

Spis treści

Mikro kontra makro	1
Gospodarka w II kwartale 2002 r.	4
Wzrost gospodarczy	4
Rynek pracy	6
Ceny	8
Relacje zewnętrzne	10
Finanse publiczne	13
Polityka monetarna	15
Rynki finansowe	18
Prognozy sytuacji gospodarczej na lata 2002–2003	21
Wzrost gospodarczy	21
Rynek pracy	24
Ceny	25
Relacje zewnętrzne	25
Finanse publiczne	28
Polityka monetarna	28
Koordinacja polityki fiskalnej i pieniężnej	29
Gospodarka światowa	29
Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami	32
<i>Witold Skrok</i>	
Dochody budżetu państwa w I połowie br. i prognoza na 2002 r.	33

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

Kolegium Redakcyjne:

Rafał Antczak, Katarzyna Piętka
i Łukasz Rawdanowicz

Opracował zespół w składzie:

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

Sponsorzy

BANK PEKAO SA

**FORTIS
BANK**

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

Wydawca


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

ISSN 1507-3149

Dystrybutor PG TOP

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

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

Rafał Antczak, Katarzyna Piętka,
 Łukasz Rawdanowicz

Mikro kontra makro

Wydarzenia polityczne, zmiany strukturalne i środowisko mikroekonomiczne mają istotne znaczenie dla funkcjonowania całej gospodarki i kształtowania się zmiennych makroekonomicznych. Fakty te dobrze obrazują skandale w rachunkowości w Stanach Zjednoczonych, które doprowadziły do załamania się zaufania inwestorów, spadków na giełdach papierów wartościowych (nie tylko w Ameryce) oraz osłabienia wartości dolara amerykańskiego w stosunku do większości walut. Podobnie w Polsce, niespodziewana zmiana na stanowisku ministra finansów oraz niepew-

ność, co do nowego programu gospodarczego wpłynęły na gwałtowne osłabienie złotego.

Wpływ takich czynników na rozwój gospodarczy w średnim okresie zależy od długości występowania zawirowań na rynku i od tego, w jakim stopniu odzwierciedlają one rzeczywiste problemy gospodarcze czy irracjonalne zachowania uczestników rynku lub spekulacje. W długim okresie istotne znaczenie mają przede wszystkim czynniki strukturalne i podstawy mikroekonomiczne. Warunkują

Tabela 1.1. Prognozy CASE, 2002–2003

	2000	2001	2002	2003
PKB (zmiana w %)	4,0	1,0 ↘	1,3 ↘	2,3 ↘
Popyt krajowy	2,8	-1,9 ↗	0,7 ↗	3,7 ↘
Spożycie indywidualne	2,7	2,1	2,6 ↗	2,7 ↘
Inwestycje	2,7	-9,8 ↗	-5,0 ↘	8,6 ↘
Stopa bezrobocia (%)	15,1	17,4	18,8	18,9
Inflacja rejestrowana (średnia, %)	10,1	5,5	2,2 ↘	2,9 ↘
Bilans handlowy (mld USD)	-13,17	-11,66	-10,46 ↗	-12,24 ↗
Bilans na rachunku obrotów bieżących (mld USD)	-9,98	-7,05	-6,72 ↗	-7,63 ↗
Bilans na rachunku obrotów bieżących (% PKB)	-6,3	-4,0	-3,6 ↗	-4,0 ↗
Bilans budżetu centralnego (mld PLN)	-15,4	-32,4 ↗	-38,0 ↗	-35,8 ↗
Bilans sektora finansów publicznych (% PKB)	-2,7	-5,3	-5,8 ↗	-
Kurs walutowy (średni)				
PLN/USD	4,35	4,09	4,07 ↘	4,12 ↘
PLN/Euro	4,01	3,67	3,86	4,10 ↗
Podaż M3 (zmiana w % na koniec roku)	12,0	8,8 ↘	5,0 ↘	6,2 ↘
Stopa procentowa NBP (28-dniowe operacje OR)	19,00	11,50	8,50	8,00 ↗
WIBOR 3M	19,6	12,5	8,5 ↘	7,6 ↘

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

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

one występowanie ograniczeń podażyowych, dodatkowych kosztów działalności gospodarczej, a także sprawność funkcjonowania podmiotów gospodarczych. To z kolei kształtuje ich oczekiwania i zachowania, np. skłonność do inwestycji producentów lub skłonność do oszczędności i konsumpcji gospodarstw domowych.

Niestety modele ekonomiczne służące do prognozowania zwykle nie są w stanie uwzględniać zmian mikroekonomicznych, ani przewidywać niespodziewanych wydarzeń politycznych, czy krótkookresowych zawirowań na rynkach. Wynika to między innymi z problemu kwantyfikacji skutków takich czynników i identyfikacji mechanizmów transmisji.

W bieżącym numerze kwartalnika PGTOP zdecydowaliśmy się na istotne zmiany w naszym modelu prognostycznym, wynikające właśnie ze zmiany naszych ocen wpływu czynników mikroekonomicznych oraz strukturalnych na zależności makroekonomiczne. Zmiany dotyczą przede wszystkim eksportu i inwestycji. Obecnie jesteśmy mniej optymistyczni, co do możliwości szybkiego realnego wzrostu obu tych wielkości. Między innymi brak wizji obniżania kosztów podatkowych przedsiębiorstw oraz pogłębiająca się rozpiętość w wynikach finansowych przedsiębiorstw wpłynie, naszym zdaniem, negatywnie na możliwości eksportowe oraz inwestycyjne polskich przedsiębiorstw ogółem. Wolniejszy wzrost eksportu przy braku silnego odbicia konsumpcji krajowej może stanowić dodatkowe zagrożenie dla odbudowy popytu inwestycyjnego.

Ponadto zrewidowaliśmy nasze założenia odnośnie kursu walutowego i stóp procentowych. Oczekujemy silniejszego złotego i euro wobec dolara, a także wyższych realnych stóp procentowych. Uważamy, że przyszłe obniżki stóp NBP będą ograniczane przez poluznianie polityki monetarnej na skutek dostosowywania poziomu rezerw obowiązkowych do standardów Unii Europejskiej.

W związku z powyższymi zmianami zrewidowaliśmy istotnie naszą prognozę wzrostu PKB na lata 2002–2003 do odpowiednio 1,3 proc. i 2,3 proc. Niższy wzrost PKB wpłynie negatywnie na dochody z pracy. Ponadto od II połowy 2002 r. spowolni dynamika świadczeń społecznych. W konsekwencji wzrost nominalnych dochodów ogółem gospodarstw domowych będzie niższy. Uważamy także, że nie będzie możliwe utrzymywanie niskiej stopy oszczędności w nieskończoność. W II kwartale br. przyrost oszczędności netto w sektorze bankowym osią-

gnął poziom zaledwie 0,3 mld PLN, podczas gdy w analogicznym kwartale ub.r. wyniósł 3,7 mld PLN. Pomimo to, konsumpcja indywidualna pozostanie najbardziej stabilnym czynnikiem wzrostu w II połowie br. i w 2003 r. Jednakże jej dynamika będzie niższa niż w IV kwartale 2001 r. i I kwartale br.

Nie wszystko takie złe

Do pozytywnych czynników należy utrzymujący się proces dezinflacji. Od grudnia inflacja rejestrowana systematycznie malała i w czerwcu osiągnęła historycznie niski poziom 1,6 proc. Ponadto wszystkie miary inflacji bazowej uległy znacznemu obniżeniu. Sytuacja ta była wynikiem korzystnych czynników podażyowych (ceny żywności i paliw spadały w skali rocznej), stabilnego kursu waluty krajowej w relacji do koszyka euro-dolar, a także słabego popytu krajowego. Należy podkreślić, że trzy mierniki inflacji bazowej sugerują fundamentalny charakter procesów dezinflacyjnych w gospodarce, który dotyczy szeregu dóbr i usług.

W II kwartale nastąpiło obniżenie realnego oprocentowania kredytów (zwłaszcza konsumpcyjnych), pomimo że restrykcyjność polityki pieniężnej mierzona realnymi stopami procentowymi została niezmienną. Trzy obniżki stóp procentowych w II kwartale br. były mniejsze niż spadek inflacji. Tak więc banki komercyjne wykazują większą skłonność do akcji kredytowej niż kwartał temu, co jest także opóźnionym efektem silnej redukcji stóp procentowych NBP od początku 2001 r. (o 10,5 pkt. proc. do czerwca 2002 r.).

Na uwagę zasługuje także poprawa sytuacji budżetowej. Dochody podatkowe we wszystkich kategoriach wzrosły w wyrażeniu realnym. Niestety prawie połowa z zanotowanych wyższych dochodów podatkowych wynikała z „twórczej księgowości”. Obecnie uważamy, że w związku z poprawą wpływów podatkowych nie ma istotnych zagrożeń dla wykonania budżetu w 2002 r. Podatek od zysków z lokat bankowych nie przyniósł oczekiwanych efektów, a ogólnie wyższy fiskalizm przy słabszym wzroście gospodarczym doprowadził do wzrostu zadłużenia wobec budżetu z tytułu podatków oraz utrzymywania się tempa wzrostu gotówki w obiegu. Ten ostatni fakt można interpretować jako powiększanie się szarego sektora w Polsce.

Należy podkreślić, że pomimo znacznego obniżenia prognoz wzrostu PKB na br. i 2003 r. w dalszym ciągu oczekujemy poprawy, choć nie będzie ona tak silna, jak wcześniej oczekiwaliśmy.

Perspektywy wzrostu – uwarunkowania strukturalne

W kontekście rozważań wpływu czynników mikroekonomicznych i strukturalnych należy zwrócić uwagę na pogarszające się uwarunkowania wzrostu gospodarczego w Polsce. Utrzymujące się spadki w nakładach inwestycyjnych na środki trwałe mogą negatywnie wpłynąć na zdolności produkcyjne oraz postęp modernizacyjny polskich przedsiębiorstw. W 2001 r. stopa inwestycji spadła do 22 proc. PKB (w cenach bieżących) z 25 proc. w latach 1998–2000. W tym roku nic nie wskazuje, że nastąpi odwrócenie tego negatywnego trendu.

W takiej sytuacji bardzo niepokojące są mniejsze napływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które są istotne dla rozwoju i innowacji technologicznych. Wydaje się, że oprócz spowolnienia procesu prywatyzacji, także gorsze perspektywy wzrostu gospodarki polskiej i rosące koszty prowadzenia działalności gospodarczej są odpowiedzialne za wyhamowanie napływów inwestycji zagranicznych. Sam fakt spodziewanego członkostwa Polski w UE nie jest w stanie zmienić diametralnie nastawienia inwestorów zagranicznych.

Pogorszenie percepcji o gospodarce polskiej odzwierciedlone zostało przez obniżenie oceny wiarygodności kredytowej polskich papierów dłużnych denominowanych w wa-

lucie krajowej przez Standard & Poors. Stanowi to pierwszy poważny sygnał dla inwestorów, że wzrasta ryzyko inwestycji w Polsce. W przypadku dalszej obniżki międzynarodowych ratingów Polski, w tym na papiery denominowane w walutach obcych, których większa emisja w latach 2003–2008 ma służyć rolowaniu restrukturyzowanego zadłużenia zagranicznego, konieczne może okazać się podniesienie ich oprocentowania, a to z kolei może wywołać presję rynkową na wzrost stóp procentowych w kraju.

Niepokój mogą budzić także projekty zaangażowania środków budżetowych oraz banków komercyjnych w operacje oddłużające przedsiębiorstwa zaproponowane w nowym pakiecie reform ministra finansów Grzegorza Kołodki. Proponowane rozwiązania będą prowadziły do wzrostu znaczenia biurokracji w podejmowaniu decyzji mikroekonomicznych, preferencyjnego traktowania „strategicznych” przedsiębiorstw, chęci maksymalizacji zatrudnienia oraz niebezpieczeństwa ekspansji fiskalnej w dalszej przyszłości. Okazać się również może, że rozwiązania zaproponowane w pakiecie reform będą niezgodne z procedurami UE dotyczącymi zasad pomocy publicznej, co niepotrzebnie skomplikuje i tak napięte kalendarium rozszerzenia do 2004 r. W obecnej prognozie nie uwzględniliśmy wpływu projektów Grzegorza Kołodki, gdyż nieznane są nam szczegółowe rozwiązania, a także mamy świadomość niepewności, co do ostatecznego kształtu przyjętych zmian legislacyjnych.

Gospodarka w II kwartale 2002 r.

Wzrost gospodarczy

Katarzyna Piętko

PKB i czynniki popytowe

- Stagnacja

W II kwartale br. szacujemy wzrost PKB na poziomie zgodnym z naszą poprzednią prognozą, tj. 1,0 proc. II kwartał nie przyniósł więc niespodzianek co do tempa rozwoju. Czynnikiem wzrostu pozostaje popyt zewnętrzny, co przyczynia się do spadku deficytu w handlu zagranicznym. Popyt krajowy po raz kolejny pozostawał na poziomie z ubiegłego roku. Wzrost spożycia ogółem kompensował całkowicie spadek inwestycji.

Szacowany przez nas wzrost spożycia indywidualnego na poziomie 2,1 proc. świadczy o zwolnieniu jego tempa. Wyższą dynamikę konsumpcji w IV kwartale 2001 r. i w I kwartale br. wiążemy przede wszystkim z malejącą szybciej stopą oszczędności (konsumpcja finansowana ze wspomnianej w poprzednich edycjach PG TOP wymiany walut europejskich). W II kwartale br. szacujemy, iż stopa oszczędności nie zmieniła się w porównaniu z analogicznym kwartałem 2001 r. i dynamika spożycia zbliżona była do wzrostu realnych dochodów do dyspozycji ludności. Czynnikiem podtrzymującym wzrost dochodów ogółem pozostają świadczenia społeczne, pomimo, iż ich dynamika nieco zmalała (poniżej 8 proc. realnie). Wolniejszy wzrost świadczeń to wynik przejścia

od czerwca na tegoroczną indeksację średniej renty i emerytury wynoszącą tylko 0,5 proc. powyżej inflacji. Natomiast trwająca redukcja zatrudnienia oraz coraz wolniejszy wzrost średniej płacy przyczyniają się do realnego spadku funduszu płac, zaniżającego dynamikę dochodów ogółem. Utrzymanie stopy oszczędności na poziomie sprzed roku było możliwe dzięki większym nakładom gospodarstw domowych na inwestycje w budownictwo indywidualne niż oszczędności monetarnych. Przyrost oszczędności netto w sektorze bankowym (przyrost depozytów minus przyrost kredytów) osiągnął poziom zaledwie 0,3 mld PLN, podczas gdy w analogicznym kwartale ub.r. wyniósł 3,7 mld PLN. Tak niskie oszczędności były efektem nieznacznego przyrostu kredytów (poniżej 0,7 mld PLN) oraz spadku depozytów o 1,5 mld PLN, kompensowanym znacznie wyższym przyrostem gotówki w obiegu w ciągu całego kwartału.

Wzrost spożycia indywidualnego i publicznego według naszych szacunków zdołał po raz kolejny skompensować całkowicie spadek inwestycji. Było to możliwe również dlatego, że równolegle ze spowolnieniem wzrostu konsumpcji, w porównaniu z poprzednim kwartałem, mieliśmy do czynienia z mniejszym spadkiem inwestycji. Szacujemy, że nakłady brutto na środki trwałe zmniejszyły się o około 9 proc. W II kwartale obserwowaliśmy wolniejszy spadek produkcji sprzedanej w budownictwie (mierzonej na poziomie województw). Znacząco wzrosła liczba i powierzchnia mieszkań oddanych do użytku w budownictwie indywidualnym. W związku z tym szacujemy, iż inwestycje w budynki i budowle mały nieco wolniej niż dotychczas. Wyniki produkcji sprzedanej przemysłu wytwarzającego dobra inwestycyjne (maszyny, urządzenia, po-

jazdy mechaniczne) również uległy niewielkiej poprawie, co po uwzględnieniu wymiany z zagranicą może wskazywać na osłabienie spadku nakładów również na środki trwałe. Jednocześnie kredyty przedsiębiorstw zwiększyły się o 5,5 mld PLN, co stanowi znaczny przyrost w porównaniu z poprzednim rokiem. Dodatkowo szacujemy, iż sytuacja finansowa przedsiębiorstw w II kwartale, nie uległa pogorszeniu.

Pomimo dobrych zbiorów owoców inwestycje w zapasy w II kwartale br. były ograniczone. Szacujemy bowiem, iż firmy spoza rolnictwa były ostrożne w zwiększaniu produkcji na zapasy, chociaż można było tego oczekiwać po ich głębokim spadku w I kwartale br. i ożywionym handlu w ciągu czterech pierwszych miesięcy 2002 r.

Dynamiczny realny wzrost eksportu w ciągu 2001 r. został wyraźnie zahamowany na początku br. Po spadku w I kwartale br. szacujemy niewielki jego wzrost w II kwartale. Osłabienie dynamiki eksportu oraz utrzymywanie się stagnacji popytu wewnętrznego ograniczają import. W rezultacie po raz kolejny nastąpiła poprawa deficytu w handlu zagranicznym w wyrażeniu realnym. Taka sytuacja ma miejsce od IV kwartału 1999 r., od kiedy to eksport netto jest dodatnim czynnikiem wzrostu PKB.

Katarzyna Piętko

Sfera realna

- **Dobra koniunktura w usługach**
- **Kontynuacja recesji w przemyśle i budownictwie**

Wzrost wartości dodanej ogółem zawdzięczamy wzrostowi wartości dodanej w usługach rynkowych i nierynkowych. W przemyśle i budownictwie w dalszym ciągu występowały spadki.

W II kwartale br. obserwowaliśmy znaczne fluktuacje miesięcznej dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu, częściowo wynikające z sezonowości (różna liczba dni roboczych w miesiącu). W czerwcu nastąpił wyraźny wzrost produkcji (o 2,2 proc.) nie odnotowywany od kilku miesięcy. Dotyczył on przetwórstwa przemysłowego i sektora energetycznego. Produkcja w górnictwie spadała przez wszystkie miesiące II kwartału. Podobnie było w przypadku działalności wydawniczej, produkcji koksu i wyrobów ropo-

pochodnych, wyrobów elektrycznych, środków transportu, a także odzieży i wyrobów skórzanych, a więc przede wszystkim dóbr inwestycyjnych i niewielkiej części konsumpcyjnych. Natomiast gałęzie wytwarzające żywność i dobra trwałego użytku odnotowały realny wzrost produkcji sprzedanej. W całym II kwartale produkcja przemysłowa nieznacznie zmniejszyła się, co przełożyło się także na niewielki spadek wartości dodanej.

