

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

RAPORT O INFLACJI I kwartał 2000

Warszawa, czerwiec 2000 r.

Projekt graficzny:

Ryszard Piwowar
Piotr Chodorek
Ed Polinski

Skład i druk:

Drukarnia NBP

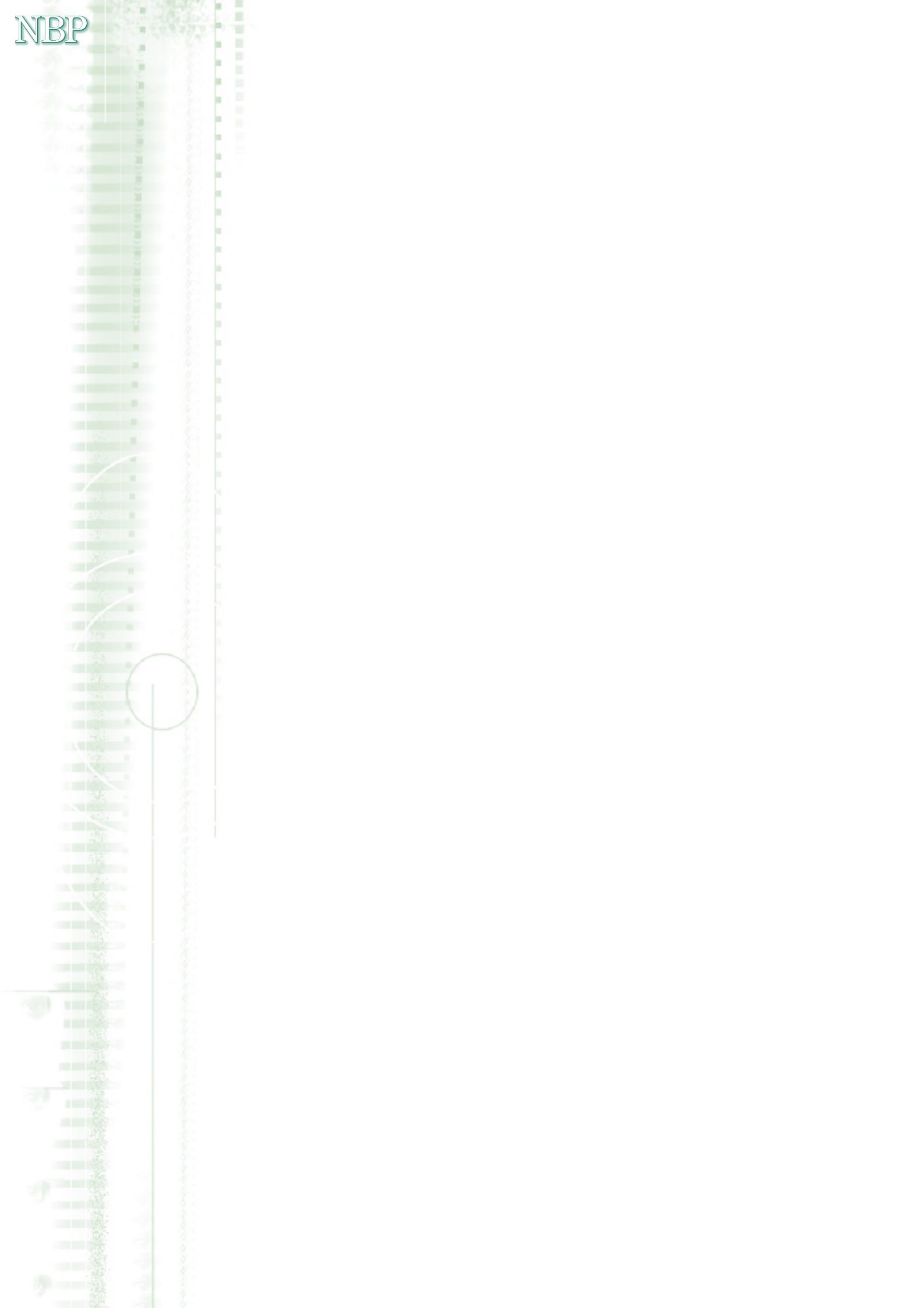
Wydał:

Narodowy Bank Polski
Gabinet Prezesa
Wydział Promocji i Informacji
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
Tel (0-22) 653 23 35, Fax: (0-22) 653 13 21

© *Narodowy Bank Polski*, 2000
ISSN 1640 - 0747

SPIS TREŚCI

SYNTEZA	5
Przebieg procesów inflacyjnych w I kwartale 2000 r.	9
Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych	9
Kształtowanie się inflacji bazowej	18
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej	21
Czynniki określające zjawiska inflacyjne w I kwartale 2000 r.	26
Pieniądz i ceny na rynku finansowym	26
Podaż pieniądza w I kwartale 2000 r.	26
Funkcjonowanie kanałów transmisji w I kwartale 2000 r.	38
Kanał stopy procentowej	38
Kanał kursu walutowego	44
Oczekiwania inflacyjne	47
Kanał papierów wartościowych (efekt majątkowy)	63
Wpływ cen zewnętrznych na zjawiska inflacyjne w I kwartale 2000 r.	65
Kształtowanie się zagregowanego popytu i podaży	67
Popyt wewnętrzny	68
Nierównowaga zewnętrzna a zagrożenia inflacyjne	72
Zagregowana podaż	78
Tendencje w zakresie kosztów i cen w przemyśle	80
Rynek pracy i bezrobocie, dochody	85
Polityka pieniężna w I kwartale 2000 r. a realizacja celu inflacyjnego	91
Realizacja celu polityki pieniężnej	91
Instrumenty polityki pieniężnej	91
Perspektywy inflacji	94



SYNTEZA

W kolejnych miesiącach I kwartału 2000 r. inflacja w ujęciu rocznym przekraczała 10%. Z początkiem roku, po nieomal półtorarocznym okresie, inflacja w Polsce powróciła do poziomu dwucyfrowego. Taki poziom inflacji był prognozowany przez NBP jesienią 1999 r.

Rozwój procesów inflacyjnych w I kwartale 2000 r. stanowił kontynuację tendencji wzrostowej z drugiej połowy 1999 r. Przeprowadzona w niniejszym *Raporcie o inflacji* analiza wskazuje, że przyspieszenie tempa wzrostu cen w pierwszych trzech miesiącach br. zostało spowodowane czterema głównymi czynnikami. Tradycyjnie w pierwszych miesiącach roku nastąpił znaczny wzrost szeroko pojętych cen regulowanych. Duży wpływ na wzrost cen miał dynamiczny wzrost cen ropy naftowej na rynku światowym. Na krajowym rynku produktów rolnych miał miejsce dalszy wzrost cen żywności. Utrzymywała się presja kosztowa w segmentach działalności produkcyjnej, w których występuje sztywny popyt i funkcjonują struktury monopolistyczne lub brak jest konkurencji ze strony rynku światowego.

Kształtowanie się wskaźników inflacji bazowej poniżej ogólnego wskaźnika cen wskazuje, że wzrost cen najbardziej zmiennych oraz cen kontrolowanych, nie poddających się łatwo lub wcale oddziaływaniu polityki pieniężnej, nadal decydował o utrzymywaniu się stosunkowo wysokiego poziomu inflacji.

Tendencja wzrostu wskaźnika inflacji spowodowała istotne zaostrzenie polityki pieniężnej jesienią 1999 r. W bieżącym roku restrykcyjne nastawienie polityki pieniężnej jest kontynuowane. W I kwartale 2000 r. znalazło ono m. in. wyraz w decyzji Rady Polityki Pieniężnej z dnia 23 lutego o podniesieniu podstawowych stóp procento-

wych o 100 punktów bazowych. Polityka pieniężna osłabiała tempo wzrostu cen w I kwartale 2000 r. i będzie oddziaływać w kierunku stopniowego obniżania inflacji w przyszłości. Takiemu przebiegowi procesów inflacyjnych sprzyjało to, że w I kwartale 2000 r. nastąpiło zmniejszenie podaży pieniądza: była ona w końcu marca niższa nominalnie o 0,6%, realnie zaś o 4,0% w porównaniu z występującą w końcu 1999 r.

Czynnikiem spowalniającym tempo wzrostu cen w I kwartale br. była również lepsza niż przed rokiem sytuacja sektora finansów publicznych. Jednak jej poprawa nie była na tyle istotna, aby zapobiec pogłębianiu się nierównowagi zewnętrznej kraju. Można szacować, że relacja deficytu obrotów bieżących do PKB w układzie rocznym kształtowała się w I kwartale 2000 r. na poziomie 8,3%, wobec 4,5% w I kwartale 1999 r. i 7,6% w całym 1999 r.

Wysoki deficyt obrotów bieżących w Polsce jest głównie skutkiem czynników strukturalnych, niezależnych od polityki pieniężnej. Działania zmierzające do jego ograniczenia powinny przede wszystkim zmierzać do intensyfikacji reform strukturalnych, prowadzących do podniesienia konkurencyjności przedsiębiorstw. W sferze polityki makroekonomicznej, w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych, jedynie dalsze zacieśnienie polityki fiskalnej może być skutecznym środkiem ograniczenia deficytu na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego kraju.

W następnych miesiącach możliwy jest przejściowy powrót do inflacji dwucyfrowej, z wyraźniejszą redukcją inflacji w ostatnich pięciu miesiącach 2000 r.

W niniejszym *Raporcie o inflacji* wykorzystano dane statystyczne dostępne do drugiej dekady czerwca 2000 r. włącznie.

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	1997
	1997				
PKB	6,4	7,5	6,7	6,4	6,8
Popyt krajowy	7,8	8,9	9,2	10,7	9,2
Spożycie ogółem	6,0	6,3	6,3	5,7	6,1
Spożycie indywidualne	6,7	7,1	7,0	6,6	6,9
Akumulacja brutto	18,6	20,3	20,6	22,3	20,8
Nakłady brutto na środki trwałe	19,6	21,0	21,2	23,2	21,7
Stopa oszczędzania (%)	13,6	13,6	12,7	12,9	13,2
Stopa oszczędności finansowych (%)	9,5	8,2	6,7	10,3	8,6
Stopa bezrobocia (%)	12,6	11,6	10,6	10,3	10,3
Dochody do dyspozycji (analogiczny okres roku poprzedniego = 100)	104,8	108,1	110,0	105,4	107,1

Podstawowe wskaźniki monetarne

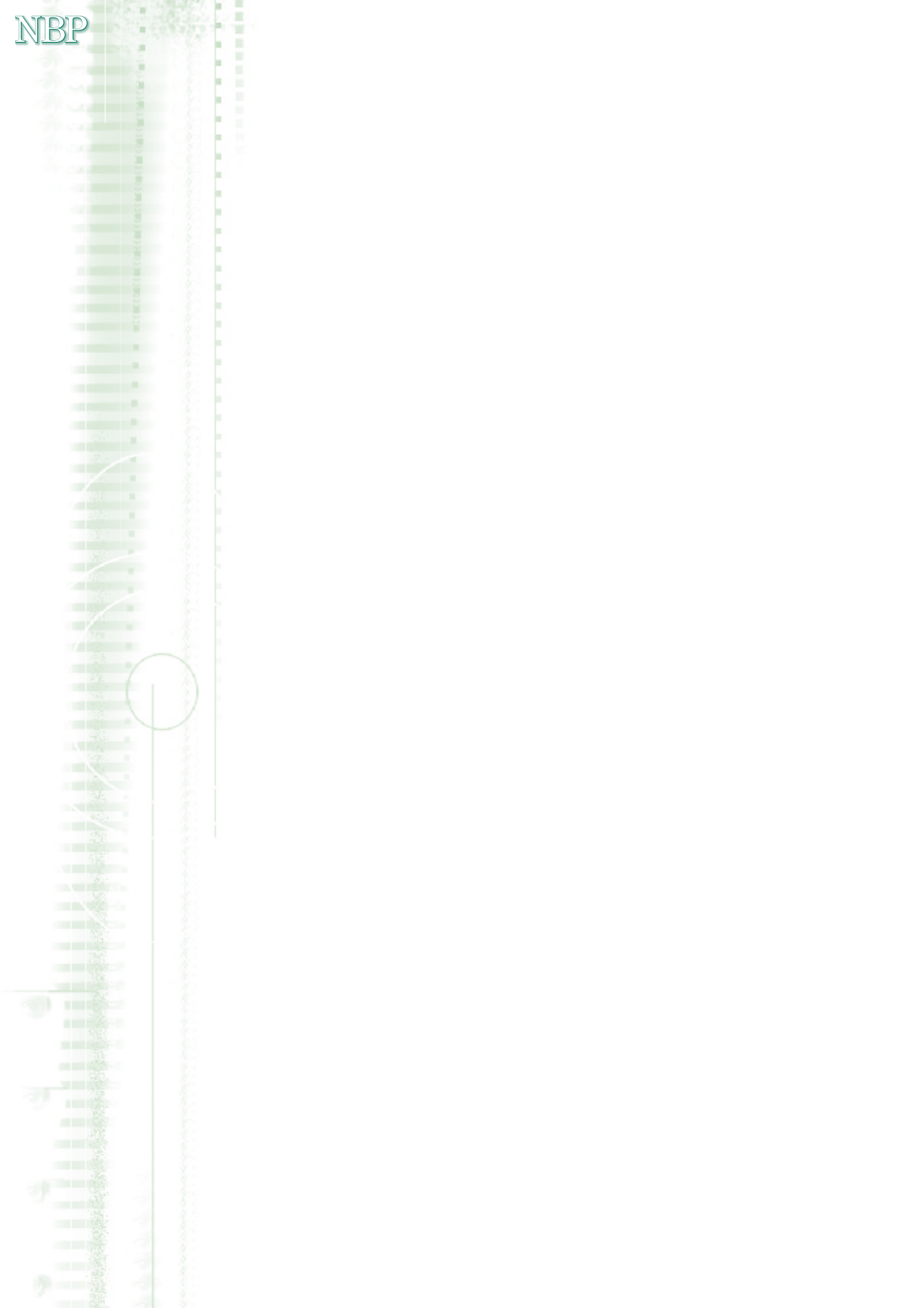
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych ¹	116,6	115,3	113,6	113,2	113,2
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ¹	111,8	112,2	113,0	111,5	111,5
M0	125,5	124,9	135,4	123,7	123,7
M1	124,7	128,4	125,3	118,2	118,2
M2	128,0	129,8	131,6	129,1	129,1
Depozyty sektora niefinansowego	130,0	132,1	134,3	131,9	131,9
osób prywatnych	129,1	131,5	134,1	136,3	136,3
podmiotów gospodarczych	132,6	133,6	134,7	122,1	122,1
Należności od sektora niefinansowego	147,7	147,3	144,7	133,6	133,6
od osób prywatnych	200,3	189,6	174,5	156,2	156,2
od podmiotów gospodarczych	141,4	141,4	140,1	129,7	129,7
M0	107,6	108,4	119,2	109,3	109,3
M1	106,9	111,4	110,3	104,4	104,4
M2	109,8	112,6	115,8	114,0	114,0
Depozyty sektora niefinansowego	111,5	114,6	118,2	116,5	116,5
osób prywatnych	110,7	114,1	118,0	120,4	120,4
podmiotów gospodarczych	113,7	115,9	118,6	107,8	107,8
Należności od sektora niefinansowego	126,7	127,7	127,4	118,0	118,0
od osób prywatnych	171,8	164,4	153,6	138,0	138,0
od podmiotów gospodarczych	121,3	122,6	123,4	114,6	114,6
Stopa referencyjna (%) ²					
Stopa kredytu redyskontowego (%) ²	22,0	22,0	24,5	24,5	24,5
Stopa kredytu lombardowego (%) ²	25,0	25,0	27,0	27,0	27,0

¹ w ostatnim miesiącu kwartału² stan w końcu okresu

Źródło: dane GUS, dane NBP, szacunki własne NBP.

RAPORT O INFLACJI I kwartał 2000

I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	1998	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	1999	I kwartał
1998				1999				2000		
realny wzrost										
6,4	5,4	5,0	2,9	4,8	1,6	3,0	5,0	6,2	4,1	6,1
7,4	5,9	6,3	6,6	6,5	3,3	4,6	5,6	5,8	4,9	5,1
5,5	3,7	3,9	3,9	4,1	3,7	4,1	4,5	4,6	4,2	3,9
6,4	4,2	4,5	4,6	4,7	4,4	4,9	5,4	5,4	5,0	4,6
17,4	14,9	14,6	12,0	13,8	1,1	6,5	9,0	7,9	6,8	11,2
17,8	15,2	14,8	12,6	14,2	6,1	6,8	7,0	7,3	6,9	5,5
12,0	14,9	10,8	15,4	13,3	11,0	11,5	9,8	13,3	11,4	.
8,6	7,8	7,1	7,1	7,7	10,7	2,5	3,3	3,2	4,9	.
10,4	9,6	9,6	10,4	10,4	12,1	11,6	12,1	13,0	13,0	13,9
104,4	103,7	102,5	107,2	104,5	104,1	103,0	102,3	102,2	102,8	.
analogiczny okres poprzedniego roku = 100										
113,9	112,2	110,6	108,6	108,6	106,2	106,5	108,0	109,8	109,8	110,3
109,2	107,7	106,4	104,8	104,8	104,7	105,2	106,2	108,1	108,1	107,3
dynamika nominalna stanów na koniec okresu										
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)										
117,6	120,6	112,7	126,8	126,8	121,5	118,9	92,9	98,4	98,4	83,6
116,5	113,7	112,6	113,0	113,0	121,7	119,3	119,1	122,0	122,0	105,1
127,4	126,7	125,4	125,2	125,2	127,6	122,9	120,9	119,3	119,3	113,8
130,9	130,2	128,6	127,8	127,8	129,5	124,6	122,3	118,3	118,3	115,5
134,0	131,0	129,6	126,3	126,3	127,5	123,4	120,8	115,2	115,2	114,2
122,8	127,8	126,1	131,5	131,5	135,0	128,0	126,2	125,5	125,5	119,1
130,4	129,2	128,2	127,9	127,9	129,5	127,6	127,8	127,1	127,1	123,9
145,3	135,3	133,8	130,0	130,0	135,8	141,1	147,6	153,1	153,1	152,1
127,9	128,1	127,1	127,5	127,5	128,2	125,0	123,8	121,6	121,6	118,1
dynamika realna stanów na koniec okresu										
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)										
103,3	107,5	101,9	116,7	116,7	114,4	111,6	86,0	89,7	89,7	76,0
102,3	101,4	101,8	104,0	104,0	114,6	112,0	110,3	111,1	111,1	95,3
111,9	112,9	113,4	115,2	115,3	120,2	115,4	111,9	108,7	108,7	103,2
114,9	116,0	116,3	117,6	117,6	121,9	117,0	113,2	107,7	107,7	104,7
117,7	116,8	117,2	116,3	116,3	120,0	115,8	111,9	104,9	104,9	103,5
107,8	113,9	114,0	121,0	121,0	127,1	120,2	116,9	114,3	114,3	108,0
114,5	115,1	115,9	117,8	117,8	121,9	119,8	118,3	115,7	115,7	112,3
127,6	120,6	121,0	119,7	119,7	127,9	132,5	136,6	139,4	139,4	137,9
112,3	114,1	114,9	117,4	117,4	120,8	117,3	114,6	110,8	110,8	107,1
24,0	21,5	18,0	15,5	15,5	13,0	13,0	14,0	16,5	16,5	17,5
24,5	23,5	21,5	18,3	18,3	15,5	15,5	15,5	19,0	19,0	20,0
27,0	26,0	24,0	20,0	20,0	17,0	17,0	17,0	20,5	20,5	21,5



Przebieg procesów inflacyjnych w I kwartale 2000 r.

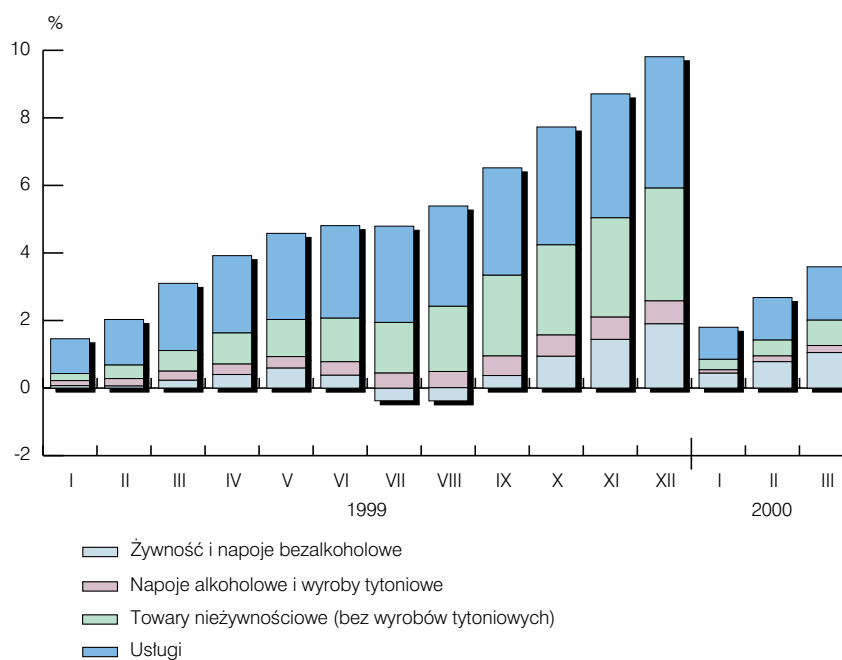
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W I kwartale 2000 r. wzrost cen liczony narastająco, od grudnia 1999 r. do marca 2000 r., był wyższy od występującego przed rokiem – ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 3,6%, podczas gdy w analogicznym okresie 1999 r. przyrosły o 3,1% (wykres 1).

O ile w styczniu i lutym 2000 r. miesięczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych wyniosło odpowiednio 1,8% i 0,9% i było szybsze niż w analogicznych miesiącach poprzedniego roku o 0,3 pkt. proc. miesięcznie, to w marcu br. ukształtowało się na poziomie 0,9%, tj. o 0,1 pkt. proc. niżej niż w takim samym miesiącu poprzedniego roku.

Analiza procesów inflacyjnych w I kwartale 2000 r. wskazuje, iż na przyspieszenie tempa wzrostu cen w tym okresie oddziaływały przede wszystkim następujące czynniki: znaczny wzrost szeroko pojętych cen regulowanych, wzrost cen detalicznych paliw spowodowany

Wykres 1
Udział cen podstawowych grup towarów i usług w ogólnym wzroście CPI
(grudzień poprzedniego roku = 100)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

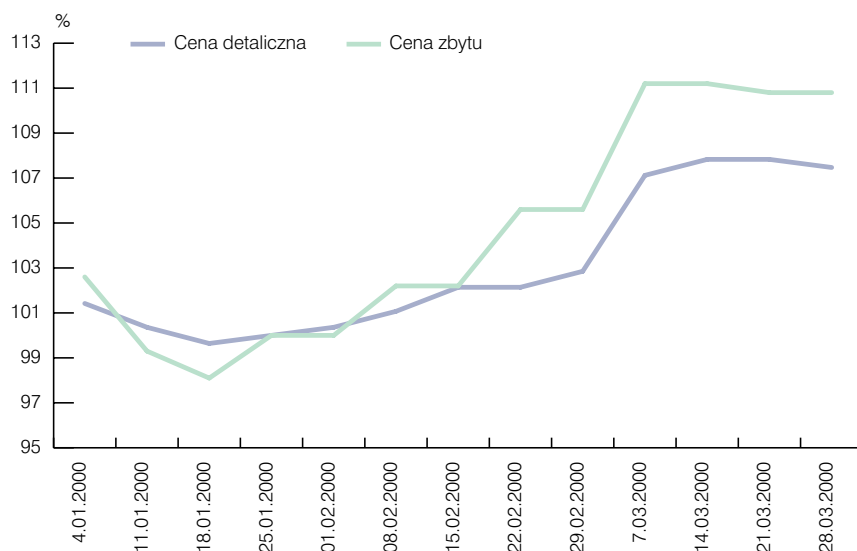
wzrostem cen światowych ropy naftowej, pogorszenie sytuacji na niektórych krajowych rynkach produktów rolnych, skutkujące dalszym wzrostem cen żywności, a także presja kosztowa występująca w tych segmentach działalności produkcyjnej, w których występują struktury monopolistyczne lub na których wyroby utrzymuje się sztywny popyt.

Podstawowym czynnikiem decydującym o wzroście ogólnego wskaźnika cen był wzrost cen kontrolowanych. W I kwartale br. ceny te wzrosły o 4,6%, stanowiąc około 1,2 pkt. proc. ogólnego wzrostu cen w tym okresie (przed rokiem ta grupa cen wykazała wzrost o 6,7%, stanowiąc 1,6 pkt. proc. globalnego wzrostu cen). Tradycyjnie podwyżki cen kontrolowanych koncentrowały się w I kwartale każdego roku. W ciągu ostatnich lat ma miejsce sukcesywne przekształcanie form kontroli nad cenami z bezpośrednich (ceny urzędowe) na pośrednie (kontrolowane za pomocą stawek podatku akcyzowego). W wyniku tego, z roku na rok, coraz słabsze są jednorazowe, silne impulsy inflacyjne. Najsilniejsze impulsy inflacyjne w ciągu pierwszych trzech miesięcy br. ze strony cen kontrolowanych miały miejsce w styczniu (miesięczny wzrost cen kontrolowanych o 2,4%) oraz w marcu (1,5%), podczas gdy w lutym miesięczny wzrost cen kontrolowanych był niższy od inflacji i wyniósł 0,7%.

Wykres 2

Dynamika średniej ceny detalicznej oraz ceny zbytu benzyny EU 95 w I kwartale 2000 r.

(28.12.1999 = 100)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Nafta Polska SA.

Wzrost cen kontrolowanych w I kwartale 2000 r. był wynikiem m. in. wzrostu opłat za dostawę gazu sieciowego (6,1%), usługi transportowe (8,4%) oraz usługi pocztowe (7,7%). W grupie tej nadal znacząco i zarazem silniej niż w tym samym okresie przed rokiem zdrożały paliwa (wzrost o 7,2% wobec 4,2%). Ich wzrost w ciągu I kwartału br. stanowił 0,2 pkt. proc. ogólnego wzrostu cen (rok temu 0,1 pkt. proc.).

Ceny detaliczne paliw na rynku krajowym w I kwartale 2000 r. w dalszym ciągu rosły. Mimo że w styczniu nastąpił niewielki spadek tych cen, a do końca lutego wzrastały one wolniej niż w 1999 r., to jednak silny wzrost w pierwszym tygodniu marca przesądził o wyższym ponad 7% poziomie cen paliw w stosunku do grudnia 1999 r. (wykres 2). Wpływ na takie kształtowanie cen detalicznych paliw miały ceny zbytu w rafineriach, ceny światowe paliw, podwyżki podatku akcyzowego.

Polski rynek hurtowy obejmuje 7 rafinerii, w tym trzy z Grupy PKN. Dominującą rolę na rynku mają dwa podmioty: PKN oraz Rafineria Gdańska. Mając silną pozycję rynkową, prawie jednocześnie dokonują one zmian cen zbytu paliw. W I kwartale rafinerie pięciokrotnie podniosły i trzykrotnie obniżyły ceny zbytu (wszystkie dane odnoszące się do cen zbytu i wartości parytetu dotyczą benzyny bezołowiowej), z tym że skala podwyżek była wyraźnie większa niż obniżek. W efekcie ceny zbytu wzrosły o 10,8%.

Ceny zbytu ustalane są przez rafinerie na podstawie tzw. parytetu importowego, który jest ceną importowanego paliwa przeliczoną po kursie dolara powiększonym o 1%, po dodaniu podatku akcyzowego, cła, kosztów bankowych i finansowania. W I kwartale 2000 r. wartość parytetu importowego wzrosła o prawie 14%.

Podatek akcyzowy, stanowiący około 58% parytetu, wzrósł o około 8%. Na wzrost ten złożyły się dwie podwyżki – w styczniu średnio o 4,9% oraz w marcu o 4,7%. Dla benzyny bezołowiowej, dla której podana jest kalkulacja parytetu importowego, podwyżki te wyniosły odpowiednio 4,4% i 3,4%. Cena importowa wzrosła natomiast o 24,6%, co wynikało ze wzrostu cen światowych benzyny (o 27,7%) i obniżki kursu dolara stosowanego do wyznaczania parytetu (o 2,5%). Cena importowa stanowi około 39% parytetu. Kurs dolara stosowany do obliczania parytetu to kurs NBP aktualizowany co dwa tygodnie, powiększany o 1%. Pozostałe 3% parytetu stanowi cło i koszty bankowe, i finansowania; w stosunku do końca grudnia ub.r. spadły one o około 10%. Złożyły się

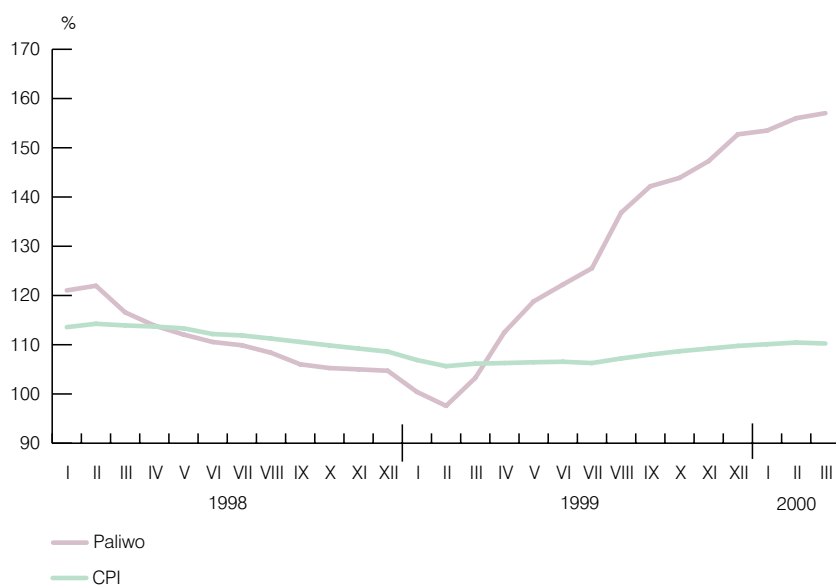
na to obniżka cła z 5% do 3% oraz wzrost kosztów bankowych i finansowania.

Dynamika wartości parytetu importowego w I kwartale była wyższa niż dynamika cen zbytu. W efekcie wartość parytetu, która na początku stycznia była niższa o 4% od cen zbytu, zrównała się z nimi pod koniec I kwartału 2000 r.

Od połowy lutego nastąpiło znaczne przyspieszenie dynamiki cen benzyny Premium w stosunku do cen ropy naftowej (dane dotyczyły cen maksymalnych). Na koniec marca dynamika cen benzyny Premium przewyższała dynamikę cen ropy o 29 pkt. proc. Silne wahania cen ropy spowodowane były spekulacjami na temat decyzji, które miały zapasć na spotkaniu 27 marca, dotyczących nowych limitów wydobycia przez kraje OPEC. Natomiast szybszy wzrost cen produktów był spowodowany spadkiem zapasów ropy naftowej i paliw. Od połowy marca rynek, spodziewając się podwyższenia limitów wydobycia, zareagował obniżką cen ropy. Spotkanie krajów OPEC skończyło się podjęciem decyzji o zwiększeniu wydobycia ropy o 7%. Oczekiwania i decyzja o zwiększeniu wydobycia poskutkowały spadkiem cen ropy z ponad 30 USD/baryłkę na początku marca do 23 USD/baryłkę na koniec tego miesiąca. Dynamika cen paliw w układzie dwunastomiesięcznym znacznie przewyższała w I kwartale wskaźnik CPI i wyniosła w marcu 57% (wykres 3).

