznymi, a na przekór temu dynamika produkcji spadała. W przemyśle, z rekordowych 11,7 proc. w IV kwartale 1999 r., trzy kwartały później zostało już tylko 6,7 proc., a w IV kwartale 2000 r. zaledwie 2,5 proc. Na dodatek, z miesiąca na miesiąc wiadomości były coraz gorsze: w grudniu dynamika była już ujemna. W budownictwie, w którym pokryzysowe ożywienie nie było tak spektakularne, sprawy miały się jeszcze gorzej. Bezwzględny spadek zaczął się już w II kwartale, by w IV osiągnąć poziom poniżej -3,6 proc. (w grudniu -6,9 proc.). **Czy to objaw katastrofalnej polityki gospodarczej, czy znak, że pewna faza rozwoju gospodarczego właśnie się zakończyła i już nic nie będzie takie jak dawniej? Dla pokładających nadzieję w nowej polityce gospodarczej po jesiennych wyborach, mamy nie najlepszą wiadomość: powrót na ścieżkę wysokiego wzrostu będzie w najbliższych latach bez porównania trudniejszy niż w przeszłości.**

Istnieją dwa główne powody, że tak się dzieje. Pierwszy jest logiczną konsekwencją... dotychczasowych sukcesów gospodarczych. Dzięki nim napływ kapitału jest na tyle duży, że jego nagły odpływ stał się znacznie bardziej prawdopodobny. Drugi, to w równej mierze efekt postępu jaki uczyniliśmy w obniżaniu inflacji, jak i faktu, że – na tle zmian w naszym bilansie płatniczym – postęp ten był zdecydowanie niewystarczający.

Napływ kapitału z zagranicy był w poprzednich latach jednym z głównych akceleratorów wzrostu gospodarczego. Jednak, gdy fala kapitałowa urosła powyżej psycholo-

gicznej granicy 5 proc. PKB, a zagraniczne zadłużenie polskich przedsiębiorstw zaczęło szybko rosnąć, ryzyko kursowe także gwałtownie powiększyło się. W efekcie, choć inwestycje bezpośrednie były bardzo wysokie, to pozostałe pozycje rachunku kapitałowego wykazywały znacznie większą chwiejność, odbijając się negatywnie na stabilności złotego. Na dodatek rząd, słusznie obawiając się zaburzeń na naszym rynku walutowym, część wpływów z prywatyzacji przekazywał na specjalne konto z przeznaczeniem na spłatę długu zagranicznego. Także polskie banki komercyjne – najwyraźniej w obawie przed osłabieniem złotego – powiększyły w II półroczu swoje aktywa dewizowe. Wszystko to spowodowało, że tylko część napływu kapitału pojawiła się na rynku walutowym i została wykorzystana do sfinansowania importu. W tej sytuacji pod koniec 1999 r. mieliśmy pierwszą, a w 2000 r. dwie następne fale silnej deprecjacji złotego. Zmniejszyły one tempo wzrostu popytu krajowego i spowodowały, że kurs nie był już tak skuteczną kotwicą inflacyjną jak w poprzednich latach. Przy obecnym poziomie deficytu na rachunku bieżącym proporcje czynników wzrostu muszą ulec trwałej zmianie: w większym niż dotychczas stopniu wzrost pobudzany będzie przez eksport, w mniejszym – przez wzrost konsumpcji. To trudniejsza droga rozwoju. Wymaga ona między innymi przyspieszenia technicznej modernizacji naszego przemysłu, a więc ponownego wzrostu inwestycji.

Nie było by to wszystko aż tak ważne, gdyby nie fakt, że walka z inflacją weszła w naszym kraju w nową fazę. W poprzednich latach polityka monetarna była mało restrykcyjna. Przy kilkudziesięcioprocentowej inflacji, rosnącym napływie kapitału i szybkim wzroście wydajności pracy, które umożliwiły dość wysokie tempo realnej aprecjacji złotego, taka polityka była wystarczająca do stopniowego obniżania inflacji. Problem w tym, że był to spadek zbyt stopniowy. W efekcie mamy już niebezpiecznie wysoki poziom deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego i do tego jeszcze niebezpiecznie wysoką inflację. Na tyle jednak niską, by takie czynniki jak okresy realnego osłabienia złotego (nieuniknione wobec wysokiego deficytu na rachunku bieżącym), wzrost cen ropy, czy gorsze plony w rolnictwie powodowały nie tylko – jak w poprzednich latach – zwolnienie tempa dezinflacji, ale czasowe odwrócenie trendu zmian dynamiki cen. To jest groźne zjawisko, bowiem podważa wiarygodność naszego banku centralnego powodując wzrost oczekiwań inflacyjnych. W efekcie ugrzęźliśmy w inflacji na poziomie około 10 proc. z dość dużym prawdopodobieństwem, że splot niekorzystnych

okoliczności może w każdej chwili doprowadzić do ponownego przyspieszenia wzrostu cen.

Taka sytuacja nie mogła być zbyt długo tolerowana, choćby ze względu na nasze ambicje wejścia najpierw do UE, a następnie unii monetarnej. Logiczną konsekwencją tych planów jest przyjęcie za średniookresowy cel polityki monetarnej obniżenia inflacji na koniec 2003 r. do poziomu poniżej 4 proc. Rozwój sytuacji monetarnej w ostatnich latach czynił ten cel coraz mniej realnym. Jednak przełomowym momentem okazało się powołanie Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Rozłożenie personalnej odpowiedzialności bardzo zwiększyło antyinflacyjną determinację NBP. Pewien wpływ na to ma także skład RPP: poglądy ekonomiczne jej członków desygnowanych przez ugrupowania centroprawicowe oraz sympatie polityczne przedstawicieli lewej strony naszej sceny politycznej zaowocowały niezwykłym sojuszem antyinflacyjno-antyrządowym. Jego istnienie umożliwiło podjęcie szeregu jednomyślnych decyzji o podwyżkach stóp procentowych. W ich wyniku polską politykę monetarną wyróżniają teraz jedne z najwyższych realnych stóp procentowych na świecie – ale inflacja nareszcie zaczęła spadać. Przy znacznej chwiejności złotego i strukturalnie uwarunkowanej wysokiej wrażliwości polskiej gospodarki na zmiany światowych cen surowców i czynniki pogodowe w rolnictwie, polityka wysokich stóp procentowych (choć niekoniecznie, aż tak wysokich jak obecnie) będzie już teraz stałym elementem naszej rzeczywistości ekonomicznej.

W sytuacji pewnego spadku relacji: napływ kapitału do PKB, a także przy bardzo wysokich stopach procentowych musiało dojść do silnego ograniczenia popytu krajowego. Ponadto po raz pierwszy od wielu lat spadły realne dochody gospodarstw domowych. Była to główna przyczyna silnego spadku tempa wzrostu popytu krajowego. Najbardziej ucierpiał na tym rynek pracy, na którym popyt na pracę i tak szybko spadał na skutek realizacji rządowych programów restrukturyzacji górnictwa i hutnictwa. Łączny efekt obu zjawisk to wzrost stopy bezrobocia powyżej 15 proc. Poza wolniejszym tempem, istotną rolę odegrała także zmiana charakteru wzrostu, z napędzanego przez konsumpcję na napędzany przez eksport. Wzrost eksportu pociąga bowiem za sobą konieczność podniesienia standardów jakościowych produkcji, a to oznacza konieczność sięgania po zagraniczne, bardziej pracooszczędne technologie. Wprowadzenie bardziej elastycznych regulacji rynku pracy z pewnością mogłoby poprawić sytuację na tym rynku, ale problem wysokiego strukturalnego bezrobocia pozostanie.

Wolniejszy wzrost gospodarczy, szczególnie gdy towarzyszy mu silne obniżenie tempa konsumpcji, to zapowiedź dalszych problemów budżetu. Już obecnie stanowi on czynnik znacznie zaburzający skuteczność polityki monetarnej i osłabiający zaufanie zagranicznych inwestorów. Wprawdzie ustawa budżetowa na 2001 r. została uchwalona, ale wątpliwości co do jej wykonalności pozostały. Istotniejsze wzmocnienie finansów publicznych wykracza poza gestię ministra finansów, wymaga bowiem dalszych, szeroko zakrojonych reform sfery budżetowej. To też jest problem, który dotychczas odkładano, a którego – w perspektywie integracji z UE, w której obowiązuje zasada równowagi budżetowej w pełnym cyklu koniunkturalnym – dalej odkładać się nie da.

Bardziej szczegółowe omówienie zasygnalizowanych tu problemów czytelnicy znajdą w następujących tekstach poświęconych sytuacji bieżącej. Jakie są w tej sytuacji perspektywy rozwoju sytuacji gospodarczej w obecnym i przyszłym roku – o tym w części poświęconej prognozom.

Anna Myślińska, Katarzyna Piętka

Wzrost gospodarczy

- Szybki spadek dynamiki PKB
- Niski popyt konsumpcyjny głównym hamulcem wzrostu
- Eksport łagodzi skutki spadku popytu wewnętrznego

PKB i czynniki popytowe

Szacujemy, iż w IV kwartale 2000 r. tempo wzrostu PKB było nieco mniejsze niż podają wstępne szacunki GUS i wyniosło 2 proc., co oznacza **dalsze spowolnienie gospodarki w porównaniu z poprzednimi kwartałami 2000 r.** W całym 2000 r. PKB wzrósł o 4,0 proc., co jest o 0,8 pkt. proc. niżej niż prognozowaliśmy 3 miesiące temu. Korekta wzrostu wynika z niedoszacowania wyhamowania popytu krajowego. Po pierwsze, niższe transfery budżetowe dla gospodarstw domowych w I połowie roku oraz niespodziewanie wysoka inflacja w III kwartale drastycznie „ochłodziły” popyt gospodarstw domowych. Ponadto „niespodzianka cenowa” z III kwartału wraz z restrukturyzacją

zakładów przemysłowych obniżyły dochody płacowe w sektorze przedsiębiorstw dodatkowo zmniejszając popyt. Na niższe dochody nałożyły się także wysokie realne i nominalne stopy procentowe. Łącznie efekty te doprowadziły do drastycznego schłodzenia popytu krajowego.

Według naszych szacunków w IV kwartale nastąpił **spadek dynamiki indywidualnej konsumpcji o 1 proc.** – rzecz nie notowana od końca 1990 r. Złożyły się nań dwa główne czynniki: **spadek realnych dochodów do dyspozycji** oraz **wysoka stopa oszczędności**. Wśród dochodów gospodarstw domowych, szczególnie niską dynamiką charakteryzowały się świadczenia społeczne, co wynikało z przyjęcia w ustawie budżetowej niskiego wskaźnika wzrostu inflacji (5,7 proc. wobec osiągniętego 10,1 proc.). W sytuacji malejącego popytu na pracę wolno rosły płace nominalne w sektorze przedsiębiorstw. O istotnym usztywnieniu płac nominalnych świadczy najdobitniej realny spadek w grudniu średniego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (o 1,8 proc.) – pomimo niższej od oczekiwanej inflacji. Gospodarstwa domowe, pomimo spadku realnych dochodów, zwiększyły swoją stopę oszczędności (najwyższa od IV kwartału 1999 r.). Utrzymujące się wysokie stopy procentowe sprawiły, iż nastąpił przyrost oszczędności netto ludności o ponad 5,5 mld zł.

Konsumpcja publiczna wzrosła w tempie zbliżonym do poprzednich kwartałów (ponad 1 proc.).

Nadal dodatnia była dynamika inwestycji, aczkolwiek wyniosła już tylko 1,8 proc. Z danych GUS za trzy kwartały (obejmujących duże i średnie przedsiębiorstwa) wynika, że rosły jedynie inwestycje w środki transportu. Zważywszy na słabe wyniki produkcji budowlano-montażowej w IV kwartale, oceniamy, że tendencja ta utrzymała się do końca roku. Fakt, iż w porównaniu ze stanem z końca września kredyty dla podmiotów gospodarczych wzrosły jedynie o 1 proc., natomiast ich oszczędności netto były wyższe o ponad 6 mld zł (prawie o 4 proc. w stosunku do końca III kwartału), świadczą, że ze względu na wysokie stopy procentowe przedsiębiorstwa unikały długofalowych inwestycji w budynki.

W związku z bardzo niską dynamiką popytu krajowego (spożycie indywidualne i publiczne oraz nakłady brutto na środki trwałe) główną siłą napędową wzrostu gospodarczego był eksport. We wszystkich kwartałach tempo wzrostu popytu krajowego było niższe od tempa wzrostu PKB. Jednocześnie, mniejszy popyt przyczynił się do ograniczenia wzrostu importu do 10 proc. Kontrybucja poprawy w

handlu zagranicznym do wzrostu PKB w 2000 r. wyniosła 1,5 proc. i była najwyższa w ostatnich 5 latach.

Chcielibyśmy zwrócić uwagę, iż nasze szacunki PKB za ostatni kwartał i w rezultacie za cały 2000 r. różnią się dość znacznie od wstępnych szacunków GUS. Przede wszystkim uważamy, że implikowany przez dane roczne GUS wzrost spożycia indywidualnego w IV kwartale o 1,5 proc. jest przeszacowany. Taki wzrost jest mało prawdopodobny w świetle spadku realnych dochodów gospodarstw domowych z tytułu wynagrodzeń i świadczeń społecznych oraz wzrostu oszczędności. Natomiast wydaje się, iż we wstępnych szacunkach GUS nie doszacowano wzrostu eksportu.

Sfera realna

W IV kwartale 2000 r., słaby popyt wewnętrzny korespondował z niskim wzrostem produkcji sprzedanej przemysłu oraz spadkiem produkcji budowlano-montażowej i obrotów handlu detalicznego. Tempo wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu w zakładach zatrudniających powyżej 9 pracowników obniżyło się po raz czwarty z rzędu w 2000 r., osiągając bardzo niski poziom 2,5 proc. Czynnikiem stymulującym produkcję przemysłową był przede wszystkim popyt zewnętrzny. W grudniu nie wystarczyło to jednak do zrekompensowania spadku popytu związanego z realnym spadkiem płac w sektorze przedsiębiorstw. W efekcie doszło do zmniejszenia produkcji sprzedanej o ponad 2 proc. oraz obniżki cen produkcji sprzedanej przemysłu. Szacujemy, iż wartość dodana w przemyśle wzrosła w IV kwartale zaledwie o 2,4 proc. W całym 2000 r. produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 6,9 proc., co jest jednak lepszym wynikiem niż w poprzednich dwóch latach.

Słabnący popyt na inwestycje w budynki i budowlę przełożył się na spadek sprzedaży produkcji budowlano-montażowej o 3,6 proc. (wg danych GUS), głównie w dziedzinie wykonywania instalacji budowlanych. Po dość niespodziewanym wzroście w listopadzie, w grudniu ogólny wskaźnik klimatu koniunkturalnego GUS w branży ponownie obniżył się. Według naszego szacunku, wartość dodana w budownictwie obniżyła się w rezultacie o 2,4 proc. Wzrost w całym roku wyniósł jedynie 0,6 proc., co stanowi najgorszy wynik od paru lat. Biorąc pod uwagę sprzyjające warunki pogodowe, tak słaba aktywność w budownictwie może być wyjaśniona wyłącznie niskim popytem inwestycyjnym.

Pomimo spadku obrotów handlu detalicznego, szacujemy, iż w wyniku pozytywnych tendencji wśród usług nie związanych bezpośrednio z popytem gospodarstw domowych, w IV kwartale sektor usług rynkowych, aczkolwiek rozwijał się wolniej niż w poprzednich kwartałach, zanotował wzrost wartości dodanej (o 3,2 proc.). W całym 2000 r. wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych wyniósł 4,3 proc.

Rok 2000 r. okazał się dość niepomyślny dla rolnictwa. W wyniku złych warunków pogodowych, zbiory zbóż i owoców były niższe niż w 1999 r. (odpowiednio o 13,2 proc. i 5,9 proc.), chociaż długa i ciepła jesień pozwoliła na wyższe plony ziemniaków i buraków cukrowych. Także pogłowię zwierząt hodowlanych zmniejszyło się o kilka proc. Oceniamy, iż w rezultacie powyższych tendencji wartość dodana w rolnictwie w IV kwartale zmniejszyła się o 6 proc., a w całym 2000 r. o blisko 7 proc. Należy podkreślić, iż spadek produkcji rolniczej w ubiegłym roku będzie wywoływać presję na wzrost cen żywności w roku bieżącym.

Relacje zewnętrzne

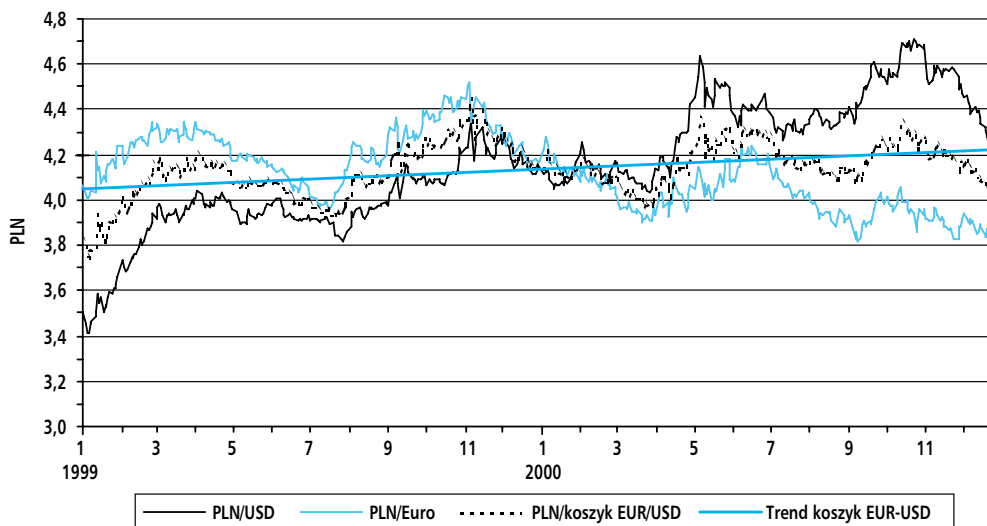
- Wzmocnienie kursu euro do dolara
- Ciągła presja na aprecjację złotego
- Silna aprecjacja złotego nie powstrzymała wzrostu eksportu
- Słaby popyt krajowy spowalnia dynamikę importu
- Poprawa salda na rachunku bieżącym bilansu płatniczego

Rafał Antczak

Kurs walutowy

Po okresie nominalnej aprecjacji złotego do dolara i euro w lipcu–sierpniu 2000 r., kurs złotego przechodził okres deprecjacji we wrześniu–listopadzie, zakończony silną nominalną aprecjacją od grudnia 2000 r. O osłabieniu kursu złotego na przełomie III i IV kwartału 2000 r. zdecydował splot negatywnych wydarzeń politycznych (przedstawienie budżetu w parlamencie przez rząd mniejszościowy, odejście prezesa NBP) i ekonomicznych (infla-

Wykres 2.1. Kursy średnie złotego w stosunku do dolara, euro i koszyka euro-usd, 1999–2000



Źródło: NBP

cja na poziomie 10 proc. rocznie, spowolnienie wzrostu gospodarczego) oraz osłabienie euro wobec dolara. Ale pod koniec IV kwartału nastąpiło odwrócenie negatywnych tendencji. Poprawiła się atmosfera polityczna (wysokie prawdopodobieństwo pozyskania większościowego poparcia dla budżetu, wybór na prezesa NBP Leszka Balcerowicza) i wskaźniki równowagi ekonomicznej: w grudniu inflacja spadła poniżej 9 proc., a deficyt na rachunku obrotów bieżących poniżej 7 proc.