W II kwartale nadal przedłuża się recesja w produkcji budowlano-montażowej, chociaż sprzedaż wykazała średnio nieco niższy roczny spadek niż w poprzednich czterech kwartałach. Wiąże się to z pewną poprawą w budownictwie indywidualnym.

Wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych szacujemy na ok. 3,5 proc., a więc na poziomie zbliżonym do poprzednich kwartałów. Wiodącym czynnikiem tego wzrostu jest nadal wzrost wartości dodanej w handlu i naprawach, za czym przemawia wyraźny wzrost obrotów w handlu hurtowym kompensującym pewne osłabienie wzrostu w handlu detalicznym. Wyższa dynamika wolumenu przewozów towarów wobec nieco głębszego spadku w ruchu pasażerskim, jak też pewna poprawa w przyroście nowych łączy telekomunikacyjnych powodują nieco niższy wzrost wartości dodanej w transporcie i łączności.

Pomimo znacznego realnego wzrostu podatków (w tym, pośrednich i cel) zakładamy, iż dynamika podatków netto była bliska zera. Założenie to opiera się na wynikach z I kwartału br., kiedy to pomimo realnego wzrostu podatków pośrednich, podatki netto realnie malały. W ten sposób wartość dodana rosła szybciej niż PKB. Wytlumaczeniem tego mogłyby być zwiększone dotacje do produktów, które pomniejszają należny VAT, akcyzę, cła oraz pozostałe opłaty importowe.

Anna Myślińska

Finanse przedsiębiorstw

- **Oznaki poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw**
- **Nieco lepsze oceny dla II kwartału br.**

W I kwartale br. wynik finansowy ze sprzedaży w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 49 osób poprawił

się, nie tylko w odniesieniu do słabego początku ub.r., ale także do analogicznego okresu 2000 r. Na ogólną poprawę wyników wpłynęła szczególnie korzystna sytuacja w sekcji zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę oraz przetwórstwa przemysłowego. Relatywnie wysoki zysk ze sprzedaży w przetwórstwie przemysłowym przy spadku przychodów ze sprzedaży świadczy o sprawnym dostosowywaniu się przedsiębiorstw przemysłowych do słabego popytu. Wciąż panowała bardzo zła sytuacja w budownictwie – sektor ten nadal odnotowuje straty i to znacznie większe niż przed rokiem.

Łączny wynik finansowy netto wzrósł w znacznie mniejszym stopniu niż wynik ze sprzedaży, do czego przyczyniły się bardzo niskie zyski na pozostałej działalności operacyjnej, na operacjach finansowych i dochodach nadzwyczajnych. Zdecydowana poprawa rentowności miała miejsce zarówno w sektorze publicznym¹, jak i prywatnym – obydwa sektory osiągnęły praktycznie takie same rezultaty. Należy pamiętać, że w IV kwartale 2001 r. sektor publiczny wykazał ujemną rentowność. Gałęziowa analiza rentowności odzwierciedla wyniki finansowe ze sprzedaży – zdecydowanie lepsze wyniki w sektorze energetycznym i przetwórstwie przemysłowym, bardzo słabe w budownictwie. Zastanawiająca jest natomiast znaczna poprawa rentowności w górnictwie (3,1 proc. wobec 1,1 na koniec ub.r.), pomimo słabych wyników ze sprzedaży i spadku produkcji sprzedanej. Wynikająca z tego poprawa na innych operacjach oznacza, iż kopalnie nie obsługują zadłużenia i w ten sposób osiągają lepsze wyniki. Wiąże się z tym także wzrost płynności tej gałęzi.

Kolejną oznakę poprawy sytuacji przedsiębiorstw może stanowić spadek zapasów. Należy wiązać to zżywieniem obrotów w handlu detalicznym w I kwartale br.

Badane przez GUS duże przedsiębiorstwa istotnie zwiększyły w I kwartale br. zapotrzebowanie na kredyty – kredyty bankowe wzrosły aż o 15 proc. w porównaniu z I kwartałem 2001 r., podczas gdy w IV kwartale 2001 r. analogiczny wskaźnik wyniósł 2,2 proc. Tym razem mniejsze firmy były dużo bardziej wstrzemięźliwe i w rezultacie, według NBP, kredyty ogółem dla przedsiębiorstw spadły o ok. 2 proc. Natomiast rósł popyt na kredyty zagraniczne. Wprawdzie zagraniczne kredyty handlowe nieznacznie spa-

dły w ujęciu rocznym, ale pozostałe kredyty i pożyczki udzielane podmiotom spoza sektora rządowego i bankowego w dalszym ciągu rosły. Ich wzrost nie jest jednak tak szybki, jak wcześniej – w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. zwiększyły się o 19,5 proc. wobec 19,8 i 30,7 w poprzednich kwartałach. Na decyzje przedsiębiorstw w ciągu I kwartału br. najwidoczniej wpływały spekulacje, co do osłabienia złotówki.

W II kwartale br., wobec spadku funduszu płac, należy oczekiwać zmniejszenia kosztu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach. Ponadto, niewielkiemu realnemu spadkowi produkcji sprzedanej przemysłu w II kwartale towarzyszyło przyspieszenie cen sprzedaży. Możliwy był zatem niewielki wzrost przychodów ze sprzedaży w przemyśle. Wobec słabych prognoz eksportu i popytu krajowego trudno oczekiwać, że pozostałe gałęzie gospodarki wykażą się znaczną poprawą wyników. Jednak zmiany nastrojów wśród przedsiębiorców świadczą o dużej niepewności – w badaniach GUS wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w II kwartale był wyższy niż w I kwartale, a już w lipcu nastąpiło jego pogorszenie.

Piotr Bujak

Rynek pracy

- Sezonowy spadek bezrobocia
- Utrzymywanie się tempa redukcji zatrudnienia
- Wolniej rosnące wynagrodzenia

Bezrobocie

Stopa bezrobocia rejestrowanego, po osiągnięciu rekordowo wysokiego poziomu 18,1 proc. w lutym i marcu, uległa w II kwartale br. sezonowemu zmniejszeniu. W maju stopa bezrobocia spadła do 17,2 proc., po czym nieznacznie wzrosła w czerwcu (do 17,3 proc.). Na koniec II kwartału zarejestrowanych było 3 090 tys. osób bez pracy – o 170 tys. mniej niż na koniec I kwartału. Okresowa poprawa sytuacji na rynku pracy była silniejsza niż w roku poprzednim, dlatego liczba bezrobotnych rosła wolniej. Obok

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

przyczyn, które każdego roku w porze wiosennej wpływają na zmniejszenie się liczby bezrobotnych (takich jak prace budowlane lub prace w rolnictwie), należy w tym roku wymienić przede wszystkim powszechny spis ludności. Okresowe zatrudnienie w GUS rachmistrzów przyczyniło się do wykreślenia z rejestrów urzędów pracy ok. 70 tysięcy osób. Roczna dynamika wykreśleń bezrobotnych z rejestrów z tytułu podjęcia pracy wzrosła do ponad 66 proc., przewyższając po raz pierwszy od dłuższego czasu dynamikę wykreśleń ogółem. Jednocześnie okazało się, iż wyraźne zwiększenie liczby ofert pracy w I kwartale br. było zjawiskiem przejściowym. W II kwartale dynamika ta uległa znacznemu zmniejszeniu, co podkreśla krótkotrwały charakter spadku stopy bezrobocia.

Wyniki BAEL za I kwartał br. potwierdzają negatywne trendy na rynku pracy. Liczba bezrobotnych w I kwartale br. wzrosła do 3 480 tys. osób, a stopa bezrobocia przekroczyła 20 proc. Wzrost bezrobocia następował bez względu na poziom wykształcenia. Pod względem wieku liczba osób bezrobotnych najszybciej rosła wśród najmłodszej grupy uczestników rynku pracy (15–24 lata), dla których stopa bezrobocia osiągnęła poziom 45,5 proc. Wydłużeniu uległ przeciętny czas poszukiwania pracy (z 13,2 miesięcy w I kwartale 2001 r. do 14,7 miesięcy w I kwartale 2002 r.). Po raz kolejny wzrósł udział bezrobotnych zwolnionych przez sektor prywatny i wyniósł 73,6 proc.

26 lipca Sejm znowelizował Kodeks Pracy. Zmiany nie są jeszcze ostateczne. Teraz będzie się nimi zajmował Senat. Jeżeli zostaną zaakceptowane, to większość z nich wejdzie w życie albo od 2003 r., albo w trzy miesiące po ogłoszeniu nowelizacji w Dzienniku Ustaw. Najważniejsze zmiany mające na celu zwiększenie elastyczności prawa pracy i obniżenie kosztów pracy są następujące:

- do chwili wejścia do UE nie będzie obowiązywał przepis nakazujący pracodawcy podpisanie z pracownikiem trzeciej umowy na czas nieokreślony;
- pracownicy pozbawieni będą wynagrodzenia za pierwszy dzień zwolnienia lekarskiego trwającego do 6 dni;
- pracodawcy będą mieli większą dowolność w ustalaniu wysokości diet odpowiednio do charakteru pracy;
- do 33 dni choroby (zamiast 35 jak dotychczas) ulegnie skróceniu czas, za który wynagrodzenie wypłaca pracownikowi pracodawca, a nie ZUS;
- wydłużeniu z 3 do 4 miesięcy ulegnie okres rozliczeniowy czasu pracy;

- ze 100 proc. do 50 proc. normalnego wynagrodzenia ulegnie zmniejszeniu dodatek za trzecią i kolejne nadgodziny w dni powszednie;
- przepisy dotyczące zwolnień grupowych obowiązywać będą wyłącznie firmy zatrudniające do 20 pracowników.

Nowelizacja Kodeksu pracy w kształcie przyjętym przez Sejm może w istotny sposób przyczynić się do uelastycznienia rynku pracy. Jest ona jednak znacznie spóźniona i przyniesie efekty najwcześniej w II połowie 2003 r. Ponadto w zbyt małym stopniu zmierza do ograniczenia kosztów pracy.

Rząd oczekuje znacznej poprawy sytuacji na rynku pracy w związku z wprowadzeniem „pakietu antykrzysowego” Grzegorza Kołodki. Nowy minister finansów zapewniał wręcz, że od listopada br. bezrobocie zacznie się zmniejszać. Wydaje się to bardzo mało prawdopodobne, ponieważ w tym okresie każdego roku ma miejsce silny sezonowy wzrost bezrobocia. Przede wszystkim jednak pakiet ustaw zaproponowany dotychczas przez wicepremiera Kołodkę nie zmierza do zwiększenia możliwości tworzenia nowych miejsc pracy. Pozwoli on co najwyżej na przejściowe utrzymanie zatrudnienia w nieefektywnych ekonomicznie przedsiębiorstwach. Doraźny charakter tych rozwiązań nie pozwoli na trwałe zmniejszenie stopy bezrobocia.

Zatrudnienie

W II kwartale br. tendencje po stronie popytu na pracę nie zmieniły się. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w porównaniu z analogicznym okresem 2001 r. spadło o 4,6 proc., a więc tylko o 0,2 pkt. proc. mniej niż w poprzednim kwartale. Utrzymało się zróżnicowanie kierunku rocznej dynamiki zatrudnienia w ramach poszczególnych sekcji. Nadal ujemna była dynamika zatrudnienia w przemyśle i budownictwie. Z drugiej strony, drugi kwartał z rzędu zanotowano wzrost zatrudnienia w handlu i naprawach, a w hotelach i restauracjach dynamika ta uległa pewnemu przyspieszeniu. Nieco mniejszy wzrost zatrudnienia miał miejsce w sekcji obsługa nieruchomości i firm.

Wyniki BAEL za I kwartał br. potwierdziły podane wcześniej przez GUS dane o sytuacji w sektorze przedsiębiorstw. Wielkość populacji pracujących (zatrudnionych i samoza-

trudnionych) spadła w I kwartale o 3,2 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. i wyniosła 13,697 mln osób. O zmniejszeniu się efektywnego popytu na pracę świadczy ponadto skrócenie przeciętnego tygodniowego czasu pracy oraz spadek liczby osób posiadających więcej niż jedno miejsce pracy.

Place

Wszystkie opisane powyżej tendencje w zatrudnieniu powodują istotne ograniczenie presji płacowej. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w czerwcu br. wzrosło nominalnie w skali roku o 3,9 proc., a w ciągu całego II kwartału średnio o 3,5 proc. W wyrażeniu realnym wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw w II kwartale br. były średnio o 1,3 proc. wyższe niż rok wcześniej. Oznacza to, że roczna dynamika realnych płac po raz kolejny spadła i to pomimo niższej od przewidywanej inflacji. W efekcie w II kwartale br. zanotowano spadek realnego funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw, który był nieco silniejszy niż w I kwartale br.

Ceny

Mariusz Jarmużek

Podstawowe indeksy cenowe

- Kontynuacja dezinflacji

W II kwartale br. nadal miał miejsce spadek dynamiki inflacji wyrażonej wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych. Sytuacja ta była wynikiem korzystnych czynników podażowych, stabilnego kursu waluty krajowej w relacji do koszyka składającego się z euro i dolara oraz utrzymującego się słabego popytu krajowego

Procesowi dezinflacji nadal sprzyjały bardzo korzystne tendencje w zakresie kształtowania się czynników natury podażowej. Zarówno ceny zbóż, jak i mięsa były znacznie niższe niż w analogicznym okresie ub.r. Niższy od oczekiwanego okazał się wzrost cen gazu – Urząd Regulacji Energetyki (URE) zatwierdził podwyżkę dla odbiorców detalicznych średnio o 4,3 proc. Ponadto światowe ceny ropy naftowej, wahając się w założonym przez OPEC prze-

dziale 22–28 USD za baryłkę, nie przyczyniały się do wzrostu cen importowych.

Restrykcyjna polityka monetarna neutralizowała popytowe źródła inflacji. Niska dynamika płac w gospodarce świadczy o braku presji płacowych. Trudna sytuacja na rynku pracy sprzyja bowiem ostrożnemu formułowaniu kontraktów płacowych.

W analizowanym okresie wpływ kursu walutowego na kształtowanie się cen krajowych był nieznaczny, bowiem kurs złotego w relacji do koszyka walut zmienił się bardzo niewiele. Poza tym utrzymywanie się słabego popytu krajowego nie pozwala na proporcjonalne przekładanie się zmian kursu na ceny krajowe.

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu nadal pozostawała bliska zeru. Sytuacja ta spowodowana była niskimi cenami surowców na rynkach światowych, a także stabilnym kursem złotego w relacji do koszyka walut. Można jednak było zaobserwować pewien wzrost cen w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Może to być oznaką pewnego ożywienia w przyszłości. Należy natomiast odnotować dalsze spowalnianie dynamiki wzrostu w sektorach górnictwo i kopalnictwo oraz wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę.

Katarzyna Zawalińska

Ceny produktów rolnych

- Utrzymująca się nadwyżka podaży na wszystkich rynkach

W II kwartale br. mieliśmy do czynienia z nietypową o tej porze roku nadwyżką podaży na większości rynków produktów rolnych.

Przewaga podaży nad popytem na krajowym rynku zbóż przyczyniła się do dalszego spadku cen. Ceny pszenicy obniżyły się w skupie średnio o 2 proc. w stosunku do ubiegłego kwartału i aż o 16,6 proc. w odniesieniu do analogicznego kwartału roku poprzedniego, natomiast ceny żyta spadły odpowiednio o prawie 1 proc. i 14,3 proc. Wcześniejsze niż zwykle żniwa stały się czynnikiem dodatkowej presji na spadek cen. W efekcie ceny zbóż pozostaną na niskim poziomie również w III kwartale br. Wskazuje na to wysoki stan zapasów zbóż (szacowany na początek

sezonu na ok. 1 mln ton więcej niż przed rokiem), niewielkie obroty w handlu ziarnem na giełdach towarowych i stosunkowo niski poziom cen zbóż na rynkach zagranicznych. Import zbóż dodatkowo zwiększa ich krajową podaż, choć jego wielkość, w porównaniu z rokiem poprzednim, jest stosunkowo niska.

Podobne tendencje miały miejsce na rynku mięsa, którego ceny w II kwartale nadal spadały. W przypadku trzody chlewnej dynamicznie rosnąca podaż przy umiarkowanym popycie spowodowała spadek cen tego mięsa w skupie i na targowiskach (w skupie o ok. 11 proc. w stosunku do ubiegłego kwartału i o 17,5 proc. w ujęciu rocznym). Ceny żywca wołowego w skupie spadły w II kwartale średnio o 4,6 proc. w stosunku do poprzedniego kwartału i o 4,3 proc. w porównaniu do analogicznego okresu ub.r. Spadek cen tego mięsa spowodowany był częściowo informacją o wykryciu w Polsce przypadku BSE, w wyniku czego niektóre kraje (w tym Rosja, Ukraina, Litwa, Rumunia i Estonia) wprowadziły zakaz importu wołowiny z Polski. Niekorzystny bilans handlowy utrzymywał się również na rynku wieprzowiny, której import w pierwszych pięciu miesiącach br. był dwukrotnie większy niż w tym samym czasie w ub.r., podczas gdy eksport – o połowę mniejszy.

