

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

RAPORT O INFLACJI I-II kwartał 1999

Warszawa, wrzesień 1999 r.

Projekt graficzny:

Ryszard Piwowar
Piotr Chodorek
Ed Polinski

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydął:

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

© *Copyright by Narodowy Bank Polski, 1999*

SPIS TREŚCI

SYNTEZA	4
WSTĘP	7
Przebieg procesów inflacyjnych w I i II kwartale 1999 r.	8
Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych	8
Kształtowanie się inflacji bazowej	21
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu	24
Czynniki określające zjawiska inflacyjne w I i II kwartale 1999 r.	31
Pieniądz i ceny na rynku finansowym	31
Podaż pieniądza w I i II kwartale 1999 r.	31
Funkcjonowanie kanałów transmisji w I i II kwartale 1999 r.	46
Kanał stopy procentowej	46
Kanał kursu walutowego	59
Wpływ cen zewnętrznych na zjawiska inflacyjne	65
Ceny akcji	68
Kształtowanie się zagregowanego popytu i podaży	69
Popyt wewnętrzny	70
Konsumpcja indywidualna	71
Inwestycje	74
Budżet państwa	75
Nierównowaga zewnętrzna a zagrożenia inflacyjne	78
Zagregowana podaż	83
Tendencje w zakresie kosztów i cen w przedsiębiorstwach	85
Polityka pieniężna w I i II kwartale 1999 r.	91
Zmiana celów i założeń polityki pieniężnej na 1999 r.	91
Instrumenty polityki pieniężnej	92
Perspektywy inflacji	95

SYNTEZA

W okresie półrocza br. nastąpiła obniżka stopy wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych z 8,6% w grudniu 1998 r. do 6,5% w czerwcu 1999 r. Wskazuje to na korzystny przebieg zjawisk inflacyjnych, bliski treści *Założeń polityki pieniężnej na 1999 rok* oraz celów określonych w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003*. Można było jednak zauważyć, że przebieg inflacji nie był jednorodny, obniżka stopy inflacji nie trwała długo, bo jedynie do lutego, później, zgodnie z prognozami NBP, doszło do zahamowania trendu spadkowego i stabilizacji albo nawet nieznacznego wzrostu stopy inflacji.

W dalszym ciągu niski wzrost albo stabilizacja cen żywności ograniczały wzrost ogólnego wskaźnika cen, natomiast ceny usług, w których jest znaczny udział cen kontrolowanych, wpływają na wzrost stopy inflacji. Potwierdzają to również badania inflacji bazowej z wyłączeniem cen kontrolowanych. Wskaźnik tej inflacji w trakcie I półrocza był niższy od ogólnego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Na stopę wzrostu cen oddziałują także inne warunki zewnętrzne. O ile w 1998 r. doszło do znacznego spadku cen ropy naftowej, to w 1999 r. następuje ich wzrost, co przy wielokrotnym wroście obciążenia akcyzą oraz osłabieniu kursu złotego przyczynia się do hamowania tempa dezinflacji.

Wzrost gospodarczy w I półroczu 1999 r. był niski, w I kwartale wyniósł tylko 1,5%, w II kwartale szacowany był na 3,0%. Głównym czynnikiem pobudzającym wzrost była konsumpcja wewnętrzna, finansowana częściowo kredytem i wykorzystaniem oszczędności. Natomiast jedną z głównych przyczyn obniżenia tempa wzrostu PKB był niski popyt zewnętrzny oraz spadek zewnętrznej konkurencyjności gospodarki polskiej.

W I kwartale 1999 r. produkcja sprzedana przemysłu była niższa niż produkcja w I kwartale roku poprzedniego, zaś w II kwartale nastąpił jej

nieznaczny wzrost w stosunku do II kwartału roku poprzedniego. W podsumowaniu I półrocza 1999 r. należy jednak stwierdzić, iż produkcja sprzedana przemysłu była w tym okresie nieco mniejsza niż w I półroczu 1998 r. (o około 1%).

Wyniki finansowe przedsiębiorstw w II kwartale 1999 r. były zdecydowanie lepsze niż w I kwartale br., co spowodowało, że w I półroczu br. zanotowano poprawę ich wskaźników efektywnościowych (w porównaniu z I kwartałem br.). Wskaźnik rentowności obrotu netto osiągnął wielkość dodatnią (nieznacznie powyżej zera). Wskaźnik poziomu kosztów uzyskania przychodów z całokształtu działalności uległ nieznacznej poprawie, chociaż jego wielkość pozostała nadal duża (98,4% dla całego sektora przedsiębiorstw). Trudności finansowe przedsiębiorstw, występujące na początku bieżącego roku, spowodowały, że w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego zmalało ich zainteresowanie inwestycjami. Przedsiębiorstwa zgłaszały natomiast zwiększony popyt na kredyty obrotowe. Zmniejszony popyt na dobra inwestycyjne i konsumpcyjne oraz rosnąca konkurencja wewnętrzna i zewnętrzna spowodowały, że przedsiębiorstwa nie mogły cenami rekompensować utrzymującej się na wysokim poziomie kosztochłonności swojej produkcji.

Podaż pieniądza rosła w I półroczu br. i w czerwcu br., w porównaniu z końcem grudnia 1998 r., była wyższa o 7,0%. Istotny był fakt, że w II kwartale 1999 r. znacznie zmalało tempo wzrostu depozytów złotych osób prywatnych, zarówno w porównaniu z I kwartałem 1999 r., jak i z II kwartałem 1998 r. Głównym czynnikiem kreacji pieniądza w I półroczu br. były należności od sektora niefinansowego, szczególnie silny był wzrost kredytów konsumpcyjnych (osób prywatnych) - o 18,5% w porównaniu z końcem grudnia ub.r., przy umiarkowanym i ustabilizowanym wroście kredytów dla podmiotów gospodarczych (o 11,3%). Zjawiskiem niepokojącym stawało się pogłębienie róż-

nicy między szybszą dynamiką kredytów a wolniejszą depozytów.

Kolejny czynnik kreacji pieniądza - aktywa zagraniczne w I połowie 1999 r. wzrosły w ujęciu złotowym o 3,5 mld zł i przyczyniły się do kreacji pieniądza ogółem w około 23,0%. Jednak licząc w dolarach, zmniejszyły się one o kwotę około 2,1 mld USD. Spadek aktywów zagranicznych był wynikiem wzrostu nierównowagi w obrotach bieżących, przede wszystkim z powodu silnego wzrostu deficytu w obrotach towarowych. Przyczyną wysokiego deficytu w obrotach handlowych był znaczny spadek eksportu do Rosji i krajów WNP oraz niskie tempo wzrostu eksportu do krajów Unii Europejskiej. Jednocześnie zmalały wpływy niesklasyfikowane, które w poprzednich latach pokrywały znaczną część deficytu handlowego. Na spadek nadwyżki w tej pozycji miało wpływ przede wszystkim zahamowanie ruchu osobowego z Rosji i krajów WNP, skąd przyjeżdżało najwięcej osób na zakupy do Polski, ze względu na ograniczenia administracyjne, a następnie wybuch kryzysu. Doprowadziło to do zmniejszenia wpływów z obrotów niesklasyfikowanych o około 50%, w porównaniu z I półroczem 1998 r.