W grudniu nastąpiło także wzmocnienie euro w stosunku do dolara. Nie spełniły się więc kasandryczne przepowiednie o kryzysie walutowym z końcem 2000 r., ogłoszone po opublikowaniu założeń budżetowych na 2001 r. Korzystny rozwój sytuacji zachęcił zagraniczny kapitał do powrotu na rynek papierów skarbowych, wywołując nominalną aprecjację złotego. W IV kwartale kurs złotego do dolara zyskał 8,7 proc. (4,14 PLN/USD wobec 4,54 PLN/USD), a do euro 3,5 proc. (3,85 PLN/euro wobec 3,996 PLN/euro). Kurs euro aprecjował w tym okresie o 6,2 proc. do dolara (z 0,88 do 0,94 euro/USD).

W rezultacie nominalnej aprecjacji realny efektywny kurs złotego wg JP Morgana aprecjonował do poziomu 166,9 w grudniu 2000 r. Średni realny efektywny kurs aprecjonował o 12 proc., co jest najwyższym wzrostem od 1995 r.

Lukasz Rawdanowicz

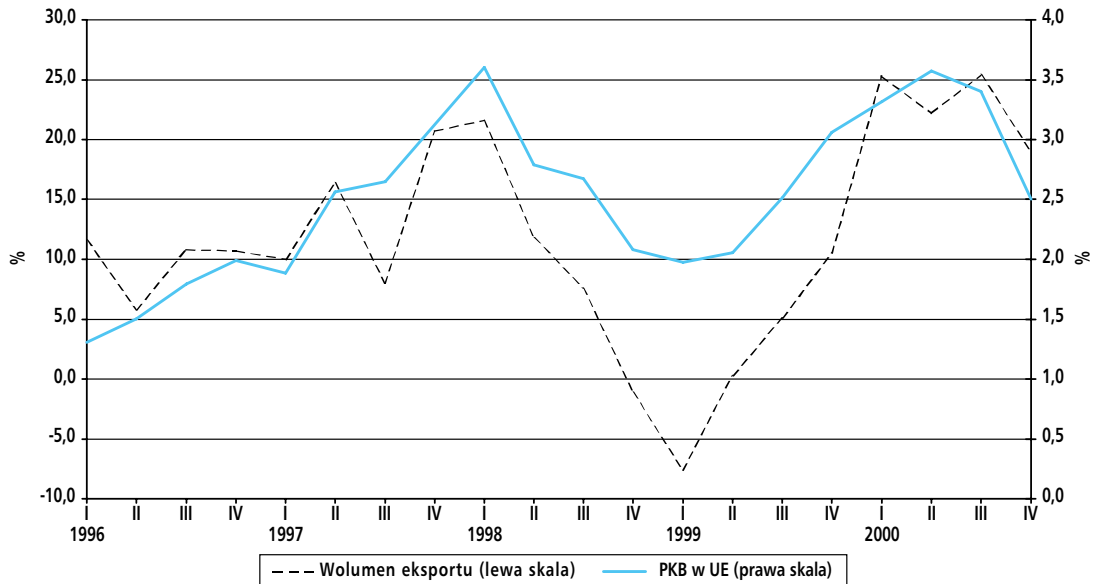
Handel zagraniczny

Według wstępnych szacunków eksport w układzie bilansu płatniczego wyniósł w IV kwartale 7,95 mld USD. Wynik ten jest najlepszy w ostatnich 4 latach. Zawdzięczamy go głównie dobrej koniunkturze gospodarczej w UE oraz w Rosji. Wysoki eksport jest także po części rezultatem „efektu wypychania” – przy niskim popycie krajowym producenci szukają rynków zbytu zagranicą. Na uwagę zasługuje fakt, iż wysoka dynamika eksportu została osiągnięta w warunkach wyjątkowo dużej realnej aprecjacji złotego. Efektywny realny kurs złotego w IV kwartale br. wg JP Morgana aprecjonował o 12,0 proc. w porównaniu do IV kwartału 1999 r.

Aprecjacja złotego ograniczała polskim producentom możliwość podwyższenia cen w złotych. Z jednej strony eksporterzy chcąc trzymać się cen światowych są zmuszani obniżyć ceny złote towarów eksportowanych, a z drugiej strony, w związku z większą konkurencją na rynku krajowym ze strony importu (w dodatku przy słabym popycie krajowym), hamowany był wzrost cen krajowych.

Dobre wyniki w eksporcie potwierdzają także dane GUS. Według naszych szacunków w porównaniu do analo-

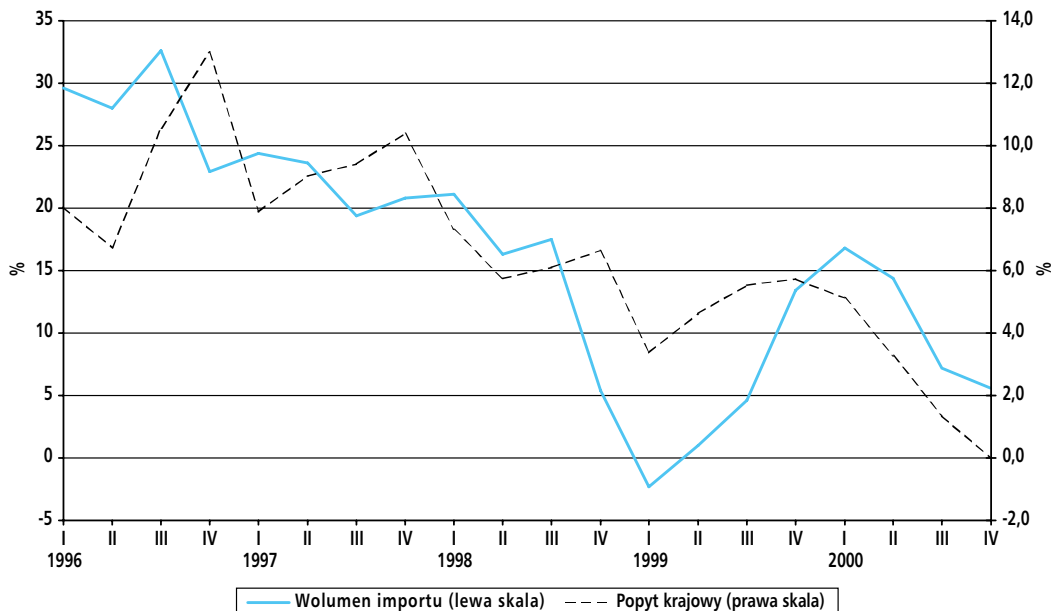
Wykres 2.2. Wolumen eksportu oraz wzrost gospodarczy w UE, 1996–2000 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz Eurostat.

Uwaga: Wolumen eksportu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

Wykres 2.3. Wolumen importu oraz popyt krajowy, 1996-2000 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS.

Uwaga: Wolumen importu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

Tabela 2.1. Korekty wskaźnika wolumenu eksportu i importu wg GUS

za okres	Data opublikowania	Eksport		Import	
		A	B	A	B
I kwartał	maj	119,0	99,8	112,9	88,1
	czerwiec	124,7	104,6	116,5	90,9
	lipiec	124,9	104,8	116,6	91,0
	sierpień	125,0	104,8	116,7	91,0
	wrzesień	125,3	105,1	116,7	91,0
	październik	125,3	105,1	116,8	91,1
	listopad	125,3	105,1	116,8	91,1
	grudzień	125,3	105,1	116,8	91,1
II kwartał	sierpień	116,1	98,8	109,4	103,6
	wrzesień	121,6	103,2	113,5	107,5
	październik	122,1	103,6	114,4	108,3
	listopad	122,1	103,6	114,4	108,3
	grudzień	122,2	103,7	114,4	108,3
III kwartał	listopad	124,1	103,4	106,1	97,6
	grudzień	125,1	104,4	107,2	98,6

Źródło: Biuletyn Statystyczny GUS.

Uwagi: 1. A – analogiczny okres roku poprzedniego=100, B – okres poprzedni=100.

2. Dane dotyczą tylko handlu towarami.

gicznego okresu ub.r. wolumen eksportu wzrósł w IV kwartale o 19,0 proc.

W eksporcie brak jest wyraźnych zmian w strukturze geograficznej. W 2000 r. udział krajów Europy Środkowej i Wschodniej oraz WNP pozostaje średnio na poziomie 1999 r. tj. ok. 17 proc. W przekroju towarowym polskiego eksportu warto zauważyć rosnący udział eksportu maszyn, urządzeń i sprzętu transportowego. Świadczyć to może o zmieniającej się (choć wolno) strukturze towarowej w kierunku dóbr bardziej przetworzonych.

Dynamika importu wyraźnie spadła w IV kwartale. Wolniejszy wzrost popytu krajowego, szczególnie ze strony przemysłu przetwórczego, doprowadził do spowolnienia importu zaopatrzeniowego, a gospodarstw domowych – importu konsumpcyjnego. Według danych NBP import w ujęciu bilansu płatniczego wyniósł 11,3 mld USD.

Pogarszały się relacje cenowe w polskim handlu zagranicznym. W pierwszych trzech kwartałach 2000 r. wskaźnik *terms of trade* utrzymywał się poniżej poziomu 100. Wynikało to głównie z wysokich cen paliw oraz relatywnego osłabienia euro względem dolara (w 1999 r. przeciętny kurs wyniósł 1,06 USD/Euro, a w 2000 r. 0,92 USD/Euro). Czynniki te powodowały szybki wzrost cen importu. Pomimo odwrócenia się tych tendencji w listopadzie i grudniu, w ostatnim kwartale 2000 r. nie spodziewamy się znacznej poprawy wskaźnika *terms of trade*.

Dane GUS o handlu zagranicznym trzeba jednak interpretować z dużą ostrożnością. GUS notorycznie dokonuje korekt wolumenów eksportu i importu za przeszłe kwartały. Jak pokazuje tabela 2.1., zmiany te są dość znaczne – nawet powyżej 6 pkt. proc. Niedokładność danych handlowych ma także negatywny wpływ na wiarygodność wstępnych szacunków PKB.

Bilans płatniczy

NBP szacuje, iż IV kwartał zamknął się deficytem obrotów handlowych w ujęciu bilansu płatniczego w wysokości 2,9 mld USD, co w skali całego roku 2000 daje deficyt 13,1 mld USD. Biorąc pod uwagę nadwyżkę w niesklasyfikowanych obrotach bieżących (1,1 mld USD) deficyt obrotów bieżących w IV kwartale wyniósł 2,0 mld USD, a w całym roku -9,9 mld USD (tj. -6,2 proc. PKB). Jest to mniej o 0,7 pkt. proc. niż prognozowaliśmy w ubiegłym kwartale. Poprawa ta wynika przede wszystkim ze zmniejszenia deficytu handlowego (wysoki eksport w związku z dobrą koniunkturą zewnętrzną i niski import wyhamowany przez popyt krajowy).

W IV kwartale w związku z prywatyzacją TP SA zarejestrowano duży napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych szacowany na 5,7 mld USD. W listopadzie, i w mniejszym stopniu w grudniu, nastąpił stosunkowo niewielki napływ inwestycji portfelowych netto, co w skali całego kwartału dało napływ 262 mln USD.

Po stronie rachunku kapitałowego warto zwrócić uwagę na powiększenie się w IV kwartale 2000 r. o 2,7 mld USD pozycji gotówka, rachunki bieżące i lokaty polskich rezydentów w bankach zagranicznych. Pieniądze te lokowane były głównie przez banki komercyjne, które w październiku sprzedawały złotówki francuskiej telekomunikacji w ramach prywatyzacji TP SA. Najwyraźniej banki liczyły na dalszy spadek kursu złotego i – jak widać w świetle wzmocnienia złotego wobec dolara w listopadzie i grudniu – pomyliły się. Dzięki temu jednak aprecjacja złotego opóźniła się, co miało pozytywny wpływ na saldo rachunku bieżącego. Ponadto w świetle wzmocnienia się złotego wobec

dolara w grudniu 2000 r. i styczniu br. oraz obniżek stóp procentowych w USA można oczekiwać, iż banki te straciły lokując pieniądze zagranicą.

Oficjalne aktywa rezerwowe brutto na koniec 2000 r. wyniosły 27,5 mld USD i wzrosły o 2,0 mld USD w stosunku do końca III kwartału i tylko o 150 mln USD w stosunku do analogicznego okresu ub.r. Taki stan rezerw pozwala na pokrycie średniego miesięcznego importu przez 7,9 miesięcy.

Małgorzata Markiewicz, Artur Radziwiłł

Finanse publiczne

- **Finanse publiczne nadal najłagodniejszym ogniwem gospodarki**
- **Dochody budżetu w 2000 r. niższe od zakładanych w ustawie**
- **Zagraniczne dochody z prywatyzacji obniżyły koszty obsługi długu publicznego, ale stworzyły presję aprecjacyjną na złotego**

Finanse publiczne pozostają najłagodniejszym elementem sytuacji makroekonomicznej. Słabość ta musi być rekompensowana restrykcyjną polityką monetarną, co prowadzi do utrzymania wysokich realnych stóp procentowych oraz do obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. Reforma finansów publicznych pozostaje w sferze deklaracji i jest systematycznie odkładana. W toku rządowych prac nad budżetem zmniejsza się restrykcyjność jego podstawowych wskaźników, w trakcie wykonania okazuje się natomiast, że jego założenia są zbyt optymistyczne.

Tabela 2.2. Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych w kolejnych dokumentach rządowych (proc. PKB)

	Budżet na 1999 r.	Projekt budżetu na 2000 r.	Budżet na 2000 r.	Założenia projektu budżetu na 2001 r.	Projekt budżetu na 2001 r.	Autopoprawka projektu budżetu na 2000 r.
1999	-2,0	-2,4	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7
2000	-	-1,2	-2,0	-2,0	-2,5	-2,7
2001	-	-1,0	-1,0	-1,6	-1,6	-1,8
2002	-	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,7
2003	-	-	-	0,5	0,3	0,1

Źródło: Ministerstwo Finansów.

W budżecie na rok 2000 przeszacowane zostały dochody budżetowe. Ze względu na niższe od planowanego tempo wzrostu popytu krajowego szczególnie niezadowalające okazały się dochody z podatków pośrednich (7,9 mld zł poniżej planu budżetowego) oraz podatku dochodowego od osób fizycznych (2,2 mld zł poniżej planu budżetowego). Te ubytki zostały tylko w części zrekompensowane wysokimi wpływami z podatku dochodowego od osób prawnych (2,7 mld zł powyżej planu budżetowego), związanymi z wyższą efektywnością przedsiębiorstw. W efekcie dochody podatkowe były o 7,4 mld zł niższe od planowanych. Uwzględniając wyższe od zakładanych dochody niepodatkowe, niedobór dochodów wyniósł 5,3 mld zł. Nie zwiększył się jednak deficyt budżetowy (15,4 mld zł), co oznacza, że o taką samą wartość obniżono wydatki. Nie jest jasne gdzie nastąpiły cięcia. Wiadomo jedynie, iż koszty obsługi długu zagranicznego były niższe o 1 mld zł, a dotacja do funduszu emerytalno-rentowego o 0,4 mld zł. W najgorszym scenariuszu pozostałe 3,9 mld zł oszczędności zostało osiągnięte przez przeniesione części wydatków na początek roku 2001 i stanowi dodatkowe obciążenie tegoż rocznego budżetu. Przesuwanie wydatków na kolejny rok było zresztą już realizowane w 2000 r.: wynagrodzenia nauczycieli zostały skredytowane do następnego roku przez samorządy, rewaloryzacja emerytur, wynikająca z wyższej od zakładanej inflacji, będzie stanowić wydatek budżetowy dopiero w 2001 r., a Fundusz Pracy był zmuszony zaciągnąć kredyty w bankach komercyjnych. Wyższy od zakładanego deficyt wygenerowały Kasy Chorych oraz Fundusz Ubezpieczeń Społecznych. W efekcie deficyt ekonomiczny okazał się 0,7 pkt. proc. wyższy w porównaniu z zakładanym w budżecie na rok 2000. Dzięki wyższym od oczekiwanych przychodom z prywatyzacji (26,7 mld zł wobec 20,1 mld zł) możliwa było jednak większa od zakładanej redukcja zadłużenia z tytułu bonów skarbowych (4,3 mld zł) i tzw. obligacji Brady'ego (3 mld zł).

Sytuacja niedoboru środków budżetowych może mieć również miejsce w następnych kwartałach 2001 r. Nie można też wykluczyć opóźnień niektórych planowanych prywatyzacji – tak jak to miało miejsce w przypadku TP SA. Dlatego rząd postanowił się dodatkowo zabezpieczyć i podjął decyzję o przyspieszeniu prywatyzacji w I połowie br.