Wykres 3

Porównanie wskaźników CPI i paliw (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

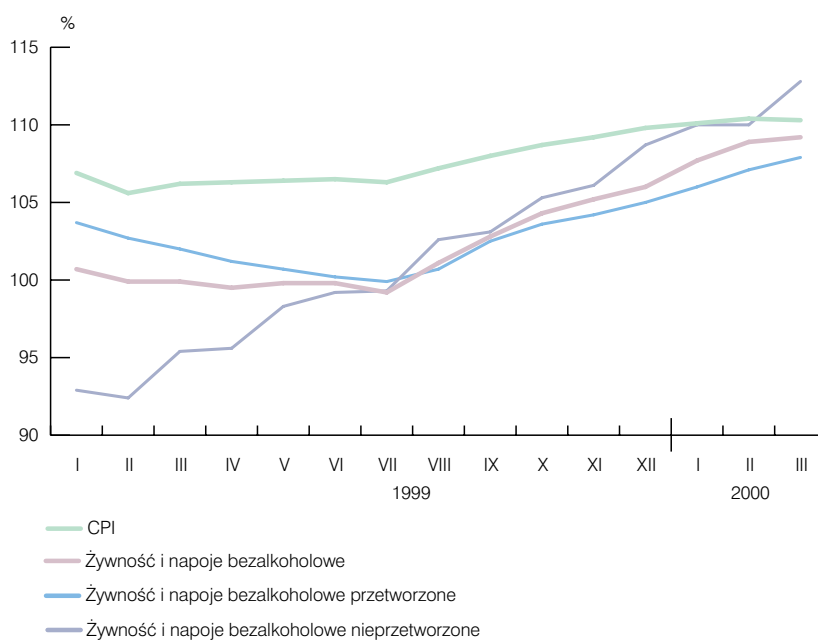


Źródło: dane GUS.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych były wyższe w marcu br. w porównaniu z grudniem 1999 r. o 3,5%, a ich udział we wzroście cen towarów i usług konsumpcyjnych w I kwartale br. oceniany jest na 1,1 pkt. proc. Rok wcześniej ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły w rachunku narastającym o 0,7%, a udział w ogólnym wzroście cen stanowił 0,2 pkt. proc.

Spośród towarów żywnościowych od stycznia do marca br. najbardziej podrożał cukier (13,8%), warzywa (11,0%), drób (6,1%) oraz przetwory młynarskie (5,8%). Poniżej przeciętnego wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły ceny pieczywa i produktów zbożowych (3,4%), owoców (2,7%), olejów i pozostałych tłuszczów (2,6%) oraz ryb (1,1%). Obniżyły się natomiast ceny mięsa surowego (o 0,1%), w tym wieprzowiny (o 0,7%). Analiza wskaźników cen w podziale na żywność nieprzetworzoną i przetworzoną wskazuje wyraźnie na utrzymujące się w dalszym ciągu silniejsze tempo wzrostu cen żywności w postaci nieprzetworzonej (wykres 4). Takie kształtowanie się cen artykułów żywnościowych było skutkiem stopniowego ograniczania podaży niektórych produktów rolnych na rynku krajowym.

Wykres 4
Wskaźniki cen żywności nieprzetworzonej i przetworzonej oraz CPI
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Przez ostatnie lata wzrost cen żywności kształtował się znacznie poniżej wzrostu ogólnego wskaźnika inflacji. Sytuacja ta zaczęła się zmieniać w II połowie ubiegłego roku, między innymi w wyniku polityki interwencji na rynku rolnym. Relację wskaźników cen żywności do wskaźników cen towarów i usług w okresie ostatnich miesięcy przedstawia wykres nr 5.

Ogólnie na rynku rolnym w I kwartale 2000 r. przeważały tendencje wzrostu cen, zarówno cen skupu, jak i cen na targowiskach. Ceny większości produktów, zwłaszcza zbóż, ziemniaków i mleka, kształtowały się znacznie powyżej bardzo niskiego poziomu sprzed roku. Obserwowano stopniowy, niewielki wzrost cen żywca wołowego i drobiowego. Po spadku cen, pod koniec I kwartału br. podrożał żywiec wieprzowy. Po lekkiej poprawie w początkach br., na skutek wzrostu cen większości podstawowych produktów rolnych, koniunktura na rynkach rolnych w dalszych miesiącach I kwartału zaczęła się pogarszać. Zadecydowało o tym przede wszystkim zmniejszenie tempa wzrostu cen skupu surowców rolniczych. Spowodowało to nieznaczne zwolnienie wzrostu cen żywności w końcu kwartału.

W celu złagodzenia niedoboru zbóż ze źródeł krajowych oraz dla obniżenia tempa wzrostu cen zbóż na ryn-

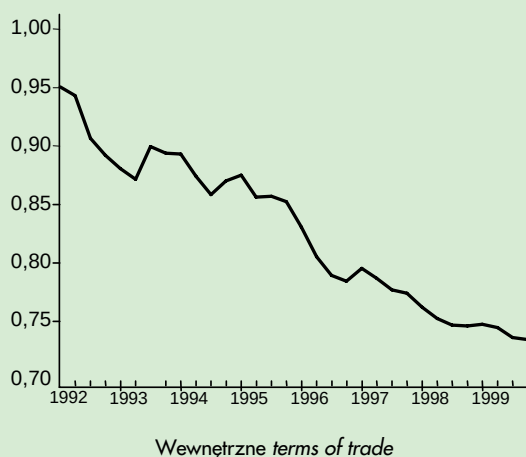
Wykres 5

Relacje wskaźników wzrostu cen żywności do wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Rozwój cen usług: weryfikacja występowania efektu Samuelsona – Balassy w Polsce



W krajach wysoko rozwiniętych obserwuje się tendencję do aprecjacji tzw. wewnętrznych *terms of trade*, czyli relacji ceny dóbr wymiennych do niewymiennych. Empiryczna weryfikacja danych dla Polski pozwala stwierdzić, że powyższa prawidłowość jest także udziałem naszego kraju. Teoretyczne wyjaśnienie tego zjawiska jest znane jako efekt Samuelsona – Balassy. Mówi on, że indeks wewnętrznych *terms of trade* stanowi odbicie stosunku krańcowych produktywności pracy w sektorach gospodarki nie podlegających konkurencji międzynarodowej i tych, które są na nią wystawione, czyli:

$$\frac{P_T}{P_N} = \frac{MPL_N}{MPL_T} ,$$

gdzie: P – poziom cen, MPL – krańcowa produktywność pracy, N – sektor dóbr niewymiennych, a T – sektora dóbr wymiennych.

Pierwszą kategorię tworzą głównie usługi, bowiem w przeważającej większości mają one lokalny charakter i nie podlegają wymianie handlowej, na drugą składają się sektory wytwarzające towary będące przedmiotem handlu. W przeciwieństwie do działalności produkcyjnej, gdzie postęp technologiczny pozwala na szybkie podniesienie produktywności, w działalności usługowej (np. strzyżenie, sprząatanie) osiągnięcie takich wyników nie jest możliwe. W konsekwencji stosunek krańcowej produktywności pracy w usługach i w przemyśle maleje. Przy założeniu jednego poziomu płac w całej gospodarce i przyjęciu, że płaca realna w każdym sektorze jest równa krańcowej produktywności pracy właściwej dla tego sektora, możemy na podstawie efektu Samuelsona – Balassy wnioskować, że ceny usług rosną bardziej dynamicznie niż ceny towarów handlowych właśnie z tego powodu. Warto zwrócić uwagę, że aprecjacja wewnętrznych *terms of trade* jest niezależna od koniunktury, nie ma związku z łatwością przenoszenia kosztów na ceny w sektorze usług ani nie jest uwarunkowana żadnym przejściowym impulsem. Odzwierciedla raczej pewien fundamentalny proces w gospodarce, który będzie trwał dopóty, dopóki rośnie produktywność pracy w przemyśle.

ku krajowym, Agencja Rynku Rolnego kontynuowała rozpoczętą w końcu listopada ub.r. sprzedaż żyta z zapasów interwencyjnych. Od początku lutego br. uruchomiona została również sprzedaż przetargowa pszenicy konsumpcyjnej z zapasów ARR.

W pierwszych miesiącach roku rynek mięsa charakteryzował się nadwyżką podaży nad popytem. W tej sytuacji ARR już od początku 2000 r. rozpoczęła skup wieprzowiny za pośrednictwem zakładów mięsnych. Pozwoliło to ograniczyć spadek cen skupu żywca. Jednak przy dalszym wzroście cen pasz, a zwłaszcza cen zbóż, opłacalność chowu trzody chlewnej pogorszyła się, co przy wzroście cen innych ziemiopłodów paszowych może być przyczyną dalszego ograniczenia chowu świń i wzrostu cen skupu.

W I kwartale 2000 r. **ceny usług konsumpcyjnych po wyłączeniu cen kontrolowanych** wzrosły o 5,0% (Ramka), podczas gdy przed rokiem usługi te zdrożały o 5,9%. Taki wzrost cen usług konsumpcyjnych po wyłączeniu cen kontrolowanych w I kwartale 2000 r. skutkowało podniesieniem ogólnego wskaźnika cen o 0,8 pkt. proc. (przed rokiem wynosił 1,0 pkt. proc.). W okresie tym silnie drożały niektóre grupy usług, m. in. opłaty za użytkowanie mieszkania, wywóz nieczystości, dostawy zimnej wody, w odniesieniu do których popyt ze strony gospodarstw domowych jest dosyć sztywny, a co za tym idzie wywierało to znaczny wpływ na kształtowanie się wydatków gospodarstw domowych.

Ceny towarów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych zwiększyły się w ciągu I kwartału br. o 1,8%, co skutkowało podniesieniem inflacji o 0,5 pkt. proc. Rok wcześniej ceny towarów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych wzrosły o 1,7%, a ich udział we wskaźniku inflacji wynosił również 0,5 pkt. proc. W I kwartale zaznaczył się wyraźniej wzrost cen w grupach artykułów trwałego użytkowania, cen książek, gazet i czasopism oraz leków. Wzrost cen w tej grupie jest w największym stopniu powiązany z utrzymującą się presją ze strony cen producentów, występującą w wielu działach produkcji przemysłowej oraz w obszarze produkcji nośników energii.

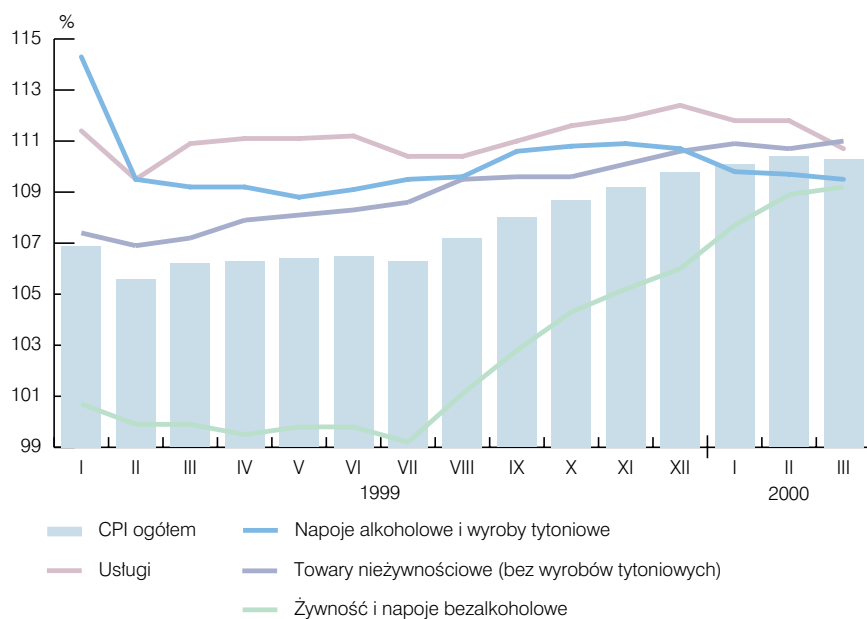
W I kwartale 2000 r. inflacja mierzona rocznym wskaźnikiem wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych kształtowała się wyżej niż przed rokiem we wszystkich miesiącach I kwartału br., wzrastając z 9,8% w grudniu 1999 r. do 10,4% w lutym 2000 r., by nieznacznie obniżyć się w marcu do 10,3%. Poziom inflacji sprzed ro-

ku został w końcu I kwartału br. przekroczony o 4,1 pkt. proc. (wykres 6).

Analiza struktury rocznego tempa wzrostu podstawowych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych wskazuje, że w kolejnych miesiącach I kwartału 2000 r., silniej niż ogólny wskaźnik wzrostu cen, rosły ceny towarów nieżywnościowych, przy czym w ostatnim miesiącu I kwartału br. roczne tempo ich wzrostu uległo niewielkiemu przyspieszeniu. Również roczny wzrost cen usług konsumpcyjnych kształtował się we wszystkich miesiącach I kwartału 2000 r. powyżej ogólnego wskaźnika wzrostu cen, jednakże, w przeciwieństwie do poprzedniej grupy, ceny usług konsumpcyjnych w końcu I kwartału br. wykazały pewne osłabienie tempa wzrostu. Roczne tempo wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych we wszystkich miesiącach I kwartału 2000 r. było wprawdzie w dalszym ciągu słabsze od ogólnego wzrostu cen, ale zwraca uwagę wyraźna tendencja wzrostowa tych cen, trwająca nieprzerwanie od sierpnia 1999 r. (w grudniu 1999 r. roczne tempo wzrostu 6,0%, w marcu 2000 r. 9,2%).

Z kolei analiza kształtowania się zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych w I kwartale 2000 r. na tle zmian cen w poprzednich kwartałach wskazuje na pewne

Wykres 6
Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

zwolnienie tempa wzrostu cen żywności i towarów nieżywnościowych w porównaniu z IV kwartałem 1999 r., jednocześnie na sezonowe przyspieszenie tempa wzrostu cen usług konsumpcyjnych (tablica 1).

Tablica 1

Zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych w kwartałach lat 1999-2000

Kwartał	CPI	Żywność i napoje bezalkoholowe	Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	Towary nieżywnościowe	Usługi
zmiany cen w okresie w %					
I 1999	3,1	0,7	4,3	2,0	6,4
II 1999	1,7	0,5	1,9	2,1	2,3
III 1999	1,7	0,0	2,6	3,5	1,2
IV 1999	3,0	4,7	1,5	2,6	2,0
I 2000	3,6	3,5	3,2	2,4	5,0

Źródło: dane GUS.

Kształtowanie się inflacji bazowej

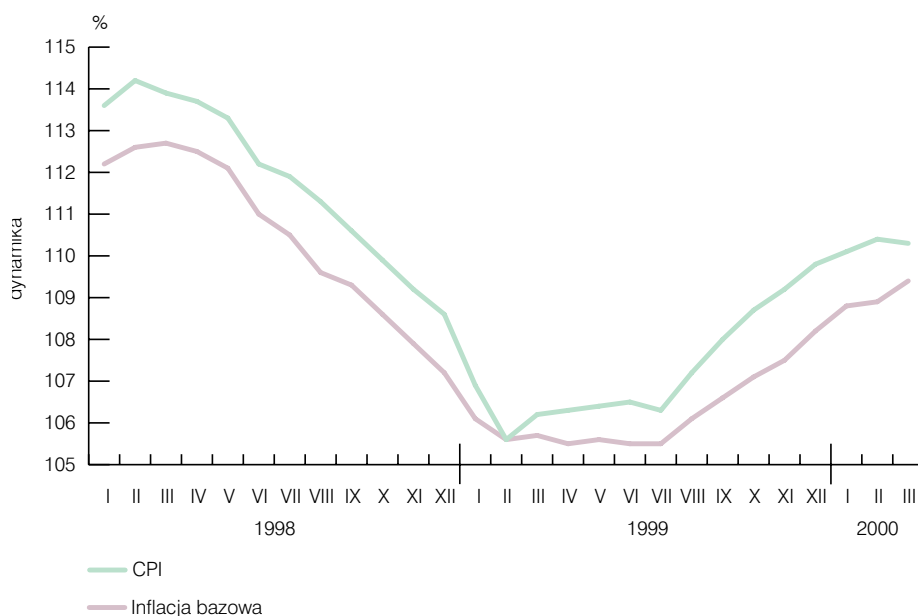
Poniżej prezentujemy kształtowanie się trzech miar inflacji bazowej w I kwartale 2000 r., tj.:

- 1) inflację bazową obliczoną poprzez wyłączenie z CPI wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych charakteryzujących się największą zmiennością,
- 2) inflację bazową obliczoną poprzez wyłączenie z CPI grup towarów i usług konsumpcyjnych o cenach kontrolowanych (tj. takich grup cen, które podlegają różnym formom administracyjnej regulacji w sposób bezpośredni bądź pośredni),
- 3) inflację bazową otrzymaną po wyeliminowaniu ze zbioru danych CPI po 15% skrajnie niskich i skrajnie wysokich wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych (tzw. 15% średnia obciążenia).

Wszystkie miary inflacji bazowej w ujęciu dwunastomiesięcznym, przedstawione na wykresach 7, 8, 9 kształtowały się w I kwartale br. poniżej ogólnego wskaźnika cen. Oznaczało to, że wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w grupach wyłączanych z globalnego wskaźnika dla potrzeb obliczenia każdej z trzech miar inflacji bazowej decydował w tym okresie o wyższym, niż inflacja bazowa, poziomie inflacji mierzonej wzrostem cen towarów i usług konsumpcyjnych. Również wszystkie

Wykres 7

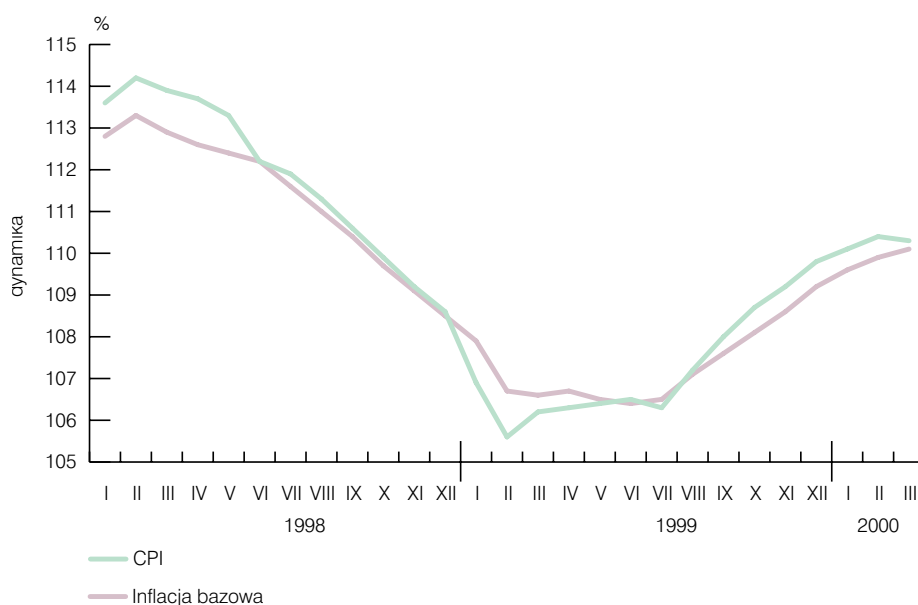
CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych w okresie styczeń 1998 - marzec 2000
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wykres 8

CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności w okresie styczeń 1998 - marzec 2000
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wykres 9

CPI oraz 15% średnia obciąża w okresie styczeń 1998 - marzec 2000

(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

trzy miary inflacji bazowej przez pierwsze dwa miesiące zgodnie pokazywały tendencje do przyspieszania tempa wzrostu, podobnie jak CPI. Dopiero marzec br. wykazał zróżnicowanie wskaźników inflacji bazowej w stosunku do wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Najbardziej zbliżone, co do poziomu, w porównaniu z CPI okazały się w I kwartale 2000 r. roczne wskaźniki inflacji bazowej obliczonej poprzez wyłączenie cen o największej zmienności. Występujące w ciągu I kwartału odchylenie *in minus* od CPI było stabilne przez pierwsze dwa miesiące, po czym w ostatnim miesiącu kwartału wskaźnik inflacji bazowej silnie zbliżył się do CPI.

Inna z miar inflacji bazowej, tj. wskaźnik obliczony poprzez wyłączenie z CPI grup towarów i usług konsumpcyjnych o cenach kontrolowanych (wykres 7), wykazywała w ciągu pierwszych dwóch miesięcy I kwartału br. tempo wzrostu generalnie słabsze od CPI w granicach 1,3 – 1,5 pkt. proc., po czym w ostatnim miesiącu różnica ta zmniejszyła się do 0,9 pkt. proc. Świadczy to o relatywnym osłabieniu wpływu cen kontrolowanych w marcu na ogólny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Wskaźniki inflacji bazowej obliczone poprzez wyeliminowanie z CPI wskaźników cen towarów i usług kon-

sumpcyjnych charakteryzujących się największą zmiennością (wykres 8), wykazywały w całym analizowanym okresie stałą tendencję rosnącą, mimo obniżenia się rocznego tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w marcu br. Skutkiem tego w marcu br. ta miara inflacji zbliżyła się bardziej do CPI, potwierdzając w ten sposób, iż mniej zmienne grupy cen w tym miesiącu wykazywały wzrost prawie tak samo silny jak grupy cen o największej zmienności.

Wskaźnik inflacji bazowej obliczony poprzez wyeliminowanie ze zbioru danych CPI po 15% skrajnie niskich i skrajnie wysokich wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych (tzw. 15% średnia obciążona) przedstawiony na wykresie 9, wykazywał przez wszystkie miesiące I kwartału 2000 r. zbieżność co do kierunków przebiegu z CPI. Jednocześnie kształtował się na niższym poziomie niż globalny wskaźnik inflacji. Mogło to potwierdzać fakt, że zarówno skrajnie wysokie, jak i skrajnie niskie wskaźniki wzrostu poszczególnych cen towarów i usług konsumpcyjnych (po 15% z góry i z dołu zbiorowości cen) spośród wszystkich wskaźników cen w okresie I kwartału br. oddziaływały dynamicznie na globalny wskaźnik CPI.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej

W marcu 2000 r. wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu¹ wzrósł w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku o 7,3% (przed rokiem o 4,7%). Na wzrost ten złożyły się wzrosty cen w sekcjach: górnictwo i kopalnictwo o 8,6% (w marcu 1999 r. o 2,8%), przetwórstwo przemysłowe o 7,4% (przed rokiem o 4,2%) oraz spadek tempa wzrostu cen produkcji sprzedanej w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę z 8,7% w marcu 1999 r. do 5,3% w marcu 2000 r.

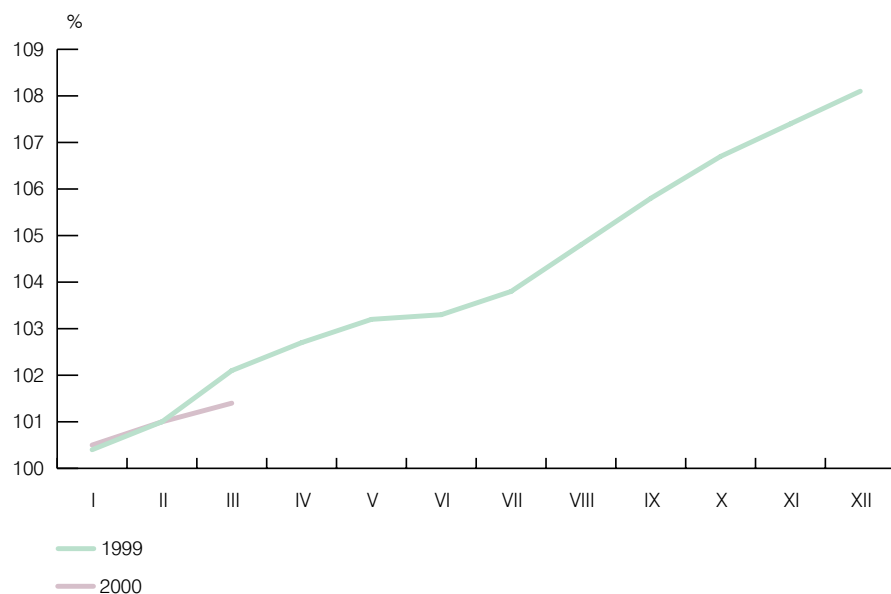
W I kwartale 2000 r. wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu² wzrósł w stosunku do grudnia ub.r. o 1,4% (przed rokiem o 2,1%) (wykres 10). Zwiększyła się różnica między wzrostem cen towarów i usług konsumpcyjnych i cen produkcji sprzedanej przemysłu, która w marcu 2000 r. wyniosła 2,2 pkt. proc. (przed rokiem 1,0 pkt. proc.).

¹ Wskaźniki cen - analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100.

² Wskaźniki cen (o ile nie zaznaczono inaczej) - grudzień poprzedniego roku = 100.

Wykres 10

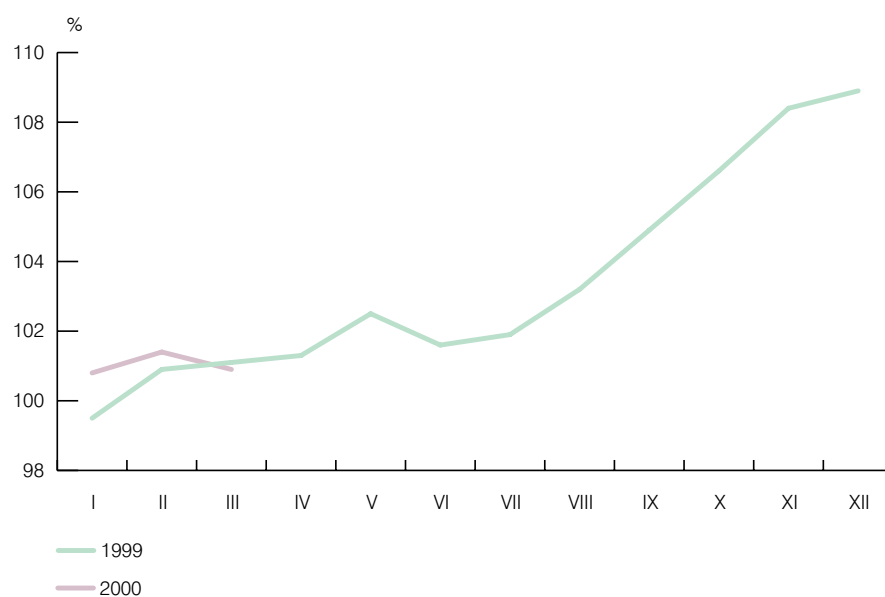
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu ogółem (grudzień poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Wykres 11

Wskaźniki cen produkcji w górnictwie i kopalnictwie (grudzień poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Niższy od ubiegłorocznego wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu wynikał z obniżenia tempa wzrostu cen w sekcjach: przetwórstwo przemysłowe o 0,1 pkt. proc. do poziomu 1,4%, wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę o 5,4 pkt. proc. do 1,7% oraz górnictwo i kopalnictwo o 0,2 pkt. proc. do 1,6%. Biorąc pod uwagę fakt, że wartość produkcji sekcji przetwórstwo przemysłowe stanowiła w 1999 r. przeważającą część (84,3%) produkcji przemysłu ogółem, niższy niż przed rokiem wzrost cen produkcji w tej sekcji wpływał w największym stopniu na tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu. Powyższe zmiany cen ilustrują wykresy 11 i 12.

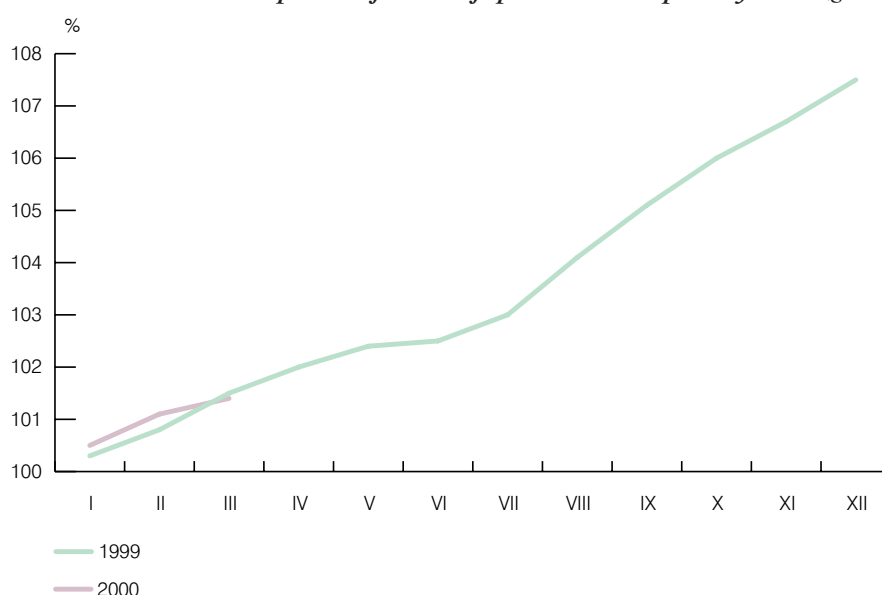
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu w sekcji przetwórstwo przemysłowe przez pierwsze dwa miesiące 2000 r. były wyższe od poziomu analogicznych wskaźników w 1999 r., natomiast w marcu br. wskaźnik cen był nieznacznie niższy od ubiegłorocznego (wykres 12).

Spśród opublikowanych wskaźników cen dla 24 działów, w 5 kwartalne wskaźniki cen³ produkcji były wyższe niż przed rokiem. W I kwartale 1999 r. działów tych było 11.

Grupę pierwszą o rosnących kwartalnych wskaźnikach cen produkcji sprzedanej przemysłu przedstawia tablica 2.

Wykres 12

Wskaźniki cen produkcji w sekcji przetwórstwo przemysłowe (grudzień poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

³ Kwartalne wskaźniki cen produkcji sprzedanej wyliczono jako iloczyn trzech miesięcznych wskaźników cen.

Tablica 2

Działy o rosnących kwartalnych wskaźnikach wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu

Lp.	Nazwa działu	I kwartał 1999	IV kwartał 1999	I kwartał 2000
poprzedni kwartał = 100				
1	Górnictwo węgla kamiennego	99,6	103,9	100,2
2	Produkcja artykułów spożywczych i napojów	100,2	101,9	102,3
3	Produkcja skór wyprawionych i wyrobów ze skóry	101,1	101,8	101,2
4	Produkcja celulozowo-papiernicza	101,4	105,0	102,2
5	Produkcja metali	101,2	102,0	102,2

Źródło: dane GUS.

W 19 działach przemysłu wskaźniki cen produkcji sprzedanej były niższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. W tablicy 3 wyszczególniono część działów tej grupy, w których tempo wzrostu wskaźników cen zmalało o więcej niż 1 pkt. proc.

Tablica 3

Działy o malejących kwartalnych wskaźnikach cen produkcji sprzedanej przemysłu

Lp.	Nazwa działu	I kwartał 1999	IV kwartał 1999	I kwartał 2000
poprzedni kwartał = 100				
1	Produkcja pozostałego sprzętu transportowego	103,1	100,6	101,2
2	Pobór, uzdatnianie i rozprowadzanie wody	106,9	100,1	105,2
3	Produkcja wyrobów tytoniowych	102,9	100,6	101,4
4	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną	107,1	100,2	101,4
5	Produkcja sprzętu i urządzeń RTV	103,2	101,4	100,2
6	Produkcja odzieży i wyrobów futrzarskich	101,9	100,8	99,1
7	Produkcja wyrobów chemicznych	103,6	102,5	102,2
8	Produkcja maszyn i urządzeń	101,6	100,5	100,2
9	Produkcja koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych	104,4	110,9	103,2
10	Produkcja mebli	101,4	101,9	100,3

Źródło: dane GUS.

W tej grupie działów wzrost wskaźnika cen był niższy także w stosunku do IV kwartału 1999 r., poza pierwszymi czterema działami prezentowanymi w tablicy 3, w których ceny rosły szybciej niż w IV kwartale 1999 r.

W marcu 2000 r. ceny produkcji budowlano-montażowej wzrosły w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku o 7,7% (przed rokiem o 9,0%). Na wzrost ten złożyły się wzrosty cen w działach: wznoszenie budowli:

inżynieria lądowa i wodna o 7,5% (przed rokiem 8,5%) oraz wykonywanie instalacji budowlanych o 9,2% (odpowiednio o 11,4%).

Tablica 4 przedstawia kształtowanie się wskaźników cen produkcji budowlano-montażowej.

