

Spis treści

Rząd walczy z deficytem budżetowym - na razie tylko na papierze	2
--	---

Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami	5
---	---

Gospodarka w I kwartale 2001 r.	10
Wzrost gospodarczy	10
Relacje zewnętrzne	11
Finanse publiczne	14
Rynek pracy	15
Ceny	17
Polityka pieniężna	21
Rynki finansowe	24

Prognozy sytuacji gospodarczej w latach 2001–2002	26
Rozbrajanie bomby kursowej	26
Uwarunkowania zewnętrzne	27
Wzrost gospodarczy	33
Relacje zewnętrzne	35
Finanse publiczne	38
Rynek pracy	39
Ceny	39
Polityka pieniężna	41

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,
Przemysław Woźniak

Sponsorzy



Fortis Bank Polska SA

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

Wydawca



CeDeWu Graphic Design (ANB Studio),
Agnieszka Natalia Bury
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,

Rozwój wydarzeń w I kwartale niewiele różnił się od naszych ostatnich prognoz. Tempo wzrostu było minimalnie niższe niż oczekiwaliśmy, głównie za sprawą przezorności konsumentów, którzy w obliczu trudnej sytuacji na rynku pracy bardziej byli skłonni do zwiększania oszczędności niż konsumpcji. Ale przedsiębiorstwa także wykazały większą, niż je o to podejrzewaliśmy, elastyczność w dostosowywaniu się do trudnych warunków panujących na rynku. Dzięki temu, choć złoty nadal się umacniał, eksport w znacznym stopniu zrekompensował niższą dynamikę popytu wewnętrznego. Wszystko to odsuwa groźbę realizacji naszego alternatywnego, czarnego scenariusza, który przedstawiliśmy Państwu w poprzednim kwartale – tym bardziej, że groźba recesji w USA jest teraz znacznie mniejsza niż trzy miesiące temu.

Jednak tempo ożywienia będzie nieco wolniejsze niż nam się wydawało. Mimo tego, wbrew powszechnym opiniom, to nie w niskim tempie wzrostu widzimy główne problemy jakimi powinni martwić się politycy gospodarczy. Okazuje się bowiem, że w odróżnieniu od konsumentów i przedsiębiorstw sektor publiczny wykazuje niewielkie lub zgoła żadne zdolności dostosowawcze. Pozycja finansowa tego sektora stanowi najbardziej syntetyczny wskaźnik jego kondycji ekonomicznej. Gwałtownie rosnący deficyt budżetowy jest sygnałem rosnącego ryzyka utraty równowagi makroekonomicznej.

Obecnie największym zagrożeniem dla gospodarki jest wiara niektórych polityków, że pobudzając wzrost można uniknąć dostosowań w sektorze publicznym. W tym kwartale zrezygnowaliśmy jednak z rozwijania czarnego scenariusza, w którym pogłębiająca się nierównowaga budżetowa przenosi się na całą gospodarkę. Restrykcyjna polityka monetarna minimalizuje bowiem takie ryzyko. Dzięki niej nierównowaga budżetowa wprawdzie jest hamulcem pozytywnych zmian – wolniej spada inflacja, oddala się perspektywa wyraźniejszego ożywienia gospodarczego – ale nie niesie w sobie bezpośrednio groźby załamania gospodarczego. Nie możemy jednak liczyć, że bez konsolidacji finansów publicznych powrócimy na ścieżkę szybkiego i stabilnego wzrostu gospodarczego. Za to musimy się liczyć z tym, że jeśli podjęta zostanie próba zastąpienia dostosowania fiskalnego luźniejszą polityką monetarną, głębokie załamanie gospodarcze stanie się faktem. W naszych prognozach i analizach dotychczasowego rozwoju sytuacji przedstawiamy głębsze uzasadnienie tego ostrzeżenia.

Andrzej Bratkowski

Małgorzata Markiewicz

Rząd walczy z deficytem budżetowym – na razie tylko na papierze

Deficyt budżetu centralnego w ostatnich dwóch latach wyniósł ok. 2 proc. PKB, a szerokiego sektora finansów publicznych nieco ponad 3 proc. Deficyt ekonomiczny – kategoria ułatwiająca śledzenie wpływu budżetu na oszczędności w gospodarce (deficyt budżetu skonsolidowanego powiększony o wydatki na rekompensaty dla sfery budżetowej i wpływy z licencji UMTS oraz pomniejszony o wielkość środków przekazywanych przez ZUS do otwartych funduszy emerytalnych) – utrzymywał się na stałej wysokości 2,7 proc. PKB. Nie następowało dostosowanie fiskalne, ale zakres nierównowagi nie powiększał się. Deficyt budżetowy nie zdumiewa swoim rozmiarem, zwłaszcza na tle innych państw regionu i częściowo daje się wytłumaczyć koniecznością strukturalnej przebudowy gospodarki, a także wysokimi stopami procentowymi na rynku krajowym zwiększającymi koszt obsługi krajowego długu publicznego.

W rzeczywistości zakres nierównowagi fiskalnej jest większy. Zgodnie z obowiązującą regułą fiskalną wielkość deficytu budżetowego przyjęta w ustawie budżetowej nie może ulec zmianie. W przypadku spadku dochodów poniżej założeń pozostaje sekwestracja wydatków lub nowelizacja budżetu. Istnieje jednak trzecie wyjście: ukrycie wydatków budżetowych. W poprzednich latach budżet państwa udzielał pożyczek funduszom pozabudżetowym, których spłatę następnie umarzano. Ale działa się tak już po uzyskaniu przez rząd od Sejmu absolutorium z tytułu prawidłowego wykonania budżetu. O sprawie pamiętają tylko ekonomiści i – jak wykazują sprawozdania z komisji sejmowych – niektórzy posłowie.

Jaki jest rozmiar tego zjawiska? Gdyby uwzględnić 800 mln zł pożyczki dla Kas Chorych udzielonej (i umorzonych) w 1999 r. i 1 mld zł pożyczki udzielonej w 2000 r. (Minister Finansów zawiesił ich spłatę w 2001 i 2002 r.) oraz pożycz-

ki dla FUS w wysokości 4 mld zł w 1999 r. (spłata planowana w 2001 r. nie jest uwzględniona w planach finansowych FUS) oraz 2 mld zł w 2000 r., to deficyt budżetu centralnego byłby w 1999 i 2000 r. wyższy odpowiednio o 0,8 proc. i 0,4 proc. PKB.

Podjęwane są także inne działania powodujące, że wyniki rachunków fiskalnych są w coraz większym stopniu kwestią arbitralnych decyzji ministerstwa finansów. Przykładowo, wynik szerokiego sektora rządowego uległby pogorszeniu, jeśli „nad kreską” byłyby ujmowane rekompensaty za niepodwyższanie płac sfery budżetowej oraz rent i emerytur w latach 1991–1992. Odkładanie na następne lata niektórych zobowiązań jest bardzo skutecznym sposobem obniżania deficytu: dziś byłyby wydatkiem zwiększającym deficyt, w przyszłym roku mogą być potraktowane jako dług, którego spłatę wykazuje się „pod kreską” jako „ujemne finansowanie” deficytu. W oficjalnych danych nie widać również innych zobowiązań, które mogą w przyszłości stanowić wydatek budżetowy (np. zadłużenie publicznych zakładów opieki zdrowotnej wynoszące ok. 3 mld zł na koniec 2000 r. lub zadłużenie wobec otwartych funduszy emerytalnych, które przez dwa lata kredytowały budżet) – ale nie muszą, nawet jeśli zostaną poniesione: wystarczy potraktować je tak, jak to zrobiono z rekompensatami. Zakres niezależności banku centralnego zwiększył się, wciąż jednak istnieje praktyka przerzucania na bank centralny wydatków, które powinny stanowić wydatek budżetowy. Przykładowo, w bieżącym roku bank PKO BP uzyska wsparcie z banku centralnego w związku z przeprowadzonym programem naprawczym. Dalej, w 2001 r. środki z prywatyzacji przemysłu zbrojeniowego nie będą przeznaczone na finansowanie deficytu budżetu, ale zasilą sektor obronny. Zatem wydatki sektora publicznego będą wyższe niż wykazane w budżecie. I wreszcie sprawa wpływów

z koncesji na UMTS uznanych za dochody budżetu. To jednorazowy przychód, który zgodnie z logiką ekonomiczną powinien znaleźć się „pod kreską” – z tych samych powodów, dla których umieszcza się tam wpływy z prywatyzacji.

Zatem deficyt budżetowy jest większy niż oficjalne dane, a więc dług publiczny jest większy niż by to wynikało z kumulowania deficytów z kolejnych lat. Część dochodów ma charakter okazjonalny, a w kolejnych latach wyczerpią się niektóre źródła finansowania deficytu. Wpływy z prywatyzacji w przyszłym roku mogą wynieść ok. 5 mld zł, zaś później będą jeszcze mniejsze. Ograniczenie przychodów prywatyzacyjnych zlikwiduje źródło finansowania deficytu oraz źródło pożyczek dla funduszy pozabudżetowych. Oczywiście będzie można zwiększyć dług publiczny. To zaś oznaczać będzie większy udział kosztów obsługi istniejącego długu i wybór pomiędzy ograniczeniem innych wydatków lub dalszym przyrostem zadłużenia, który zwiększy koszty obsługi długu itd. Wybór takiego rozwiązania pozostaje w sprzeczności z kryterium nominalnej konwergencji z Maastricht o zbieżności długoterminowych stóp procentowych (10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu) z analogicznymi stopami krajów UE. Obecnie różnica między tymi stopami dla państw UE i Polski wynosi około 7 pkt. proc. To właśnie polityka fiskalna, a nie restrykcyjna polityka monetarna jest za to odpowiedzialna. Ta ostatnia ograniczając oczekiwania inflacyjne obniża stopy długoterminowe. Gdyby NBP uległ naciskowi na szybszą obniżkę stóp krótkoterminowych, stopy długoterminowe byłyby jeszcze wyższe.

Poziom deficytu budżetu skonsolidowanego w Polsce znacznie odbiega od średniej dla UE, gdzie od kilku lat

dokonuje się fiskalnej konsolidacji (patrz tabela). Również w Stanach Zjednoczonych polityka ograniczania deficytów budżetowych umożliwiła utrzymanie wysokiego wzrostu przez ponad dekadę.

Deficyt budżetowy w Polsce nie jest związany z cyklem koniunkturalnym i uniemożliwia osiągnięcie korzyści z automatycznych stabilizatorów. Też o transformacyjnym charakterze tego deficytu można było obronić na początku procesu reform, ale już nie w sytuacji gdy sektor prywatny wytwarza ponad 60 proc. wartości dodanej w gospodarce. Wzrost gospodarczy zamiast redukcji deficytu posłużył zwiększeniu wydatków bieżących sektora publicznego. Jeśli w okresie wzrostu gospodarczego deficyt budżetowy wynosił ok. 2–3 proc. PKB, to należy oczekiwać, że w sytuacji załamania koniunktury będzie on jeszcze większy. Obecne osłabienie tempa wzrostu gospodarczego już znajduje odzwierciedlenie w spadku dochodów budżetowych. Według naszych szacunków w roku bieżącym dochody budżetowe mogą być niższe o ponad 10 mld zł. Oznacza to, że albo będzie przeprowadzona nowelizacja budżetu, albo o tyle będą ograniczone wydatki. Istnieje też trzecia możliwość, że rząd znowu będzie ograniczał deficyt metodą manipulacji rachunkowych – te wymienione dotychczas nie wyczerpują ich repertuaru. W przypadku, gdy nie zostaną przekazane środki do drugiego filaru OFE, to płatnicy składek sfinansują część deficytu. Wykup obligacji Brady'ego na pierwszy rzut oka wydaje się być sposobem ograniczania bieżących wydatków na rzecz redukcji długu publicznego. Ale niekoniecznie. Prowadzi on bowiem do uwolnienia tzw. kolaterali (obligacji zabezpieczających spłatę), które mogą zostać sprzedane, a dochody z ich sprzedaży stanowią po części dochód, a po części przychód

Tabela. Deficyt skonsolidowanego sektora finansów publicznych w proc. PKB

	Strefa euro	USA
1991	-4,7	-4,5
1992	-4,8	-4,7
1993	-5,7	-3,9
1994	-5,0	-2,9
1995	-5,0	-2,2
1996	-4,3	-1,4
1997	-2,6	-0,3
1998	-2,1	0,8
1999	-1,2	1,4
2000	-0,7	2,4

Źródło: European Central Bank i Congressional Budget Office.

Uwaga: minus oznacza deficyt.

budżetu. Finansując wykup obligacji Brady'ego emisją nowych obligacji nie zmniejsza się długu publicznego, można natomiast uzyskać źródło nadzwyczajnych dochodów budżetowych.

Ustawa o finansach publicznych umożliwia również przeniesienie części niezrealizowanych wydatków na kolejny rok budżetowy (w 2000 r. przeniesiono na rok kolejny wydatki o wartości 580 mln zł oraz 177 mln zł wydatków finansowanych z przychodów z kredytów zagranicznych i grantów). To także sposób na sztuczne cięcia wydatków – wystarczy bowiem wydatki, które powinny być poniesione w końcu roku opóźnić o kilka dni, aby zamknąć bieżący rok niższym deficytem. W tym przypadku zwiększa się wprawdzie problemy ze zbilansowaniem budżetu w następnym roku, ale na to też jest sposób. Wystarczy wtedy „optymistycznie” zaplanować dochody – ich niewykonanie będzie usprawiedliwiało przeniesienie wydatków na kolejny rok.

Niechęć do ograniczania deficytu tłumaczona jest koniecznością ponoszenia pewnych wydatków z budżetu. Przyjmuje się, że wydatki sztywne stanowią prawie 80 proc. wszystkich wydatków. Wydatki na obsługę długu stanowią w przybliżeniu koszty odłożenia problemów fiskalnych na przyszłość. W 2000 r. stanowiły prawie 12 proc. wydatków budżetu państwa. Wydatki na ubezpieczenia społeczne były równe 24,4 proc. (w 1991 r. wynosiły 15 proc. wydatków). Większość wydatków budżetowych jest przeznaczana na konsumpcję. Wydatki inwestycyjne stanowią jedynie 4,9 proc. wszystkich wydatków.

Propozycje zwiększenia deficytu budżetowego i obniżki stóp procentowych zgłaszane przez część polityków mają służyć ożywieniu gospodarki i obniżeniu bezrobocia. Wzrost stopy bezrobocia powoduje wzrost oczekiwań wobec budżetu. W tej sytuacji krytyka polityki fiskalnej i deklaracja konieczności obniżenia deficytu wydaje się być działaniem wbrew oczekiwaniom rynku, dowodem braku wrażliwości społecznej i przejawem niestosownego formalizmu.

Jednak badania empiryczne wykazują, że utrzymujące się deficyty budżetowe w długim okresie redukują wzrost gospodarczy poprzez redukcję narodowych oszczędności i wypychanie inwestycji krajowych (wzrost kosztów i dostępności finansowania). Teza rikardiańska o braku wpływu deficytu budżetowego na krajowe oszczędności nie znajduje potwierdzenia w badaniach. Wiadomo jednak, że w gospodarce otwartej skutek jest mniej niż proporcjonalny tzn. sektor prywatny podejmuje działania kompensu-

jące i wzrost deficytu budżetu tylko w części przekłada się na spadek krajowych oszczędności. Wpływ deficytu budżetowego na krajowe oszczędności prowadzi do spadku inwestycji lub/i wzrostu deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. Oba efekty prowadzą do spadku tempa wzrostu dochodu narodowego. Wzrost oszczędności krajowych w ostatnich latach był zbyt niski, aby podtrzymać szybkie tempo rozwoju gospodarczego.

W obliczu wysokich obciążeń podatkowych zmniejszanie deficytu budżetowego wymaga ograniczenia wydatków. Na rzecz takiego rozwiązania przemawiają również badania ekonomiczne. W badaniach empirycznych wykazano, że stabilność dostosowania fiskalnego jest zależna od wyboru pomiędzy wzrostem podatków i ograniczaniem wydatków na korzyść drugiego rozwiązania. Dlatego plany poprawy salda budżetu poprzez zwiększanie obciążeń podatkowych nie przyczyniłyby się do poprawy stanu finansów publicznych w okresie dłuższym od kadencji Parlamentu.

Trzeba też wziąć pod uwagę fakt, że im niższa inflacja, tym wolniejsze tempo realnej deprecjacji długu publicznego. Ważne więc by oszczędności z tytułu spadku nominalnych stóp procentowych nie finansowały nowych wydatków bieżących, lecz były wykorzystane do usuwania strukturalnych słabości budżetu (redukcja deficytu lub obniżenie obciążeń fiskalnych).

Obecnie ograniczanie wydatków sprowadza się do ich sekwestracji. Niezbędne jest jednak stworzenie realnego budżetu i ograniczenie wydatków poprzez zmiany regulacji prawnych. Pomimo sztywności wydatków budżetowych źródłem znacznych oszczędności może być zmiana zasad funkcjonowania funduszy pozabudżetowych, które obecnie dysponują ponad 30 proc. środków sektora publicznego i ponad połową środków rozdzielanych na szczeblu centralnym. Ponadto pojawiają się też „obiektywne” czynniki łagodzące presję na wydatki budżetowe: zmniejsza się liczba uczniów w szkołach podstawowych, maleje liczba emerytów, można liczyć na spadek realnych stóp procentowych.

Manipulacje sprawozdawczością budżetową zaciemniają prawdziwy stan finansów publicznych żadnych realnych problemów nie rozwiązują – co najwyżej prowadzą do ich kumulacji w przyszłości. Można też podejrzewać, że nie tylko opinii publicznej, ale i autorom tych „innowacji” utrudniają one odpowiedź na pytanie, gdzie naprawdę leżą źródła racjonalnych oszczędności budżetowych.

Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami

W niniejszym opracowaniu przedstawiamy nową, udoskonaloną formułę naszego wskaźnika ostrzegania przed kryzysami. Na zmiany zdecydowaliśmy się po blisko rocznej obserwacji zmian pierwszej jego wersji oraz w związku z prowadzonymi w CASE szerokimi badaniami na temat kryzysów finansowych. Zachęcamy Państwa do lektury powstałych już opracowań – spis ich znajduje się na końcu artykułu. Większość tych publikacji, jak również opis nowej metodologii naszego wskaźnika jest dostępny na naszej stronie internetowej (www.case.com.pl).

Ostatnia fala kryzysów finansowych z lat 90. spowodowała badania nad opracowaniem uniwersalnego zestawu wskaźników wczesnego ostrzegania przed kryzysami. Jak dotąd nie udało się wypracować takiego zestawu. Wynika to przede wszystkim z braku konsensusu, co do teoretycznych podstaw, a także praktycznych problemów z dostępnością danych i ich jakością. Ponadto każdy kraj ma swoją specyfikę i nie zawsze te same zmienne mają znaczenie dla stabilności ekonomicznej. Warto zwrócić uwagę, iż wszelkie ilościowe wskaźniki ostrzegania przed kryzysami są niedoskonałe i nie wystarczają do rzetelnej oceny stabilności finansowej i makroekonomicznej kraju.

Zadaniem opracowanego przez nas wskaźnika ostrzegania przed kryzysem finansowym w Polsce jest wykazywanie rozwoju tendencji, które mogą prowadzić do zachwiania równowagi makroekonomicznej i w konsekwencji przyczynić się do wybuchu kryzysu finansowego. W skład wskaźnika wchodzi 10 zmiennych makroekonomicznych i finansowych. Na podstawie zmiany danej zmiennej lub jej poziomu przypisywana jest odpowiednia liczba punktów (patrz załączona tabela). Im niższa wartość

wskaźnika tym zagrożenie kryzysem walutowym jest mniejsze. Wskaźnik może przybierać wartości z przedziału 0–13.

Po prawie roku publikacji naszego wskaźnika postanowiliśmy zmienić metodologię jego obliczania. Po pierwsze, wprowadziliśmy wagi dla poszczególnych zmiennych mając na uwadze ich wpływ na zagrożenia równowagi makroekonomicznej i tym samym wzrost prawdopodobieństwa wybuchu kryzysu. Zmienne, które naszym zdaniem mają najistotniejszy wpływ to: bilans obrotów bieżących jako procent PKB, realny efektywny kurs walutowy oraz stan krótkookresowego zadłużenia zagranicznego Polski w stosunku do płynnych aktywów rezerwowych (wagi 0,15). Następne w kolejności to wzrost PKB, deficyt budżetowy jako procent PKB oraz realny 3-miesięczny WIBOR (wagi 0,10) – patrz tabela. Ponadto zmieniliśmy niektóre wartości graniczne w systemie naliczania punktów.

Po drugie, ocena wpływu na równowagę makroekonomiczną relacji deficytu budżetowego i całkowitego zadłużenia zagranicznego Polski do PKB będzie od tej pory zależała od ich poziomów, a nie jak dotychczas, zmian w stosunku do poprzedniego okresu (patrz tabela). W trzech przypadkach – deficyt budżetowy, deficyt obrotów bieżących oraz całkowite zadłużenie zagraniczne – zostały wyznaczone poziomy krytyczne, których przekroczenie powoduje naliczenia dodatkowych punktów (odwrotność wagi danego komponentu).