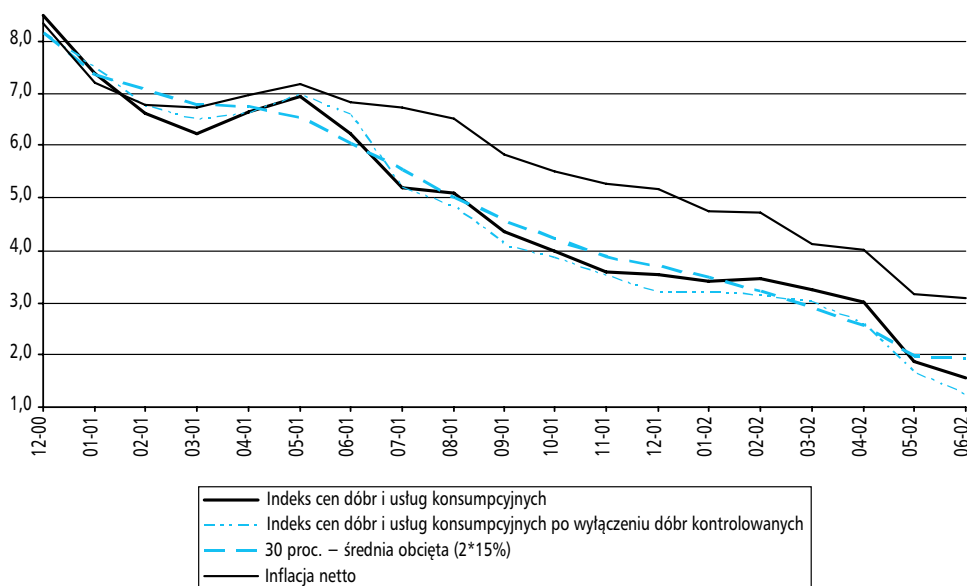
Przemysław Woźniak

Inflacja bazowa

• Trwałe fundamenty dezinflacji

II kwartał br. był okresem kontynuacji spadkowego trendu inflacji bazowej. Wszystkie miary inflacji uległy znacznemu obniżeniu, choć w przypadku większości indeksów bazowych spadki te były dużo mniejsze niż w przypadku indeksu inflacji rejestrowanej. W II kwartale stosunkowo najbardziej obniżyła się dynamika indeksu inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych. Od ponad roku indeks ten kształtuje się nieco poniżej indeksu inflacji rejestrowanej, co wskazuje na nieznaczny proinflacyjny charakter podwyżek administracyjnych. Na koniec czerwca 2002 r. największe podwyżki w skali rocznej dotyczyły cen: usług administracji państwowej (20,6 proc.), usług sądowych i adwokackich (11,6 proc.), abonamentu radiowo-telewizyjnego (11,9 proc.), ciepłej wody (9 proc.), energii elektrycznej, gazu sieciowego i ciepłej wody (6,5 proc.) oraz papierosów (5,5 proc.). W grupie cen kontrolowanych równoważyły je spadki cen paliw (spadek w ujęciu rocznym o 3,2 proc.), usług telekomunikacyjnych (spadek o 3,7 proc.) oraz stabilne

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



Źródło: GUS, NBP oraz CASE.

ceny przejazdów kolejną. Od roku odchylenie inflacji rejestrowanej od inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych waha się w przedziale 0,2–0,4 pkt. proc., a przewidywana na najbliższe miesiące polityka dostosowywania cen administracyjnych nie wskazuje na istotne zmiany tego odchylenia.

Inflacja netto osiąga od połowy ubiegłego roku najwyższą dynamikę ze wszystkich indeksów cenowych. Źródłem tego stanu rzeczy należy szukać w kształtowaniu się cen żywności i paliw wyłączanych z inflacji netto. Od ponad roku ceny detaliczne paliw wykazują spadek w skali rocznej, co jest źródłem bardzo silnej presji dezinflacyjnej zarówno bezpośredniej (paliwa mają blisko 4-proc. udział w wydatkach gospodarstw domowych), jak i pośredniej, tj. poprzez koszt komunikacji samochodowej, wodnej oraz lotniczej, jak też usług transportowych, które wpływają na ceny wszystkich dóbr konsumpcyjnych. Podobny spadek cen w ujęciu rocznym dotyczy żywności, a tegoroczne dobre zbiory owoców i warzyw oraz oczekiwane duże plony zbóż przyczynią się z pewnością do utrzymania nadpodaży i niskich cen na rynku artykułów rolnych przez najbliższe kilkanaście miesięcy. Dlatego odchylenie inflacji netto od inflacji rejestrowanej utrzymuje się na wysokim poziomie przekraczającym 1 pkt proc., a ostatnio nawet nieznacznie wzrasta.

Średnia obciąża najlepiej ze wszystkich miar wyznacza trend ogółu zmian cen konsumpcyjnych i w związku z tym charakteryzuje się największą stabilnością. W końcu czerwca br. średnia obciąża znajdowała się powyżej inflacji rejestrowanej, choć na przestrzeni ostatniego roku kilkakrotnie zmieniał się układ obu miar inflacji. Dynamika obu wskaźników jest od ponad roku bardzo zbliżona, co wskazuje na to, że rdzeń (środek) zmian cen nie różni się istotnie od zmian cen całego koszyka konsumpcyjnego, a to z kolei sugeruje fundamentalny charakter procesów dezinflacyjnych w gospodarce, bowiem dotyczą one ogółu cen, a nie tylko cen grupy towarów.

Tendencje te potwierdzają dwie pozostałe miary inflacji bazowej: inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności oraz po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw (nie przedstawione na wykresie). Obie miary wyznaczają kierunek zmian cen stabilnego rdzenia cen konsumpcyjnych i – podobnie jak pozostałe indeksy – sugerują dezinflację wykraczającą poza sektory podatne na szoki podażowe.

Relacje zewnętrzne

Rafał Antczak

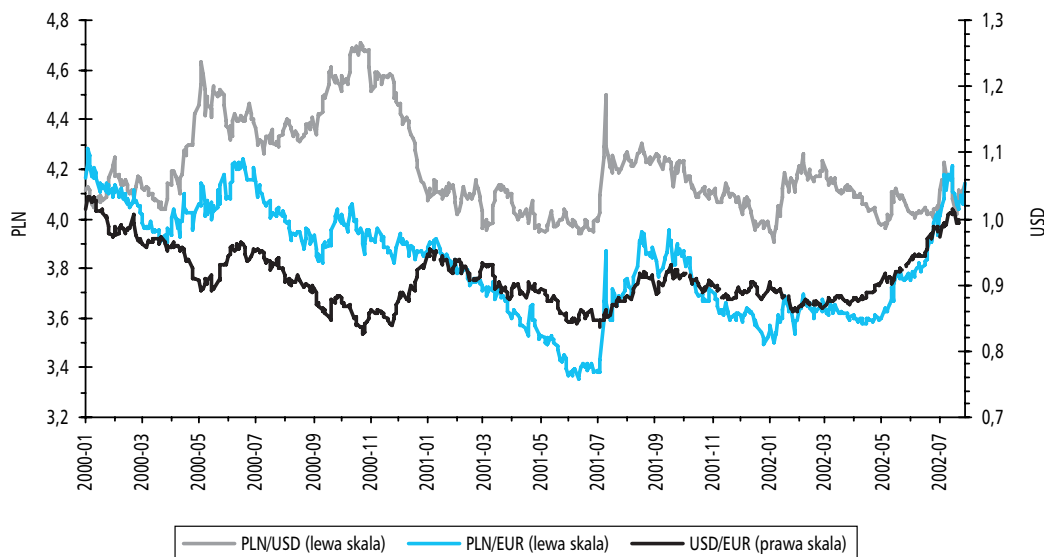
Kurs walutowy

- Trzy miesiące stabilizacji i... silne wzmocnienie euro
- Czynniki polityczne po raz kolejny źródłem wahań kursu złotego

Koniec II kwartału br. przyniósł stabilizację na rynkach walutowych – tak zagranicznych, jak i krajowych. Od III kwartału 2000 r. kurs euro-dolar pozostawał na średnim poziomie poniżej 0,9 USD/EUR. W II kwartale 2002 r. w porównaniu z I kwartałem, nominalna aprecjacja euro do dolara wyniosła 5,3 proc., a na koniec czerwca – 16,3 proc. w stosunku rocznym. 15 lipca br., po prawie 2,5 latach kurs euro ponownie zrównał się z wartością dolara. Odwracanie się rynków finansowych od dolara zostało spowodowane coraz to nowymi skandalami z „twórczą księgowością” w amerykańskich korporacjach, zarówno z sektora starej, jak i nowej gospodarki (Enron, WorldCom). Inwestorzy uciekając do płynności lokowali środki w euro oraz we frankach szwajcarskich. W tej sytuacji czynniki fundamentalne gospodarek USA i UE miały drugorzędne znaczenie. Niemniej jednak wzrost PKB w I kwartale br. wyniósł 1,7 proc. w USA wobec 0,4 proc. w strefie euro, przy niższej inflacji i bezrobociu w USA niż w strefie euro (w I kwartale br.: inflacja odpowiednio 1,5 proc. i 2,5 proc., a bezrobocie 5,3 proc. w USA i 8,2 proc. w strefie euro). Niezmienione pozostawały stopy procentowe – Fed 1,75 proc. od grudnia ub.r. i EBC 3,25 proc. od listopada ub.r.

W Polsce w ciągu II kwartału br. złoty wzmocnił się w takim samym stopniu do dolara, jak osłabił do euro (2,1 proc. i -2,6 proc.), co spowodowało, że kurs koszyka walutowego pozostawał niezmienny, podobnie zresztą jak i w ciągu I kwartału br. W ujęciu rocznym w czerwcu złoty osłabił się średnio o 1,4 proc. do dolara i aż o 13,5 proc. do euro. Z początkiem lipca do nieprzewidywalnych czynników zewnętrznych dodany został wewnętrzny czynnik polityczny w postaci rezygnacji ministra finansów Marka Belki i spekulacji wokół nominacji oraz programu jego następcy Grzegorza Kołodki. Od 2 lipca (dnia rezygnacji Marka Belki) do 9 lipca br. (szczy-

Wykres 2.2. Kursy walutowe, 2000–2002



Źródło: NBP

towego dnia niepewności) złoty stracił 5,6 proc. w stosunku do USD (4,23 PLN/USD) oraz 6,3 proc. w stosunku do euro (4,18 PLN/euro). Był to najwyższy poziom kursu od lutego br. w przypadku dolara oraz od czerwca 2000 r. w przypadku euro.

Z czynników natury fundamentalnej – trzykrotna obniżka stóp procentowych NBP w II kwartale łącznie o 150 pkt. bazowych nie spowodowała odpływu zagranicznych inwestycji portfelowych, a jedynie wolniejszy wzrost ich udziału w rynku – na rynku obligacji hurtowych udział ten wzrósł do 26,5 proc. na koniec czerwca, w porównaniu z 23,9 proc. na koniec marca. Przypomnijmy, że w poprzednim kwartale obniżki stóp procentowych NBP wywoływały okresowe wahania udziału inwestorów zagranicznych na rynku papierów skarbowych. W tym przypadku obniżenie rentowności papierów rekompensował spadek inflacji, który powodował utrzymanie realnej stopy procentowej na stałym poziomie w I i II kwartale br.

Niezmienny napływ inwestycji portfelowych rekompensowany był przez spadek inwestycji bezpośrednich (w tym z prywatyzacji). Wobec malejącego deficytu na rachunku

obrotów bieżących (o prawie 550 mln USD w I połowie 2002 r. w porównaniu z I połową 2001 r.) spowodowało to napływ walut zagranicznych do Polski.

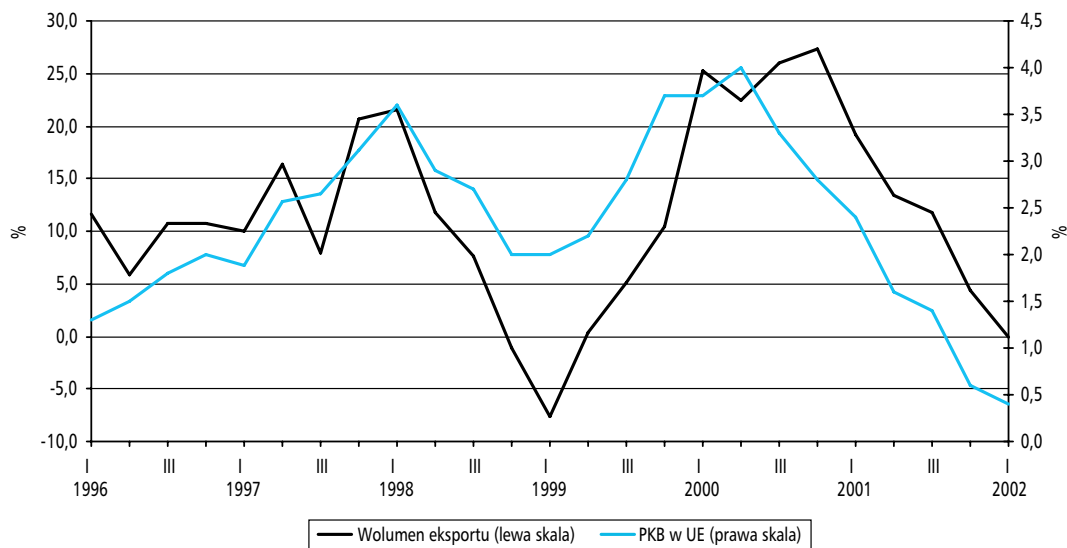
Łukasz Rawdanowicz

Handel zagraniczny

- Wyhamowanie dynamiki eksportu
- Import zgodnie z oczekiwaniami
- Poprawa wskaźnika *terms of trade*

W I kwartale 2002 r. nastąpiło wyhamowanie dynamiki eksportu – zarówno wg danych GUS o wolumenie eksportu towarów, wg rachunków narodowych, jak i wg bilansu płatniczego. W II kwartale oczekujemy nieco wyższej dynamiki wolumenu eksportu, choć nie tak wysokiej, jak prognozowaliśmy kwartał temu. Dobre wyniki eksportu wg bilansu płatniczego w II kwartale są pozytywnym sygnałem. Przychody z eksportu na poziomie 8,0 mld USD były znacznie powyżej naszych oczekiwań. Taki wynik może jednak wynikać po części ze wzmocnienia się euro do dolara (blisko 60 proc. obrotów eksportowych jest rozli-

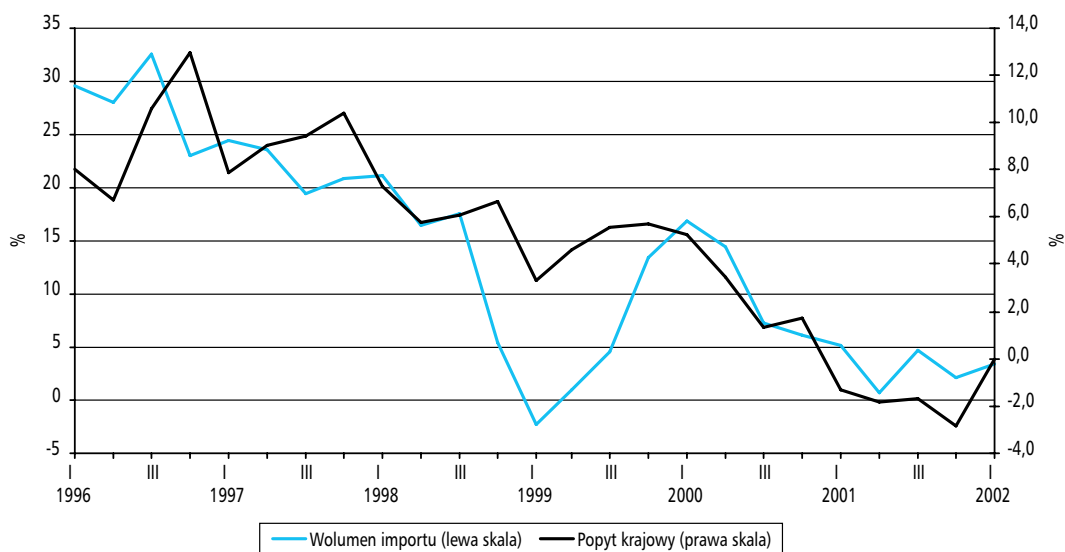
Wykres 2.3. Wolumen eksportu oraz wzrost gospodarczy w UE, 1996–2002 (zmiana w proc.)



Źródło: GUS oraz Eurostat.

Uwaga: Wolumen eksportu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

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



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Wolumen importu wg danych GUS dotyczy tylko towarów.

czana w euro) w II kwartale, a nie wyłącznie ze wzrostu wolumenu eksportu.

W okresie styczeń–maj bardzo szybko rosła nominalna dynamika eksportu do Rosji, Ukrainy i Francji. Natomiast sprzedaż do naszego głównego partnera handlowego – Niemiec – spadła. Podobnie było w przypadku Włoch.

Łagodna dynamika importu w I i II kwartale była bliższa naszym oczekiwaniom. Pomimo wysokiej konsumpcji gospodarstw domowych utrzymujące się spadki inwestycji ograniczały popyt importowy.

W II kwartale nastąpiła dalsza poprawa deficytu handlowego w ujęciu bilansu płatniczego. Ujemne saldo wyniosło 2,3 mld USD. Tak niski wynik nie był notowany od 1997 r. (odkąd to dostępne są porównywalne dane kwartalne).

Wbrew naszym przewidywaniom w I kwartale 2002 r. wskaźnik *terms of trade* poprawił się (wzrósł do 106,2) – ceny importu spadały w dużo szybszym tempie niż ceny eksportu. Ceny ropy nie wzrosły tak silnie i nadal pozostawały poniżej poziomu z zeszłego roku. W II kwartale obserwowaliśmy przyspieszanie wzrostu cen ropy naftowej i osłabienie złotego. Oczekujemy, że ceny towarów eksportowych (wyrażone w złotych) spadły, a ceny ropy i pozostałych towarów importowanych wzrosły (lub spadały w wolniejszym tempie rocznym). W związku z tym, wskaźnik *terms of trade* mógł się pogorszyć nieznacznie w stosunku do poprzedniego kwartału.

Lukasz Rawdanowicz

Bilans płatniczy

- Spadek deficytu na rachunku bieżącym
- Pogorszenie struktury finansowania deficytu

W II kwartale zmniejszył się deficyt na rachunku obrotów bieżących zarówno w porównaniu do I kwartału, jak i do analogicznego okresu roku poprzedniego. Wynikało to nie tylko z rekordowo niskiego deficytu handlu towarami, ale także z poprawy deficytu handlu usługami. W dalszym ciągu dodatnie saldo niesklasyfikowanych obrotów bieżą-

cych jest niskie. Być może słabe wyniki tej pozycji w ciągu ostatnich miesięcy nie wynikały jedynie ze zmian podatkowych, ale wpisały się w bardziej trwały trend.