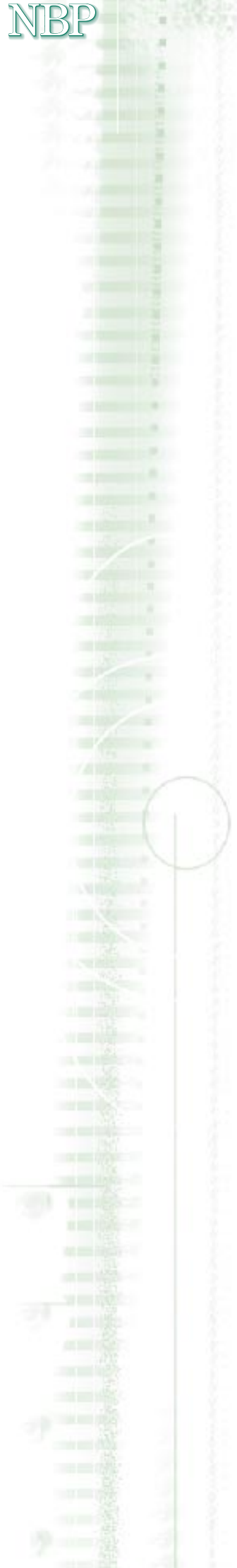
Charakterystycznym zjawiskiem I połowy 1999 r. był szybszy niż dotychczas wzrost obiegu pieniądza gotówkowego, stanowiło to, jak można przypuszczać, efekt spadku poziomu kosztu alternatywnego trzymania gotówki w porównaniu z depozytami bankowymi po widocznym na początku roku znacznym spadku stóp procentowych od depozytów.

Sytuacja budżetu była w I półroczu br. trudniejsza niż oczekiwano, niższe były dochody przy wysokich wydatkach, przede wszystkim na finansowanie reformy ubezpieczeń społecznych. Powodowało to brak możliwości kontynuowania procesu łagodzenia polityki pieniężnej, ze względu na

niedopasowanie polityki fiskalnej. Wiązały się z tym problemy małej przejrzystości sytuacji budżetu, szybkiego pogarszania się sytuacji finansowej budżetów samorządowych i funduszy pozabudżetowych (Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz Kas Chorych).

Inne niż w poprzednim roku były warunki realizacji polityki pieniężnej, napływ kapitału był niewielki, przez co NBP dokonywał na mniejszą skalę operacji absorbujących płynność w systemie bankowym. Nastąpiła stabilizacja poziomu rezerw oficjalnych brutto. Ponadto znacznie większe były wahania kursu złotego do walut obcych, podnoszące ryzyko kursowe i ograniczające zainteresowanie kapitału krótkoterminowego inwestowaniem w papiery wartościowe. W celu zwiększenia elastyczności kursu walutowego od 7 czerwca br. zmianie uległ charakter fixingu walutowego. Od tego momentu fixing nie służy do dokonywania transakcji z bankiem centralnym, lecz jedynie do ustalenia kursu na dany moment. Od końca stycznia złoty zaczął stopniowo tracić na wartości do dolara (w mniejszym stopniu do euro), do czego przyczyniały się wydarzenia międzynarodowe oraz pogarszanie się wyników gospodarczych Polski (szybko rosnący deficyt budżetowy, rosnący deficyt w obrotach bieżących). W II kwartale złoty się umocnił, dzięki poprawie oceny wiarygodności polskiej gospodarki oraz oczekiwaniom związanym z napływem środków z prywatyzacji.

W I półroczu br. nastąpiła jedna zmiana podstawowych stóp procentowych, mająca na celu dostosowanie ich poziomu do realizacji celu inflacyjnego, przy czym była ona głębsza niż dotychczas przeprowadzane. Uczestnicy rynku nie oczekiwali dzięki temu przez kilka następnych miesięcy na dalsze zmiany stóp procentowych, a stopy rynkowe względnie ustabilizowały się na kilka miesięcy.



WSTĘP

Prezentowany *Raport o inflacji* za pierwsze dwa kwartały 1999 r. jest drugim - po opracowaniu, podsumowującym 1998 r. - tego rodzaju dokumentem analitycznym opublikowanym przez Radę Polityki Pieniężnej. Roczny *Raport*, przygotowywany na podstawie pełnych danych, będzie zawierał materiał bardziej pogłębiony analitycznie. *Raporty* poświęcone poszczególnym kwartałom roku, z konieczności bazujące często na niepełnych danych, będą miały bardziej sprawozdawczy charakter, nie rezygnując wszakże ze szczegółowej interpretacji i przedstawiania punktu widzenia Rady. Będą jednak ukazywać się stosunkowo szybko po zakończeniu II i III kwartału.

W I półroczu 1999 r. - zgodnie z przewidywaniami Rady - po początkowym znacznym obniżeniu dwunastomiesięcznego wskaźnika inflacji (mierzonej indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych), od marca nastąpiło zahamowanie procesu dezinflacji. Jest to przede wszystkim wynik podwyżek cen kontrolowanych, jak również zmiany tendencji cen surowców na rynkach światowych, w tym głównie ropy naftowej. Widoczne jest również pewne przyspieszenie liczonych od grudnia 1998 r. cen produkcji przemysłowej, w porównaniu z podobnym okresem roku poprzedniego, co może świadczyć o presji kosztów na podwyższanie cen przez producentów.

Po początkowo dość szybkim przyroście podaży pieniądza, w II kwartale br. doszło do jego istotnego obniżenia i powrotu na ścieżkę prognozowanego przyrostu w całym 1999 r. Niepokoją-

cym zjawiskiem jest jednak stosunkowo niskie tempo wzrostu depozytów bankowych, przy stosunkowo dużym popycie gospodarstw domowych na kredyt. Wydaje się, że w I półroczu 1999 r., wobec postrzeganego jako przejściowe obniżenie tempa wzrostu dochodów osobistych, gospodarstwa domowe dążyły do utrzymania konsumpcji kosztem zmniejszenia stopy oszczędności.

To właśnie popyt konsumpcyjny pozwolił przede wszystkim na przewyżczenie spadkowych tendencji w produkcji przemysłowej, wobec nadal ograniczonego popytu na polski eksport i obniżenia dynamiki inwestycji. W warunkach utrzymywania się słabej koniunktury na rynku Unii Europejskiej i załamania eksportu do krajów WNP powiększa się nadal deficyt obrotów bieżących. Elementem pogarszającym obraz sytuacji makroekonomicznej Polski w tym okresie były także trudności z utrzymaniem odpowiednio restrykcyjnej polityki fiskalnej w warunkach równoczesnego wprowadzania czterech ważnych reform systemowych.

W I półroczu 1999 r. poszerzono przedział dopuszczalnych wahań kursu złotego i zredukowano tempo deprecjacji parytetu centralnego. Przewidując znaczny spadek inflacji na początku roku, Rada na swym styczniowym posiedzeniu dość istotnie obniżyła podstawowe stopy procentowe, by dostosować ich wysokość do realizacji celu inflacyjnego na 1999 r.

Przy opracowywaniu *Raportu o inflacji* opierało się na danych statystycznych dostępnych do połowy września 1999 r.

Przebieg procesów inflacyjnych w I i II kwartale 1999 r.

Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych

Zgodnie z uchwałą Rady Polityki Pieniężnej z czerwca 1999 r., zmieniającą *Założenia polityki pieniężnej na 1999 rok*, podstawowym celem tej polityki w bieżącym roku, umożliwiającym realizację celu średniookresowego, jest ograniczenie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, tak aby w końcu 1999 r. nie przekroczyło ono 6,6% - 7,8% w porównaniu z końcem 1998 r.

W ciągu I półrocza br. dwunastomiesięczne tempo inflacji z poziomu 8,6% w grudniu 1998 r. obniżyło się do 6,5% w czerwcu 1999 r. (wykres 1), kształtując się nieznacznie poniżej dolnej granicy przedziału wyznaczonego przez RPP celu inflacyjnego na koniec bieżącego roku. Rozkład miesięcznych wskaźników inflacji był w tym okresie dość typowy. Do lutego następowało obniżanie się tak mierzonego wzrostu cen, po czym - między innymi wskutek podwyżek cen regulowanych - wystąpił jego przejściowy wzrost i relatywna stabilizacja z wyraźniejszym obniżeniem się w czerwcu. Nietypowy dla ostatnich lat był natomiast rozkład wskaźników inflacji liczonych w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Od marca następuje bowiem przyspieszenie tak liczonego tempa wzrostu cen.