Po trzecie, dla prognoz PKB, bilansu obrotów bieżących oraz inflacji wprowadziliśmy „horyzont krocący”. Zmienne te będą obliczane na podstawie prognozy na najbliższe 4 kwartały. I tak, wzrost PKB będzie ważoną sumą wzrostów kwartalnych, deficyt obrotów bieżących sumą deficy-

Tabela 1. Skład i punktacja wskaźnika wczesnego ostrzeżenia przed kryzysami

Zmienne	Zakres i znak zmiany	Liczba punktów
1. Prognoza rocznej stopy wzrostu PKB w kolejnych 4 kwartałach - zmiana procentowa w stosunku do analogicznej prognozy z poprzedniego kwartału. Waga: 0,10	Poniżej 2,5 odchylenia standardowego	10
	Od -2,5 odchylenia standardowego do 0	6
	Bez zmian	5
	Od 0 do 2,5 odchylenia standardowego	4
	Powyżej 2,5 odchylenia standardowego	0
2. Aktualna stopa bezrobocia (na koniec kwartału) - zmiana procentowa w stosunku do poprzedniego kwartału. Waga: 0,05	Powyżej 1 odchylenia standardowego	10
	Od 1 odchylenia standardowego do 0	6
	Bez zmian	5
	Od -1 odchylenia standardowego do 0	4
	Poniżej -1 odchylenia standardowego	0
3. Prognoza średniorocznej inflacji w kolejnych 4 kwartałach - zmiana procentowa w stosunku do analogicznej prognozy z poprzedniego kwartału. Waga: 0,06	Powyżej 1 odchylenia standardowego	10
	Od 0 do 1 odchylenia standardowego	6
	Bez zmian	5
	Od -1 odchylenia standardowego do 0	4
	Poniżej -1 odchylenia standardowego	0
4. Prognoza deficytu budżetu państwa w stosunku do PKB na 2001 r. - w IV kwartale przejście na prognozę na kolejny rok. Waga: 0,1	Poniżej -4,5%	10
	Od -4,5% do -3%	6
	Od -3% do 0%	5
	Powyżej 0%	0
	Jeśli poniżej -6% PKB	Dodatkowe 10
5. Prognoza bilansu obrotów bieżących w stosunku do PKB (suma w kolejnych 4 kwartałach) - zmiana procentowa w stosunku do analogicznej prognozy z poprzedniego kwartału. Waga: 0,15	Powyżej 1 odchylenia standardowego	10
	Od 0 do 1 odchylenia standardowego	6
	Bez zmian	5
	Od -1 odchylenia standardowego do 0	4
	Poniżej -1 odchylenia standardowego	0
	Jeśli deficyt poniżej -8% PKB	Dodatkowe 6,67
6. Realny efektywny kurs walutowy wg OECD, ważony CPI - odchylenie od 3 letniej średniej Waga: 0,15	Aprecjacja powyżej 2,5 odchylenia standardowego	10
	Aprecjacja od 1 odchylenia standardowego do 2,5 odchylenia standardowego	6
	Aprecjacja do 1 odchylenia standardowego i deprecjacja	5

7. Ekspansja kredytowa na koniec kwartału - zmiana procentowa w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

Waga: 0,07

Powyżej 2,5 odchylenia standardowego	10
Od 0 do 2,5 odchylenia standardowego	6
Bez zmian	5
Od -2,5 odchylenia standardowego do 0	4
Poniżej -2,5 odchylenia standardowego	0

8. Aktualny stan zagranicznego zadłużenia krótkookresowego Polski w stosunku do płynnych aktywów rezerwowych (na koniec poprzedniego kwartału - dane dostępne z opóźnieniem) - zmiana procentowa w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

Waga: 0,15

Powyżej 1 odchylenia standardowego	10
Od 0 do 1 odchylenia standardowego	6
Bez zmian	5
Od -1 odchylenia standardowego do 0	4
Poniżej -1 odchylenia standardowego	0

9. Aktualny stan zadłużenia zagranicznego Polski ogółem w stosunku od PKB (skumulowana wartość z poprzednich 4 kwartałów) na koniec poprzedniego kwartału (dane dostępne z opóźnieniem).

Waga: 0,07

Powyżej 60%	10
Od 30% do 60%	6
Poniżej 30%	0
Jeśli powyżej 100% PKB	dodatkowe 14,29

10. Aktualny realny 3-miesięczny WIBOR - średni w ostatnim miesiącu danego kwartału -zmiana procentowa w stosunku do poprzedniego okresu.

Waga: 0,10

Powyżej 2 odchylenia standardowego	10
Od 0 do 2 odchylenia standardowego	6
Bez zmian	5
Od -2 odchylenia standardowego do 0	4
Poniżej -2 odchylenia standardowego	0

Źródło: CASE.

tów w kolejnych 4 kwartałach podzielonych przez nominalne PKB wyrażone w dolarach – także w kolejnych 4 kwartałach. Inflacja – średnią przeciętnych inflacji kwartalnych w kolejnych 4 kwartałach.

Mamy nadzieję, iż nasz udoskonalony wskaźnik będzie pomocny przy ocenie sytuacji ekonomicznej Polski i ewentualnego zagrożenia kryzysem walutowym. Jesteśmy świadomi, iż dobór zmiennych jak i system wag oraz naliczania punktów jest arbitralny i może być kwestionowany, ale jest to cecha wszelkich wskaźników tego rodzaju. Chcemy wyraźnie podkreślić, iż wartości wskaźnika należy interpretować z rozwagą, w oparciu o inne dostępne informacje. Wskaźnik ten nie jest bezwzględny i nieomylnym narzędziem ostrzegania przed kryzysami.

Nasz wskaźnik zagrożenia kryzysem wyniósł 5,80 w I kwartale 2001 r., co oznacza pogorszenie w porównaniu do poprzedniego kwartału. Wśród niekorzystnych tendencji należy wymienić przede wszystkim dalszą realną aprecjację kursu złotego obserwowaną już od 5 kwartałów. Poza tym pogorszyła się prognoza deficytu budżetowego, deficytu na rachunku bieżącym w relacji do PKB oraz stan całkowitego zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB. W dalszym ciągu negatywny wpływ miała rosnąca stopa bezrobocia.

Do pozytywnych tendencji zaliczamy obniżenie krótkookresowego zadłużenia zagranicznego w relacji do płynnych aktywów zagranicznych oraz ekspansji kredytowej w relacji do M2, a także spodziewany wzrost PKB w najbliż-

Tabela 2. Wskaźnik wczesnego ostrzeżenia przed kryzysami

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

Źródło: CASE.

szych czterech kwartałach. Ponadto pozytywny wpływ ma prognozowana kontynuacja dezinflacji.

Ogólny bilans równowagi wewnętrznej i zewnętrznej wpada pomyślnie. Wolniejszy wzrost gospodarczy i rosnące bezrobocie jest kompensowane niższą inflacją oraz stabilnym deficytem na rachunku obrotów bieżących. W najbliższym roku nie należy oczekiwać większych zmian w obrazie gospodarki. Szybszy wzrost gospodarczy oraz gorsza koniunktura światowa przyczynią się do pogorszenia deficytu obrotów bieżących (patrz prognoza bilansu płatniczego), ale nie na tyle aby poważnie zaburzyć równowagę. Poza tym, przy płynnym kursie walutowym rosnące bezrobocie nie powinno powodować wzrostu ryzyka kryzysem walutowym, podobnym do tego, który wystąpił w 1992 r. w Wielkiej Brytanii.

Głównym powodem do niepokoju pozostaje kształtowanie się kursu złotego do dolara i euro. Im dłużej złoty

będzie silny, tym większe ryzyko gwałtownej deprecjacji. W najbliższym okresie złoty może się gwałtownie osłabić na skutek odpływu kapitału portfelowego. Biorąc jednak pod uwagę wysokie realne stopy procentowe prawdopodobieństwo to nie jest duże. Ponadto, jeśli nawet kapitał portfelowy uciekły z kraju, to odpływ ten mógłby być złagodzony napływem środków walutowych przetrzymywanych zagranicą przez banki w Polsce – deprecjacja wynikająca z odpływu kapitału zagranicznego może więc mieć bardzo różną skalę.

W tym miejscu warto podkreślić, iż nie ma jednolitej definicji kryzysu, szczególnie w odniesieniu do gospodarek mających płynny kurs walutowy – wtedy bowiem także skala deprecjacji zasługująca na miano kryzysu walutowego jest płynna. Ostatnio w literaturze światowej dużą popularność zdobył indeks Exchange Market Pressure wprowadzony przez Eichengreena, Rosa, i Wyplosza („Contagious currency crises”, NBER, Working Paper 5681,

lipiec 1996). Definiuje on kryzys na podstawie zmian nie tylko w nominalnym kursie walutowym, ale także w poziomie rezerw walutowych i stóp procentowych. Uwzględnienie dwóch ostatnich zmiennych daje pełniejszy obraz, gdy kryzys rozumiany jest jako strata zaufania do waluty. Ważone zmiany wyznaczają ogólny poziom wskaźnika, który następnie odnoszony jest do poziomu krytycznego – najczęściej krotności odchylenia standardowego tych zmian. Jest to więc stopniowalna miara nierównowagi rynków finansowych z dość mechanicznie wybranym punktem, któremu przypisano nazwę kryzys.

Naszym zdaniem bardziej pożyteczne jest pojęcie kryzysu, które implikuje uruchomienie jakiegoś negatywnego procesu w sferze realnej. Na pewno można naszym zdaniem mówić o kryzysie wtedy, gdy deprecjacja – poprzez skokowy wzrost zadłużenia przedsiębiorstw – prowadzi do kryzysu systemu bankowego lub kryzysu zadłużeniowego państwa. W tak ostrej formie, kryzys walutowy nam na razie nie grozi. Wydaje się jednak, że mówienie o kryzysie walutowym ma także wtedy sens, gdy samo osłabienie kursu nie wystarcza do przywrócenia zaufania inwestorów – potrzebne są dodatkowe korekty polityki, np. ograniczające deficyt budżetowy i inflację, albo dodatkowe zewnętrzne gwarancje finansowe (np. pomoc finansowa MFW). Za uzasadnione uważamy też nazwanie kryzysem walutowym sytuację, w której osłabienie kursu jest na tyle silne, że prowadzi do spadku PKB (bezpośrednio, gdy okazuje się, że elastyczność eksportu względem kursu jest zbyt mała by zneutralizować spadek popytu wynikający z ogra-

niczenia finansowania zagranicznego lub pośrednio, w wyniku zaostrzenia polityki monetarnej koniecznego dla zahamowania inflacji).

W obecnej sytuacji Polski dwa ostatnie warianty kryzysu – szczególnie trzeci – nie są całkiem nieprawdopodobne – i ten fakt odzwierciedla wzrost naszego wskaźnika wczesnego ostrzegania.

Szerzej o naszej prognozie kursu walutowego i przepływach kapitałowych można przeczytać w części o prognozach.

Publikacje z serii *Studia i Analizy* zajmujące się problematyką kryzysów walutowych:

- Nr 192 Radziwiłł A., Scerbatcheski O., Zamian C., *Financial Crisis in Moldova – Causes and Consequences*
- Nr 204 Kovatchevska P., *The Banking and Currency Crises in Bulgaria: 1996–1997*
- Nr 206 Antczak R., Bogdankiewicz S., Daneiko P., Połomski K., Usowski V., *Impact of the Russian Crisis on the Belarussian Economy*
- Nr 208 Tomczyńska M., *Early Indicators of Currency Crises. Review of some Literature*
- Nr 209 Błaszkiwicz M., *What Factors Led to the Asian Financial Crisis: Were or Were not Asian Economics Sound?*
- Nr 211 Antczak R., *Theoretical Aspects of Currency Crises*
- Nr 218 Jakubiak M., *Indicators of Currency Crisis: Empirical Analysis of Some Emerging and Transition Economies*
- Nr 219 Siwińska J., *Currency Crises and Fiscal Imbalances – the Transition Countries Perspective*
- Nr 224 M. Sasin, *Predicting Currency Crises, the Ultimate Significance of Macroeconomic Fundamentals in Linear Specifications with Nonlinear Extensions*

Gospodarka w I kwartale 2001 r.

Anna Myślińska, Katarzyna Piętka

Wzrost gospodarczy

PKB i czynniki popytowe

- Dalsze spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego
- Przy niskim popycie krajowym eksport odpowiedzialny za wzrost

Nadal trwa spowolnienie wzrostu gospodarczego, jakie miało miejsce w ciągu całego 2000 r. – wg naszych szacunków PKB wzrósł w I kwartale 2001 r. o 2 proc. (wskaźniki dynamiki w tym tekście, o ile nie zaznaczono, że jest inaczej, odnoszą się do analogicznego okresu poprzedniego roku). Jednocześnie, nadal mamy do czynienia ze wzrostem stymulowanym przede wszystkim nadwyżką eksportową – popyt wewnętrzny rósł znacznie wolniej (o 0,5 proc.) niż PKB.

Za stagnację popytu wewnętrznego odpowiedzialne są wszystkie jego elementy. Wzrost konsumpcji rządowej oceniamy na zaledwie 1,6 proc. Decydujące znaczenie miała jednak konsumpcja indywidualna, której dynamika wg naszych ocen była bliska zeru. Złożyły się na to dwie grupy czynników: dochodowe i oszczędnościowe. Pomimo malejącej inflacji wzrost płac oraz świadczeń społecznych (pobudzonych wypłatą tylko części rekompensat inflacyjnych za ub.r.) był bardzo skromny. W rezultacie wg naszych szacunków realna dynamika dochodów do dyspozycji obni-

żyła się do ok. 1,6 proc. Niewielki wzrost dochodów nie zniechęcił gospodarstw domowych do tworzenia oszczędności – depozyty netto w sektorze bankowym zwiększyły się o ponad 11 mld zł, co w rezultacie oznacza ciągle wysoką stopę oszczędności (10 proc. nominalnych dochodów).

Nakłady na środki trwałe wg naszych ocen zwiększyły się zaledwie o 1 proc. Ten niewielki wzrost inwestycji łączy z nakładami innymi niż na budynki i budowle – te ostatnie wg naszych szacunków nadal wykazywały dynamikę ujemną. Wobec skromnych wydatków inwestycyjnych, spadek oszczędności netto przedsiębiorstw o 9,4 mld zł może świadczyć o pogarszaniu się ich sytuacji finansowej.

Słaby popyt wewnętrzny ograniczył wzrost importu, który podtrzymywany był głównie przez wzrost eksportu. Dynamika popytu zagranicznego zmniejszyła się jednak nieco w porównaniu z 2000 r. i może już odzwierciedlać osłabienie koniunktury u naszego głównego partnera handlowego tj. w Niemczech. Jednakże nadal tempo eksportu przewyższa wzrost importu wnosząc dodatnią kontrybucję do dynamiki PKB.

Sfera realna

- Lekkie pobudzenie aktywności gospodarczej w przemyśle
- Kontynuacja recesji w budownictwie

Utrzymująca się znaczna dynamika eksportu (powyżej 10 proc.) przyczyniła się do pewnego pobudzenia produkcji przemysłowej, która wzrosła w I kwartale o 4,1 proc., co wg

naszych szacunków przełożyło się na wzrost wartości dodanej w przemyśle o ok. 3,7 proc. Usługi bliższe popytowi konsumpcyjnemu gospodarstw domowych, jak handel czy transport, wykazywały stagnację. Pozostałe usługi związane z działalnością przedsiębiorstw, w tym obsługa nieruchomości i firm, odnotowały wg naszych ocen umiarkowany wzrost, dzięki czemu wartość dodana usług rynkowych ogółem zmniejszyła się, ale niewiele w porównaniu z poprzednim kwartałem.

Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom, co do ożywienia prac budowlanych, na skutek ujemnej dynamiki inwestycji w budynki i budowlę, w trzecim z rzędu kwartale odnotowano spadek sprzedaży produkcji budowlano-montażowej. W stosunku do IV kwartału 2000 r., po wyeliminowaniu efektu sezonowości, wyniósł on 4,3 proc., a w skali roku już blisko 9 proc.

Relacje zewnętrzne

Rafał Antczak

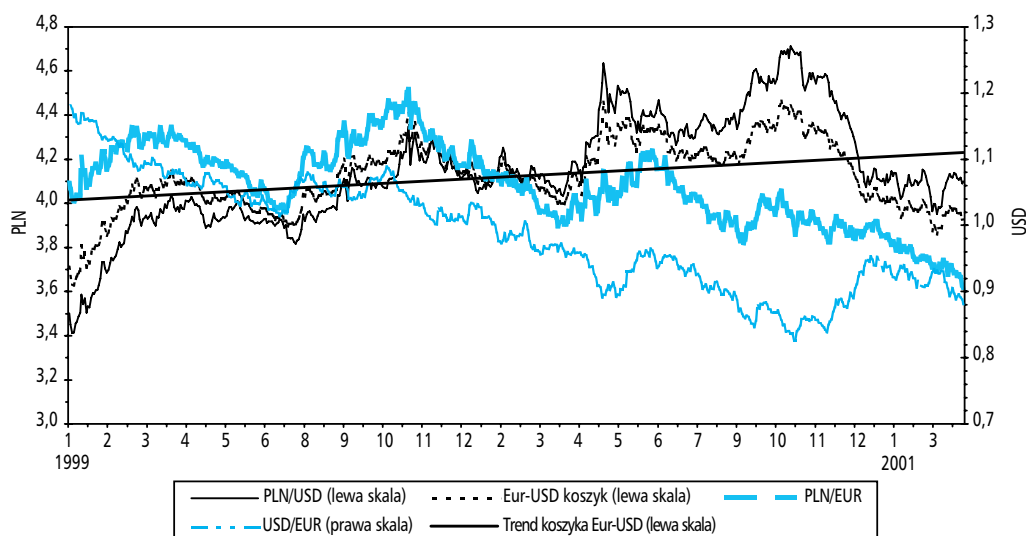
Kurs walutowy

- Kontynuacja aprecjacji złotego w I kwartale
- Stabilizacja wahań kursu euro do dolara

W poprzednich kwartałach fluktuacje kursu złotego do dolara wynikały w znacznej mierze ze zmian kursu euro/dolar. Jednak w I kwartale br. kurs złotego aprecjował zarówno wobec euro, jak i wobec dolara. Poprawa wyników makroekonomicznych, w tym spadek inflacji i deficytu na rachunku obrotów bieżących, zaciąganie zagranicznych kredytów (euroobligacje) oraz wysoki poziom stóp procentowych powodowały napływ portfelowego kapitału zagranicznego, który wyniósł 2,1 mld USD w I kwartale br. w porównaniu z 2,4 mld USD w analogicznym okresie 2000 r. Zmiany kursów krzyżowych spowodowały, że o ile w ciągu I kwartału br. aprecjacja złotego do dolara wyniosła średnio 5,9 proc., a do euro 4,8 proc., to na koniec okresu (I kwartał br. do IV kwartału 2000 r.) kurs złotego do dolara aprecjował nominalnie o 1 proc., a do euro o ponad 6 proc. (odpowiednio z 4,1432 zł/USD do 4,10 zł/USD i z 3,8544 Eur/USD do 3,617 Eur/USD). Pomimo niskich obrotów na rynku kasowym waluty (ciągle około 1 mld USD dziennie), coraz większego znaczenia nabierają walutowe transakcje terminowe i instrumentami pochodnymi.

W reżimie płynnego kursu złotego, jaki istnieje w Polsce od kwietnia 2000 r., NBP może wpływać bezpośrednio na kurs tylko poprzez interwencje na rynku walutowym. Interwencje takie wyznaczają jednak punkty odniesienia (poziomy kursu walutowego wywołujące interwencję) zmniejszające ryzyko dla spekulujących inwestorów. Mogą więc pro-

Wykres 2.1. Kursy średnie złotego w stosunku do dolara, euro i koszyka euro-usd, 1999-2001



Źródło: NBP

Uwaga: Wagi walut w koszyku: 65 proc. – euro i 35 proc. – dolar

wadzić do nasilenia spekulacji i niskiej skuteczności interwencji. Działania pośrednie, takie jak sterylizacja wpływów z prywatyzacji i wpływów z tytułu obsługi zadłużenia zagranicznego na rachunku walutowym NBP i Ministerstwa Finansów, czy też zwiększanie kosztów zajmowania pozycji walutowych przez banki w Polsce poprzez obowiązek rezerwowania środków na zabezpieczenia, nie tamują dwóch współzależnych strumieni na rynku walutowym. Pierwszy wynika z ruchów prywatnego kapitału zagranicznego w rezultacie dysparytetu stóp procentowych, a drugi z potrzeb pożyczkowych Ministerstwa Finansów oferującego papiery skarbowe na rynku krajowym i zagranicznym (euroobligacje). Udział inwestorów na rynku pierwotnym obligacji szacowany był odpowiednio na 35 proc. w styczniu, 7 proc. w lutym i 12 proc. marcu br.

W I kwartale utrzymała się dobra koniunktura w Polskim eksporcie zapoczątkowana w II kwartale 2000 r. Wynik za I kwartał był zaskakująco wysoki biorąc pod uwagę nasilającą się aprecjację złotego w kolejnych miesiącach I kwartału oraz sygnały o spowolnieniu aktywności ekonomicznej w UE. Eksport w ujęciu bilansu płatniczego wg wstępnych szacunków NBP wyniósł 7,5 mld USD – tylko o niecałe 450 mln mniej niż w IV kwartale ub.r. Do pewnego stopnia aprecjacja złotego jest łagodzona szybkim wzrostem produktywności w przemyśle (osiąganym jednak kosztem redukcji zatrudnienia). W rezultacie wzrost jednostkowych kosztów pracy (w walutach zagranicznych) był dość łagodny. Ponadto czynnik kursowy działa zwykle z pewnym opóźnieniem. W dalszym ciągu podtrzymujemy tezę, iż niski popyt krajowy sprzyja szukaniu zbytu zagranicą i tym samym eksportowi.