W II kwartale napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski na poziomie niecałych 900 mln, był najniższy od 1998 r. Jest to częściowo wynikiem wyhamowania procesu prywatyzacji. Jednocześnie w I półroczu inwestycje zagraniczne wg definicji Państwowej Agencji Inwestycji Zagranicznych (PAIZ) odnotowały aż 30-proc. spadek. W dalszym ciągu następował odpływ zagranicznego kapitału portfelowego lokowanego w instrumenty udziałowe. Natomiast napływał kapitał portfelowy lokowany w instrumenty dłużne. Warto zaznaczyć, iż w II kwartale zwiększyły się polskie inwestycje portfelowe za granicą.

Na koniec czerwca aktywa rezerwowe brutto wzrosły do 28,2 mld USD, co stanowi pokrycie ponad 8-miesięcznego średniego importu.

Małgorzata Markiewicz

Finanse publiczne

- Wysokie dochody podatkowe
- Zmiana na stanowisku ministra finansów

Wykonanie budżetu centralnego po sześciu miesiącach 2002 r. przebiega zgodnie z planem budżetowym. Dochody zrealizowano w 44,8 proc., wydatki w 48,6 proc., a deficyt w 62,5 proc. rocznego planu. Po stronie dochodów opóźniła się wpłata zysku NBP, co wpłynęło na relatywnie niski poziom wpływów niepodatkowych. Doskonale realizowane są natomiast dochody podatkowe. Wszystkie wpływy podatkowe w wyrażeniu realnym wzrosły. W II kwartale br. wpływy z podatków pośrednich były o 15,6 proc. realnie wyższe niż w analogicznym okresie ub.r., z podatku CIT o 11,3 proc., PIT o 19,8 proc. Tempo wzrostu wpływów z podatków pośrednich wynikało głównie z wysokich wpływów z podatku akcyzowego. Wzrost dochodów z podatku VAT wynika głównie z jednorazowej zmia-

² Patrz artykuł Witolda Skroka „Dochody podatkowe budżetu państwa w I połowie br. i prognoza na 2002 r.”

ny w zasadzie rozliczania podatku² oraz stanowi po części skutek wysokich obrotów handlu detalicznego w I kwartale br. Wpływy z podatku CIT można wyjaśnić poprawą wyników finansowych przedsiębiorstw. Zwiększone wpływy z podatku PIT są z kolei skutkiem zmian legislacyjnych wprowadzonych w listopadzie ub.r. Wpływy do budżetu z tytułu wprowadzonego podatku od zysków z lokat były znacznie niższe od planowanych. W okresie od marca do końca roku planowano zebrać 1,2 mld PLN, tymczasem w marcu do budżetu wpłynęło 23 mln PLN, a w kwietniu 59 mln PLN, co stawia pod znakiem zapytania realizację rocznego planu.

Najszybciej realizowaną kategorią wydatków jest dotacja dla Funduszu Pracy (58,6 proc. planu) oraz subwencje ogólne dla jednostek samorządu terytorialnego (57,2 proc.). Rośnie zadłużenie Funduszu Pracy (FP) w systemie bankowym oraz poziom jego zobowiązań, co wynika z relatywnie niskiego planu dotacji dla FP przyjętego w budżecie państwa.

Po sześciu miesiącach br. przekazano jedynie 44,7 proc. dotacji dla FUS. Znalazło to odzwierciedlenie w poziomie składek przekazywanych do otwartych funduszy emerytalnych i we wzroście zadłużenia FUS w bankach komercyjnych. W I połowie br. FUS przekazał OFE 4,6 mld PLN (40 proc. rocznego planu). Zadłużenie w systemie bankowym w I półroczu wzrosło o 330 mln PLN. Dla porównania w I półroczu 2001 r. nastąpiła spłata kredytów przez FUS na sumę 570 mln PLN. W czerwcu br. – z ponad 3-letnim opóźnieniem – ruszył w ZUS system ewidencji kont i funduszy umożliwiający bieżące przekazywanie składek do OFE.

Wpływy z prywatyzacji po pierwszych sześciu miesiącach pozostają znikome (10,3 proc. rocznego planu), a wysoki deficyt budżetu centralnego (25 mld PLN) został sfinansowany niemal wyłącznie na rynku krajowym. Tłumaczy to znaczną podaż papierów rządowych w I półroczu br.

Dymisja ministra finansów Marka Belki zbiegła się w czasie z przyjęciem przez rząd założeń do projektu budżetu na 2003 r. Zgodnie z planem dochody miałyby wynieść 149,5 mld, wydatki 192,5 mld, a deficyt 43 mld PLN. Nominalny przyrost wydatków w wysokości 7,4 mld PLN ponad poziom br. miał być przeznaczony na obsługę długu, budżet ministerstwa obrony, dotacje dla FUS, KRUS i FP. W założeniach przyjęto, że w roku przyszłym

będą obowiązywały nowe zasady waloryzacji rent i emerytur zgodnie z propozycją Ministerstwa Pracy. Waloryzacja uwzględniająca prognozowany poziom inflacji plus odsetek zakładanego wzrostu płac zostałaby zastąpiona mechanizmem *ex post* (tj. waloryzacją o wskaźnik inflacji plus odsetek realnego wzrostu wynagrodzeń z poprzedniego roku). Zgodnie z deklaracjami rządu zmiana zasad waloryzacji ma być neutralna dla wydatków budżetowych. Przyjęte założenia nie są ostateczne, bowiem nowy minister finansów Grzegorz Kołodko dopuszcza możliwość ich zmiany.

W II kwartale 2002 r. miały miejsce zmiany prawne z konsekwencjami dla budżetu. W ramach rządowego programu „Przede wszystkim przedsiębiorczość” Sejm znowelizował kilka ustaw podatkowych (PIT, CIT i ryczałtowy podatek dochodowy). Umożliwiono przyspieszenie amortyzacji, co oznacza zmniejszenie dochodów podatkowych budżetu w roku przyszłym o około 0,9 mld PLN. Inne zmiany dotyczą częstotliwości składania deklaracji podatkowych, zwiększenia limitu przychodów uprawniających do korzystania z ryczałtu oraz poszerzenia zakresu podatku ryczałtowego. Wprowadzono możliwość trzymiesięcznego okresu rozliczania podatku VAT (w miejsce obowiązującego comiesięcznego) dla małych firm od początku 2003 r. Ponadto umożliwiono takim firmom kasowe rozliczanie VAT-u (obowiązek podatkowy powstaje z dniem uregulowania należności, nie później niż w ciągu 90 dni od daty wydania towaru bądź wykonania usługi, nie zaś z chwilą wystawienia faktury).

26 lipca minister Grzegorz Kołodko przedstawił w Sejmie pakiet trzech ustaw antykrzysowych. Pierwsza zakłada umorzenie firmom nieściągalnych należności wobec budżetu państwa i funduszy pozabudżetowych w zamian za przedstawienie planu restrukturyzacji i wniesienie opłaty stanowiącej 15 proc. lub 1,5 proc. wartości długu (obniżona stawka ma dotyczyć sektorów „wrażliwych” tj. górnictwo, hutnictwo, przemysł stoczniowy). Drugi projekt dotyczy udziału banków w restrukturyzacji firm. Projekt umożliwia bankom szybsze zaliczanie rezerw na „wątpliwe” i „stracone” kredyty do kosztów uzyskania przychodów. Przewiduje również umorzenie kredytów firmom podlegającym restrukturyzacji i odliczenie części umorzenia od podstawy opodatkowania. Warunkiem jest udzielenie restrukturyzowanym przedsiębiorstwom nowych pożyczek. Trzeci projekt wprowadza kredyt podatkowy, który będzie mogło uzyskać przedsiębiorstwo zatrudniające od 5 do 50 osób i rozpoczynają-

ce po raz pierwszy działalność gospodarczą po dniu wejścia w życie ustawy. W drugim roku działalności takie przedsiębiorstwo byłoby zwolnione z płacenia zaliczek na poczet podatku dochodowego.

Rząd zapewnia, że efekt finansowy pakietu dla budżetu będzie zerowy. Głównym czynnikiem wyznaczającym efekt finansowy będzie liczba przedsiębiorstw, które zdecydowały się na wniesienie opłat w zamian za restrukturyzację należności wobec budżetu i funduszy pozabudżetowych. Prognoza ministerstwa pomija natomiast niebezpieczeństwo obniżenia dyscypliny podatkowej w kolejnych latach. Jednakże największym zastrzeżeniem wobec pakietu jest nierynkowy charakter proponowanych w nim bodźców. Banki miałyby prawo do umorzenia złych kredytów w zamian za udzielenie nowych na nierynkowych zasadach. Małe przedsiębiorstwa dostałyby nagrodę za to, że zgodnie z prawem płać regularnie podatki (co powinno być normą, a nie wyjątkiem zasługującym na nagrodę), ale jednocześnie uzyskałyby sygnał, że płacenie podatków nie zawsze popłaca, bo można liczyć na umorzenie zaległości. Koncepcje te oznaczają nierówne traktowanie podmiotów gospodarczych i stanowią próbę uniknięcia prywatyzacji, a także upadłości nieefektywnych przedsiębiorstw. Koszty pomocy publicznej zawsze ponoszą podatnicy.

Samorządy

Opublikowane wyniki samorządów za 2001 r. były lepsze niż oczekiwano. Samorządy odnotowały deficyt w wysokości 3,1 mld PLN, o połowę niższy od planu (5,9 mld PLN po ostatniej rewizji). Niższy deficyt przyczynił się do wolniejszego przyrostu zadłużenia samorządów. W końcu roku wyniosło ono 12,3 mld PLN, co stanowi 78 proc. planowanych 15,8 mld PLN. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego należy powiększyć o kwotę pozostałego zadłużenia sektora samorządowego (2,6 mld PLN w końcu 2001 r.) zawierającego długi samorządowych funduszy celowych, publicznych ZOZ-ów i instytucji kultury. Według planu deficyt sektora samorządowego w 2002 r. ma wynieść niemal 5 mld PLN. Jego zwiększenie można wytłumaczyć zmniejszeniem subwencji z budżetu centralnego – nominalny wzrost w 2002 r. zakładany jest na poziomie 1,9 proc. w porównaniu z 13,8 proc. w roku poprzednim. Po I kwartale br. odnotowano nadwyżkę w wysokości 3,2 mld PLN, zaś poziom zadłużenia prawie nie uległ zmianie.

Rafał Antczak

Polityka monetarna

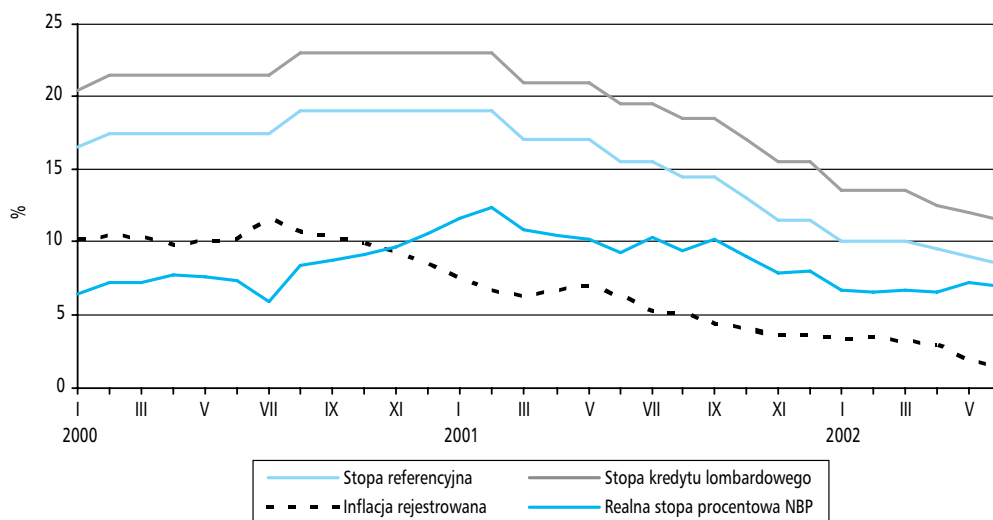
- Realizacja strategii dostrajania
- Kontynuacja negatywnych tendencji z poprzednich kwartałów

W II kwartale br. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżyła stopy procentowe i zrealizowała zakładaną przez nas strategię dostrajania stóp procentowych oraz skalę ich obniżek do końca 2002 r. Częstotliwość obniżek stóp wynikała z szybszej niż oczekiwano dezinflacji oraz pomyślnych prognoz odnośnie czynników podażowych i popytowych, które nie wskazują na możliwość silnych presji inflacyjnych w II połowie roku. Obniżki stóp pozostawały nieco w tyle za tempem dezinflacji, w wyniku czego realna stopa procentowa NBP wzrosła do 7,2 proc. w czerwcu br., w porównaniu z 6,7 proc. w marcu.

Wzrost pieniądza rezerwowego do końca II kwartału wynikał z silnego wzrostu aktywów zagranicznych netto (przyrost rezerw walutowych), rekompensowanego spadkiem kredytu krajowego – dla sektora rządowego i finansowego. Na dalszy aczkolwiek niewielki spadek kredytu dla sektora rządowego w II kwartale (po spadku o 9,5 mld PLN w I kwartale br.) złożyło się zmniejszenie o 3,5 mld PLN stanu rządowych papierów dłużnych w posiadaniu NBP z jednej strony oraz spadek o 3,1 mld PLN depozytów sektora rządowego z drugiej strony. W przypadku sektora finansowego w czerwcu nastąpił wzrost kredytów NBP dla banków w wyniku spadku operacji otwartego rynku do poziomu 5,6 mld PLN (z poziomu dwa-trzy razy wyższego w ub.r.) oraz wzrostu kredytu lombardowego do 2,7 mld PLN.

W dalszym ciągu kontynuowane były negatywne tendencje w agregatach monetarnych. Poziom gotówki w obiegu rósł średnio 1,5 proc. miesięcznie w I połowie br. (trzy razy szybciej niż w analogicznym okresie ub.r.) i w czerwcu br. gotówka wzrosła o 18 proc. w stosunku rocznym. W ten sposób osiągnęła 19,5-proc. udział w pieniądzu M3 – poziom najwyższy od 1999 r. Naszym zdaniem świadczy to o wciąż rosnącym szarym sektorze w polskiej gospodarce. Wzrastały (w stosunku rocznym) także depozyty bieżące wszystkich podmiotów (gospodarstw domowych i osób prywatnych, przedsiębiorstw,

Wykres 2.5. Instrumenty polityki monetarnej, 2000–2002



Źródło: NBP i CASE.

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

Tabela 2.1. Dekompozycja dynamiki podaży pieniądza, 2000–2002 (narastająco w proc.)

Okres	2000				2001				2002	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Pieniądz rezerwowy	-14,4	-1,8	-3,2	-7,6	-1,0	-0,5	-1,0	22,4	-2,8	5,1
Aktywa zagraniczne netto	2,3	2,0	9,3	33,9	-16,7	-25,5	-22,9	-25,0	-7,2	8,2
Kredyt krajowy netto	-1,9	9,2	1,0	-9,5	-5,9	-3,3	-7,3	5,6	-33,0	-33,7
Sektor budżetowy netto	-1,6	9,8	1,5	-9,1	-6,7	-4,8	-11,7	7,7	-15,9	-16,6
Sektor finansowy netto	-0,3	-0,7	-0,6	-0,4	0,8	1,5	4,4	-2,1	-17,1	-5,8
Saldo pozostałych pozycji	-14,8	-13,0	-13,5	-32,1	21,6	28,5	29,1	41,9	37,4	19,3
Pieniądz MB	0,3	8,6	7,5	11,9	2,9	4,6	8,3	9,0	-2,6	-1,7
Aktywa zagraniczne netto	2,2	2,1	3,1	12,9	-2,0	-4,2	-4,2	-0,7	-2,9	0,0
Kredyt krajowy netto	0,0	6,8	6,5	3,4	-0,1	0,0	4,1	2,4	-2,4	-0,3
Sektor budżetowy netto	-2,5	-1,3	-1,4	-4,5	-0,8	0,2	0,4	4,4	-2,0	-1,0
Sektor prywatny netto	2,6	8,1	7,6	7,9	0,9	0,0	2,9	-3,1	-0,4	0,4
Saldo pozostałych pozycji	-1,8	-0,3	-2,1	-4,4	5,0	8,8	8,4	7,2	2,8	-1,4

Źródło: NBP oraz obliczenia własne.

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

Tabela 2.2. Kalendarium najważniejszych wydarzeń w polityce monetarnej, NBP, 2001–2002

Źródło	Data uchwały	Wydarzenia
Dz. Urz. NBP Nr 9	29 czerwca	Oprocentowanie środków w pieniądzu na rachunkach bieżących w NBP 5,85 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 12	22 sierpnia	Stopa redyskontowa NBP 17,0 proc. Stopa kredytu lombardowego 18,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 18,5/19,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 14,5 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 13	24 sierpnia	Oprocentowanie środków w pieniądzu na rachunkach bieżących w NBP 5,55 proc.
M.P. Nr 34 poz. 562	26 września	Publikacja założeń polityki pieniężnej na 2002 r., bezpośrednim celem jest inflacja rejestrowana 5 proc. na koniec roku, z granicą odchylenia +/- 1 pkt proc.
Dz. Urz. NBP Nr 17	25 października	Stopa redyskontowa NBP 15,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 17,0 proc. Stopa kredytu refinansowego 17,0/18,0 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 13,0 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 20	28 listopada	Stopa redyskontowa NBP 14,0 proc. Stopa kredytu lombardowego 15,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 15,5/16,5 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 7,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 11,5 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 23	19 grudnia	Stopa rezerwy obowiązkowej banków wynosi 4,5 proc. od 1 stycznia 2002 r.
Dz. Urz. NBP Nr 2	30 stycznia 2002 r.	Stopa redyskontowa NBP 12,0 proc. Stopa kredytu lombardowego 13,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 13,5/14,5 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 6,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 10,0 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 3	8 lutego	Zamiana 6-, 7-, 8-letnich obligacji NBP absorbujących środki banków po obniżeniu stóp rezerwy obowiązkowej na obligacje 10-letnie o nominalie 7,8 mld PLN
Dz. Urz. NBP Nr 6	15 marca	Zmiana zasad naliczania i utrzymywania przez banki rezerwy obowiązkowej (stopniowe wprowadzania standardów ECB)
Dz. Urz. NBP 7	25 kwietnia	Stopa redyskontowa NBP 11,0 proc. Stopa kredytu lombardowego 12,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 12,5/13,5 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 6,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 9,5 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 8	29 maja	Stopa redyskontowa NBP 10,5 proc. Stopa kredytu lombardowego 12,0 proc. Stopa kredytu refinansowego 12,0/13,0 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 6,0 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 9,0 proc.
Dz. Urz. NBP Nr 9	26 czerwca	Stopa redyskontowa NBP 10,0 proc. Stopa kredytu lombardowego 11,5 proc. Stopa kredytu refinansowego 11,5/12,5 proc. Oprocentowanie lokaty terminowej banków w NBP 5,5 proc. 28-dniowe operacje otwartego rynku o stopie rentowności min. 8,5 proc.