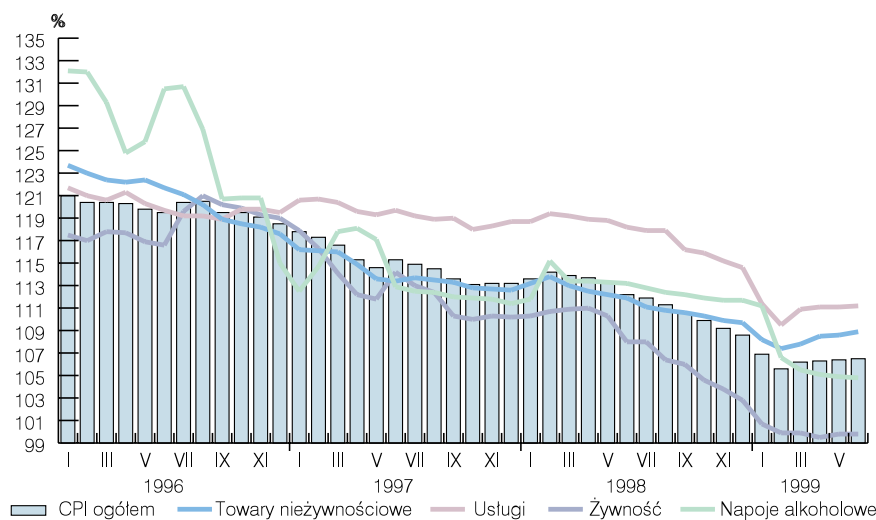
Na takie kształtowanie się inflacji w I półroczu 1999 r. wywierały wpływ przede wszystkim czynniki pozamonetarne, szczególnie ze sfery zewnętrznych uwarunkowań ekonomicznych. W ciągu I półrocza 1999 r., analizując kształtowanie się rocznej inflacji, można zaobserwować następujące etapy przebiegu procesów inflacyjnych.

Okres styczeń - luty 1999 r.: okres silnego ograniczenia tempa rocznej inflacji

Występująca przez cały rok, od marca 1998 r., nieprzerwanie spadkowa tendencja inflacji liczonej w ujęciu dwunastomiesięcznym, utrzymała się również w pierwszych dwóch miesiącach bieżącego roku. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w tym okresie obniżyły się z 14,2% w lutym 1998 r. do 5,6% w lutym 1999 r. Jednak silne ograniczenie inflacji w lutym 1999 r. związane było z wysoką podstawą liczenia wskaźnika wzrostu cen.

Wykres 1

Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



W lutym roku ubiegłego wystąpił najwyższy w 1998 r. poziom rocznej inflacji (przekraczający odchylenia sezonowe).

W ciągu pierwszych dwóch miesięcy bieżącego roku, licząc od grudnia 1998 r. do lutego br., wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 2,1%. Był to wzrost cen wyraźnie niższy od wzrostu sprzed roku, który w takim samym okresie osiągnął wysokość 4,9%. Stosunkowo niskie ukształtowanie się inflacji w pierwszych dwóch miesiącach bieżącego roku było konsekwencją wielu, działających różnokierunkowo, czynników¹.

W początkach 1999 r. nastąpiły planowane na ten okres podwyżki cen kontrolowanych, obejmujące ceny urzędowe, ceny jednolite na terenie kraju oraz ceny, na które wpływ mają zmiany stawek podatków pośrednich (wykresy 2 i 3). Skala wprowadzonych w pierwszych miesiącach bieżącego roku podwyżek (biorąc pod uwagę zakładaną wielkość ich procentowych wzrostów) była przeciętnie od półtora do dwóch razy niższa w porównaniu z ubiegłorocznymi. Było to jedną z przyczyn obniżenia się inflacji w ujęciu dwunastomiesięcznym. Mimo to, w warunkach niższego niż przed rokiem wzrostu cen, podwyż-

¹ Od stycznia 1999 r. w obliczeniach wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych GUS stosuje zalecaną przez EUROSTAT klasyfikację COICOP (klasyfikacja konsumpcji indywidualnej według celów). Rezultatem tego była zmiana sposobu agregacji cen poszczególnych towarów i usług konsumpcyjnych w podstawowe grupy, co doprowadziło do głębszych zmian wewnętrznej struktury koszyka (wag) stosowanego do obliczania wskaźników cen. Obecnie prezentowane przez

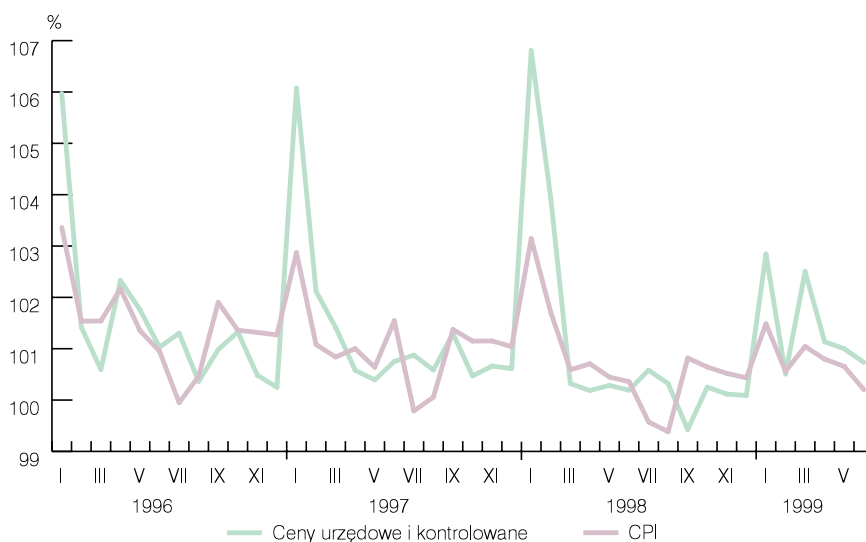
ki cen kontrolowanych powodowały niewątpliwie istotny impuls inflacyjny. Świadczyć może o tym ponad dwukrotnie wyższy od ogólnego wzrostu cen w tym okresie (2,1%) wzrost cen usług konsumpcyjnych (o 4,3%), w której to grupie udział cen kontrolowanych jest największy. Silniejszym od przeciętnego wzrostem w ciągu dwóch pierwszych miesięcy br. - o 3,4% - charakteryzowały się również ceny napojów alkoholowych i wyrobów

GUS główne grupy cen różnią się pod względem zakresu, a tym samym strukturą wag od występujących w latach poprzednich. Struktura cen i wag oparta na konsumpcji indywidualnej wg celów stosowana do obliczania wskaźników cen w 1999 r. zawiera 12 grup i jest następująca: żywność i napoje bezalkoholowe (31,62%), napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe (6,40%), odzież i obuwie (6,96%), użytkowanie mieszkania lub domu i nośniki energii (18,44%), wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego (umeblowanie, sprzęt oraz artykuły i usługi związane z prowadzeniem gospodarstwa domowego - 5,09%), zdrowie (4,45%), transport (7,82%), łączność (2,36%), rekreacja i kultura (6,12%), edukacja (1,09%), restauracje i hotele (3,65%), inne towary i usługi (6,00%). Aktualnie każda z wymienionych grup z wyjątkiem dwóch pierwszych obejmuje zarówno ceny towarów, jak i usług. W celu przybliżenia obecnie obowiązującej struktury rodzajowej cen do poprzednio obowiązującej klasyfikacji, GUS stosuje w bieżącym roku również orientacyjny podział towarów i usług na 4 podstawowe grupy. W takim ujęciu są to następujące grupy i ich wagi:

- w 1999 r.:
 - żywność i napoje bezalkoholowe - 31,62%,
 - napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe - 6,40%,
 - towary nieżywnościowe (bez wyrobów tytoniowych) - 30,63%,
 - usługi - 31,35%,
- w 1998 r.:
 - żywność - 36,27%,
 - napoje alkoholowe - 3,91%,
 - towary nieżywnościowe (z wyrobami tytoniowymi) - 32,90%,
 - usługi - 26,92%.