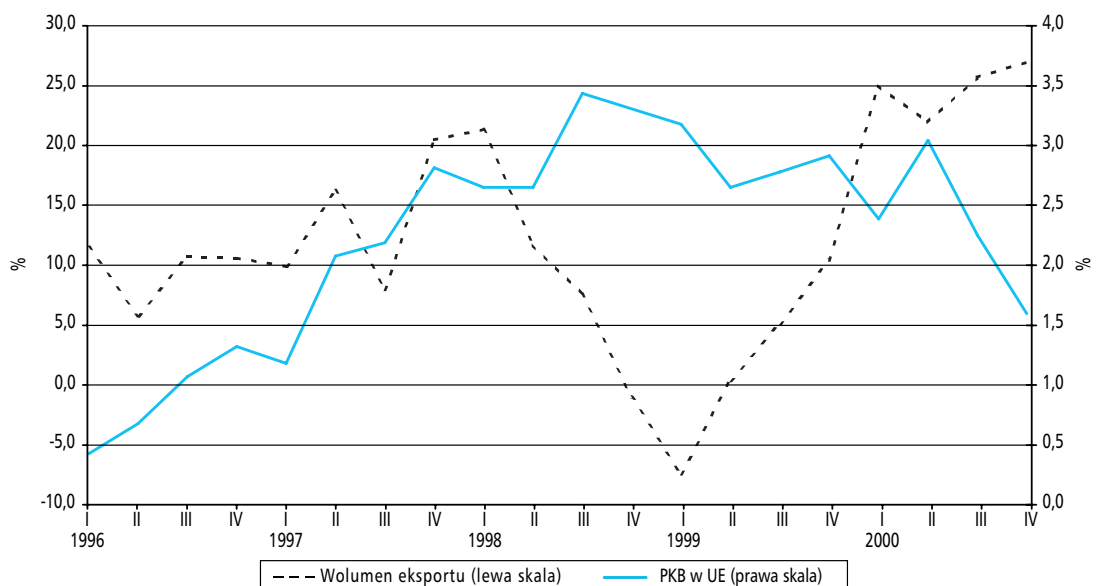
Łukasz Rawdanowicz

Handel zagraniczny

- Utrzymanie eksportu na wysokim poziomie
- Przesunięcia w płatnościach importowych z IV na I kwartał
- Kontynuacja niekorzystnych relacji cen w handlu zagranicznym

W 2000 r. nie zaszły żadne istotne zmiany w strukturze geograficznej eksportu. Stopniowo rósł eksport na rynki wschodnie, a w szczególności do Rosji. Po 12 miesiącach Rosja uplasowała się na 9 miejscu w rankingu naszych głównych rynków eksportowych. Jednakże pomimo wzrostu eksportu do Rosji w 2000 r. wynik za cały rok stanowił (w ujęciu dolarowym) jedynie 55 proc. wielkości z 1998 r. W okresie styczeń–luty pozycja rynku rosyjskiego w naszym eksporcie obniżyła się o 3 miejsca.

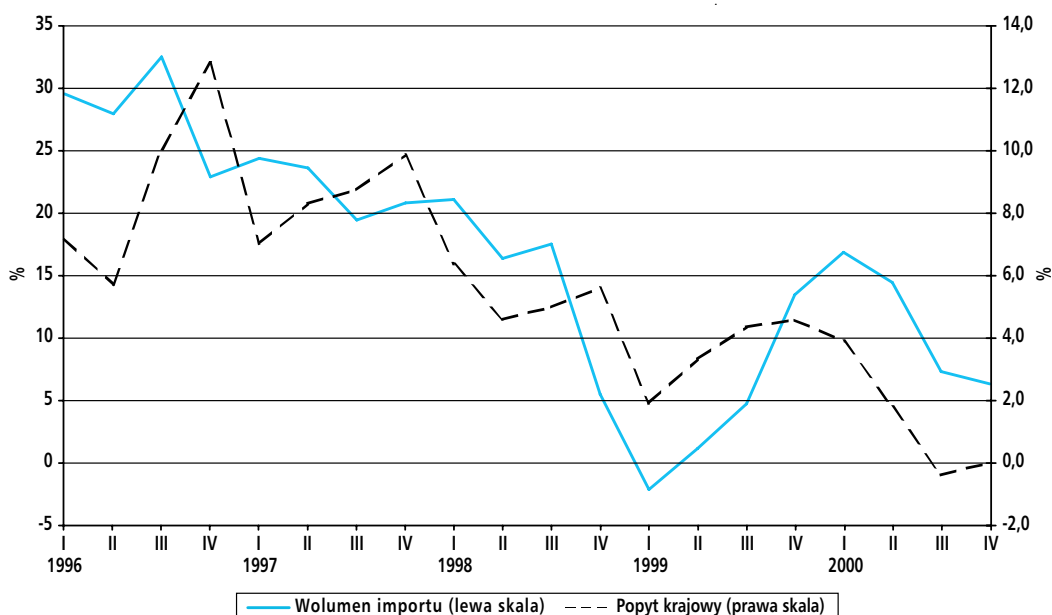
Wykres 2.2. Wolumen eksportu oraz wzrost gospodarczy w UE, 1996–2000 (zmiana w proc.)



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 oraz CASE.

Uwaga: Wolumen importu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

Nadal słaby popyt krajowy powoduje niski wzrost importu. W ujęciu bilansu płatniczego, wg szacunków NBP, osiągnął on w I kwartale 10,6 mld USD. W styczniu import był wyższy niż w grudniu, a w całym kwartale utrzymał się na zbliżonym poziomie jak w IV kwartale – choć w poprzednich latach odnotowywano w tym okresie sezonowy spadek. Po części można to tłumaczyć wyższą aktywnością w przemyśle (4,1 proc. wzrostu w I kwartale wobec 2,6 proc. w IV kwartale). Możliwe też, że nastąpiły pewne przesunięcia w płatnościach importowych z grudnia na styczeń.

W całym 2000 r. wskaźnik *terms of trade* pozostawał poniżej 100. W pierwszych III kwartałach odpowiedzialny był za to głównie wysoki wzrost cen importu na skutek wysokich światowych cen ropy naftowej. W IV kwartale tendencja ta odwróciła się i ceny importu obniżyły się. Podobnego wyniku oczekujemy w I kwartale br. Ponadto forsowny wzrost eksportu w całym 2000 r., wymuszony niskim popytem wewnętrznym, skutecznie obniżał dynamikę cen eksportu. Nie wpływało to pozytywnie na poprawę relacji cen w handlu zagranicznym.

Sytuacja eksporterów pogorszyła się w IV kwartale (a także wg naszych szacunków w I kwartale br.) w zwią-

ku z silną aprecjacją złotego, w rezultacie której ceny eksportu wyrażone w złotych faktycznie spadły. Utrzymanie się takiego trendu będzie niekorzystnie oddziaływało na zyski polskich producentów. Z drugiej strony, będzie wymuszało obniżanie kosztów i wzrost produktywności, co wpłynie pozytywnie na wzrost konkurencyjności polskich wyrobów w przyszłości.

Łukasz Rawdanowicz

Bilans płatniczy

- Stabilizacja deficytu obrotów bieżących
- Dalszy odpływ zagranicę środków walutowych banków w Polsce

Według wstępnych szacunków I kwartał zamknął się deficytem obrotów handlowych w ujęciu bilansu płatniczego w wysokości 3,1 mld USD. To w połączeniu z niewielkim deficytem handlu usługami (274 mln USD), nadwyżką salda dochodów (po raz pierwszy w I kwartale od 1997 r.) oraz nadwyżką niesklasyfikowanych obrotów bieżących (730 mln USD) spowodowało, iż deficyt obrotów bieżących wyniósł 2,1 mld USD. Oznacza to stabilizację

deficytu w ciągu ostatnich czterech kwartałów i jest bardzo pozytywnym sygnałem.

Brak dużych prywatyzacji w I kwartale spowodował umiarkowany napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które wg wstępnych szacunków wyniosły 1,3 mld USD. W całym I kwartale odnotowywano także napływ netto inwestycji portfelowych – 2,4 mld USD. Kapitał lokowany był głównie w aktywa dłużne – blisko 2 mld USD. Był to jeden z czynników prowadzących do aprecjacji złotego.

Ponadto po zahamowaniu odpływu środków walutowych banków w Polsce na zagraniczne lokaty terminowe i rachunki bieżące w styczniu i lutym, w marcu ponownie banki lokowały duże sumy na zagranicznych kontach. W całym kwartale wypłynęło z Polski z tego tytułu 821 mln USD kapitału. Było to związane z silnym wzrostem w marcu depozytów walutowych przedsiębiorstw.

W rezultacie rachunek kapitałowy i finansowy bilansu płatniczego zamknął się nadwyżką równą 2,1 mld USD, co pokrywa prawie w całości deficyt na rachunku bieżącym.

Oficjalne aktywa rezerwowe brutto na koniec marca br. zwiększyły się tylko nieznacznie (o 534 mln USD) w porównaniu do końca 2000 r. i wyniosły 28 mld USD. W dużej mierze bierze się to z aprecjacji euro do dolara w marcu w stosunku do grudnia (o ok. 1,4 proc.). Stan rezerw pozwala w dalszym ciągu pokryć średnio ok. 8 miesięcy importu.

Małgorzata Markiewicz, Artur Radziwiłł

Finanse Publiczne

- Deficyt budżetowy wyniósł 73 proc. rocznego planu
- Spadek dochodów podatkowych poniżej poziomu wyznaczanego osłabieniem aktywności gospodarczej
- Poprawa ściągłości składek w ZUS-ie

Na początku roku rząd przyjął autopoprawkę do budżetu. Urealniono podstawowe wskaźniki makroekonomiczne obniżając tempo wzrostu gospodarczego z 5,1 do 4,5 proc., planowany poziom inflacji średniorocznej

z 7,2 do 7 proc. i średnioroczny kurs dolara z 4,66 do 4,45 zł. Część zmian prowadziła do poluzowania polityki fiskalnej i zmniejszenia przejrzystości rachunków fiskalnych. Przykładowo, wpływy z rozszerzenia koncesji operatorów GSM o telefonię komórkową UMTS przeznaczono na bieżące wydatki, a nie na sfinansowanie deficytu. Ponadto, o 250 mln zł obniżono dotację budżetową dla FUS na uregulowanie zaległości w przekazywaniu składek do otwartych funduszy emerytalnych. Pieniądze trafią do Funduszu Pracy i będą przeznaczone na przeciwdziałanie bezrobociu.

Wyniki I kwartału są gorsze od prognoz, głównie za sprawą niskich dochodów podatkowych. Najniższe są wpływy z podatku dochodowego od osób prawnych (17,4 proc. rocznego planu), od osób fizycznych (18,2 proc.) i z podatków pośrednich (20,2 proc.). W kategoriach nominalnych są one niższe niż w I kwartale roku poprzedniego.

Uwzględniając inflację, oznacza to silny spadek wpływów realnych w warunkach utrzymującego się wzrostu gospodarczego. Osłabienie wzrostu wpływów z podatków pośrednich jest wyraźniejsze niż w poprzednich latach i nie daje się w pełni wyjaśnić spadkiem tempa wzrostu popytu krajowego (sprzedaż na eksport nie jest obciążona VAT-em) lub sezonowością.

Dzieje się tak w warunkach poszerzenia bazy podatkowej – obniżono pułap rocznych obrotów powyżej którego trzeba płacić podatek VAT (z 80 do 40 tys. zł) – oraz wzrostu akcyzy na benzynę, gaz płynny do samochodów oraz papierosy. Przyczyną osłabienia wpływów z podatków pośrednich jest prawdopodobnie szybsza od zakładanej dezinflacja oraz umocnienie złotego prowadzące do obniżenia dochodów z akcyzy i podatku VAT od importowanych towarów.

Wydatki budżetu centralnego wyniosły 46,6 mld zł nieznacznie przekraczając poziom naszej poprzedniej prognozy. Wysokie były koszty obsługi długu krajowego (co wynika z harmonogramu obsługi wcześniej zaciągniętych zobowiązań) oraz dotacja dla Funduszu Pracy odzwierciedlająca wzrost stopy bezrobocia. Ponadto w I kwartale emerytom i rencistom wypłacono rekompensaty z tytułu niedoszacowania inflacji w 2000 r. (ponad 2 mld zł), a w marcu rozpoczęto wypłaty dla sfery budżetowej wynikające z braku waloryzacji wynagrodzeń w latach 1991–1992.

Deficyt budżetowy po I kwartale 2001 r. wyniósł 73 proc. rocznego planu i był pokryty głównie ze źródeł krajowych. Nieznaczne były wpływy z prywatyzacji (1,1 mld wobec 18 mld zł zakładanych na cały rok). Na potrzeby pokrycia deficytu budżetowego wykorzystano 9,3 mld zł środków przechodzących z 2000 r., co umożliwiło ograniczenie emisji skarbowych papierów wartościowych w warunkach wysokich stóp procentowych.

Zakład Ubezpieczeń Społecznych

W 2000 r. ZUS znacznie podwyższył ściągalskość składek zbierając 98 proc. należnych składek wobec 96,9 proc. według planu. Systematycznie rośnie poziom przekazywanych składek do OFE, wolniej regulowane są zaległe składki z lat 1999–2000. Prawdopodobnie decyzja obciążenia o 250 mln zł dotacji budżetowej, przeznaczona na uregulowanie należności wobec OFE z lat poprzednich, opóźni ten proces. W 2000 r. skierowano do egzekucji składki w wysokości ponad 7 mld zł (w roku poprzednim niecałe 3 mld). Udało się odzyskać 3,3 mld zł, czyli dwukrotnie więcej niż w roku poprzednim. Niestety zadłużenie płatników wobec FUS pozostaje wysokie i jest oceniane na blisko 17 mld zł, z czego około 10 mld zł winni są najwięksi dłużnicy. Szansa na odzyskanie tych środków jest bardzo mała.

W bieżącym roku udało się powstrzymać przyrost zadłużenia wobec funduszy. Wysoki poziom wpływów z początku roku umożliwił przekazanie w okresie od początku roku do 18 kwietnia 2,4 mld zł składek wraz z odsetkami (dla porównania tyle samo przekazano w całym 1999 r.). Dodatkowo w 2001 r. spada zadłużenie FUS w bankach komercyjnych. Średni poziom zadłużenia wynosi około 500 mln zł, czyli znacznie poniżej 3 mld zadłużenia dopuszczalnego ustawą budżetową.

Samorządy

Wyniki finansowe sektora samorządowego są lepsze niż oczekiwano. W 2000 r. samorządy odnotowały deficyt wynoszący 3,1 mld zł (0,5 proc. PKB, zakładano 5 mld zł), a przyrost zadłużenia był słabszy niż w roku poprzednim. W końcu roku zadłużenie samorządów wynosiło 9,4 mld zł. Przeważającą część zadłużenia (87 proc.) stanowią zobowiązania długoterminowe. Poważne zagrożenie dla stanu finansów samorządów może wynikać z akumulacji zadłu-

żenia jednostek służby zdrowia, które wg pobieżnych szacunków może przekraczać 3 mld zł.

Piotr Bujak

Rynek pracy

- Kontynuacja wzrostu bezrobocia
- Procesy restrukturyzacyjne nadal źródłem spadku popytu na pracę
- Spadająca inflacja nieco zwiększyła realną dynamikę płac
- Wydajność rośnie szybciej niż płace

Bezrobocie

W I kwartale 2001 r. nastąpiło dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 15,9 proc., a liczba zarejestrowanych bezrobotnych o 196,1 tysięcy osób (o 7,8 proc. więcej niż w analogicznym kwartale ub.r.) i wyniosła 2898,7 osób. Oznacza to kontynuację wzrostowego trendu bezrobocia.

W porównaniu do końca roku nieznacznym zmianom uległa struktura bezrobocia rejestrowanego. Bezrobotni uprzednio nie pracujący stanowili w marcu br. 23,13 proc. ogółu bezrobotnych, o 0,8 pkt. proc. więcej niż w odpowiednim okresie poprzedniego roku. W tej grupie nieznacznie zmienił się udział absolwentów. Wyniósł on 6,29 proc. ogółu bezrobotnych, co oznacza wzrost o jedynie 0,25 pkt. proc. wobec I kwartału 2000 r. Dane rejestrowe o strukturze bezrobocia w niewielkim na razie stopniu odzwierciedlają napływ na rynek pracy młodych ludzi. Dzieje się tak m.in. dlatego, że również liczba bezrobotnych uprzednio pracujących nadal znacznie rośnie. Inny powód, to że – jak pisaliśmy już w poprzednim kwartale – część młodych osób stara się zwiększyć swoją szansę na coraz trudniejszym rynku pracy poprzez dalszą edukację. Świadczą o tym dane BAEL, według których w IV kwartale 2000 r. wzrósł udział osób biernych zawodowo w wieku produkcyjnym z powodu nauki i uzupełniania kwalifikacji.

Udział uprzednio pracujących w ogóle bezrobotnych obniżył się w I kwartale br. do 76,9 proc. Stało się tak między innymi za sprawą spadku do 6,6 proc. – o 2,8 pkt.

proc. w stosunku do odpowiedniego okresu ub.r. – udziału zwolnionych z przyczyn dotyczących zakładu pracy w ogóle bezrobotnych. Dane te sugerować mogą, że w coraz mniejszym stopniu źródłem bezrobocia są przeprowadzane w przedsiębiorstwach procesy restrukturyzacyjne. Niestety nie potwierdzają tego zapowiadane przez liczne podmioty gospodarcze (m.in. w przemyśle motoryzacyjnym) plany zwolnień grupowych w ramach restrukturyzacji zatrudnienia. Zwolnienia następują w dużej mierze w podmiotach, które wcześniej nie mogły tego zrobić ze względu na okresy ochronne wynegocjowane w umowach prywatyzacyjnych. Dotyczy to jednak również często przedsiębiorstw, takich jak Stocznia Szczecińska SA, które wcześniej mogły, ale nie musiały decydować się na takie kroki.

Według wyników BAEL w IV kwartale i w całym 2000 r. odnotowano znaczny wzrost bezrobocia. Liczba bezrobotnych wg definicji Międzynarodowej Organizacji Pracy wyniosła 2760 tys. osób. W stosunku do poprzedniego kwartału wzrosła o 85 tys. osób (3,2 proc.), a w stosunku do ostatniego kwartału 1999 r. o 119 tys. osób (4,5 proc.). Stopa bezrobocia w IV kwartale 2000 r. wyniosła 16,0 proc.

Stopa bezrobocia w ciągu roku najbardziej wzrosła wśród osób w wieku 15–24 lata (o 1,6 pkt. proc.). Sytuacja młodzieży na rynku pracy uległa więc dalszemu pogorszeniu. Podobnie jak w strukturze bezrobocia rejestrowanego, nie znalazło to również odzwierciedlenia w danych dotyczących źródeł bezrobocia w badaniu BAEL. Pierwszej pracy w życiu poszukiwało bowiem 21,5 proc. bezrobotnych, o 1 pkt. proc. mniej niż przed rokiem. Wśród tych osób 25,6 proc. stanowili absolwenci wchodzący na rynek pracy. Większość bezrobotnych stanowią nadal osoby, które straciły pracę i natychmiast podjęły starania, aby znaleźć następną. Ich udział w ogóle bezrobotnych wzrósł nawet o 1,3 pkt. proc. do 51,8 proc. Jednocześnie główną przyczyną (dotyczącą 44,7 proc. ogółu uprzednio pracujących – wzrost 0,3 pkt. proc.) utraty pracy przez bezrobotnych w IV kwartale 2000 r. była likwidacja stanowiska lub zakładu pracy. Kolejnym najczęściej wskazywanym powodem zaprzestania pracy (dotyczącym 16,5 proc. zwalnianych osób – wzrost o 2,1 pkt. proc.) było wygaśnięcie umowy na czas określony. Wśród źródeł bezrobocia dominują więc wciąż procesy restrukturyzacyjne w przedsiębiorstwach. W obecnej sytuacji spowolnienia aktywności gospodarczej jest to nawet istotniejszy czynnik niż napływ na rynek pracy młodych ludzi.

W większym stopniu źródłem bezrobocia jest teraz sektor prywatny. Odsetek osób bezrobotnych uprzednio pracu-

jących w tym sektorze wzrósł, w porównaniu do poprzedniego roku, o 3,3 pkt. proc. do 67,3 proc. Z sektora usługowego pochodziło 48,0 proc. uprzednio pracujących (wzrost o 2,1 pkt. proc.), a z sektora przemysłowego 46,7 proc. uprzednio pracujących (spadek o 2 pkt. proc.). Oznacza to, że restrukturyzacja zatrudnienia w minionym roku w większym niż wcześniej stopniu dotyczyła także sektora usług.

W IV kwartale 2000 r. liczba bezrobotnych długotrwale, tzn. poszukujących pracy dłużej niż rok, wyniosła 1135 tys. osób, rosnąc o 307 tys. (o 37,1 proc.) w porównaniu z IV kwartałem 1999 r. Pociągnęło to za sobą wzrost udziału długotrwale bezrobotnych w ogóle bezrobotnych z 31,3 proc. w IV kwartale 2000 r. do 41,1 proc. w IV kwartale 2000 r. Sytuacja ta oznacza, że bezrobocie w Polsce może pociągać za sobą coraz głębsze skutki społeczne. Utrudniona będzie również reaktywizacja bezrobotnych.

Procesy zachodzące na rynku pracy powodują też utrwalenie trendu zmian w rozkładzie stóp bezrobocia względem wykształcenia. Jedyną grupą osób, w której w ciągu roku nie nastąpił wzrost stopy bezrobocia (4,8 proc. w IV kwartale 2000 r.) są osoby legitymujące się wykształceniem wyższym. Z kolei grupą, w której stopa bezrobocia i jej wzrost w ciągu roku były najwyższe są osoby z wykształceniem podstawowym lub niepełnym podstawowym. Natężenie bezrobocia w tej grupie po wzroście o 1 pkt. proc. wyniosło w IV kwartale 2000 r. 20,2 proc.

Zatrudnienie

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w marcu br. wyniosło 5169,7 tys. osób. Oznacza to spadek o 2,6 proc. wobec odpowiedniego okresu ub.r. W porównaniu do pierwszych trzech miesięcy 1999 r. w I kwartale br. zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 2,4 proc.

Na dalszy spadek popytu na pracę wskazują również wyniki BAEL. Liczba pracujących w IV kwartale 2000 r. wyniosła 14 540 tys. osób i zmalała zarówno w porównaniu do poprzedniego kwartału (o 187 tys., tj. o 1,3 proc.), jak i wobec IV kwartału 1999 r. (o 33 tys., tj. o 0,2 proc.). Także wskaźnik zatrudnienia spadł zarówno wobec poprzedniego kwartału, jak i w porównaniu do IV kwartału 1999 r. (o 0,6 pkt. proc.). Spadki obu mierników zaangażowania ludności w procesie pracy w porównaniu do poprzedniego kwartału są zjawiskiem sezonowym. Jednak porównania roczne świadczą o istnieniu spadkowego tren-

du zapotrzebowania na pracę. Potwierdzeniem tego jest również skrócenie czasu pracy. W IV kwartale przepracowano przeciętnie 40,5 godziny, czyli o 0,5 godziny mniej niż w IV kwartale 1999 r. Do podobnego wniosku skłania wzrost populacji niepełnozatrudnionych (do 304 tys. osób) i ich udziału w ogóle pracujących (do 2,1 proc.). W stosunku do odpowiedniego kwartału 1999 r. liczba niepełnozatrudnionych w IV kwartale 2000 r. zwiększyła się o 3 tys. osób (tj. o 1,0 proc). Te same wnioski wyciągnąć można na podstawie danych dotyczących pracujących w więcej niż jednym miejscu pracy. Ich liczba w IV kwartale 2000 r. wyniosła 1126 tys. osób, co stanowiło 7,7 proc. ogółu pracujących. Oznacza to spadek liczby osób posiadających dodatkową pracę o 100 tys. osób. (tj. o 8,2 proc.) w porównaniu do IV kwartału 1999 r.