W 2000 r. dochody z prywatyzacji w wysokości 26,7 mld zł pokryły z nawiązką 15,4 mld zł deficytu budżetowego. Krajowe finansowanie deficytu wynosiło łącznie około 20,7 mld zł, a zagraniczne – wobec konieczności spłaty zadłużenia – było ujemne i wyniosło ponad 5,3 mld zł. W 2001 r.

deficyt budżetowy w wysokości 20,5 mld zł będzie po raz ostatni finansowany ze znaczących dochodów z prywatyzacji (18 mld zł), oraz ze sprzedaży licencji na UMTS (1 rata – ponad 3 mld zł). Saldo finansowania zagranicznego będzie ponownie ujemne. W 2002 r. spadek dochodów z prywatyzacji wymagać będzie redukcji deficytu (w planach Ministerstwa Finansów na 2002 r. o 1,6 pkt. proc.), lub zwiększenia zadłużenia Skarbu Państwa – prawdopodobnie głównie poprzez emisję długu zagranicznego (dług krajowy będzie wciąż drogi). Nieuchronnie prowadzić to będzie do presji na aprecjację złotego.

Mateusz Walewski

Rynek pracy

- **Ponowny wzrost bezrobocia**
- **Restrukturyzacja przedsiębiorstw głównym źródłem spadku popytu na pracę**
- **Bezrobocie i wysokie stopy procentowe zahamowały wzrost płac**

Sytuacja na rynku pracy w zeszłym roku nie przedstawiała się niestety najlepiej. Liczba bezrobotnych wzrosła w ciągu dwunastu miesięcy o 352,8 tys. osób i w końcu grudnia stopa bezrobocia osiągnęła 15 proc. W IV kwartale liczba bezrobotnych wzrosła o 173,8 tys. osób, czyli praktycznie tyle samo co w analogicznym okresie roku 1999. Można więc mówić o stabilizacji wzrostowego **trendu bezrobocia**.

W porównaniu do 1999 r. **nie zmieniła się również struktura bezrobotnych**. Bezrobotni uprzednio nie pracujący stanowili w grudniu ub.r. 23,8 proc. ogółu bezrobotnych – zaledwie o 0,1 pkt. proc. więcej niż rok wcześniej. Udział absolwentów wśród ogółu bezrobotnych spadł o 0,2 pkt. do 6,2 proc., zwolnionych z przyczyn dotyczących zakładu pracy, czyli na skutek zwolnień grupowych – o 0,5 pkt. do 6,9 proc. W szczytowym punkcie, pod koniec marca ub. r. udział tego rodzaju bezrobotnych wyniósł 9,4 proc. Można więc sądzić, iż główną falę wzrostu bezrobocia z tytułu procesów restrukturyzacyjnych mamy już za sobą. Przy wzmożonym napływie na rynek pracy młodych osób z wyżu demograficznego zdziwienie budzić może brak w danych rejestrowych wzrostu udziału osób uprzednio niepracujących (w tym absolwentów) w ogólnej liczbie bezrobotnych. Może to być spowodowane dwoma czynnikami.

Po pierwsze niechęcią młodych osób do rejestrowania się w urzędach pracy – w rejonach o dużej stopie bezrobocia i tak nie mają one specjalnych szans na znalezienie pracy, a nie mogą liczyć na zasiłek. Po drugie, część młodych osób wiedząc o trudnej sytuacji na rynku pracy mogło zdecydować się kontynuować naukę w celu zwiększenia swoich przyszłych szans na rynku pracy. Hipotezę tą potwierdzały wzrost o 5,1 proc. (pomiędzy III kwartałem 1998 r., a III kwartałem 2000 r.) liczby osób nieaktywnych zawodowo z powodu nauki, bądź uzupełniania kwalifikacji.

Od III kwartału 1998 r. wg BAEL udział absolwentów w ogóle bezrobotnych wzrósł bardzo nieznacznie, z 21,9 proc. do 22,6 proc., podczas gdy udział osób, które utraciły pracę zwiększył się z 48,7 proc. do 51,6 proc. (w II i III kwartale 1999 r. nie przeprowadzono BAEL). Potwierdza to, iż podstawowym źródłem wzrostu bezrobocia w ciągu ostatniego okresu są procesy restrukturyzacyjne w przedsiębiorstwach, a dopiero w mniejszym stopniu napływ nowych osób na rynek pracy. Wskaźnik bezrobocia (wg BAEL) wśród młodzieży w wieku 15–24 lat wzrósł jednak w okresie dwóch lat (III kwartał 1998 – III kwartał 2000) z 23,0 proc. do 33,3 proc. Oceniając bardzo wysoką stopę bezrobocia wśród młodzieży trzeba jednak wziąć pod uwagę, iż dotyczy ona wyłącznie młodzieży, która już zakończyła naukę.

Procesy zachodzące na rynku pracy wpłynęły na zmianę rozkładu stóp bezrobocia względem wykształcenia. O ile w III kwartale 1998 r. (wg BAEL) relatywnie największe problemy z zatrudnieniem miały osoby z wykształceniem średnim ogólnokształcącym, to w III kwartale ub.r. **największą stopę bezrobocia odnotowano wśród osób z wykształceniem podstawowym lub niepełnym podstawowym**. Są to najprawdopodobniej ludzie młodzi niekontynuujący nauki oraz nieprzydatni w restrukturyzujących się zakładach przemysłowych pracownicy niewykwalifikowani.

Zatrudnienie

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w IV kwartale ub.r o 1,3 proc., czyli o 0,3 pkt. proc. więcej niż analogicznym okresie roku 1999. W ciągu całego 2000 r. spadek zatrudnienia wyniósł 2,9 proc., podczas gdy w ciągu całego 1999 r. wskaźnik ten osiągnął tylko 1,6 proc.

Branżami, w których odnotowano w ostatnim roku największe spadki zatrudnienia są: produkcja koksu 20,6

proc., produkcja metali 13,9 proc. i górnictwo 11,1 proc., a więc branże, które przechodzą najgłębsze procesy restrukturyzacyjne. Potwierdza to tezę o głównie restrukturyzacyjnym wzroście bezrobocia. Największymi dostawcami miejsc pracy były natomiast w ostatnim roku przede wszystkim branże usługowe. Największe o 11,2 proc. wzrosły zatrudnienia odnotowano w przypadku obsługi nieruchomości i firm, w handlu i naprawach natomiast tylko o 1,4 proc. Ma to związek ze słabym popytem konsumpcyjnym, który determinuje wzrost zatrudnienia w tej branży. Warto przypomnieć, iż w całym 2000 r. dynamika wskaźnika sprzedaży detalicznej w dużych firmach bardzo niska w porównaniu z poprzednimi latami.

Jedyną branżą produkcyjną, która w przeciągu ub.r. powiększyła zatrudnienie, (o 4,3 proc.) była produkcja drewna. Wobec słabej koniunktury w budownictwie, które jest największym krajowym odbiorcą tej produkcji, relatywnie dobrą sytuację przemysłu drzewnego można przypisać wzrostowi eksportu.

O spadku popytu na pracę w gospodarce świadczą także dane BAEL. W III kwartale ub.r. liczba pracujących w gospodarce narodowej była według tego badania o 5,6 proc. mniejsza niż w analogicznym okresie 1998 r. W ciągu tych dwóch lat relatywnie **najbardziej spadł popyt na pracę w sektorze przemysłowym** (o 10,6 proc.), a najmniej w usługach, (o 2,5 proc.). **Niestety bez poprawy koniunktury gospodarczej, a przede wszystkim dynamiki popytu wewnętrznego nie można spodziewać się, iż sektor usługowy będzie w stanie wchłonąć osoby zwalniane z przemysłu.**

Istotne były różnice popytu na pracę pomiędzy sektorami własności. Podczas gdy w sektorze państwowym spadł on o 15,9 proc., to w sektorze prywatnym odnotowano wzrost liczby pracujących o 0,6 proc. Choć proces prywatyzacji „przenosi” zatrudnienie z sektora publicznego do prywatnego, to jednak widać wyraźnie, że spadek zatrudnienia koncentruje się w sektorze państwowym. Wraz ze spadkiem popytu na pracę spada również wskaźnik zatrudnienia, mówiący o procentowym udziale osób pracujących w ogóle ludności w wieku powyżej 15 lat. W ciągu ostatnich dwóch lat (III kwartał 1998 – III kwartał 2000) spadł on z 52,1 proc. do 48,0 proc. Oznacza to, iż **w tej chwili na jednego zatrudnionego przypada więcej niż jedna osoba niepracująca** (nieaktywna zawodowo, bądź bezrobotna), co musi prowadzić do wzrostu napięcia w systemie socjalnym.

Płace

W grudniu 2000 r. płaca nominalna w sektorze przedsiębiorstw wyniosła 2345,5 zł i była o 6,4 proc. wyższa niż w analogicznym okresie ub.r. Oznacza to, iż płaca realna spadła w porównaniu do końca 1999 r. o 2,1 proc. Średnio jednak, w ciągu całego roku 2000 odnotowano niewielki wzrost płacy realnej – o 1,3 proc. Jest to naturalna reakcja na spadający popyt na pracę i rosnącą podaż siły roboczej, bez której wzrost bezrobocia byłby jeszcze szybszy. Jeśli tendencja do spadku dynamiki płac realnych utrzyma się w ciągu br., tempo wzrostu bezrobocia będzie maleć.

Mariusz Jarmużek

Ceny

- Wznowienie procesu dezinflacji po III kwartale
- Korzystny wpływ czynników podażowych
- Restrykcyjna polityka pieniężna zaczęła przynosić rezultaty

W IV kwartale br. spadała inflacja – ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 9,2 proc. w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r., podczas gdy w III kwartale wzrost osiągnął 10,8 proc. Indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu również obniżył się z 8,5% w III kwartale br. do 7 proc. w IV kwartale.

Spadek dynamiki cen wynikał z dalszego ograniczenia popytu w następstwie restrykcyjnej polityki pieniężnej skutkującej niskim przyrostem podaży pieniądza, kredytów konsumpcyjnych oraz płac. Dodatkowo na niższą dynamikę cen – szczególnie produkcji przemysłowej – miał znaczny wpływ spadek cen paliw. Ten fakt, a także niewielki wzrost cen zbóż, przetworów zbożowych oraz cen mięsa i wędlin świadczą, że tym razem czynniki natury podażowej nie odgrywały istotnej roli w pobudzaniu inflacji.

Ceny żywności znacznie zmniejszyły swą dynamikę i wzrosły o 9,4 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Spadek tempa cen żywności to efekt interwencji Agencji Rynku Rolnego (ARR) i kontyngentu importowego, które ograniczyły wzrost cen produktów zbożowych, pieczywa oraz mięsa. Kolejne czynniki to umiarkowany popyt na rynku detalicznym oraz nieduży eksport do krajów WNP.

Ponadto należy odnotować, iż sezonowy wzrost cen warzyw i owoców okazał się mniejszy niż w latach ubiegłych. W przypadku warzyw był to skutek o 5,2 proc. większych zbiorów niż w ub.r.

W IV kwartale br. dynamika cen towarów nieżywnościowych wyraźnie zmniejszyła się osiągając 7,6 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. W grudniu ceny spadły o 0,6 proc. w porównaniu z ubiegłym miesiącem. Przyczynił się do tego słaby popyt konsumpcyjny, który w IV kwartale spadł realnie o 1,6 proc. W listopadzie i grudniu zanotowano także spadek cen paliw na krajowym rynku w efekcie zmniejszenia się cen światowych. Ponadto dynamika podaży pieniądza oraz płac nominalnych nadal malała, a dynamika płac realnych była ujemna.

Ceny usług wzrosły w relacji rocznej o 11,3 proc. Nadal wysoka dynamika tych cen wynikała z podniesienia cen gazu w następstwie wygaśnięcia ulg w cenie gazu dostarczanego przez dostawcę z Rosji. Spowodowało to wzrost cen dostaw o 30 proc. Poza tym wzrosły ceny opału oraz ceny usług związanych z edukacją.

Przemysław Woźniak

Inflacja bazowa

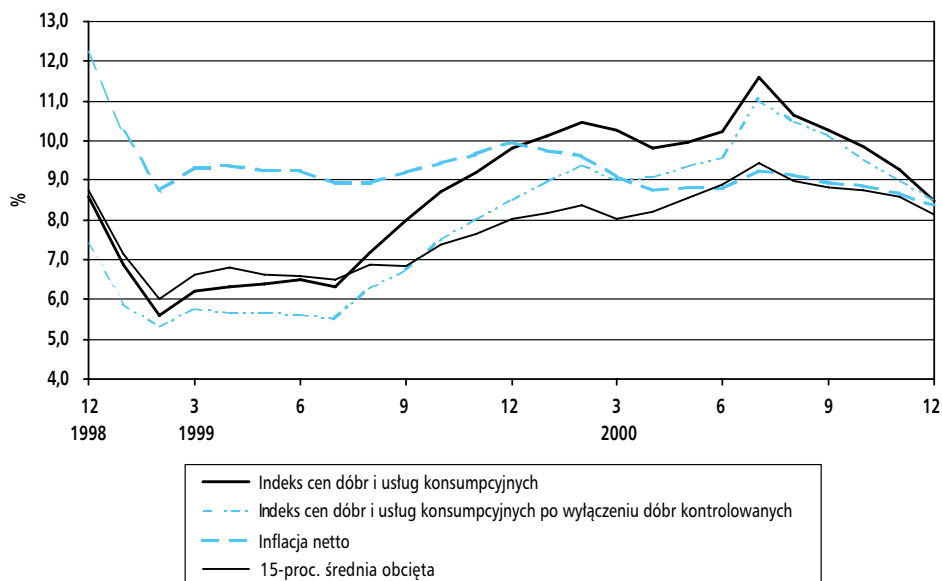
W niniejszej części zaprezentowana zostanie dynamika inflacji bazowej na podstawie szeregów obliczonych wg metodologii NBP. W rozdziale dotyczącym prognoz przedstawiony będzie przebieg oraz prognozy alternatywnej miary inflacji bazowej.

Uważamy, że niezależnie od oceny metod stosowanych przez bank centralny, istotna jest analiza bazująca na tych samych szeregach, które stosuje RPP monitorując co miesiąc stan presji inflacyjnych w gospodarce i określając stopień restrykcyjności polityki monetarnej. W NBP szacowane są obecnie cztery szeregi inflacji bazowej:

1. inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności,
2. inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych,
3. inflacja „netto” po wyłączeniu cen żywności i paliw oraz
4. 15-proc. średnia obciążenia.

Szeregi 1–3 uzyskuje się przez stałe wyłączenie pewnych kategorii dóbr i usług z koszyka konsumpcyjnego –

Wykres 2.4. Inflacja bazowa, 1998–2000



Źródło: GUS, NBP oraz CASE.

jako średnie pozostałych składników koszyka. Szereg 4. to średnia obliczona bez 15 proc. najniższych i 15 proc. najwyższych w danym miesiącu stóp inflacji indywidualnych pozycji koszyka. Ponieważ NBP nie podaje dokładnego algorytmu wyłączenia cen o największej zmienności (szereg 1), nie jest możliwe odtworzenie przebiegu tego szeregu. W związku z tym szacujemy tylko 3 pozostałe szeregi: inflację po wyłączeniu cen kontrolowanych, inflację netto oraz 15-proc. średnią obciążoną.

Wszystkie 3 szeregi wykazują od sierpnia 2000 r. podobną dynamikę spadkową. Charakterystyczne jest także to, że w IV kwartale 2000 r. odległość między rozpatrywanymi szeregami znacznie się zmniejszyła i jest obecnie najniższa od kilku lat.

Indeks bazowy obliczony bez cen kontrolowanych osiągnął w grudniu 2000 r. wartość niemal identyczną z wartością indeksu cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Dystans między oboma indeksami zmniejszał się stopniowo na przestrzeni całego roku 2000, co dowodzi spadku proinfla-

cyjnego znaczenia wzrostu cen kontrolowanych administracyjnie. Ceny artykułów kontrolowanych, a więc takich, których istotną część stanowią podatki pośrednie – ustalanych przez samorządy, czy podlegających innego rodzaju kontroli – wzrastały pod koniec roku przeciętnie w takim samym tempie, jak pozostała część cen konsumpcyjnych. Całkowity udział tak zdefiniowanej grupy artykułów w koszyku konsumpcyjnym wynosi ok. 20 proc.

Inflacja netto, wprowadzona przez NBP stosunkowo niedawno, nie obejmuje cen żywności i paliw stanowiących ponad 30 proc. całego koszyka konsumpcyjnego. W odróżnieniu od pozostałych szeregów bazowych, inflacja netto wykazywała się względną stabilnością na przestrzeni ostatnich 24 miesięcy, wahając się tylko w wąskim przedziale 8,5–10 proc. W konsekwencji, odchylenie inflacji netto od inflacji rejestrowanej¹⁾ było niekiedy bardzo duże, przekraczając nawet 3 proc. Do końca 1999 r. inflacja netto przewyższała inflację rejestrowaną, co wskazuje na niższą dynamikę cen żywności oraz (do kwietnia 1999 r.) również cen paliw. W 2000 r. tendencja ta uległa odwróceniu i właśnie

¹⁾ Terminem „inflacja rejestrowana” będziemy określali inflację mierzoną wskaźnikiem cen dóbr i usług konsumpcyjnych.

głównie na skutek gwałtownego wzrostu cen paliw i kilku artykułów spożywczych (mąki, masła i cukru), dynamika indeksu cen dóbr i usług konsumpcyjnych przewyższała inflację netto.

Średnia obciąża eliminuje ceny tylko tych dóbr i usług, które w danym miesiącu osiągnęły skrajnie wysokie i skrajnie niskie zmiany – bez względu na to, do jakiej należą kategorii – w oparciu o założenie, że są one niereprezentatywne dla ogółu zmian cen. NBP liczy 15-proc. średnią obciąża, która eliminuje 15 proc. największych i 15 proc. najmniejszych zmian cen (procent odnosi się do udziału w koszyku konsumpcyjnym). Indeks ten od połowy 1999 r. wykazuje się niższą dynamiką niż indeks cen dóbr i usług konsumpcyjnych, co dowodzi, że inflację rejestrowaną zawyżały w tym okresie zmiany cen istotnie odbiegające od trendu i nietypowe dla ogółu zmian cen konsumpcyjnych. Tak jak pozostałe indeksy bazowe, również średnia obciąża notuje spadek od sierpnia 2000 r.