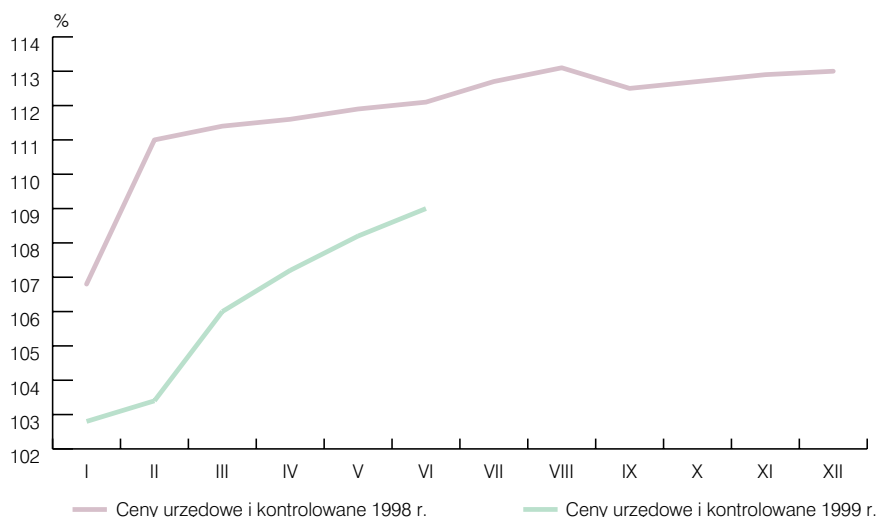
Wykres 2

Wskaźnik inflacji i cen kontrolowanych w latach 1996-1999 (CPI) (poprzedni miesiąc = 100)



Wykres 3

Wskaźnik cen kontrolowanych w latach 1998-1999 (grudzień poprzedniego roku = 100)



tytoniowych, na co miały wpływ podwyżki stawek akcyzy na te wyroby.

Na początku bieżącego roku utrzymywała się w dalszym ciągu przewaga podaży nad popytem na podstawowych krajowych rynkach rolnych. Na rynku zboża została ona spowodowana stosunkowo wysokimi zapasami, które pochodziły z dobrych zeszłorocznych zbiorów oraz napływu zboża z importu. Również na rynku mięsa wieprzowego, który jest gatunkiem dominującym w strukturze spożycia mięsa w Polsce, utrzymywała się nadwyżka podaży. Problemy z zagospodarowaniem wysokiej nadwyżki podaży spotęgował ubiegłoroczny kryzys w Rosji, a także ograniczenia eksportu artykułów rolnych do krajów Unii Europejskiej, czego skutkiem było zmniejszenie w obrotach handlu zagranicznego udziału polskich produktów pochodzenia rolniczego.

Niskiemu kształtowaniu się cen żywności sprzyjały również tendencje występujące w tym okresie na światowych rynkach, czego konsekwencją, przy uwzględnieniu zmian kursu walutowego, były nieco niższe niż przed rokiem ceny żywności pochodzącej z importu. W ciągu pierwszych dwóch miesięcy bieżącego roku średni poziom cen żywności na świecie był o blisko 20% niższy od

ubiegłorocznego, zaś surowców pochodzenia rolnego kształtował się na takim samym poziomie jak przed rokiem. Jednocześnie w ciągu pierwszych dwóch miesięcy br. ceny transakcyjne importu w grupie żywność i zwierzęta żywe kształtowały się o około 5% poniżej ubiegłorocznych.

W wyniku oddziaływania wyżej wymienionych czynników w okresie stycznia i lutego br. ceny żywności w dalszym ciągu rosły wolniej od ogólnego wskaźnika inflacji. Po pierwszych dwóch miesiącach bieżącego roku wzrost cen w grupie żywność i napoje bezalkoholowe był nieznaczny - zaledwie o 0,2% wyższy niż w grudniu 1998 r.

W początkach bieżącego roku popyt konsumpcyjny na rynku krajowym uległ pewnemu ograniczeniu w porównaniu z poprzednim rokiem. Spożycie indywidualne w I kwartale br. wzrosło o 4,2%, wobec wzrostu o 4,6% w IV kwartale ubiegłego roku i 6,4% w I kwartale 1998 r. Jedną z przyczyn tej sytuacji było niższe niż w poprzednich okresach tempo realnego wzrostu dochodów gospodarstw domowych m.in. pochodzących z wynagrodzeń za pracę, świadczeń społecznych i dochodów z produkcji rolnej. Jednocześnie występująca na rynku podaż towarów konsumpcyjnych pochodzących z produkcji krajowej i zgromadzonych zapasów oraz dostaw z importu, zwiększona dodatkowo wskutek ograniczenia popytu zagranicznego na polskie wyroby, była nadal wysoka, mimo spadku blisko o 7% wielkości produkcji przemysłowej w okresie styczeń - luty bieżącego roku w porównaniu z takim samym okresem sprzed roku.

W pierwszych dwóch miesiącach 1999 r. na rynkach światowych nastąpiło zahamowanie tendencji spadkowych, występujących w poprzednim roku, w odniesieniu do cen podstawowych towarów pochodzenia nierolniczego, w tym również cen ropy naftowej. Wzrost cen był jednak początkowo dość słaby, tak że mimo pewnego przyspieszenia dynamiki cen światowych, poziom tych cen w omawianym okresie, ogólnie biorąc, był zbliżony do występującego przed rokiem. Był to dodatkowy, obok wewnętrznych uwarunkowań popytowo-podażowych, czynnik ograniczający w początkach bieżącego roku tendencje wzrostowe cen wyrobów przemysłowych.

Taka sytuacja na krajowym rynku w początkach 1999 r., w warunkach nasilającej się konkurencji, w dalszym ciągu nie sprzyjała silniejszemu podnoszeniu cen swoich wyrobów przez producentów, mimo zwiększającej

się nadal presji ze strony kosztów produkcji. W dalszym ciągu wzrost cen produkcji nie powodował przyspieszenia tempa wzrostu cen konsumpcyjnych w tym okresie. W lutym br. ceny produkcji przemysłowej w stosunku do grudnia poprzedniego roku wzrosły o 1,0%.

W konsekwencji w ciągu pierwszych dwóch miesięcy 1999 r. ceny towarów nieżywnościowych wzrosły o 1,3%, kształtując się poniżej ogólnego wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w tym okresie. Należy dodać, iż pierwsza z tegorocznych podwyżek akcyzy na paliwa nie spowodowała jeszcze wyraźniejszego przyspieszenia wzrostu cen rynkowych paliw na rynku krajowym, aczkolwiek niewątpliwie łagodząco wpływał na to nadal niski, o ponad 20% niższy niż przed rokiem, poziom cen ropy na rynkach światowych oraz spadek cen transakcyjnych importu paliw mineralnych, smarów i materiałów pochodnych.

Okres marzec - czerwiec 1999 r.: stopniowe przyspieszanie tempa wzrostu rocznej inflacji

Okres ten wymaga wyodrębnienia z uwagi na zapoczątkowanie fazy powolnego narastania tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Poziom inflacji liczonej w okresie dwunastomiesięcznym wzrósł do 6,2% w marcu z 5,6% w lutym br. W kolejnych miesiącach omawianego okresu stopa inflacji rocznej wzrastała z miesiąca na miesiąc o 0,1 pkt. proc., do wysokości 6,5% w czerwcu br.