Na całkowity brak pozytywnych zmian na rynku pracy wskazuje również struktura pracujących wg cech zawodowych. W IV kwartale 2000 r. liczba pracowników najemnych wyniosła 10 550 tys. osób i spadła w ciągu roku o 80 tys. osób (tj. o 0,8 proc.), a ich udział w ogóle pracujących wyniósł 72,6 proc. Zmniejszyła się również populacja pracodawców i pracujących na własny rachunek. Spadła ona w ciągu roku o 10 tys. osób (tj. o 0,3 proc.) i wyniosła 3254 tys. osób. Wyniki te oznaczają, że samozatrudnienie nie jest w żadnym stopniu zdolne zrekomensować spadku liczby pracowników najemnych. Nie można więc też liczyć, że małe i średnie przedsiębiorstwa będą w stanie zaoferować pracę zwolnionym z dużych firm.

6 marca br. Rada Ministrów przyjęła „Harmonogram działań mających na celu wspieranie przedsiębiorczości i powstawanie nowych miejsc pracy”. Wśród przewidywanych zadań znalazły się, m.in.: obniżenie obciążeń fiskalnych, szczególnie małego biznesu, w drodze nowelizacji ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych; ujednoczenie zasad ewidencji prowadzonej do celów podatkowych i bilansowych; działania na rzecz zwiększenia elastyczności rynku pracy poprzez wsparcie dla poselskich inicjatyw nowelizacji kodeksu pracy; intensyfikacja eksportu, która ma być osiągnięta dzięki nowelizacji ustawy o poręczeniach i gwarancjach skarbu państwa. Harmonogram przewiduje też wdrożenie czterech sektorowych programów wsparcia: dla małych i średnich przedsiębiorstw, rozwoju turystyki, rozwoju nowych dziedzin gospodarki oraz poprawy stanu infrastruktury dla rozwoju przedsiębiorstw. Zgodnie z przyjętym dokumentem do końca marca do Sejmu miał trafić pakiet ustaw przeciwdziałających bezrobociu. Niestety, terminy okazały się nierealne.

Wydaje się, że w obliczu wzrastającego bezrobocia i czekającej nas kontynuacji restrukturyzacji górnictwa, hutnictwa czy PKP, działania powinny być jeszcze bardziej radykalne. Tymczasem nie jest nawet pewne czy planowane zmiany uzyskają dostateczne poparcie polityczne.

Place

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w marcu br. 2149,13 zł i było nominalnie o 7,9 proc. większe niż w analogicznym okresie ub.r. Biorąc pod uwagę inflację w tym okresie, przeciętne miesięczne wynagrodzenie realne wzrosło w marcu br. o 1,5 proc. w porównaniu do odpowiedniego miesiąca 2000 r. Przy utrzymaniu względnie stałej dynamiki płacy nominalnej spadek inflacji prowadzi do wzrostu dynamiki płacy realnej. Tempo jej wzrostu jest jednak niewielkie. Wysokie bezrobocie wpływa bowiem na ograniczenie presji płacowej. Dynamika płac jest więc w dalszym ciągu niższa od tempa wzrostu wydajności pracy.

Mariusz Jarmużek

Ceny

W I kwartale br. inflacja nadal obniżala się. Wynikało to z aprecjacji waluty krajowej oraz restrykcyjnej polityki pieniężnej, skutkującej niskim przyrostem podaży pieniądza, kredytów konsumpcyjnych oraz płac, a więc dalszym ograniczeniem popytu. Waluta krajowa w porównaniu z IV kwartałem ub.r. umocniła się (w stosunku do koszyka walut składającego się z dolara i euro) o 7 proc. Spowodowało to spadek cen transakcyjnych importu i w konsekwencji spadek dynamiki indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu. Według naszych szacunków popyt konsumpcyjny nadal pozostawał w I kwartale słaby i wzrósł realnie jedynie o 0,1 proc. O słabym popycie świadczą również wskaźniki sprzedaży detalicznej. Bardzo istotnym czynnikiem, który przyczynił się do przyspieszenia procesu dezinflacji było utrzymanie się korzystnego trendu czynników natury podażowej. Zanotowano spadek cen paliw, nieduży wzrost cen zbóż i przetworów zbożowych oraz mięsa.

Należy także zwrócić uwagę na efekt substytucyjny, który również wpłynął na proces dezinflacji. Szybki wzrost

cen żywności w ub.r. spowodował bowiem redukcję wydatków gospodarstw domowych na towary nieżywnościowe i usługi konsumpcyjne.

Ceny żywności nadal zmniejszały swą dynamikę w I kwartale br. i wzrosły o 6,6 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Wprowadzenie kontyngentu importowego przyczyniło się do zwolnienia wzrostu cen produktów zbożowych oraz pieczywa. Niewielki był też wzrost cen mięsa. Ceny wołowiny dramatycznie spadły na skutek choroby BSE, a umiarkowany popyt na rynku detalicznym i nieduży eksport do krajów WNP hamowały wzrost cen innych rodzajów mięsa (patrz Ceny produktów rolnych).

W I kwartale br. zanotowano wzrost cen regulowanych. Ceny gazu wzrosły w marcu o 8,1 proc. a ceny energii o 4,2 proc. Spadła też dynamika cen usług związanych z utrzymaniem mieszkania.

W I kwartale br. wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu znacznie spadł osiągając 4,3 proc. w porównaniu z analogicznym okresem z ub.r. Ceny w przetwórstwie przemysłowym wzrosły w okresie dwunastu miesięcy o 2 proc. i był to piąty z kolei miesiąc spadku cen. Jest to rezultat słabego popytu krajowego, silnej waluty krajowej oraz spadających cen paliw. Słaby popyt krajowy przejawiał się w spadku dynamiki spożycia indywidualnego oraz zmniejszającym się od czerwca ub.r. tempie napływu nowych zamówień w przemyśle.

Katarzyna Zawalińska

Ceny produktów rolnych

Po zeszłorocznej suszy, w tym roku dużym problemem dla polskiego rolnictwa jest wybuch choroby BSE oraz pryszczycy w Europie Zachodniej. Polska, jako jeden z pierwszych krajów, podjęła w związku z tym restrykcje na import zwierząt, mięsa i mączki mięsno-kostnej. Naraziła tym samym własny przemysł przetwórczy na straty, wynikające z ograniczonego dostępu do środków produkcji. Pomimo to Komitet Weterynaryjny UE zakwalifikował Polskę do grupy krajów podwyższonego ryzyka występowania BSE. Oznacza to dla nas, po pierwsze, ograniczenie eksportu mięsa w związku z odrzucaniem części mięsa wołowego o tzw. wysokim ryzyku przenoszenia prionów BSE oraz zmniejszeniem popytu na polskie mięso. Po drugie, oznacza to nieprzewidziane koszty budżetowe na przeprowa-

dzenie koniecznych badań każdej zabijanej sztuki bydła powyżej 30-tego miesiąca życia (prawdopodobnie od czerwca br.). Takie działania przyczynią się zarówno do podniesienia kosztów eksportu, jak i kosztów sprzedaży mięsa w kraju, gdyż te same przepisy będą obowiązywały na naszym rynku wewnętrznym.

Już w I kwartale dało się zauważyć, że powyższa sytuacja miała wpływ na relacje cenowe na rynku krajowym. Ograniczony popyt na mięso czerwone, a zwłaszcza wołowinę, spowodował pogłębienie spadku cen targowiskowych i cen skupu żywca wołowego. Z kolei na skutek efektu substytucji, jak można przypuszczać, od połowy marca ceny wieprzowiny, jak również prosiąt na targowiskach zaczęły rosnąć. Według Głównego Inspektoratu Weterynarii w styczniu i lutym spadał eksport mięsa wieprzowego i wyrobów mięsnych, lecz wzrósł eksport wołowiny co, jak się wydaje, jest krótkookresowym efektem wypychania na skutek małego popytu krajowego na ten rodzaj mięsa. W tym samym okresie w UE na skutek ubojów sanitarnych świń ceny wieprzowiny odnotowały znaczny wzrost, natomiast obawy konsumentów przed spożywaniem wołowiny spowodowały, że mimo również ograniczonej podaży, jej ceny spadły.

Trochę lepsza jest sytuacja na rynku zbóż. W marcu największy wzrost odnotowały ceny żyta w skupie, jednak na targowiskach pozostały one na prawie niezmiennym poziomie. W przypadku pszenicy było odwrotnie: w skupie po raz pierwszy od czterech miesięcy ceny spadły, a na targowiskach nieznacznie wzrosły. Według Izby Zbożowo-Paszowej tegoroczne zbiory zbóż mają być o ok. 2–3,5 mln ton wyższe niż w r.ub., tj. wyniosą ok. 24,6–26,0 mln ton. Jednak szacowane zużycie zbóż w br. wynosi 26,5–27,0 mln ton. Choć zapasy zbóż w Państwowych Zakładach Zbożowych na początku I kwartału 2001 r. były o ok. 70 proc. wyższe niż w analogicznym okresie r.ub., to jednak wciąż pozostają na niskim poziomie ok. 2 mln ton. Zatem przewiduje się w tym roku, w zależności od wielkości plonów, ok. 1–2 mln ton importu zbóż.

W tej sytuacji cieszy fakt, że na giełdach w USA i Argentynie ceny pszenicy wykazują tendencję spadkową. Również w Niemczech osiągnęły cenę najniższą od trzech miesięcy.

Na mocy Rozporządzenia Rady Ministrów z 20 grudnia 2000 r. w sprawie ustanowienia kontyngentów taryfowych na przywóz z zagranicy niektórych towarów rolnych (Dz.U. nr 120 z 29 grudnia 2000 r.), w I półroczu br. możliwy jest import 526,5 tys. ton zbóż i 75,6 tys. ton przetworów zbo-

żowych po preferencyjnych stawkach celnych. Pszenicy, która dominuje w strukturze importu, będzie można sprowadzić 210 tys. ton po zerowej stawce celnej w ramach liberalizacji handlu z Unią Europejską. W ramach WTO dalsze 194 tys. ton przy 25 proc. i 20 proc. (pszenica durum) stawce celnej oraz w ramach międzynarodowych umów z Republiką Czeską i Węgierską – 45 tys. ton z 15 proc. cłem.

Import pszenicy z UE może być jednak ograniczony ze względu na koszty. Po pierwsze, na mocy porozumienia nie będzie on subsydiowany przez UE (dla zapewnienia uczciwej konkurencji), a więc cena będzie wyższa niż światowa. Dodatkowym czynnikiem ograniczającym opłacalność importu z tego obszaru może być wzmocnienie euro do dolara. W obliczu znacznego importu zbóż warto by go zaplanować tak, by nastąpił przy korzystnym kursie złotych i w momencie korzystnych cen zbóż na rynkach światowych – czyli właśnie teraz.

Od 1 stycznia 2001 r. weszło w życie porozumienie między Polską a UE, które liberalizuje 75 proc. wzajemnego handlu artykułami rolnymi, a co do większości pozostałych artykułów zakłada coroczne zwiększanie bezcłowych kontyngentów o 10 proc., aż do całkowitego zniesienia ceł. Jest nadzieja, że wskutek liberalizacji nastąpi większa integracja giełdy towarowej w Warszawie z giełdami światowymi i ceny w Polsce zaczną bardziej reagować na ruchy cen światowych. Jak do tej pory – z powodu interwencji państwowych, niesprawności rynków oraz ryzyka kursowego – nie dało się zauważyć korelacji między np. cenami

pszenicy na Giełdzie Towarowej w Warszawie a cenami na światowych giełdach towarowych (CBOT i LIFFE).

Na razie decydujące znaczenie mają krajowe ceny skupu, a te – według marcowej prognozy Zespołu Niezależnych Ekspertów (powołanego przez Agencję Rynku Rolnego) – będą umiarkowanie rosnąć. W stosunku do lutego br. w końcu czerwca 2001 r. ceny skupu pszenicy będą wyższe o ok. 6,8 proc., żyta o 2,6 proc., żywca wieprzowego o 7,5 proc. Najbardziej niepewna jest sytuacja na rynku żywca wołowego – tu prognoza waha się od wzrostu o ok. 1,5 proc. do spadku o 6 proc. Przewiduje się też spadek ceny mleka surowego, masła i mleka w proszku.

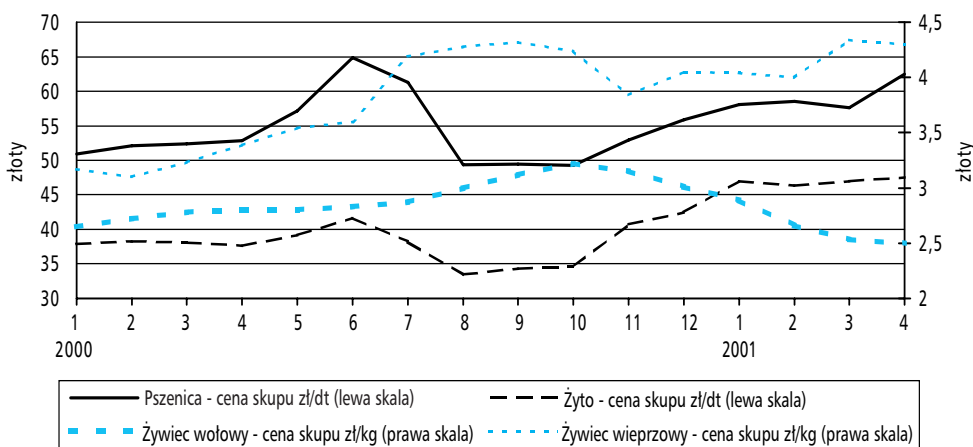
Przemysław Woźniak

Inflacja bazowa

Dynamika inflacji bazowej obliczona została wg metodologii NBP. Jest to więc taka sama informacja o bazowej zmianie cen, jaką posiłkuje się RPP w procesie monitorowania presji inflacyjnych w gospodarce. Badanie przebiegu szeregów inflacji bazowej może być więc pomocne w przewidywaniu stopnia restrykcyjności polityki monetarnej, ustalane go przez RPP na comiesięcznych spotkaniach.

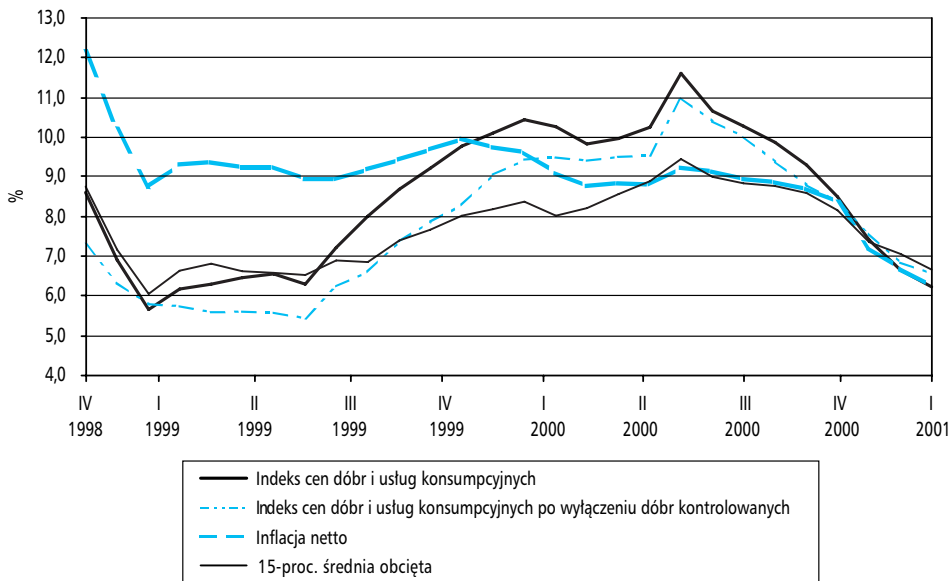
Analiza inflacji bazowej w tej części obejmuje 3 szeregi inflacji bazowej: (1) inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych, (2) inflacja „netto” po wyłączeniu cen

Wykres 2.4. Ceny skupu najważniejszych artykułów rolnych, 2000–2001



Źródło: GUS oraz Agencja Rynku Rolnego.

Wykres 2.5. Inflacja bazowa, 1998–2001



Źródło: GUS, NBP oraz CASE.

żywności i paliw oraz (3) 15 proc. średnia obciążona. Szeregi 1–2 uzyskuje się przez stałe wyłączenie pewnych kategorii dóbr i usług z koszyka konsumpcyjnego – jako średnie pozostałych składników koszyka. Szereg 3. to średnia obliczona bez 15 proc. najniższych i 15 proc. najwyższych stóp inflacji indywidualnych składników koszyka szacowanych każdorazowo dla danego miesiąca. Wszystkie 3 szeregi wykazują od sierpnia 2000 r. podobną dynamikę spadkową. Na przełomie 2000 r. i 2001 r. odległość między szeregami bazowymi a inflacją rejestrowaną zmniejszyła się praktycznie do zera; obecnie średnia obciążona i inflacja bez dóbr kontrolowanych nieznacznie przewyższa inflację rejestrowaną.

Indeks inflacji bazowej obliczony bez cen kontrolowanych osiągnął w marcu 2001 wartość 6,54 proc. i był nieznacznie wyższy od inflacji rejestrowanej (6,21 proc.). Wyłączenia z tego indeksu obejmują m.in. alkohol, wyroby tytoniowe oraz szereg usług komunalnych i innych usług, których ceny są w jakimś stopniu regulowane administracyjnie. Dynamika tak obliczonej inflacji bazowej w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie odbiegała zasadniczo od dynamiki indeksu cen dóbr i usług konsumpcyjnych (inflacji rejestrowanej). Świadczy to o spadku proinflacyjnego znaczenia podwyżek administracyjnych, które do 1999 r. w istotnym zakresie kształtowały krótkookresową dynamikę inflacji w Polsce. Co więcej, od początku

2001 r. ceny administracyjne rosły wolniej niż ceny wolnorynkowe. Biorąc pod uwagę niedowartościowanie dużej części tych cen, w porównaniu z cenami światowymi, dowodzi to wyhamowania procesów dostosowawczych w sektorze kontrolowanym przez rząd.

Inflacja netto (wprowadzona przez NBP w końcu ub.r. – nie obejmuje cen żywności i paliw stanowiących ponad 30 proc. całego koszyka konsumpcyjnego) wykazywała się względną stabilnością w latach 1999–2000, wahając się w wąskim przedziale 8,5–10 proc., a od grudnia 2000 r. spada w niemal identycznym tempie, jak inflacja rejestrowana. W marcu 2001 r. osiągnęła wartość 6,23 proc. wobec 6,21 proc. inflacji rejestrowanej. Zrównanie dynamiki inflacji netto i rejestrowanej oznacza, że przeciętnie zmiany cen żywności i paliw nie różniły się od zmian cen pozostałych dóbr i usług konsumpcyjnych.

Średnia obciążona powstaje przez usunięcie z indeksu skrajnie niskich oraz skrajnie wysokich zmian cen, w oparciu o założenie, że są one niereprezentatywne dla zmiany ogółu cen. Szacowana w NBP 15 proc. średnia obciążona eliminuje 15 proc. największych i 15 proc. najmniejszych zmian cen (procent odnosi się do udziału w koszyku konsumpcyjnym). Po okresie kilkunastu miesięcy, w którym 30 proc. średnia obciążona wykazywała niższą dynamikę od inflacji rejestrowanej, w styczniu 2001 r. tendencja ta ule-

gła odwróceniu. Odchylenie dynamiki średniej obciążonej od inflacji rejestrowanej nie jest duże (w marcu wyniosło niecałe 0,5 pkt. proc.), ale systematycznie się powiększa. Naszym zdaniem proces ten będzie się pogłębiał w II i III kwartale 2001 r., gdyż spadek dynamiki wskaźnika cen dóbr i usług konsumpcyjnych będzie „napędzany” w dużym stopniu przez znaczne spadki dynamiki cen kilku produktów, w większości tych, które w 2000 r. odnotowały duży wzrost. Jako skrajne i niereprezentatywne, zostaną one odrzucone w procesie liczenia średniej obciążonej, co w rezultacie podwyższy jej dynamikę. Szerzej proces ten będzie omawiany w rozdziale z prognozą przy okazji analizy asymetrycznej średniej obciążonej.