Tablica 4
Wskaźniki cen produkcji budowlano-montażowej

Lp.	Nazwa działu	I kwartał 1999	IV kwartał 1999	I kwartał 2000
poprzedni kwartał = 100				
1	Produkcja budowlano-montażowa	103,3	102,1	102,1
2	- wznoszenie budowli: inżynieria lądowa i wodna	103,0	102,2	102,1
3	- wykonywanie instalacji budowlanych	104,2	102,5	102,5

Źródło: dane GUS.

W budownictwie w I kwartale 2000 r. ceny rosły wolniej niż przed rokiem, a ich wzrost w porównaniu z IV kwartałem 1999 r. kształtował się na takim samym poziomie.

Czynniki określające zjawiska inflacyjne w I kwartale 2000 r.

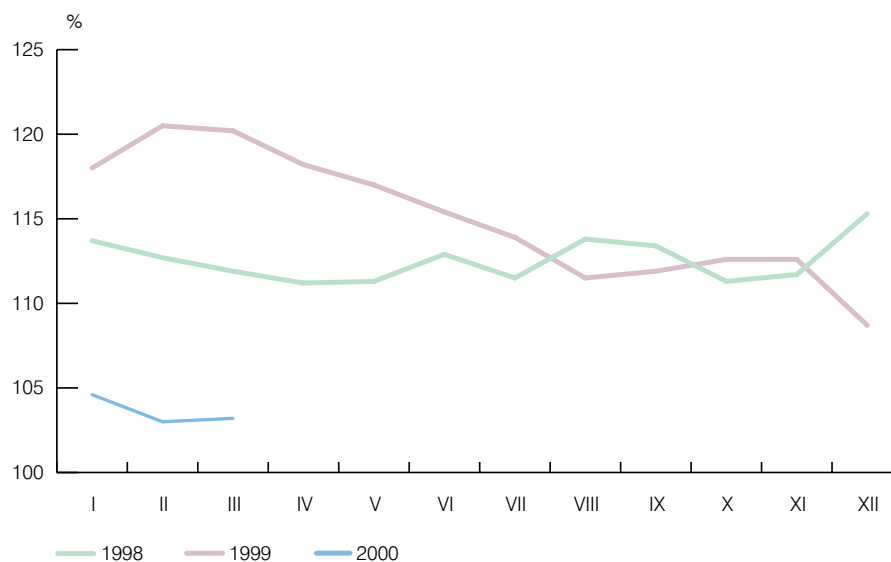
Pieniądz i ceny na rynku finansowym

Podaż pieniądza w I kwartale 2000 r.

Na koniec I kwartału 2000 r. podaż pieniądza ogółem⁴ wynosiła 262,0 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec 1999 r. nastąpiło zmniejszenie podaży pieniądza o 1,5 mld zł, co oznaczało spadek nominalnie o 0,6%, realnie zaś o 4,0%. Dla porównania, przyrost podaży pieniądza w I kwartale 1999 r. wyniósł 9,5 mld zł. Nominalne tempo wzrostu, w porównaniu ze stanem na koniec grudnia 1998 r., wynosiło wówczas 4,3%, realne natomiast 1,2%. Obniżenie tempa wzrostu podaży pieniądza ogółem jest widoczne w świetle analizy wskaźników dynamiki w ujęciu dwunastomiesięcznym (wykres 13).

Wykres 13

Dynamika podaży pieniądza ogółem - realnie (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane NBP i GUS.

⁴ Pieniądz ogółem jest definiowany jako suma pieniądza krajowego i depozytów walutowych sektora niefinansowego. Pieniądz krajowy stanowi sumę pieniądza gotówkowego w obiegu (z wyłączeniem gotówki w kasach banków) oraz środków złotych zgromadzonych w bankach na rachunkach podmiotów niefinansowych (podmiotów gospodarczych oraz osób prywatnych).

Niskie realne tempo wzrostu podaży pieniądza ogółem w I kwartale 2000 r. (w żadnym z pierwszych trzech miesięcy 2000 r. nie przekroczyło 5%) jest kontynuacją trendu, zapoczątkowanego w II kwartale 1999 r.

Niska dynamika podaży pieniądza ogółem to w dużym stopniu efekt bezwzględnej spadku ilości pieniądza gotówkowego w obiegu. Podaż gotówki (poza kasami banków) osiągnęła na koniec I kwartału 2000 r. poziom 33,0 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec grudnia 1999 r. nastąpiło zmniejszenie o 5,1 mld zł, co oznacza nominalnie spadek o 13,5% (realnie o 16,5%). Dla porównania, w I kwartale 1999 r. podaż pieniądza gotówkowego zwiększyła się nominalnie o 6,0% (realnie o 2,8%).

W każdym z pierwszych trzech miesięcy 2000 r. miał miejsce bezwzględny spadek poziomu gotówki. Największy (o 4,6 mld zł), zaobserwowany w styczniu, był konsekwencją zaniku obaw związanych z tzw. Problemem Roku 2000. Część lokat, zamienionych w grudniu 1999 r. na gotówkę, została ponownie ulokowana w bankach w styczniu 2000 r. Spowodowało to automatycznie odpływ pieniądza gotówkowego z obiegu. Z kolei bezwzględny spadek w lutym oraz marcu br. to prawdopodobnie konsekwencja rozwoju rozliczeń bezgotówkowych, dokonywanych na rzecz zarówno osób prywatnych, jak i przedsiębiorstw.

W I kwartale 2000 r. nie zostały wypłacone podwyżki dla pracowników państwowej sfery budżetowej. Nie miała miejsca również waloryzacja emerytur dla służb mundurowych. W efekcie nastąpiło dodatkowe zahamowanie dynamiki podaży pieniądza gotówkowego.

Obniżenie tempa wzrostu podaży pieniądza ogółem w I kwartale 2000 r. wynikało również z niskiej dynamiki zobowiązań złotych banków wobec podmiotów sektora niefinansowego. Wartość depozytów złotych, zgromadzonych w systemie bankowym przez osoby prywatne oraz przedsiębiorstwa, osiągnęła poziom 186,9 mld zł. Przyrost, w porównaniu z końcem 1999 r., wyniósł 1,1 mld zł. Nominalne tempo wzrostu wynosiło 0,6%, natomiast w kategoriach realnych zanotowano spadek o 2,9%. Przyrost omawianej kategorii w I kwartale 1999 r. wyniósł 4,2 mld zł, co – w porównaniu ze stanem na koniec 1998 r. – oznaczało wzrost nominalny o 2,7%, odpowiadający nieznacznemu realnemu spadkowi o 0,4%. Należy podkreślić, iż o ile w całym 1999 r. obserwowano systematyczny spadek realnej dynamiki dwunastomiesięcznej omawianej kategorii, to w ciągu I kwartału 2000 r. miał miejsce jej wzrost.

Niska dynamika depozytów złotych sektora niefinansowego ogółem, jaką zanotowano w ciągu pierwszych trzech miesięcy 2000 r., była w głównej mierze konsekwencją bezwzględnego spadku stanu depozytów złotych podmiotów gospodarczych. Wartość środków zdeponowanych na rachunkach bankowych przez przedsiębiorstwa wynosiła na koniec marca 2000 r. 52,1 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec 1999 r. nastąpiło zmniejszenie stanu depozytów tych podmiotów o 9,5 mld zł, co oznaczało nominalny spadek depozytów złotych podmiotów gospodarczych w I kwartale 2000 r. o 15,5% (spadek o 18,4% w ujęciu realnym), przy czym występował on we wszystkich miesiącach I kwartału.

Odpływ środków z rachunków podmiotów gospodarczych w styczniu miał charakter sezonowy. Był on konsekwencją wykorzystania środków, zdeponowanych przejściowo na rachunkach bankowych, w ostatnim dniu starego roku (w ramach kompleksowego rozliczenia bilansów przedsiębiorstw). Z kolei spadek stanu depozytów, jaki zaobserwowano w lutym oraz marcu 2000 r., mógł być konsekwencją relatywnego wzrostu w portfelach przedsiębiorstw udziału aktywów finansowych alternatywnych – w stosunku do lokat bankowych⁵.

Wartość depozytów złotych, ulokowanych na kontach bankowych przez osoby prywatne, osiągnęła – według danych na koniec I kwartału 2000 r. – poziom 134,8 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec grudnia 1999 r. nastąpił przyrost o 10,7 mld zł, tj. o 8,6% w ujęciu nominalnym (4,8% realnie). W analogicznym okresie 1999 r. depozyty złote wzrosły o 7,0 mld zł, tj. nominalnie o 6,3% (realnie o 3,1%). Stosunkowo wysoki wzrost, jaki zaobserwowano na początku omawianego okresu, mógł być w głównej mierze konsekwencją ponownego lokowania na rachunkach bankowych środków, wycofanych w końcu 1999 r. w związku z obawami przed Problemem Roku 2000.

Miesięczne wskaźniki wzrostu depozytów złotych osób prywatnych wykazywały w ciągu kolejnych miesięcy I kwartału 2000 r. tendencję do obniżania się (wykres 14). Jednocześnie jednak nastąpiło odwrócenie, obserwowanego w ciągu całego ubiegłego roku, spadkowego

⁵ Według danych GUS wartość akcji, obligacji oraz bonów skarbowych, zgromadzonych na rachunkach inwestycyjnych krajowych podmiotów gospodarczych w biurach i domach maklerskich, zwiększyła się w IV kwartale 1999 r. o 1,6 mld zł, z poziomu 4,5 mld zł do 6,1 mld zł (dostępne dane obejmują okres do końca grudnia 1999 r.). Z kolei – według danych Ministerstwa Finansów – wzrost zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu sprzedaży skarbowych papierów wartościowych inwestorom krajowym wyniósł w I kwartale 2000 r. 5,7 mld zł. Analogiczna wielkość w I kwartale 1999 r. wyniosła 2,5 mld zł.

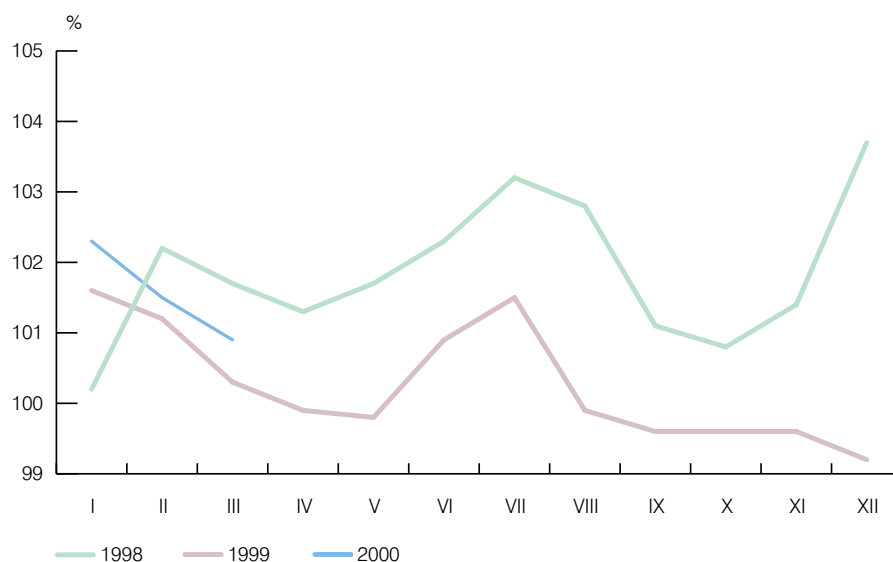
trendu dwunastomiesięcznych wskaźników dynamiki (zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnie). Dwunastomiesięczny realny wzrost depozytów złotych osób prywatnych wynosił pod koniec ub.r. 3,1% i był to jego najniższy ubiegłoroczny poziom. W kolejnych miesiącach I kwartału 2000 r. odnotowano natomiast wzrost tego wskaźnika odpowiednio o: 3,8%, 4,2% oraz 4,8%.

Zobowiązania walutowe systemu bankowego wobec sektora niefinansowego osiągnęły, według danych na koniec marca 2000 r., poziom 10,2 mld USD. W porównaniu ze stanem na koniec 1999 r. nastąpił wzrost o 0,6 mld USD. Na zwiększenie tych zobowiązań zasadniczy wpływ miał przyrost depozytów walutowych podmiotów gospodarczych (o 0,6 mld USD, z poziomu 2,3 mld USD do 2,9 mld USD). Środki walutowe, zgromadzone na rachunkach osób prywatnych, pozostały w omawianym okresie na nie zmienionym poziomie 7,3 mld USD.

Depozyty walutowe sektora niefinansowego w ujęciu złotowym osiągnęły poziom 42,2 mld zł, przyrastając, w porównaniu ze stanem na koniec 1999 r., o 2,5 mld zł⁶.

Wykres 14

Dynamika depozytów złotych osób prywatnych - realnie (koniec poprzedniego miesiąca = 100)



Źródło: dane NBP i GUS.

⁶ Kurs złotego względem dolara na koniec marca 2000 r. wynosił 4,1483 zł/USD, natomiast kurs zanotowany 31 grudnia 1999 r. był równy 4,1428 zł/USD. Stopień aprecjacji krajowej waluty był zatem nieznaczny (0,6 grosza). Bez uwzględnienia zmian kategorii w ujęciu dolarowym depozyty walutowe sektora niefinansowego zmniejszyłyby się o około 0,1 mld zł.

Nominalne tempo wzrostu ukształtowało się na poziomie 6,2%, natomiast realne – 2,5%, podczas gdy w analogicznym okresie ubiegłego roku wzrost nominalny wynosił 10,2% (realnie 6,9%)⁷. Do wzrostu depozytów walutowych sektora niefinansowego ogółem w I kwartale 2000 r. zasadniczo przyczyniła się wysoka dynamika depozytów walutowych przedsiębiorstw. Według danych na koniec marca 2000 r., zobowiązania systemu bankowego wobec podmiotów gospodarczych wynosiły 11,9 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec grudnia 1999 r. wzrosły one o 2,6 mld zł, tj. o 27,8% w ujęciu nominalnym (o 23,4% realnie)⁸.

Miesięczny wzrost depozytów walutowych podmiotów gospodarczych wykazywał w ciągu I kwartału 2000 r. stałą tendencję rosnącą (wykres 15). Zdecydowany wzrost, jaki zaobserwowano w marcu 2000 r. (w skali miesiąca wynosił on 28,2% nominalnie, zaś w ujęciu realnym 27,1%), był konsekwencją wpływu środków z emisji euroobligacji przez jedno z przedsiębiorstw⁹.

Złotowa wartość depozytów walutowych, zgromadzonych w bankach przez osoby prywatne, osiągnęła według danych na koniec I kwartału 2000 r. poziom 30,2 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec 1999 r. nastąpił spadek tych depozytów o 0,1 mld zł, nominalnie o 0,5% (realny spadek o 3,9%). Omawiana kategoria wykazywała systematyczny spadek dynamiki w ciągu całego analizowanego okresu.

Podaż pieniądza ogółem w I kwartale 2000 r. kształtowała się pod wpływem kilku zasadniczych czynników. W całym analizowanym okresie miał miejsce bezwzględny spadek wartości depozytów złotych podmiotów gospodarczych. Z kolei, zobowiązania złote banków wobec osób prywatnych odznaczały się malejącą miesięczną dynamiką. Na niskie tempo wzrostu podaży pieniądza, mierzonego M2, wpływ miało również bezwzględne zmniejszenie podaży gotówki. Spadek podaży pieniądza

⁷ Wówczas jednak za wzrost depozytów w wyrażeniu złotowym odpowiedzialny był wyłącznie spadek kursu złotego względem dolara, który spowodował zwiększenie kategorii o 4,9 mld zł. Jednocześnie nastąpił spadek depozytów w wyrażeniu dolarowym. Efekt netto, to wzrost depozytów walutowych sektora niefinansowego o 3,4 mld zł.

⁸ Jak podkreślono wcześniej, nieznaczne różnice kursowe powodują, iż zasadniczo cały przyrost depozytów walutowych przedsiębiorstw w I kwartale 2000 r. należy przypisać zmianie kategorii w ujęciu dolarowym. Ta sama uwaga dotyczy zobowiązań walutowych banków wobec osób prywatnych.

⁹ Należy zwrócić uwagę, iż depozyty walutowe podmiotów gospodarczych podlegały znacznym wahaniom w ciągu całego ubiegłego roku. Jako przyczynę tego zjawiska należy wskazać wzrost aktywności przedsiębiorstw w zakresie pozyskiwania środków finansowych drogą emisji obligacji, denominowanych w walutach obcych.

Wykres 15
Dynamika depozytów walutowych podmiotów gospodarczych - realnie
(koniec poprzedniego miesiąca = 100)



Źródło: dane NBP i GUS.

z tytułu spadku depozytów złotych podmiotów gospodarczych oraz zmniejszenia podaży gotówki został zrekomensowany znacznym przyrostem depozytów walutowych podmiotów gospodarczych.

Czynniki kreacji pieniądza

W I kwartale 2000 r. nastąpił spadek podaży pieniądza. Był rezultatem zmniejszenia zadłużenia sektora budżetowego i salda pozostałych pozycji netto. Źródłem kreacji pieniądza w systemie bankowym pozostawał przyrost **należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych** oraz aktywów zagranicznych netto. Ilustruje to tablica 5.

Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych¹⁰ stanowiły na koniec marca 2000 r. równowartość 70,3% podaży pieniądza ogółem¹¹, w systemie bankowym, z tego udział należności od podmiotów gospodarczych wyniósł 55,6%, a od osób prywatnych 14,7%.

¹⁰ Należności te składają się z wszystkich kategorii kredytów niezależnie od ich standardu, jak również skupionych wierzytelności, zrealizowanych gwarancji i poręczeń, odsetek, należności z tytułu dopłat do oprocentowania kredytów preferencyjnych na cele rolnicze.

¹¹ Przy obliczeniach uwzględniono saldo pozostałych pozycji netto.

Tablica 5
Czynniki kreacji pieniądza w I kwartale 2000 r.

Wyszczególnienie	Przyrost w I kwartale 1999	Przyrost w I kwartale 2000
	w mln zł	
Podaż pieniądza ogółem	9.476,1	-1.475,7
Aktywa zagraniczne netto	9.967,4	4.738,2
Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	10.091,6	8.105,7
Zadłużenie sektora budżetowego	2.712,4	-9.441,9
Saldo pozostałych pozycji netto	-13.295,3	-4.877,7

Źródło: dane NBP - Bankowa Informacja Statystyczna.

Zadłużenie ogółem z tytułu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych wzrosło na koniec marca br. w porównaniu z marcem 1999 r. o 23,9%, podczas gdy przed rokiem podobny wskaźnik wyniósł 29,4%. W ubiegłym roku wysokie tempo wzrostu zadłużenia w ujęciu rocznym utrzymywało się do listopada, kiedy wyniosło 28,5%. W grudniu ub.r. tempo to osłabło do 27,0% i spadkowy trend utrzymał się w poszczególnych miesiącach I kwartału br. (odpowiednio: 26,2%, 24,4% i 23,9%). Zadłużenie podmiotów gospodarczych w marcu br. w porównaniu z marcem 1999 r. rosło wolniej (wzrost o 18,1%) niż zadłużenie osób prywatnych (wzrost o 52,3%). O ile roczna dynamika zadłużenia podmiotów gospodarczych zmniejszała się systematycznie od marca 1999 r., o tyle roczna dynamika zadłużenia osób prywatnych rosła do grudnia ub.r., a od stycznia br. nieznacznie zmalala.

Na niższy przyrost należności od podmiotów gospodarczych w I kwartale br. (wzrost o 4,5% wobec 7,5% przed rokiem) wpłynęła poprawa sytuacji finansowej przedsiębiorstw, dzięki czemu dysponowały one większymi środkami finansowymi. Poprawiły się również wskaźniki płynności w przedsiębiorstwach w porównaniu z sytuacją na koniec 1999 r. Przyrost zadłużenia podmiotów gospodarczych w I kwartale br. (o 6,2 mld zł) był rezultatem przyrostu przede wszystkim kredytów złotych, których tempo wzrostu było znacznie szybsze niż tempo wzrostu kredytów walutowych.

Wzrost zadłużenia osób prywatnych w I kwartale br. (o 5,2%) wynikał głównie z zainteresowania kredytami konsumpcyjnymi, w tym głównie na zakup samochodów,

sprzętu RTV i AGD. Najbardziej dynamicznie rosły kredyty w rachunku bieżącym i związane z funkcjonowaniem kart płatniczych, co wynikało z uproszczonych procedur ich udzielania i bogatej oferty proponowanej przez banki. Tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych charakteryzowało się tendencją rosnącą, która powinna się utrzymać z uwagi na rozwój specjalistycznych usług bankowości hipotecznej. Dane dotyczące zadłużenia osób prywatnych prezentuje tablica 6.

Tablica 6
Dynamika i struktura należności od osób prywatnych

Wyszczególnienie	Przyrost w		Struktura przyrostu w I kwartale		Dynamika zadłużenia w %	
	I kwartale					
	1999	2000	1999	2000	marzec 1999	marzec 2000
	w mln zł		w %		(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)	
Zadłużenie z tytułu kredytów						
bankowych ogółem, z tego:	1.406,2	1.898,6	100,0	100,0	135,8	152,1
- kredyty w rachunku bieżącym						
i związane z funkcjonowaniem						
kart kredytowych	226,9	449,8	16,1	23,7	208,9	212,5
- kredyty mieszkaniowe	274,8	579,8	19,6	30,5	162,4	196,8
- pozostałe*	904,5	869,0	64,3	45,8	125,6	135,3

* Zgodnie z nomenklaturą obowiązującą w Bankowej Informacji Statystycznej pozycja ta jest sumą należności od osób prywatnych z tytułu: kredytów dyskontowych, pozostałych kredytów i pożyczek, skupionych wierzytelności, zrealizowanych gwarancji i poręczeń oraz zapadłych odsetek. Obowiązująca sprawozdawczość nie pozwala sprecyzować, jaką część pozostałych kredytów i pożyczek stanowiły kredyty na zakup samochodów, ale niektóre źródła podają, że kredyt ten stanowił znaczną ich część.

Źródło: dane NBP – Bankowa Informacja Statystyczna.

Efektem rosnącego popytu osób prywatnych na kredyty bankowe był systematyczny wzrost udziału tych kredytów w zadłużeniu ogółem w systemie bankowym od połowy 1999 r., przy czym od grudnia ub.r. udział ten ustabilizował się. Na koniec marca br. stanowił 20,9%, wobec 17,0% przed rokiem.

W I kwartale br. wzrost należności w złotych od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych był wyższy niż należności walutowych i wyniósł odpowiednio: 5,2% i 1,0%. Również w strukturze zadłużenia wzrósł udział należności złotych, co wskazywało na większe zainteresowanie kredytami złotowymi, m. in. z uwagi na ryzyko kursowe, wiążące się z kredytami walutowymi, ale także trudniejszy do nich dostęp.

Należności krótkoterminowe (do 1 roku włącznie) od sektora niefinansowego¹² w I kwartale br. rosły szybciej niż należności długoterminowe. Wynikało to głównie z dynamicznego zadłużania się w rachunku bieżącym, przede wszystkim podmiotów gospodarczych, ale także osób prywatnych. O ile w kolejnych kwartałach 1999 r. udział należności krótkoterminowych w przyrostach kwartalnych charakteryzował się tendencją malejącą (z 48,9% w I kwartale do 23,2% w IV kwartale), o tyle w I kwartale br. udział ten stanowił 64,5% przyrostu należności od sektora niefinansowego. Podmioty gospodarcze w większym zakresie korzystały z kredytów krótkoterminowych (75,5% przyrostu ich zadłużenia), na skutek finansowania kredytem krótkoterminowym działalności bieżącej, przyrost kredytów krótkoterminowych osób prywatnych był natomiast niższy (36,0% przyrostu ich zadłużenia).

Aktywa zagraniczne netto¹³ w I kwartale 2000 r. wzrosły o 1,2 mld USD, osiągając na koniec marca 2000 r. 27,9 mld USD¹⁴. Była to odmienna tendencja w stosunku do sytuacji w I kwartale 1999 r., kiedy zagraniczny składnik kreacji pieniądza obniżył się o 1,0 mld USD. Na taki wzrost aktywów zagranicznych netto wpłynął w I kwartale 2000 r. silny napływ zagranicznych inwestycji, głównie inwestycji portfelowych. Przyczyniło to się w znacznej mierze do sfinansowania większego deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego.

W I kwartale 2000 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 3,5 mld USD i był wyższy o 1,3 mld USD w porównaniu z deficytem w takim samym okresie 1999 r. Na tak ukształtowany wynik w części bieżącej bilansu płatniczego wpłynęło przede wszystkim powiększenie się ujemnego salda w zakresie obrotów towarów i usług. Niższa niż w analogicznym okresie 1999 r. była również

¹² Należności od sektora niefinansowego są mniejsze od należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych o należności od instytucji ubezpieczeniowych, od pozostałych niebankowych instytucji finansowych oraz wartość dłużnych papierów wartościowych i operacji z przyrzeczeniem odkupu.

¹³ Aktywa zagraniczne netto obejmują rezerwy oficjalne brutto pozostające w dyspozycji NBP, pozostałe aktywa zagraniczne w walutach wymienialnych, pomniejszone o krótkoterminowe pasywa banków i kredyty MFW oraz inne należności od nie-rezydentów, jak kredyty udzielone, emisja papierów wartościowych, pożyczki podporządkowane, kredyty otrzymane z terminem pierwotnym powyżej 1 roku, należności w walutach niewymienialnych i inne aktywa niepiynne.

¹⁴ Dokładne określenie wpływu zmian kursu dolara amerykańskiego wobec innych walut odnosi się do rezerw oficjalnych brutto, stanowiących przeważającą część aktywów zagranicznych netto. Rezerwy oficjalne brutto zwiększyły się o 0,1 mld USD do poziomu 25,6 mld USD, a przy założeniu stałości kursów krzyżowych rezerwy oficjalne brutto wzrosły o 0,6 mld USD. Wzrost aktywów zagranicznych netto wynikał więc w znacznej mierze ze zwiększenia aktywów zagranicznych netto banków komercyjnych.

nadwyżka wpływów nad wypłatami w pozycji niesklasyfikowane obroty bieżące.

Deficyt rozliczeń z tytułu dochodów z pasywów zagranicznych i aktywów zagranicznych podmiotów krajowych wyniósł 0,2 mld USD. Obsługa zadłużenia zagranicznego w I kwartale 2000 r. wyniosła 1,2 mld USD, w tym 0,7 mld USD rat kapitałowych.

Nadwyżka transferów w wysokości 0,4 mld USD była wynikiem przede wszystkim dodatniego salda transferów pozostałych sektorów (pozarządowych), wynoszącego 0,3 mld USD. O nadwyżce w transferach dla pozostałych sektorów zdecydowały przede wszystkim przekazy pieniężne Polaków zamieszkałych za granicą dla rodzin w kraju.

W I kwartale 2000 r. nadwyżka w części kapitałowej i finansowej bilansu płatniczego przekraczała trzykrotnie poziom z analogicznego okresu 1999 r.; wyniosła ona 3,3 mld USD, wobec 1,2 mld USD w I kwartale 1999 r.

Napływ netto kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich ukształtował się na poziomie przewyższającym ubiegłoroczny o 38,1% i wyniósł 1,6 mld USD. Było to związane z kontynuowaniem procesu prywatyzacji oraz w dalszym ciągu postrzeganiem Polski jako stosunkowo atrakcyjnego miejsca lokowania inwestycji.

Okres I kwartału 2000 r. charakteryzował się, zarówno w stosunku do analogicznego kwartału 1999 r., jak i wobec IV kwartału 1999 r., wyraźnie silniejszym napływem do Polski zagranicznego kapitału portfelowego. Zagraniczny kapitał koncentrował się na inwestycjach w polskie papiery dłużne – napływ netto wyniósł 2,0 mld USD, podczas gdy w I kwartale 1999 r. miał miejsce odpływ kapitału netto z tytułu tej pozycji w wysokości 0,1 mld USD. Oddziaływały na to przede wszystkim takie czynniki, jak: znaczna poprawa opłacalności inwestowania na polskim rynku w wyniku podwyższenia stóp procentowych w listopadzie 1999 r. i lutym br., jak również dwie emisje euroobligacji na przełomie lutego i marca 2000 r. (z emisji tych pochodziła około połowa napływu zagranicznego kapitału z tytułu inwestycji w polskie papiery dłużne). W zakresie zagranicznych inwestycji w polskie papiery udziałowe w I kwartale br. ukształtowało się dodatnie saldo w wysokości 0,4 mld USD, wobec –0,1 mld USD w analogicznym okresie 1999 r. Wzrost obrotów na rachunku polskich inwestycji portfelowych za granicą został wywołany przez operacje polskich banków na rynkach instrumentów pochodnych. Ogółem, w I kwartale 2000 r. napływ kapitału portfelowego netto, zarówno zagranicznego, jak i polskie-

go, wyniósł 2,5 mld USD (wobec odpływu netto w wysokości 0,3 mld USD w I kwartale 1999 r.).

Wykorzystanie kredytów długoterminowych wyniosło 0,7 mld USD (w tym samym okresie poprzedniego roku 0,6 mld USD), a wartość spłaconych rat kapitałowych blisko 0,7 mld USD (przed rokiem 0,6 mld USD).

W I kwartale 2000 r. nastąpił spadek zagranicznych depozytów w polskich bankach o 0,2 mld USD (w I kwartale 1999 r. spadek wynosił również 0,2 mld USD). Polskie banki powiększały natomiast lokaty w bankach zagranicznych, co widoczne było już w lutym, a najbardziej w marcu br. Saldo wypłat i wpływów na rachunki bieżące i lokaty polskich banków w bankach zagranicznych wyniosło –0,6 mld USD (w porównaniu ze zmniejszeniem należności o 0,5 mld USD w I kwartale 1999 r.). Zjawisko to utrzymuje się począwszy od III kwartału 1999 r. i wydaje się, że wynika w głównej mierze z oczekiwań dewaluacyjnych. Pewien wpływ wywarło na tę tendencję zniesienie przez NBP sesji fixingu transakcyjnego od 7 czerwca 1999 r.

Zadłużenie netto sektora budżetowego w krajowym systemie bankowym ukształtowało się w końcu marca 2000 r. na poziomie 55,1 mld zł, tj. znacznie niższym od odnotowanego w grudniu ub.r. – 64,6 mld zł. Oznacza to, iż w I kwartale br. wystąpił spadek zobowiązań netto sektora budżetowego wobec systemu bankowego o 9,5 mld zł, tj. o 14,7%. To nadzwyczaj głębokie, w porównaniu z analogicznym okresem w latach poprzednich, zmniejszenie zadłużenia netto było rezultatem spadku należności od sektora budżetowego – o 5,6 mld zł (głównie z tytułu zmniejszenia stanu bonów skarbowych w portfelach banków), jak i znaczącego przyrostu środków tego sektora na rachunkach bankowych – o 3,9 mld zł (zarówno budżetu państwa, jak i budżetów terenowych).

Na kształtowanie się zadłużenia netto całego sektora budżetowego największy wpływ wywarła sytuacja finansowa podstawowego jego segmentu – budżetu państwa.