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

czy instytucji finansowych), ale odbywało się to dokładnie kosztem spadku depozytów długoterminowych (8,8 mld PLN versus -8,3 mld PLN). Szczególnie silnie zarysowuje się trend spadkowy depozytów długoterminowych gospodarstw domowych, w tym osób prywatnych, które zmalały odpowiednio o 3,4 mld PLN i 3,0 mld PLN w ciągu II kwartału, co w stosunku rocznym oznacza spadek o około 3,3 proc. na koniec czerwca br. (w porównaniu z ponad 22 proc. wzrostem w czerwcu ub.r.). Przedsiębiorstwa również zmniejszyły swoje depozyty o 3,3 mld PLN w II kwartale br.

System bankowy i szeroki pieniądź

Podaż szerokiego pieniądza wzrosła o 2,5 proc. w czerwcu br. w stosunku rocznym, ale po dwóch kwartałach nadal jest to spadek o 1,7 proc. Wynikał on ze zmniejszenia się kredytu netto dla sektora budżetowego i tylko nieznacznego wzrostu kredytów dla sektora prywatnego. Spadek zadłużenia rządu wobec całego systemu bankowego w II kwartale to efekt wyłącznie spadku zadłużenia wobec NBP, ponieważ w stosunku do banków komercyjnych wzrosło ono, tak z tytułu udzielonych kredytów, jak i papierów skarbowych. Jest to więc powtórzenie sytuacji z I kwartału br.

Neutralne zachowanie aktywów zagranicznych netto w M3 w porównaniu z silnym wzrostem tego komponentu w pieniądzu rezerwowym po dwóch kwartałach br. wynika z odpływu netto środków walutowych z banków komercyjnych. Na odpływ ten złożył się wzrost zagranicznych depozytów walutowych (o 450 mln USD), spadek zobowiązań walutowych polskich przedsiębiorstw oraz ujemne saldo operacji na instrumentach pochodnych (-472 mld USD).

W ciągu pierwszych pięciu miesięcy skala obniżek stóp procentowych od kredytów złotych po raz pierwszy przewyższyła skalę redukcji stóp NBP, a spadek oprocentowania kredytów w bankach był głębszy niż depozytów. W rezultacie *spread* średnich ważonych stóp procentowych spadał i osiągnął poziom około 750 pkt. bazowych, nie notowany od połowy ub.r. Obniżeniu uległy zwłaszcza stopy kredytów konsumenckich (o 250 pkt. bazowych) i dla przedsiębiorstw (o 174 pkt. bazowe). Tak więc banki zaczęły prowadzić bardziej ekspansywną politykę kredytową, pomimo pogarszającego się portfela kredytowego i stagnacji gospodarczej.

Piotr Bujak

Rynki finansowe

- Spłaszczanie się krzywej dochodowości
- Zainteresowanie inwestorów – wpływ dezinflacji

Krótkoterminowe stopy procentowe

Na początku kwietnia oprocentowanie depozytów międzybankowych oraz swapów walutowych, zarówno o terminie zapadalności do 1 miesiąca, jak i powyżej 1 miesiąca, nie podlegało istotnym wahaniom. Oczekiwania dotyczące obniżki stóp procentowych na kwietniowym posiedzeniu RPP zawarte w stawkach kontraktów FRA zmalały nieznacznie w stosunku do marca. Były one jednak większe niż oczekiwania na redukcję stóp formułowane miesiąc wcześniej na poprzednim posiedzeniu Rady. Zmniejszeniu uległy jednak na początku kwietnia, w porównaniu z sytuacją sprzed miesiąca, oczekiwania na obniżki stóp w horyzoncie 6 i 12 miesięcy. Na rynku swapów walutowych nastąpiło dalsze spłaszczenie się krzywej dochodowości, co wynikało w głównej mierze z kontynuowanego od połowy stycznia wzrostu oprocentowania stawek o najdłuższym terminie zapadalności. Oznaczało to zmniejszanie się oczekiwań rynku na dalsze obniżki stóp procentowych w horyzoncie 12 miesięcy. Negatywne nastroje inwestorów znalazły odzwierciedlenie w relatywnie niskim popycie na rządowe papiery dłużne na aukcji w dniu 3 kwietnia i przełożyły się na wzrost terminowych stóp procentowych na rynku pieniężnym.

Sytuacja zmieniła się w połowie kwietnia. Publikacja danych o inflacji i produkcji przemysłowej w marcu wywołała przekonanie o braku perspektyw ożywienia gospodarczego w II połowie roku. Zwiększeniu uległy wówczas oczekiwania rynkowe co do skali redukcji oficjalnych stóp procentowych do końca 2002 r. Korzystne dane dotyczące realizacji deficytu budżetowego po trzech pierwszych miesiącach br. wzmocniły jeszcze bardziej taki punkt widzenia.

W miarę napływu informacji o rekordowo niskim poziomie inflacji w maju i czerwcu oraz braku ożywienia gospodarczego miał miejsce dalszy wzrost oczekiwań co do głębszego poluzowania monetarnego. Również dane dotyczące kształtowania się inflacji bazowej i spadek oczekiwań in-

Gospodarka w II kwartale 2002 r.

flacyjnych gospodarstw domowych zwiększały postrzegane przez rynek prawdopodobieństwo kolejnych redukcji stóp procentowych. W rezultacie stopy procentowe na rynku pieniężnym w ciągu całego kwartału stopniowo i systematycznie obniżały się. Na koniec czerwca br. 3-miesięczny WIBOR wyniósł 8,97 proc. w porównaniu z 10,34 proc. na koniec poprzedniego kwartału.

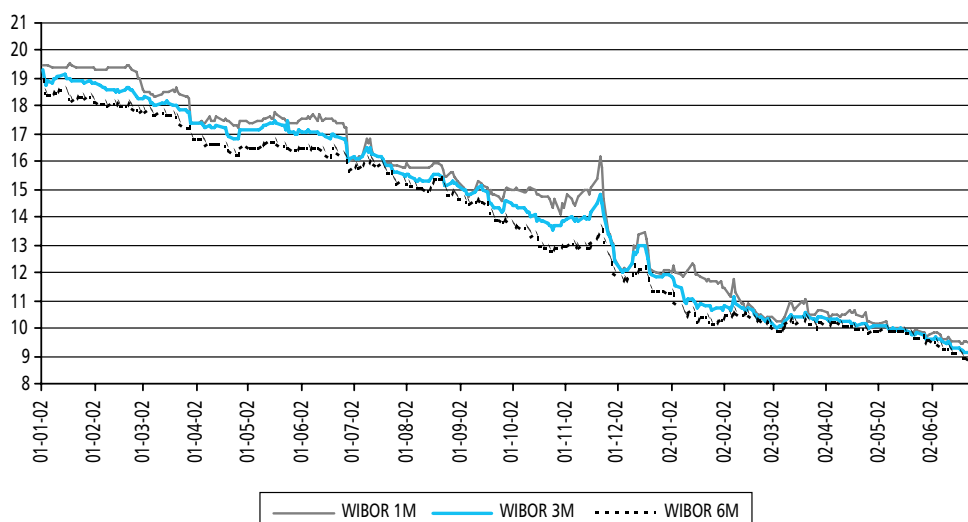
Długoterminowe stopy procentowe

W minionym kwartale ważnym wydarzeniem na rynku papierów skarbowych była emisja 20-letnich obligacji skarbowych. Pierwszy przetarg na ten nowy instrument odbył się 17 kwietnia i zakończył się sukcesem. Ministerstwo finansów wystawiło na sprzedaż obligacje o wartości zaledwie 400 mln PLN, podczas gdy inwestorzy zgłosili popyt wynoszący 2,651 mld PLN. Niewielka oferta resortu finansów wynikała z chęci „zakotwiczenia” rentowności nowych obligacji na niskim poziomie, co umożliwiłoby obniżenie dochodowości obligacji również w segmencie 10-cioleciek. Wśród inwestorów znalazły się zarówno podmioty krajowe, jak i zagraniczne. Duża nadwyżka popytu nad podażą znalazła odzwierciedlenie w niskiej rentowności, która ukształtowała się ostatecznie poniżej oczekiwań rynku i wyniosła 7,215 proc. Wydaje się, że wynikało to z zasto-

sowania przez inwestorów strategii polegającej na dążeniu do zwiększenia ceny nowych obligacji w nadziei na to, że doprowadzi to do odpowiedniego dostosowania cen obligacji 10-letnich, w których mieli oni wówczas długie pozycje – dużym inwestorom zamykającym zwykle pozycje przed terminem zapadalności papierów zależy na cenie obligacji, która jest tym wyższa im rentowność niższa. Ministerstwo finansów wyraziło zadowolenie z wyników przetargu i zapowiedziało, że do kolejnej emisji obligacji 20-letnich dojdzie najprawdopodobniej na przełomie III i IV kwartału br.

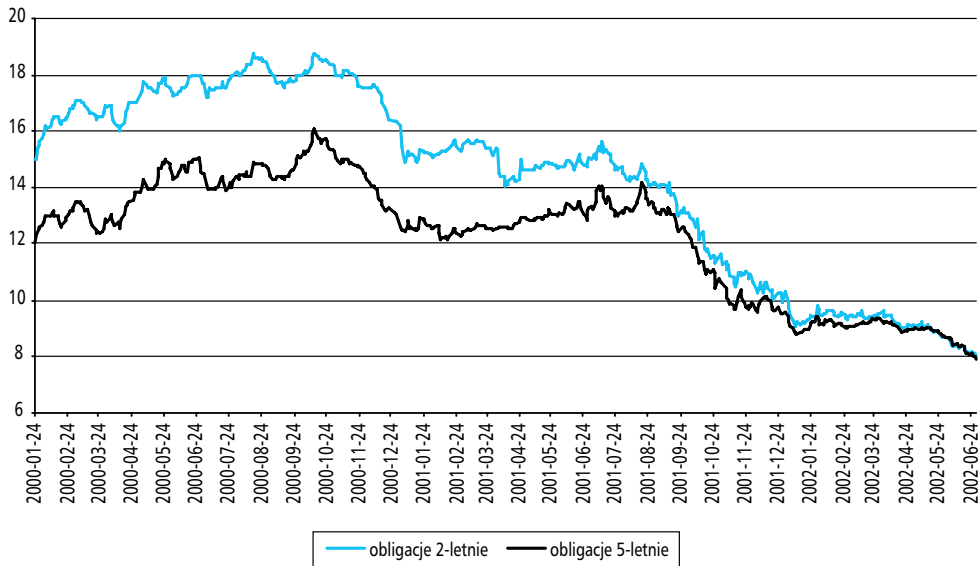
Okazało się więc, że rynek był przygotowany na zwiększoną podaż rządowych papierów dłużnych w I połowie br. Wyjątkiem była jedynie nieudana aukcja obligacji 2-letnich w dniu 3 kwietnia br., kiedy popyt na nie był niższy od podaży. W przeciwieństwie do I kwartału br., w II kwartale inwestorzy zagraniczni byli mniej aktywni na rynku pierwotnym obligacji i bonów skarbowych (ich udział w zakupach zmalał ze średniego poziomu 10 proc. miesięcznie do 6 proc.), niż na rynku wtórnym i w efekcie udział obligacji na rachunkach nierezydentów wzrósł na koniec czerwca do 26,5 proc. w porównaniu z 23,9 proc. w marcu br. Czynnikiem, który z pewnością zachęcał inwestorów do zakupów polskich papierów skarbowych były oczekiwania na obniżki stóp procentowych.

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



Źródło: NBP.

Wykres 2.7. Dochodowość 2- i 5-letnich obligacji skarbowych, 2000-2002 (dane dzienne)



Źródło: NBP.

Po okresie występowania trendu wzrostowego dochodowości obligacji w II połowie marca br., na początku kwietnia zaczęły się one zmniejszać. Podobnie jak na rynku pieniężnym, spadek stóp procentowych na rynku papierów dłużnych następował w wyniku publikacji danych o inflacji i produkcji przemysłowej. Na koniec czerwca br. rentowności papierów skarbowych na rynku wtórnym były o około 150 pkt. bazowych niższe niż na koniec marca br., czyli zgodnie ze skalą obniżki stóp procentowych NBP w II kwartale br. Duże zainteresowanie inwestorów polskimi bonami i obligacjami skarbowymi utrzymywało się, gdyż poza dotychczasowymi czynnikami zachęcającymi do kupowania polskich papierów dłużnych (niska inflacja, oczekiwania na obniżki stóp procentowych, perspektywa wejścia Polski do UE), doszła do tego również niekorzystna sytuacja na rynkach akcji całego świata, która skłaniała raczej do zakupów instrumentów bez-

piecznych. Pozytywnymi czynnikami dla rynku papierów dłużnych były również: zapowiedź Prezydenta RP w kwestii utrzymania niezależności banku centralnego, korzystne kształtowanie się sytuacji na rachunku obrotów bilansu płatniczego, brak wzrostu cen ropy naftowej oraz utrzymywanie się słabej koniunktury w gospodarce niemieckiej.

Pod koniec czerwca br. banki-organizatorzy sprzedaży polskich obligacji za granicą poinformowały, że wartość ich emisji z przeznaczeniem na rynek amerykański wzrosła z planowanych 750 mln USD do 1 mld USD. Ostatni raz polskie papiery były sprzedawane na rynku amerykańskim w 1997 r. Rentowność papierów wyemitowanych na początku lipca br. wyniosła 6,36 proc. i była o 1,58 pkt. proc. wyższa niż rentowność odpowiednich obligacji amerykańskich.

Prognoza sytuacji gospodarczej na lata 2002–2003

Łukasz Rawdanowicz

Wzrost gospodarczy

PKB i czynniki popytowe

- Obniżenie prognozy PKB – zmiana oceny czynników strukturalnych
- Pogorszenie oczekiwań co do eksportu i inwestycji

W bieżącym kwartalniku zdecydowaliśmy się obniżyć dość znacznie nasze prognozy na 2002 r. i 2003 r. Zmiany dotyczą przede wszystkim eksportu netto oraz inwestycji. Obecnie jesteśmy bardziej sceptyczni co do możliwości silniejszego wzrostu obu tych wielkości. Rewizje prognoz wynikają przede wszystkim ze zmian w naszym modelu i oceny wpływu czynników strukturalnych, które nie są bezpośrednio kwantyfikowane.

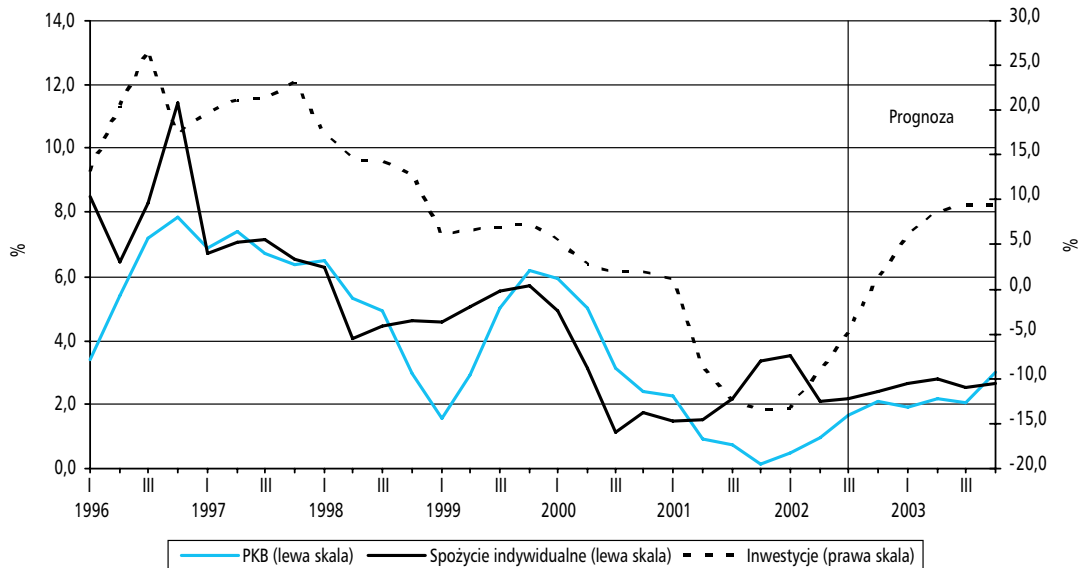
Wobec braku perspektyw obniżania kosztów fiskalnych przedsiębiorstw uznaliśmy, iż oczekiwana poprawa koniunktury na świecie będzie się w mniejszym stopniu przekładała na ożywienie eksportu w drugiej połowie br. i w 2003 r. Dodatkowo zakładamy nieco wolniejszy niż do tej pory tempo wzrostu gospodarczego w UE w 2003 r. Te negatywne tendencje będą tylko częściowo osłabiane przez prognozowaną deprecjację złotego w stosunku do euro.

Niższe tempo eksportu warunkuje z kolei gorsze perspektywy dla inwestycji. Dodatkowym czynnikiem jest wolniejszy wzrost cen i w efekcie, przy obecnie założonej ścieżce obniżek stóp NBP, spowolnienie spadku realnych stóp procentowych. Zwracamy także uwagę na wpływ nastrojów producentów na sytuację gospodarczą. Na razie nie widać znacznego wzrostu optymizmu. Ponadto wydają się, że nadzieje na poprawę kondycji przedsiębiorstw w wyniku wdrożenia pakietu nowego ministra finansów nie dotyczą przedsiębiorstw prywatnych, gdzie dokonywanych jest ponad 2/3 inwestycji ogółem. W naszej prognozie wyraźne ożywienie popytu inwestycyjnego zaczyna się ujawniać dopiero w I kwartale 2003 r. jako łączny rezultat stopniowego ożywiania się popytu zagranicznego i krajowego, skumulowanej obniżki stóp procentowych oraz pewnej poprawy nastrojów wśród inwestorów.