Rafał Antczak

Polityka pieniężna

- Polityka pieniężna nadal restrykcyjna
- Ciągłe te same kłopoty z policy-mix
- Komplikacje z kursem walutowym

Dwukrotna obniżka stóp procentowych NBP na początku i w końcu marca (razem o 200 pkt. bazowych) zasadniczo nie zmieniła restrykcyjności polityki pieniężnej w porównaniu z IV kwartałem 2000 r. Podobnie jak w poprzednim

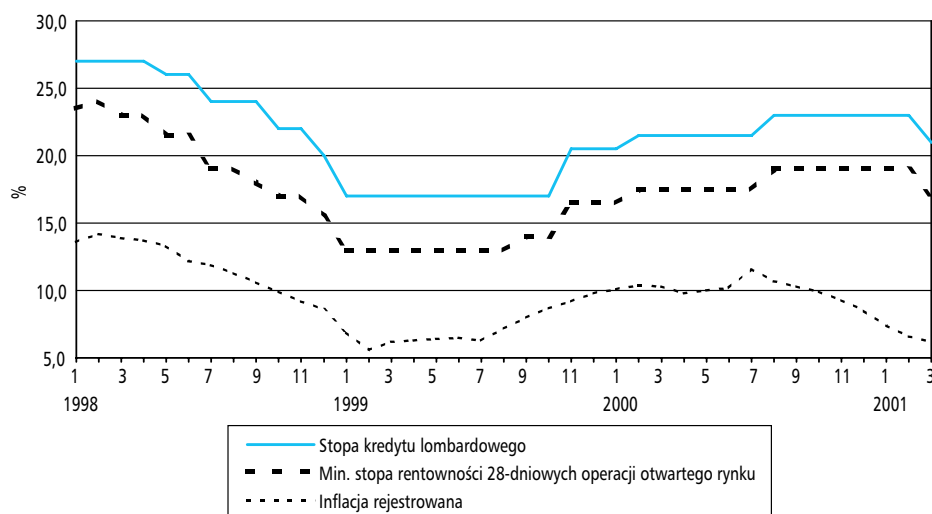
kwartale na wzrost restrykcyjności polityki wpływał spadek inflacji o 230 pkt. bazowych i nominalna aprecjacja kursu złotego wynosząca ponad 5 proc. w stosunku do dolara i prawie 3 proc. do euro. Z drugiej strony, mimo stabilizacji poziomu pieniądza rezerwowego podaż szerokiego pieniądza nadal rosła – prawie 15 proc. w stosunku rocznym (a pieniądza krajowego prawie 16 proc.).

Decyzja RPP o obniżkach stóp po spadku inflacji miała charakter akomodacyjny, a fakt, że były to dwie decyzje w jednym miesiącu wynikał z chęci „zmiękczenia” inwestorów zagranicznych lokujących krótkoterminowo w bankach w Polsce i w ten sposób zmniejszenie presji na aprecjację złotego.

Oprocentowanie w bankach podąża za decyzjami RPP. W okresie od grudnia 2000 r. do marca br. średnie ważone stopy procentowe od kredytów dla podmiotów gospodarczych zmniejszyły się o około 150 pkt. bazowych, a dla osób prywatnych o około 130 pkt. bazowych. Średnie oprocentowanie depozytów zmniejszyło się około 110 pkt. dla osób prywatnych i około 120 pkt. dla przedsiębiorstw. Spadek oprocentowania depozytów był więc mniejszy niż kredytów. Oprocentowanie na rynku pieniężnym spadło w I kwartale br. o około 100 pkt. bazowych (patrz rynki finansowe).

W I kwartale br. finanse publiczne nadal były głównym czynnikiem kształtującym sytuację monetarną. Po I kwartale

Wykres 2.6. Instrumenty polityki pieniężnej, 1998–2001



Źródło: NBP oraz GUS.

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

Okres	Pieniądz rezerwowo	Aktywa zagraniczne netto	Kredyt krajowy netto	Sektor budżetowy netto	Sektor finansowy netto	Saldo pozostałych pozycji	
1998	I	4,82	25,37	-7,00	-5,31	-1,69	-13,55
	II	17,54	36,32	-10,22	-8,74	-1,48	-8,56
	III	17,50	48,85	-4,39	-6,35	1,96	-26,94
	IV	26,78	63,44	-0,90	2,95	-3,85	-35,75
1999	I	0,44	-0,78	-0,57	-0,50	-0,07	1,79
	II	10,20	14,07	1,54	2,10	-0,57	-5,42
	III	-13,94	6,15	-3,65	-2,79	-0,87	-16,45
	IV	-1,57	18,50	-4,75	-3,71	-1,04	-15,34
2000	I	-14,44	15,29	-1,91	-1,57	-0,34	-27,81
	II	-1,83	-2,97	9,15	9,82	-0,67	-8,02
	III	-3,20	12,66	0,98	1,53	-0,55	-16,84
	IV	-7,64	22,90	-9,48	-9,08	-0,40	-21,05
2001	I	-1,03	-24,03	-7,01	-6,69	-0,32	30,10

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.

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

Okres	Pieniądz M2	Aktywa zagraniczne netto	Kredyt krajowy netto	Sektor budżetowy netto	Sektor prywatny netto	Saldo pozostałych pozycji	
1998	I	2,25	3,76	0,85	-2,85	3,70	-2,36
	II	8,97	4,79	5,25	-2,60	7,86	-1,08
	III	15,35	4,33	13,76	0,86	12,90	-2,74
	IV	25,12	9,72	20,60	3,42	17,18	-5,20
1999	I	4,30	-0,53	5,74	1,18	4,55	-0,91
	II	7,01	2,35	9,59	1,77	7,82	-4,93
	III	11,42	2,45	13,19	0,14	13,06	-4,23
	IV	19,36	6,43	18,45	1,51	16,94	-5,53
2000	I	-0,58	4,93	-0,54	-3,62	3,08	-4,97
	II	8,11	1,10	8,14	-2,30	10,44	-1,13
	III	6,48	4,05	8,12	-2,57	10,69	-5,68
	IV	11,76	10,59	6,27	-5,27	11,54	-5,10
2001	I	2,15	-3,17	-0,26	-1,83	1,57	5,58

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.

br. realizacja deficytu wyniosła 73,3 proc. Wysoki deficyt działał na rzecz wzrostu mnożnika pieniężnego. Chcąc temu zapobiec NBP był zmuszony hamować wzrost kredytu dla przedsiębiorstw i osób fizycznych poprzez kontynuację polityki bardzo wysokich stóp procentowych. Wysokie stopy procentowe przyciągały jednak zagranicznych inwestorów portfelowych i w efekcie napływ kapitału spowodował dalsze umocnienie się – i tak już bardzo silnego – złotego.

W I kwartale br. podaż pieniądza rezerwowego spadła o 1 proc. w stosunku do IV kwartału 2000 r. (poniżej 7 proc. marzec do marca) na skutek spadku zadłużenia budżetu, kredytu dla banków oraz aprecjacji kursu złotego, która w wyniku przeszacowań osłabiła wzrost aktywów rezerwowych. W ujęciu dolarowym wzrosły one w I kwartale o 530 mln USD osiągając poziom 28 mld USD.

System bankowy i szeroki pieniądź

Mimo wysokich stóp procentowych, w I kwartale kredyt dla przedsiębiorstw wzrósł o 2,8 proc. Rosnący popyt przed-

siębiorstw na kredyt, a także potrzeby pożyczkowe budżetu, podtrzymują wysokie oprocentowanie depozytów, powodując ich szybki wzrost. W efekcie, mimo spadku podaży pieniądza rezerwowego, podaż szerokiego pieniądza wzrosła w I kwartale o 2,1 proc., co przy uwzględnieniu sezonowości oznacza dość znaczny wzrost. W stosunku rocznym podaż szerokiego pieniądza nadal utrzymywała się na poziomie 14,6–14,8 proc. Na tak wysoką podaż składał się wzrost zobowiązań złotych osób fizycznych oraz walutowych przedsiębiorstw. W marcu, w stosunku do lutego br., zobowiązania walutowe wobec podmiotów gospodarczych wzrosły o prawie 23 proc. (o 2,3 mld zł). Z uwagi na niewielkie zmiany kursu złotego w tym okresie, przyrost ten w całości odzwierciedla wzrost depozytów walutowych, świadczący o rosnących oczekiwaniach polskich podmiotów gospodarczych na osłabienie się złotego.

Wysoki poziom stóp procentowych i wynikający z tego koszt alternatywny utrzymywania gotówki, zwłaszcza po podwyżce stóp w sierpniu 2000 r., spowodowały spadek udziału pieniądza gotówkowego w szerokim pieniądzu z 18,2 proc. do 14,1 proc. w lutym br., co jest zjawiskiem

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

Źródło	Data uchwały	Wydarzenia
Dz. Urz. NBP Nr 1/2000	23 luty	Stopa redyskontowa NBP 20 proc. Stopa kredytu lombardowego 21,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 21,5/22,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 17,5 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 2	25 luty	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,45 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 6 M.P. Nr 11, poz. 231 i 232	11 kwietnia	Zlikwidowanie kroczącej dewaluacji złotego oraz dopuszczalnego przedziału wahań kursów walut obcych i wartości dewizowych wyrażonych w złotych
Dz. Urz. NBP Nr 13	30 sierpień	Stopa redyskontowa NBP 21,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 23 proc. Stopa kredytu refinansowego 23/24 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 19 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 14	4 września	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,9 proc.
M.P. Nr 31	20 września	Publikacja założeń polityki pieniężnej na 2001 r., bezpośrednim celem jest inflacja rejestrowana 6-8 proc. na koniec roku
Dz. Urz. NBP Nr 3	28 luty	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,6 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 3	28 luty	Stopa redyskontowa NBP 20,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 22 proc. Stopa kredytu refinansowego 22/23 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 18 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 4	28 marca	Stopa redyskontowa NBP 19,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 21 proc. Stopa kredytu refinansowego 21/22 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 17 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 5	30 marca	Oprocentowanie środków pieniężnych na rachunkach bieżących w NBP 6,3 proc.

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

pozytywnym (spadek prędkości obiegu węższych agregatów pieniężnych). Ale wynikający stąd wzrost depozytów z jednej strony, a zakupy obligacji skarbowych przez banki (wyższa płynność aktywów zmniejszająca zapotrzebowanie na gotówkę) z drugiej, umożliwiły wzrost mnożnika monetarnego. W efekcie, mimo stabilizacji ilości pieniądza rezerwowego, szersze agregaty pieniężne nadal rosły. Prędkość obiegu szerokiego pieniądza nie uległa zmianie i wynosiła 2,8 na koniec marca br., a monetyzacja PKB ponad 41 proc.

Piotr Bujak, Mariusz Jarmużek

Rynki finansowe

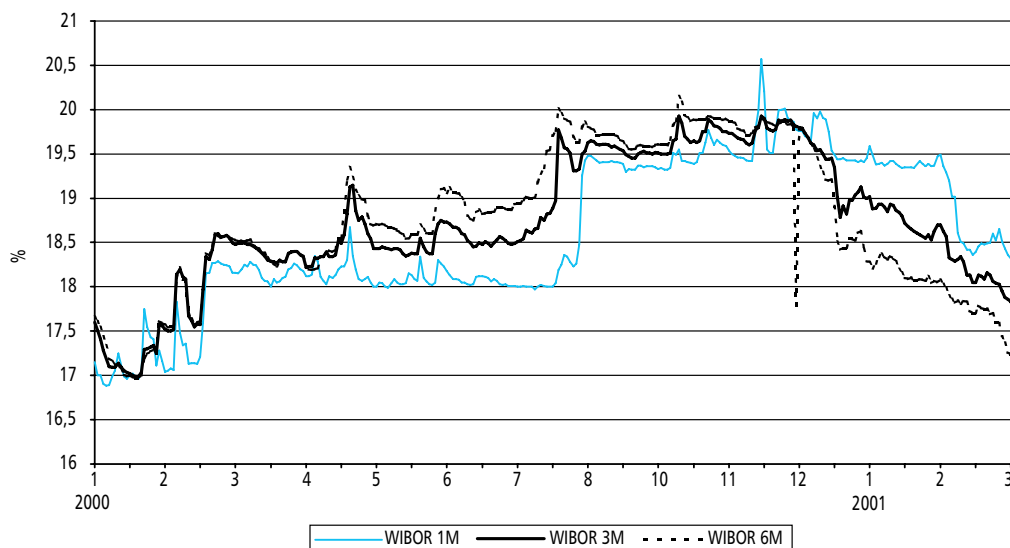
Rynek lokat międzybankowych

Sytuacja na międzybankowym rynku pieniężnym w I kwartale zdominowana była przez powszechne oczekiwania na obniżki podstawowych stóp procentowych NBP. Było to widoczne w zmianach wysokości 3- i 6-miesięcznych stóp procentowych, które obniżały się stopnio-

wo w relacji do kontrolowanych przez NBP stóp o terminie do jednego miesiąca. Stopy procentowe na rynku międzybankowym reagowały na dane o malejącej inflacji oraz zmniejszającej się aktywności gospodarczej w przemyśle. W styczniu banki komercyjne oczekiwały umiarkowanych obniżek stóp NBP, stąd skala spadków stóp procentowych zarówno na rynku kasowym, jak i na rynku FRA była podobna. Umocniło się jednocześnie przekonanie o kontynuacji obniżek w ciągu całego roku.

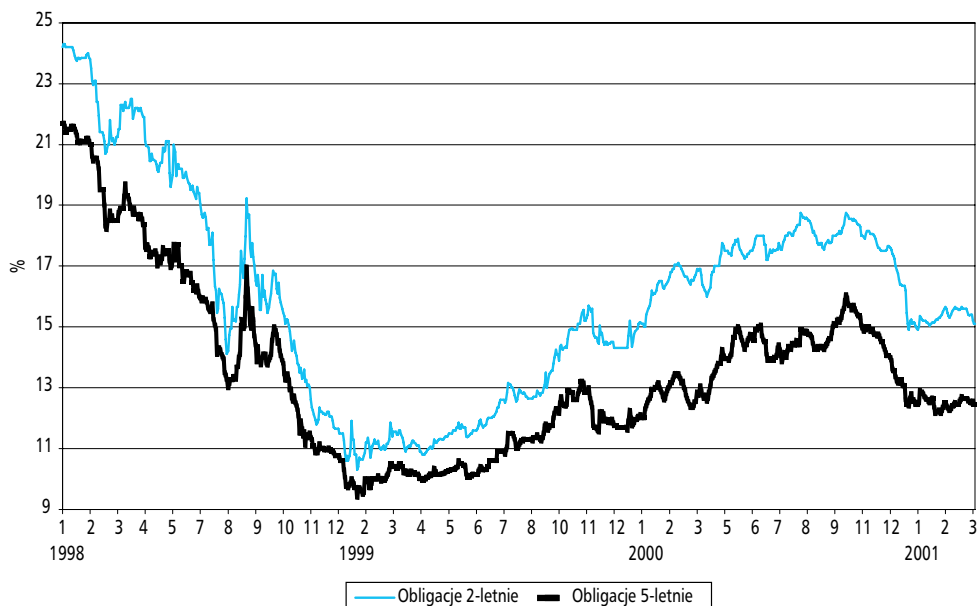
W lutym na rynku międzybankowym nadal utrzymywała się tendencja do spadku 3- i 6-miesięcznych stóp procentowych. Tylko w końcu drugiej dekady lutego sytuacja w Turcji spowodowała krótkotrwały odpływ kapitału i w konsekwencji przejściowy wzrost krótkoterminowych stóp procentowych oraz osłabienie kursu złotego. Poparcie Międzynarodowego Funduszu Walutowego dla działań władz tureckich zapobiegło jednak poważniejszym zaburzeniom finansowym w innych krajach z grupy tzw. *emerging markets*. W trzeciej dekadzie marca stopy rynkowe nadal spadały, szczególnie pożyczek o najkrótszym terminie, co doprowadziło do spłaszczenia krzywej dochodowości. Po decyzji RPP o redukcji stóp procentowych oprocentowanie stawek na rynku międzybankowym uległo dalszemu obniżeniu, najbardziej w przypadku stawki 1-miesięcznej.

Wykres 2.7. Stopy procentowe depozytów na rynku międzybankowym, 2000–2001 (dane dzienne)



Źródło: NBP.

Wykres 2.8. Dochodowość 2- i 5-letnich obligacji skarbowych, 1998–2001 (dane dzienne)



Źródło: NBP.

Rynek dłużnych papierów skarbowych

Na początku stycznia, po opublikowaniu korzystnych danych o saldzie rachunku bieżącego bilansu płatniczego za listopad ubiegłego roku, zwiększony popyt inwestorów zagranicznych na obligacje spowodował wzrost ich cen. Późniejszemu ich utrzymaniu na wysokim poziomie sprzyjały informacje o kontynuacji spadkowego trendu inflacji. Dopiero zaburzenia w Turcji doprowadziły do

spadku cen. Po skromnej lutowej obniżce oficjalnych stóp krótsze papiery zdrożały tylko nieznacznie, natomiast obligacje pięcioletnie staniały. Dane o spadku produkcji i cen w lutym rynek ocenił jako zwiększające prawdopodobieństwo kolejnej obniżki stóp procentowych, jednak nie znalazło to odzwierciedlenia w zwiększonych zakupach obligacji. Marcowa obniżka stóp przez RPP znowu nie zaskoczyła rynku, powodując tylko nieznaczny wzrost cen obligacji.

Prognozy sytuacji gospodarczej w latach 2001–2002

Andrzej Bratkowski

Rozbrajanie bomby kursowej

Polityka monetarna i fiskalna będzie determinować rozwój sytuacji w najbliższych kwartałach. Polityka monetarna pozostanie naszym zdaniem stosunkowo restrykcyjna. Stopień restrykcyjności zależeć jednak będzie od polityki fiskalnej. Decydujące znaczenie będzie miał sposób w jaki rząd zareaguje na niski poziom dochodów budżetowych. Jeśli nie zdecyduje się na ciecica wydatków i ograniczy się do nowelizacji budżetu polegającej na podniesieniu deficytu, obniżki stóp procentowych będą bardzo ostrożne i realne stopy procentowe nie zmienią się, albo ulegną minimalnemu obniżeniu. W przypadku, gdyby rząd zdecydował się na bardziej zdecydowane dostosowania i wyraźnie ograniczył wydatki, spadek stóp procentowych byłby silniejszy. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny jest wariant pośredni nowelizacji budżetu, bliższy jednak rozwiązaniu pierwszemu. Ciecica wydatków będą więc niewielkie i obniżki stóp procentowych także.

W takim wariacie *policy-mix*, zakupy obligacji skarbu państwa przez zagranicznych inwestorów będą nadal wysokie, podtrzymując presję aprecjacyjną złotego. Nie może jednak zbyt długo trwać obserwowana obecnie sytuacja, że złoty się umacnia, a bilans handlowy pozostaje stabilny. W najbliższych miesiącach silny złoty hamował będzie wzrost eksportu i pogłębiał deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. W tym samym kierunku działać będzie stopniowe ożywienie popytu wewnętrznego wywołane obniżkami stóp procentowych. Pogarszanie się salda handlu zagranicz-

nego doprowadzi w końcu do zmniejszenia napływu kapitału i osłabienia złotego. Istotne znaczenie będzie miał jednak sposób, w jaki będzie przebiegał ten proces. Stopniowa deprecjacja pozwoli ustabilizować saldo na rachunku bieżącym i ułatwi wzrost gospodarczy. Jeśli popyt wewnętrzny także będzie rósł stopniowo, inflacja może nadal spadać – choć wolniej, niż obecnie. Jeśli jednak złoty gwałtownie straci na wartości, wtedy nieunikniony będzie także wyraźny wzrost inflacji. Cały manewr „ładowania inflacyjnego” trzeba będzie powtarzać: stopy procentowe ponownie pójdą w górę, popyt wewnętrzny ponownie zostanie stłumiony. Im dłużej złoty się umacnia, tym większe zagrożenie nagłym odpływem kapitału i gwałtowną korektą kursu.

Dlatego tak istotny jest rozwój sytuacji fiskalnej. Jeśli nastąpiłoby dalsze rozluźnienie polityki budżetowej, rosnące potrzeby pożyczkowe budżetu i wysokie stopy procentowe początkowo spowodowałyby jeszcze większy napływ kapitału, silniejszą aprecjację złotego i głębszy spadek salda bilansu handlowego. Wtedy odbicie kursu w dół musiałyby być bardzo gwałtowne i wzrost inflacji byłby nieunikniony. Wyższa inflacja, zapowiadająca ponowny wzrost stóp procentowych, byłaby sygnałem do wycofania kapitału – nastąpiłoby jeszcze silniejsze osłabienie złotego, grożące nawet kryzysem walutowym.

W uznanym przez nas za najbardziej prawdopodobny scenariuszu dostosowań fiskalnych proces przewartościowywania złotego powinien się jednak zacząć stosunkowo szybko i mieć mniej dramatyczny przebieg. Przy łagodnym spadku salda rachunku bieżącego wysokie stopy procentowe będą hamowały odpływ kapitału.

Tabela 3.1. Główne wskaźniki makroekonomiczne Polski, 1996 – 2002

	Prognozy											
	2001											
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II		
PKB	6,0	6,8	4,8	4,1	4,1	4,1	4,3	4,3	2,0	2,4	2,8	4,1
Popyt krajowy	9,7	9,2	6,4	4,9	4,9	2,8	5,0	5,0	0,5	2,4	3,1	4,3
Deficyt budżetu	-2,4	-1,3	-2,4	-2,0	-2,2	-4,4	-4,1	-4,1	-9,0	-3,7	-2,9	-2,8
Stopa bezrobocia	13,2	10,3	10,4	13,0	15,0	16,6	17,7	17,7	15,9	15,6	15,9	16,6
Saldo r-ku bieżącego	-0,9	-3,0	-4,3	-7,5	-6,3	-5,7	-5,9	-5,9	-5,2	-5,3	-6,9	-5,2
Saldo płatności towarowych	-8,2	-11,3	-13,7	-14,4	-13,2	-13,7	-14,7	-14,7	-3,1	-3,6	-3,8	-3,6
M2	134,8	176,4	220,8	263,5	294,4	332,3	368,7	368,7	300,8	309,5	318,4	332,3
Inflacja	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1	5,6	5,2	5,2	6,7	6,1	5,0	4,7
Kurs dolara	2,7	3,3	3,5	4,0	4,3	4,22	4,41	4,41	4,09	4,11	4,29	4,38
Kurs euro				4,2	4,0	3,91	4,29	4,29	3,78	3,81	3,97	4,09
Stopa lombardowa	25,0	27,0	20,0	17,9	23,0	18,5	17,0	17,0	21,0	19,5	19,5	18,5

Źródło: GUS, NBP oraz CASE.

Dlatego nie spodziewamy się jednorazowego gwałtownego osłabienia złotego lecz kilku epizodów odpływu kapitału i stosunkowo szybkiego jego powrotu, po spadku kursu złotego. Zmienność kursu będzie więc, podobnie jak w zeszłym roku, wysoka, jednak trend osłabienia stosunkowo łagodny.