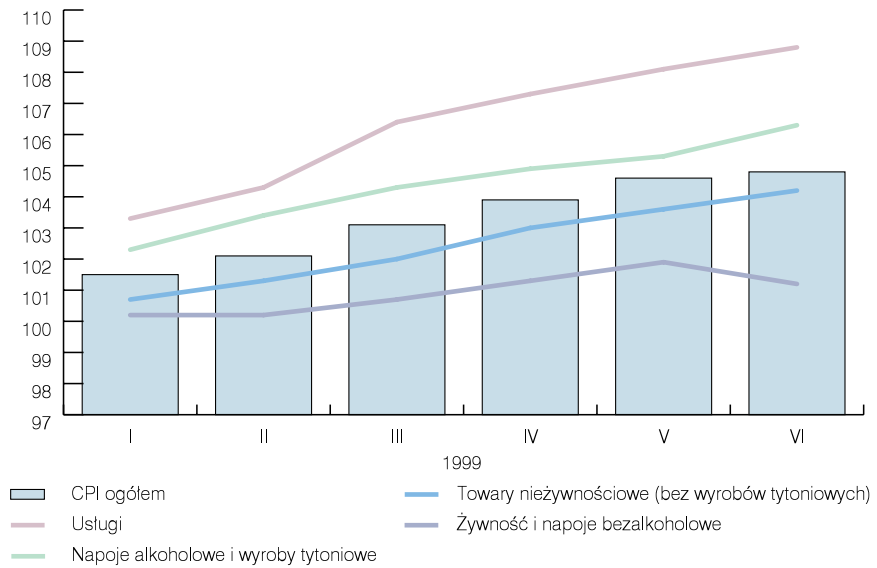
W okresie od lutego do czerwca br. ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 2,6%, a więc silniej niż przed rokiem, kiedy to w takim samym okresie 1998 r. wzrost cen wyniósł 2,1%. Tym niemniej w ciągu całego I półrocza, od grudnia 1998 r. do czerwca 1999 r., tegoroczny wzrost wyniósł 4,8% (wykres 4), a więc był zdecydowanie niższy od wzrostu sprzed roku, kiedy ukształtował się w wysokości 7,1%. Świadczy to o odmiennym rozkładzie stopy inflacji w czasie, w tym samym okresie bieżącego i minionego roku (wykresy 5, 6 i 7).

Wzrostowi rocznej stopy inflacji w okresie od marca do czerwca br. towarzyszyły zmiany w uwarunkowaniach kształtujących sytuację w polskiej gospodarce, jak również w uwarunkowaniach z otoczenia zewnętrznego, mogących mieć wpływ na procesy inflacyjne w tym okresie.

Na krajowym rynku żywności utrzymywała się w dalszym ciągu nadwyżka podaży nad popytem. W okresie I półrocza br. zmiany cen na podstawowych krajowych

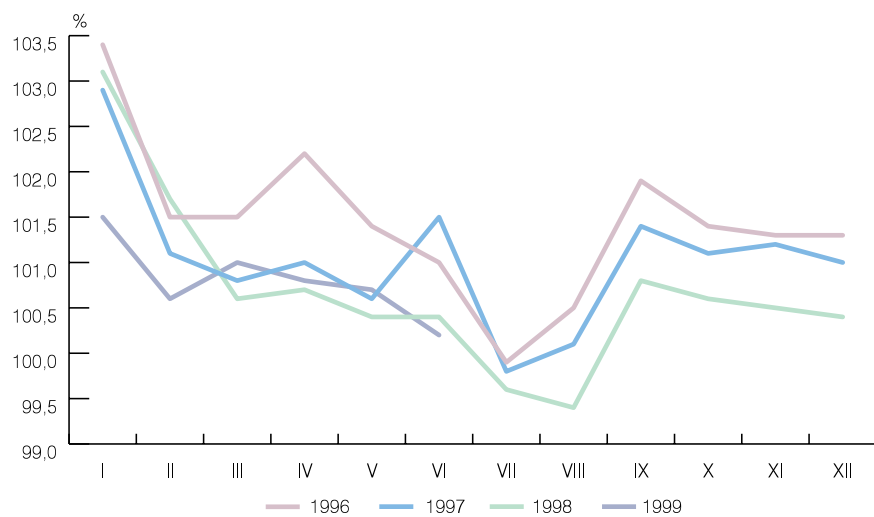
Wykres 4

Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych (grudzień poprzedniego roku = 100)



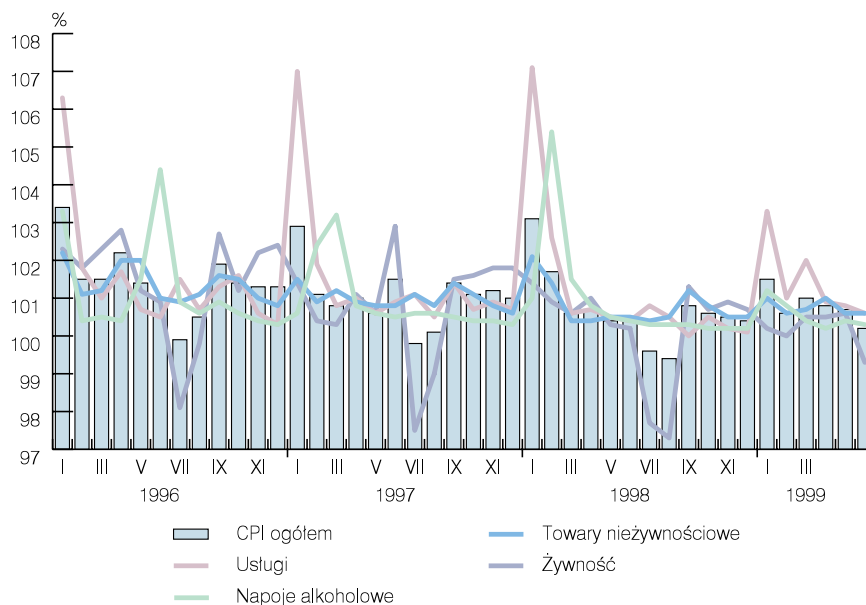
Wykres 5

Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych (poprzedni miesiąc = 100)



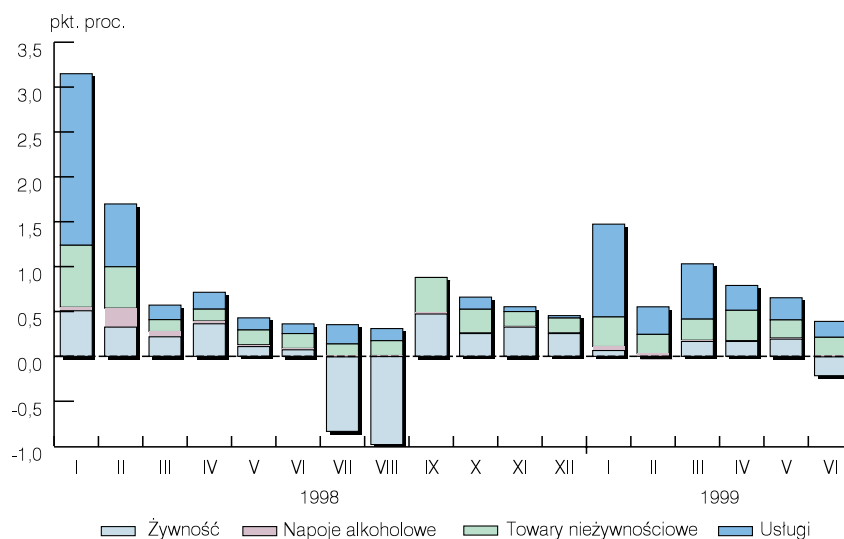
Wykres 6

Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych (poprzedni miesiąc = 100)



Wykres 7

Udział cen podstawowych grup towarów i usług w ogólnym wzroście CPI (poprzedni miesiąc = 100)



rynkach rolnych były niewielkie, z przewagą tendencji spadkowych cen. Jednocześnie na rynkach światowych ceny żywności nadal kształtowały się znacznie poniżej ubiegłorocznych, przy czym w dalszych miesiącach I półrocza br. zaznaczyła się tendencja do pogłębiania się spadku cen. Ceny transakcyjne importu żywności i zwierząt

żywych, po głębokim obniżeniu na przełomie roku, począwszy od marca br. ponownie zaczęły wzrastać, osiągając po upływie pierwszych czterech miesięcy br. poziom cen sprzed roku.