Spadek zadłużenia netto budżetu państwa wyniósł w I kwartale br. 7,5 mld zł, podczas gdy w tym samym czasie ub. r. podsektor ten odnotował wzrost zadłużenia o 5,5 mld zł. Tak wysoki spadek zadłużenia netto budżetu państwa był efektem wysokiego dopływu środków na finansowanie jego potrzeb pożyczkowych, przy zdecydowanie niższym ich poziomie niż w I kwartale ub.r. W okresie tym głównym pożyczkodawcą były krajowe i zagraniczne podmioty niebankowe, inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych – dług budżetu państwa wo-

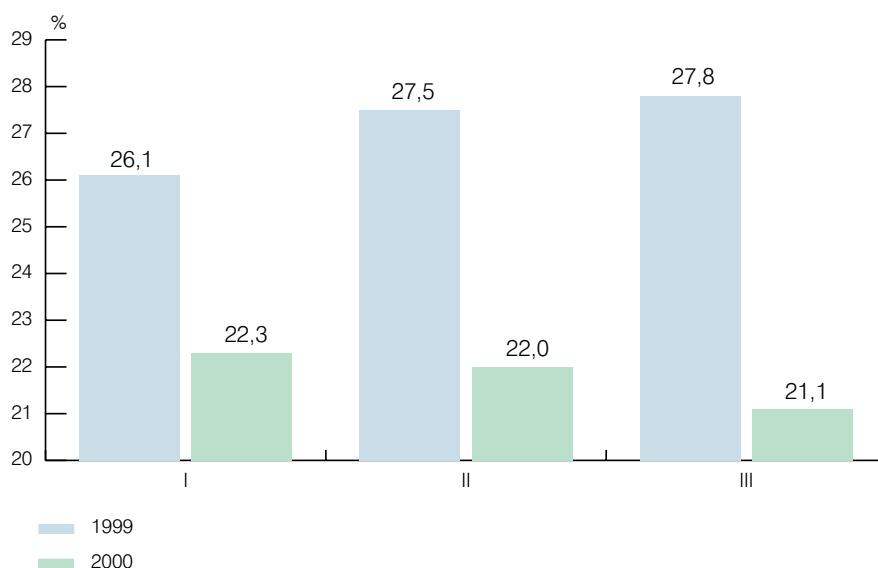
bec sektora pozabankowego wzrósł o 6,9 mld zł (w I kwartale ub.r. sektor ten dostarczył 4,0 mld zł). Wyższe niż w ubiegłym roku okazały się również przychody z prywatyzacji – budżet państwa uzyskał w analizowanym okresie 3,7 mld zł ze sprzedaży prywatyzowanego majątku narodowego, w I kwartale ub. r. przychody te wyniosły 1,9 mld zł. Ponadto Ministerstwo Finansów podjęło, po raz pierwszy od 1997 r., decyzję o emisji euroobligacji na rynki zagraniczne. Przychody uzyskane ze sprzedaży euroobligacji zostały przeznaczone na pokrycie przypadającej w końcu marca spłaty kolejnej raty długu zagranicznego. Chociaż potrzeby pożyczkowe budżetu państwa były w omawianym okresie wysokie (deficyt budżetu państwa wyniósł w końcu marca 6,9 mld zł, tj. 45,1% planu rocznego), to uzyskane środki wystarczyły na ich sfinansowanie oraz ulokowanie nadwyżek w formie lokat na rachunku w NBP. W końcu marca br. budżet państwa posiadał około 13 mld zł na rachunkach bieżących w Narodowym Banku Polskim, z czego 5,1 mld zł (ok. 39%) stanowiły środki okresowo zablokowane.

Na zmniejszenie stanu zadłużenia netto sektora budżetowego w I kwartale br., podobnie jak w latach ubiegłych, oddziaływała również sytuacja budżetów terenowych. Podsektor ten odnotował wysoki spadek zobowiązań netto, wynoszący 2,5 mld zł. Jedynie fundusze celowe, głównie z powodu nadal nie najlepszej sytuacji Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, wykazały wzrost zadłużenia netto (o 0,6 mld zł). Przy niższym od grudniowego zasobie środków FUS w bankach, jego stan zobowiązań pozostawał w analizowanym okresie na poziomie podobnym do zarejestrowanego w końcu ub.r. Zakład Ubezpieczeń Społecznych korzystał bowiem z „otwartej linii kredytowej”: po spłaceniu zadłużenia wobec trzech banków na łączną kwotę 1,5 mld zł, ponownie zadłużył się na kwotę 1,7 mld zł.

Można stwierdzić, iż w I kwartale br. w konsekwencji wysokiego zaangażowania środków ze źródeł pozabankowych, rola budżetu państwa w generowaniu pieniądza uległa istotnemu ograniczeniu. Obserwowany w I kwartale br. spadek zadłużenia netto całego sektora budżetowego w systemie bankowym oznacza zmniejszenie kreacji pieniądza z tego źródła, podczas gdy w tym samym okresie roku ubiegłego udział sektora budżetowego w tworzeniu pieniądza ogółem ukształtował się na dość wysokim poziomie – 28,6%.

Udział zadłużenia netto sektora budżetowego w podaży pieniądza ogółem (stan na koniec okresu) w poszczególnych miesiącach I kwartału lat 1999-2000 ilustruje wykres 16.

Wykres 16

Udział zadłużenia netto sektora budżetowego w podaży pieniądza ogółem

Źródło: dane NBP.

Funkcjonowanie kanałów transmisji w I kwartale 2000 r.

Kanał stopy procentowej

Bank centralny wpływa na kształtowanie się stóp procentowych na rynku finansowym, oddziałując na oprocentowanie krótkookresowych lokat międzybankowych. Jego wpływ jest najsilniejszy w przypadku oprocentowania instrumentów o zapadalności porównywalnej z zapadalnością operacji banku centralnego. Przychodowość pozostałych instrumentów, szczególnie zaś papierów skarbowych, kształtuje się w dużej mierze pod wpływem oczekiwań uczestników rynku. Obserwacja zmian trendów przychodowości tych instrumentów dostarcza bankowi centralnemu informacji o oczekiwaniach rynku co do przyszłego kierunku polityki pieniężnej, wiarygodności celu inflacyjnego oraz co do tego, jak rynek ocenia ryzyko inwestycyjne.

Rynkowe stopy procentowe

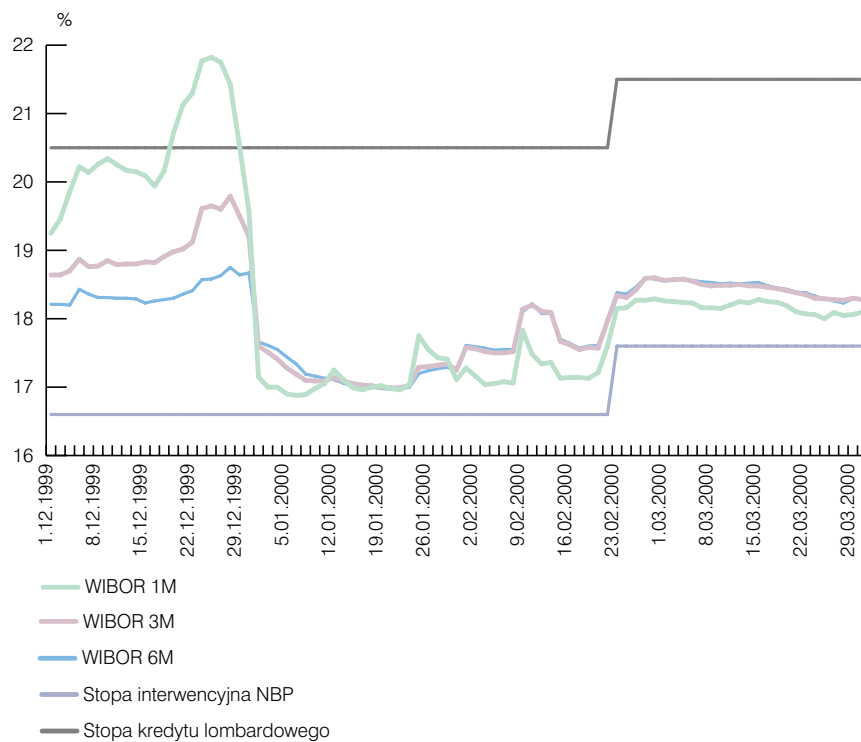
Z uwagi na fakt, że lokaty międzybankowe są głównym krótkookresowym instrumentem zarządzania płynnością w bankach (w końcu marca 2000 r. 70,5% lokat

zapadało w ciągu 3 miesięcy), zmiany ich oprocentowania odzwierciedlają przede wszystkim oczekiwania co do kształtowania się stóp procentowych banku centralnego (stopy referencyjnej NBP), jak również zmieniającą się relację popytu na płynność oraz podaży płynności.

W porównaniu z końcem 1999 r., mimo wzrostu stóp procentowych banku centralnego, w I kwartale 2000 r. nastąpił spadek stawek rynku międzybankowego (WIBOR). Stawki spadły skokowo w pierwszym tygodniu nowego roku. Było to rezultatem spadku popytu na pieniądz rezerwowy. Zjawisko to było związane z wygaśnięciem tzw. Problemu Roku 2000. Stawki WIBOR powróciły do poziomu zbliżonego do stopy referencyjnej NBP (wykres 17). Zanik skutków Problemu Roku 2000 na rynku lokat międzybankowych spowodował, że znacznie się zmniejszył, w porównaniu z grudniem, zakres niepewności mierzony różnicą między stawkami WIBOR i WIBID. Średnia rozpiętość między stopami dla lokat 1-miesięcznych była w styczniu 4,7-krotnie, a dla lokat 3-miesięcznych 2,9-krotnie niższa w stosunku do poprzedniego miesiąca (wykres 18).

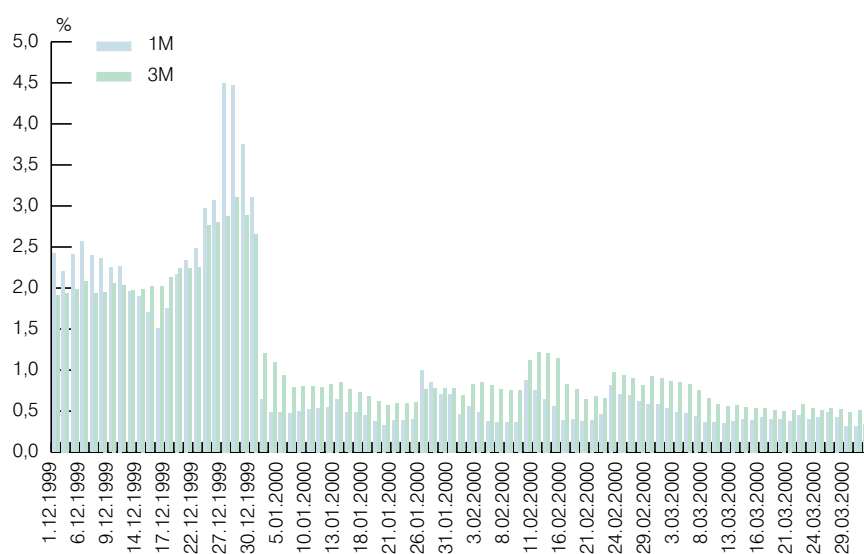
Począwszy od końca stycznia stawki WIBOR wykazywały tendencję wzrastającą, aczkolwiek nie była ona trwała. Wahania stóp były spowodowane okresowym spadkiem płynności banków (koniec stycznia) oraz zmianami oczekiwań banków co do kierunku polityki stóp procentowych NBP (połowa lutego). Styczniowy wzrost stóp był wynikiem wyższych niż banki oczekiwały płatności podatkowych, mających miejsce bezpośrednio przed terminem rozliczenia rezerwy obowiązkowej. Z kolei w lutym stopy rynku pieniężnego wzrosły na skutek publicznych wypowiedzi o możliwym wzroście stóp procentowych. Uwzględnienie przez rynek prawdopodobieństwa wzrostu stóp procentowych znalazło wyraz we wzroście stawek WIBOR dla depozytów 1-, 3- i 6-miesięcznych średnio o około 40 punktów bazowych w dniu posiedzenia RPP. Podwyższenie, decyzją RPP z dnia 23 lutego, stóp procentowych NBP o 100 punktów bazowych spowodowało dalszy i trwały wzrost stóp rynku międzybankowego. Po tej decyzji stawki WIBOR uległy wyraźnej stabilizacji. Nastąpiło również zmniejszenie się różnicy między średnim oprocentowaniem lokat 3- i 6-miesięcznych a średnim oprocentowaniem lokat 1-miesięcznych. W marcu wyniosła ona średnio 27 punktów bazowych, podczas gdy w lutym wynosiła 42 punkty. Świadczyło to o zmniejszeniu się w krótkim okresie oczekiwań rynku na ponowne podniesienie stóp procentowych.

Wykres 17
Stopy rynku pieniężnego



Źródło: dane dotyczące stóp rynku międzybankowego - Reuter; pozostałe dane NBP.

Wykres 18
Marże na rynku depozytów międzybankowych



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Reutera.

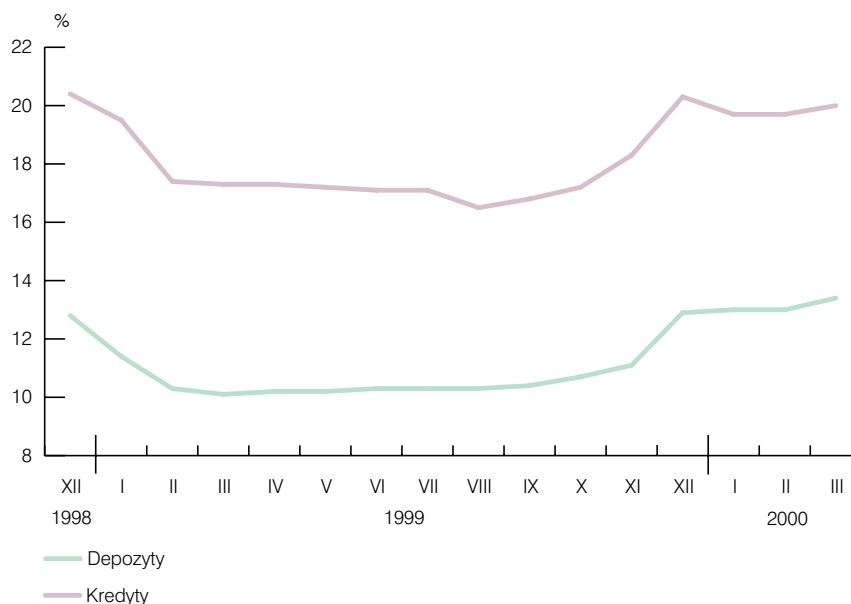
*Reakcja stóp procentowych w bankach komercyjnych
na politykę banku centralnego*

Zasadniczym czynnikiem, który wywarł wpływ na kształtowanie się oprocentowania w bankach komercyjnych w I kwartale br., była podwyżka podstawowych stóp procentowych NBP o jeden punkt procentowy, dokonana przez bank centralny w lutym. Mniejsze znaczenie miała podwyżka stóp podstawowych NBP wprowadzona w listopadzie 1999 r. Banki zareagowały na nią stosunkowo szybko, w grudniu 1999 r. W styczniu jeszcze kilka dużych banków skorygowało oprocentowanie, lecz były to – jeśli chodzi o oprocentowanie depozytów – zmiany niewielkie.

W ciągu I kwartału 2000 r. oprocentowanie terminowych depozytów złotych osób prywatnych w 15 największych bankach zwiększyło się o 0,6 pkt. proc., oprocentowanie depozytów 3-miesięcznych oraz depozytów o długim okresie zapadalności, tzn. 12- i 24-miesięcznych, wzrosło silniej niż oprocentowanie depozytów 1- i 6-miesięcznych. Oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych lekko spadało w styczniu i w lutym; w marcu wzrosło natomiast o 0,7 pkt. proc. w związku z podwyżką stóp podstawowych i w rezultacie pod koniec kwartału było o 0,3 pkt. wyższe niż w grudniu ub.r. Oprocentowanie depozytów terminowych podmiotów gospodarczych wzrosło w podobnym stopniu jak depozytów osób prywatnych (o 0,5 punktu), przy czym najbardziej wzrosło oprocentowanie depozytów 1-miesięcznych. Z uwagi na niski popyt podmiotów gospodarczych na kredyt, po podwyżce podstawowych stóp procentowych NBP, oprocentowanie kredytów dla tej grupy klientów wzrosło w niewielkim stopniu (o 0,3 pkt. proc.). Ponieważ w pierwszych dwóch miesiącach kwartału oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych obniżało się – pod koniec kwartału było ono niższe niż w grudniu ub.r. Różnica między oprocentowaniem depozytów terminowych i kredytów nieco się zmniejszyła – w grudniu wynosiła ona 7,4 pkt. proc., w marcu natomiast 6,6 pkt. Należy jednak pamiętać, że w grudniu na oprocentowanie kredytów mogły wpływać nie tylko podwyżki podstawowych stóp procentowych NBP dokonane w listopadzie, lecz również wzrost stóp WIBOR spowodowany tzw. Problemem Roku 2000 (wykres 19).

Wykres 19

Średnie ważone oprocentowanie depozytów i kredytów



Źródło: dane NBP.

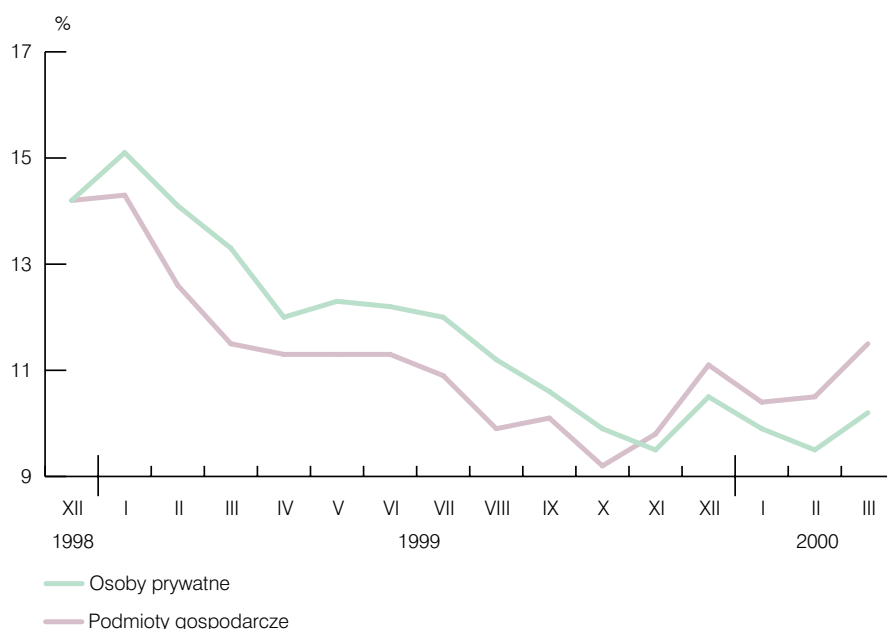
Stopy procentowe i popyt na kredyty

W I kwartale 2000 r. doszło do zahamowania tempa wzrostu należności od osób prywatnych, występującego nieprzerwanie od początku 1999 r. W wyrażeniu realnym roczne tempo wzrostu tych kredytów spadło z 39,3% w grudniu do 37,4% w marcu, czyli o blisko 2 pkt. proc. Niewątpliwie przyczynił się do tego wysoki poziom realnych stóp procentowych (wykres 20).

Sztynność popytu na kredyt może wynikać z faktu, iż kwoty kredytów udzielanych pojedynczym kredytobiorcom są stosunkowo niewielkie. Dotyczy to w szczególności kredytów w rachunku bieżącym i kredytów na zakupy ratalne. Te dwa rodzaje kredytu stanowią blisko 54% należności od osób prywatnych ogółem. Z uwagi na niskie kwoty kredytu, kredytobiorcy są mało wrażliwi na zmiany oprocentowania. Dodatkowym czynnikiem usztywniającym popyt gospodarstw domowych na kredyty jest rosnąca ich dostępność: duża liczba pośredników niebankowych oferujących kredyty na zakupy ratalne, niewielkie wymagania co do ich zabezpieczenia. Nie bez znaczenia jest rosnące przyzwyczajenie gospodarstw domowych do korzystania z kredytu.

Podobnie jak w ub.r., wpływ wysokiej dynamiki kredytu na inflację miał raczej charakter pośredni niż bezpośredni. Z uwagi na to, że znaczna część podaży dóbr, któ-

Wykres 20
Oprocentowanie kredytów w wyrażeniu realnym



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych NBP i GUS.

rych zakupy są zazwyczaj finansowane za pomocą kredytu, pochodzi z importu lub wymaga importu zaopatrzeniowego, wysoka dynamika kredytu była jedną z przyczyn rosnącego deficytu obrotów bieżących, zwiększającego podatność złotego na deprecjację.

W ciągu I kwartału popyt na kredyt ze strony podmiotów gospodarczych spadł w nieco większym stopniu niż popyt osób fizycznych. W wyrażeniu realnym tempo wzrostu należności od podmiotów gospodarczych obniżyło się z 12,5% w grudniu 1999 r. do 9,9% w marcu br., tzn. o 2,6 pkt. proc. Spadek popytu na kredyt występował w warunkach stosunkowo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, które powinno było zwiększać zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne.

Dane dotyczące wielkości zadłużenia podmiotów gospodarczych z tytułu emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych pokazują, iż podmioty coraz chętniej pozyskują środki bezpośrednio z rynku pieniężnego, pomijając sektor bankowy. Są to przede wszystkim przedsiębiorstwa stosunkowo duże, dobrze znane rynkowi. W ciągu kwartału zadłużenie podmiotów gospodarczych z tytułu emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych zwiększyło się o 22,9% w wyrażeniu nominalnym, natomiast w skali rocznej tempo

wzrostu tego zadłużenia osiągnęło 28,4% nominalnie i 19,6% realnie. Wysoka stopa procentowa jest niewątpliwie czynnikiem zmniejszającym popyt na kredyt ze strony podmiotów gospodarczych i stymulującym zainteresowanie pozyskiwaniem środków z pominięciem sektora bankowego. Zjawisko to – jeśli jego rozwój będzie szybko postępował – wpłynie na funkcjonowanie kanału kredytowego.

Kanał kursu walutowego

W I kwartale 2000 r. kurs złotego kształtował się w warunkach niezmiennego systemu kursowego – obowiązywał mechanizm pełzającej dewaluacji parytetu centralnego wobec koszyka walut w wysokości 0,3% miesięcznie oraz pasmo dopuszczalnych wahań kursu rynkowego wokół parytetu centralnego o szerokości $\pm 15\%$.

Bank centralny, podobnie jak w całym 1999 r., nie stosował w I kwartale 2000 r. bezpośrednich interwencji na rynku walutowym i kurs złotego kształtował się jedynie pod wpływem tendencji rynkowych.

W okresie tym widoczne było wyraźne pogłębianie się aprecjacji kursu polskiej waluty. Przeciętne odchylenie kursu fixingowego od parytetu centralnego wzrastało w poszczególnych miesiącach kwartału, kształtując się w styczniu na poziomie 3,0%, w lutym 3,7% i w marcu 6,2% w kierunku aprecjacji. Największe aprecjacyjne odchylenie kursu od parytetu centralnego miało miejsce w marcu i wyniosło 7,4%, natomiast najmniejsze wystąpiło w styczniu – na poziomie 1,2% (wykres 21). W całym kwartale średnie odchylenie wyniosło 4,4%, wobec 2,9%, także w kierunku aprecjacji, w analogicznym okresie 1999 r.

W I kwartale 2000 r. zmienność kursu zł/USD mierzona jako miesięczne odchylenie standardowe¹⁵ wahała się w przedziale 2,33% – 2,96% (w I kwartale 1999 r. zmienność była wyższa i mieściła się w przedziale 3,06% – 3,81%) – wykres 22.

Rozpiętość wahań kursu złotego zmniejszyła się w tym okresie do 6,2% wobec 10% w I kwartale 1999 r. i 7,4% w IV kwartale 1999 r. Głównym czynnikiem wpływającym na umacnianie się złotego był napływ zagranicznego kapitału portfelowego wobec znacznej poprawy opłacalności inwestowania na polskim rynku papierów skarbowych. W marcu na pogłębienie tendencji wzrostowej kursu złotego wpły-

¹⁵ Miesięczne odchylenie standardowe wyliczone na podstawie dziennych logarytmicznych stóp zwrotu.

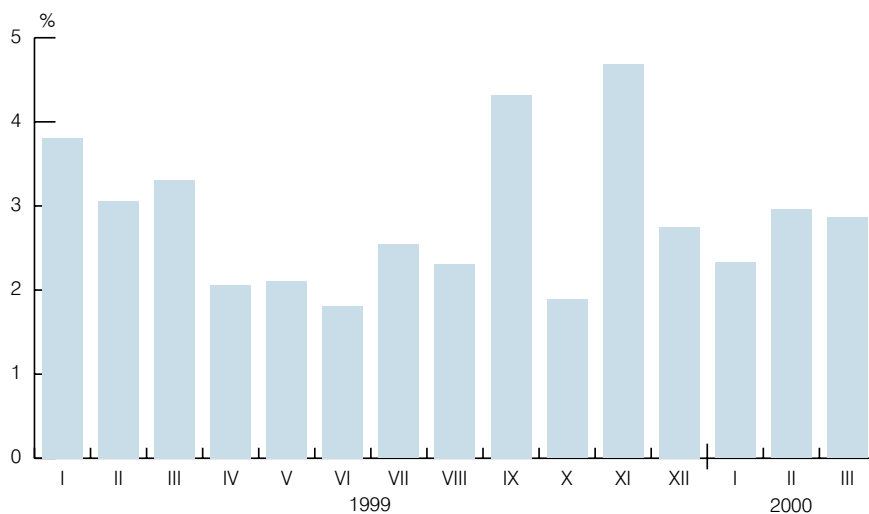
Wykres 21
Odchylenie kursu rynkowego złotego od parytetu centralnego w latach 1999 - 2000*



* kurs średni fixingowy wobec euro i dolara amerykańskiego

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 22
Miesięczne odchylenie standardowe stóp zwrotu z kursu zł/USD



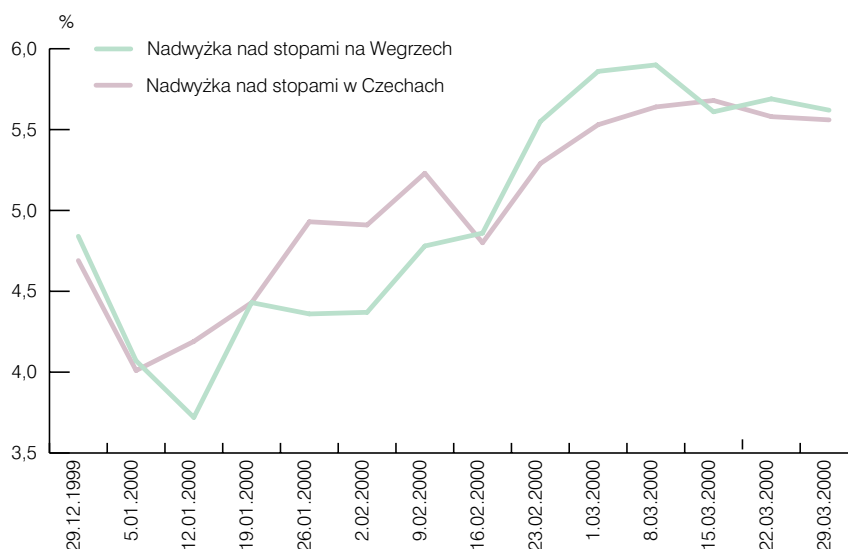
Źródło: obliczenia NBP.

nał duży popyt inwestorów zagranicznych na wyemitowane przez polski rząd euroobligacje, świadczący o dobrym postrzeganiu Polski przez międzynarodowy rynek finansowy.

Sprzyjały temu także uwarunkowania zewnętrzne. Kontynuacja korzystnych ocen rozwoju gospodarek wschodzących spowodowała, że w I kwartale wyraźnie wyższe niż w analogicznym okresie 1999 r. było zainteresowanie tym regionem ze strony zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Wzrost atrakcyjności polskich papierów dłużnych wobec instrumentów o porównywalnej klasie ryzyka, zwłaszcza oferowanych przez rynki Europy Centralnej, wynikał zatem nie tylko z efektów podniesienia stóp procentowych na rynku krajowym. Z uwagi na fakt, że od początku 2000 r. węgierski bank centralny obniżył oprocentowanie swoich podstawowych stóp łącznie o 250 punktów bazowych, do 9,75% – 13,75%, w I kwartale br. nastąpił znaczny wzrost rozpiętości w poziomach stóp procentowych w Polsce i na Węgrzech (wykres 23). Inwestorzy międzynarodowi często traktują swoje aktywa na Węgrzech, w Czechach i w Polsce jako jeden portfel i zmieniają udział poszczególnych krajów w poszukiwaniu najlepszej stopy zwrotu. Polska, w ocenie rynku, z wysoką rentownością oferowanych instrumentów była w I kwartale 2000 r. najlepszym miejscem do inwestowania w tym regionie Europy.

Wykres 23

Nadwyżka WIBOR-u (3 m-c) nad odpowiadającymi stopami na Węgrzech i w Czechach
(szacunki skorygowane o poziomy inflacji krajowych)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Reutera.

Napływ kapitału zagranicznego łagodził w tym okresie potencjalnie niekorzystne dla kształtowania się kursu złotego sygnały o sytuacji w polskiej gospodarce, w tym przede wszystkim informacje o pogłębianiu się nierównowagi zewnętrznej. Nie znalazły one zatem odzwierciedlenia w odwróceniu tendencji do umacniania się kursu złotego.

Efektem sytuacji na rynku walutowym w I kwartale br. było wzmocnienie nominalnego efektywnego kursu złotego o 5,6% (licząc marzec 2000 r. w stosunku do grudnia 1999 r.), odpowiednio wobec deprecjacji o 6,6% w analogicznym okresie roku 1999 (wykres 24); tendencja w obu tych okresach była zatem zdecydowanie odmienna.

Należy podkreślić, że I kwartał 2000 r. charakteryzował się nasilającą się aprecjacją złotego, mimo pogłębiania się nierównowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce. Brak reakcji ze strony praktycznie już płynnego kursu polskiej waluty na sytuację w zakresie obrotów bieżących wpłynął na podniesienie wymaganej przez rynek premii za ryzyko kursowe. Jednocześnie rosło prawdopodobieństwo korekty kursowej, a wraz z tym oczekiwania deprecjacji kursu złotego.

Oczekiwania inflacyjne

Banki centralne śledzą zmiany oczekiwań inflacyjnych w gospodarce, wykorzystując w tym celu dwa źródła in-

Wykres 24
Nominalny efektywny kurs złotego; 1999 - 2000
dane miesięczne (grudzień 1998 = 100)



Źródło: obliczenia NBP.

formacji: badania ankietowe oraz analizę zmieniającej się sytuacji na rynkach finansowych. Narodowy Bank Polski korzysta z obu tych metod, jednakże – ze względu na niedostateczny poziom rozwoju rynków finansowych w Polsce – drugi typ analizy jest wykorzystywany do formułowania ocen głównie jakościowych, dających między innymi możliwość oceny poziomu niepewności, jaki podmioty gospodarcze wiążą z rozwojem procesów inflacyjnych. Analiza rynków finansowych daje także możliwość poznania oczekiwań dotyczących kierunku zmian polityki stóp procentowych w przyszłości. Informacje te zmniejszają zakres niepewności, towarzyszący podejmowaniu decyzji przez bank centralny.

Badania przeprowadzone w Narodowym Banku Polskim wskazują, iż oczekiwania inflacyjne osób fizycznych¹⁶ mają zasadniczo charakter statyczny. Dotyczy to sytuacji stopniowo spadającej inflacji. Osoby fizyczne deklarują wówczas, iż stopa inflacji za rok będzie równa stopie inflacji bieżącej. W okresach wzrostu inflacji przewidują one, iż stopa inflacji za rok przewyższy stopę inflacji bieżącej.

W I kwartale 2000 r., w związku ze stopniowym wzrostem stóp inflacji bieżącej, następował równoczesny wzrost oczekiwań inflacyjnych osób fizycznych. W styczniu 2000 r., kiedy stopa inflacji bieżącej wynosiła 9,2%¹⁷, osoby fizyczne przewidywały, iż stopa inflacji w styczniu 2001 r. będzie wynosić 9,8%. Należy zauważyć, iż oczekiwana stopa inflacji przewyższała stopę inflacji bieżącej począwszy od sierpnia 1999 r. W lutym 2000 r. osoby fizyczne oczekiwały, że ceny w ciągu najbliższych 12 miesięcy wzrosną o 10,4%. Lutowe oczekiwania inflacyjne były o 0,6 pkt. proc. wyższe od stopy inflacji bieżącej. Różnica ta pogłębiła się w marcu, kiedy – po wzroście oczekiwanej na najbliższe 12 miesięcy stopy wzrostu cen do 11,2% – osiągnęła ona poziom 1,1 pkt. proc. (wykres 25).