Nadal stabilnym czynnikiem wzrostu pozostaje konsumpcja gospodarstw domowych. Wolniejszy wzrost eksportu i inwestycji osłabi nieco dynamikę nominalnych dochodów do dyspozycji. Jednakże niższa inflacja złagodzi obniżenie dynamiki realnych dochodów. To, wraz z utrzymującą się bardzo niską stopą oszczędności, pozwoli na stabilny aczkolwiek powolny wzrost konsumpcji.

W efekcie rewizji oceny zależności makroekonomicznych, jak też zmiany niektórych założeń, oczekujemy wzrostu PKB w br. o 1,3 proc. i o 2,3 proc. w 2003 r. Pomimo znacznej rewizji prognoz należy zaznaczyć, iż w dalszym ciągu oczekujemy poprawy sytuacji gospodarczej w Polsce, choć dużo wolniejszej i słabszej.

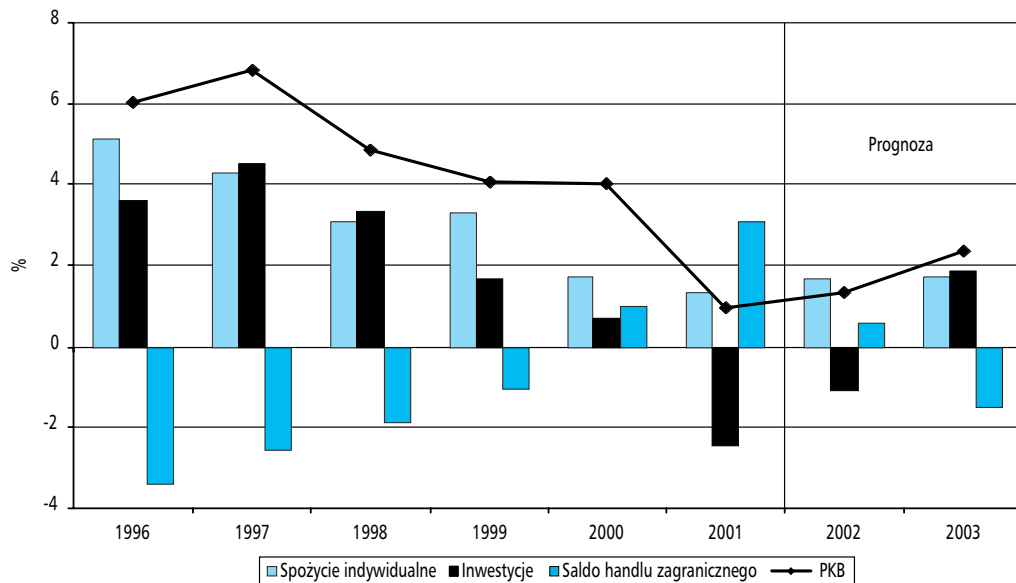
Wykres 3.1. Tempo wzrostu PKB, spożycia indywidualnego i inwestycji, 1996–2003 (zmiany w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2002 r. prognoza CASE.

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



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od 2002 r. prognoza CASE.

W naszej prognozie nie uwzględniliśmy zmian strukturalnych proponowanych przez nowego ministra finansów Grzegorza Kołodkę. Ocena wpływu nowego programu sanacyjnego na sytuację makroekonomiczną na tym etapie jest prawie niemożliwa. Po pierwsze, nie są znane szczegółowe rozwiązania. Ponadto nie wiadomo czy i w jakiej formie propozycje te zostaną przyjęte przez parlament. Po drugie, dotyczyć one będą przede wszystkim sfery mikro polskiej gospodarki i stąd trudno o rzetelną ocenę ich efektów na poziomie makroekonomicznym w dłuższym horyzoncie czasowym. Po trzecie, biorąc pod uwagę czas potrzebny na uchwalenie nowych aktów prawnych oraz wdrożenie ich w życie można oczekiwać, iż wpływ jakichkolwiek rozwiązań ujawni się najwcześniej w II połowie przyszłego roku.

Analizując czynniki ryzyka związane z naszą prognozą należy zwrócić uwagę na perspektywy eksportu i inwestycji. Z jednej strony, może się okazać, iż pesymizm co do perspektyw eksportu jest nieuzasadniony i po chwilowym wyhamowaniu eksporterzy będą efektywnie wykorzystywali ożywienie w UE. Z drugiej strony, wiara w blisko 10-

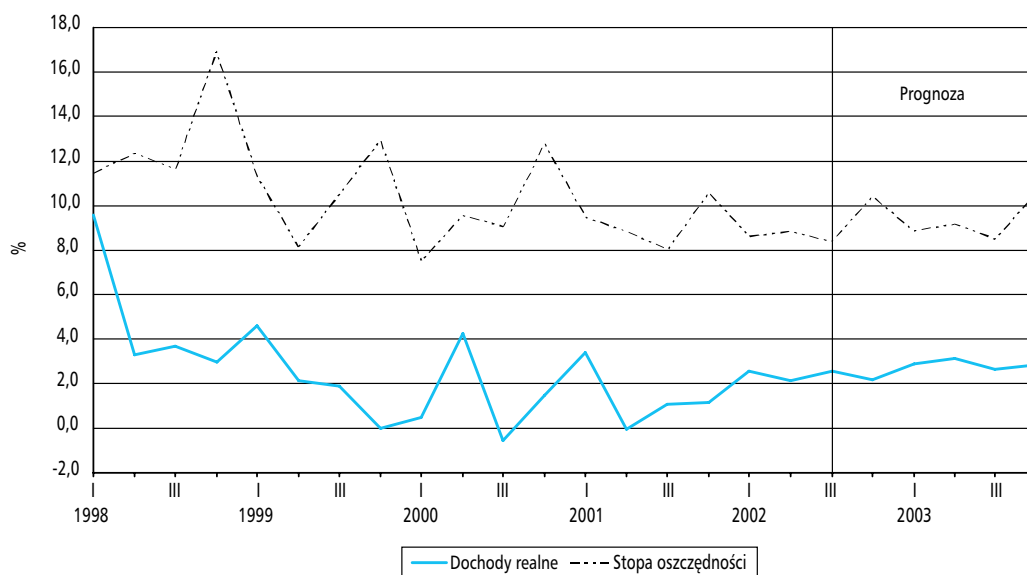
procentową odbudowę popytu inwestycyjnego w przyszłym roku może okazać się przesadzona. Szczególne zagrożenie widzimy w dalszej polaryzacji przedsiębiorstw na poprawiające rentowność i – z drugiej strony – balansujące na granicy bankructwa. Poprawa nastrojów i eksportu może przekładać się na popyt inwestycyjny tylko w części przedsiębiorstw i dlatego ożywienie inwestycji może być znacznie wolniejsze. W obu przypadkach gorsza rentowność przedsiębiorstw będzie warunkować wolniejszy wzrost dochodów do dyspozycji i zagrożenie dla wzrostu konsumpcji indywidualnej.

Sfera realna

- **Rewizje prognoz produkcji sprzedanej przemysłu i budownictwa**

Obniżenie prognozy wzrostu gospodarczego wpłynęło na prognozowane wielkości wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu, a w szczególności przemysłu przetwórczego. Niższy popyt eksportowy oraz inwestycyjny warunkuje niż-

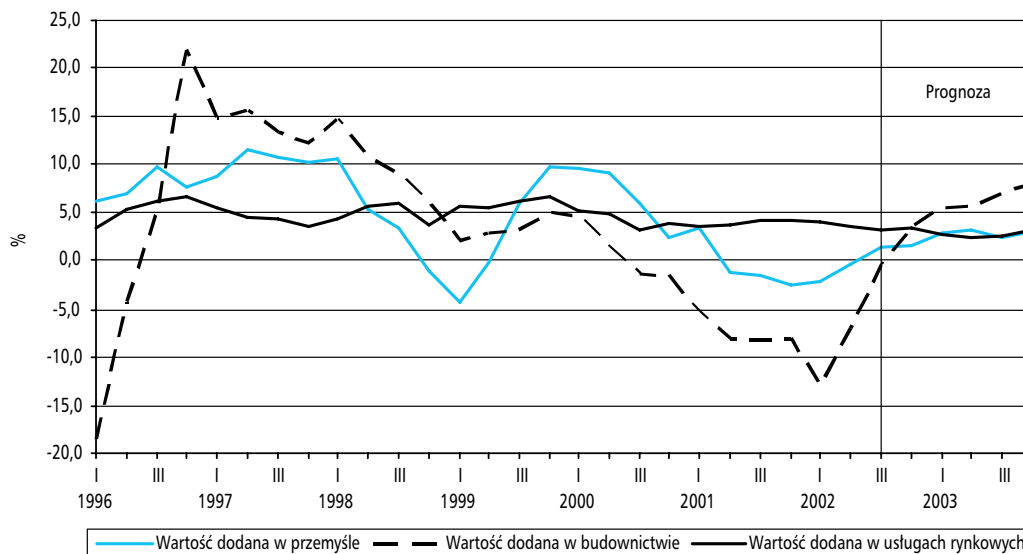
Wykres 3.3. Zmiana dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz stopa oszczędności, 1998–2003 (w proc.)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2002 r. prognoza CASE.

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



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2002 r. prognoza CASE.

szy wzrost produkcji sprzedanej przemysłu zarówno w II połowie br., jak i w roku następnym.

Rewizje prognoz wzrostu budownictwa nie są tak jednoznaczne. W II połowie br. oczekujemy, iż spadki nie będą aż tak silne jak wcześniej prognozowaliśmy, i to pomimo gorszych oczekiwań odnośnie inwestycji. Dane za I połowę 2002 r. świadczą, iż można liczyć na szybszą poprawę w budownictwie indywidualnym. Niższy wzrost łącznych inwestycji będzie miał jednak negatywny wpływ na koniunkturę w budownictwie ogółem w 2003 r.

Piotr Bujak

Rynek pracy

• Brak perspektyw na spadek bezrobocia

Pomimo znacznej rewizji naszej prognozy wzrostu gospodarczego na ten i przyszły rok, nasza prognoza bezro-

bocia uległa tylko niewielkim korektom. Nadal oczekujemy wzrostu stopy bezrobocia na koniec 2002 r. do 18,8 proc., a na koniec 2003 r. do 18,9 proc.

Przewidujemy, że do końca br. będzie następował wzrost liczby bezrobotnych. Powolna odbudowa wzrostu gospodarczego w 2003 r. pozwoli jedynie na wyhamowanie tego tempa. Postępujący wzrost produktywności pracy w firmach umożliwi wzrost produkcji w prognozowanym tempie bez konieczności zwiększania zatrudnienia. Wzrost bezrobocia w ciągu tego roku wynikać będzie ponadto ze znacząco większego w tym roku napływu na rynek pracy absolwentów. W jego efekcie zasób netto siły roboczej zwiększy się o ok. 250 tys. osób.

Prognoza stabilizacji bezrobocia na poziomie sięgającym blisko 19 proc. w 2003 r. wynika z przewidywanego przez nas jedynie umiarkowanego ożywienia gospodarki w przyszłym roku. Najnowsze zmiany w kodeksie pracy mogą zachęcić część pracodawców raczej do utrzymania, a nie zwiększenia zatrudnienia. Dotyczyć to może niestety głównie przedsiębiorstw państwowych, charakteryzujących się nadmiernym zatrudnieniem.

Ceny

Mariusz Jarmużek

• Inflacja wokół poziomu 3 proc.

Obniżyliśmy prognozę wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych na 2002 r. Wynika to przede wszystkim z wolniejszego wzrostu taryf cenowych zatwierdzonych przez URE (przeciętnie o 5,7 proc. – wg komunikatu URE z 17 czerwca). Ponadto oczekujemy w br. dobrych zbiorów, co w połączeniu z obecną sytuacją na rynkach produktów rolnych nie przełoży się na presję inflacyjną ze strony podażowej.

Mimo obniżenia prognozy inflacji na 2002 r. utrzymujemy, iż od IV kwartału br. do połowy 2003 r. dynamika indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych będzie wznosić. Tendencja ta będzie wynikiem powolnego odbudowywania się popytu krajowego oraz osłabienia kursu złotego. W tym czasie powinny się też w pełni ujawnić skutki obniżek stóp procentowych z 2002 r. Sądzymy, że w roku 2003 inflacja powinna ustabilizować się na poziomie około 3 proc. W 2003 r. dynamiki cen konsumpcyj-

nych oraz cen producenta będą się do siebie zbliżać, co powinno przyczynić się do poprawy wyników przedsiębiorstw. Zakładamy ponadto, iż ceny ropy naftowej będą wahać się w założonym przez OPEC przedziale, a kurs walutowy podlegał będzie nieznacznej realnej deprecjacji. Podtrzymujemy założenie o przemiennym cyklu plonów. Zakładamy, że URE zaakceptuje przeciętny wzrost taryf na ceny nośników energii o 4–5 proc.

Relacje zewnętrzne

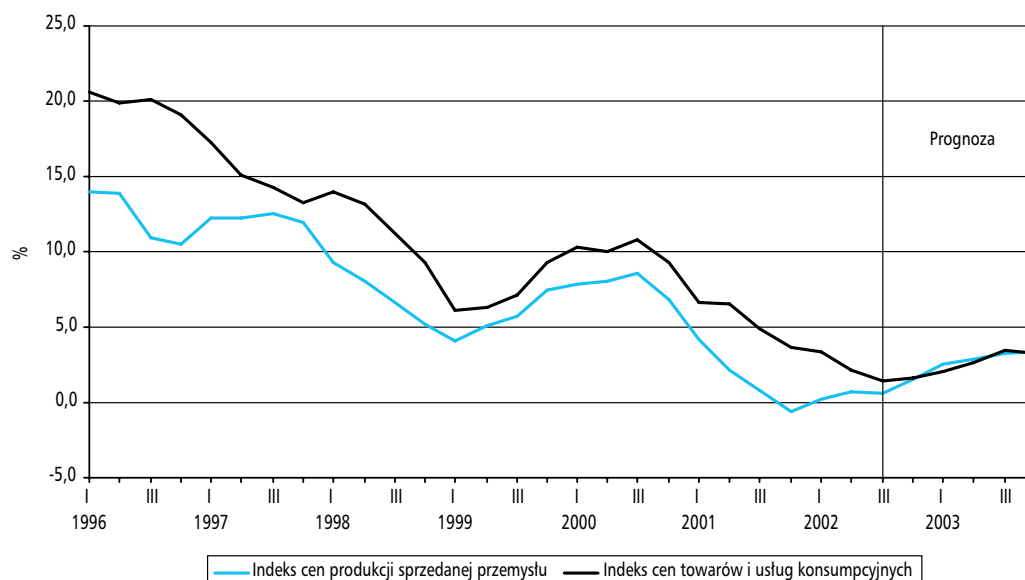
Rafał Antczak

Kurs walutowy

• Fundamenty versus spekulacja

Zarówno w przypadku kursu euro-dolar, jak i kursu złotego zasadnicza wątpliwość dotyczy siły czynników fundamentalnych i spekulacyjnych oraz kierunku ich oddziaływania. Po I kwartale wydawało się, że czynniki te są skierowane przeciwstawnie. Wskaźniki makroekonomiczne

Wykres 3.5. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu, 1996–2003



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2002 r. prognoza CASE.

(fundamentalne) wskazywałyby na wzmocnienie dolara do euro i osłabienie kursu złotego względem obu walut. Natomiast czynniki spekulacyjne sugerowały zależność odwrotną. Jednak wyniki gospodarcze w II kwartale br. w USA i UE przyznają rację oczekiwaniom spekulacyjnym. W przypadku gospodarki amerykańskiej pogorszenie nastrojów konsumentów powodowane stratami giełdowymi osłabia konsumpcję i prowadzi do spadku inwestycji. Natomiast napływ inwestycji do UE może spowodować jeśli nie ożywienie gospodarcze – to poprzez wzmocnienie kursu euro – wzrost importu i utrzymanie konsumpcji. W tej sytuacji wydaje się, że obecny parytet dolar-euro utrwali się na dłużej.

Dla polskiej gospodarki wzmocnienie euro powinno oznaczać poprawę rentowności eksportu do UE. Jednocześnie coraz bardziej prawdopodobne zrealizowanie dochodów budżetowych i deficytu na zaplanowanym poziomie nie będzie wymagać dodatkowej emisji papierów skarbowych, co osłabi presję na aprecjację złotego. Natomiast wahania kursu złotego odzwierciedlać będą niepewność rynków powstającą wokół polityki gospodarczej ministra Kłodzki i rządu.

W prognozie kursu złotego (wobec dolara i euro) zakładamy, że pomimo braku perspektyw wyraźnej poprawy sy-

tuacji makroekonomicznej w latach 2002–2003, czynniki natury spekulacyjnej związane z wejściem Polski do UE będą stabilizowały kurs złotego oraz utrzymywały presję na realną aprecjację. Osłabienie złotego może nastąpić w sytuacji kumulacji negatywnych czynników fundamentalnych i spekulacyjnych, na przykład opóźnienia się procesu rozszerzenia UE, czy dalszego obniżania wiarygodności kredytowej Polski.