Łagodne tempo osłabienia złotego uniemożliwi szybki wzrost eksportu, a wysokie realnie stopy procentowe – popytu wewnętrznego. Tempo ożywienia gospodarczego będzie więc powolne.

W dłuższej perspektywie istotniejszy wpływ na sytuację gospodarczą Polski będzie miała – dość korzystna według naszych ocen – koniunktura w gospodarce światowej, oraz polityka nowego, wyłonionego po wyborach rządu. Uważamy, że generalne kierunki polityki gospodarczej nie zmienią się po wyborach parlamentarnych. Nadal występować będzie dysproporcja pomiędzy restrykcyjnym nastawieniem w polityce monetarnej z jednej strony, a pasywną polityką strukturalną i niechęcią do silniejszego zacieśniania polityki fiskalnej rządu z drugiej – deficyt budżetu pozostanie wysoki. W tej sytuacji obniżki stóp NBP w 2002 r. będą tylko nieznacznie szybsze – cały czas krajowe stopy procentowe będą znacznie wyższe niż w krajach wysoko rozwiniętych, przyciągając zagraniczny kapitał portfelowy i hamując deprecjację złotego.

Łukasz Rawdanowicz*

Uwarunkowania zewnętrzne

- Ryzyko globalnego spowolnienia nie zanikło
- Szansa na szybkie ożywienie w USA rośnie
- Wzrost UE – wolniejszy, ale zdecydowany
- Japonia na progu recesji
- Widoczne spowolnienie aktywności ekonomicznej w Rosji
- Sytuacja w Argentynie rzuca cień na rozwój gospodarczy w Ameryce Łacińskiej
- Fed zaskakuje drugą obniżką między regularnymi posiedzeniami
- Wzmocnienie dolara względem głównych walut w I kwartale
- Prognozy względnie stabilnych cen ropy w 2001 r.

* Tekst opracowany na podstawie *Global Economy 2/2001* (www.case.com.pl/pgttop/pgttopge.html). *Global Economy* jest kwartalną publikacją CASE w języku angielskim szerzej omawiającą stan i prognozy gospodarki światowej.

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	2,2	3,2
OECD	3,4	2,7	3,0	3,7	2,3	3,0
USA	4,4	4,4	4,2	5,0	2,1	3,0
Japonia	1,6	-2,5	0,2	1,7	1,0	2,0
Unia Europejska	2,6	2,7	2,4	3,4	2,4	2,9
Niemcy	1,4	2,1	1,6	3,1	2,2	2,8
Francja	2,0	3,2	2,9	3,2	2,8	3,1
Włochy	1,8	1,5	1,4	2,9	2,4	3,2
Wielka Brytania	3,5	2,6	2,1	3,0	2,5	2,9
Rosja	0,9	-4,9	3,2	7,7	4,0	3,3
Chiny	8,8	7,8	7,1	8,0	7,5	7,0

Źródło: MFW, CASE oraz consensus rynkowy.

Uwaga: p – prognoza, s – szacunek.

I kwartał 2000 r. nie zmniejszył groźby światowego spowolnienia gospodarczego, które pojawiło się w zeszłym roku. Biorąc pod uwagę sytuację Japonii będącej na granicy recesji i zrewidowanie w dół prognoz wzrostu PKB w UE na br., rozwój w USA pozostaje obecnie kluczowym elementem światowej sytuacji ekonomicznej. Wydaje się, że zaufanie producentów w USA nieznacznie się poprawiło, ale może jeszcze dojść do pogorszenia zaufania gospodarstw domowych. Spodziewane większe bezrobocie i ostatnie spadki cen na giełdach papierów wartościowych mogą zmniejszyć dochody gospodarstw domowych i w konsekwencji obniżyć popyt. Takiej właśnie sytuacji chciał przeciwdziałać Bank Rezerw Federalnych (Fed), gdy 18 kwietnia zdecydował się obniżyć stopy procentowe. Była to już czwarta obniżka w tym roku, a druga między planowymi posiedzeniami. Dowodzi to, że ryzyko recesji nadal grozi amerykańskiej gospodarce, ale tak agresywne poluznienie daje też nadzieję na gwałtowną poprawę w II połowie 2001 r. Dopiero wyniki za II kwartał 2001 r. pokażą, czy amerykańska gospodarka odbiła się od dna, czy przechodzi recesję. Co więcej, choć drastyczne cięcia zmniejszają prawdopodobieństwo recesji w krótkim okresie, to na dłuższą metę mogą takie ryzyko zwiększyć.

Perspektywy dla UE, a Niemiec w szczególności, są mniej różowe niż trzy miesiące temu. Wiele instytucji badawczych obniżyło przez ten czas prognozowany wzrost Niemiec z prawie 3 proc. do 2 proc. w br. Ostrożna polityka Europejskiego Banku Centralnego (EBC) nie dostarczyła

jak dotąd bodźców dla wzrostu gospodarki. A to, w połączeniu z barierami strukturalnymi czyni nieosiągalnym zdecydowane przyspieszenie aktywności ekonomicznej. W związku z tym nasze przewidywania o zmianie lidera w światowej gospodarce (przedstawione w poprzednim numerze) są mniej prawdopodobne. Jeśli USA da radę szybko odwrócić obecne spowolnienie, różnica w tempie wzrostu pomiędzy nimi a UE znów się zwiększy. Podniosą się więc ponownie głosy za zwiększeniem elastyczności rynków europejskich.

Największe gospodarki Europy Środkowo-Wschodniej nie ucierpiały jak dotąd na osłabieniu eksportu spowodowanym spowolnieniem w Niemczech. Mimo to, mniejsza aktywność w regionie z pewnością w nadchodzących miesiącach wpłynie na kraje Europy Środkowo-Wschodniej, więc i wzrost w tym roku będzie niższy.

Według Azjatyckiego Banku Rozwoju, gospodarki azjatyckie i Regionu Pacyfiku słabiej odczują efekty amerykańskiego spowolnienia, niż to wcześniej przewidywano. Wzrost w regionie ma osiągnąć 5,3 proc. w stosunku do 7,1 proc. w roku 2000. Gospodarki, takie jak: Hong Kongu, Korei, Singapuru, czy Tajwanu, odczują to najmocniej. Ich wzrost spadnie z 8 proc. w roku 2000 do 4,3 proc. w bieżącym. Przewiduje się, że wzrost gospodarczy w Chinach tylko nieznacznie spadnie – z zeszłorocznych 8 proc. do 7,3 proc. Nadal nierówna jest poprawa w krajach dotkniętych kryzysem finansowym lat 1997–98. Perspektywy dla

tej grupy są słabe – ich wzrost w tym roku spadnie poniżej 4 proc. z zeszłorocznego poziomu 6,8 proc. Ponadto Japonia wciąż jest uwikłana w problemy sektora bankowego, rynku pracy i polityki handlowej. Prognozy na ten rok nie są więc zbyt obiecujące – wzrost na poziomie mniej więcej 1 proc. i widmo recesji.

Rozwój sytuacji w Ameryce Łacińskiej jest uzależniony od wydarzeń w USA i Argentynie. Choć wpływ amerykańskiego spowolnienia jest już wyraźnie widoczny w Meksyku (znaczna redukcja stopy wzrostu PKB), to większość gospodarek regionu wydaje się utrzymywać stabilne tempo wzrostu – oczekuje się, iż wzrost gospodarczy w regionie zwolni tylko nieznacznie z zeszłorocznych 3,9 proc. Poluzowanie polityki monetarnej Fed zapewnia tym krajom pozytywny bodziec. Obecnie główne zagrożenie dla regionu stanowi sytuacja w Argentynie. Dewaluacja i kryzys zadłużenia, scenariusz którego nie można w pełni wykluczyć, miałyby znaczący, negatywny efekt dla perspektyw wzrostu gospodarczego całego regionu. Jednak jeśli taki scenariusz nie nastąpi, jego przyszłość wygląda pozytywnie.

W związku ze względnie stabilnymi światowymi cenami paliw oraz faktem, iż rozwinięte gospodarki wchodzą w fazę spowolnienia koniunkturalnego, inflacja jest utrzy-

mywana w ryżach. Tylko strefa euro wciąż doświadcza wysokiej inflacji, co jest opóźnionym efektem wysokich cen paliw i słabego euro. W dłuższym horyzoncie czasowym dalsze obniżenie inflacji w krajach rozwiniętych może być trudne w przypadku poluzowania polityki monetarnej i wzrostu cen energii. Przewiduje się, że ceny ropy naftowej pozostaną stabilne na średnim poziomie 25 dolarów za baryłkę. W lecie natomiast wzrosną ceny detaliczne paliw.

Spadki cen akcji w USA, UE i Japonii, które zaczęły się już we wrześniu 2000 r., doprowadziły do obniżenia gospodarczego optymizmu i spadku inwestycji. Spadki na giełdach w ostatnich tygodniach były spowodowane wieściami o niższych zyskach dużych przedsiębiorstw. Chociaż tendencja ta zaczęła się odwracać w początkach II kwartału 2001 r., zdążyła już osłabić zaufanie producentów i w konsekwencji ich plany inwestycyjne.

Zmiany kursów głównych walut w I kwartale 2001 r. były spowodowane niepewnością związaną ze światowym wzrostem, zmianami polityk monetarnych i stratami na rynkach papierów wartościowych. Ogólnie, I kwartał 2001 r. przyniósł umacnianie dolara względem euro i jena. Euro straciło względem dolara, pomimo zmieniających się na korzyść strefy euro różnic w stopach procentowych. Średni

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

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000	2001p	2002p
USA	2,3	1,5	2,2	3,4	2,9	1,8
Japonia	1,7	0,6	-0,3	-0,6	-0,5	-0,1
Unia Europejska	1,8	1,3	1,2	2,3	2,2	1,5
Strefa euro	1,6	1,1	1,1	2,3	2,2	1,4
Rosja	14,7	27,7	85,9	20,7	23,0	18,0
Chiny	2,8	-0,8	-1,4	0,3	0,8	0,9

Źródło: MFW, CASE oraz consensus rynkowy.

Uwaga: p – prognoza.

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
Japonia	2,3	1,5	1,8	1,7	1,3	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	4,7	5,0
LIBOR (USD/rok)	5,9	4,8	5,4	6,5	5,3	5,3

Źródło: MFW, CASE oraz consensus rynkowy.

Uwaga: p – prognoza.

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

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000	2001p	2002p
Euro			1,07	0,92	0,927	0,973
Jen	121,0	130,9	113,9	108	116	120

Źródło: MFW, CASE oraz consensus rynkowy.

Uwagi: 1. p – prognoza.

2. Kursy średnioroczne

kurs euro do dolara spadł z 0,938 w styczniu do 0,910 w marcu. Co za tym idzie nastąpiła efektywna nominalna i realna deprecjacja euro, chociaż porównując I kwartał br. do ostatniego kwartału r.ub., nastąpiło wzmocnienie. Spadek jena do dolara został spowodowany słabymi wynikami japońskiej gospodarki i perspektywą recesji w br. Jeśli nastawienia inwestorów nie ulegną zmianie pod wpływem wiadomości o lepszych osiągnięciach japońskiej gospodarki, to jen pozostanie słaby względem dolara przez co najmniej dwa kwartały.

Kursy walut wydają się być mniej zależne od wpływu różnic w stopach procentowych. Wpływy z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz przejęć zależne od perspektyw wzrostu, zaczynają odgrywać coraz ważniejszą rolę. W konsekwencji zachowanie się kursów walut jest trudniejsze do przewidzenia. W obecnej sytuacji międzynarodowej istnieje możliwość wzmocnienia się euro względem dolara w II i III kwartale 2001 r. Z pewnością do końca roku euro jednak nie osiągnie parytetu.

Ceny paliw w I kwartale 2001 r. były w miarę stabilne, pomimo dwukrotnego ograniczenia wydobycia przez OPEC – największego producenta i eksportera ropy naftowej – (60 proc. światowego eksportu). Rynki zareagowały spokojnie na wieść o tych ograniczeniach produkcji. Po obniżeniu wydobycia o 1,5 mln baryłek dziennie w styczniu, ceny w lutym wzrosły średnio o 1,85 dolara za baryłkę (w stosunku do średnio 25,88 dolarów w styczniu), ale w marcu spadły poniżej początkowego poziomu osiągając przeciętnie 25,5 dolarów za baryłkę. Po drugim ograniczeniu wydobycia (o 1 mln baryłek dziennie w marcu) ceny na początku kwietnia zaczęły nawet spadać, osiągając poziom poniżej 25 dolarów, ale w ostatnich dniach nieznacznie wzrosły.

Większość analityków rynków towarowych zgadza się, że ceny ropy IPE Brent powinny oscylować w 2001 r. między 22,75 a 27 dolarami za baryłkę. Ograniczenie produkcji przez OPEC na poziomie 2,5 mln baryłek dziennie i deklaracja utrzymania dyscypliny produkcji zapobiegły

sezonowemu odbudowaniu światowych zapasów – co może utrzymać wysokie ceny. Mimo to są powody by oczekiwać, że ceny ropy mogą w tym roku spaść poniżej wspomnianego poziomu. Po pierwsze, wzrost popytu może okazać się mniejszy niż oczekiwano w związku ze spowolnieniem gospodarczym w USA. Po drugie, istnieją wątpliwości, co do zdolności OPEC do utrzymania limitów produkcyjnych przy nadmiarze surowca. Po trzecie, w tym roku przewidywany jest wzrost dostaw ropy naftowej spoza OPEC o 1 mln baryłek dziennie (kwota ta uwzględnia eksport z Kazachstanu przez nowo otwarty rurociąg z Noworosyjska – pierwszy transport ma nastąpić już w czerwcu).

Według FAO (Światowa Organizacja Żywności) światowa produkcja zbóż w 2001 r. wyniesie 1,89 mld ton, co stanowi 2 proc. powyżej poziomu z 2000 r. Stanie się tak ponieważ produkcja zbóż pastewnych wzrosła o prawie 4 proc. Jednocześnie FAO prognozuje, że zużyte zostanie więcej zboża niż wyniesie produkcja (1,91 – mld ton). Doprowadzi to do dalszego spadku zapasów światowych, szacowanego na 4 proc., czyli do poziomu 646 mln ton w roku 2001.

USA

- **Najgorsze może jeszcze nadejść**
- **Sytuacja gospodarstw domowych kluczowa z punktu widzenia zagrożenia recesją**
- **Agresywne rozluźnienie polityki Fed zwiększa szansę na ożywienie w II połowie 2001 r.**

Wstępne szacunki PKB w I kwartale 2001 r. wskazały, iż tempo wzrostu podniosło się w porównaniu z IV kwartałem 2000 r. do 2 proc. (rok do roku). Wyniki te zaskoczyły rynki, szczególnie w świetle faktu, iż konsumpcja gospodarstw domowych była główną siłą napędową wzrostu. Pomimo to dynamika importu była ujemna i nastąpiła poprawa bilansu handlowego. Inwestycje pomimo wzrostu odnotowały bardzo niską dynamikę. W konsekwencji deficyt handlowy znacząco się poprawił w stosunku do ostat-

nich rekordowo wysokich wyników, osiągając w lutym 27 mld USD. Stopa bezrobocia wzrosła w marcu do 4,3 proc., tzn. tylko o 0,3 pkt. proc. od końca 2000 r. Mimo to, może dojść do dalszego pogorszenia na rynku pracy, obniżenia zaufania konsumentów i osłabienia ich wydatków. Produkcja przemysłowa wzrosła w marcu o 0,4 proc. (rok do roku) i był to pierwszy wzrost od września 2000 r.

W I kwartale 2001 r. zanotowano duże spadki cen papierów wartościowych. Stało się tak zwłaszcza po drugim obniżeniu stóp procentowych ogłoszonym między planowymi sesjami Fed. 20 marca dokonano trzeciego w tym roku cięcia stóp procentowych o 50 pkt. bazowych. Fed nadal jest zaniepokojony gospodarczym spowolnieniem i skłonny do agresywnego poluznienia, czego dowodem jest druga międzysesyjna redukcja o 50 pkt. bazowych z 18 kwietnia. Potwierdza to determinację władz Fed by niezwłocznie skierować gospodarkę na tor szybkiego wzrostu i przeciwdziałać przewidywanemu pogorszeniu w sektorze gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę stabilną ścieżkę inflacji i głęboką troskę Fed o stan gospodarki możliwe, że już w czerwcu spodziewać się można kolejnych cięć.

Na tym tle, niepokojący scenariusz głębokiej recesji w USA jest mniej prawdopodobny, choć ryzyko spadku nie znikło, szczególnie po stronie gospodarstw domowych. W II kwartale br. tempo wzrostu PKB powinno osiągnąć dno, a II połowa roku przyniesie przyspieszenie. Siła ożywienia zależeć będzie od stopnia i prędkości z jaką stopy procentowe wpłyną na gospodarkę i będą w stanie stymulować poprawę nastrojów konsumentów i producentów. Inflacja w USA jest, jak dotąd, pod kontrolą, ale groźba jej wzrostu nadal istnieje, gdyż agresywne rozluźnienie może wpłynąć negatywnie na dynamikę cen. Poza tym latem oczekiwane są podwyżki cen paliw i energii.

W tym momencie warto rozważyć możliwe długoterminowe konsekwencje strategii Fed. Istnieje ryzyko, że jeśli obecne spowolnienie zostanie szybko odwrócone poprzez agresywne rozluźnienie (co poprawi nastroje gospodarstw domowych i producentów), to zasadnicze źródła nierównowagi nie zostaną usunięte. W konsekwencji, niższe stopy procentowe i silniejszy popyt krajowy zwiększą inflację i deficyt handlowy. Fed zostałby wtedy zmuszony do odwrócenia swej polityki monetarnej i zacieśniania monetarnego. Biorąc pod uwagę krótki okres dostosowawczy w gospodarce podczas obecnego spowolnienia, może to wywołać recesję silniejszą od wytłaniającej się obecnie.

Unia Europejska

- Wzrost – wolniejszy, ale zdecydowany
- Presja inflacyjna będzie powoli zanikać

Wzrost PKB w UE i strefie euro w IV kwartale 2000 r. okazał się nieznacznie wyższy niż wcześniej oczekiwano – odpowiednio 2,9 proc. i 3 proc. Co za tym idzie, 2000 r. przyniósł imponujący (wg standardów z ostatnich 10 lat) wzrost – o 3,4 proc. dla obu regionów. Było to spowodowane głównie przez popyt wewnętrzny, choć pozytywna kontrybucja eksportu netto była także znacząca. W obliczu ogólnoswiatowego spowolnienia, w tym roku spodziewany jest spadek tempa wzrostu do około 2,5 proc., będzie to nadal stanowiło zadowalający wynik. Według EBC tempo to jest zgodne z potencjalnym tempem wzrostu. Popyt wewnętrzny nadal będzie odgrywał rolę głównej siły napędowej.

W I kwartale inflacja spadała, choć poprawa ta nie była zbyt znacząca. Pomimo niższych cen paliw, inflacja w strefie euro utrzymywała się w marcu na poziomie 2,6 proc. (dla Unii 2,3 proc.), co oznacza niezmienną wartość od grudnia 2000 r. Winą za to należy obciążyć wtórny efekt wcześniejszych wysokich cen paliw (pobudzanych przez ceny produkcji sprzedanej przemysłu) oraz zmiany kursu. Przede wszystkim jednak na inflację złożyła się duża niestabilność cen nieprzetworzonej żywności, związana z epidemią pryszczycy. Te efekty powinny stopniowo zanikać, ale nie należy oczekiwać szybkiego złagodzenia presji inflacyjnej przed II kwartałem 2001 r. W dłuższej perspektywie prognoza inflacji jest bardziej pozytywna, pod warunkiem, że nastąpią umiarkowane wzrosty płac. Należy też zauważyć bardzo wysoki wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych w niektórych gospodarkach strefy euro (Irlandia – 4,1 proc. w marcu, Holandia – 4,9 proc., i Portugalia – 5,1 proc.), co w konsekwencji podnosi średni poziom cen w całym regionie.

W obliczu wysokiej inflacji w strefie euro (w marcu 2,6 proc., tzn. ponad wynoszący 2,5 proc. poziom referencyjny) EBC niechętnie odnosi się do obniżki stóp procentowych. Co więcej, przeciętny trzymiesięczny wzrost M3 osiągnął w lutym 4,8 proc. (nadal ponad 4,5 proc. poziomu referencyjnego), ale spadał. Wydaje się, że kierownictwu banku bardziej zależy na stabilności cen niż wzroście. Pozostawienie niezmiennych stóp procentowych może ograniczyć aktywność gospodarczą przede wszystkim w największych gospodarkach strefy euro, chociaż wedle stan-

dardów historycznych realne krótko- i długoterminowe stopy nie są wysokie. Poza tym, władze EBC uważają, że strefa euro znajduje się obecnie powyżej poziomu potencjalnego tempa wzrostu. Dlatego obniżenie stóp będzie możliwe jedynie jeśli presje inflacyjne osłabną, co najprawdopodobniej nie stanie się wcześniej niż w połowie roku.

Nadspodziewanie dobre wyniki produkcji przemysłowej w strefie euro kontrastują z badaniami nastrojów. Na przykład wskaźnik Ifo dla Niemiec (dobrze antycypujący aktywność gospodarczą w całej strefie euro) spadł w kolejnych trzech miesiącach z 96,8 w grudniu 2000 r. do 93,9 w marcu br. Z drugiej strony, w rezultacie tworzenia nowych miejsc pracy i obniżki cen paliw nastroje konsumentów pozostają w I kwartale 2001 r. wysokie. Stopa bezrobocia w strefie euro w okresie od grudnia 2000 r. do lutego 2001 r. pozostała na poziomie 8,7 proc., chociaż liczba bezrobotnych w rzeczywistości spadła.