Tym niemniej ze względu na nadal niskie ceny produktów rolnych, przy nadal występującej przewadze podaży nad popytem, ceny żywności i napojów bezalkoholowych w ciągu czterech miesięcy, od lutego do czerwca br., wzrosły o 1,0%, podczas gdy inflacja w tym okresie wyniosła 2,6%. Niewielki wzrost cen żywności w tym okresie wiązał się głównie z sezonowym wzrostem cen warzyw - o 19,8% i owoców - o 8,6%, przy nieznacznych ruchach cen innych spośród podstawowych grup żywności. Ogólnie biorąc, w czerwcu br. poziom cen żywności i napojów bezalkoholowych był wyższy niż w grudniu minionego roku o 1,2%, wykazując zarazem wzrost czterokrotnie wolniejszy niż inflacja w tym samym czasie. W skali dwunastomiesięcznej (czerwiec/czerwiec) poziom cen żywności nieznacznie się obniżył - o 0,2% - w stosunku do roku poprzedniego.

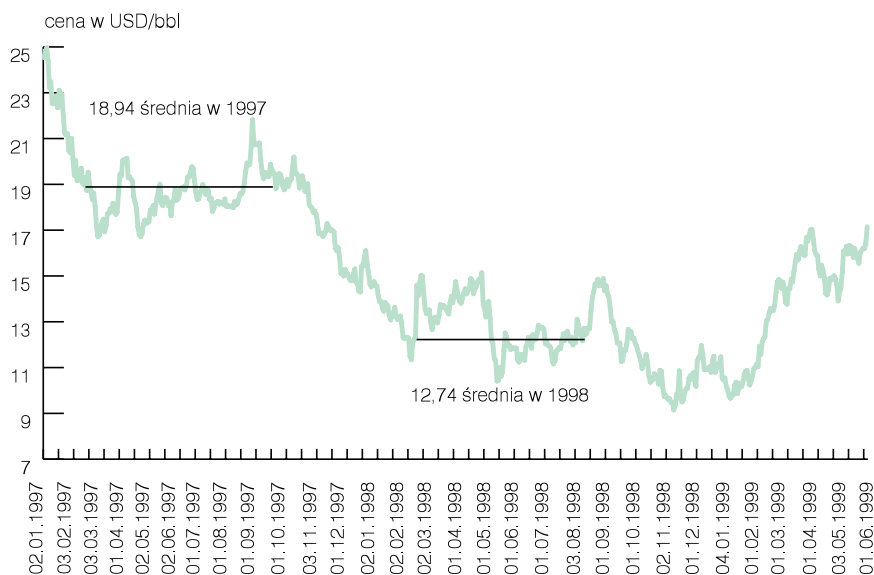
W tym okresie silnym, szokowym impulsem inflacyjnym okazały się zmiany występujące na rynku paliw. Przyczyniły się do tego zarówno zmiana sytuacji na światowych rynkach, jak też kumulacja czynników powodujących ożywienie cen na rynku paliwowym w Polsce. Przypomnijmy, że rok 1998 był okresem gwałtownego i głębokiego spadku cen ropy naftowej na świecie. Średnia cena ropy Brent (którą można uznać za reprezentatywną dla całego rynku ropy naftowej) wynosiła w minionym roku 12,74 USD za baryłkę, przy 18,94 USD za baryłkę w 1997 r. Cena ropy Brent w grudniu 1998 r. w stosunku do grudnia 1997 r. była niższa o 42% (wykresy 8 i 9).

W tym samym czasie wzrost cen konsumpcyjnych paliwa wyniósł 4,7%. W grudniu 1998 r. podatki: akcyzowy i VAT, stanowiły 66% ceny detalicznej benzyny bezolowiowej. Wzrost stawek akcyzy o 27% w ciągu 1998 r. (grudzień 1998 r./grudzień 1997 r.) został w znacznym stopniu zneutralizowany głębokim spadkiem cen ropy na świecie, a tym samym cen transakcyjnych importu, co pozwoliło uniknąć wysokich podwyżek cen paliw na krajowym rynku (kurs nominalny USD w złotych utrzymał się na tym samym poziomie, licząc grudzień 1998 r. do grudnia 1997 r.).

W roku 1999 nastąpił zwrot na światowych rynkach paliw. Kraje zrzeszone w OPEC, prowadząc konsekwen-

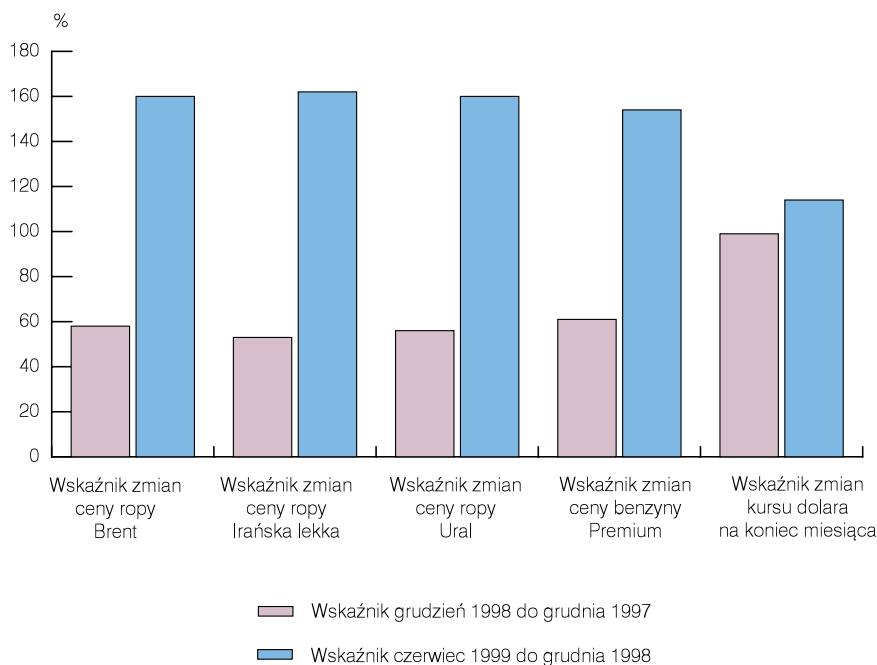
Wykres 8

Górne notowania cen ropy Brent w okresie od 02.01.1997 do 30.06.1999 (dane Nafta Polska SA)