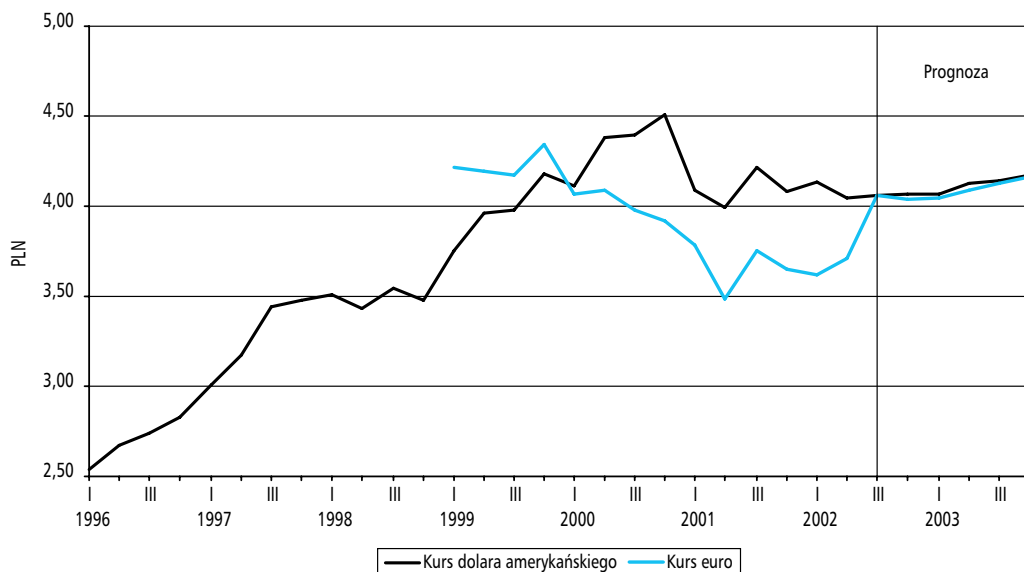
Lukasz Rawdanowicz

Handel zagraniczny i bilans płatniczy

- **Rewizje prognoz – wyższy eksport, niższy import**
- **Mniejszy deficyt na rachunku obrotów bieżących**
- **Niższe napływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych**

Wspomniane już zmiany w modelu dotyczyły także zależności w ramach bilansu płatniczego. Obecnie uważamy, iż w II połowie 2002 r. dynamika nominalnego eksportu wyrażonego w dolarach utrzyma się na zbliżonym poziomie do tej odnotowanej w II kwartale br; na przełomie roku nieznacznie przyspieszy, po czym spowolni w II połowie

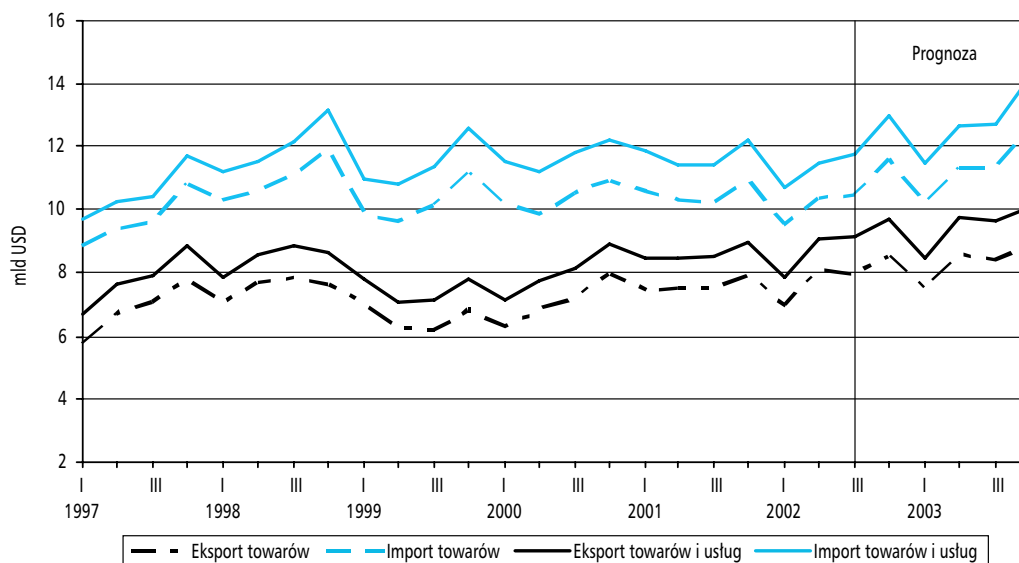
Wykres 3.6. Kurs dolara i euro, 1996–2003 (w złotych)



Źródło: GUS oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2002 r. prognoza CASE

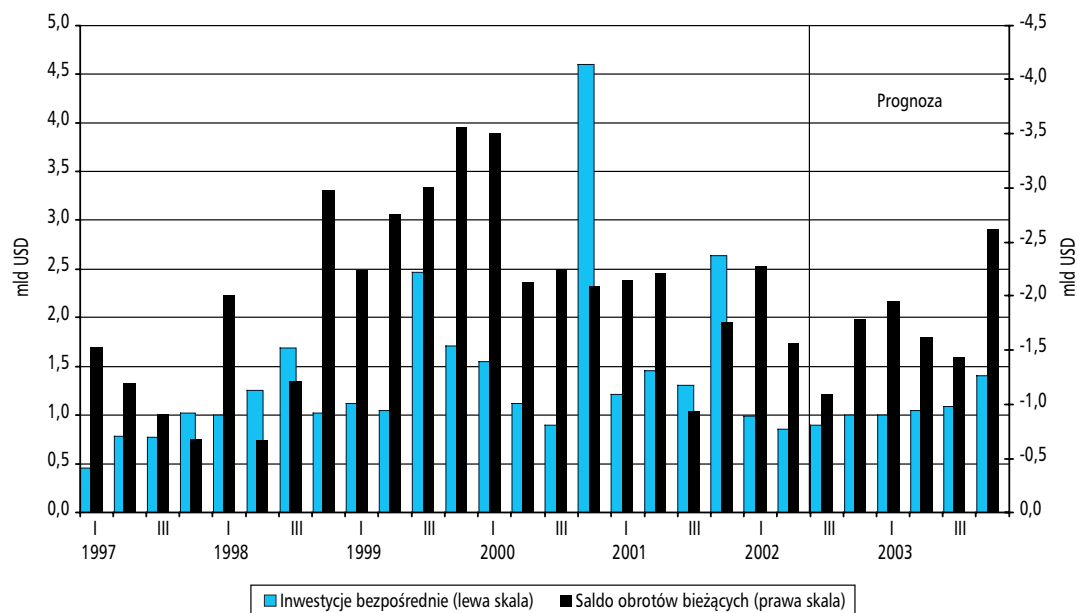
Wykres 3.7. Eksport oraz import towarów i usług, 1997–2003 (mld USD)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2002 r. prognoza CASE.

Wykres 3.8. Saldo rachunku bieżącego oraz inwestycji bezpośrednich, 1997–2003 (mld USD)



Źródło: NBP oraz CASE.

Uwaga: Od III kwartału 2002 r. prognoza CASE.

2003 r. W związku z prognozą niższego popytu krajowego (a w szczególności popytu inwestycyjnego) w II połowie br. i w 2003 r. dynamika importu będzie ograniczona. Istotne znaczenie dla nominalnych wielkości importu i eksportu będą miały zmiany założenia kursowego – wzmocnienie euro do dolara i osłabienie złotego w stosunku do euro.

W efekcie wyższego nominalnego eksportu i niższego importu nastąpi pewna poprawa deficytu na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Nie wpłynie na to niewielka obniżka prognozy niesklasyfikowanych obrotów bieżących. Deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB wyniesie 3,6 proc. w 2002 r. i 3,9 proc. w 2003 r.

Wyniki za I połowę br. skłoniły nas do rewizji założeń odnośnie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Oczekujemy, iż na skutek wyhamowania procesu prywatyzacji oraz pogorszenia się klimatu gospodarczego w br. i 2003 r. będziemy obserwować dużo niższe napływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Małgorzata Markiewicz

Finanse publiczne

- Brak zagrożenia realizacji budżetu w 2002 r.
- Rewizja prognoz na 2003 r.

Wyniki II kwartału skłoniły nas do modyfikacji prognozy dochodów budżetu. Obecna prognoza wpływów podatkowych jest znacznie wyższa od poprzedniej, dotyczy to zwłaszcza wpływów z podatków pośrednich. Na podstawie wyników I półrocza obniżyliśmy naszą prognozę wzrostu PKB na 2002 r., ale zmieniła się kontrybucja poszczególnych czynników. Udział popytu krajowego w PKB był większy niż prognozowaliśmy, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście wpływów podatkowych, głównie z podatków pośrednich (wobec zerowej stawki VAT na eksport). Wyższy transfer zysku NBP, niż to zakładano w budżecie (o 620 mln PLN) powiększy z kolei wpływy niepodatkowe. W rezultacie szacujemy, że dochody będą wyższe od planu o 2 mld PLN. Umożliwi to wykonanie zaplanowanych dochodów oraz uruchomienie środków na warunkowe dochody zapisane w ustawie budżetowej (reformacja oświaty, zwiększenie dotacji dla Agencji Rynku Rolnego, budowa i modernizacja dróg i autostrad).

W prognozie na rok przyszły zakładamy 1-proc. realny wzrost wydatków. W wyniku tego założenia oraz naszej prognozy dochodów otrzymujemy deficyt nominalnie niższy od wielkości tegorocznej. Taka prognoza finansów publicznych może ulec zmianie, jeśli założenia budżetowe zostaną zrewidowane (przez podwyższony poziom wydatków) lub wprowadzone zostaną nowe ustawy niosące konsekwencje dla budżetu. Największe zagrożenie stwarza „odmrożenie” wydatków, których wzrost w bieżącym roku ograniczono. Oznaczałoby ono wzrost wydatków o niemal 10 mld PLN.

Rafał Antczak

Polityka monetarna

- Dalsze luzowanie ze zmianą instrumentu

W rezultacie antycypowanego odbicia inflacji w II połowie br. od września następować będzie stopniowe obniżanie się realnej stopy procentowej. Dalsze obniżki stóp procentowych NBP prognozowane przez nas w II i IV kwartale 2003 r., w przedziale około 25 pkt. bazowych i łącznie o około 50 pkt. bazowych, pogłębią realny ich spadek. Wstrzeźliwość w obniżaniu stóp procentowych przez NBP wynikać będzie w naszej opinii z faktu, że w gestii NBP pozostaje jeszcze jeden instrument polityki monetarnej do wykorzystania, tj. poziom rezerwy obowiązkowej. NBP planuje jego obniżenie z obecnych 4,5 proc. do 2 proc. (poziomu EBC) tak, aby wyrównać poziom kosztów banków w Polsce z bankami za granicą, w tym w UE. Nie bez znaczenia jest tu fakt, że w październiku br. prawo dewizowe zostanie w pełni zliberalizowane, co pozwoli obywatelom Polski na deponowanie środków za granicą. Zmiana poziomu rezerw obowiązkowych jest bardziej efektywnym instrumentem polityki monetarnej niż stopy procentowe, zwłaszcza przy jej poluzowywaniu, gdyż banki komercyjne otrzymują wolne środki dla ekspansji kredytowej. Natomiast obniżki stóp procentowych przekładają się, m.in., na spadek stóp oprocentowania depozytów i osłabienie skłonności do oszczędzania, co w efekcie niekoniecznie musi prowadzić do luzowania polityki kredytowej przez banki. Sytuacja taka miała zresztą miejsce w Polsce w 2001 r. Natomiast coraz większa skłonność banków do udzielania kredytów, która pojawiła się w II kwartale 2002 r. będzie również wpływać na kontynuowanie luzowania polityki monetarnej i kredytowej w latach 2002–2003.

W II połowie br. i w 2003 r. spodziewamy się dalszego wzrostu gotówki w obiegu, choć tendencja ta powinna wyhamować od IV kwartału br. Oczekujemy również, że przyrosty depozytów gospodarstw domowych i osób prywatnych będą znikome, bowiem „wypychane” przez dążenie ludności do utrzymywania poziomu konsumpcji przy wolno rosnących dochodach. Trend ten może się odwrócić dopiero na przełomie lat 2002 i 2003. Tempo przyrastania depozytów przedsiębiorstw będzie nierówne, z tendencją do zmiany ich struktury z długoterminowych na bieżące. Powoli postępować będzie również odbudowa popytu na kredyt, choć ze strony przedsiębiorstw zacznie on wzrastać dopiero z początkiem 2003 r. Natomiast odbudowa popytu na kredyt gospodarstw domowych następować będzie znacznie szybciej, co powinno wzmocnić popyt konsumpcyjny.

Rafał Antczak, Małgorzata Markiewicz

Koordinacja polityki fiskalnej i monetarnej

- Kontynuacja ekspansji papierów skarbowych
- Luźna *policy-mix*

Pomimo korzystnego rozwoju sytuacji budżetowej emisja papierów skarbowych w II kwartale br., podobnie jak w poprzednim, była bardzo duża. W całym I półroczu wyemitowano 24,9 mld PLN w bonach skarbowych i 28,2 mld PLN w obligacjach. Na sfinansowanie deficytu przeznaczono 26,7 mld PLN, na obsługę zadłużenia krajowego 10,5 mld PLN, co wraz ze środkami budżetowymi w bankach daje łącznie 47,7 mld PLN. Nadwyżka z emisji papierów w wysokości około 6,2 mld PLN wykorzystana została na przetargach zamiany, gdzie do połowy br. wymieniono papiery o wartości 11,2 mld PLN na instrumenty o dłuższym terminie zapadalności. Modyfikowane w górę plany sprzedaży papierów skarbowych w ciągu najbliższych miesięcy wskazują na chęć wykorzystania przez Ministerstwo Finansów niskiej inflacji w połowie roku, wobec obaw o jej wzrost w II połowie br. i możliwości braku poprawy wskaźników makroekonomicznych. W takiej sytuacji emisja papierów skarbowych w III i IV kwartale br. byłaby bardziej kosztowna wobec żądań wyższej rentowności przez inwestorów. Podobne rozumowanie mogło leżeć u podstaw powięk-

szczenia emisji obligacji na rynku amerykańskim z początkowej sumy 750 mln USD do 1 mld USD.

Luźnej polityce monetarnej towarzyszyć będzie luźna polityka fiskalna w postaci deficytu budżetowego na poziomie około 5 proc. PKB w 2003 r. Wynikające stąd potrzeby pożyczkowe rządu w sposób nieunikniony będą powodować presję na aprecjację kursu złotego (przy utrzymaniu się zainteresowania inwestorów zagranicznych) i efekt wypychania inwestycji prywatnych. Presji na aprecjację złotego nie będzie zmniejszać coraz większe rolowanie zadłużenia zagranicznego od 2003 r.

Źródłem największej niepewności dla polityki monetarnej i koordynacji obu polityk jest niesprecyzowana polityka fiskalna poczynając od 2003 r. Odnosi się to również do planu wprowadzenia mechanizmów, które mogą powodować opóźnianie płatności podatkowych (ulgi, preferencje, płatności podatkowe na bazie kasowej, „kredyty podatkowe”, etc.). To z kolei będzie tworzyć potrzebę dodatkowych emisji krótkich instrumentów dłużnych i napięć w koordynacji z polityką monetarną. Już obecnie na niekorzystny rozwój sytuacji w rolowaniu długu krajowego wskazuje przekroczenie rocznych planów emisji bonów skarbowych o 78 proc. Dalsze obniżanie oceny wiarygodności kredytowej Polski przez agencje ratingowe, w tym dla instrumentów denominowanych w walutach zagranicznych, może spowodować konieczność podwyżek stóp procentowych tak w walutach zagranicznych, jak i krajowych (wobec konieczności rolowania coraz większego zadłużenia).

Łukasz Rawdanowicz*

Gospodarka światowa

- Fundamenty gospodarcze nadal silniejsze w Stanach Zjednoczonych niż w Europie
- Spadki na giełdach, osłabienie dolara
- Osłabienie dynamiki wzrostu w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, Rosji i na Ukrainie
- Słabnąca presja inflacyjna w świecie
- III kwartał rozstrzygający o poprawie sytuacji gospodarczej w świecie

* Tekst opracowany na podstawie *Global Economy 3/2002* (<http://www.case.com.pl/index.php3?page=pgtopge&lang=pl>). *Global Economy* jest kwartalną publikacją CASE w języku angielskim szerzej omawiającą stan i prognozy gospodarki światowej.

II kwartał nie przyniósł istotnych zmian w sytuacji gospodarczej i prognozach dla świata. Oczekuje się, że Stany Zjednoczone po osiągnięciu 1,7-proc. wzrostu PKB w I kwartale br. będą powoli wychodzić na prostą. Skandale w rachunkowości szeregu firm w Stanach Zjednoczonych doprowadziły do spadków na giełdach papierów wartościowych. Takie wydarzenia mogą negatywnie wpłynąć na dochody gospodarstw domowych oraz możliwości finansowania inwestycji przez przedsiębiorstwa, co w konsekwencji może utrudnić poprawę gospodarczą. Jednakże według prezesa Fed Alana Greenspana, podstawy makroekonomiczne są sprzyjające zdrowemu i stabilnemu wzrostowi gospodarstwu. Jak dotąd zaufanie producentów i konsumentów utrzymuje się na wysokim poziomie. optymizm producentów wynika z rosnących zysków, osiągniętych dzięki wysokiemu wzrostowi produktywności (roczny sezonowo skorygowany wzrost o 8,4 proc. w I kwartale br.). Wysoka produktywność czyni jednak szybką poprawę na rynku pracy mało prawdopodobną.

W gospodarce Unii Europejskiej nie było widać wyraźnych oznak poprawy. W I kwartale br. wzrost PKB w strefie euro wyniósł 0,3 proc. (w stosunku do analogicznego okresu ub.r.) i 0,4 proc. w UE. Inwestycje i przyrost zapasów wpływały negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego, kompensowane przez wzrost spożycia i poprawę nadwyżki eksportowej. Należy jednak zaznaczyć, iż zarówno eksport, jak i import spadał, choć import w szybszym tempie. Wstępne szacunki wskazują na szybszą dynamikę wzrostu PKB w II kwartale br., nie wskazującą jednak na zdecydowaną poprawę.

Tak, jak w poprzednich okresach wychodzenia ze spowolnienia gospodarczego, motorem poprawy jest przede wszystkim nadwyżka eksportowa. Jak dotąd nie widać jednak ożywienia w popycie krajowym. To, wraz ze wzmacniającym się euro oraz dosyć powolnym wzrostem w I połowie br., może świadczyć, iż poprawa koniunktury następuje wolniej niż oczekiwano. Ponadto niskie ceny towarów i usług konsumpcyjnych, wyższe żądania płacowe i niski wzrost produktywności mogą przyczynić się do pogorszenia się zysków przedsiębiorstw, co źle wróży na przyszłość. Z drugiej strony, bardziej optymistyczna prognoza inflacji pozwala na opóźnienie zacieśnienia polityki monetarnej. Wydarzenia z I połowy br. skłoniły niektóre instytucje progностyczne do zrewidowania oczekiwań wzrostu w UE na 2002 r. W naszej prognozie nie jest konieczna adekwatna zmiana, ponieważ kwartał temu na fali ogólnego optymizmu nie podwyższaliśmy założeń co do wzrostu w UE.