W tym samym czasie oczekiwania inflacyjne banków stopniowo spadały. W styczniu banki spodziewały się, iż w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny wzrosną o 6,8%. W lutym i marcu 2000 r. przewidywane na analogiczne miesiące roku następnego wskaźniki inflacji w wyrażeniu

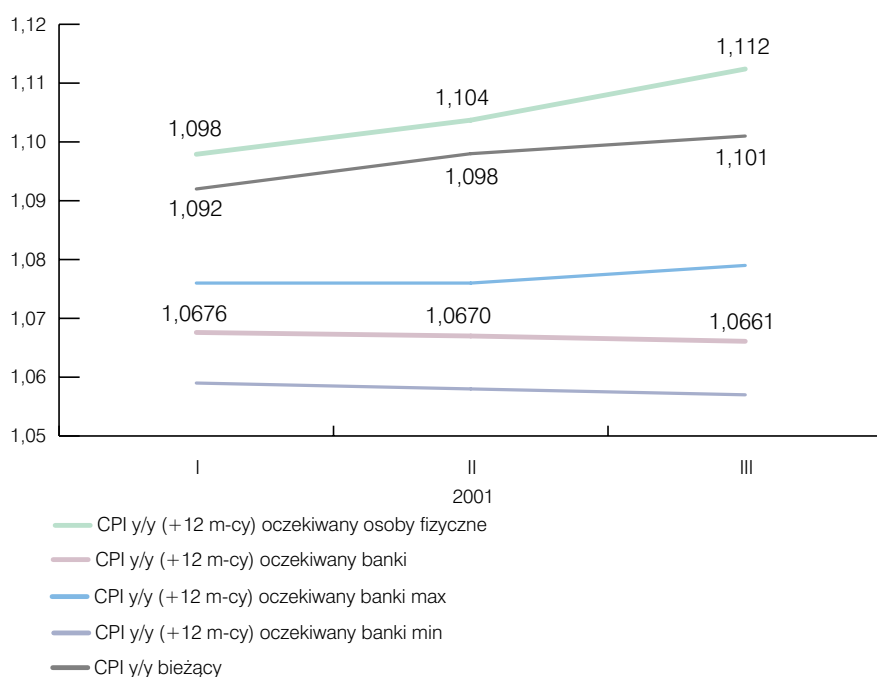
¹⁶ Oszacowanie oczekiwanej stopy inflacji dokonywane jest skorygowaną metodą probabilistyczną Carlsona i Parkina na podstawie ankiet firmy Demoskop.

¹⁷ Ponieważ badanie ankietowe przeprowadzane jest przez Demoskop przed 15. dniem każdego miesiąca, a zatem przed publikacją danych na temat inflacji z poprzedniego miesiąca, jako bieżący wskaźnik inflacji brany jest indeks CPI rok do roku sprzed dwóch miesięcy (np. 10 stycznia danego roku znany jest wskaźnik CPI z listopada roku poprzedniego).

rocznym wyniosły odpowiednio: 6,7% oraz 6,6%. Należy jednak zauważyć, iż przedział, w którym sytuowały się oczekiwania inflacyjne banków, uległ rozszerzeniu. W styczniu oczekiwania inflacyjne banków zawierały się w przedziale od 5,9% do 7,6%, w lutym od 5,8% do 7,6%, z kolei w marcu od 5,7% do 7,9%. W styczniu oraz lutym dominantą rozkładu oczekiwań inflacyjnych banków była stopa inflacji równa 7%. Przewidywania takie zadeklarowało około 22% ankietowanych banków w styczniu oraz ponad 19% w lutym. W marcu rozkład oczekiwań inflacyjnych banków uległ wyraźnemu spłaszczeniu i nie posiadał jednej wartości dominującej. Pomijając te spośród przewidywanych stóp inflacji, które zadeklarowało mniej niż 5% banków, marcowy rozkład oczekiwań inflacyjnych banków byłby tożsamy z rozkładem jednostajnym.

Rozszerzanie się przedziału deklarowanych oczekiwań i spłaszczanie się funkcji rozkładu prawdopodobieństwa można interpretować jako przejaw zwiększania się niepewności banków co do przebiegu procesów cenowych w przyszłości. Potwierdzeniem tej tezy jest kształtowanie się w analizowanym okresie odchylenia standardowego

Wykres 25
Oczekiwania inflacyjne osób fizycznych i banków w I kwartale 2000 r.



Źródło: dane - Demoskop, obliczenia - NBP.

oczekiwanej przez banki stopy inflacji, a także współczynnika zmienności. Pierwszy z wymienionych wskaźników w styczniu i w lutym 2000 r. przyjął wartość około 0,5 pkt. proc., co oznacza, iż w miesiącach tych oczekiwana stopa inflacji odchyłała się średnio o około 0,5 pkt. proc. od średniej. W marcu odchylenie standardowe wzrosło do ponad 0,6 pkt. proc. Współczynnik zmienności, który w styczniu przyjął wartość 7%, w lutym wzrósł do 8%, a w marcu do ponad 9,5%.

Na podstawie przedstawionych danych można stwierdzić, iż w I kwartale 2000 r. obie rozpatrywane grupy cechowała niepewność co do przyszłej inflacji. Podobnie jak w okresach poprzednich, formułując swoje oczekiwania osoby fizyczne brały pod uwagę przede wszystkim informacje z przeszłości, a zatem pozostawały pod dominującym wpływem wzrastających stóp inflacji bieżącej. Banki uwzględniały wprawdzie spodziewane skutki podwyższenia przez bank centralny podstawowych stóp procentowych – w I kwartale 2000 r. oczekiwania banków (w wyrażeniu średnim) ulegały bowiem stopniowej redukcji, jednakże jej zakres był stosunkowo niewielki, a ponadto następowało jednocześnie rozszerzanie się przedziału zawierającego deklarowane prognozy i wzrost maksymalnych stóp inflacji oczekiwanych przez banki.

Oczekiwania inflacyjne podmiotów działających w gospodarce (warunkujące oczekiwania przyszłego poziomu stóp procentowych) znajdują swe odzwierciedlenie również w **cenach instrumentów dłużnych**. Na poziomie tych cen oddziałują oczekiwania różnych podmiotów – inwestorów zagranicznych, banków, niebankowych instytucji finansowych, przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Zazwyczaj ceny obligacji odzwierciedlają głównie oczekiwania podmiotów najbardziej aktywnych na rynku i dysponujących największymi zasobami finansowymi. W Polsce są to głównie oczekiwania banków i inwestorów zagranicznych. Dodatkowo w gospodarce otwartej na przepływy kapitałowe, ceny aktywów finansowych odzwierciedlają także oczekiwania podmiotów zagranicznych inwestujących na rynku krajowym. Ten element jest szczególnie ważny na rynkach słabiej rozwiniętych, takich jak polski.

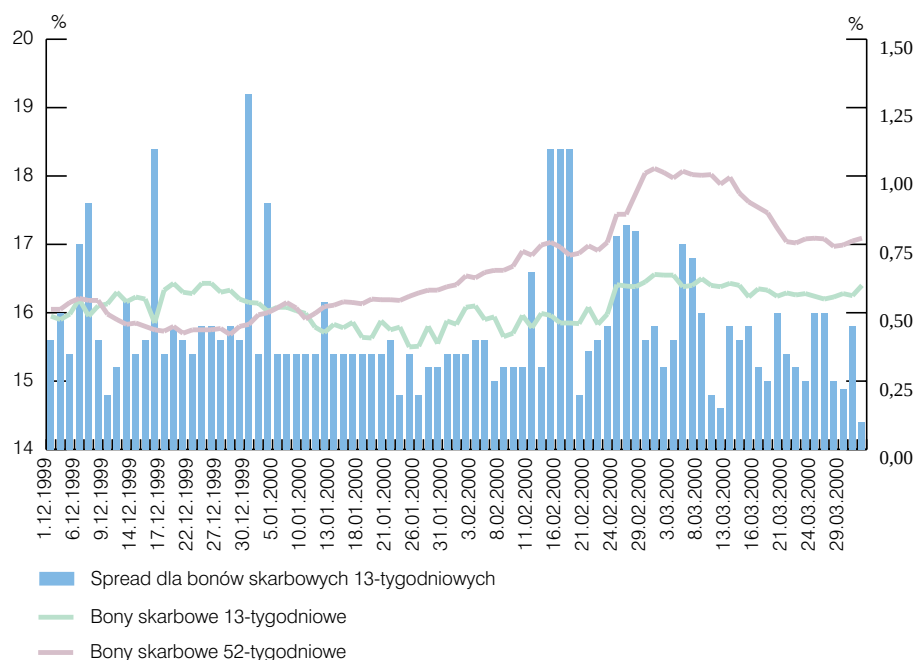
Ceny obligacji są wypadkową trzech zasadniczych elementów: oczekiwań inflacyjnych, premii za szeroko rozumiane ryzyko rynkowe oraz wymaganej przez rynek realnej stopy zwrotu. Analiza oczekiwań inflacyjnych wymaga więc dekompozycji cen obligacji na wspomniane trzy

czynniki oraz przyjęcia pewnych założeń upraszczających (założenia o stabilności wymaganej realnej stopy zwrotu oraz założenia o braku dużej zmienności w czasie premii za ryzyko). W warunkach polskich przyjęcie drugiego założenia może być dyskusyjne. Rynek polski nie jest płynny ani tym bardziej efektywny, a taki zakłada **teoria oczekiwań**. Spekulacja jest zbyt słaba, by mogła „wygładzać” krzywą dochodowości, powodując, że wysokość stóp procentowych odzwierciedlałaby ogólną relację popytu i podaży na rynku papierów skarbowych. Na płytkim, słabo zintegrowanym rynku, wysokość stóp procentowych w relatywnie dużym stopniu odzwierciedla zmieniającą się relację popytu i podaży na poszczególnych segmentach rynku. Dlatego analiza zmian cen na rynku obligacji w Polsce (analiza krzywej dochodowości) może być wykorzystywana w sposób ograniczony, służąc głównie do weryfikacji informacji o oczekiwaniach pochodzących z innych źródeł (np. ankiety firmy Reuter), jak również dla analizy zakresu i źródeł pochodzenia ryzyka rynkowego. To ostatnie jest istotne z uwagi na związki między poziomem a źródłem niepewności rynkowej oraz sposobem, w jaki bank centralny prowadzi swoją politykę.

Analiza krzywej dochodowości może być też wykorzystywana do śledzenia ewolucji oczekiwań co do kształtowania się stóp rynku pieniężnego w przyszłości. Przy założeniu stabilnych relacji niektórych stóp rynkowych i stóp banku centralnego można uzyskać informacje o oczekiwaniach dotyczących polityki pieniężnej w przyszłości.

W I kwartale 2000 r. miał miejsce zauważalny wzrost niepewności co do kierunku polityki stóp procentowych. Znalazło to wyraz na rynku bonów skarbowych. W styczniu nastąpił wyraźny spadek popytu na te instrumenty i wzrost wskaźników odzwierciedlających zakres niepewności rynku. Proces ten trwał aż do początku marca. Spadek popytu w okresie dużego zapotrzebowania budżetu na środki i zwiększenia podaży tych instrumentów na rynku pierwotnym, spowodował wzrost rentowności bonów (wykres 26). Wzrost ten był większy w przypadku bonów o dłuższym okresie do wykupu, głównie z powodu zwiększenia ich podaży. W konsekwencji nastąpił wyraźny wzrost różnicy przychodowości papierów o krótkim i długim okresie do wykupu i zwiększenie kąta nachylenia krzywej przychodowości w jej krótszym końcu (różnica przychodowości bonów 13- i 52-tygodniowych wyniosła w dniu posiedzenia RPP w lutym ponad 100 punktów bazowych, podczas gdy w końcu 1999 r. rentowności bo-

Wykres 26

Rentowność bonów skarbowych oraz marża cenowa na rynku wtórnym

Źródło: dane i obliczenia NBP.

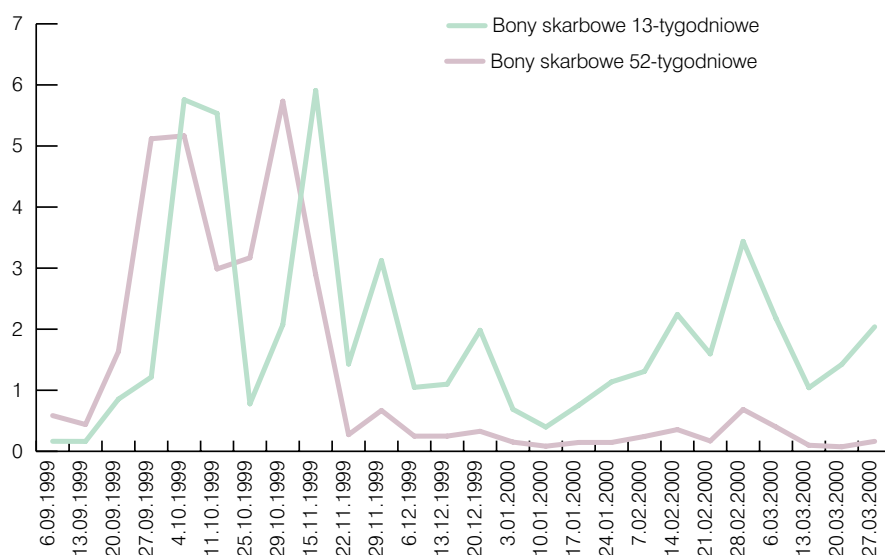
nów 13-tygodniowych przewyższały rentowności bonów 52-tygodniowych o około 30 punktów bazowych).

W lutym stan niepewności na rynku pierwotnym bonów skarbowych wyraźnie się pogłębił. Świadczył o tym wzrost współczynnika nachylenia aukcyjnej funkcji popytu¹⁸. Średnia wartość tego współczynnika była w lutym wyższa niż w styczniu w przypadku 13-tygodniowych bonów skarbowych prawie 3-krotnie i w przypadku 52-tygodniowych ponad 2-krotnie (wykres 27). Współczynnik nachylenia aukcyjnej funkcji popytu obliczony dla 13- i 52-tygodniowych bonów skarbowych na lutowych przetargach był zdeterminowany stosunkowo szerokim rozrzutem średnich ważonych cen w ofertach zgłaszanych przez inwestorów oraz zmniejszeniem się popytu na bony. Mimo wzrostu niepewności, w lutym jej poziom był nadal umiarkowany w porównaniu z październikiem ubiegłego roku, który był okresem silnych obaw rynku dotyczących wzrostu stóp procentowych. Średnia wartość współczynnika nachylenia aukcyjnej funkcji popytu dla 52-tygodniowych bonów była w lutym br., w porównaniu z październikiem 1999 r., ponad 23-krotnie niższa.

¹⁸ Wyjaśnienia dotyczące konstrukcji i interpretacji tego wskaźnika zawarte są w *Raporcie o Inflacji* za 1999 r.

Wykres 27

Współczynnik nachylenia aukcyjnej funkcji popytu na rynku pierwotnym bonów skarbowych*



* Do wyliczenia współczynnika nachylenia aukcyjnej funkcji popytu skumulowane wartości nominalne ofert wyrażone są w mld zł.

Źródło: dane i obliczenia NBP.

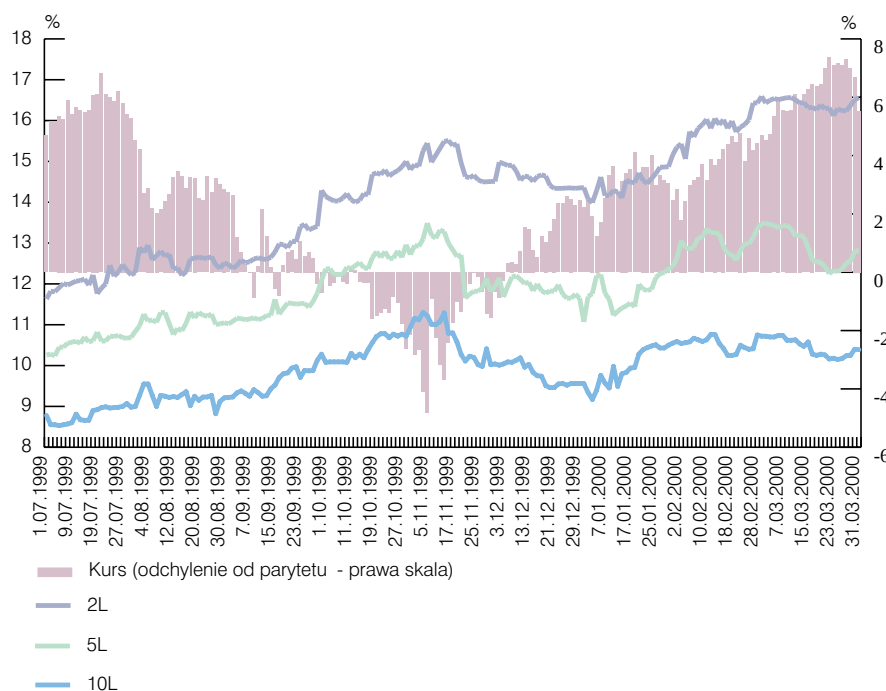
Podwyższenie przez bank centralny w lutym stóp procentowych spowodowało początkowo dalszy wzrost rentowności bonów skarbowych, w tym zwłaszcza 52-tygodniowych. Na początku marca różnica między przychodowością 13-tygodniowych a 52-tygodniowych bonów skarbowych wzrosła do ponad 150 punktów bazowych. Wskaźnik inflacji za luty, który okazał się zgodny z oczekiwaniami rynku, przyczynił się do spadku rentowności 52-tygodniowych bonów w końcu omawianego kwartału.

Podwyższenie stóp procentowych wpłynęło na zmniejszenie poziomu niepewności. W największym stopniu obniżyła się wartość współczynnika nachylenia aukcyjnej funkcji popytu w przypadku 52-tygodniowych bonów skarbowych. W marcu średnia wartość tego współczynnika dla 52-tygodniowych bonów była prawie 2-krotnie niższa niż w lutym. Spadek wartości współczynnika nachylenia aukcyjnej funkcji popytu wynikał z zawężenia się średnich ważonych cen w ofertach zgłaszanych przez inwestorów na przetargach oraz z wyraźnego wzrostu popytu na bony. Oba czynniki wskazywały na redukcję obaw inwestorów związanych z ewentualnym kolejnym wzrostem stóp procentowych w najbliższej przyszłości.

Podobna sytuacja miała miejsce na rynku obligacji skarbowych. W okresie od początku roku do końca lutego ren-

Wykres 28

Rentowność obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu 2-, 5- i 10-letnich i odchylenie złotego od parytetu centralnego



Źródło: obligacje - bankowe systemy informacyjne, kurs - NBP.

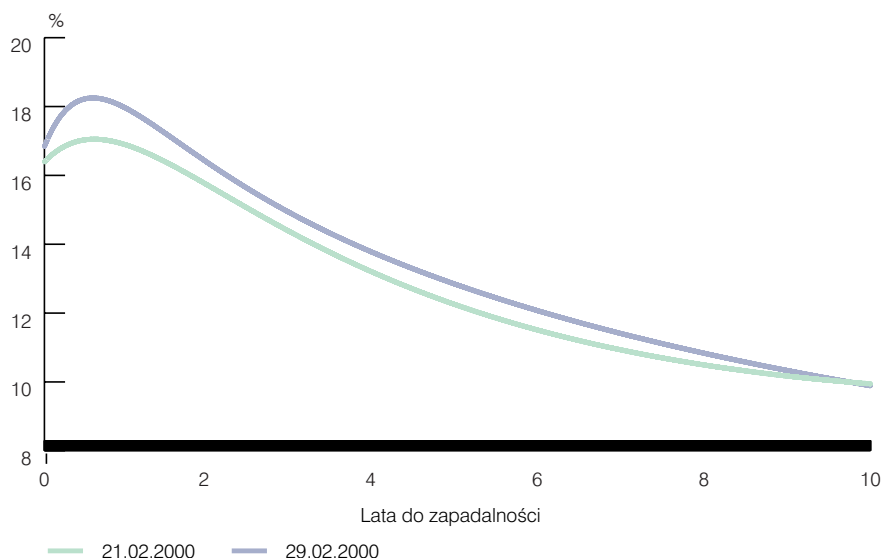
towność obligacji skarbowych rosła (wykres 28). Wzrost rentowności instrumentów o długim okresie do wykupu związany był głównie z dynamicznie rosnącą od sierpnia inflacją (premia inflacyjna). Czynniki ten oddziaływał najsilniej do czasu opublikowania przez GUS w połowie lutego informacji o miesięcznym wskaźniku inflacji za styczeń, którego wysokość okazała się zgodna z oczekiwaniami rynku.

Po decyzji RPP w dniu 23 lutego br. o podwyższeniu stóp NBP, krzywa dochodowości¹⁹ przesunęła się w górę na całej długości, z wyjątkiem jej dłuższego końca wyznaczanego przez rentowność obligacji 10-letniej (wykres 29). Reakcja rynku była odmienna po listopadowej podwyżce stóp procentowych. Przesunięcie się krzywej w jej krótkim odcinku było stosunkowo niewielkie i odpowiednie do skali zmiany stóp procentowych NBP, jednakże krzywa dochodowości nie przesunęła się tak jak poprzednio w dół na środkowym odcinku i długim końcu. Było

¹⁹ Analiza zmian kształtu i przesunięć krzywej dochodowości odnosi się do zerokuponowej krzywej dochodowości estymowanej za pomocą modelu ekonometrycznego opisanego w rocznym *Raporcie o Inflacji* za 1999 r.

Wykres 29

Zerokuponowe krzywe dochodowości przed i po decyzji RPP o podwyższeniu podstawowych stóp procentowych z dnia 23.02.2000 r.



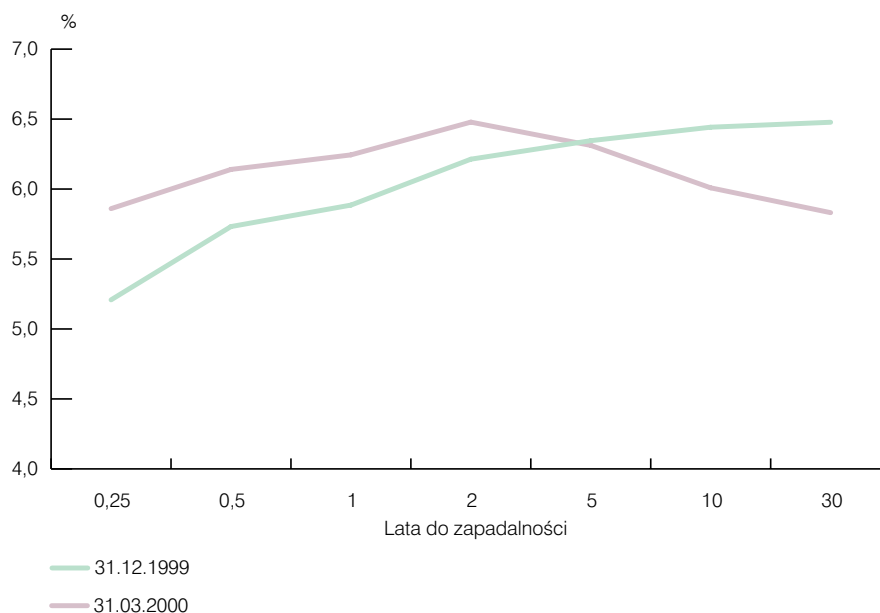
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych z bankowych systemów informacyjnych.

to spowodowane działaniem dwóch czynników: wzrostu wymaganej przez rynek premii za ryzyko spadku cen papierów wartościowych, związanym z oczekiwanym wzrostem podaży oraz wzrostem wymaganej przez inwestorów premii za ryzyko kursowe. Oba te czynniki oddziaływały już w styczniu, jednak nie z tak dużą intensywnością, jak w lutym i marcu.

Efekt podażowy jest anomalią rynkową, która może powstać, gdy w ocenie uczestników rynku wielkość całkowitej podaży danych instrumentów lub struktura ich podaży w znacznym stopniu rozmiągają się z wielkością lub strukturą popytu na te instrumenty. Przykładem działania tego czynnika jest kształtowanie się przychodowości skarbowych papierów wartościowych w USA (wykres 30). W związku z przewidywanymi nadwyżkami budżetowymi rząd USA ogłosił plan zmniejszania zadłużenia państwa, co wiąże się z wykupem netto części zadłużenia (szczególnie obligacji skarbowych o długim okresie wykupu). Efektem tego była zmiana kształtu krzywej przychodowości na ujemny na odcinku powyżej 2 lat. W warunkach polskich, z uwagi na fakt oczekiwania przez rynek znacznego zwiększenia podaży obligacji skarbowych, nastąpił efekt odwrotny. Źródłem oczekiwanego wzrostu podaży miały być w ocenie banków:

Wykres 30

Krzywe dochodowości na rynku amerykańskim na dzień 31.12.1999 r. i 31.03.2000 r.



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych z bankowych systemów informacyjnych.

- duże potrzeby budżetu państwa związane z finansowaniem jego deficytu (tylko w I półroczu br. Ministerstwo Finansów zaoferowało na rynku pierwotnym obligacje wg wartości nominalnej około 16,1 mld zł, przy wykupie wynoszącym 4,6 mld zł – skala finansowania poprzez emisję obligacji była dużo wyższa niż w latach poprzednich),
- realizowana przez Ministerstwo Finansów w tym samym okresie operacja konwersji zadłużenia służby zdrowia, pochodzącego z lat ubiegłych, na obligacje skarbowe (około 6-12 mld zł),
- zapowiadana przez NBP w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2000* bezwarunkowa sprzedaż obligacji skarbowych z portfela NBP (16,4 mld zł), służąca redukcji nadpłynności operacyjnej sektora banków komercyjnych.

Rynek od pewnego czasu znał zamiary Ministerstwa Finansów i Narodowego Banku Polskiego dotyczące konwersji i sprzedaży bezwarunkowej. Tym co zwróciło uwagę inwestorów na ryzyko wynikające z tych operacji było ograniczenie informacji Ministerstwa Finansów co do struktury finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu. Z uwagi na fakt, że na koniec 1999 r. w obiegu pozostawały obligacje skarbowe o wartości nominalnej 71,1 mld zł, realizacja tych planów oznaczałaby istotny wzrost po-

daży obligacji skarbowych. Ponieważ jednocześnie struktura podaży instrumentów emitowanych przez Ministerstwo Finansów pozostała dla rynku nieznana, jak również nie był znany harmonogram sprzedaży obligacji przez NBP, rynek przeniósł ryzyko cenowe na wszystkie dostępne na rynku obligacje. W związku z tym nastąpiło prawie równoległe przesunięcie całej krzywej przychodowości w górę. W celu zmniejszenia niepewności RPP na posiedzeniu w marcu poinformowała, że bezwarunkowa sprzedaż obligacji z portfela NBP rozpocznie się w III kwartale, tj. po okresie, w którym popyt budżetu państwa na środki jest stosunkowo duży. Do tego czasu Ministerstwo Finansów może również zakończyć operację konwersji zadłużenia służby zdrowia.

Wystąpienie efektu podażowego stanowi dodatkowe utrudnienie w określeniu, w jakim stopniu oczekiwania na wzrost podstawowych stóp procentowych NBP i oczekiwania inflacyjne podmiotów finansowych oddziaływały na położenie krzywej dochodowości w I kwartale br.

Drugim czynnikiem, powodującym w I kwartale 2000 r. wzrost rentowności obligacji i odmienne zachowanie krzywej przychodowości po decyzji RPP w lutym, był wzrost wymaganej przez rynek w tym okresie premii za ryzyko kursowe. Długookresowe stopy procentowe wzrastały, pomimo dużego przyrostu zagranicznych inwestycji portfelowych (szczególnie na rynku obligacji dwu- i pięcioletnich o stałym oprocentowaniu). Znaczny napływ kapitału na ten rynek wynikał z optymizmu dużej części uczestników rynku co do poprawy perspektyw gospodarczych Polski w 2000 r. (spadku inflacji, a co za tym idzie spadku stóp procentowych, utrzymania deficytu obrotów bieżących na możliwym do sfinansowania poziomie, łatwości finansowania deficytu przez bezpośrednie inwestycje zagraniczne), jak również z motywu spekulacyjnego (m. in. możliwej aprecjacji złotego wskutek napływu kapitału związanego z procesem prywatyzacji oraz oczekiwaniem upłynnienia kursu złotego). Z uwagi na fakt, że ceny obligacji na rynku krajowym były swobodnie kształtowane przez rynek w warunkach braku ingerencji banku centralnego na rynku walutowym, bieżący poziom przychodowości obligacji wyznaczał poziom równowagi oczekiwanego zwrotu z inwestycji i ryzyka z nią związanego. Ryzyko to było związane głównie z dalszym wzrostem deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego.

W efekcie działania obu opisanych czynników na koniec lutego, w porównaniu z końcem grudnia, krzywa do-

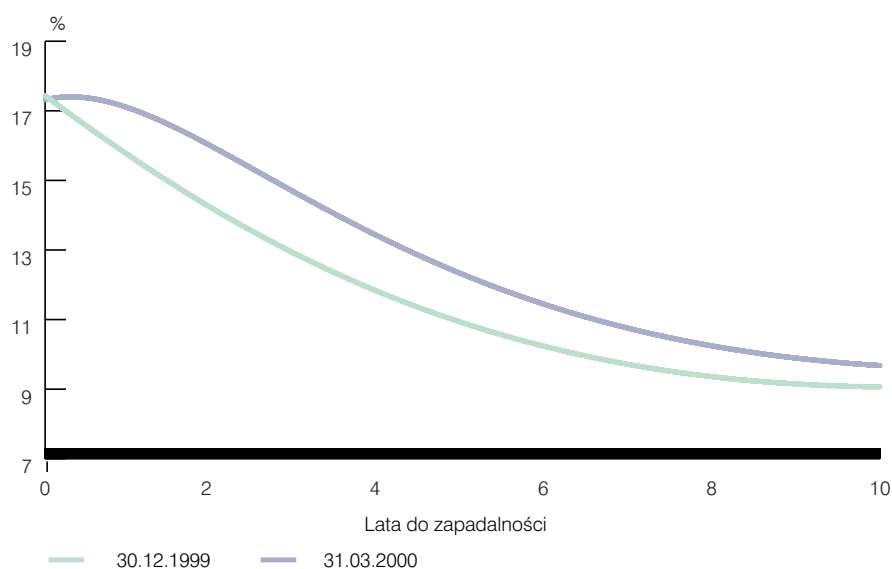
chodowości przesunęła się równolegle do góry w przedziale od 2 do 5 lat średnio o 200 punktów bazowych. Utrzymywanie się pozytywnego nachylenia krzywej dochodowości w krótkim końcu mogło wskazywać na istnienie nadal pewnego ryzyka wzrostu stóp procentowych w tym horyzoncie czasowym, jednakże mogło być to również rezultatem segmentacji rynku. Ujemne nachylenie krzywej dochodowości dla terminów powyżej 1 roku pokazuje, że w dłuższym okresie rynek spodziewał się spadku stóp procentowych.

W marcu nastąpił dalszy wzrost popytu na polskie obligacje skarbowe, w tym ze strony inwestorów zagranicznych. Nierównomiernie rozłożony popyt obniżył rentowności papierów skarbowych w przedziale do 5 lat włącznie, powodując jednocześnie wzrost nachylenia krzywej w przedziale od 2 do 5 lat. Proces ten występował również po ogłoszeniu 15 marca danych dotyczących inflacji w lutym br. Na koniec marca, w porównaniu ze stanem na koniec lutego, obniżyła się krzywa dochodowości średnio o 50 punktów bazowych, przy czym największa zmiana miała miejsce w przypadku rocznych papierów skarbowych (wykres 31).