Niemcy

Ogólnosiwiatowe spowolnienie i brak obniżek stóp procentowych przez EBC zmusiło wiele instytucji badawczych do obniżenia prognozowanego wzrostu niemieckiego PKB na ten rok. Wskazuje się teraz mniej więcej na 2 proc., w porównaniu z 3 proc. trzy miesiące temu. Jest to znacząca zmiana, ale nie stanowi poważnego zagrożenia. Wskaźnik produkcji sprzedanej przemysłu w lutym był niespodzianką w porównaniu z oczekiwaniami opartymi na wskaźnikach wyprzedzających (*leading indicators*). Zarówno w styczniu jak i w lutym sprzedaż detaliczna zanotowała spadek, co dowodzi, że nie miał jeszcze miejsca efekt obniżenia podatków, który miał zwiększyć zaufanie konsumentów. Stopa bezrobocia, spadająca od połowy 1999 r., zatrzymała się, a w I kwartale 2000 r. liczba bezrobotnych w rzeczywistości wzrosła. Biorąc pod uwagę słabe euro i przewidywany silniejszy wzrost w USA w II połowie 2001 r., zewnętrzne uwarunkowania dla Niemiec powinny się poprawić w ciągu roku.

Rosja

Ostatnie dostępne dane o aktywności w pięciu sektorach produkcyjnych gospodarki (3,6 proc. wzrost rok do roku) wskazują, że I kwartał 2001 r. będzie okresem widocznego spowolnienia po zaskakujących osiągnięciach roku poprzedniego. Spodziewamy się, że wzrost PKB zostanie względnie niezmienny w najbliższych kwartałach i może osiągnąć w tym roku około 4 proc. Wstępne dane Banku Centralnego Rosji dla I kwartału 2001 r. wskazują, że zarówno duża nadwyżka handlowa, jak i na rachunku bie-

żącym, zostały zachowane (odpowiednio 14,5 i 11,5 mld USD). W rzeczywistości eksport towarów wzrósł o 3,6 proc. ponad poziom z I kwartału ub.r., głównie dzięki eksportowi gazu i paliw. Mniejsza niż oczekiwano redukcja cen paliw na świecie może pomóc w utrzymaniu w 2001 r. nadwyżki na rachunku bieżącym na bardzo wysokim poziomie, choć pewien spadek z zeszłorocznych zaskakujących 46,3 mld USD, czyli 19,2 proc. PKB wydaje się nieunikniony.

Szybki wzrost agregatów pieniężnych w 2000 r., wraz z pewnymi administracyjnymi wzrostami cen, pogorszył prognozę inflacji. Wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych wzrósł w I kwartale 2001 r. o 7,1 proc. (kwartał do kwartału). Oficjalny cel inflacyjny (12–14 proc.) wydaje się być poza zasięgiem i jest bardziej prawdopodobne, że rok 2001 zakończy się inflacją wyższą niż rok 2000.

Kwestia spłaty zadłużenia zagranicznego wierzycielom z Klubu Paryskiego została na ten rok rozwiązana i nie ma zagrożenia zalegania z bieżącymi spłatami. Rosja wciąż próbuje wynegocjować zmianę terminów (np. dużej spłaty w 2003 r.). Nie przewidujemy żadnych poważnych problemów z realizacją tegorocznego budżetu, nawet jeśli nie dojdzie do żadnej umowy w sprawie restrukturyzacji długu. Z tej perspektywy bardziej niepokojąca jest potencjalna sytuacja dla lat 2002–2003.

Turcja

Wraz z załamaniem sztywnego kursu i programu dezinflacyjnego, Turcja doświadczyła w I kwartale 2001 r. drugiej fali kryzysu finansowego. Podejrzenia o korupcję w rządzie błyskawicznie spowodowały duży odpływ kapitału, spadki na giełdzie i gwałtowny skok stóp procentowych. MFW ostrzegł, że żadne nowe pożyczki nie zostaną Turcji przyznane i doradził dewaluację. Rząd jednak zdecydował się kontynuować obronę sztywnego kursu. Jednak wzrost stóp procentowych do 6000 proc. i kolejny odpływ 3 mld USD kapitału zmusił rząd do uwolnienia 22 lutego kursu waluty. Lir stracił do dolara około 40 proc. swej wartości.

Kurs oficjalnie jest teraz płynny, ale nie jest możliwe, żeby bank centralny pozwolił mu dowolnie się zmieniać – administrowany kurs płynny (*managed float*) bez ustalonego celu jest najbardziej prawdopodobnym rozwiązaniem. Kurs waluty (wraz z historyczną inflacją) pozostanie najbardziej widocznym czynnikiem wpływającym na oczekiwania inflacyjne. Jeśli Turcja chce powstrzymać kolejne kryzysy finansowe, musi przejść głęboką restrukturyzację systemu bankowego.

Oczywistymi konsekwencjami kryzysu są wyższa inflacja i wyższe koszty spłat zadłużenia. Skarb państwa musi spłacać zadłużenie zagraniczne wg trzycyfrowych stóp procentowych. Jest to szczególnie kłopotliwe, ponieważ przy spłacie rat zadłużenia zagranicznego (wynoszących w kwietniu 1,3 mld USD, a w maju 8,5 mld USD) Turcja jednocześnie będzie musiała sobie poradzić ze zrolowaniem około 27 mld USD zobowiązań krótkookresowych i ratami spłat średnio- i długookresowego zadłużenia w kwocie 15 mld USD. Wyższe koszty spłat zadłużenia wewnętrznego i zewnętrznego, jak również niższe dochody z podatku (w związku z przewidywaną recesją) dodatkowo wpłyną na problemy budżetowe. Co więcej, spadek PKB jest w tym roku pewny. Słaby popyt utrzyma się z powodu ogólnej niepewności gospodarczej i trudnych warunków finansowych.

Anna Myślińska, Łukasz Rawdanowicz

Wzrost gospodarczy

• Wyższe tempo wzrostu PKB dopiero w II półroczu

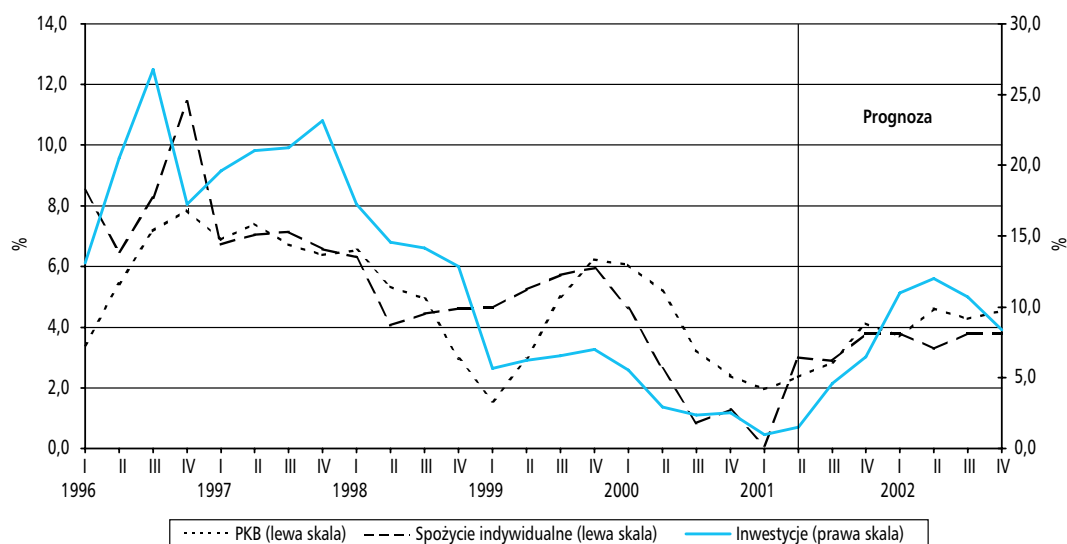
Tylko nieznacznie obniżyliśmy naszą ostatnią prognozę wzrostu PKB na 2001 r. – z 3 proc. do 2,9 proc. W dalszym

ciągu nie widać szans na szybkie odbudowanie popytu krajowego. Przy niskich realnych wzrostach dochodów gospodarstw domowych oraz rosnących oszczędnościach nie można liczyć na zwiększoną konsumpcję prywatną. Ponadto wysoka stopa bezrobocia wpływa negatywnie na zaufanie konsumentów i ich skłonność do wydawania pieniędzy. Nadal wysokie realne stopy procentowe oraz pesymizm producentów, co do możliwości wzrostu sprzedaży, skutecznie hamują inwestycje. Znaczne przyspieszenie nakładów inwestycyjnych będzie możliwe dopiero w II połowie roku.

Niższy wzrost gospodarczy w tym roku wynika także z nieco gorszej sytuacji zewnętrznej. W UE oczekujemy stabilnego, lecz nieco niższego niż prognozowaliśmy w poprzednim kwartale wzrostu PKB. Przy niezbyt wysokim popycie krajowym i w związku z tym w miarę stabilnym imporcie, w br. kontrybucja salda handlu zagranicznego będzie neutralna dla wzrostu gospodarczego.

W 2002 r. tempo wzrostu PKB będzie rosło, ale tylko nieznacznie szybciej niż w latach 1999–2000. Brak możliwości osiągnięcia ponownie wysokich stóp wzrostu – powyżej 6 proc. – wiążemy z wolnym tempem usuwania barier strukturalnych w polskiej gospodarce. Ponadto nie będzie już tak wysokich inwestycji związanych z napływem FDI.

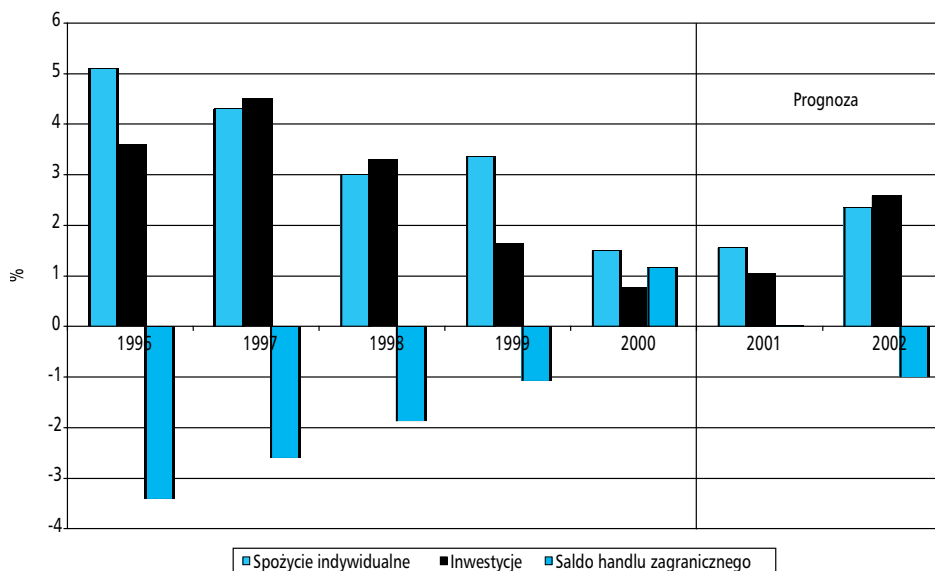
Wykres 3.1. Tempo wzrostu PKB, spożycia indywidualnego i inwestycji, 1996–2002 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

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

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



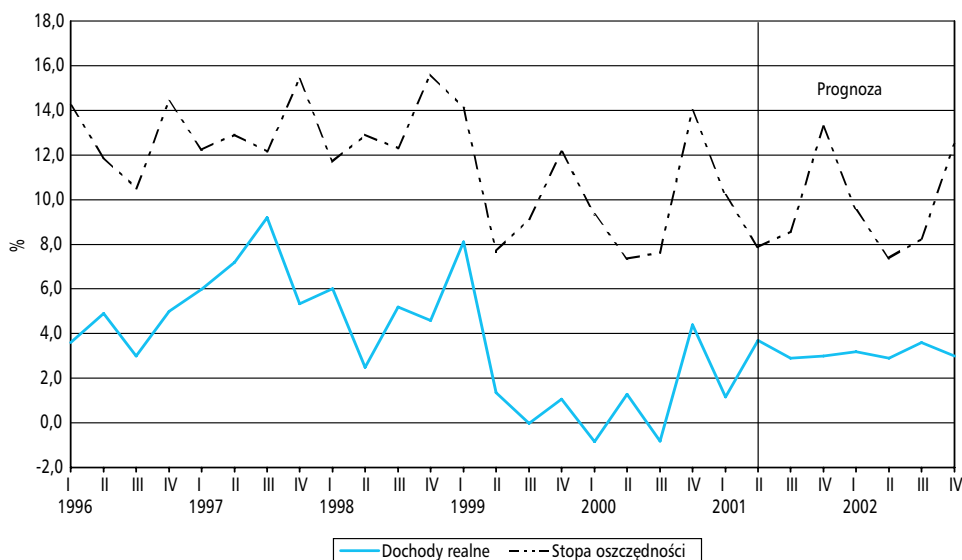
Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: od 2001 r. – prognoza CASE.

W 2002 r. będzie rosła kontrybucja konsumpcji gospodarstw domowych oraz inwestycji do wzrostu PKB. W rezultacie możliwe będzie osiągnięcie wzrostu o 4,3 proc.

Wyższa dynamika importu, przy stabilnym wzroście eksportu, spowoduje ujemną kontrybucję handlu zagranicznego do PKB.

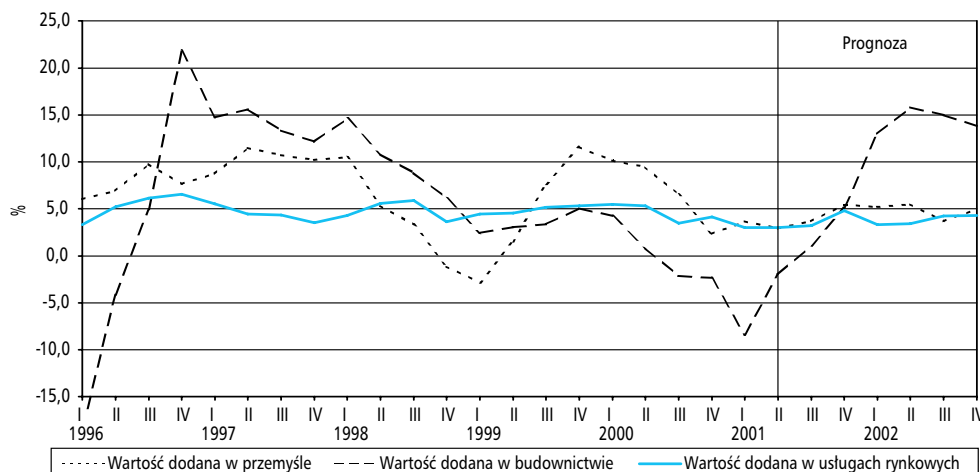
Wykres 3.3. Zmiana dochodów realnych do dyspozycji gospodarstw domowych oraz stopa oszczędności, 1996–2002 (w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

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

Sfera realna

Słaby popyt krajowy oraz niższy eksport (w porównaniu do I kwartału) spowodują, że dynamika produkcji sprzedanej przemysłu w II kwartale obniży się. W II połowie roku nastąpi przyspieszenie – wraz z wyższą konsumpcją gospodarstw domowych i sezonowym wzrostem eksportu. W 2002 r. produkcja przemysłowa będzie stabilnie rosła, ale nie osiągnie tak wysokich dynamik jak obserwowane w 1997 r.

Po trzech kwartałach zapaści, w II kwartale nadal jeszcze obserwować będziemy zmniejszenie produkcji budowlano-montażowej. Odwrócenie trendu nastąpi w III kwartale, choć wzrost będzie bardzo powolny. Dopiero w 2002 r. dynamika w tym sektorze znacznie wzrośnie. Należy jednak pamiętać, iż w dużej mierze będzie to efekt statystyczny niskiej bazy.

Relacje zewnętrzne

Rafał Antczak

Kurs walutowy

- Duża niepewność prognoz

Prognoza kursu walutowego – ze względu na sytuację fiskalną – obciążona jest dużą niepewnością.

Według naszych ocen wielkość deficytu budżetowego w 2001 r. ulegnie wzrostowi z planowanych 2,6 proc. PKB do 4,4 proc. PKB. Poziom deficytu zapisany jest w ustawie i jego zmiana musi prowadzić do nowelizacji budżetu. W krótkim okresie rynki mogą na to reagować bardzo nerwowo, a złoty może podlegać silnym wahaniom. Jednak wyższy poziom deficytu oznacza konieczność jego sfinansowania poprzez emisję papierów skarbowych na sumę netto około 12 mld zł (ok. 3 mld USD). Udział inwestorów zagranicznych w obejmowaniu nowych emisji oznaczać będzie aprecjację kursu złotego, a ich wycofywanie się z rynku deprecjacją złotego. Próba ograniczenia tej niepewności przez zwiększenie finansowania emisją euroobligacji jest natomiast, sprzeczna z koncepcją zarządzania długiem przez Ministerstwo Finansów, które deklaruje dążenie do zminimalizowania ryzyka kursowego (i zmniejszania udziału zagranicznego kredytowania).

Znalezienie brakujących dochodów budżetowych na około 12 mld zł jest hipotetycznie możliwe poprzez wstrzymanie transferów do OFE na sumę 3,5 mld zł, wykup pozostałych obligacji Brady'ego (około 4,1 mld USD), co uwolni collateralne zabezpieczające odsetki na sumę 4 mld zł, co wraz ze sprzedażą środków zgromadzonych na rachunku walutowym (1–0,5 mld USD) może pozwolić budżetowi przetrwać 2001 r. bez nowelizacji. Warunkiem koniecznym jest zrealizowanie dochodów z prywatyzacji (18 mld zł). Skumulowanie zaplanowanych (18 mld zł) dochodów z prywatyzacji w III–IV kwartale,

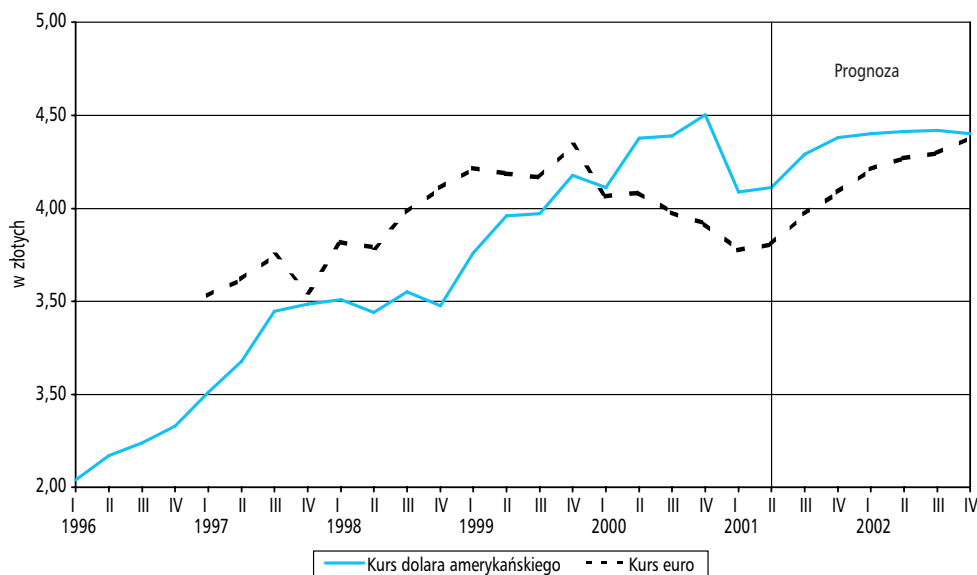
podobnie jak to miało miejsce w zeszłym roku będzie raczej neutralne z uwagi na możliwość sterylizacji około 80 proc. wpływów z prywatyzacji płatnościami z tytułu zadłużenia zagranicznego w tym samym okresie (w 2000 r. wysterylizowano ponad 30 proc.). Opóźnienia lub brak dochodów z prywatyzacji będą w sposób oczywisty wpływały na wzrost rynkowych stóp procentowych wobec konieczności nowych emisji papierów skarbowych. Napływ środków walutowych postawi NBP wobec wyboru pomiędzy dalszą aprecjacją złotego lub wzrostem podaży pieniądza i wysokimi kosztami jego sterylizacji.

Brak koordynacji posunięć NBP i Ministerstwa Finansów może więc doprowadzić do sytuacji, w której wysoki deficyt budżetowy będzie finansowany napływem krótkoterminowego kapitału portfelowego, co pogłębiać będzie wciąż niebezpieczny deficyt na rachunku obrotów bieżących, a aprecjacja złotego będzie dodatkowo podwyższać atrakcyjność wysokich stóp procentowych. Stan quasi-równowagi utrzymywać się będzie do czasu, gdy inwestorzy nie zaczną wkalkulowywać w oczekiwaną stopę procentową ryzyka skokowej deprecjacji złotego, a w efekcie stopy procentowe wzrosną, a nie spadną. Utrzymywanie się kursu złotego na poziomie około 4 zł/USD przez resztę 2001 r. może ozna-

czać wzrost ryzyka skokowej korekty i obniża również dochody w złotych z collateral.