W Niemczech – pomimo że wskaźnik zaufania producentów Ifo w ostatnim okresie wzrastał – to w kwietniu i czerwcu odnotował spadki. Może to świadczyć, że w rzeczywistości oczekiwania producentów nie są aż tak pozytywne. Jeżeli w najbliższej przyszłości nie odbuduje się popyt krajowy, to może zrealizować się scenariusz braku poprawy koniunktury w Niemczech.

Spadki indeksów giełdowych w Stanach Zjednoczonych wpłynęły negatywnie na notowania na giełdach na całym świecie. Załamanie zaufania do sektora korporacji w Stanach Zjednoczonych skłoniło wielu inwestorów do wycofania się z amerykańskich akcji i inwestycji. W rezultacie nastąpiło silne osłabienie dolara amerykańskiego wobec głównych walut. W połowie lipca za jednego dolara płacono jedno euro. Wzmocnienie jena do dolara nie wynikało tylko i wyłącznie z sytuacji w Stanach Zjednoczonych, ale także z pozytywnych informacji gospodarczych dotyczących szybszej niż się tego spodziewano poprawy koniunktury. Bank Japonii zaniepokojony wzmocnianiem się jena wobec dolara interweniował na rynku walutowym. W jednym przypadku wsparty został przez EBC.

W I połowie br. większość krajów Europy Środkowej i Wschodniej, Rosja, a także Ukraina doświadczyły spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Jednakże prognozy poprawy w II połowie br. i w 2003 r. są obiecujące. Pomimo to, wzrost gospodarczy w tym regionie nadal pozostaje na poziomie wyższym niż w UE. Większość gospodarek boryka się z poważnymi problemami w finansach publicznych, które mogą negatywnie wpływać na wzrost gospodarczy. Wysokie deficyty budżetowe będą również stwarzały problemy z wypełnieniem kryteriów z Maastricht.

Ponieważ większość walut zyskała na wartości w stosunku do dolara, ostatnie podwyżki cen ropy naftowej miały ograniczony wpływ na ceny krajowe. To, w połączeniu ze słabą koniunkturą, ograniczającą presję płacową i inflacyjną, wpłynęło na niski wzrost cen konsumenckich w większości krajów wysoko rozwiniętych. Podobne procesy miały miejsce w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, gdzie niskie ceny żywności dodatkowo przyczyniały się do dezinflacji. Ograniczone presje inflacyjne w wielu krajach pozwoliły opóźnić zacieśnianie polityki monetarnej lub dalsze obniżanie stóp procentowych. W II kwartale br. ani EBC, ani amerykański Fed nie zdecydowały się na zmianę swojej polityki monetarnej. Jeżeli euro będzie się dalej wzmacniało, to podwyżki stóp procentowych w strefie euro w II połowie br. będą bardzo mało prawdopodobne. W przypadku Fed,

Tabela 3.1. PKB w wybranych krajach, 1996–2003 (zmiana w proc.)

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

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

Tabela 3.2. Inflacja w wybranych krajach, 1996–2003 (zmiana w proc.)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002p	2003p
Stany Zjednoczone	2,9	2,3	1,6	2,1	3,4	2,8	1,4	2,1
Japonia	0,1	1,8	0,7	-0,3	-0,7	-0,7	-0,8	-0,5
Unia Europejska	2,1	1,8	1,8	1,2	2,5	2,5	2,0	1,6
strefa euro (HICP)	2,2	1,6	1,2	1,1	2,4	2,5	2,1	1,6
Rosja	22,0	11,0	84,4	85,7	20,8	18,6	15,0	13,0

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

Tabela 3.3. Kurs euro i jena, 1996–2003 (w USD)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002p	2003p
Euro	1,270	1,134	1,121	1,066	0,924	0,896	0,948	0,985
Jen	108,8	120,9	130,6	113,8	107,7	121,3	122,0	114,0

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

możliwość podwyżek stóp procentowych jest ograniczona przez bessę na rynkach akcji i fakt, iż oczekiwana poprawa koniunktury będzie raczej stopniowa. W takiej sytuacji, przy braku widocznych presji inflacyjnych, zaostrenie polityki monetarnej będzie możliwe jedynie w przypadku pojawiania się wyraźnych oznak ożywienia.

Obecnie wydaje się, że kluczowym czynnikiem dla przyszłego rozwoju największych gospodarek świata będzie kształtowanie się wzajemnych kursów walut. Jeśli dolar osłabiłby się jeszcze bardziej, to różnice we wzoście między Stanami Zjednoczonymi – z jednej strony, a UE i Japonią – z drugiej, mogłyby się nasilić. Słaby dolar jest korzystny dla wzrostu produkcji przemysłu przetwórczego w Stanach Zjednoczonych kierowanej na eksport, co przyczyni się do zmniejszenia wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Z drugiej strony,

osłabia on perspektywy poprawy gospodarczej w Japonii i strefie euro poprzez wyhamowanie dynamiki ich eksportu. W przypadku UE i Japonii eksport jest istotniejszym czynnikiem poprawy koniunktury niż w USA. Jeżeli nie nastąpi ożywienie popytu krajowego, to poprawa gospodarcza może ulec opóźnieniu. Jednakże uważamy, że czynniki fundamentalne (m.in. tempo wzrostu gospodarczego) zaczęły odgrywać większą rolę w kształtowaniu decyzji inwestorów niż czynniki psychologiczne (takie jak panika po skandalach w rachunkowości w amerykańskich korporacjach). W konsekwencji, w II połowie br. dolar nie będzie się dalej osłabiał.

Oczekujemy, iż III kwartał br. będzie rozstrzygający w kwestii kierunku dynamiki wzrostu gospodarczego w świecie oraz relacji głównych walut. Informacje te będą kluczowe dla decyzji polityki monetarnej i fiskalnej.

Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami

W II kwartale nastąpiła poprawa naszego wskaźnika ostrzegania przed kryzysami. Większa równowaga makroekonomiczna wynika przede wszystkim z silnej poprawy prognozy deficytu obrotów bieżących i inflacji. Po części poprawa ta wiąże się z wyhamowaniem dynamiki wzrostu PKB, co negatywnie oddziałuje na nasz wskaźnik. Niewątpliwie pozytywną tendencją był spadek stopy bezrobocia na koniec II kwartału, choć nadal pozostaje ona na wysokim poziomie. Zmniejszyło się także krótkookresowe zadłużenie zagraniczne Polski, wyrażone jako procent płynnych aktywów rezerwowych.

W dalszym ciągu utrzymujemy wysoką prognozę deficytu budżetowego w relacji do PKB (5 proc.), co wywiera silny negatywny wpływ na nasz wskaźnik. Wśród niekorzystnych tendencji należy wymienić także dalsze wzmocnienie złotego, wzrost całkowitego zadłużenia zagranicznego i ekspansji kredytowej oraz realnego WIBOR-u.

Zwracamy uwagę, iż zmiany w historycznych wielkościach wskaźnika wynikają z rewizji danych. Szczególnie duże rewizje dotyczą agregatu M3 i jego komponentów. Także dane o zadłużeniu zagranicznym Polski były przedmiotem korekt.

Tabela 3.4. Wskaźnik wczesnego ostrzegania przed kryzysami

	wagi	2000				2001				2002	
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
1. Prognoza rocznego wzrostu PKB na 4 kolejne kwartały	0,10	4	4	6	6	4	4	6	6	4	6
2. Stopa bezrobocia na koniec kwartału	0,05	10	4	6	10	10	4	6	10	6	0
3. Prognoza średniorocznej inflacji na 4 kolejne kwartały	0,06	4	4	4	0	0	6	0	4	4	0
4. Prognoza deficytu budżetu centralnego państwa jako % PKB	0,10	5	5	5	6	6	10	10	10	10	10
5. Prognoza bilansu obrotów bieżących na 4 kolejne kwartały jako % PKB	0,15	10	0	4	4	6	0	4	0	10	0
6. Realny efektywny kurs walutowy	0,15	6	6	6	6	10	10	6	6	6	6
7. Ekspansja kredytowa jako % MB na koniec kwartału	0,07	4	6	6	4	4	6	6	4	6	6
8. Zagraniczne zadłużenie krótkookresowe Polski jako % płynnych aktywów rezerwowych na koniec kwartału	0,15	6	4	6	4	4	6	6	4	6	4
9. Całkowite zagraniczne zadłużenie Polski jako % PKB	0,07	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
10. Realny 3-miesięczny WIBOR	0,10	4	6	6	6	6	4	6	4	0	6
Wskaźnik		6,04	4,28	5,48	5,10	5,80	5,60	5,74	4,94	6,08	4,54

Źródło: CASE.

Uwagi: 1. Metodologię obliczania wskaźnika można znaleźć na stronie internetowej CASE.

<http://www.case.com.pl/index.php3?page=pgtopwsk&lang=pl&submenu=6>.

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

3. Zmiany wartości historycznych wskaźnika wynikają z rewizji danych.

Dochody budżetu państwa w I połowie br. i prognoza na 2002 r.

Realizacja dochodów budżetu państwa w I połowie 2002 r.

Wykonanie dochodów podatkowych budżetu państwa (podatki pośrednie, podatek dochodowy od osób prawnych i fizycznych oraz cła) w I połowie br. wyniosło 61 mld PLN, czyli o 5,3 mld PLN więcej w porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego. Wiele więc wskazuje na to, że uda się zrealizować dochody budżetowe na 2002 r.

Dochody z podatków pośrednich wyniosły 43,8 mld PLN, tj. o 4,5 mld powyżej analogicznego okresu ub.r. Na szczególną uwagę zasługuje wzrost dochodów z VAT w czerwcu br. Jakakolwiek analiza i wyciąganie wniosków tylko na podstawie porównania dochodów czerwcowych z poprzednimi okresami są mylące, bowiem osiągnięty wzrost wynika z jednorazowej zmiany w zasadzie rozliczania podatku. Dochody z VAT w czerwcu zostały „sztucznie” zwiększone o dodatkowe 1,8 mld PLN (kwota ta wyjaśnia ponad 80 proc. przyrostu dochodów z VAT między II kwartałem br. i II kwartałem 2001 r.). Wynikało to z przesunięcia terminu wypłaty zwrotów nadpłaconego podatku VAT przez urzędy skarbowe z 25 dni na 60 dni. Tylko dzięki temu przesunięciu dochody w 2002 r. będą wyższe, ponieważ w ciągu jednego miesiąca nie zostanie zwrócony nadpłacony podatek.

Pomimo spowolnienia wzrostu dochodów gospodarstw domowych nie maleje popyt na niektóre wyroby akcyzowe – na przykład wpływy z podatku od paliw w I po-

łowie br. były o prawie 6 proc. wyższe niż w roku poprzednim, wyrobów tytoniowych o ponad 12 proc., a piwa o prawie 6 proc. Tylko dochody od wyrobów spirytusowych i od samochodów były niższe niż w roku poprzednim (odpowiednio o 4 proc. oraz 23 proc.), co tłumaczy decyzję nowego ministra finansów o obniżce akcyzy o 30 proc. na tę pierwszą grupę towarów.

Dochody z podatku CIT wyniosły 6,1 mld PLN, tj. o 0,7 mld powyżej dochodów z ub.r. Traktując dane GUS nt. sytuacji finansowej przedsiębiorstw jako indyktor tego, co dzieje się z dochodem podlegającym opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych, bez cienia wątpliwości można powiedzieć, że wyższe tegoroczne dochody wynikają głównie z poprawy rentowności podatników (wynik finansowy brutto przedsiębiorstw objętych badaniem GUS wzrósł w I kwartale br. o ponad 70 proc., a wskaźnik rentowności o 0,8 pkt. proc.), która najprawdopodobniej wspierana była zwiększeniem liczby podatników.

Dochody z podatku PIT wyniosły 9,4 mld PLN, czyli praktycznie na poziomie ub.r. i poniżej prognozy z ustawy budżetowej. Mimo zamrożenia progów podatkowych oraz wprowadzenia dodatkowego opodatkowania dochodów z aktywów finansowych wpływy z tego podatku kształtują się poniżej prognozy przyjętej do budżetu. Jak można to wytłumaczyć? Po pierwsze, biorąc pod uwagę skalę realizowanych dochodów opodatkowanie oszczędności okazało się pomyłką. Po drugie, zapowiedź zniesienia ulgi budow-

¹ Współpracownik CASE. Były dyrektor Departamentu Polityki Finansowej i Analiz w Ministerstwie Finansów. Artykuł wyraża osobiste poglądy autora.

lanej zwiększyła skalę odliczeń, które przerosły oczekiwania autorów prognozy. Ostatni czynnik, który na razie traktuję jako roboczą hipotezę, to zmniejszenie liczby podatników w wyniku zmiany formy prawnej podatników z osoby fizycznej prowadzącej działalność gospodarczą na osobę prawną. Jeżeli ta hipoteza okaże się prawdziwa to po raz kolejny (po opodatkowaniu dochodów finansowych) okaże się, że racje polityczne przegrywają z racjonalnym działaniem ekonomicznym.

Kwota dochodów podatkowych została osiągnięta przy niższych niż przyjęto w budżecie zmiennych makroekonomicznych i przy spadającym wskaźniku ściągalności podatków (pogorszenie efektywności systemu podatkowego), na co wpływ miał znaczny wzrost zaległości podatkowych. Niestety przyrost zaległości w okresie pierwszych czterech miesięcy 2002 r. (1,4 mld PLN) osiągnął już połowę przyrostu obserwowanego w całym 2001 r. i nie ma to nic wspólnego ze zmniejszeniem stopnia fiskalizmu i rzekomym „pozostawianiem” w gospodarce coraz większych środków

sprzyjających jej rozwojowi. Świadczy to tylko o rosnącej asymetrii i przerzucaniu obciążeń podatkowych na podmioty sprawnie działające.

Prognoza dochodów budżetu państwa na 2002 r.

Na podstawie wykonania dochodów w okresie styczeń–czerwiec, przyjmując scenariusz makroekonomiczny, który nie odbiega zasadniczo od wielkości prezentowanych w tym materiale oraz zakładając utrzymanie wskaźnika ściągalności na poziomie kwietnia br. dochody podatkowe budżetu państwa na 2002 r. będą wyższe od zaplanowanych o prawie 4 mld PLN.

Sytuacja ta nie nastroja jednak optymistycznie, skoro wzrost ten w 40 proc. osiągnięty został metodami „twórczej księgowości” w podatku VAT, umiarkowanego sukcesu zwiększonego fiskalizmu w przypadku podatku akcyzowe-

Tabela 1. Stan i przyrost zaległości podatkowych, 1998-2002

Okres	Łącznie		VAT		Akcyza		CIT		PIT	
	stan	+/- *)	stan	+/- *)	stan	+/- *)	stan	+/- *)	stan	+/- *)
1998	5 286,0		2 640,6		209,0		674,9		1 761,6	
I 1999	5 734,6		3 033,2		212,3		697,2		1 791,9	
II 1999	6 228,8		3 348,6		284,4		714,0		1 881,7	
III 1999	6 474,4		3 607,6		326,1		689,5		1 851,2	
1999	6 998,0	523,6	4 106,1	498,6	281,2	-44,8	679,3	-10,2	1 931,3	80,1
I 2000	7 747,3	749,3	4 654,4	548,3	300,6	19,3	751,7	72,4	2 040,6	109,3
II 2000	8 233,9	486,6	5 062,0	407,6	380,2	79,6	698,1	-53,6	2 093,6	53,0
III 2000	8 581,3	347,4	5 301,7	239,6	402,5	22,3	765,3	67,2	2 111,8	18,2
2000	9 574,7	993,5	6 083,7	782,0	495,9	93,4	826,3	61,0	2 168,8	57,0
I 2001	10 202,9	628,2	6 525,4	441,7	548,3	52,3	901,7	75,5	2 227,5	58,7
II 2001	10 825,8	622,9	7 047,0	521,6	652,0	103,8	815,4	-86,3	2 311,3	83,8
III 2001	11 448,4	622,6	7 530,7	483,7	738,4	86,4	834,4	19,0	2 344,8	33,5
2001	12 263,5	815,1	8 167,8	637,1	786,1	47,7	904,3	69,9	2 405,2	60,5
I 2002	12 821,7		8 668,6		795,0		912,4		2 445,7	
II 2002	13 160,5		8 701,9		815,8		1 184,3		2 458,6	
III 2002	13 322,8	1 059,3	8 821,8	654,0	844,9	58,8	1 191,3	286,9	2 464,8	59,6
2002	13 622,9		9 000,0		893,3		1 253,5		2 476,1	

*) w porównaniu do okresu (kwartału) poprzedniego

Źródło: Ministerstwo Finansów.

go i kompletnego fiaska w przypadku podatku PIT, a zwłaszcza podatku od zysków z lokat bankowych. W przypadku 16-proc. udziału podatku CIT w zwiększonych dochodach podatkowych, to była to „nagroda” i „zachęta” dla przedsiębiorstw do dalszej obniżki kosztów, w tym zatrudnienia. Znaczny przyrost zaległości podatkowych, „przenosiny” podatników PIT do CIT, a ponadto

wzrost transakcji gotówkowych i powiększanie szarej strefy jednoznacznie sugeruje postrzeganie systemu podatkowego przez podatników w Polsce. Bez głębokiej reformy systemu podatkowego polska gospodarka nie będzie w stanie konkurować nie tylko z gospodarkami Stanów Zjednoczonych, UE, ale także i Rosji.

Tabela 2. Dochody budżetu państwa na 2002 r.

	Ustawa 2002	Prognoza 2002	<i>mln PLN</i>	%
DOCHODY OGÓLEM	145,1	149,0	3,9	2,71%
Podatki pośrednie	91,3	94,1	2,8	3,04%
Podatek od osób prawnych	13,8	14,7	0,9	6,51%
Podatek od osób fizycznych	26,5	25,7	-0,8	-3,17%
Cło	3,5	3,8	0,3	9,23%
Dochody jednostek budżetowych	6,1	6,4	0,3	5,33%
Pozostałe dochody	3,8	4,3	0,5	11,74%

Źródło: Uzasadnienie do ustawy budżetowej na 2002 r. Opracowanie własne.



NOWOŚĆ – Prognozy miesięczne

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

Prognozy ukazują się najpóźniej do 12-go każdego miesiąca.

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