Wyliczone z krzywej dochodowości z dnia 30.03.2000 r. implikowane 28-dniowe forwardowe stopy dochodowo-

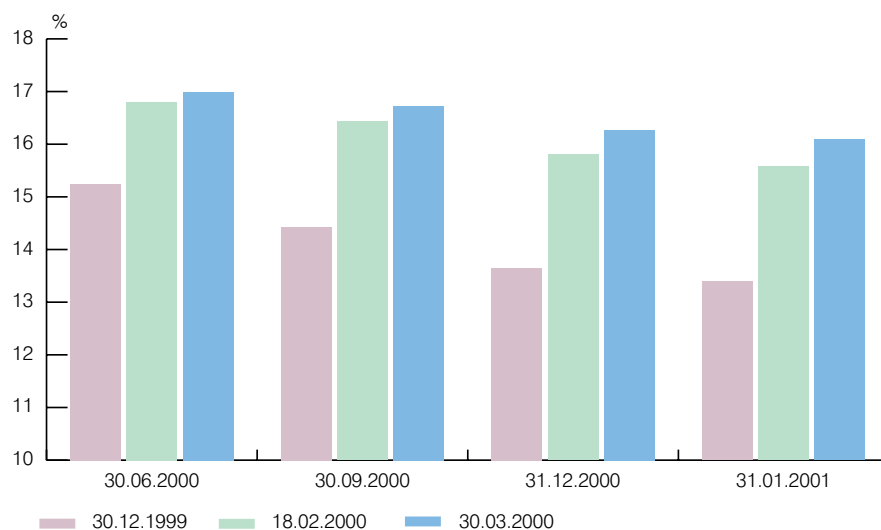
Wykres 31

Zerokuponowe krzywe dochodowości na koniec grudnia 1999 r. i marca 2000 r.



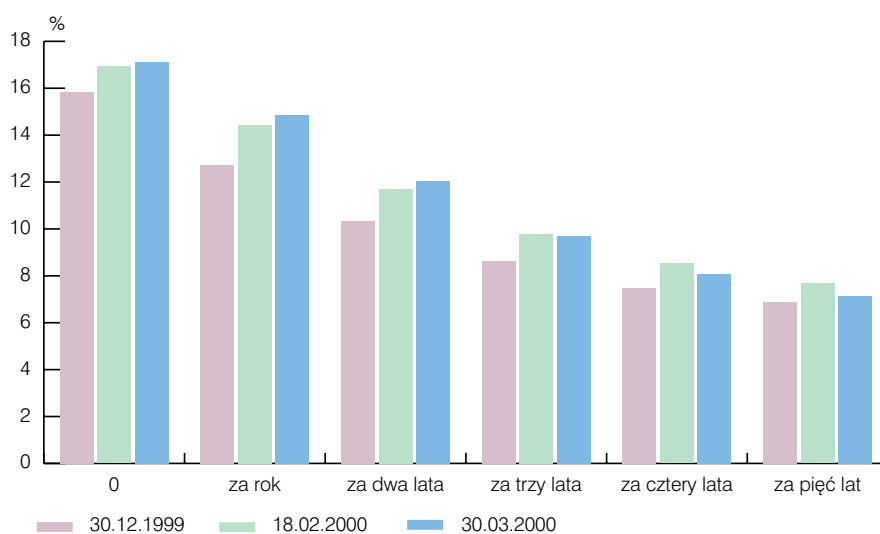
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych z bankowych systemów informacyjnych.

Wykres 32
Oczekiwany poziom krótkoterminowych stóp procentowych
 (na podstawie krzywej dochodowości)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych z bankowych systemów informacyjnych.

Wykres 33
Oczekiwany poziom długoterminowych stóp procentowych
 (na podstawie krzywej dochodowości)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych z bankowych systemów informacyjnych.

ści papierów skarbowych (określające oczekiwany przez rynek poziom stóp procentowych w przyszłości) potwierdzały istnienie oczekiwań na spadek inflacji i stóp procentowych w drugiej połowie roku, jednakże oczekiwania te nie były tak silne, jak w pierwszej połowie lutego (wykres 32). Implikowane roczne forwardowe stopy dochodowości papierów skarbowych wskazują, że również w dłuższym horyzoncie uczestnicy rynku finansowego oczekiwali systematycznego spadku stóp procentowych (wykres 33).

Istotne znaczenie dla rozwoju sytuacji na polskim rynku finansowym miały również wydarzenia poza granicami kraju. W I kwartale 2000 r., zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro, następowało dalsze zastrzanie polityki pieniężnej. Stopa funduszy federalnych została podniesiona przez FED dwa razy, łącznie o 50 punktów bazowych, do 6%. Także Europejski Bank Centralny dwukrotnie podejmował decyzje o podniesieniu stopy repo o 25 punktów bazowych, w wyniku czego podstawowa stopa procentowa wzrosła do 3,5%. Kolejne podwyżki stóp na rynkach rozwiniętych nie miały w omawianym okresie dużego wpływu na poziom krajowych stóp procentowych.

Większy wpływ na rozwój sytuacji na rynku polskim miała poprawa sytuacji na rynkach wschodzących (*emerging markets*) oraz oddziaływanie czynników natury instytucjonalnej.

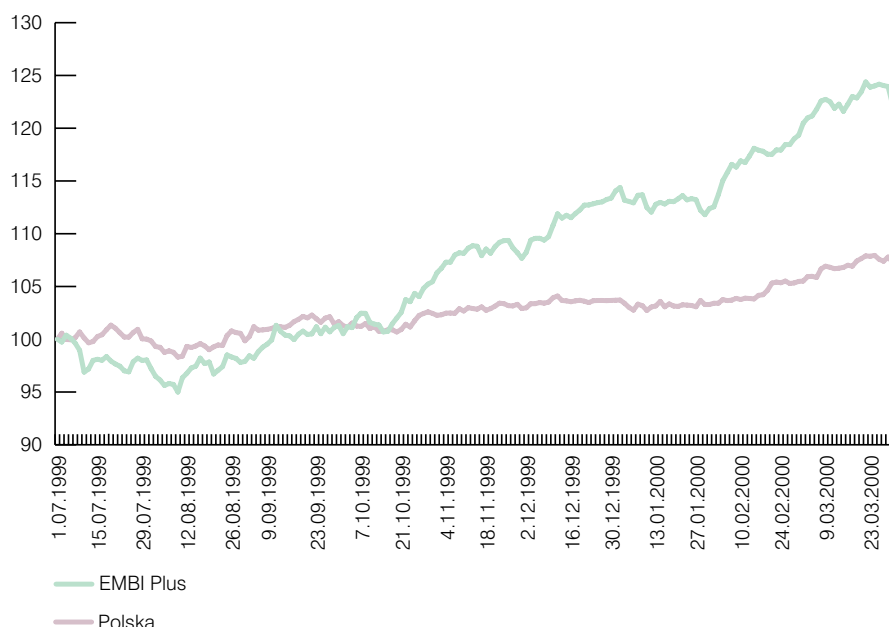
W I kwartale br., podobnie jak w dwu poprzednich, na rynkach wschodzących panowały optymistyczne nastroje, co znalazło swoje odzwierciedlenie we wzroście publikowanego przez bank inwestycyjny JPMorgan wskaźnika EMBI+²⁰, obrazującego poziom zysków realizowanych na utrzymywaniu portfela zgodnego z tym indeksem (wykres 34). Spadek długookresowych stóp procentowych w USA, spowodowany wystąpieniem opisanego wcześniej efektu podaźowego, zaowocował wzrostem popytu na aktywa obciążone większym ryzykiem, ale przynoszące również potencjalnie wyższe zyski. W omawianym okresie nastąpił znaczny wzrost napływu kapitału do krajów *emerging markets*, w tym na rynek polski.

Czynnikiem dodatkowo stymulującym popyt na polskie aktywa było zarysowujące się wyodrębnienie wśród krajów określanych jako rynki wschodzące grupy posia-

²⁰ Wyjaśnienia dotyczące konstrukcji i interpretacji tego wskaźnika zawarte są w *Raporcie o Inflacji* za I-II kwartał 1999 r.

Wykres 34

Indeks EMBI Plus (Polska na tle emerging markets)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Morgan.

dającej tzw. ocenę inwestycyjną (tzw. *investment grade rating*). Są to kraje, które mają ocenę powyżej BBB/Baa. Część tych krajów, w tym Polska, została włączona do tzw. globalnego portfela obligacji, co przyciągnęło uwagę nowej kategorii funduszy inwestycyjnych, tzw. *Global Investment Funds*. Podmioty te mają niższy profil ryzyka i dłuższy horyzont inwestycyjny niż typowe fundusze inwestowania na rynkach wschodzących (tzw. *dedicated emerging markets funds*). Z jednej strony należy uznać to za objaw pozytywny (większa stabilność rynków finansowych), z drugiej strony jednak możliwe są negatywne skutki uboczne (np. w postaci nadmiernej aprecjacji złota). Polski rynek obligacji jest atrakcyjny dla tego typu funduszy z uwagi na ponadprzeciętną przychodowość występujących na nim instrumentów. Ewentualne krótkookresowe ryzyko kursowe, przy wystarczająco długim horyzoncie inwestycyjnym, nie jest w tej sytuacji elementem kluczowym. Większe znaczenie ma ryzyko niewypłacalności (*default risk*). W przypadku Polski było ono jednak niewielkie, co pokazała zrealizowana w marcu br. i sprzedana na rynkach międzynarodowych emisja nominowanych w euro obligacji rządu polskiego. Emisja ta (pierwsza od 1997 r. emisja na rynkach międzynarodowych, jak również pierwsza emisja rządu RP w euro) obej-

mowała obligacje 10-letnie o stałym oprocentowaniu i spotkała się z dużym popytem ze strony inwestorów. Jej koszt okazał się stosunkowo mały, przewyższając jedynie o 82 punkty bazowe koszt pozyskania pieniądza przez rząd niemiecki. Jednocześnie różnica przychodowości 5-letnich obligacji rządów Polski i Niemiec, emitowanych na rynkach krajowych, osiągnęła maksimum w I kwartale br. i 1 marca br. wyniosła 840 punktów bazowych. Wielkość tej różnicy zbliżyła się do poziomu sprzed listopadowego posiedzenia RPP – 15 listopada 1999 r. wynosiła mianowicie 888 pkt. bazowych. W drugiej dekadzie marca różnica ta zmniejszyła się, co było spowodowane zarówno decyzją EBC o podwyższeniu wszystkich stóp procentowych w strefie euro, jak i zwiększonym popytem ze strony inwestorów zagranicznych na polskie obligacje skarbowe (wykres 35).

Analizując oczekiwania inflacyjne banków i inwestorów na rynku papierów skarbowych, można sformułować ogólny wniosek, że oczekiwano wprawdzie spadku inflacji w drugiej połowie roku, jednak zwiększyła się niepewność dotycząca jej przyszłego poziomu. Główną przyczyną rosnącej niepewności w tym względzie było narastanie deficytu w obrotach bieżących i związane

Wykres 35

Różnica między rentownością 5-letniej obligacji rządu polskiego i niemieckiego w okresie od 1.07.1999 r. do 31.03.2000 r.



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

z tym obawy dotyczące kształtowania się kursu walutowego. W przypadku banków zwiększająca się niepewność, dotycząca przyszłego poziomu inflacji, odzwierciedliła się we wspomnianym wcześniej stałym wzroście współczynnika zmienności – z 7% w styczniu do 9% w marcu. Z kolei na rynku papierów skarbowych wzrost niepewności inwestorów znalazł odbicie we wzroście współczynnika nachylenia aukcyjnej funkcji popytu na rynku bonów skarbowych, a także we wzroście stóp dochodowości obligacji, który nastąpił mimo utrzymywania się, co wynika z samego kształtu krzywej dochodowości, oczekiwań na stopniowy spadek inflacji.

Kanał papierów wartościowych (efekt majątkowy)

Przyjęcie hipotezy, iż na konsumpcję oddziałuje nie dochód bieżący, lecz dochody zgromadzone przez gospodarstwa domowe przez cały czas trwania ich życia, oznacza, że na popyt gospodarstw domowych wpływa także zasób majątku finansowego – czyli udziałowe i dłużne papiery wartościowe. Wzrost wartości papierów, zwiększając majątek gospodarstw domowych, może się zatem przyczyniać do wzrostu popytu konsumpcyjnego. Proces ten może zachodzić, jeżeli znaczna część gospodarstw domowych ma papiery wartościowe i jeżeli wartość instrumentów pozostających w ich posiadaniu jest stosunkowo duża. W Polsce wartość instrumentów rynku kapitałowego posiadanych przez gospodarstwa domowe jest jednak niewielka, a zatem zmiany wartości portfela papierów wartościowych nie wywierają większego wpływu na popyt konsumpcyjny.

Na koniec marca 2000 r. gospodarstwa domowe miały papiery skarbowe na łączną kwotę 5,1 mld zł, z czego 2,3 mld zł stanowiły bony skarbowe, a 2,8 mld zł obligacje skarbowe²¹. Na Giełdzie Papierów Wartościowych do osób fizycznych należy około 100 tys. aktywnych rachunków inwestycyjnych. Krajowe fundusze inwestycyjne dysponują kapitałem ocenianym jedynie na kilka miliardów zł.

²¹ Dane dotyczące bonów skarbowych zostały zaczerpnięte z informacji NBP pochodzących od 23 najaktywniejszych na rynku pieniężnym banków komercyjnych, pełniących funkcję dealera rynku pieniężnego lub kandydujących do tej roli, natomiast obligacji skarbowych z informacji GUS.

Kapitalizacja giełdy wzrosła w I kwartale 2000 r. z 123,4 mld zł do 151,7 mld zł (z uwzględnieniem narodowych funduszy inwestycyjnych). Relacja kapitalizacji giełdy do poziomu PKB osiągnęła prawie 25%, jednakże główną przyczyną tego wzrostu był wzrost kursów akcji – nowe emisje nie miały większego znaczenia. Mimo wzrostu kapitalizacji giełdy maleje wartość kapitałów w wolnym obrocie, co wynika z intensyfikacji procesów fuzji i przejęć oraz wycofywania spółek z notowań na GPW. Zmiany poziomu WIG-u przedstawione są w tablicy 7.

Tablica 7
Notowania WIG-u w I kwartale 2000 r.

Dane na koniec miesiąca	WIG (w punktach)
Grudzień 1999 r.	18.083,6
Styczeń 2000 r.	19.398,0
Luty 2000 r.	21.536,8
Marzec 2000 r.	21.255,9

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

Podstawowe czynniki, które wpływały na notowania akcji na giełdzie warszawskiej to:

- ustąpienie obaw związanych z Problemem Roku 2000,
- silny wzrost notowań na rynku amerykańskim, szczególnie w sektorze tzw. nowej gospodarki, generujący podobny efekt na rynku polskim,
- wzrost stóp procentowych w USA,
- fuzje i przejęcia w polskim systemie bankowym,
- pojawiające się okresowo elementy z obszaru ryzyka politycznego (napięcia w koalicji rządzącej).
- problemy w sferze makroekonomicznej (niekorzystne wyniki handlu zagranicznego oraz wzrost stopy inflacji).

W I kwartale istotnym elementem wspierającym rozwój rynku akcji stały się otwarte fundusze emerytalne. Ich udział na rynku akcji szacowano na 0,6 mld zł na koniec 1999 r. i 1,3 mld zł w końcu I kwartału 2000 r. Wartości tych inwestycji w stosunku do kapitalizacji giełdy jest ciągle niewielka – wynosi na koniec I kwartału zaledwie około 1%. Jednak, z uwagi na stały wzrost aktywów tych instytucji, należy uznać je za ważny czynnik długoterminowy stabilizujący polski rynek kapitałowy.

Czynnikami, które miały dominujący wpływ na zachowanie się rynków finansowych w I kwartale 2000 r. były

krajowe wskaźniki makroekonomiczne. W omawianym okresie czynniki zewnętrzne odgrywały mniejszą rolę.

Sytuacja na rynkach finansowych kształtowała się z jednej strony pod wpływem negatywnych ocen wielu bieżąco publikowanych wskaźników makroekonomicznych (dotyczących przede wszystkim tendencji deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz do pewnego stopnia inflacji), z drugiej zaś oczekiwań poprawy tych wskaźników w ciągu roku 2000. Ta niepewność sprawiała, że wzrostowi popytu na instrumenty finansowe towarzyszyło, z uwagi na wzrost ryzyka inwestycyjnego (głównie kursowego), przesunięcie krzywej dochodowości w górę.

W I kwartale br. nadal oddziaływało wiele czynników mogących wpłynąć na wzrost oczekiwań inflacyjnych. Wnioski, jakie w tym obszarze można wyciągać poprzez analizę sytuacji na rynkach finansowych (krzywej przychodowości), są jednak obciążone dużą niepewnością z uwagi na występowanie w omawianym okresie efektu podażowego na rynku obligacji.

Wpływ cen zewnętrznych na zjawiska inflacyjne w I kwartale 2000 r.

W okresie pierwszych trzech miesięcy 2000 r. kontynuowana była, zapoczątkowana w 1999 r., tendencja wzrostu cen surowców na rynku światowym. Jak wskazuje dolarowy indeks cen surowców (łącznie z surowcami energetycznymi) Instytutu HWWA²², w I kwartale br. poziom tych cen był wyższy o 75,1% w stosunku do I kwartału 1999 r.; analogiczny okres 1999 r. charakteryzował się w tym zakresie spadkiem cen w wysokości 15,5%. Podobnie jak w 1999 r., wysokie tempo wzrostu dotyczyło w największym stopniu cen ropy naftowej oraz metali. Wyraźnie słabszą dynamikę wobec dwóch powyższych grup wykazywały ceny produktów rolnych oraz surowców przemysłowych pochodzenia rolnego. W I kwartale br. poziom cen surowców nieenergetycznych wzrósł w porównaniu z I kwartałem 1999 r. o 10,8%; w analogicznym okresie 1999 r. wykazywał on spadek o 13,2%.

W I kwartale 2000 r. wystąpiły silne wahania cen ropy naftowej na światowych rynkach paliwowych. W styczniu i w lutym br. ceny ropy naftowej gwałtownie rosły. W styczniu średnia cena ropy (dotyczy gatunków Brent i WTI) wzrosła w stosunku do grudnia 1999 r.

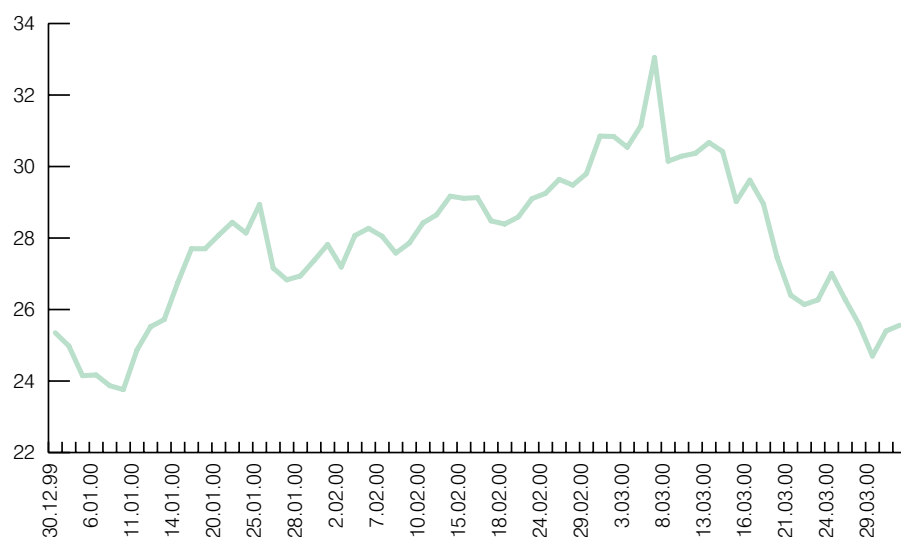
²² *World Commodity Prices 2000-2001*. AIECE May 2000.

o 11,4%, natomiast w lutym (licząc do stycznia br.) o 10,9%. Tendencja ta była wynikiem dalszego rozszerzania się nierównowagi na rynku tego strategicznego surowca, w warunkach prowadzonej przez kartel OPEC polityki ograniczania produkcji, czemu towarzyszyło kurczenie się światowych zapasów ropy naftowej. Na wzrost cen ropy naftowej wpływały także zapowiedzi przedłużenia porozumienia w sprawie ograniczenia wydobycia ropy przez kraje OPEC poza pierwotny termin, ustalony na marzec 2000 r. W dniu 7 marca br. średnia z cen ropy dwóch gatunków: Brent i WTI osiągnęła maksimum w wysokości 33,05 USD za baryłkę, co oznaczało wzrost cen o 30,5% od początku 2000 r. (wykres 36).

W pozostałej części marca ceny ropy naftowej gwałtownie spadły do poziomów notowanych na początku br. W efekcie, średnia cena ropy Brent i WTI obniżyła się w marcu br. o 17,5% (w stosunku do lutego br.). Zjawisko to było wywołane przede wszystkim spekulacjami rynku na temat polityki państw OPEC, po ich deklaracjach o konieczności zwiększenia wydobycia ropy. Na marcowej konferencji OPEC główni producenci ropy naftowej zgodzili się na zwiększenie produkcji tego surowca, jednak w stopniu niewystarczającym do zrównoważenia popytu na rynku.

Wykres 36

Kształtowanie się cen ropy naftowej*



* Średnia cena gatunków ropy: Brent (Morze Północne) i WTI (Stany Zjednoczone) w USD za baryłkę.

Źródło: Reuter.

Kontynuacja wysokiej dynamiki cen ropy naftowej na rynkach światowych przyczyniła się w I kwartale 2000 r. do nasilenia inflacji w gospodarkach zależnych od importu tego strategicznego surowca. Bardzo wyraźnie wystąpiło to w strefie euro, gdzie do przyspieszenia dynamiki cen wewnętrznych przyczyniała także się deprecjacja euro. W marcu br. ceny produkcji w działalności produkcyjnej krajów strefy euro wzrosły o 6,2% w stosunku do marca 1999 r., podczas gdy w analogicznym okresie 1999 r. były one niższe o 1,8%. Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych w opisywanym regionie wzrósł w marcu do 2,1%, wobec 1% w analogicznym okresie 1999 r.

Wzrost cen ropy naftowej na rynku światowym wpłynął w I kwartale 2000 r. na pogorszenie warunków cenowych w polskim handlu zagranicznym. Jak wskazują dostępne dane GUS, w okresie pierwszych dwóch miesięcy br. ceny transakcyjne towarów w eksporcie wzrosły o 4,2% (w stosunku do analogicznego okresu 1999 r.), natomiast poziom cen towarów importowanych był wyższy odpowiednio o 9,6%. A zatem relacja powyższych cen (wskaźnik *terms of trade*) była niekorzystna i ukształtowała się na poziomie 95,1 (wobec 105,8 w tym samym okresie 1999 r.)

Podsumowując, należy stwierdzić, że impulsami ze strony cen zewnętrznych, które mogły przyczynić się do dynamizowania inflacji na rynku krajowym w I kwartale 2000 r., były przede wszystkim ceny ropy naftowej. Kurs złotego nie był czynnikiem stymulującym wewnętrzne procesy inflacyjne. Jednakże, z uwagi na 2-3 miesięczne opóźnienie oddziaływania kursu na ceny towarów nieżywnościowych i usług, w styczniu 2000 r. mógł jeszcze wystąpić niewielki wpływ deprecjacji złotego z 1999 r. na ceny w powyższych dwóch grupach.

Kształtowanie się zagregowanego popytu i podaży

Jak wykazują wstępne szacunki, w I kwartale br. wielkość popytu krajowego nadal przekraczała wielkość podaży, ale podobnie jak w IV kwartale ub.r. narastanie różnicy było wolniejsze niż na przełomie lat 1998 – 1999. Szacuje się, że PKB w I kwartale br. był o 6,1% większy niż w analogicznym okresie ub.r. Wysoki był wzrost wartości dodanej w przemyśle i w usługach rynkowych, mniejszy niż w poprzednich kwartałach w budownictwie. Do relatywnie wysokiego tempa wzrostu PKB przyczynił się większy od bar-

dzo niskiego przed rokiem popyt zewnętrzny, jednak można szacować, że po spadku w styczniu i lutym, w marcu br. ponownie wzrosło znaczenie popytu wewnętrznego (tabela 8).

Tablica 8
Wstępne szacunki dynamiki PKB i popytu krajowego

Wyszczególnienie	1999					2000
	I-IV	I	II	III	IV	I
analogiczny okres poprzedniego roku = 100						
Wartość dodana ogółem	103,8	101,4	102,8	104,7	105,9	105,9
Przemysł	104,7	97,3	101,6	107,5	111,5	110,3
Budownictwo	103,8	102,1	103,2	103,6	105,1	104,0
Usługi rynkowe	104,6	104,2	104,3	104,8	104,9	105,6
PKB	104,1	101,6	103,0	105,0	106,2	106,1
Popyt krajowy	104,9	103,3	104,6	105,6	105,8	105,1
Akumulacja	106,8	101,1	106,5	109,0	106,8	111,2
Nakłady na środki trwałe	106,9	106,1	106,8	107,0	107,3	105,5
Spożycie	104,2	103,7	104,1	104,5	104,6	103,9
Spożycie indywidualne	105,0	104,3	104,9	105,3	105,4	104,6

Źródło: 1999 r. - GUS; I kwartał 2000 r. - szacunek własny.

Popyt wewnętrzny

Można oceniać, że łącznie w I kwartale br. tempo wzrostu popytu wewnętrznego (w skali rocznej) ukształtowało się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w IV kwartale ub.r. Obniżyło się nieznacznie tempo wzrostu spożycia, przy niższym wzroście nakładów na środki trwałe brutto, wyższe było tempo wzrostu akumulacji.

Na ograniczenie tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego wpływ wywarł wolniejszy wzrost dochodów gospodarstw domowych. Można oceniać, że zmniejszyła się dynamika wszystkich podstawowych składników dochodów do dyspozycji z wyjątkiem dochodów z nadwyżki operacyjnej z pozarolniczej działalności gospodarczej. Niewielki był realny wzrost emerytur i rent (pracowniczych o 0,1%, rolniczych spadek o 0,6%), co nawet przy wzroście wypłat zasiłków z innych tytułów spowodowało spadek dynamiki dochodów ze świadczeń społecznych. Mimo utrzymania stosunkowo wysokiej dynamiki przeciętnych wynagrodzeń realnych w sektorze przedsiębiorstw (w marcu w porównaniu z analogicznym miesiącem ub.r. ich siła nabywcza wzrosła o ponad 3%), w wyniku znacznego spadku przeciętnego zatrudnienia w sektorze przed-

siębiorstw (o 3,6%) obniżyła się dynamika dochodów z pracy najemnej. Nie uległa istotnym zmianom zła sytuacja dochodowa gospodarstw rolników indywidualnych. Przy relatywnie niskiej dynamice dochodów do dyspozycji w styczniu i lutym br. mały był przyrost kredytów gospodarstw domowych. W marcu br. ponownie zanotowano znaczący wzrost zadłużenia osób prywatnych, w skali zbliżonej do ostatnich miesięcy ub.r. Wobec jednoczesnego spadku zasobów gotówkowych można szacować, że łącznie w I kwartale br. oszczędności brutto gospodarstw domowych były mniejsze niż w analogicznym okresie ub.r. Stopa oszczędności finansowych²³ ukształtowała się na niższym poziomie niż przed rokiem.

W tych warunkach ocenia się, że tempo wzrostu **konsumpcji indywidualnej** było tylko nieco niższe od obserwowanego w końcu ub.r. Jednocześnie dane o dynamice sprzedaży detalicznej wskazują na początek zmian w strukturze spożycia. Na niższym poziomie niż w I kwartale ub.r. ukształtowała się sprzedaż przedsiębiorstw z branży motoryzacyjnej. Można więc powiedzieć, że w I kwartale br. na wzrost konsumpcji nie wpływała bardzo szybko zwiększająca się w ostatnich latach sprzedaż samochodów. Nadal relatywnie wysokie było tempo wzrostu sprzedaży przedsiębiorstw z branży mebli, RTV, AGD oraz farmaceutyków i kosmetyków. Ze względu na trwający od połowy lat dziewięćdziesiątych wzrost zakupów w wielkich niewyspecjalizowanych sklepach z przewagą żywności trudno ocenić, w jaki sposób zmieniają się udziały innych podstawowych grup towarów. Na podstawie innych badań można stwierdzić, że przy podobnym do obserwowanego w latach poprzednich spożyciu żywności zmniejszył się ponownie udział zakupów odzieży i obuwia oraz wydatków na rekreację i kulturę oraz edukację. Niższa od notowanej w poprzednich kwartałach dynamika produkcji przedsiębiorstw przemysłu, wytwarzających głównie dobra konsumpcyjne przy zbliżonym do uzyskiwanego poprzednio tempie wzrostu spożycia, wskazuje, że po spadku w II połowie 1999 r. ponownie wzrosła rola towarów importowanych w zaopatrzeniu rynku krajowego.

W chwili obecnej brak danych o kształtowaniu się nakładów na środki trwałe, ale na podstawie wskaźników

²³ Relacja oszczędności finansowych gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto. Oszczędności finansowe to suma przyrostu zasobów gotówkowych, przyrostu depozytów bankowych, przyrostu lokat w papiery wartościowe (akcje, obligacje, fundusze powiernicze itp.) pomniejszona o przyrost kredytów.

pośrednio wskazujących na skalę aktywności inwestycyjnej ocenia się, że nadal zmniejszał się wpływ **inwestycji** na dynamikę wzrostu popytu wewnętrznego. Produkcja budowlano – montażowa w I kwartale br., przy bardzo sprzyjających warunkach pogodowych, była o 4,3% większa niż w analogicznym okresie ub.r., przy czym roboty inwestycyjne wzrosły o 9,6%. Taka dynamika w stosunku do niskiego poziomu sprzed roku wskazuje na brak znaczącego wzrostu zainteresowania robotami inwestycyjnymi. Ograniczenie popytu inwestycyjnego wiąże się z gorszymi niż w ub.r. możliwościami finansowania nakładów. Zmniejszenie wydatków majątkowych przewidziane w budżecie państwa i – wg sygnalnych informacji – w budżetach samorządów spowoduje spadek nakładów w sektorze finansów publicznych. W sektorze przedsiębiorstw na ograniczenie nakładów inwestycyjnych mogą wpłynąć bardzo złe wyniki finansowe w 1999 r.

Szacowane tempo wzrostu akumulacji było wyższe niż nakładów na środki trwale brutto, co wiązało się z wysoką dynamiką przyrostu zapasów środków obrotowych w stosunku do bardzo niskiej wartości z I kwartału 1999 r. W tym okresie w związku ze spadkiem produkcji obserwowano ograniczenie stanu zapasów materiałów, towarów i produkcji w toku. Razem ze wzrostem sprzedaży w następnych miesiącach ub.r. zwiększała się wartość zapasów zgromadzonych w przedsiębiorstwach.

W I kwartale br. deficyt **budżetu państwa** wyniósł 6,9 mld zł²⁴ i stanowił 45% wielkości zapisanej w ustawie budżetowej na 2000 r. W analogicznym okresie roku ubiegłego sytuacja budżetu państwa była mniej korzystna – deficyt sięgnął 68,1% planowanej wielkości rocznej, co było przede wszystkim rezultatem obciążenia budżetu wysokimi wydatkami na uruchomienie, skoncentrowanych w czasie, reform strukturalnych.

Dochody budżetu państwa na koniec marca br. osiągnęły 30,9 mld zł, tj. 22,0% wpływów zakładanych na cały rok. Szczególnie wysokie dochody uzyskano z podatków pośrednich i podatku dochodowego od osób prawnych, odpowiednio: 21,8% i 26,6% wielkości zapisanej w ustawie budżetowej. Wiazało się to z szybszym tempem wzrostu gospodarki oraz rosnącą inflacją. Należy jednak zauważyć, że z powodu obniżki stawki podatkowej tegoroczne całkowite wpływy z podatku dochodowe-

²⁴ Sprawozdanie operatywne z wykonania budżetu państwa za okres styczeń – marzec 2000 r. Ministerstwo Finansów, maj 2000 r.

go od osób prawnych zostały oszacowane na poziomie o 2,2 mld zł niższym od ubiegłorocznego. Niskim zaawansowaniem charakteryzowały się w omawianym okresie dochody z podatku dochodowego od osób fizycznych. Wpływy te wyniosły 17,4% zakładanych w budżecie na cały rok, podczas gdy w ubiegłym roku wskaźnik ten był dużo korzystniejszy i stanowił 23,3%.