Rafał Antczak

Polityka pieniężna

- Utrzymanie restrykcyjnej polityki pieniężnej w IV kwartale
- Narastające kłopoty z *policy-mix*
- Kontynuacja strategii bezpośredniego celu inflacyjnego

Efektywność i wiarygodność polityki pieniężnej można oceniać po jej wpływie na rynek finansowy. Podwyżka stóp procentowych NBP w sierpniu 2000 r. o 150 pkt. bazowych spowodowała wzrost oprocentowania kredytów dla osób prywatnych i podmiotów gospodarczych średnio o 60 pkt. we wrześniu, a do listopada razem o 90 pkt. bazowych. Wzrost oprocentowania depozytów złotych osób fizycznych i osób prawnych początkowo był słabszy i wyniósł odpowiednio 20 i 40 pkt. bazowych, ale w listopadzie osiągnął 70 i 90 pkt. bazowych. Ostatnia podwyżka stóp NBP wpłynęła silniej na rynkowe stopy procentowe od kredytów niż podwyżka w lutym 2000 r. Wtedy po trzech miesiącach stopy rynkowe wzrosły o połowę wzrostu stóp NBP, obecnie o ponad 60 proc. Wzrost efektywności instrumentów NBP wynika w znacznej części ze ściągania nadpłynności z systemu bankowego przy pomocy operacji otwartego

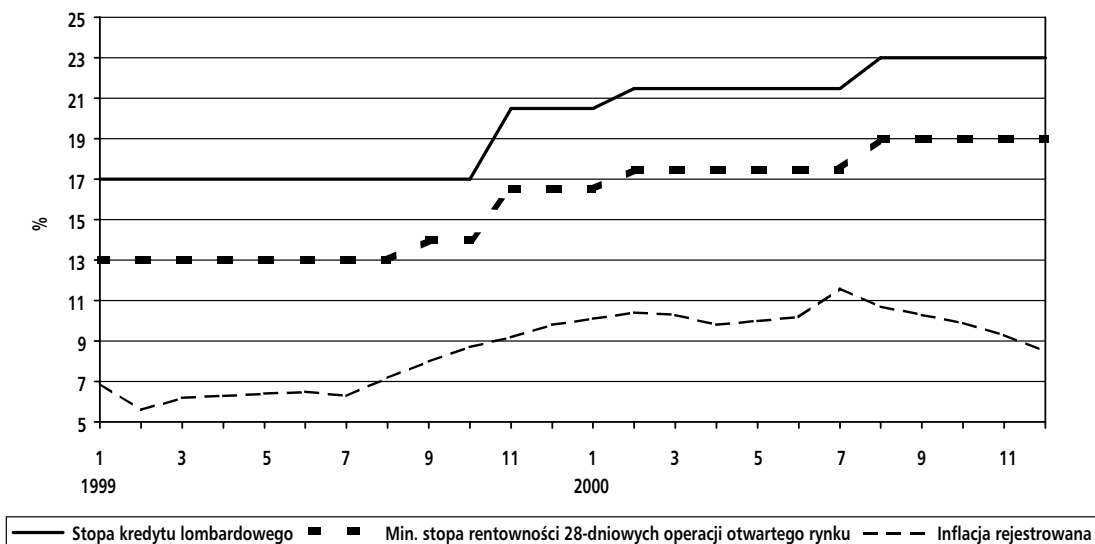
ryнку (sprzedaż obligacji skonwertowanych Skarbu Państwa z portfela NBP oraz bonów pieniężnych NBP). Początkowo planowano sprzedaż papierów na kwotę 1,2–1,5 mld PLN miesięcznie (i ściągnięcie operacyjnej nadpłynności w ciągu roku-dwóch lat). Jednakże szybka realizacja tego celu okazała się zbyt kosztowna, gdyż inwestorzy domagali się wysokiej rentowności oferowanych papierów. Do końca 2000 r. NBP zmniejszył płynność systemu bankowego o około 2,2 mld PLN, czyli o ponad 10 proc. Tempo to nie gwarantuje szybkiego osiągnięcia niedoboru płynności systemu bankowego.

Od III kwartału wraz z podwyżką stóp procentowych zaczęły narastać problemy z koordynacją polityki pieniężnej i fiskalnej (*policy-mix*). Sekwencja wydarzeń była następująca. Dopiero w połowie października 2000 r. wpłynęły dochody z prywatyzacji TP SA, co zmusiło Ministerstwo Finansów (a NBP jako agenta) do pożyczania w końcu września na krótki termin (rzadkie papiery 1-dniowe oraz 2-tygodniowe) i po wyższych stopach procentowych niż planowało (18,5 proc. wobec 18,2 proc.). Konkurencja Ministerstwa Finansów i NBP na rynku pieniężnym stała się widoczna, gdy na przełomie września i października 2000 r. NBP rozpoczął też ściąganie nadpłynności z systemu bankowego oferując średnią dochodowość papierów na poziomie 18,6 proc. – wyższą niż na rynku o około 0,5 pkt. proc. W efekcie w IV kwartale 2000 r. nastąpiła stabilizacja rynkowych stóp procentowych na poziomie 18–20 proc. Utrzymująca się wysoka cena pieniądza na rynku krajowym wpłynęła na decyzję Ministerstwa Finansów o sprzedaży tzw. collateral, czyli obligacji zerokuponowych rządu USA o zapadalności w latach 2022–2023 będących zabezpieczeniem obligacji Brady'ego, które to służyły restrukturyzacji polskiego zadłużenia. Wykupienie od wierzycieli zagranicznych w październiku 2000 r. części obligacji Brady'ego (na kwotę 943 mln USD) zwolniło również ich zabezpieczenie. 8 stycznia 2001 r. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje rządu USA za sumę 439 mln USD wymieniając waluty na złote, co podniosło płynność systemu bankowego o około 1,8 mld PLN. Wymiana odbyła się z pominięciem konta władz monetarnych (wspólnego dla NBP i Ministerstwa Finansów), którego formuła dopuszczała jak na razie jedynie sterylizację dochodów z prywatyzacji. W ten sposób wysiłki NBP z 2000 r., aby ograniczyć nadpłynność systemu bankowego zostały prawie całkowicie zniweczone. Z końcem stycznia 2001 r. Ministerstwo Finansów sprzedało również euroobligacje na sumę 750 mln USD, z czego 500 mln USD ma zostać przeznaczone na bieżące potrzeby budżetu (zwiększając płynność systemu banko-

wego o ponad 2 mld PLN), a 250 mln USD zdeponowane na rachunku władz monetarnych. Ministerstwo ma ponadto możliwość wykorzystania pozostałych collateral na sumę 500 mln USD.

Wysokie stopy procentowe utrzymywane przez NBP podrażają koszty obsługi długu krajowego. Sytuację budżetu pogarszają dodatkowo niższe wpływy budżetu spowodowane wolniejszym tempem wzrostu PKB oraz kumulacja

Wykres 2.5. Instrumenty polityki pieniężnej, 1999–2000



Źródło: NBP oraz GUS.

Tabela 2.3. Komponenty podaży pieniądza rezerwowego, 1998–2000 (narastająco w proc.)

Okres	Pieniądz rezerwowy	Aktywa zagraniczne netto	Kredyt krajowy netto	Sektor budżetowy netto	Sektor finansowy netto	Saldo pozostałych pozycji
1998 I	4,82	25,37	-7,00	-5,31	-1,69	-13,55
1998 II	17,54	36,32	-10,22	-8,74	-1,48	-8,56
1998 III	17,50	48,85	-4,39	-6,35	1,96	-26,94
1998 IV	26,78	63,44	-0,90	2,95	-3,85	-35,75
1999 I	0,44	-0,78	-0,57	-0,50	-0,07	1,79
1999 II	10,20	14,07	1,54	2,10	-0,57	-5,42
1999 III	-13,94	6,15	-3,65	-2,79	-0,87	-16,45
1999 IV	-1,57	18,50	-4,75	-3,71	-1,04	-15,34
2000 I	-14,44	1,03	-1,91	-1,57	-0,34	-13,56
2000 II	-1,83	-2,94	9,15	9,82	-0,67	-8,05
2000 III	-3,20	10,87	0,98	1,53	-0,55	-15,05
2000 IV	-7,64	24,09	-9,93	-9,08	-0,85	-21,80

Źródło: Biuletyn NBP oraz obliczenia własne.

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

sztynych wydatków budżetowych w I kwartale 2001 r. Stwarza to pokusę unikania wysokich kosztów zachowania płynności finansowej budżetu kosztem wywarcia dalszej presji na aprecjację złotego. Ze względu na spadek dochodów z prywatyzacji w 2002 r. (patrz finanse publiczne), prawdopodobieństwo sięgnięcia do zagranicznych źródeł finansowania budżetu będzie jeszcze większe, tym bardziej, że aprecjacja złotego zmniejsza także koszty rosnących spłat długu zagranicznego.

Pozyskiwanie tańszych (dysparytet krajowych i zagranicznych stóp procentowych około 10 pkt. proc.) środków dla finansowania deficytu budżetowego na rynku zagranicznym niesie ze sobą presję na aprecjację złotego oraz wzrost kosztów NBP (wyższe stopy procentowe) sterylizacji napływającego kapitału. Aprecjacja złotego ułatwia jednak obniżanie inflacji, co jest priorytetowym celem NBP. W „Założeniach polityki pieniężnej na rok 2001” NBP określił cel inflacji rejestrowanej na 6–8 proc. na koniec 2001 r. wraz ze wskazaniem na osiągnięcie dolnego poziomu. NBP potwierdza także swoją determinację w osiągnięciu średniookresowego celu inflacji rejestrowanej poniżej 4 proc. na koniec 2003 r. Po przestrzeleniu inflacji rejestrowanej po raz drugi w ciągu dwóch lat (na koniec grudnia 2000 r. wynosiła 8,5 proc. zamiast 5,4–6,8 proc., a w 1999 r. 9,8

proc. zamiast 8–8,5 proc.) NBP stoi teraz przed koniecznością uwiarygodnienia swojej polityki.

Pomimo wzrostu zadłużenia sektora publicznego w grudniu, podaż pieniądza rezerwowego spadła w IV kwartale 2000 r. o 4,6 proc., a w całym roku o 7,6 proc. Tak restrykcyjna polityka pieniężna była możliwa dzięki zmniejszeniu kredytu krajowego, zarówno dla sektora budżetowego jak i dla sektora finansowego (tabela 2.3.). Rzeczywisty wpływ komponentu aktywów zagranicznych netto na podaż pieniądza rezerwowego był w 2000 r. silniejszy niż w roku poprzednim – co wynikało zarówno ze wzrostu aktywów rezerwowych NBP jak i ich przeszacowania (*valuation adjustment*) z tytułu aprecjacji. Wprawdzie od końca 1999 r. rezerwy NBP wzrosły do 27,5 mld USD, czyli raptem o 150 mln USD, jednakże od kwietnia (najniższy poziom w ciągu ostatnich 24 miesięcy) wzrost wyniósł 1,9 mld USD.

System bankowy i szeroki pieniądz

Presja NBP na obniżanie ilości pieniądza rezerwowego trwa od września 1999 r. i zaczęła przynosić efekty w postaci ograniczenia podaży szerokiego pieniądza średniorocznie do 15 proc. w 2000 r. i do 11,7 proc. w grud-

Tabela 2.4. Komponenty podaży szerokiego pieniądza, 1998-2000 (narastająco w proc.)

Okres	Pieniądz M2	Aktywa zagraniczne netto	Kredyt krajowy netto	Sektor budżetowy netto	Sektor prywatny netto	Saldo pozostałych pozycji	
1998	I	2,25	3,76	0,85	-2,85	3,70	-2,36
	II	8,97	4,79	5,25	-2,60	7,86	-1,08
	III	15,35	4,33	13,76	0,86	12,90	-2,74
	IV	25,12	9,72	20,60	3,42	17,18	-5,20
1999	I	4,30	-0,53	5,74	1,18	4,55	-0,91
	II	7,01	2,35	9,59	1,77	7,82	-4,93
	III	11,42	2,45	13,19	0,14	13,06	-4,23
	IV	19,36	6,43	18,45	1,51	16,94	-5,53
2000	I	-0,58	1,94	-0,54	-3,62	3,08	-1,98
	II	8,11	1,11	8,14	-2,30	10,44	-1,13
	III	6,48	3,66	8,12	-2,57	10,69	-5,29
	IV	11,71	10,85	6,31	-5,23	11,54	-5,44

Źródło: Biuletyn NBP oraz obliczenia własne.

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

niu. Poziom ten jest zgodny z tempem wzrostu PKB oraz poziomem inflacji. Jednakże, w 2001 r. przy założeniu średniorocznego wzrostu PKB poniżej 4 proc. i inflacji rejestrowanej około 7 proc., podaż szerokiego pieniądza będzie musiała być dalej ograniczana przez NBP. Tak więc prognozowany w założeniach banku centralnego wzrost podaży pieniądza o 40–46 mld PLN oceniamy jako zbyt wysoki.

Ostatnia podwyżka stóp procentowych wpłynęła na wzrost oszczędności w systemie bankowym. Od października 2000 r. silnie zaczęły wzrastać oszczędności gospodarstw domowych, wraz ze zmianą ich struktury z krótkoterminowej na długoterminową, osiągając ponad 154 mld PLN (22 proc. PKB). Jednocześnie zaczęło spadać tempo wzrostu kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe i podmioty gospodarcze, osiągając odpowiednio poziom 48,2 mld PLN i 158 mld PLN (razem 206 mld PLN). Wysoki dysparytet stóp procentowych nie doprowadził do gwałtownego wzrostu zadłużenia firm za granicą. Przeciwnie – do listopada 2000 r. zobowiązania firm krajowych spadły o 1,5 mld USD, wobec 2,5 mld USD wzrostu długu

w analogicznym okresie 1999 r. Ryzyko związane z kursem złotego (patrz kurs walutowy) decydowało więc o ograniczaniu zagranicznego kredytowania.

Dysparytet stóp doprowadził natomiast do napływu netto kapitału krótkoterminowego, który w 2000 r. wyniósł 2,9 mld USD i był wyższy o 1,4 mld USD niż w 1999 r. Napływ kapitału osłabł po III kwartale 2000 r., pomimo powolnego spadku inflacji oraz poprawy wskaźników makroekonomicznych. Decydujący wpływ na inwestorów miały jednak wydarzenia związane z uchwalaniem ustaw o budżecie, poziomem deficytu budżetowego oraz wyborami nowego prezesa NBP. Rachunek kapitałowy i finansowy w 2000 r. wykazał dodatnie saldo 7,9 mld USD, gdy w 1999 r. – 8,3 mld USD. Szacujemy, że na koncie władz monetarnych pozostało około 800 mln USD, które posłużą do spłaty rat zadłużenia zagranicznego przypadających z końcem I kwartału br. W całym 2001 r. spłata zadłużenia zagranicznego wyniesie około 3,8 mld USD, czyli około 80 proc. dochodów z prywatyzacji może zostać przepłynąć przez rachunek władz monetarnych (w 2000 r. było to około 35 proc.).

Tabela 2.5. Kalendarium najważniejszych wydarzeń w polityce pieniężnej NBP w 2000 r.

Źródło	Data uchwały	Wydarzenia
Dz. Urz. NBP Nr 1/2000	23 luty	Stopa redyskontowa NBP 20 proc. Stopa kredytu lombardowego 21,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 21,5/22,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 17,5 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 2	25 luty	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,45 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 6 M.P. Nr 11, poz. 231 i 232	11 kwietnia	Zlikwidowanie kroczącej dewaluacji złotego oraz dopuszczalnego przedziału wahań kursów walut obcych i wartości dewizowych wyrażonych w złotych
Dz. Urz. NBP Nr 13	30 sierpień	Stopa redyskontowa NBP 21,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 23 proc. Stopa kredytu refinansowego 23/24 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 19 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 14	4 września	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,9 proc.
M.P. Nr 31	20 września	Publikacja założeń polityki pieniężnej na 2001 r., bezpośrednim celem jest inflacja rejestrowana 6-8 proc. na koniec roku

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

W rezultacie głównym komponentem podaży szerokiego pieniądza był wzrost aktywów zagranicznych netto, a nie – jak miało to miejsce w II i III kwartale 2000 r. (tabela 2.4.) – kredytu krajowego. Zadłużenie sektora publicznego sukcesywnie malało w całym 2000 r. i osiągnęło poziom 50,9 mld PLN. Jednakże wzrost zadłużenia w grudniu był wysoki i wyniósł 4,5 mld PLN. Do listopada 2000 r. nie uległy zasadniczym zmianom należności od funduszy celowych i budżetów terenowych. Grudniowy wzrost zadłużenia sektora budżetowego świadczy o wzroście jego kłopotów z płynnością, wynikających z pogorszenia wskaźników makroekonomicznych (patrz powyżej).

Piotr Bujak, Mariusz Jarmużek

Rynki finansowe

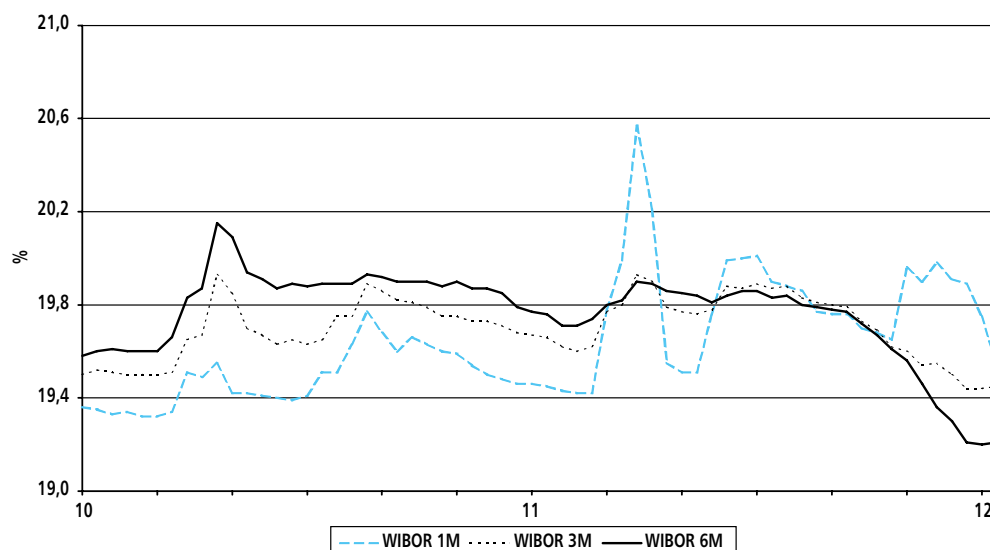
Rynek depozytów międzybankowych

Po okresie utrzymywania się stabilnych stawek w I dekadzie października, na początku II nastąpił silny wzrost krótkoterminowych stóp procentowych związany z zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych i odpływem kapitału z krajów wschodzących. Zmuszało to

krajowe banki do pożyczania środków na rynku międzybankowym w celu zakupu dewiz odsprzedawanych wycofującym się z Polski inwestorom zagranicznym. Towarzyszył temu również skokowy wzrost oprocentowania transakcji FRA (ang. *Forward Rate Agreement*), do którego przyczyniła się także nadal wysoka inflacja oraz zmiany ocen ryzyka kursowego po opublikowaniu słabszych wyników sierpnioowego handlu zagranicznego. Jednak opublikowanie lepszych, niż oczekiwaly banki, danych dotyczących inflacji za wrzesień spowodowało ogólną zmianę nastawienia inwestorów na rynku finansowym.