Wykres 9

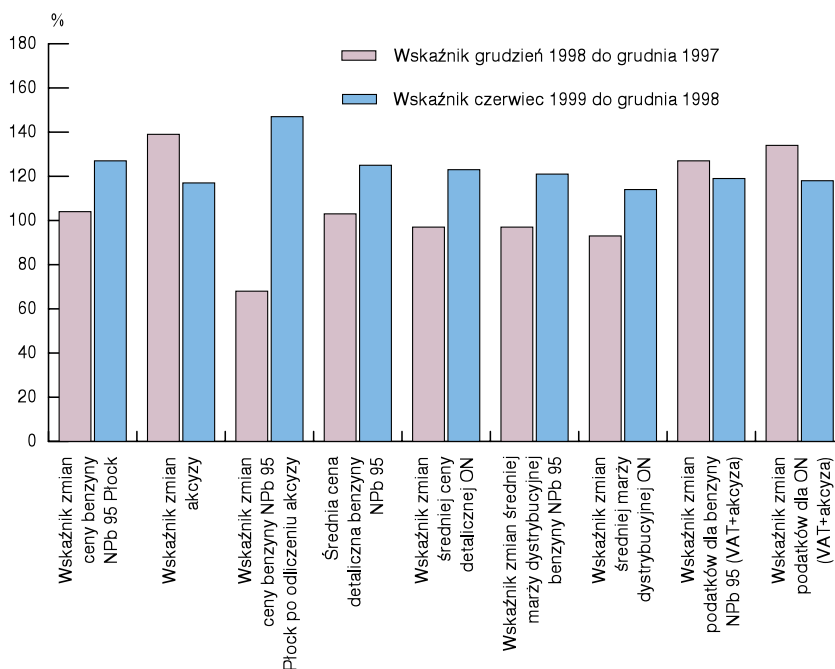
Porównanie wybranych wskaźników czerwiec 1999 do grudnia 1998 oraz grudzień 1998 do grudnia 1997 (I)



tną politykę obniżania podaży, doprowadziły do wzrostu cen ropy. Silne tendencje wzrostowe cen na rynkach światowych pojawiły się w końcu lutego br. Od grudnia 1998 r. do czerwca 1999 r. cena ropy Brent wzrosła o 60% i osiągnęła poziom ponad 19 USD za baryłkę. Tak gwałtowny wzrost cen światowych, któremu w kraju towarzyszyła trzykrotna podwyżka stawek akcyzy, średnio o: 5,7% w styczniu, 5% w marcu i 5% w czerwcu (razem o 17%), spowodował, że ceny paliw na rynku krajowym wzrosły w ciągu I półrocza br. o 21,1% (czerwiec 1999 r. /grudzień 1998 r.). Cały ten wzrost nastąpił w okresie od marca do czerwca br., bowiem w ciągu pierwszych dwóch miesięcy br. ceny paliw nie wykazały zmian (wykresy 10 i 11). Nie można wykluczyć, że wzrost taki wystąpi w następnym okresie bieżącego roku ze względu na silną presję na wzrost kosztów, wywołaną wielokrotnymi w bieżącym roku podwyżkami cen paliw. Inne grupy cen w grupie towarów nieżywnościowych nie wykazywały silniejszego wzrostu cen.

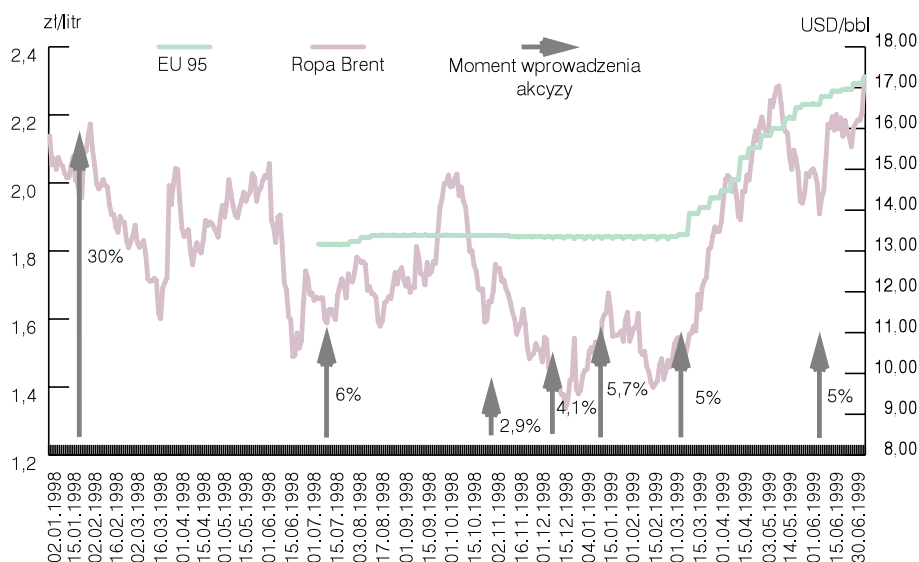
Przeniesienie wzrostu cen paliw na ceny produktów finalnych zależy w dużym stopniu od zachowań przedsiębiorstw. W II kwartale br. nastąpiło nieznaczne zwiększenie w stosunku do I kwartału tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego, czego wyrazem był wzrost spożycia indywidualnego w II kwartale br. o 4,3%. Utrzymujący się

Wykres 10
Porównanie wybranych wskaźników czerwiec 1999 do grudnia 1998 oraz grudzień 1998 do grudnia 1997 (II)



Wykres 11

Porównanie średnich cen detalicznych paliw na rynku polskim i górnych notowań cen ropy naftowej na świecie w okresie od 01.07.1998 do 30.06.1999



popyt indywidualny, związany m.in. z niewielkim przyspieszeniem tempa realnego wzrostu przeciętnych wynagrodzeń oraz nasileniem dynamiki kredytów, był bodźcem do podwyższenia tempa wzrostu produkcji, która po spadku w I kwartale br. o 3,1%, w II kwartale wzrosła o 1,2%, w porównaniu z rokiem poprzednim. Przy wzmagającej się presji ze strony kosztów produkcji pojawiły się w omawianym okresie, aczkolwiek słabe jeszcze, tendencje do przyspieszenia tempa wzrostu cen produkcji przemysłowej. O ile w poprzednim okresie (styczeń - luty br.) narastanie dynamiki cen produkcji było wolniejsze niż przed rokiem, o tyle, począwszy od marca br., wzrost cen produkcji był już wyraźnie silniejszy niż przed rokiem; w okresie marzec - czerwiec br. wzrost ten wyniósł 2,4% (podczas gdy przed rokiem wynosił 0,9%), kształtując się nieco poniżej stopy inflacji w tym okresie (2,6%).

W tym samym okresie ceny transakcyjne importu towarów przemysłowych wykazywały tendencję wzrostową. Po pierwszych czterech miesiącach bieżącego roku tempo wzrostu tych cen było zbliżone do występującego przed rokiem, tj. około 8%.

W konsekwencji oddziaływania powyższych czynników ceny towarów nieżywnościowych wzrosły w okresie od marca do czerwca br. o 2,9%, przewyższając stopę inflacji w tym okresie (2,6%). Jednakże w ciągu I półrocza br. (czerwiec 1999 r./grudzień 1998 r.), na skutek zmiennych tendencji w ciągu omawianych podokresów, ceny

towarów nieżywnościowych wzrosły łącznie o 4,2%, kształtując się poniżej stopy inflacji w tym samym okresie - 4,8%.

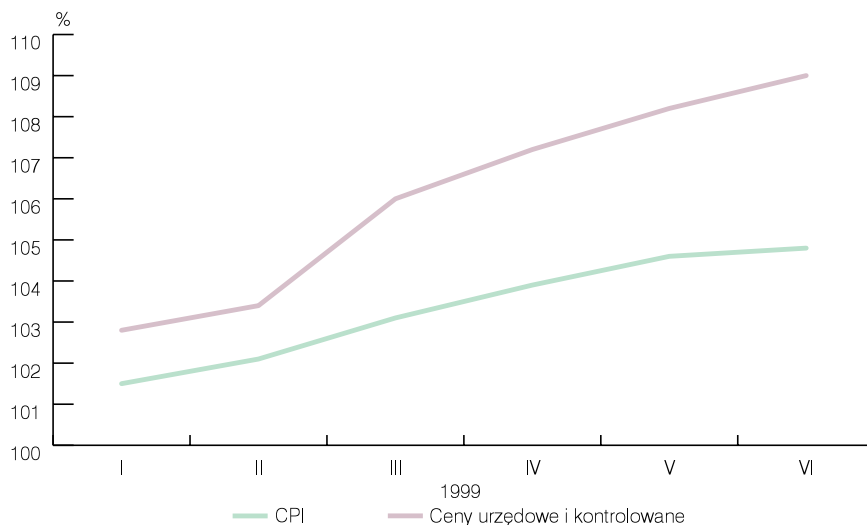
W obszarze cen kontrolowanych, poza omówioną wcześniej sytuacją w zakresie cen paliw, w okresie od marca do czerwca br. wystąpiły również inne czynniki, przejściowo przyspieszające inflację. Obejmuje to zmiany wywołane podwyżkami cen nośników energii oraz dalszymi podwyżkami stawek akcyzy (wykresy 12 i 13).