W ciągu trzech miesięcy br. wydatki budżetu państwa zostały zrealizowane na poziomie 37,9 mld zł, czyli 24,2% wielkości planowanej na 2000 r. Analizując strukturę wydatków budżetowych, należy stwierdzić, iż nadal główną pozycję stanowiły dotacje i subwencje – 60,5%, będące wydatkami o charakterze świadczeniowo - konsumpcyjnym. Realizacja dotacji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych osiągnęła 23,0% planu (w ub.r. – 39,1%), co wskazywać może na lepszą sytuację tego funduszu w br. Należy jednak podkreślić, że zapisane w ustawie budżetowej środki dla FUS są o 68,5% wyższe niż w ub.r. Niepokojące zaś jest wysokie zaawansowanie dotacji dla Funduszu Pracy. W ciągu I kwartału br. fundusz ten otrzymał 28,9% planowanej wielkości, podczas gdy w roku ubiegłym nie korzystał z dotacji budżetowej do końca marca. W omawianym okresie br. wydatki sztywne, związane z obsługą długu publicznego, stanowiły 12,3% całkowitych wydatków. Mimo iż ich udział w wydatkach ogółem był niższy niż w tym samym okresie ub.r., to cechowało je wysokie zaawansowanie w stosunku do wielkości założonej w ustawie budżetowej, wynoszące 24,5%.

W I kwartale br. nie wystąpiły trudności w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Niższe potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, w porównaniu z ubiegłym rokiem, jak również dobra sytuacja na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych, przejawiająca się wysokim popytem na te walory²⁵, ponadto dopływ środków z prywatyzacji i dokonana emisja euroobligacji na rynkach zagranicznych, pozwoliły nie tylko na pokrycie bieżących potrzeb budżetu, ale także na odłożenie przejściowych „nadwyżek” środków budżetowych na rachunkach bankowych. Na koniec marca br. na rachunku budżetu państwa w NBP pozostało w formie lokat około 5,1 mld zł.

²⁵ W ciągu I kwartału br. popyt na skarbowe papiery wartościowe (obligacje i bony skarbowe sprzedawane na przetargach) przewyższał dwukrotnie oferowaną podaż. Rentowność papierów wartościowych wykazywała w analizowanym okresie tendencję wzrostową. Średnia ważona rentowność bonów skarbowych wyniosła w styczniu br. 16,1%, a w końcu marca br. – 17,5%. Rentowność obligacji zerokuponowej wzrosła z 15,3% w styczniu do 17,2% w marcu br.

Pozytywnym zjawiskiem odnotowanym w I kwartale br. było zmniejszenie roli finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa przez system bankowy. Głównym pożyczkodawcą pozostał sektor pozabankowy. W I kwartale br. zadłużenie budżetu państwa wobec inwestorów krajowych i zagranicznych, nabywających aktywne skarbowe papiery wartościowe, wzrosło o 6,9 mld zł, przy czym w 67,6% dotyczy ono niebankowych inwestorów krajowych. Kapitał zagraniczny angażował swoje środki głównie w walory długoterminowe, co z punktu widzenia polityki stabilizacyjnej jest zjawiskiem pożądanym. Ponadto, potrzeby budżetu państwa zostały sfinansowane przychodami ze sprzedaży prywatyzowanego majątku w kwocie 3,3 mld zł oraz z emisji euroobligacji – około 2 mld zł.

Odnutowane w I kwartale 2000 r., w porównaniu z tym samym okresem ubiegłego roku, korzystniejsze wyniki budżetu państwa wskazują, że wystąpiło ograniczenie roli tego segmentu sektora finansów publicznych w kreacji popytu wewnętrznego.

Nierównowaga zewnętrzna a zagrożenia inflacyjne

W I kwartale 2000 r. nastąpiło znaczne pogłębienie nierównowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r. Deficyt w obrotach bieżących był wyższy o 57% w stosunku do poziomu osiągniętego w I kwartale 1999 r. (dla porównania, skala pogorszenia ujemnego salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego w pierwszych trzech miesiącach 1999 r. była znacznie niższa i wyniosła odpowiednio 12%). Porównując deficyt w I kwartale 2000 r. z deficytem zarejestrowanym w IV kwartale 1999 r., obserwuje się jednak nieznaczną poprawę – deficyt zmalał o 1,3%. Szacuje się, że relacja deficytu obrotów bieżących do PKB w układzie rocznym kształtowała się w I kwartale 2000 r. na poziomie 8,2% wobec 4,5% w I kwartale 1999 r.

Na ukształtowanie się takiego wyniku w płatnościach bieżących wpłynęło przede wszystkim wyraźne pogłębienie się deficytu w obrotach towarowych handlu zagranicznego. Podczas gdy w I kwartale 1999 r. ujemne saldo towarowe obniżyło się o 0,4 mld USD wobec I kwartału 1998 r., to w I kwartale 2000 r. wzrosło ono o 1,0 mld USD. Wpływy z eksportu w ujęciu dolarowym w I kwartale 2000 r. obniżyły się o 9,8% (w porównaniu z I kwar-

tałem 1999 r.), wypłaty za import wzrosły natomiast odpowiednio o 3,4%. Przyrównując wyniki I kwartału 2000 r. z odpowiednimi wielkościami IV kwartału 1999 r., zarówno w eksporcie, jak i w imporcie odnotowano spadek o odpowiednio 7,5% oraz 8,8%.

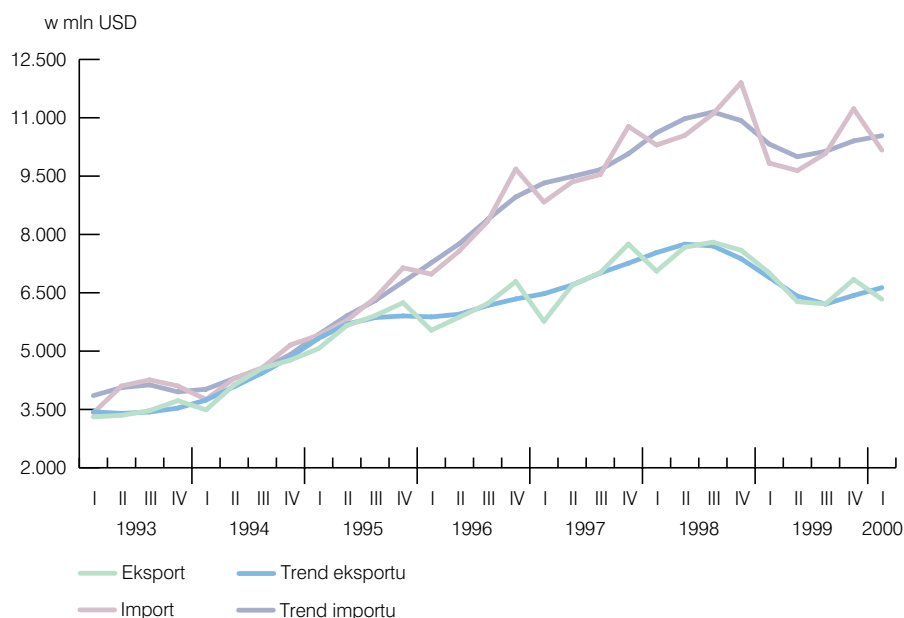
Należy jednak wyraźnie podkreślić, że dolarowe²⁶ i płatnicze ujęcie obrotów towarowych znacznie zaniżało ich dynamikę w I kwartale 2000 r. Informacje na temat rzeczowych przepływów towarów, które obrazują rzeczywiste tendencje w handlu zagranicznym, pokazuje statystyka celna GUS.

Szacuje się, że z powodu umocnienia się dolara amerykańskiego dynamika wpływów z eksportu w I kwartale 2000 r. w stosunku do I kwartału 1999 r. została obniżona o około 7,2 pkt. proc., a dynamika wypłat za import o 8,4 pkt. proc. W ujęciu wartościowym oznacza to, iż wpływy z eksportu były mniejsze z tytułu zmian kursów krzyżowych o około 0,5 mld USD, a wypłaty za import o około 0,8 mld USD. Płatności z tytułu obrotów handlu zagranicznego wyrażone w euro, wskazują, że w I kwartale 2000 r. eksport wzrósł o 2,6%, a import o 17,5%, w stosunku do I kwartału 1999 r. W marcu obroty wyrażone w tej walucie rosły bardzo dynamicznie, wpływy z eksportu były wyższe o 11,5% niż w marcu 1999 r., natomiast wypłaty za import wzrosły odpowiednio o 26,4%. I kwartał 2000 r. był drugim, kolejnym kwartałem, w którym utrzymał się trend wzrostowy płatności w handlu zagranicznym (wykres 37).

Wyraźnie wyższe tempo wzrostu zarówno eksportu, jak i importu pokazują dane statystyki celnej. W okresie pierwszych trzech miesięcy br. eksport, wyrażony w dolarach USA, był wyższy o 9,2%, a import o 9,3% w stosunku do analogicznego okresu 1999 r. Ujemne saldo ukształtowało się na poziomie 4,2 mld USD (wobec -3,9 mld USD przed rokiem). Wysokie tempo wymiany towarowej potwierdzają informacje dotyczące wolumenu ob-

²⁶ Od 1999 r. obserwuje się wyraźny wzrost udziału euro w rozliczeniach polskiego handlu zagranicznego, kosztem dolara amerykańskiego, jednocześnie w okresie tym nastąpiła znaczna deprecjacja waluty europejskiej w stosunku do dolara. W eksporcie w I kwartale 1998 r. średni udział USD w miesięcznej strukturze wpływów wynosił 45,6% (euro i waluty 11 krajów Unii łącznie 33,9%, pozostałe waluty 20,5%). W I kwartale 1999 r. udział ten spadł do poziomu 33,4% (euro i waluty 11 krajów Unii łącznie 52,7%, pozostałe waluty 13,9%), a w I kwartale 2000 r. ukształtował się na poziomie 36,6% (euro i waluty 11 krajów Unii łącznie 54,8%, pozostałe waluty 8,6%). W imporcie udział dolara amerykańskiego w rozliczeniach był bardziej stabilny i wynosił w ciągu opisywanego okresu około 35%, a łączny udział euro i walut 11 krajów Unii Europejskiej wynosił około 56%.

Wykres 37
Obroty handlu zagranicznego w ujęciu płatniczym



rotów; eksport w okresie styczeń – luty br., w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r., był wyższy o 15,7%, zaś import o 17,4%.

Jak wskazują dane dotyczące struktury geograficznej, dynamizująco na obroty towarowe oddziaływał przede wszystkim handel z rynkami wschodnimi. Wolumen eksportu do krajów Europy Środkowo-Wschodniej był w okresie pierwszych dwóch miesięcy 2000 r. wyższy o 23,4% (w stosunku do analogicznego okresu 1999 r.), zaś wolumen importu z tego obszaru był większy o odpowiednio 18,7%. Wartość eksportu (w wyrażeniu dolarowym) do Rosji wzrosła w pierwszych trzech miesiącach br. o 16,6% (w stosunku do analogicznego okresu 1999 r.). Wartość zakupów importowych z Rosji była w okresie styczeń – marzec br. wyższa o 99,7% w stosunku do tego samego okresu poprzedniego roku, co było spowodowane znacznym wzrostem wartości i ilości dostaw ropy naftowej, a także nawozów sztucznych.

Wolumen eksportu do krajów UE wzrósł w okresie pierwszych dwóch miesięcy br. o 15,1%, natomiast importu z tego obszaru wzrósł o 17,5%. W imporcie najwyższą dynamikę – wzrost o 109,6% (w wyrażeniu wartościowym) – wykazała w I kwartale 2000 r. grupa paliw i olejów mineralnych.

Wysoka dynamika zakupów ropy naftowej i jej produktów, zarówno na rynku wschodnim, jak i w krajach UE, spowodowała w I kwartale 2000 r. wyraźne przyspieszenie dynamiki importu tej grupy towarowej; import w zakresie pozycji: oleje ropy naftowej i oleje otrzymywane z minerałów bitumicznych, surowe, wzrósł o 229%, natomiast w pozycji: oleje ropy naftowej i oleje otrzymywane z minerałów bitumicznych, inne niż surowe – o 56,2%.

W zakresie obrotów usługowych oraz niesklasyfikowanych obrotów bieżących widoczne było w I kwartale 2000 r. wolniejsze (w stosunku do I kwartału 1999 r.) tempo pogarszania się wyników płatniczych. Deficyt z tytułu usług wyniósł w opisywanym okresie 0,5 mld USD, co oznaczało wzrost nierównowagi o 0,1 mld USD w porównaniu z tym samym okresem 1999 r. Dla porównania, w I kwartale 1999 r. ujemne saldo usług było wyższe w stosunku do I kwartału 1998 r. o 0,2 mld USD. Nadwyżka wpływów nad wypłatami w pozycji niesklasyfikowane obroty bieżące wyniosła w I kwartale 2000 r. 0,7 mld USD, a więc utrzymany został poziom poprzedniego roku.

Przyspieszeniu polskiego eksportu sprzyjała poprawa koniunktury gospodarczej na najważniejszych rynkach zbytu. Według informacji rosyjskiego urzędu statystycznego, tempo wzrostu PKB Rosji (w skali rocznej) wyniosło w I kwartale 2000 r. około 7%²⁷. W gospodarce niemieckiej wyraźnemu przyspieszeniu wzrostu gospodarczego (wzrost PKB w I kwartale br. 3,3% w skali rocznej) towarzyszyło wyższe tempo wzrostu importu. Wolumen importu wzrósł w I kwartale 2000 r. o 11,9% (w skali rocznej, wobec 7,9% w IV kwartale 1999 r.²⁸). W krajach strefy euro korzystnie kształtował się w I kwartale klimat koniunkturalny, wskazując, że rozpoczęte w II połowie 1999 r. ożywienie w gospodarce tego regionu było kontynuowane. Wskaźnik zaufania przemysłu wzrósł w I kwartale 2000 r. do 10 pkt. proc. z poziomu –3 pkt. proc. w I kwartale 1999 r.²⁹

Nominalny efektywny kurs euro wobec najważniejszych dla strefy walut obniżył się w I kwartale 2000 r. o 11% w stosunku do I kwartału 1999 r.³⁰

Realny efektywny kurs złotego³¹, przy uwzględnieniu wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu w prze-

²⁷ „The Wall Street Journal”, 25.04. 2000 r.

²⁸ Niemiecki Urząd Statystyczny. „Handelsblatt” 31.05.2000 r.

²⁹ „Monthly Bulletin”. ECB, April 2000.

³⁰ Tamże.

³¹ Dane o inflacji zagranicznej oparto na szacunkach.

Deprecjacja euro

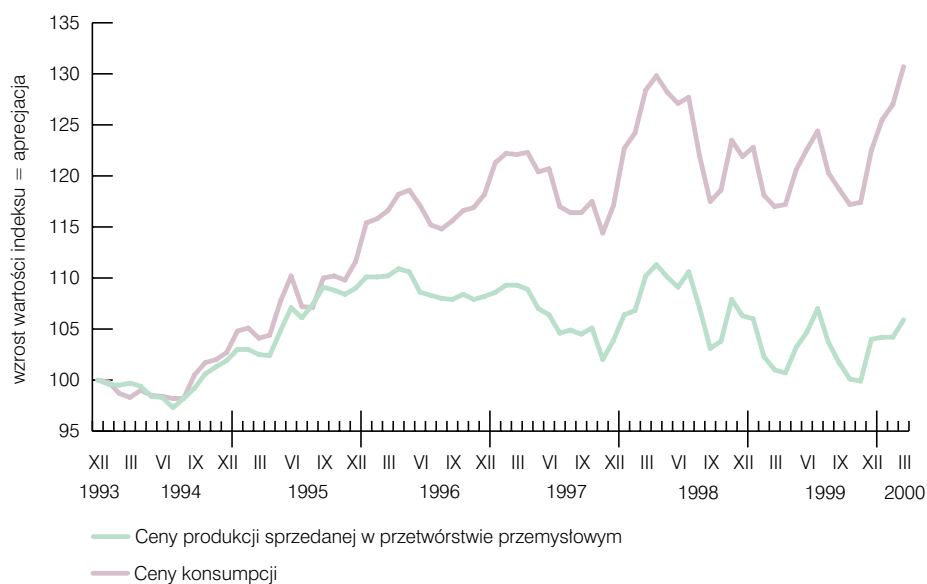
Utrzymujący się od początku 1999 r. spadek kursu euro w stosunku do dolara amerykańskiego wywiera negatywny wpływ na konkurencyjność polskiego eksportu i rozmiary deficytu na rachunku obrotów bieżących. To niekorzystne oddziaływanie potęgowane jest przez fakt, iż w euro rozliczana jest większość wymiany handlowej między Polską a zagranicą. Wśród przyczyn pogarszających się notowań europejskiej waluty najczęściej wymieniano się dysparytet stóp procentowych między strefą euro i USA oraz lepsze perspektywy wzrostowe amerykańskiej gospodarki. Przykładowo, różnica między stopą oprocentowania funduszy federalnych a podstawową stopą refinansową Europejskiego Banku Centralnego wahała się w pierwszym kwartale 2000 r. w przedziale 2,25 – 2,75 pkt. proc. Z kolei spodziewane przyspieszenie tempa wzrostu PKB w strefie euro do poziomu około 3% w 2000 r. i 2001 r. nie stanowi, zważywszy na znacznie wyższe tempo wzrostu amerykańskiej gospodarki, dostatecznej zachęty do inwestowania w krajach Unii Walutowej.

Interpretacja postępującej depreciation europejskiej waluty wydaje się być jednak bardziej złożona. O ile bowiem w 1999 r. saldo zagranicznych inwestycji bezpośrednich w strefie euro uległo, w stosunku do 1998 r., wyraźnemu pogorszeniu, o tyle saldo inwestycji portfelowych, obejmujących inwestycje w akcje i papiery dłużne, znacznie się poprawiło. Choć obie te wielkości były ujemne, znacząca poprawa salda inwestycji portfelowych oraz fakt, że w warunkach płynnego kursu walutowego i nadwyżki na rachunku obrotów bieżących odpływ kapitału w obu tych kategoriach jest zjawiskiem nieuniknionym, nie dają jednoznacznych podstaw do stwierdzenia, iż obserwowane obecnie zmiany kursowe spowodowane są pogarszającym się klimatem inwestycyjnym w strefie euro. Słuszności tej hipotezy nie potwierdzają również statystyki bilansu płatniczego za pierwsze dwa miesiące 2000 r., wskazujące na zwiększony napływ inwestycji bezpośrednich do Eurosystemu.

Czynnikiem wywierającym jednoznacznie negatywny wpływ na kurs europejskiej waluty jest natomiast stale malejąca nadwyżka na rachunku obrotów bieżących. W 1999 r. zmniejszyła się ona, w stosunku do 1998 r., prawie o połowę, a skumulowane saldo obrotów bieżących za styczeń i luty 2000 r. również uległo znacznemu pogorszeniu. Kraje strefy euro odczuwają bowiem nadal skutki kryzysu rosyjskiego i azjatyckiego, na które nałożył się silny wzrost cen ropy naftowej w 1999 r. Spadek nadwyżki obrotów bieżących pociąga za sobą mniejszą podaż walut na rynku walutowym oraz związane z tym dostosowanie kursowe w postaci depreciation europejskiej waluty. Można oczekiwać, że spadek realnego efektywnego kursu euro, który w okresie styczeń 1999 r. – luty 2000 r. wyniósł 12%, umożliwi w najbliższej przyszłości poprawę wyników handlu zagranicznego w strefie euro, stwarzając tym samym korzystne warunki dla wzrostu wartości europejskiej waluty.

twórstwie przemysłowym, wzrósł po I kwartale 2000 r. o 1,8% w stosunku do grudnia 1999 r. (wobec 5% osłabienia w analogicznym okresie 1999 r.). Wzmocnieniu uległ również realny kurs złotego oparty na wskaźniku cen towarów i usług konsumpcyjnych – wzrósł o 6,7% w omawianym okresie, przy spadku kursu w poprzednim roku o 4,0%. Zmiany, którym podlegały w I kwartale indeksy realnego efektywnego kursu złotego, oznaczają ogólne pogorszenie konkurencyjności gospodarki polskiej (wykres 38). Realny kurs złotego wobec dolara amerykańskiego wzrósł w I kwartale 2000 r. (marzec – grudzień 1999 r.) o 1,5% (wg wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu w przetwórstwie przemysłowym), natomiast

Wykres 38
Realny efektywny kurs walutowy



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 39
Realny kurs złotego wobec walut głównych partnerów handlowych



Źródło: obliczenia NBP.

wobec euro o 2% (wykres 39). Aprecjacje złotego wobec euro osłabiało silne przyspieszenie wzrostu cen produkcji w działalności produkcyjnej w strefie euro. Powyższe czynniki, poprzez obniżenie kosztów importu, w szczególności z obszaru strefy euro, sprzyjały wzrostowi wolumenu zakupów importowych w I kwartale 2000 r.³²

W I kwartale 2000 r. deficyt obrotów bieżących został sfinansowany w 44,2% przez napływ netto kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich; dla porównania w tym samym okresie 1999 r. ta relacja wyniosła 50,2%. Znacznie poprawiła się jednak struktura zagranicznych inwestycji bezpośrednich; w I kwartale 2000 r. prawie całość napływu netto została zrealizowana w formie wniesienia kapitału. Uzyskano zatem istotną poprawę finansowania luki w płatnościach bieżących najbardziej stabilnym składnikiem długoterminowych inwestycji zagranicznych; skala pokrycia deficytu w obrotach bieżących wniesieniem kapitału wyniosła w I kwartale br. 41,7% wobec 25% w I kwartale 1999 r.

Zagregowana podaż

Na podstawie wstępnych szacunków NBP można ocenić, że w I kwartale br. tempo wzrostu wartości dodanej przekroczyło 6%. O ponad 10% w stosunku do niskiego poziomu sprzed roku wzrosła wartość dodana w przemyśle, mniejszy – o około 4% – był wzrost wartości dodanej w budownictwie. Ocenia się, że w porównaniu z uzyskaną w poprzednich kwartałach, wyższa była dynamika wartości dodanej w usługach rynkowych.

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w porównaniu z I kwartałem ub.r. o 10,7%. Wzrost produkcji był głównie wynikiem znacznego zwiększenia produkcji w przetwórstwie przemysłowym (o 11%), w tym zwłaszcza w przedsiębiorstwach wytwarzających głównie dobra zaopatrzeniowe i inwestycyjne (odpowiednio o 19% i 14%), przy niewielkim tylko wzroście sprzedaży przedsiębiorstw wytwarzających dobra konsumpcyjne (o 2%). W działach wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę sprzedaż wzrosła o 12,2%, a w górnictwie i kopalnictwie o 3,2%. Wzrost produkcji przemysłowej uzyskano przy spadku

³² Jak wynika z analiz NBP prowadzonych na danych kwartalnych, oddziaływanie kursu na import jest bardzo szybkie – opóźnienie wynosi 1 kwartał, natomiast w przypadku eksportu opóźnienie czasowe jest znacznie większe i wynosi około 3 kwartałów.

zatrudnienia o 6,5%, co oznacza, że sprzedaż na jednego zatrudnionego była większa niż w I kwartale ub.r. aż o około 18%.

Zróżnicowana była sytuacja w sektorze usług rynkowych. Nadal bardzo wysoka była dynamika sprzedaży usług łączności (wzrost o 20%), a niska transportu (wzrost o 2%). Niższa niż w ub. r. była dynamika obrotów przedsiębiorstw handlu detalicznego i hurtowego. Brak jest pełnych danych o wynikach sekcji usług finansowych i ubezpieczeniowych, ale w świetle wrywkowych informacji ocenia się, że dynamika wartości dodanej tej sekcji nie była niższa niż w II połowie ub.r. Łącznie jednak, jak się wstępnie szacuje, tempo wzrostu wartości dodanej sektora usług rynkowych było nieco wyższe w porównaniu z uzyskiwanym w kolejnych kwartałach ub.r.

Produkcja budowlano-montażowa przedsiębiorstw zatrudniających więcej niż 9 osób wzrosła w porównaniu z I kwartałem ub.r. o 4,3%, przy czym roboty inwestycyjno – modernizacyjne wzrosły o 9,6%, a roboty remontowo – konserwacyjne były mniejsze o 10,7%. W zrealizowanych pracach relatywnie wysoki był udział robót przy budowie budynków mieszkalnych i infrastruktury techniczno – usługowej. Roboty przy budynkach o charakterze przemysłowym i magazynowym stanowiły tylko 11,5 % ogólnej wartości produkcji budowlanej.

W związku z wysoką dynamiką skupu produktów rolnych ocenia się, że po spadku w ub.r., w I kwartale br. wzrosła wartość dodana rolnictwa. Ponieważ wzrost skupu żywca w znacznej mierze związany był z ograniczaniem pogłowia trzody (wobec niskiej opłacalności tuczu oraz niskich, w wyniku ubiegłorocznego nieurodzaju, zasobów pasz gospodarskich, odstawiane do skupu były świny o niskiej wadze oraz lochy, które w innych warunkach ekonomicznych przeznaczane byłyby do wyprosień) w następnych kwartałach może nastąpić spadek produkcji zwierzęcej. Utrzymujące się w maju niekorzystne warunki agrometeorologiczne mogą spowodować również spadek produkcji roślinnej. W takiej sytuacji w bieżącym roku, drugim z kolei, nastąpiłoby obniżenie rocznej wartości dodanej rolnictwa i zmniejszenie jej szacunku za I kwartał 2000 r. (zgodnie z metodologią rachunków kwartalnych wartość dodaną rolnictwa ustala się poprzez rozłożenie na kwartały prognozy rocznej przy pomocy wskaźników udziałów nakładów pracy).

Tendencje w zakresie kosztów i cen w przemyśle³³

Nacisk kosztów producentów krajowych na ceny zależy od następujących czynników:

- stopnia otwartości gospodarki,
- udziału sektorów wytwarzających dobra podlegające wymianie z zagranicą w tworzeniu produktu krajowego brutto,
- stopnia konkurencyjności na poszczególnych rynkach dóbr i usług, w szczególności na rynkach dóbr i usług nie podlegających wymianie z zagranicą.

W zakresie dóbr podlegających wymianie z zagranicą poziom i dynamika cen zależą głównie od tendencji w zakresie cen na rynkach światowych oraz od kształtowania się kursu walutowego. Relacja dynamiki kosztów producentów krajowych na tych rynkach do cen wpływa głównie na poziom ich rentowności, mając bardzo ograniczony wpływ na ceny sprzedaży produkcji.

Dynamika kosztów w znacznie większym stopniu wpływa na procesy inflacyjne w zakresie dóbr i usług nie podlegających wymianie z zagranicą. Siła oddziaływania tych kosztów zależy głównie od stopnia konkurencyjności, jaki występuje na rynku danego dobra lub usługi.

Narodowy Bank Polski nie dysponuje danymi dotyczącymi dynamiki kosztów, a także dynamiki cen w zakresie towarów i usług podlegających i nie podlegających wymianie z zagranicą. Dysponuje natomiast danymi dotyczącymi przemysłu, gdzie udział dóbr podlegających wymianie z zagranicą jest największy. W ramach przemysłu jednak również występuje zróżnicowana sytuacja w zakresie otwartości gospodarki (np. górnictwo i przemysł samochodowy). Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, przedstawiamy analizę kształtowania się kosztów i cen w przemyśle.

Wysoki poziom kosztów produkcji stanowi od lat jeden z trudniejszych problemów większości przedsiębiorstw w gospodarce polskiej, co w szczególności dotyczy przemysłu³⁴. Wpływ nadmiernych kosztów widoczny jest przede wszystkim w deficytowości wielu przedsiębiorstw. Nasila się on szczególnie w okresach zahamowania wzrostu wolumenu produkcji sprzedanej, wówczas

³³ Dane prezentuje się w układzie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD), która począwszy od stycznia 2000 r. zastąpiła dotychczas stosowaną Europejską Klasyfikację Działalności (EKD), co wiąże się m.in. ze zmianą nazw niektórych sekcji i działów.

³⁴ W przedsiębiorstwach przemysłowych powstaje około 66% przychodów ze sprzedaży produktów.

jednostkowe koszty stałe produkcji wpływają silniej na wzrost jej wskaźnika kosztochłonności.

W przemyśle od lat wskaźniki poziomu kosztów uzyskania przychodów, zarówno ze sprzedaży produktów, jak i z całokształtu działalności gospodarczej, systematycznie zwiększały się³⁵. W 1999 r. w przemyśle ukształtowały się one na bardzo wysokim poziomie odpowiednio: 97,8% i 99,5%. W górnictwie i kopalnictwie obydwa przekroczyły znacznie graniczny poziom 100%. Przy czym wskaźniki poziomu kosztów uzyskania przychodów z całokształtu działalności są znacznie gorsze niż wskaźniki uzyskania przychodów ze sprzedaży produktów (wykres 40). Wynika stąd wniosek, że przedsiębiorstwa powinny szukać oszczędności także w innych sferach swojej aktywności, nie tylko w działalności związanej z produkcją.

Wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu w I kwartale 2000 r. (107,9% w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku) w około 7% wywołany został wzrostem cen sekcji górnictwo i kopalnictwo, w około 80% – wzrostem cen w przetwórstwie przemysłowym i w około 13% – wzrostem cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę³⁶. W porównaniu z I kwartałem 1999 r. zmalał o około 4,6 pkt. proc. udział wzrostu cen sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę we wzroście wskaźnika cen produkcji przemysłowej.

Tradycyjnie największy wpływ na PPI w I kwartale 2000 r. miały ceny produkcji sprzedanej sekcji przetwórstwa przemysłowego (wpływały one na PPI w 79,8%. Jeśli zaś chodzi o działy przemysłu to szczególnie ceny czterech z nich: produkcji koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych, produkcji artykułów spożywczych i napojów, wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę oraz produkcji wyrobów chemicznych wpływały na PPI. Szacuje się, że w I kwartale 2000 r. dynamika cen tych czterech działów decydowała aż w 71% o dynamice PPI, podczas gdy w ub.r. w około 49% (wykres 41).

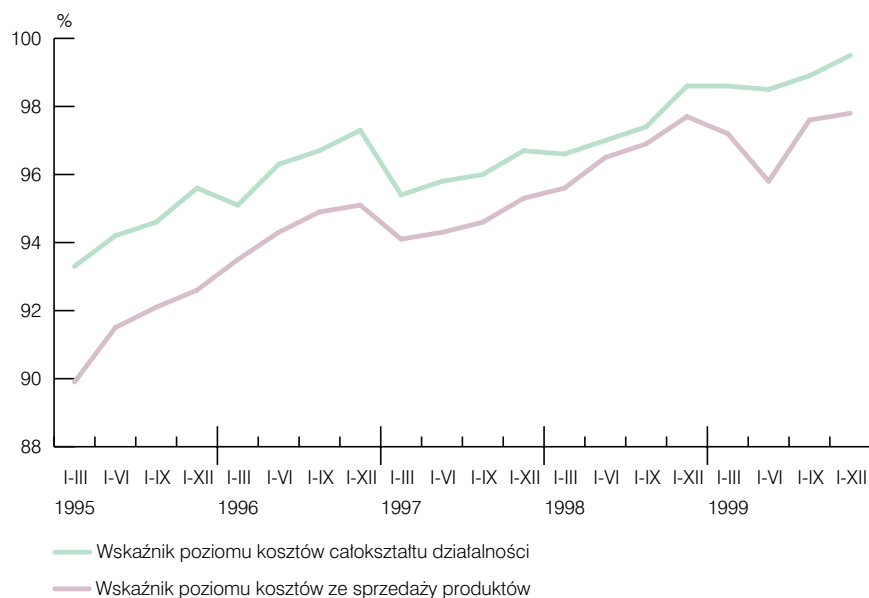
Bardzo dynamicznie wzrosły ceny w dziale produkcja koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych – o 56,7% w okresie I kwartału 2000 r. w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Spowodowało to wzrost udziału dynamiki cen produkcji sprzedanej tego działu w PPI

³⁵ Zagadnienie kosztów rozpatrywane jest na podstawie danych dotyczących przedsiębiorstw przekazujących do GUS co kwartał sprawozdania finansowe na formularzach F-01.