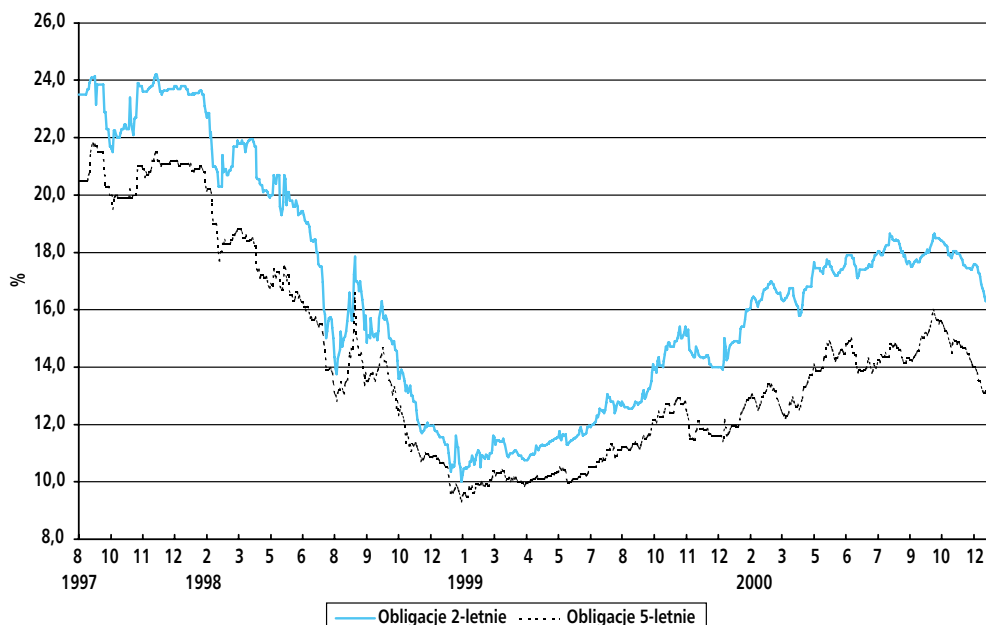
Nastąpił powrót stawek do poziomów z I dekady października. Odwrócenie oczekiwań inflacyjnych widoczne było przede wszystkim w oprocentowaniu transakcji FRA oraz depozytów z odległymi terminami zapadalności (3- i 6-miesięcznymi). Stopy oprocentowania na rynku międzybankowym pozostawały stabilne do połowy grudnia, podczas gdy stawki transakcji FRA stopniowo w tym okresie spadały. Te ostatnie skokowo obniżyły się po ogłoszeniu RPP 20 grudnia, która – wobec wyraźnie spadającej inflacji w październiku i listopadzie oraz lepszej niż oczekiwano sytuacji w rachunku bieżącym bilansu płatniczego we wrześniu i październiku – ogłosiła zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na neutralne. W tym czasie stopy oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym charakteryzowały się również tendencją spadkową.

Wykres 2.6. Stopy procentowe depozytów na rynku międzybankowym, IV kwartał 2000 r.



Źródło: NBP

Wykres 2.7. Dochodowość 2- i 5-letnich obligacji skarbowych, 1997–2000 (dane dzienne)



Źródło: NBP.

Rynek bonów i obligacji skarbowych

Po opublikowaniu 2 października gorszych danych o deficycie w obrotach bieżących i odpływie kapitału z krajów wschodzących w związku z zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych ceny obligacji spadły. Pomimo, że rentowności osiągnęły bardzo atrakcyjny poziom już w I dekadzie października, ceny obligacji nie przestały spadać osiągając minimum 12 i 13 października. Sytuacja ta wynikała z przekonania inwestorów, iż NBP będzie prowadził restrykcyjną politykę pieniężną dłużej niż wcześniej zakładano, czyli że obniżka stóp procentowych i realizacja związanych z tym zysków będzie odłożona w czasie. W tej sytuacji inwestorzy zagraniczni zaczęli obawiać się dalszego osłabienia kursu złotego, który pogłębiłby ich straty kapitałowe i zamykali swoje pozycje. Nastroje inwestorów zagranicznych poprawiły

się po opublikowaniu danych potwierdzających dalszy spadek inflacji we wrześniu oraz równie korzystnych danych dotyczących deficytu w obrotach bieżących, co w oczach inwestorów zagranicznych na tyle zmniejszyło premię za ryzyko, że przestali już obawiać się znacznej deprecjacji waluty krajowej. Ponadto, w czasie zawirowań w Turcji na przełomie listopada i grudnia, inwestorzy zagraniczni zaczęli zamykać tam swoje pozycje i przenosić fundusze do stabilniejszych krajów z grupy gospodarek wschodzących. Skutkowało to wzrostem popytu na polskie obligacje i ich cen. Dalsze zmniejszanie się rentowności obligacji miało miejsce po opublikowaniu korzystnych danych o inflacji za listopad i handlu zagranicznym za październik. Sprzyjało temu także oczekiwanie na równie dobre dane publikowane w styczniu i umocnienie wiary inwestorów, iż skłonią one RPP do szybszej obniżki oficjalnych stóp procentowych.

Prognozy sytuacji gospodarczej w latach 2001-2002

Andrzej Bratkowski

Jednak w górę – ale znacznie wolniej

Bezpośredni powód, dla którego gospodarka rozpoczęła w zeszłym roku szybki zjazd w dół, działa nadal – stopy procentowe są bardzo wysokie. Wprawdzie wkrótce zaczną spadać, ale raczej nie będzie to spadek gwałtowny – jego skutki dadzą się więc wyraźniej odczuć dopiero w II połowie br. Silna aprecjacja złotego każe oczekiwać, że eksport – jedyna siła napędowa wzrostu w ostatnich miesiącach – będzie teraz rósł wolniej. Strukturalne źródła słabości naszych finansów publicznych nie zostały usunięte. Napływ zagranicznego kapitału będzie więc w dalszym ciągu finansować przede wszystkim wydatki budżetowe – i sztucznie zawyżać kurs złotego – a nie powiększać zdolności produkcyjne polskich przedsiębiorstw. Wraz z pogarszaniem się sytuacji gospodarczej w USA i pewnym spowolnieniem w UE, dobra koniunktura zewnętrzna zacznie stopniowo słabnąć. Czyż więc stoimy u progu recesji?

Wierzmy, że jednak nie. Obserwowane obecnie spowolnienie wzrostu gospodarczego to koszt przestawienia gospodarki na inną ścieżkę wzrostu. Ta, po której podążała gospodarka w latach 90., stała się zbyt niebezpieczna: za szybko rósł deficyt na obrotach bieżących bilansu płatniczego, zbyt silne były oczekiwania inflacyjne. Restrykcyjna polityka monetarna, większa elastyczność kursu oraz restrukturyzacja najbardziej nieefektywnych branż przemysłu zdusiły popyt

wewnętrzny i spowodowały wzrost bezrobocia – ale jednocześnie wzmocniły fundamenty gospodarki. To był trudny zakręt, lecz są podstawy by sądzić, iż gospodarka wychodzi na prostą. Inflacja i deficyt w handlu zagranicznym są niższe, poprawiła się rentowność produkcji, wzrosły oszczędności.

Dzięki temu możliwe będzie ponowne ożywienie popytu konsumpcyjnego: dynamika płac nominalnych w przedsiębiorstwach ustabilizuje się, a niższa inflacja pozwoli na ich realny wzrost. Dodatkowym wzmocnieniem popytu konsumpcyjnego będzie przesunięta z ub.r. waloryzacja świadczeń socjalnych. Wzrost popytu konsumpcyjnego będzie początkowo na tyle umiarkowany, by nadal działał efekt „wypychania” pobudzający eksport. Dlatego, mimo wzmocnienia złotego w I półroczu 2001 r., eksport nadal będzie rósł szybciej niż import – handel zagraniczny będzie więc jeszcze lokomotywą wzrostu, choć jej „siła ciągu” zacznie stopniowo maleć. Od marca spodziewamy się, ostrożnych obniżek stóp procentowych przez NBP, co zacznie być wyraźnie odczuwalne w II półroczu: wzrośnie dynamika inwestycji, wzrost płac ulegnie przyspieszeniu. Tym samym gospodarka powróci na ścieżkę stosunkowo wysokiego wzrostu gospodarczego i także w 2002 r. będzie nią podążać.

Jednak tempo wzrostu nie będzie już tak silne jak w połowie lat 90. Wolniejszy, niż zakłada ustawa budżetowa, wzrost gospodarczy w 2001 r. pogłębi nierównowagę finansów publicznych. To, oraz wyższy popyt wewnętrzny spowoduje zahamowanie tempa dezinflacji i doprowadzi do ponownego wzrostu importu, a nieco później – także do obniżenia dynamiki eksportu. Ta sytuacja zmusi NBP do utrzymywania stosunkowo (choć mniej niż obecnie)

Tabela 3.1. Główne wskaźniki makroekonomiczne Polski, 1996-2002

		Prognozy						Prognozy				
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2001			
								I	II	III	IV	
Scenariusz podstawowy												
PKB	wzrost w %	6,0	6,8	4,8	4,1	4,0	3,0	4,3	2,5	2,7	3,0	3,6
Popyt krajowy	wzrost w %	9,7	9,2	6,4	4,9	2,4	2,8	5,0	1,1	2,2	3,2	4,2
Deficyt budżetu	w % PKB	-2,4	-1,3	-2,4	-2,0	-2,2	-3,2	-2,6	-6,1	-3,7	-2,8	-1,0
Stopa bezrobocia	w %	13,2	10,3	10,4	13,0	15,0	15,4	15,1	16,4	15,9	15,2	15,4
Saldo r-ku bieżącego	w % PKB	-0,9	-3,0	-4,3	-7,5	-6,2	-5,4	-6,6	-5,2	-4,0	-5,6	-6,7
Saldo płatności towarowych	w mld USD	-8,2	-11,3	-13,7	-14,4	-13,1	-13,9	-16,4	-2,9	-2,7	-3,7	-4,6
M2	w mld zł	134,8	176,4	220,8	263,5	294,4	335,5	372,6	302,1	313,3	319,4	335,5
Inflacja	w %	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1	6,7	5,8	7,6	7,2	6,1	5,8
Kurs dolara	zł/USD	2,7	3,3	3,5	4,0	4,3	4,3	4,4	4,16	4,28	4,38	4,38
Kurs euro	zł/euro				4,2	4,0	4,3	4,5	3,95	4,30	4,44	4,41
Stopa lombardowa	w %	25,0	27,0	20,0	17,9	23,0	19,0	17,0	21,0	21,0	21,0	19,0
Scenariusz alternatywny												
PKB	wzrost w %						-0,2	2,4	0,3	-1,2	-0,7	0,5
Popyt krajowy	wzrost w %						-3,2	-2,3	-2,5	-3,9	-5,5	-4,8
Deficyt budżetu	w % PKB						-4,0	-3,8	-6,8	-4,5	-3,0	-1,5
Stopa bezrobocia	w %						17,0	16,5	16,9	17,5	17,2	17,0
Saldo r-ku bieżącego	w % PKB						-4,4	-4,0	-4,5	-3,9	-4,5	-4,8
Saldo płatności towarowych	w mld USD						-11,0	-9,7	-2,5	-2,5	-2,9	-3,2
M2	w mld zł						323,7	359,1	291,4	302,2	308,1	323,7
Inflacja	w %						6,2	7,1	7,1	5,7	5,9	5,9
Kurs dolara	zł/USD						4,5	5,0	4,2	4,5	4,7	4,7
Kurs euro	zł/euro						4,7	5,2	4,0	4,7	5,1	5,0
Stopa lombardowa	w %						16,0	17,5	21,0	19,0	16,0	16,0

Źródło: GUS, NBP oraz CASE.

restrykcyjnej polityki monetarnej. Oddalenie groźby recesji, wyższe niż w innych krajach stopy procentowe oraz potrzeby pożyczkowe budżetu nadal stymulować będą napływ kapitału. Trzeba jednak pamiętać, że nawet mimo poprawy salda handlu zagranicznego deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego pozostaje wysoki. Ten fakt, a także słabnąca dynamika prywatyzacji spowodują, że w najbliższych 2–3 latach dynamika inwestycji zagranicznych nie będzie już tak wysoka, jak ostatnio. Złoty będzie wprawdzie aprecjonował i to na tyle silnie, by – wraz z niższym popytem zewnętrznym – w przyszłym roku handel zagraniczny przestał pełnić rolę lokomotywy wzrostu. Rola kapitału zagranicznego jako akceleratora konsumpcji będzie jednak znacznie mniejsza niż w przeszłości.

Nie da się też całkowicie wykluczyć, że zakręt, który pokonuje obecnie gospodarka jest ostrzejszy, a moment wyjścia na prostą – bardziej odległy. Taki rozwój sytuacji opisujemy w scenariuszu alternatywnym, który oceniamy jednak, jako znacznie mniej prawdopodobny. Naszym zdaniem nawet w tym pesymistycznym wariancie dno spadku leży niezbyt głęboko: można więc co najwyżej mówić o przejściowej stagnacji, a nie recesji. Chcemy jednak jeszcze raz podkreślić, że obecne trudności nie są tylko potknięciem, po którym gospodarka będzie pięta się w górę z dawną szybkością. Przy obecnej słabości finansów publicznych, sztywności rynku pracy i płynnym kursie walutowym, każde silne przyspieszenie wzrostu gospodarczego niesie bowiem w sobie ryzyko utraty równowagi makroekonomicznej. Zakładamy, że polityka gospodarcza uwzględni ten fakt – dlatego w najbliższych latach oczekujemy wolniejszego tempa wzrostu. To przekonanie legło u podstaw przedstawionych niżej prognoz.

Lukasz Rawdanowicz

Uwarunkowania zewnętrzne*

- Niebezpieczeństwo recesji w USA zagrożeniem dla gospodarki światowej
- Wolniejszy wzrost gospodarki światowej w 2001 r.
- Gospodarka w strefie euro będzie rozwijać się dzięki popytowi wewnętrznemu, choć w wolniejszym tempie niż w 2000 r.

Sytuacja w USA ma obecnie decydujące znaczenie dla rozwoju gospodarki światowej. Jak wskazują obecne dane, zwolnienie tempa wzrostu gospodarczego w USA stało się już faktem – podważając głoszony przez wielu ekonomistów nowy paradygmat ekonomiczny. Niepokój budzi pytanie, czy „miękkie lądowanie” nie zakończy się „twardym” i jakie to będzie miało konsekwencje dla reszty świata.

Amerykański Federalny Komitet Otwartego Rynku (*American Federal Open Market Committee*) 3 stycznia br. niespodziewanie obniżył stopę oprocentowania funduszy federalnych o 50 pkt. bazowych i następnie 31 stycznia o dalsze 50 pkt. bazowych do 5,5 proc. Obniżki te spowodowała obawa przed wystąpieniem recesji w USA. Z uwagi na wzrastającą liczbę dowodów spowolnienia tempa rozwoju gospodarczego i zahamowania wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych FOMC zamierza w ciągu całego roku kontynuować proces poluzowywania polityki monetarnej. Zdecydowane obniżanie stóp procentowych może się jednak okazać trudne, gdyż spadek kursu dolara i wynikający stąd wzrost cen transakcyjnych importu mogą doprowadzić do wzrostu inflacji. Większość banków inwestycyjnych przewiduje, że do połowy br. stopy procentowe osiągną poziom 5,0–4,75 proc.

W naszym wyjściowym scenariuszu nie przewidujemy recesji w USA, aczkolwiek w 2001 r. nastąpi pogorszenie koniunktury, co będzie prowadziło do schłodzenia gospodarki światowej. Proces ten zaczął się już w II połowie 2000 r. na skutek wysokich cen ropy naftowej i prowadzenia przez USA i UE w całym 2000 r. restrykcyjnej polityki monetarnej. Wraz ze zmniejszeniem dynamiki wzrostu w gospodarce światowej należy się też spodziewać niższych obrotów handlowych. Przy założeniu prowadzenia przez kraje rozwinięte nastawionej na przyszłość polityki monetarnej oraz z uwagi na wyraźny cykliczny charakter spowolnienia rozwoju gospodarczego można w tym roku oczekiwać dalszych obniżek stóp procentowych. Przewidujemy, że ceny ropy naftowej utrzymają się na poziomie nieco niższym od zeszłorocznego. W powiązaniu ze zwiększoną konkurencyjnością i wolniejszą dynamiką wzrostu gospodarczego, będzie to sprzyjać niskiej inflacji. Jeżeli dodamy do tego poluzowanie polityki monetarnej, to pod koniec 2001 r. i w 2002 r. można się spodziewać powtórnego przyspieszenia światowego wzrostu gospodarczego.

* Więcej informacji na temat stanu i prognoz gospodarki światowej można znaleźć w naszej angielskojęzycznej publikacji **Global Economy** – <http://www.case.com.pl/pgtop/pgtopge.html>

Tabela 3.2. PKB w wybranych krajach, 1997–2002 (zmiana w proc.)

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

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

Uwaga: p – prognoza, s – szacunek.

Gospodarka USA stanowi ok. 30 proc. gospodarki światowej. Powiązania handlowe i finansowe z tym krajem mają kluczowe znaczenie dla wielu regionów gospodarczych świata. Nie ma więc wątpliwości, że spowolnienie aktywności gospodarczej w USA będzie dla nich bardzo istotne. Rozwój sytuacji ekonomicznej w USA będzie miał najbardziej niekorzystny wpływ na Kanadę, Meksyk i Amerykę Południową. Kraje Ameryki Południowej mogą jednak skorzystać z poluznienia polityki monetarnej prowadzonej przez Fed, gdyż obsługa ich długu zagranicznego ulegnie w ten sposób zmniejszeniu.