Niejasna pozostaje możliwość wpływu wypłat rekompensat za pracę przymusową w czasie wojny. Rozłożenie płatności w czasie neutralizuje skutki napływu około 7 mld DEM na rynek walutowy, a zastępcze i częściowe propozycje wypłat w walucie krajowej realizowane przez polskie organizacje (w tym budżet) pełnią rolę sterylizacyjną (wymiana rekompensat nastąpi w NBP). Wypłaty będą miały natomiast skutki dla polityki pieniężnej z uwagi na wzrost popytu konsumpcyjnego i podaży pieniądza M2. Skumulowanie wypłat rekompensat w II połowie br. (polityczna presja wyborów parlamentarnych) dodatkowo komplikuje i tak złożoną sytuację walutową. W naszej prognozie zakładamy jednak, że silny złoty doprowadzi do zwolnienia wzrostu eksportu i przyspieszenia importu. Dodatkowym czynnikiem pogarszającym saldo na rachunku bieżącym będzie stopniowe ożywienie popytu krajowego. Te czynniki, a także wysoki deficyt budżetowy, zmniejszą napływ inwestycji zagranicznych i doprowadzą do osłabienia złotego. Wysokie stopy procentowe oraz wypłaty rekompensat z Niemiec będą jednak czynnikiem łagodzącym odpływ kapitału. Za najbardziej prawdopodobną (i pożądaną) uważamy więc stopniową deprecjację, co z kolei złagodzi problemy salda

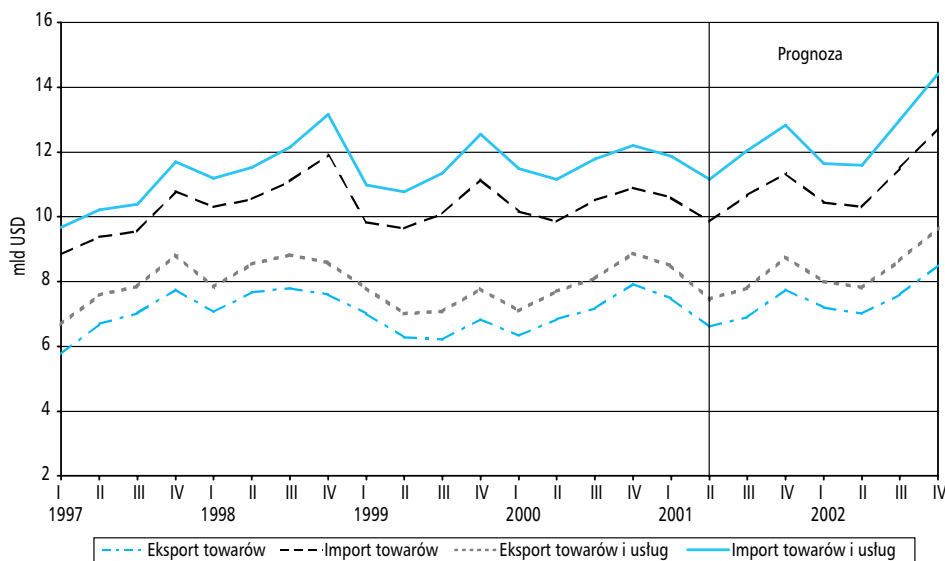
Wykres 3.5. Kursy podstawowych walut, 1996–2002 (w złotych)



Źródło: NBP oraz CASE.

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

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



Źródło: NBP oraz CASE.

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

na rachunku bieżącym i zapobiegnie dalszemu odpływowi inwestycji zagranicznych.

Łukasz Rawdanowicz

Handel zagraniczny

- Gorsze perspektywy dla polskiego eksportu
- Prognoza pogorszenia deficytu handlowego

W związku z przewidywanym niższym wzrostem gospodarczym w UE (głównie w Niemczech) obniżyliśmy prognozę wzrostu eksportu w tym roku. Także mniej optymistyczne sygnały dotyczące aktywności ekonomicznej w Rosji wpłynęły na tę decyzję. W całym 2001 r. eksport w ujęciu bilansu płatniczego wyniesie 28,7 mld USD. Po słabszych wynikach eksportu w II kwartale br., w II półroczu oczekujemy ponownego przyspieszenia dynamiki eksportu. Sprzyjać temu będzie zakładana przez nas deprecjacja złotego oraz poprawa ogólnej koniunktury gospodarczej w świecie.

W 2002 r. oczekujemy stabilnego wzrostu PKB w krajach UE, a także u naszych południowych sąsiadów, na nieco wyższym poziomie niż w roku bieżącym. Przyczyni się to do szybszego wzrostu eksportu – w ujęciu dolarowym ok. 7 proc. Optymistyczna prognoza jest również uwarun-

kowana przyspieszeniem przemian strukturalnych i restrukturyzacji w polskim przemyśle. W ostatnich dwóch latach mimo spadku popytu krajowego i zagranicznego, jak również realnej aprecjacji złotego, nie we wszystkich dziedzinach procesy te przebiegały w zadawalającym tempie.

Import w ujęciu bilansu płatniczego w II kwartale będzie utrzymywał się na relatywnie niskim poziomie. Wynikać to będzie z powolnego odbudowywania się popytu krajowego, w tym głównie konsumpcji gospodarstw domowych. Natomiast import w III i IV kwartale przyspieszy wraz z szybszym tempem wzrostu gospodarczego. Czynnikiem hamującym silny wzrost importu będzie deprecjacja złotego.

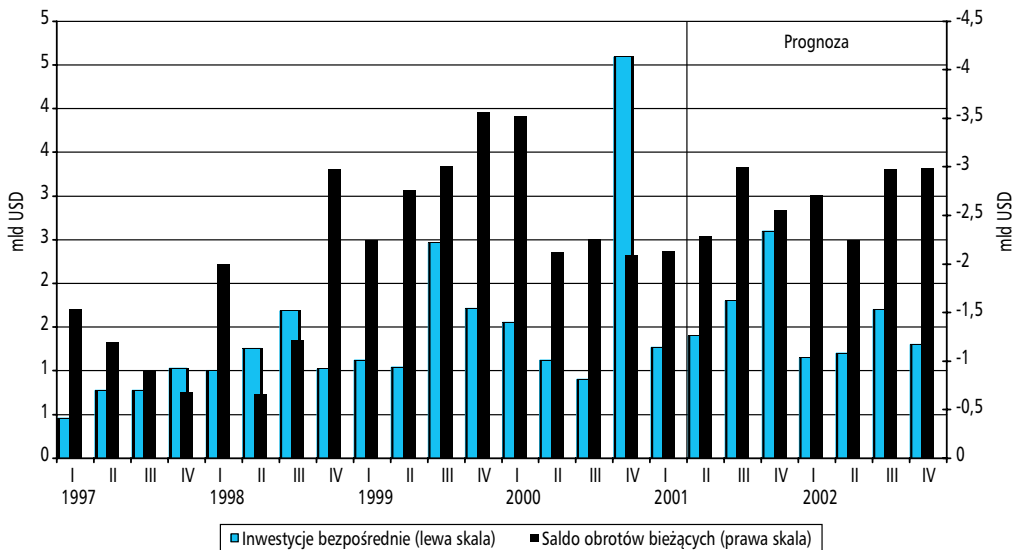
Łukasz Rawdanowicz

Bilans płatniczy

- Prognoza wyższego deficytu rachunku obrotów bieżących
- Niepewność co do przepływów kapitałowych w II połowie br.

Wrzaz ze stabilnym eksportem i przyspieszeniem importu pogorszy się deficyt obrotów handlowych zarówno w 2001 r., jak i w 2002 r. Ponadto przewidujemy powiększanie się defi-

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



Źródło: NBP oraz CASE.

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

cytu dochodów na skutek większych płatności odsetkowych od zadłużenia zagranicznego oraz wycofywanych zysków od kapitału zagranicznego. Z drugiej strony pozytywnie wpływać będzie większa nadwyżka niesklasyfikowanych obrotów bieżących oraz transferów. W rezultacie deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego spadnie w 2001 r. i 2002 r. odpowiednio do -5,7 i -5,9 proc. PKB (wobec -6,3 proc. w 2000 r).

Przedłużające się negocjacje w sprawie sprzedaży pozostałych 10–16 proc. akcji TP SA zwiększają niepewność, co do terminu napływu FDI z tego tytułu. Oczekujemy, iż nastąpi to w IV kwartale br. W całym 2001 r. prognozujemy napływ 7 mld USD. Niższe wpływy prywatyzacyjne w 2002 r. spowodują spadek napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do 5,4 mld USD.

W związku z gorszą koniunkturą gospodarczą w Polsce, problemami z deficytem budżetowym oraz wyborami do parlamentu należy oczekiwać dużych wahań w przepływach kapitału portfelowego. Poza tym na kształtowanie się tych przepływów będzie miał wpływ kalendarz kolejnych obniżek stóp procentowych przez RPP i ich skala. Uważamy, iż pomimo przewidywanych obniżek realne stopy procentowe pozostaną atrakcyjne dla zagranicznych inwestorów i napływ netto kapitału portfelowego w całym roku zamknie się saldem dodat-

nim. W 2002 r. przy braku dużych zaburzeń finansowych oczekujemy dalszych napływów kapitału portfelowego.

Wraz z deprecjacją złotego należy oczekiwać powrotu do Polski 3,6 mld USD kapitału banków krajowych, który w końcu 2000 r. i I kwartale br. został przez nie ulokowany na rachunkach zagranicznych.

Małgorzata Markiewicz, Artur Radziwiłł

Finanse publiczne

- Konieczność nowelizacji lub sekwestracja wydatków
- Przyrost ukrytych zobowiązań sektora budżetowego

Już obecnie jest oczywiste, że budżet nie będzie wykończony. W warunkach obowiązującej reguły fiskalnej, zakazującej zwiększania deficytu ponad poziom założony w ustawie budżetowej, możliwe są dwa rozwiązania: nowelizacja lub sekwestracja wydatków. Nie istnieją ramy prawne wyznaczające konieczność nowelizacji w przypadku znacznego niewykonania dochodów. Dlatego też decyzja o ewentualnej nowelizacji będzie miała charakter polityczny i może zostać przesunięta na ostatni kwartał roku.

Według naszej prognozy dochody budżetowe w 2001 r. będą niższe od zakładanych o ponad 12 mld zł, głównie za sprawą niskich wpływów z podatków pośrednich. W II kwartale powinna wpłynąć wpłata z zysku NBP, co zahamuje przyrost deficytu. Wykonanie założonych w budżecie wydatków prowadziłyby do wzrostu deficytu budżetu centralnego do poziomu 33 mld zł (ponad 4 proc. PKB). Nowelizacja sankcjonująca taki stan rzeczywisty oznaczałaby publiczne przyznanie się do znacznego poluzowania polityki fiskalnej. Trudno jednak oczekiwać sekwestracji całej kwoty (w 2000 r. wydatki były niższe od planowanych o 5 mld zł). Prawdopodobnie zwycięży rozwiązanie pośrednie.

Niezależnie od poziomu deficytu mogą się pojawić problemy z jego sfinansowaniem. Niewykorzystanie przez France Telecom opcji kupna 10 proc. akcji TP SA zmniejsza wpływ z prywatyzacji o około 2 mld zł. Jest natomiast szansa, że zażegnanie konfliktu wokół PZU umożliwi jego prywatyzację i uzyskanie planowanej kwoty wpływów z tego tytułu (ok. 5 mld zł).

Może wystąpić wzrost deficytu szerokiego sektora rządowego głównie za sprawą: (1) ubytku wpływów FUS o 2 mld zł z tytułu braku wpływów ze sprzedaży wierzycielności ZUS, (2) wzrostu wydatków z Funduszu Pracy na świadczenia dla bezrobotnych, (3) wzrostu deficytu kas chorych na pokrycie wydatków na podwyżki wynagrodzeń dla pracowników publicznej służby zdrowia, (4) wzrostu zobowiązań publicznych zakładów opieki zdrowotnej, które wg wstępnych szacunków wynosiły w końcu 2000 r. ok. 3 mld zł. W obliczu trudnej sytuacji budżetu można spodziewać się, że rozwiązanie tych problemów zostanie przez rząd przełożone na następne lata – instytucje te będą więc zmuszone do zaciągnięcia kredytów w systemie bankowym. Zwiększy to zakres ukrytych zobowiązań ograniczając przejrzystość rachunków fiskalnych.

Piotr Bujak

Rynek pracy

Przewidujemy, że w II kwartale stopa bezrobocia na skutek czynników sezonowych spadnie osiągając 15,6 proc. Spadek ten jednak będzie relatywnie mniejszy niż w latach poprzednich bowiem na 2001 r. przeznaczono mniej środków z budżetu na aktywne formy zwalczania bezrobo-

cia. W związku z tym zmniejszy się w porównaniu z latami ubiegłymi zatrudnienie w ramach prac interwencyjnych i robót publicznych.

Perspektywa średniookresowa rozwoju sytuacji na rynku pracy determinowana będzie przez kontynuację procesów restrukturyzacyjnych i prywatyzacyjnych, niską prognozowaną dynamiką inwestycji oraz czynnikami demograficznymi i koniunkturalnymi. Czynniki demograficzne będą negatywnie oddziaływać na rynek pracy poprzez zwolnienia nauczycieli szkół podstawowych w następstwie spadku liczby uczniów tych szkół. Wzrastać z kolei będzie podaż siły roboczej w wieku 18–24 lat, co częściowo ograniczać będzie rosnący współczynnik skolaryzacji na poziomie szkół wyższych. Spowoduje to rozłożenie i przesunięcie napływu wyżu demograficznego na rynek pracy na kolejne lata. Prognozujemy, że na koniec 2001 r. stopa bezrobocia wyniesie 16,6 proc. Należy również zwrócić uwagę na fakt, iż zwolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego do 3–4 proc. nie będzie zapewniało przyrostu miejsc pracy netto.

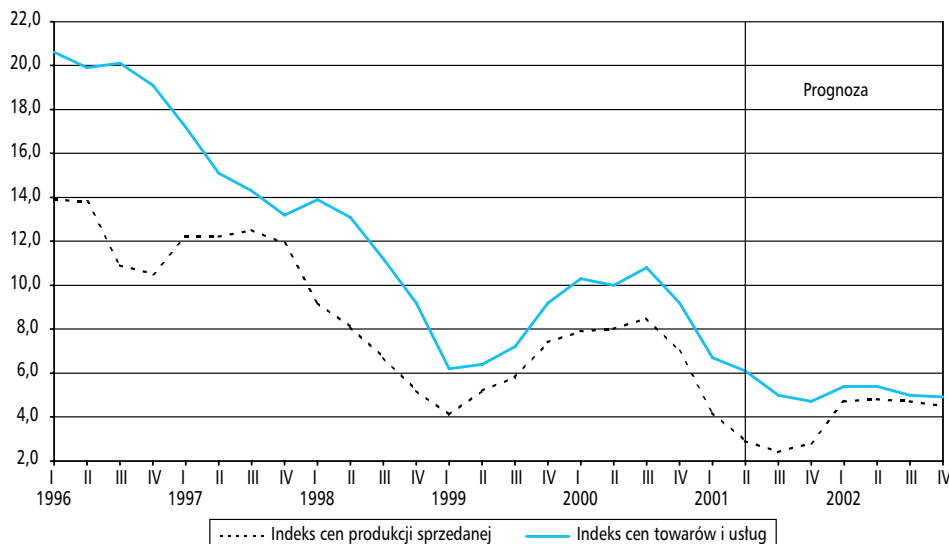
W II kwartale br. spodziewamy się wciąż niskiego wzrostu płac realnych. Wynikać to będzie z utrzymującego się wysokiego bezrobocia oraz słabego popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Na II połowę roku przewidujemy pewne ożywienie popytu krajowego, co skutkować będzie poprawą kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw i wzrostem płac w wyrażeniu realnym.

Mariusz Jarmużek

Ceny

Oczekujemy, że w II kwartale 2001 r. import zbóż, słaby popyt krajowy i niewielki wzrost eksportu do krajów WNP nadal będą obniżały dynamikę cen przetworów zbożowych oraz mięsa i w konsekwencji cen żywności ogółem. Zakładamy jednak pewne przyspieszenie wzrostu cen mięsa w II połowie roku, gdy da znać o sobie niska podaż trzody chlewnej, a popyt krajowy zacznie się umacniać. Natomiast ceny zbóż będą bardziej stabilne, gdyż korzystna dla upraw pogoda w pierwszych miesiącach tego roku oraz słabe plony w dwóch poprzednich latach pozwalają liczyć na lepsze zbiory. Na dalsze lata przyjmujemy przemienny cykl plonów.

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



Źródło: GUS oraz CASE.

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

Prognozujemy silną walutę krajową, kontynuację niskich wzrostów agregatów pieniężnych oraz utrzymanie trendu spadkowego dynamiki płac. Czynniki te przyczynią się do dalszej szybkiej dezinflacji. Zakładamy ponadto, że ceny ropy na rynkach światowych będą kształtowały się w przedziale 22,75–27 dolarów za baryłkę, co przy silnym złotym mogłoby w pewnym stopniu zneutralizować skutki podwyższenia akcyzy.

Wprowadzenie możliwości podnoszenia cen gazu co trzy miesiące ułatwia przerzucanie wzrostu kosztów na konsumentów – ceny gazu i energii elektrycznej będą w II kwartale br. rosły. Zakończenie procesu podwyższania cen energii planuje się na lipiec. W 2002 r. zakładamy wzrost cen quasi-administrowanych na poziomie 2–3 pkt. proc. wyższym niż indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych.

W I połowie br. prognozujemy kontynuację tendencji spadkowej cen produkcji sprzedanej przemysłu na skutek słabego popytu krajowego, silnego złotego oraz niskich cen ropy naftowej. Na kolejne kwartały prognozujemy pewne przyspieszenie cen w następstwie ożywienia popytu krajowego, osłabienia złotego oraz stabilizacji na rynku surowców.

Przemek Woźniak

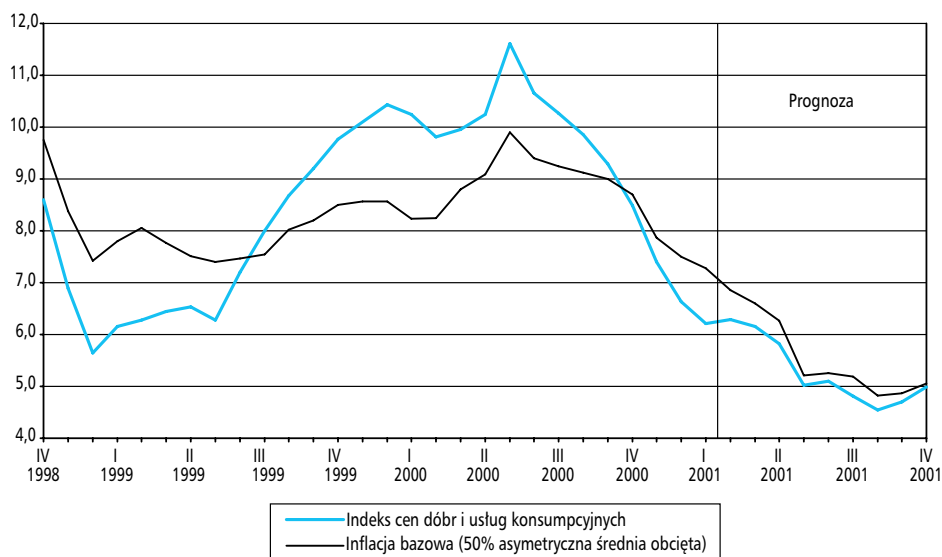
Inflacja bazowa

Niezależnie od monitorowania bazowych zmian cen za pomocą miar stosowanych przez NBP, w CASE prowadzone są badania nad ulepszonymi indeksami inflacji bazowej. Efektem tych badań są asymetryczne średnie obcięte, które lepiej wyznaczają średniokresowy trend inflacyjny oraz charakteryzują się lepszymi właściwościami prognostycznymi. Do tej grupy należy charakteryzująca się bardzo dobrymi właściwościami 50-proc. asymetryczna średnia obcięta¹⁾ – która eliminuje odpowiednio 28,5 proc. najmniejszych i 21,5 proc. największych zmian cen (procenty dotyczą udziału w koszyku konsumpcyjnym).

Na wykresie przedstawiono dynamikę tak zdefiniowanej średniej obciętej w zestawieniu z dynamiką indeksu cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Inflacja bazowa od listopada 2000 r. przewyższa inflację rejestrowaną, co dowodzi, że proces spowolnienia dynamiki inflacji, jaki obserwowaliśmy w tym okresie, „napędzany” był przez gwałtowne spadki dynamiki cen kilku produktów. Komentując ten trend, warto odnotować blisko 20-proc. spadek ceny masła (w marcu

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

Wykres 3.9. Inflacja bazowa, 1998–2001



Źródło: GUS oraz CASE.

2001 w porównaniu z marcem 2000), niższe o ponad 15 proc. ceny krajowych rozmów telefonicznych, o ponad 10 proc. – warzyw i owoców, oraz paliw – o blisko 4 proc.

Ponieważ oczekujemy, że podobne spadki cen będą kształtowały dynamikę inflacji rejestrowanej przez kilka następnych miesięcy, prognozujemy dodatnie odchylenie inflacji bazowej od rejestrowanej na cały rok 2001. Średnia obciążona będzie bowiem eliminowała wpływ tych spadków i, inaczej niż inflacja rejestrowana, nie zanotuje równie gwałtownego spadku dynamiki²⁾. Równocześnie, z uwagi na malejące znaczenie tych zjawisk w II połowie roku, przewidujemy zmniejszenie odchylenia obu miar inflacji, aż do zrównania ich dynamiki w końcu 2001 r.

Rafał Antczak

Polityka pieniężna

• Obniżki stóp procentowych, ale umiarkowane

Polityka pieniężna znajduje się w trudnej sytuacji narastających problemów z koordynacją polityki fiskalnej

oraz presji politycznej na obniżki stóp w celu ożywienia popytu krajowego. Osiągnięcie średniokresowego celu inflacyjnego pozostaje zagrożone, ze względu na ekspansję deficytu budżetowego oraz groźbę silnych wahań kursu złotego i negatywnych szoków zewnętrznych. Także trudności z kontrolą dynamiki szerokiego pieniądza grożą pojawieniem się czysto monetarnych przyczyn inflacji w 2002 r.

W takiej sytuacji, nie zmieniamy prognozy stóp procentowych banku centralnego na 2001 r. – obniżka stóp o 450 pkt. bazowych, co oznacza możliwość redukcji stóp jeszcze o 250 pkt. bazowych do końca roku. W połowie roku powinno się wyjaśnić, w jakim stopniu rząd jest gotów niskie dochody budżetu zneutralizować ograniczeniami wydatków, a w jakim spowoduje to wzrost deficytu ponad pierwotnie planowany poziom. RPP będzie więc głównie uzależniać swoje decyzje od jakości polityki fiskalnej. Nie można jednak wykluczyć prób zaskakiwania rynków przez NBP, jeśli presję na aprecjację złotego wywierac będzie jednocześnie rynek (inwestorzy) oraz Ministerstwo Finansów. Podaż szerokiego pieniądza utrzymywać się będzie na poziomie 14–16 proc. w stosunku rocznym, pomimo ograniczania przez NBP podaży pieniądza bazowego.

²⁾ Średnia obciążona -obok skrajnych spadków- usunie również wpływ gwałtownych wzrostów cen, ale z uwagi na rozmiar spadków, będzie miała wyższą wartość niż inflacja rejestrowana.