³⁶ Szacunki przeprowadzono na podstawie danych dotyczących wskaźników cen i struktury produkcji sprzedanej przemysłu w I kwartale 2000 r.

Wykres 40

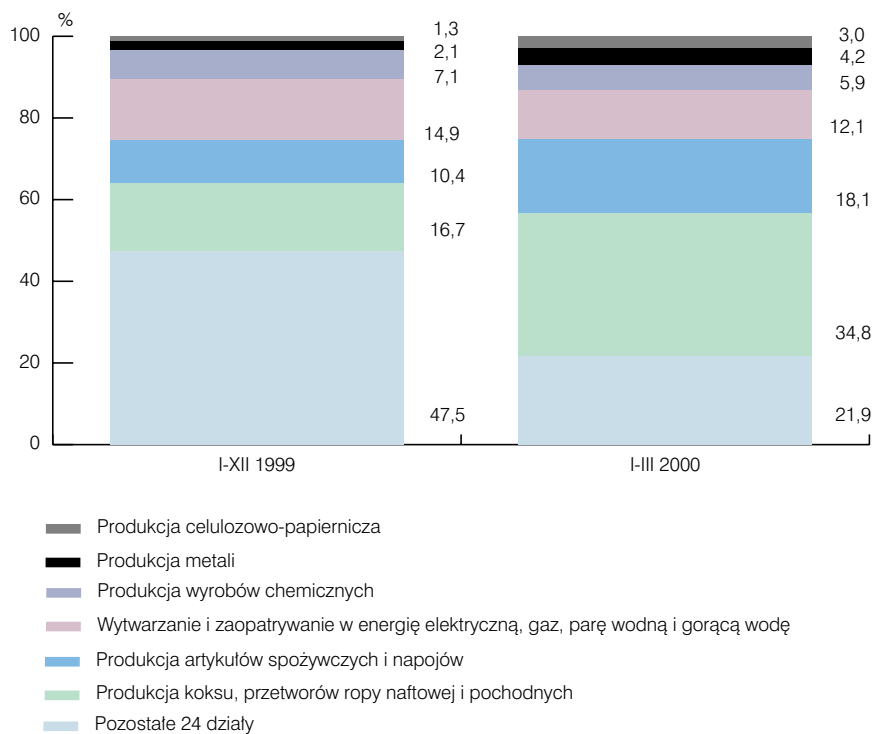
Wskaźniki poziomu kosztów uzyskania przychodów w przemyśle
(narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane jednostkowe GUS, agregacja i obliczenia NBP.

Wykres 41

Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej działów przemysłu w PPI
(narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)

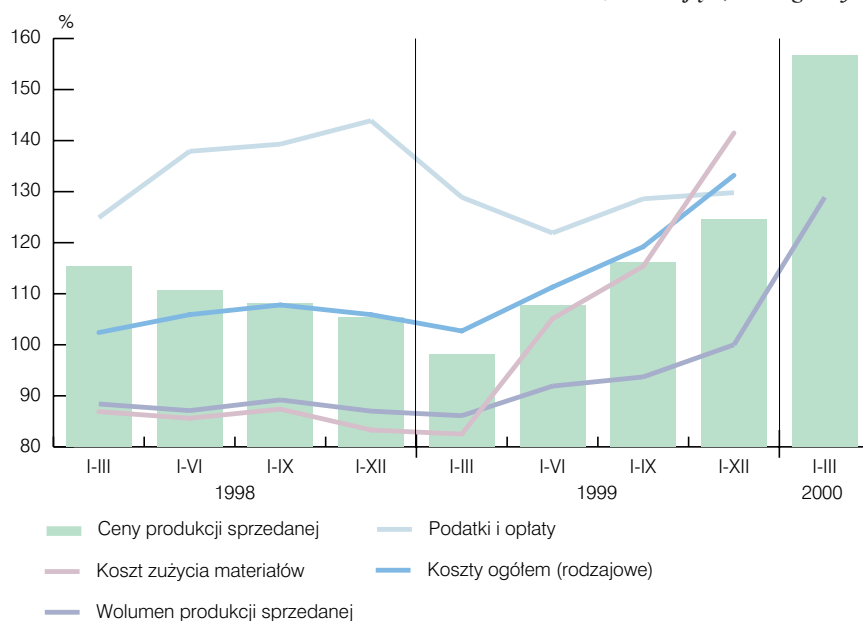


Źródło: „Biuletyn Statystyczny” GUS, nr 4, maj 2000 r.; obliczenia i szacunki NBP.

w I kwartale 2000 r. do 34,8%, wobec udziału na poziomie 16,7% w 1999 r. W dziale tym zanotowano w 1999 r. – zwłaszcza pod sam koniec roku – niezwykle silny wzrost kosztochłonności jednostkowej. Deflatory większości rodzajów kosztów były od kilkunastu do prawie 40 punktów wyższe od wskaźnika cen produkcji sprzedanej. Dotyczyło to zwłaszcza kosztów materiałowych oraz podatków i opłat (te kategorie kosztów miały odpowiednio: 50% i 36% udział w strukturze kosztów produkcji). Warto zwrócić uwagę, że dynamika wzrostu kosztów ogółem w dziale produkcji koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych przez cały 1999 r. była większa niż dynamika cen, co było szczególnie wyraźne w przypadku kosztów związanych z opłatami i podatkami (wykres 42). Natomiast zdecydowany wzrost dynamiki kosztów materiałowych nastąpił dopiero w drugiej połowie 1999 r. Szacuje się, że w dziale produkcji koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych wzrost kosztów ogółem (po wyeliminowaniu z nich wpływu z tytułu zmian w wolumenie produkcji) w ponad 58% wynikał ze wzrostu kosztów zużycia materiałów, a w około 31% – z tytułu podatków i opłat. Ceny w tym dziale kształtowały się z jednej strony pod wpływem cen dyktowanych przez rynek światowy, z drugiej zaś strony pod wpływem polityki fiskalnej państwa. Ceny światowe wpływały na ceny produkcji sprzedanej dzia-

Wykres 42

Dział produkcji koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych wybrane kategorie ekonomiczne
(narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane jednostkowe GUS; „Biuletyn statystyczny” GUS, nr 4, maj 2000 r.; agregacja i obliczenia NBP.

łu zarówno poprzez ceny ropy naftowej jako surowca do produkcji, jak też poprzez ceny importowanych dóbr finalnych (benzyn, olejów i innych przetworów ropy naftowej). Rosnące stawki podatku akcyzowego znajdowały również odzwierciedlenie w cenach produkcji sprzedanej tego działu.

Udział dynamiki cen działu produkcji artykułów spożywczych i napojów w PPI zwiększył się w I kwartale 2000 r. o ponad 7 pkt. proc. w stosunku do udziału z 1999 r., osiągając poziom 18,1%. Związane to było niewątpliwie z przyspieszeniem wzrostu cen z 2,9% w 1999 r. do 7,6% w I kwartale 2000 r. (w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku). Deflatory kosztów produkcji tego działu w 1999 r., a zwłaszcza kosztów usług obcych oraz pełnych kosztów pracy, znacznie przewyższały dynamikę cen jego produkcji sprzedanej. Koszty energii, choć miały wysokie deflatory, nie wpływały silnie na koszty ogółem, z uwagi na nikły ich udział w strukturze kosztów produkcji.

Wskaźnik kosztochłonności produkcji w dziale wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę w 1999 r. ukształtował się pomyślnie dzięki wcześniejszym regulacjom cenowym, które wynikały z monopolistycznej pozycji producentów energii (ceny energii tylko częściowo podlegają kontroli państwa). W I kwartale 2000 r. mogło zatem nastąpić zwolnienie dynamiki cen produkcji sprzedanej tego działu w porównaniu z dynamiką zanotowaną w 1999 r. W związku z tym obniżył się o prawie 3 pkt. proc. udział dynamiki cen produkcji sprzedanej tego działu w PPI – z 14,9% w 1999 r. do 12,1% w I kwartale 2000 r.

W I kwartale 2000 r. dynamika cen działu produkcji wyrobów chemicznych wpłynęła w około 6% na PPI, co oznacza zmniejszenie się udziału tego wpływu w relacji do 1999 r. Dynamika wzrostu cen produkcji sprzedanej tego działu w I kwartale 2000 r. tylko nieznacznie przewyższała poziom dynamiki z 1999 r. Deflatory kosztów w tym dziale w 1999 r. były niższe niż wskaźniki wzrostu cen producentów. Jedynie deflatory kosztów usług obcych i amortyzacji przewyższały wskaźniki cen produkcji sprzedanej działu produkcji wyrobów chemicznych.

Indywidualny udział w PPI dynamiki cen produkcji sprzedanej każdego z pozostałych 24 działów przemysłu nie przekraczał 2,7% w I kwartale 2000 r. W większości przypadków udział ten był minimalnie większy niż 1%. Analiza kosztów w tej grupie działów ma zatem mniejsze znaczenie, choć wskaźniki kosztochłonności w większości przypadków są wysokie.

Rynek pracy i bezrobocie, dochody

Zatrudnienie i bezrobocie

Od początku 2000 r. utrzymują się niekorzystne tendencje na rynku pracy, jakie miały miejsce w okresie całego 1999 r. Tempo spadku przeciętnego zatrudnienia w kolejnych miesiącach I kwartału br. w porównaniu z poprzednim miesiącem było zbliżone do tempa spadku w porównywalnych okresach 1999 r. W I kwartale br. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było niższe niż w I kwartale 1999 r. o 3,6%, podczas gdy w takim samym okresie przed rokiem spadek wynosił tylko 0,2%. Niemniej nieznacznie zmniejszające się tempo spadku poziomu przeciętnego zatrudnienia w br. w stosunku do okresów poprzednich, jak też do analogicznych okresów 1999 r., może być symptomem ograniczenia dalszego spadku zatrudnienia. Jak co roku, należy oczekiwać wzrostu zapotrzebowania na pracowników budowlanych, z uwagi na nadchodzący okres wzmożonych prac budowlanych, jak też większe zapotrzebowanie na sezonowych pracowników w handlu detalicznym, w gastronomii i innych usługach, w związku ze zbliżającym się okresem letnim.

W I kwartale br. w porównaniu z I kwartałem ub.r. spadek przeciętnego zatrudnienia nastąpił prawie we wszystkich działach przemysłu w skali od 1,6% w produkcji mebli i pozostałej działalności produkcyjnej do 19,3% w produkcji metali.

W całej sekcji przemysłu przeciętne zatrudnienie w I kwartale zmniejszyło się w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. o 6,5% (w marcu w porównaniu z marcem ub.r. o 6,3%). W omawianym okresie zmniejszyło się również przeciętne zatrudnienie w budownictwie o 3,7% (w marcu było niższe o 4% w porównaniu z marcem 1999 r.), co jest odzwierciedleniem złej koniunktury w budownictwie, najgorszej od 4 lat. Pomimo spadku zatrudnienia nastąpił w I kwartale, w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r., wzrost sprzedaży produkcji budowlano - montażowej (o 4,3%), głównie na skutek wzrostu wydajności pracy (o ponad 8%). Ponieważ jednak sezonowy wzrost zatrudnienia w budownictwie przypada na okres od kwietnia do października, można oczekiwać stopniowego wzrostu zatrudnienia w tej sekcji.

Stały wzrost zatrudnienia (poza transportem i gospodarką magazynową) następuje jedynie w sektorach usługowych. W I kwartale, w stosunku do porównywalnego okresu poprzedniego roku, wzrosło zatrudnienie w handlu i na-

prawach o 1,8%, w hotelach i restauracjach o 1,1% i o 9,7% w obsłudze nieruchomości i firm. Tempo wzrostu było jednak zdecydowanie niższe niż w porównywalnym okresie ub.r. Nadzieją na ograniczenie bezrobocia jest rozwój sektora usług, tak jak działo się to w krajach rozwiniętych, tym bardziej że wraz z restrukturyzacją starych przedsiębiorstw poprawia się wydajność pracy i należy oczekiwać zmniejszania przerostów zatrudnienia w pewnych działach przemysłu, chociażby w przetwórstwie i produkcji żywności.

Działające na polskim rynku pracy, wprowadzając w ograniczonym zakresie, mechanizmy rynkowe powodują, że zakłady pracy same regulują wewnętrzną podaż pracy poprzez modyfikację systemu organizacyjnego, zmiany w hierarchii zawodów, promowanie określonych zawodów i wreszcie zwalnianie pracowników oraz umożliwianie odejścia na wcześniejsze emerytury.

Wraz ze spadkiem zatrudnienia w I kwartale 2000 r. następował wzrost liczby bezrobotnych. Na koniec marca br. liczba bezrobotnych była o 363,2 tys. wyższa niż przed rokiem. Najwięcej bezrobotnych, w porównaniu z poprzednim miesiącem, przybyło w styczniu blisko 128 tys. osób, w lutym 50,4 tys. osób, a w marcu już tylko 5,6 tys. Stopa bezrobocia na koniec marca br. wyniosła 13,9%, tj. utrzymała się na poziomie lutego. Była natomiast o 0,9 pkt. proc. wyższa niż na koniec 1999 r. i o 1,9 pkt. proc. wyższa niż przed rokiem.

Spośród ogółu wyrejestrowanych bezrobotnych w I kwartale br. ponad 50% (218,3 tys. osób) podjęło pracę (przed rokiem 193,4 tys., tj. 46,3%), mimo mniejszej o ponad 7 tys. liczby ofert pracy zgłoszonych w tym okresie do urzędów pracy.

Podobnie jak w całym 1999 r., tak i w poszczególnych miesiącach I kwartału 2000 r. tylko około 23% ogółu bezrobotnych posiada prawo do zasiłku, ale w końcu marca br. było to już o 278 tys. osób więcej niż przed rokiem. Przeważająca część spośród pozostałych 77% zarejestrowanych bezrobotnych korzysta z pomocy społecznej. Pociąga to za sobą nie tylko wzrost wydatków na opiekę społeczną, ale również stwarza groźbę (z uwagi na brak szans na dobre wykształcenie dzieci) trwałej marginalizacji określonych grup społecznych. Przede wszystkim jednak, tak niski poziom dochodów około 2,5 mln osób poszukujących pracy (z czego prawie 2 mln nie otrzymuje nawet zasiłku) wpływa na ograniczenie konsumpcji. Biorąc pod uwagę, że bezrobocie w Polsce jest długotrwałe (około 40% bezrobotnych pozostaje bez pracy rok, dwa i ponad dwa lata), może to mieć

wpływ w dłuższej perspektywie na ograniczenie produkcji, a następnie na kolejne redukcje zatrudnienia.

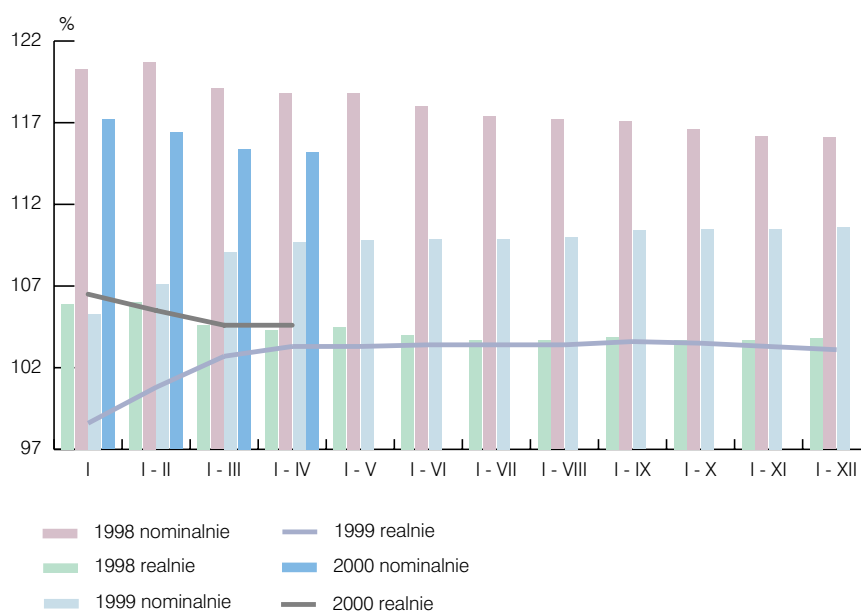
Wynagrodzenia

Przeciętne miesięczne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw rosły w poszczególnych miesiącach I kwartału br. w nieco szybszym tempie niż w 1999 r. (wykres 43), tj. realnie przeciętnie w kwartale wzrosły o 4,6%. Z uwagi jednak na fakt, że w 1999 r. ubruttwienie wynagrodzeń wykazywane było w danych statystycznych przez znaczną liczbę podmiotów w terminie późniejszym niż ustalono, a więc nie tylko w styczniu, ale również w lutym i marcu, a nawet w kwietniu, stąd niższa była podstawa przyjęta do obliczania wskaźników dynamiki płac. Wydaje się, że bardziej porównywalny jest wskaźnik przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, osiągnięty w marcu br. w porównaniu z marcem 1999 r., który ukształtował się na poziomie 3,1% realnie.

Wzrost przeciętnych wynagrodzeń nastąpił we wszystkich sekcjach sektora przedsiębiorstw i to głównie w ciężar kosztów, ponieważ wypłaty z zysku stanowiły w I kwartale zaledwie 0,5% przeciętnych wynagrodzeń brutto ogółem. Najwyższy wzrost w I kwartale br. w stosunku do

Wykres 43

Dynamika przeciętnych wynagrodzeń brutto w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS.

analogicznego okresu 1999 r. miał miejsce w sektorach usługowych (z czego najmniej w handlu i naprawach), jak też w budownictwie. Spośród działów najwyższy wzrost wynagrodzeń odnotowano w I kwartale br. w dziale poczta i telekomunikacja, realnie o 9,6%. W marcu natomiast w porównaniu z marcem ub.r. o 13,4% realnie. Najmniej w I kwartale wzrosły przeciętne wynagrodzenia w przemyśle (w której to sekcji zatrudnienie stanowi blisko 53% ogółu zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw), tj. o 3,2% realnie.

Jednocześnie w I kwartale br. nastąpił w przemyśle duży wzrost wydajności pracy (mierzonej wartością produkcji sprzedanej na jednego zatrudnionego) w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r., tj. o 18,4%. Na taki wzrost wydajności pracy znaczny wpływ miały procesy restrukturyzacyjne. W ciągu 1999 r. likwidacji uległo wiele starych przedsiębiorstw o przestarzałej technologii i niskiej wydajności pracy. Na rynku pozostaje coraz więcej zmodernizowanych przedsiębiorstw o wysokiej produktywności, w których jednocześnie, w trakcie restrukturyzacji dokonywano redukcji przerostów zatrudnienia.

Likwidacja nieproduktywnych przedsiębiorstw, obniżanie zatrudnienia oraz zmiany technologiczne i organizacyjne wpłynęły na wysoką dynamikę wydajności pracy w przemyśle.

Zaobserwowany w I kwartale 2000 r. wzrost oczekiwań inflacyjnych osób fizycznych może rodzić zagrożenie presją na wzrost płac. Ocena, czy takie zagrożenie rzeczywiście się materializuje, jest w I kwartale 2000 r. bardzo trudna ze względu na zakłócenia w danych statystycznych, dotyczących rocznego tempa wzrostu płac w I kwartale 2000 r., spowodowane zeszłorocznym ubruttowieniem płac. Płace realne w Polsce wydają się wykazywać dużą wrażliwość na sytuację gospodarczą, a podwyżki płac następują w okresie dynamizacji wzrostu gospodarczego. Analiza wpływu zmian w poziomie płac nominalnych na zmiany w poziomie cen wskazuje, że w krótkim okresie zmiany w poziomie płac nominalnych wpływają znacznie na zmiany w poziomie cen.

Wzrost płac w marcu trzeba jednak zestawić z dynamicznym wzrostem wydajności pracy w przemyśle. W I kwartale zanotowano także spadek zatrudnienia, co – mimo wzrostu płac – w efekcie przyczyniło się do spadku dynamiki dochodów z pracy najemnej. Trudna sytuacja finansowa przedsiębiorstw i wyższa w porównaniu z 1999 r. stopa bezrobocia nie stanowią przy tym sprzyjającego środowiska do realizacji żądań wzrostu płac.

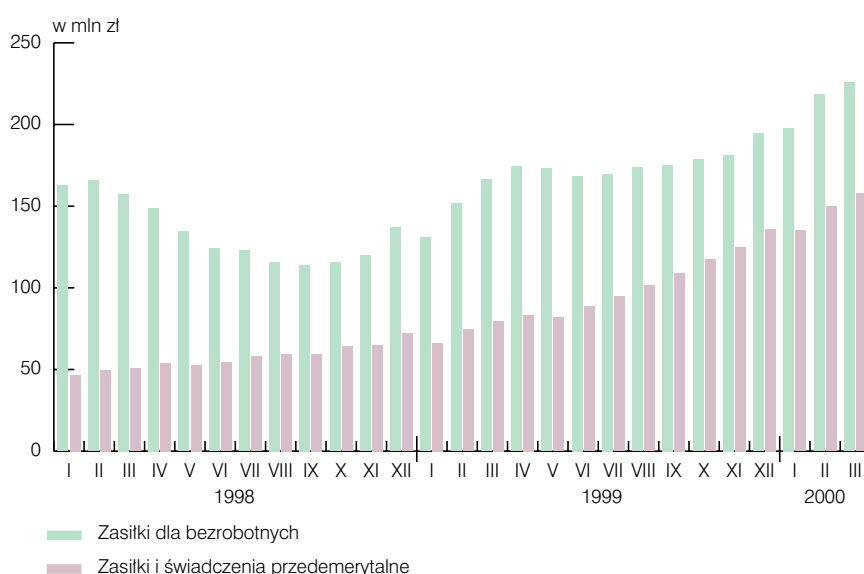
Świadczenia społeczne

Świadczenia emerytalno-rentowe pracownicze wzrosły realnie w I kwartale br. w porównaniu z I kwartałem 1999 r. o 0,1%, zaś siła nabywcza świadczeń rolniczych obniżyła się w tym okresie o 0,6%.

W omawianym okresie wzrosła o 43,1%, tj. o 193 mln zł, kwota wypłaconych zasiłków dla bezrobotnych (odpowiednio również kwoty płaconych z Funduszu Pracy oraz z budżetu państwa składek na ubezpieczenia zdrowotne osób zarejestrowanych jako bezrobotne) oraz o ponad 100%, tj. o 222 mln zł, wzrosła kwota zasiłków i świadczeń przedemerytalnych (składki na ubezpieczenia zdrowotne opłacane również z budżetu państwa) – wykres 44.

Tak znaczny wzrost tych świadczeń i coraz szerszy zakres ich stosowania powoduje, że przestają być elastycznym narzędziem restrukturyzacji zatrudnienia (stosowane były przy restrukturyzacji przemysłu obronnego, hutniczego, PKP), mogą natomiast prowadzić do odtworzenia systemu dezaktywizacji (w poprzednich okresach wcześniejsze odchodzenie na emeryturę) i trwałe odejście z rynku pracy. Wysokie koszty tego programu będą znacznym obciążeniem dla budżetu państwa w przyszłych okresach.

Wykres 44
Zasiłki dla bezrobotnych oraz zasiłki i świadczenia przedemerytalne



Źródło: dane GUS.

* * *

Biorąc pod uwagę tendencje w kształtowaniu się przeciętnych wynagrodzeń i świadczeń społecznych w I kwartale br., jak też uwzględniając poziom bezrobocia w Polsce i tendencje w kształtowaniu się zatrudnienia, nie wydaje się, jak dotąd, by aktualna sytuacja na rynku pracy była źródłem presji inflacyjnej.

Polityka pieniężna w I kwartale 2000 r. a realizacja celu inflacyjnego

Realizacja celu polityki pieniężnej

W styczniu 2000 r. inflacja osiągnęła 10,1% i tym samym, po upływie niemal półtora roku, powróciła do poziomu dwucyfrowego. Taki przebieg procesów inflacyjnych był prognozowany przez NBP jesienią ubiegłego roku. Jednoczesne pogorszenie się innych miar inflacji, takich jak wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz inflacji bazowej, a także prognozy utrzymania się wysokiego poziomu inflacji w ciągu najbliższych miesięcy, stwarzał ryzyko podwyższenia oczekiwań inflacyjnych i ponownego rozminięcia się z celem polityki pieniężnej, wyznaczonym na grudzień br. w przedziale 5,4 – 6,8%. Dlatego Rada Polityki Pieniężnej podjęła w dniu 23 lutego decyzję o podniesieniu podstawowych stóp procentowych o 100 punktów bazowych. Dodatkowo, celem ograniczenia rozbudzonych oczekiwań inflacyjnych, RPP podkreśliła swoją determinację w dążeniu do zrealizowania celu polityki pieniężnej oraz zapowiedziała możliwość dalszego zaost్రzenia polityki w przypadku utrzymania się niekorzystnych tendencji inflacyjnych.

Instrumenty polityki pieniężnej

Dostępne w I kwartale br. informacje pozwalały oczekiwać, że inflacja w relacji grudzień do grudnia ukształtuje się w pobliżu górnej granicy przedziału celu inflacyjnego na 2000 r. Z uwagi na możliwe zagrożenie celu inflacyjnego, RPP w dniu 23 lutego 2000 r. podjęła decyzję o podniesieniu stóp procentowych NBP o 1 pkt. proc. Stopa referencyjna wzrosła z 16,5% do 17,5%, oprocentowanie kredytu lombardowego z 20,5% do 21,5%, a stopa redyskonta weksli – z 19% do 20%.

Analiza przebiegu procesów inflacyjnych wskazywała na utrzymywanie się trwającego od sierpnia 1999 r. silnego wzrostu cen. Dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych przekroczył w styczniu 10%, zwiększył się też wskaźnik wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu. Presja inflacyjna wynikała wprawdzie w znacznej mierze ze wzrostu cen na rynkach surowców i żywności, jednak wzrost różnych miar inflacji bazo-

wej świadczył o przenoszeniu się impulsów podaźowych na ceny innych grup towarów. Nastąpił też wzrost oczekiwań inflacyjnych.

Prognozy przewidywały utrzymywanie się wysokiej inflacji w pierwszej połowie roku, przy czym nadal istniało niebezpieczeństwo skumulowanego oddziaływania na przebieg procesów inflacyjnych wzrostu podatków pośrednich oraz cen paliw, energii i żywności. RPP uznała, że może to spowodować dalszy wzrost oczekiwań inflacyjnych i zagrażać realizacji celu inflacyjnego w 2000 r. W związku z tym RPP podjęła decyzję o zaostrzeniu polityki pieniężnej.

Zgodnie ze *Średniookresową strategią polityki pieniężnej na lata 1999 – 2003*, stopa lombardowa wyznacza kierunek ogólny, natomiast stopa referencyjna – bieżący kierunek zmian polityki pieniężnej. Podwyższenie nie tylko stopy referencyjnej, ale także oprocentowania kredytu lombardowego, oznaczało utrwalenie restrykcyjnego charakteru polityki pieniężnej. Uczestnicy rynku brali pod uwagę możliwość podniesienia stóp procentowych, jednak kolejna wyprzedzająca reakcja NBP nie była powszechnie oczekiwana. Wzrost stóp rynkowych sprzyjał utrzymaniu silnego kursu złotego, zwiększając atrakcyjność lokat w instrumenty złotowe, pomimo rosnącego ryzyka związanego ze wzrostem relacji deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego do PKB.

Na posiedzeniu w dniu 29 marca RPP zaleciła – w ramach realizacji *Założeń polityki pieniężnej na 2000 rok* – rozpoczęcie od III kwartału br. sprzedaży portfela skarbowych papierów wartościowych na kwotę 16,4 mld zł. Decyzja ta jest kontynuacją działań zmierzających do wytworzenia stanu operacyjnego niedoboru płynności w systemie bankowym. W warunkach nadwyżkowej płynności wzrost stóp procentowych banku centralnego ma osłabiony wpływ na zachowania cenowe banków komercyjnych, ponieważ stopy te wyznaczają przychodowość alternatywnej inwestycji, a nie koszt pozyskania pieniądza. Natomiast w sytuacji operacyjnego niedoboru płynności banki muszą liczyć się z koniecznością pozyskania środków po cenie wyznaczonej przez bank centralny. Działania ograniczające nadpłynność służą zatem zwiększeniu efektywności wykorzystania polityki stopy procentowej, jako podstawowego instrumentu polityki pieniężnej.

Wybór terminu rozpoczęcia sprzedaży przez NBP obligacji skarbowych miał na celu ograniczenie możliwych zaburzeń na rynkach finansowych. NBP spodziewa się, że

w drugiej połowie 2000 r. poziom operacyjnej nadwyżki płynności znacznie się obniży. W III kwartale powinna też zmniejszyć się podaż obligacji skarbowych na rynku pierwotnym. Oczekuje się bowiem w tym okresie wzrostu wpływów z prywatyzacji oraz sezonowej poprawy sytuacji budżetu. Powinna wówczas zakończyć się też prowadzona przez Ministerstwo Finansów operacja zamiany zadłużenia służby zdrowia na obligacje skarbowe. Ograniczenie podaży obligacji powinno stworzyć dogodną sytuację dla sprzedaży przez NBP papierów pozyskanych w drodze konwersji niezbywalnych zobowiązań budżetu. Mimo wyboru możliwie korzystnego momentu rozpoczęcia ich sprzedaży, ze względu na bardzo znaczną kwotę, operacja ta może wywołać presję cenową na rynku obligacji. W celu zmniejszenia niepewności uczestników rynku, RPP zdecydowała o powiadomieniu rynków finansowych o planowanym terminie rozpoczęcia operacji sprzedaży obligacji skarbowych z portfela NBP.

Perspektywy inflacji

W warunkach nasilającej się inflacji, jesienią 1999 r. Rada Polityki Pieniężnej zwiększyła restrykcyjność polityki pieniężnej. Polityka ta była kontynuowana w pierwszym kwartale 2000 r.

Dostępne informacje pozwalają oczekiwać, że inflacja w relacji grudzień do grudnia ukształtuje się w pobliżu górnej granicy celu inflacyjnego przyjętego na bieżący rok, tj. 6,8%. Czynniki inflacji, na które może oddziaływać bank centralny, nie wydają się obecnie stwarzać zagrożenia intensyfikacji presji inflacyjnej. Jednakże występowanie wielu zjawisk niezależnych od banku centralnego, mogących mieć wpływ na tempo wzrostu cen, zwiększa ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego na koniec 2000 r.

Czynnikami, które mogą działać proinflacyjnie w 2000 r., będą przede wszystkim tendencje na rynku żywności. Na mniejszy niż w ubiegłym roku sezonowy spadek cen żywności może mieć wpływ niższa podaż mięsa wieprzowego. Niekorzystne warunki pogodowe mogą wpłynąć na wzrost cen zbóż, a w konsekwencji przetworów zbożowych. Dodatkowym czynnikiem utrudniającym osiągnięcie celu inflacyjnego może być przyjęcie ustawy o opodatkowaniu nieprzetworzonych produktów żywnościowych 3% stawką podatku od towarów i usług.

Również ceny paliw mogą niekorzystnie wpływać na poziom inflacji w bieżącym roku. Światowe ceny paliw, wbrew wcześniejszym prognozom, pozostają w II kwartale 2000 r. na bardzo wysokim poziomie. Pewne zagrożenie dla inflacji stanowi również kształtowanie się kursu złotego. Ewentualne przejawy niestabilności na scenie politycznej, poddające w wątpliwość determinację w zacieśnianiu polityki fiskalnej, mogą zwiększać ryzyko nerwowych reakcji na rynku walutowym.

Natomiast na obniżenie inflacji może wpłynąć oddziaływanie polityki pieniężnej. Ewentualne umocnienie złotego przy napływie walut obcych z tytułu prywatyzacji stanowiłoby również czynnik sprzyjający zmniejszeniu tempa inflacji. Wobec możliwych szoków podażowych na rynku żywności i paliw Rada Polityki Pieniężnej jest zdecydowana utrzymywać restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, aby przeciwdziałać ewentualnemu wzrostowi oczekiwań inflacyjnych i wynikającej stąd presji na wzrost wynagrodzeń.