Dla wschodzących rynków w Azji osłabienie aktywności inwestycyjnej w USA oznacza spadek popytu na ich produkty zaawansowanej technologii. Rok 2001 będzie w tych krajach prawdziwym testem siły ożywienia koniunkturalnego po kryzysach. Słabszy popyt zewnętrzny (również w Japonii) może doprowadzić do ujawnienia słabości strukturalnych tych gospodarek, podobnych do tych, które już dały o sobie znać w przypadku Korei Południowej.

Kraje UE, odczują spowolnienie gospodarki USA w mniejszym stopniu, gdyż eksport poza Unię ma dla ich wzrostu gospodarczego niezbyt wielkie znaczenie. Ale z pewnością wolniejszy wzrost gospodarki światowej obniży także tempo wzrostu w UE. Odczują to przede wszystkim Niemcy i Wielka Brytania, które są bardziej uzależnione od rynków amerykańskich. Wstępne dane za III kwartał 2000 r. wykazały w stosunku do roku 1999 wzrost PKB o 3,4 proc.

w strefie euro oraz o 3,3 proc. we wszystkich krajach UE. Wydatki na konsumpcję były na wyjątkowo niskim poziomie, co można prawdopodobnie wiązać z wysokimi cenami ropy. Wysoka natomiast była aktywność inwestycyjna. Jednak w IV kwartale 2000 r. tempo wzrostu gospodarczego było nieco niższe. W wyniku reformy podatkowej i większego zatrudnienia, w bieżącym roku popyt krajowy nabierze prawdopodobnie większego tempa i jego kontrybucja do wzrostu gospodarki będzie większa niż w 2000 r. Oczekuje się natomiast, że silniejsze euro i słabszy popyt zewnętrzny zmniejszy nieco tempo wzrostu eksportu.

Według wstępnych danych za 2000 r. wzrost PKB w Niemczech wyniósł 3,1 proc., co stanowi nie tylko znaczną poprawę w stosunku do 1999 r. (1,9 proc. wzrostu), ale jest rekordową wielkością od 1991 r. Głównymi czynnikami napędowymi był w tym wypadku eksport i inwestycje. Wyniki sektora realnego są niejednoznaczne. Z jednej strony, w listopadzie zamówienia w przemyśle przetwórczym osiągnęły zadziwiająco wysoki poziom – wzrost w stosunku rocznym o 6 proc. Z drugiej zaś strony, wskaźnik zaufania producentów Ifo spadł do 96,5 w grudniu i był to szósty z kolei miesiąc spadkowy. Obniżyły się zarówno wskaźniki sytuacji bieżącej, jak i oczekiwania przedsiębiorców. Może to sygnalizować słabszą aktywność gospodarczą w strefie euro w I kwartale 2001 r.

Największe gospodarki w krajach CEFTA będą zyskiwać na dobrej koniunkturze w krajach UE. Przewidywana apre-

cja euro będzie stanowić dodatkowy czynnik zwiększający bodźce proeksportowe. Po trzech latach recesji, w 2000 r. w Czechach odnotowano wzrost PKB o około 2,5–2,8 proc. wywołany przede wszystkim wzrostem konsumpcji indywidualnej i inwestycji. Oczekuje się, że w latach 2001 i 2002 tempo wzrostu ulegnie dalszemu przyspieszeniu. Największym zagrożeniem dla stabilności makroekonomicznej tego kraju pozostaje wysoki deficyt budżetowy.

Biorąc pod uwagę ostatnie decyzje OPEC o obniżeniu produkcji, jak również ostrą zimę w USA, oczekujemy, iż cena ropy Brent w I kwartale 2001 r. wahać się będzie w granicach 25–28 USD za baryłkę. Może ona obniżyć się w II kwartale 2001 r. z powodu niższego popytu i ewentualnego wzrostu wydobycia ropy w krajach nie należących do OPEC. Oczekuje się, że w 2002 r. ceny ropy ulegną dalszemu obniżeniu, gdyż przewidywany wzrost

zdolności produkcyjnej przekroczy prognozowany wzrost popytu.

Przy niższych cenach ropy, *terms of trade* dla Rosji i krajów Ameryki Południowej eksportujących ropę ulegnie znacznemu pogorszeniu. Będzie to trudny test stanu tych gospodarek i ich odporności na szoki zewnętrzne. W przypadku Rosji niższe dochody z eksportu ropy znowu zaostriżyła problem jej zadłużenia. Niższe ceny ropy i dalsza realna aprecjacja rubla przyniosą prawdopodobnie w 2001 r. znaczne zmniejszenie rozmiarów nadwyżki handlowej i na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Nadal jednak pozostanie ona na wysokim poziomie. Oczekujemy dalszego poszerzenia profilu wzrostu gospodarczego w Rosji, w którym, obok rosnących inwestycji, coraz ważniejszą rolę odgrywać będzie ożywienie popytu gospodarstw domowych. Kontrybucja nadwyżki eksportu nad importem do

Tabela 3.3. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych w wybranych krajach, 1997–2002 (zmiana w proc.)

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000s	2001p	2002p
OECD	2,0	1,1	1,4	2,2	1,6	1,27
USA	2,3	1,6	2,2	3,4	2,2	2,1
Kanada	1,4	1,0	1,7	2,7	2,1	2,0
Japonia	1,7	0,6	-0,3	-0,6	-0,4	-0,3
Unia Europejska	1,8	1,4	1,3	2,3	1,7	1,0
Niemcy	1,5	0,6	0,7	1,7	1,2	0,9
Francja	1,3	0,7	0,6	1,7	1,3	0,8
Włochy	1,7	1,7	1,7	2,5	2,0	1,3
Wielka Brytania	2,8	2,7	2,3	2,1	2,2	2,0
Rosja	14,7	27,7	85,9	20,2	16	13,0
Chiny	2,8	-0,8	-1,4	0,5	0,7	1,0

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

Tabela 3.4. Długookresowe stopy procentowe w wybranych krajach, 1997–2002 (proc.)

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

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

Tabela 3.5. Kurs dolara względem euro i jena, 1997–2002

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000	2001p	2002p
Euro		1,11	1,07	0,92	1,00	1,03
Jen	121,0	130,9	113,9	108	114	120

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

Uwagi: 1. p – prognoza.

2. Kursy średnioroczne

wzrostu gospodarczego nieco spadnie, pozostając jednak nadal na wysokim poziomie.

Niższe ceny energii i ewentualnie spowolnienie wzrostu pozwolą na ograniczenie tempa wzrostu cen. W tej sytuacji inflacja w krajach rozwiniętych będzie mniejsza niż w 2000 r., zaś w europejskich gospodarkach transformujących się zostaną ponownie uruchomione procesy deflacyjne.

Spowolnienie wzrostu ekonomicznego w USA, zmniejszenie różnic w stopach procentowych pomiędzy USA i strefą euro (na korzyść strefy z powodu szybszego poluzowania polityki monetarnej w USA), jak również ewentualne korekty na giełdach amerykańskich będą miały wpływ na kierunek przepływu kapitału. Oczekuje się zmniejszenia napływu kapitału do USA, co w rezultacie spowoduje spadek wartości dolara w stosunku do euro. Jednak agresywne obniżanie stóp procentowych prowadzone przez Fed w USA może po 2–3 kwartałach – czyli pod koniec roku – przynieść przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego. Wówczas aprecjacja euro zostanie zahamowana. Wzmocnienie euro nie będzie więc zbyt wielkie i w 2001 r. średnie kursy obu walut będą mniej więcej równe.

Reasumując, w 2001 r. będziemy świadkami powolniejszego wzrostu gospodarczego w całym świecie. Rolę lidera w generowaniu wzrostu światowego przejmie od USA Unia Europejska. Rozwój sytuacji w USA będzie w głównej mierze determinował, jak silne będzie to spowolnienie i jak znacząca skala przesunięć na mapie aktywności gospodarczej świata.

Sytuacja zewnętrzna w 2001 r. będzie korzystna dla gospodarki polskiej, choć popyt zewnętrzny ze strony krajów UE będzie słabszy. Niewielkie spowolnienie aktywności ekonomicznej w UE do pewnego stopnia będzie kompensowane przez czynniki cenowe (oczekiwane wzmocnienie się euro do dolara) oraz utrzymywanie się dobrej koniunktury w Rosji i u naszych południowych sąsiadów. Ponadto niższe ceny ropy naftowej będą sprzyjać deflacji.

Na koniec warto zauważyć, że nie można całkowicie wykluczyć groźby wystąpienia w USA recesji. Scenariusz „twardego lądowania” może głównie wynikać z silnej korekty na giełdach amerykańskich. Wówczas popyt krajowy w USA (konsumpcja indywidualna oraz popyt inwestycyjny) załamałby się. Światowy handel ucierpiałby na tym znacznie bardziej, niż to zakładał nasz wyjściowy scenariusz. Ponadto, korekta na giełdzie doprowadziłaby do znacznego obniżenia podaży kapitału na całym świecie. Ograniczyłoby to napływ na wschodzące rynki zarówno inwestycji bezpośrednich, jak i kapitału portfelowego, hamując ich możliwości inwestycyjne. W takim scenariuszu wzrost gospodarczy na świecie uległby zdecydowanemu spowolnieniu, zaś koniunktura gospodarcza mogłaby poprawić się dopiero w 2002 r.

Anna Myślińska, Łukasz Rawdanowicz

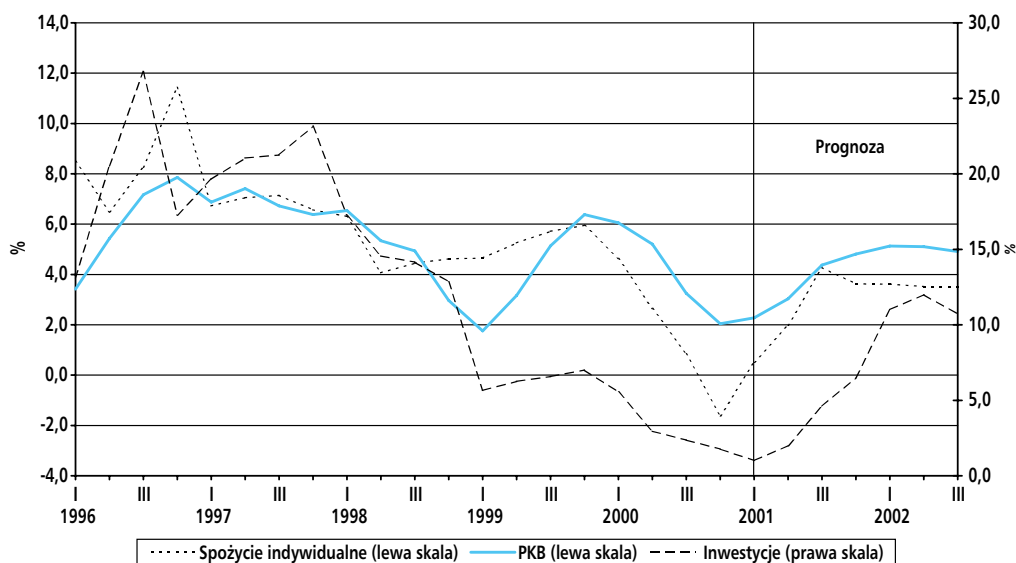
Wzrost gospodarczy

- Wolniejsze tempo wzrostu w 2001 r.
- Nadal słaby popyt krajowy
- Inwestycje przyspieszą wzrost PKB w 2002 r.

W porównaniu z poprzednim numerem PG TOP znacznie obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB na lata 2001–2002 – z odpowiednio 5,5 i 5,8 proc. do 3,0 oraz 4,3 proc. Korekta prognoz jest, z jednej strony, rezultatem niższego szacowanego wzrostu w 2000 r., a z drugiej strony, braku wyraźnych przesłanek do tak mocnego, jak wcześniej prognozowaliśmy, odbicia popytu krajowego w br. i 2002 r. Pomimo oczekiwanych obniżek stóp procentowych, w wyrażeniu realnym nadal pozostaną one na wysokim poziomie nie pozwalając na bardzo wyraźne przyspieszenie aktywności ekonomicznej.

Tempo wzrostu konsumpcji nieznacznie wzrośnie w związku z prognozowanym wzrostem realnych dochodów. Dochody nie będą jednak wykazywały tak wysokiej dyna-

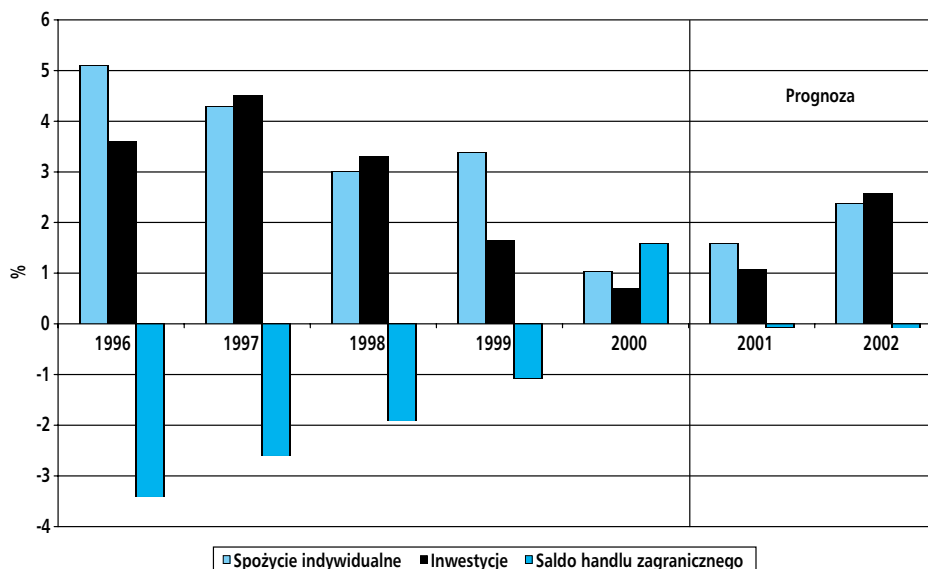
Wykres 3.1. Tempo wzrostu PKB, spożycia indywidualnego i inwestycji, 1996–2002 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od I kwartału 2001 r. – prognoza CASE.

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



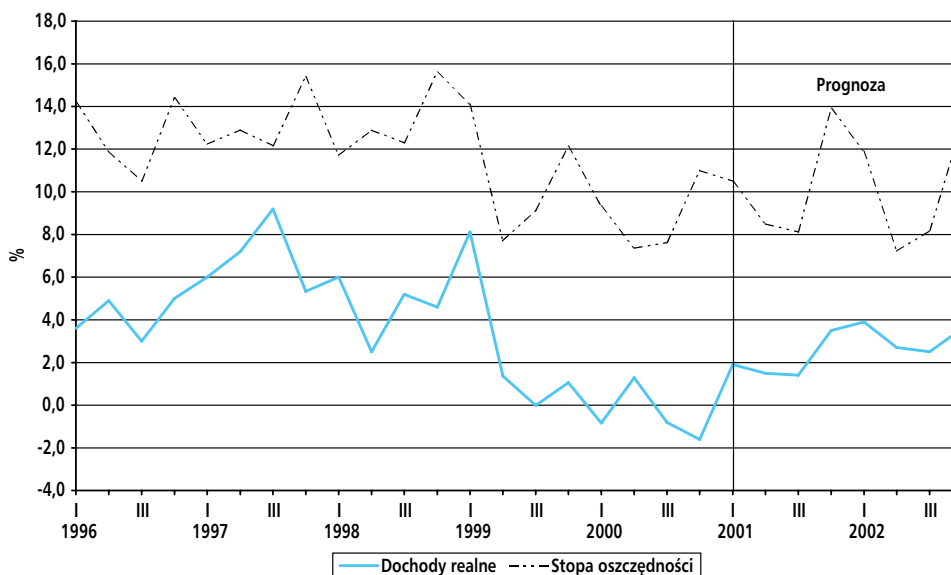
Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: od 2001 r. – prognoza CASE.

miki, jak przed kryzysem rosyjskim. Przede wszystkim wysokie bezrobocie i słaba koniunktura w przemyśle będą skutecznie ograniczać wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw. Szybciej rosnąć mogą świadczenia społeczne, w związku z

niższą inflacją niż zakładana w ustawie budżetowej, a także rekompensatom (za niższe świadczenia w ub.r., oraz za przymusową pracę w czasie II wojny światowej wypłaconym przez stronę niemiecką).

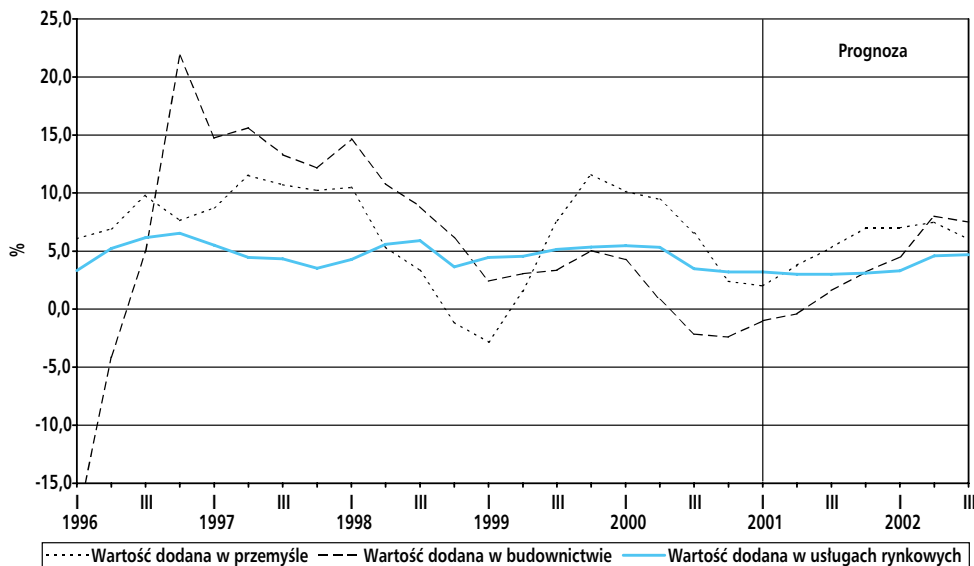
Wykres 3.3. Zmiana dochodów realnych do dyspozycji gospodarstw domowych oraz stopa oszczędności, 1996–2002 (w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od I kwartału 2001 r. – prognoza CASE.

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



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od I kwartału 2001 r. – prognoza CASE.

Wraz z poprawą aktywności ekonomicznej w kraju i obniżkami stóp procentowych należy oczekiwać wzrostu nakładów inwestycyjnych w II połowie br. i w 2002 r. Biorąc pod uwagę osłabienie dynamiki eksportu – na skutek

słabszego popytu zagranicznego – wzrost gospodarczy będzie napędzany przez konsumpcję indywidualną i inwestycje. Kontrybucja inwestycji do wzrostu będzie szczególnie wysoka w 2002 r.

Wartość dodana

Niska aktywność ekonomiczna w kraju będzie hamować dynamikę wzrostu wartości dodanej zarówno w przemyśle, jak i usługach. W związku z niskim popytem wewnętrznym (ok. 70 proc. produkcji jest sprzedawane na rynku krajowym) produkcja przemysłowa w 2001 r. będzie rosła w wolniejszym tempie, pomimo wysokiej dynamiki eksportu. Podobna tendencja będzie obserwowana w usługach rynkowych. Ich tempo wzrostu również wyhamuje, choć nie tak znacznie, jak w przemyśle.

W świetle niskiego popytu inwestycyjnego i wysokich realnych stóp procentowych, wzrost wartości dodanej w budownictwie będzie możliwy dopiero w II połowie br., a zdecydowana poprawa nastąpi w 2002 r. – wartość dodana wzrośnie wtedy o 7,5 proc.

Jeśli nie wystąpią żadne anomalie pogodowe, to po dwóch kolejnych latach spadku wartości dodanej w rolnictwie można prognozować poprawę w tym sektorze. Szczególnie wysoką dynamikę prognozujemy na br. Należy pamiętać, iż w dużej mierze jest to efekt statystyczny – tzn. efekt niskiej bazy ubiegłorocznej.

Relacje zewnętrzne

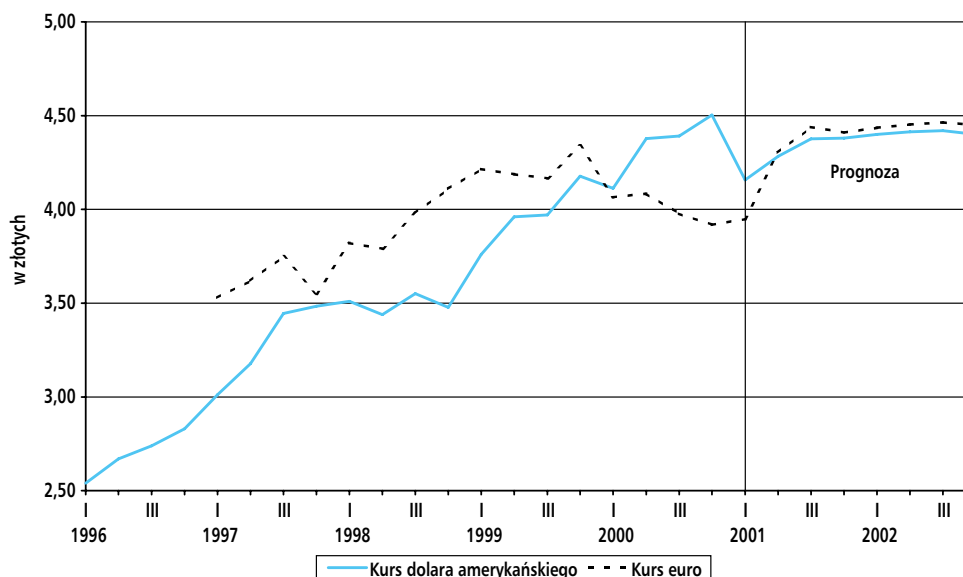
- Dalsza poprawa deficytu handlowego i na rachunku bieżącym w 2001 r.
- Mniejsze napływy kapitału zagranicznego

Rafał Antczak

Kurs walutowy

Kłopoty z koordynacją polityki fiskalnej i pieniężnej (patrz polityka pieniężna) prowadzić będą do utrzymywania wysokich stóp procentowych zarówno przez NBP jak i na rynku pieniężnym, przyczyniając się do napływu zagranicznego kapitału. Dodatkowo presję na aprecjację złotego wzmacniać będzie strategia Ministerstwa Finansów pozyskiwania środków walutowych na finansowanie deficytu budżetowego. Ponadto, osłabienie wzrostu gospodarczego w USA wobec UE ustabilizuje, przynajmniej w I połowie br., kurs euro do dolara na poziomie 0,90–0,95, co poprawi perspektywy polskiego eksportu

Wykres 3.5. Kursy podstawowych walut, 1996–2002 (w złotych)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od I kwartału 2001 r. – prognoza CASE.

i zwiększy zaufanie do złotego. Bardzo silne wzmocnienie złotego na przełomie 2000 i 2001 r. traktujemy jako krótkookresowy efekt reakcji na poprawę wskaźników równowagi makroekonomicznej. Dlatego oceniamy, że w II kwartale 2001 r. złoty umiarkowanie się osłabi. W następnych kwartałach wskaźniki makroekonomiczne będą wpływać niesymetrycznie na percepcję polskiej gospodarki przez inwestorów. O ile w I połowie 2001 r. procesowi stopniowej dezinflacji i zmniejszania deficytu na rachunku obrotów bieżących towarzyszyło spowolnienie wzrostu gospodarczego, o tyle w II połowie 2001 r. i w 2002 r. spodziewamy się przyspieszenia wzrostu gospodarczego, ale wolniejszej dezinflacji oraz ze względu na pobudzony popyt wewnętrzny – pewnego pogorszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących. W sumie oczekujemy w tym okresie stabilizacji nominalnego kursu złotego, co prowadzi będzie do jego umiarkowanej aprecjacji realnej.

Lukasz Rawdanowicz

Handel zagraniczny i bilans płatniczy

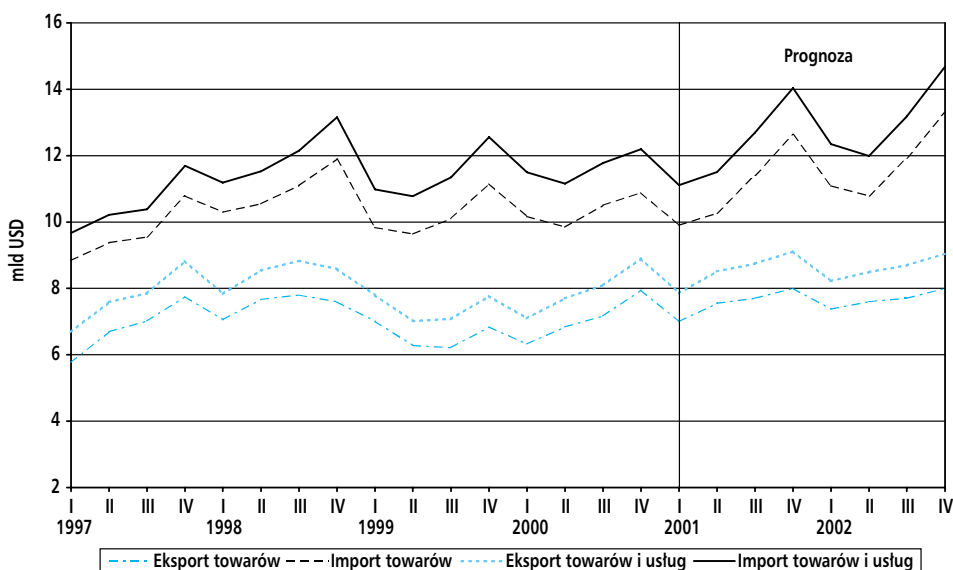
Przewidujemy, iż eksport w ujęciu bilansu płatniczego w kolejnych kwartałach br. w ujęciu nominalnym będzie rósł pomimo spowolnienia gospodarczego w UE. Wzrost w

UE choć wolniejszy niż w 2000 r. nadal będzie silny. Ponadto oczekiwane wzmocnienie euro do złotego i dolara w ciągu br. może dodatkowo pobudzić popyt importowy w UE. Jednakże nie należy przeceniać tego efektu, gdyż elastyczność popytu na import względem kursu jest zazwyczaj niewielka i działa z pewnym opóźnieniem. Ponadto, oczekujemy zwiększenia eksportu na rynki wschodnie. W całym roku eksport wzrośnie do 32 mld USD.

W związku ze spowolnieniem aktywności ekonomicznej oraz umiarkowanym wzrostem dochodów gospodarstw domowych, import w ujęciu bilansu płatniczego będzie w kolejnych kwartałach br. rósł w umiarkowanym tempie, kształtując się na poziomie nieco powyżej 10 mld USD. W całym roku wyniesie 44,7 mld USD, natomiast deficyt handlowy 13,1 mld USD.

Dzięki poprawie bilansu handlowego nastąpi poprawa na rachunku bieżącym. Nieznacznie wyższa nadwyżka niesklasyfikowanych obrotów bieżących będzie oddziaływała również pozytywnie. W 2001 r. deficyt rachunku bieżącego spadnie do -5,4 proc. PKB. Odpowiednio niższy będzie także napływ netto kapitału zagranicznego. Z jednej strony bowiem rosą spłaty zadłużenia zagranicznego, a z drugiej wraz z zakończeniem prywatyzacji „dużych przedsiębiorstw” można oczekiwać mniejszego napływu

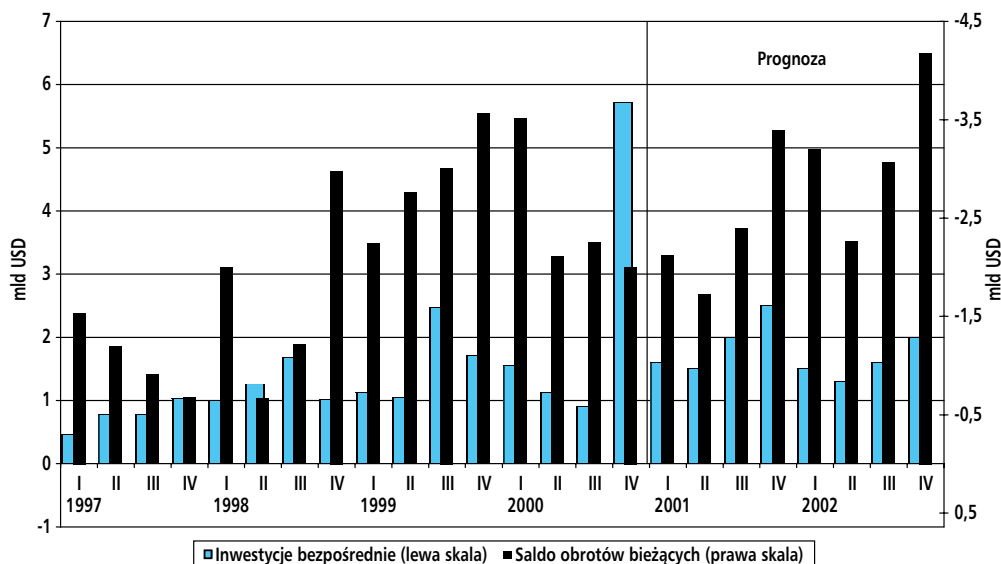
Wykres 3.6. Eksport oraz import towarów i usług, 1997–2002 (w mld USD)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od I kwartału 2001 r. – prognoza CASE.

Wykres 3.7. Saldo rachunku bieżącego oraz inwestycji bezpośrednich, 1996–2002 (w mld USD)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od I kwartału 2001 r. – prognoza CASE.

bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Dalszy ich spadek będzie postępował w 2002 r., natomiast w kolejnych latach spodziewamy się wzmożonego napływu inwestycji typu „green-field”. W dużym stopniu inwestycje te będą zależały od negocjacji z UE oraz kalendarza wstępowania Polski do UE.

Przewidujemy, iż po stronie kapitałowej bilansu płatniczego będą następowały zmiany w strukturze napływ kapitału. Zwiększy się udział kapitału portfelowego w stosunku do bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Na koniec trzeba zaznaczyć, iż istnieje pewne zagrożenie dla naszej prognozy poprawy salda na rachunku bieżącym. Jeżeli założymy, że NBP nie będzie interweniował na rynku walutowym, a wraz z poprawą fundamentów makroekonomicznych napływy FDI i kapitału portfelowego utrzymałyby się na wysokim poziomie, to o ile wpływy prywatyzacyjne nie będą umieszczane na rachunku sterylizacyjnym – złoty będzie silnie aprecjonował. Przy takim scenariuszu musiałoby nastąpić pogorszenie deficytu na rachunku bieżącym. Jednakże – w świetle prognozowanego niższego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych – prawdopodobieństwo takiego rozwoju sytuacji jest niewielkie.

Małgorzata Markiewicz, Artur Radziwiłł

Finanse publiczne

- Przeszacowanie dochodów podatkowych na 2001 r.
- Niebezpieczeństwo powiększenia deficytu ekonomicznego

Projekt budżetu na 2001 r. zawierał szereg działań zmierzających do podwyższenia dochodów oraz uszczelnienia systemu (np. podwyższenie stawki podatku VAT od materiałów i usług budowlanych, zmiany zasad opłacania składek na ubezpieczenie społeczne przez rolników). Niektóre z proponowanych zmian zostały odrzucone przez parlament, co wymusiło konieczność nowelizacji budżetu. Ponadto przeznaczenie na edukację części przychodów ze sprzedaży licencji UMTS, doprowadziło do podwyższenia planowanego deficytu ekonomicznego na rok 2001 z 1,6 proc. PKB do 1,8 proc. PKB. Negatywny wpływ na kształt polityki fiskalnej w roku 2001 – podobnie jak to miało miejsce w roku 2000 – mogą mieć także zawyżone szacunki dochodów budżetowych. Rządowa autopoprawka do projektu budżetu uczyniła założenia makroekonomiczne bardziej realistycznymi.

Nadal jednak zakładany tam 4,5-proc. wzrost gospodarczy w 2001 r. oceniamy jako nierealny. Oznacza to, że deficyt budżetu centralnego może być większy od planowanego nawet o 3 mld zł. Wątpliwości budzi także założona *implicitnie* w budżecie podwyższona ściągalność podatków. W kontekście słabego tempa wzrostu popytu krajowego w roku 2001, zawarta w autopoprawce prognoza wzrostu dochodów z podatków pośrednich o blisko 19 proc. jest bez takiego założenia zupełnie nierealna. Jeżeli dochody budżetowe okażą się niższe od oczekiwanych, deficyt budżetowy będzie bardzo poważnie zagrożony – tym bardziej, że budżet roku 2001 może być obciążony wydatkami niezrealizowanymi w ostatnim kwartale 2000 r. Nie można wykluczyć także udzielenia kolejnych (w praktyce bezzwrotnych) pożyczek dla Kas Chorych. Podwyższona przez parlament składka na ubezpieczenia zdrowotne z 7,5 proc. na 7,75 proc. oraz wejście rządu w bezpośrednie negocjacje z pielęgniarkami, stworzyło precedensy, które mogą doprowadzić do zniszczenia dyscypliny finansowej w Kasach.

Mateusz Walewski

Rynek pracy

- Zbyt skromny zakres rządowych projektów zmian praw pracy
- W najbliższych dwóch latach bezrobocie pozostanie na wysokim poziomie

W reakcji na szybki wzrost bezrobocia rząd przygotował propozycje zmian prawa pracy. Można je podzielić na dwie grupy: zmniejszające sztywność rynku pracy (i dzięki temu dające szansę na rzeczywisty wzrost zatrudnienia, a także redukcję stopy bezrobocia) oraz takie, które mają złagodzić objawy już istniejącego bezrobocia.

Do pierwszej grupy zaliczylibyśmy przede wszystkim propozycje mające ułatwić pracodawcom gospodarowanie zasobami ludzkimi, a w związku z tym zmniejszające koszty zatrudnienia: zwiększenie liczby dopuszczalnych godzin nadliczbowych, przywrócenie możliwości nieograniczonego zawierania umów na czas określony, podwyższenie progu zatrudnienia, powyżej którego konieczne jest tworzenie regulaminów pracy, a także stopniowe odchodzenie od obciążenia pracodawców kosztami wynagrodzenia pracownika w okresie niezdolności do pracy. Propozycje te

wydają się być skierowane głównie do małych i średnich przedsiębiorców, a to one właśnie w najbliższej przyszłości będą tworzyć zatrudnienie.

Druga grupa to, między innymi, zapowiedź zwiększenia wydatków na tzw. aktywne formy przeciwdziałania bezrobociu, a także planowany rozwój sieci zarówno państwowego, jak i prywatnego pośrednictwa pracy. Działania te mają przede wszystkim zmniejszyć średni czas trwania bezrobocia, poprzez zachowanie kontaktu osób bezrobotnych z pracą.

Projektowane zmiany w tym roku na pewno nie wpłyną na sytuację rynku pracy. Także w 2002 r. w naszej ocenie nie spowodują radykalnej poprawy. Propozycje rządu są bowiem dość skromne i nie wprowadzają – niewątpliwie w dłuższym okresie – koniecznych zmian istotnie zmniejszających sztywność rynku pracy (np. zróżnicowanie płacy minimalnej w zależności od stażu i regionu). Ponadto nie jest pewne, że zdominowany przez przedstawicieli związków zawodowych Sejm zaakceptuje, nawet tak nieśmiało, propozycje rządu.

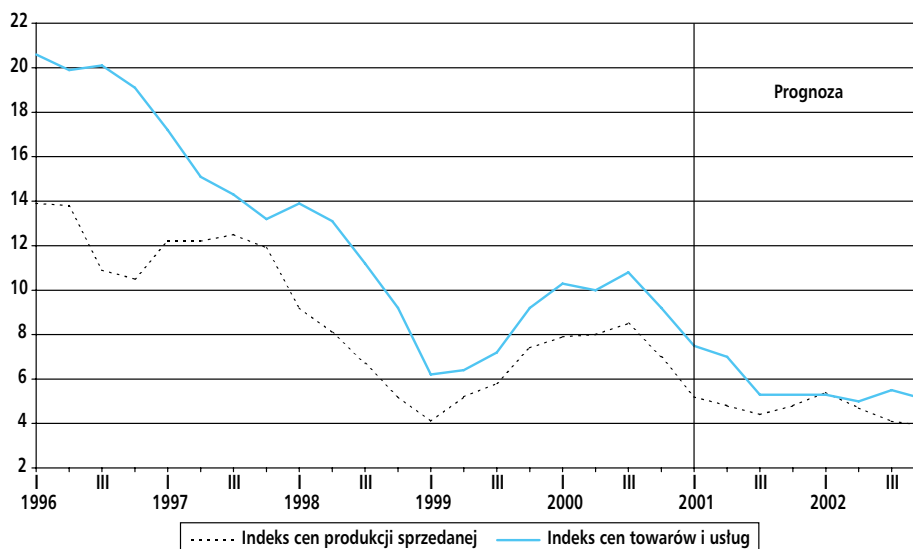
W nadchodzącym roku nie można więc liczyć na istotną poprawę sytuacji na rynku pracy. Będą o tym decydowały trzy główne czynniki. Po pierwsze, niższe tempo wzrostu gospodarczego oznaczające dalszy spadek popytu na pracę. Po drugie, procesy restrukturyzacyjne. Są one zarówno efektem zamierzonych działań rządu mających uzdrowić sytuację ekonomiczną w poszczególnych branżach przemysłu, jak również konieczności przestawienia się krajowych producentów na bardziej wymagające rynki zagraniczne – i to w sytuacji realnej aprecjacji złotego. Trzecim elementem decydującym o większych napięciach na rynku pracy jest dalszy napływ – aż do 2005 r. – nowej siły roboczej z wyżu demograficznego. Nie należy spodziewać się, aby czynniki te oddziaływały na rynek pracy w sposób łagodniejszy niż w 2000 r. W związku z tym spodziewamy się, iż w 2001 r. bezrobocie będzie nadal rosło. Zahamowania tej tendencji spodziewamy się dopiero w 2002 r.

Mariusz Jarmużek

Ceny

- Lepsze plony zahamują wzrost cen żywności
- Kontynuacja dezinflacji ze względu na słaby popyt wewnętrzny, mocną walutę i niższe ceny ropy

Wykres 3.8. Indeks cen towarów i usług oraz cen produkcji sprzedanej, 1996–2002 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od I kwartału 2001 r. – prognoza CASE.

W 2001 r. oczekujemy dalszego zmniejszenia dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych do 5,9 proc. na koniec roku 2001 – średniorocznie ceny wzrosną o 6,6 proc. Podobnie zachowywać się będą ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrastając odpowiednio o 5,8 proc. i 4,9 proc.

W 2001 r. prognozujemy obniżenie dynamiki cen żywności w związku niższym tempem wzrostu cen przetworów zbożowych oraz mięsa. Te pierwsze nie powinny znacząco rosnąć, gdyż rząd zdecydował się w styczniu br. na import dodatkowej ilości zbóż z kontyngentów – a gdyby okazała się ona niewystarczająca, to przy silnej walucie krajowej opłacalny staje się import z zagranicy. Należy jednak pamiętać, iż zbiory zbóż były w 2000 r. o 13,2 proc. mniejsze niż w 1999 r., co przy osłabieniu złotego, może spowodować pewne przyspieszenie wzrostu cen zbóż na giełdach krajowych, a w konsekwencji także cen przetworów zbożowych. Z kolei ceny mięsa nie powinny znacznie zwiększyć się, ponieważ popyt krajowy będzie jeszcze przez dwa najbliższe kwartały słaby, a eksport do krajów WNP w I półroczu istotnie nie wzrośnie. Zakładamy jednak ich pewny wzrost w II połowie roku – ze względu na silniejszy popyt krajowy oraz spadek podaży trzody chlewnej. Ceny warzyw nie powinny odnotowywać już tak dużych wzrostów, jak w poprzednich latach, gdyż zbiory w 2000 r. były większe o 5,2 proc. niż w roku poprzednim. Dwa lata spadku pło-

nów zbóż pozwalają zakładać na rok 2001 dobre zbiory. Na dalsze lata przyjmujemy przemienne cykl plonów.

W 2001 r. spodziewamy się dalszego spadku cen towarów nieżywnościowych. Będzie to skutek silnej waluty krajowej, dalszego niskiego wzrostu agregatów pieniężnych oraz niskiej dynamiki płac. Zakładamy ponadto, że ceny ropy na rynkach światowych będą kształtowały się w przedziale 26–28 dolarów za baryłkę w I połowie 2001 r., co przy silnym złotym mogłoby w pewnym stopniu zneutralizować podwyżki akcyny.

W I półroczu br. wzrosną ceny gazu, usług transportowych oraz usług pocztowych. Wprowadza się jednak możliwość podnoszenia cen gazu co trzy miesiące, co może prowadzić do próby przerzucania kosztów na konsumentów. Podwyżkę cen energii przewiduje się na lipiec. Ponieważ w ub.r. podwyżki tych cen zostały rozłożone na 6 miesięcy, to ich jednorazowy wzrost w lipcu mógłby się przyczynić do czysto statystycznego wzrostu cen usług.

W I połowie br. spodziewamy się dalszego spadku tempa wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu na skutek słabego popytu krajowego, silnego złotego oraz niższych niż w IV kwartale cen ropy naftowej. Na kolejne kwartały prognozujemy pewne przyspieszenie cen

w następstwie ożywienia popytu krajowego oraz stabilizacji na rynku surowców.

Przemysł Woźniak

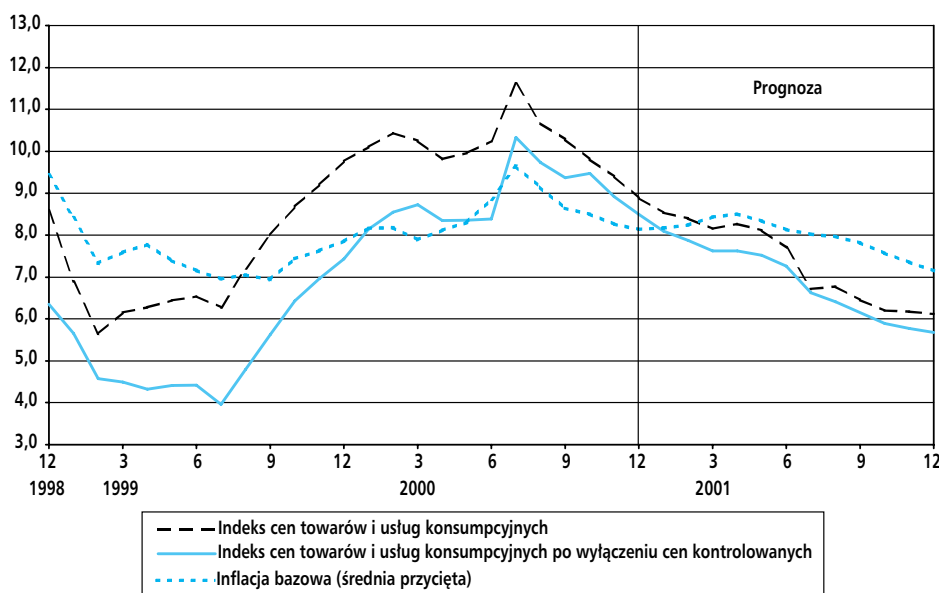
Inflacja bazowa

Ponieważ inflacja bazowa nie jest pojęciem dobrze zdefiniowanym w teorii, banki centralne korzystają z różnych metod jej szacowania. Cztery wybrane przez NBP szeregi (z których 3 zaprezentowano w opisie sytuacji bieżącej) są tylko wąskim wycinkiem bardzo licznej grupy dostępnych szeregów inflacji bazowej. W CASE od dwóch lat prowadzone są badania nad oceną metod obliczania inflacji bazowej, z których wynika, że bardzo dobre właściwości wykazują średnie obcięte asymetrycznie. Stosowana przez NBP 15-proc. średnia obcięta eliminuje ten sam procent (15 proc.) najwyższych i najniższych zmian cen. Jednak wg wielu kryteriów oceny inflacji bazowej, lepszą miarą jest średnia obcięta usuwająca relatywnie większy procent skrajnie małych zmian cen. Dlatego do analizy i prognozowania inflacji bazowej wykorzystujemy średnią obcięta asymetrycznie. Wybrana średnia to

50-proc. asymetryczna średnia¹⁾ obcięta – eliminująca odpowiednio 28,5 proc. najmniejszych i 21,5 proc. największych zmian cen (procenty dotyczą udziału w koszyku konsumpcyjnym).

Na rysunku przedstawiono dynamikę tak zdefiniowanej średniej obciętej w zestawieniu z dynamiką indeksu cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Prognoza inflacji bazowej na 2001 r. przewiduje stopniowy spadek z blisko 8,5 proc. na koniec 2000 r. do 6 proc. na koniec 2001 r. Oczekujemy stopniowego wygaszania proinflacyjnych impulsów szoków podaźowych, które dotknęły gospodarkę w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy, a co za tym idzie – obniżenia się dynamiki wskaźników cen wielu dóbr konsumpcyjnych w ujęciu 12-miesięcznym. Dominacja tych spadków w procesie inflacyjnym zadecyduje o stopniowym spadku inflacji rejestrowanej – ale będzie również powodem, dla którego inflacja bazowa, mierzona średnią obcięta, może kształtować się nieco powyżej inflacji rejestrowanej (średnia obcięta wyeliminuje większość gwałtownych spadków cen). Przewidujemy, że przy zbliżonym tempie spadku dynamiki obie miary inflacji osiągną podobną wartość – ok. 6 proc. pod koniec br.

Wykres 3.9. Inflacja bazowa, 1998–2001



Źródło: GUS oraz CASE.

¹⁾ W nazwie średniej podajemy całkowity procent usunięty z indeksu. Wg tej nomenklatury średnia liczona przez NBP to 30-proc. średnia obcięta (2*15 proc.)

Pieniądz

- **Problemy z policy-mix wykluczają radykalne obniżki stóp procentowych**
- **Możliwe obniżki stóp procentowych do końca 2001 r. o 450 pkt. bazowych**

Powiększenie deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych z 1,6 proc. PKB do 1,8 proc. PKB powoduje, iż – pomimo powiększenia efektywności instrumentu stóp procentowych NBP – ściągnięcie operacyjnej nadpłynności z systemu bankowego będzie dość trudne. Również spodziewana przez NBP skala redukcji deficytu finan-

sów publicznych może nie zostać osiągnięta. W 2001 r., wobec kłopotów z realizacją dochodów budżetowych, sytuacja ta może się powtórzyć. Tak więc, rozmaite napięcia w koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej wymuszą na NBP ostrożność w obniżaniu stóp w 2001 r. Pierwszej obniżki stóp (o około 100 pkt. bazowych) będzie się można spodziewać po uchwaleniu budżetu i utrzymaniu się trendu dezinflacji. W całym 2001 r., w scenariuszu bazowym zakładamy kilka niewielkich obniżek stóp procentowych przez NBP, razem o około 450 pkt. bazowych. Pozwoli to na niewielkie zmniejszenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej (stopy realne około 9 proc. zamiast obecnych 10–11 proc.) przy osiągnięciu celu inflacyjnego w dolnym przedziale (około 6 proc.). Podaż szerokiego pieniądza w 2001 r. będzie przez cały czas o 10–12 proc. wyższa niż w tych samych miesiącach ub.r.

Andrzej Bratkowski

Scenariusz alternatywny

Jeśli zakręt jest ostrzejszy, niż nam się wydaje...

Głównym zagrożeniem dla polskiej gospodarki w tym roku jest możliwość recesji w USA. Jeśli doszło by do niej w najbliższych miesiącach, w II półroczu ucierpi na tym cała gospodarka światowa. Także tempo wzrostu w Europie Zachodniej będzie wtedy wolniejsze. Oznaczało by to też spadek dynamiki naszego eksportu. Obawy o konsekwencje pogorszenia koniunktury w krajach rozwiniętych dla słabszych ekonomicznie gospodarek mogą z kolei skłonić inwestorów do wycofywania się z naszego rynku. Wpłynęłoby to negatywnie zarówno na dynamikę inwestycji, jak i – na skutek osłabienia złotego i w konsekwencji wzrost cen importu konsumpcyjnego – popytu konsumpcyjnego.

Drugim zagrożeniem o podobnych konsekwencjach jest możliwość niższej dynamiki płac nominalnych w przedsiębiorstwach – szczególnie w najbliższych miesiącach. Obniżyłoby to dodatkowo słaby popyt krajowy, a wówczas dynamika produkcji, a więc też PKB w I półroczu byłaby niższa. W takiej sytuacji także skłonność do inwestowania przedsiębiorstw uległaby dalszemu obniżeniu. Niższa byłaby także inflacja – można więc przypuszczać, że obniżki stóp procentowych następowałyby szybciej, co nieco zmniejszyłoby koszty obsługi długu publicznego.

Nałożenie się obu powyższych zagrożeń spowodowało by, że w II i III kwartale br. wskaźnik dynamiki PKB spadłby poniżej zera. Szczegółowe wyniki symulacji głównych

zmiennych makroekonomicznych w takim scenariuszu przedstawiamy w tabeli 3.1. Skutki inflacyjne wprowadziane znosilyby się nawzajem, a przy wyraźnych tendencjach recesyjnych NBP zdecydowałby się na nieco szybszą obniżkę stóp procentowych w I półroczu. Jednak dochody budżetu byłyby dramatycznie niższe od planowanych. Ujemne tempo wzrostu gospodarczego, silny wzrost deficytu budżetowego i niższa rentowność instrumentów dłużnych mogłyby łącznie doprowadzić do gwałtownego odpływu kapitału i bardzo silnej deprecjacji złotego. W takim wariacie także tempo dezinflacji uległoby czasowemu odwróceniu, a wiarygodność NBP po raz kolejny zostałaby poważnie osłabiona. Nieuniknione byłoby wtedy ponowne zaostrzenie polityki monetarnej, co znacznie odsunęłoby w czasie ożywienie popytu wewnętrznego.

Dalszy rozwój wydarzeń zależałby wtedy od sytuacji politycznej. Jeśli wybory wygra lewica – a wszystko na to wskazuje – będzie jej bardzo trudno zachować dyscyplinę budżetową bez utraty zaufania swoich wyborców. Można więc oczekiwać, że nowe władze będą próbowały złagodzić skutki stagnacji gospodarczej najslabszym ekonomicznie grupom społecznym. Zwiększą więc wydatki socjalne, a więc także deficyt budżetowy. Taka polityka dodatkowo osłabi zaufanie inwestorów zagranicznych i skłoni NBP do silniejszego zaostrzenia polityki monetarnej. Efektem będzie stagnacja gospodarcza przy stosunkowo wysokim deficycie finansów publicznych i inflacji. Może to opóźnić datę wstąpienia do UE – oceniamy bowiem, że po doświadczeniach silnego osłabienia euro, Bruksela podwyższy standardy, wg których oceniać będzie postępy w stabilizacji makroekonomicznej nowych kandydatów.

Wskaźniki wczesnego ostrzegania przed kryzysami

IV kwartał przyniósł ogólną poprawę naszego wskaźnika, tym samym zmniejszając ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego. Wartość wskaźnika spadła istotnie z 76 pkt. w III kwartale do 48 pkt. w ostatnim kwartale 2000 r. Na wstępie zwracamy uwagę, iż zmiany w wartościach wskaźnika za poprzednie kwartały wynikają ze zmian oficjalnych danych oraz korekty błędnego – za co serdecznie przepraszamy – szeregu odnośnie WIBOR'u.

6 komponentów naszego wskaźnika poprawiło się. Przede wszystkim kontynuowana była poprawa równowagi zewnętrznej. Spadł deficyt rachunku obrotów bieżących na koniec 2000 r. z wcześniej prognozowanego poziomu -7,0 proc. PKB do -6,2 proc. Ponadto w związku ze wzrostem oficjalnych aktywów rezerwowych brutto (o 2 mld USD w ciągu IV kwartału) oraz spadkiem zadłużenia zagranicznego Polski (niecałe 2 mld USD) poprawiły się wskaźniki krótkookresowego zadłużenia Polski jako proc. M2 oraz całkowitego zadłużenia zagranicznego Polski jako proc. PKB.

Zmniejszyła się ekspansja kredytowa jako proc. M2 – głównie ze względu na spadek zadłużenia netto sektora rządowego oraz dzięki temu, że inflacja w grudniu okazała się mniejsza niż prognozowaliśmy w poprzednim kwartale.

Pogorszyły się natomiast tendencje w sferze realnej. Jeszcze bardziej obniżyliśmy szacunek wzrostu PKB na 2000 r. o 0,8 pkt. proc. w stosunku do prognozy z poprzedniego kwartału, a także ponownie odnotowaliśmy wzrost stopy bezrobocia o 1 pkt. proc. do 15 proc. na koniec roku.

W dalszym ciągu obserwowaliśmy realną aprecjację efektywnego kursu złotego (o ponad 8 proc. w relacji do 3-letniej średniej) oraz wzrost realnego WIBOR'u (o 1,4 proc. w porównaniu do poprzedniego kwartału), co zaowocowało pogorszeniem się odpowiednich wskaźników.

Tabela. Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami

	1999		2000			
	III	IV	I	II	III	IV
1. Prognoza PKB na 2000 r.	6	5	5	5	6	6
2. Stopa bezrobocia na koniec kwartału	10	10	10	10	10	10
3. Prognoza inflacji na grudzień 2000 r.	10	10	6	10	10	4
4. Prognoza deficytu budżetu państwa na 2000 r.	0	0	10	0	10	4
5. Prognoza deficytu obrotów bieżących na 2000 r. jako % PKB	10	10	10	4	4	0
6. Realny efektywny kurs walutowy	10	0	10	10	10	10
7. Ekspansja kredytowa jako % M2 na koniec kwartału	4	0	4	6	10	0
8. Zagraniczne zadłużenie krótkookresowe Polski jako % płynnych aktywów rezerwowych na koniec kwartału	10	10	6	10	6	0
9. Całkowite zagraniczne zadłużenie Polski jako % PKB	6	10	6	10	4	4
10. Realny 3-miesięczny WIBOR	6	10	0	6	6	10
Wskaźnik	72	65	67	71	76	48

Źródło: CASE.