Mimo iż w świetle Ustawy Prawo energetyczne ceny nośników energii, tj. energii elektrycznej oraz energii cieplnej, zostały uwolnione, to w bieżącym roku nadal podlegają one kontroli, poprzez zatwierdzanie taryf i możliwość administracyjnego wyznaczania pułapów podwyżek ich cen. Przyjęte na ten rok ustalenia zakładały, że podwyżki cen energii elektrycznej wprowadzane przez producentów nie mogą przekroczyć 13%. W rezultacie w marcu br. nastąpił jednorazowy impuls w postaci wzrostu opłat za dostawy tego nośnika energii, wywołujący wzrost cen energii elektrycznej o 12,6%. W całym I półroczu 1999 r. ceny energii wzrosły o 12,9%.

W ciągu czterech miesięcy - od marca do czerwca br. - wzrost cen usług wyniósł 4,3% i był niemal dwukrotnie silniejszy od stopy inflacji w tym samym okresie. W skali całego I półrocza br. (czerwiec/grudzień) ceny usług wzrosły o 8,8%, zdecydowanie przodując pod względem

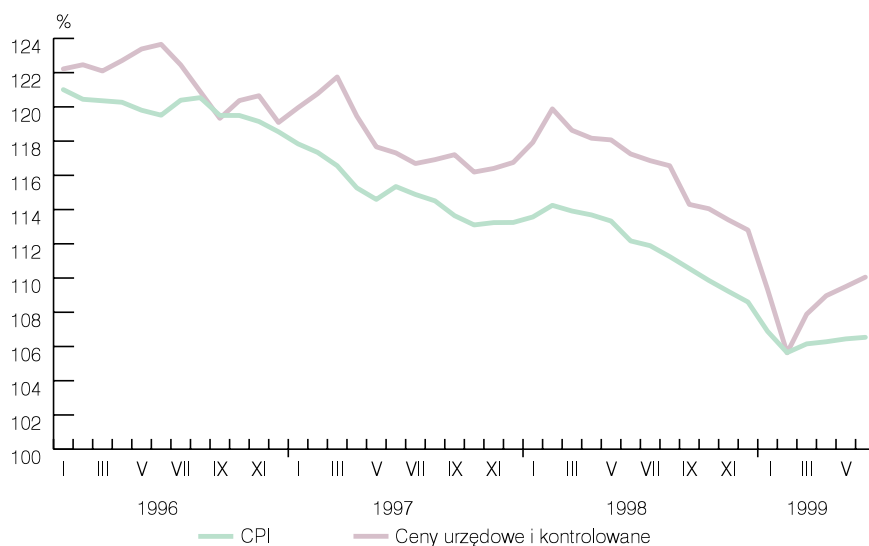
Wykres 12

Wskaźnik inflacji i cen kontrolowanych w 1999 (grudzień 1998 = 100)



Wykres 13

Wskaźnik inflacji i cen kontrolowanych w latach 1996-1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



skali wzrostu cen wśród podstawowych grup towarów i usług i wyprzedzając inflację w tym okresie o 4,0 pkt. proc.

W wyniku dwóch kolejnych z zakładanych na bieżący rok - w marcu i w czerwcu br. - podwyżek stawek akcyzy, od marca do czerwca, silniej od inflacji (2,8% wobec 2,6%), wzrosły także ceny w grupie napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe. Po upływie I półrocza br. wzrost tych cen wyniósł 6,3%, tzn. był wyższy od inflacji w tym okresie - 4,8%.

Kształtowanie się inflacji bazowej

Wskaźniki inflacji bazowej powinny przedstawiać długookresowy trend cen przy wyeliminowaniu wpływu szoków podażowych, zakłócających obraz rzeczywistego kształtowania się procesów inflacyjnych. W krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej, które prowadzą badania kształtowania się inflacji bazowej, odpowiednie szeregi czasowe obejmują kilkadziesiąt lat. W Polsce stosunkowo krótki szereg czasowy przydatnych do badań danych o inflacji w znacznym stopniu uniemożliwia przetestowanie, czy stosowane miary inflacji bazowej rzeczywiście przedstawiają długookresowy trend. Dlatego formułowanie wniosków dotyczy jedynie krótkookresowych związków między inflacją bazową a wskaźnikiem CPI. Równocześ-

nie stosowanie kilku miar inflacji bazowej daje pełniejszy obraz jej kształtowania się.

W opracowanym przez NBP *Raporcie o inflacji* po raz drugi prezentowane są, obliczone różnymi metodami, wskaźniki inflacji bazowej. Dotychczas liczone są następujące wskaźniki:

- 1) wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności,
- 2) mediana wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych,
- 3) 15% średnia obciążona uzyskana ze zdezagregowanego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych,
- 4) wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych.

Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności powstał przez wyeliminowanie tych zdezagregowanych grup towarów i usług konsumpcyjnych, dla których odchylenie standardowe przekracza 3,2941. W rezultacie wyłączeniem objęto niejednorodną w swoim charakterze grupę towarów i usług konsumpcyjnych. Dużą zmienność cechuje zarówno grupy cen podlegające mechanizmom rynkowym, jak i ceny objęte regulacjami o charakterze administracyjnym. Łączna waga grup towarów i usług podlegających wyłączeniu w latach 1992-1999 kształtowała się w granicach 13,2%-15,1%.

W *Raporcie o inflacji* za 1998 r. wskaźniki inflacji bazowej przedstawiono w ujęciu narastającym (grudzień poprzedniego roku równy 100). Dane zdezagregowane w ujęciu dwunastomiesięcznym (miesiąc do odpowiedniego miesiąca poprzedniego roku) są dostępne od niedawna. Wskaźniki obliczone na podstawie danych w ujęciu dwunastomiesięcznym lepiej przedstawiają rzeczywiste tendencje w zakresie inflacji bazowej, ponieważ zostają wyeliminowane wahania sezonowe. Także okres, dla którego obliczone zostały miary inflacji bazowej, został wydłużony. Obecnie dostępne są wskaźniki inflacji bazowej od stycznia 1992 r. do czerwca 1999 r.

Należy również zaznaczyć, że wskaźnik otrzymany po wyłączeniu cen kontrolowanych przedstawia nieco odmienny aspekt procesów inflacyjnych od pozostałych wskaźników przedstawionych poniżej. Ukazuje kształtowanie się inflacji po wyłączeniu cen pod wpływem polityki fiskalnej. W skład cen kontrolowanych wchodzi bowiem także ceny, których zasadniczą część stanowią po-

datki (akcyzowy) ustalane przez samorządy (komunikacja miejska), na które ustalone są górne limity (energia elektryczna).

Wskaźniki inflacji bazowej w ujęciu dwunastomiesięcznym, na tle kształtowania się indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych (patrz wykresy 14-21) pozwalają na interpretację zdecydowanego spadku inflacji (CPI) na przełomie 1998 i 1999 r. oraz jej systematycznego wzrostu do końca pierwszego półrocza 1999 r. Inflacja bazowa, mierzona przy użyciu mediany, 15% średniej obciętej oraz przez wyłączenie cen o największej zmienności w końcowych miesiącach 1998 r. oraz na początku 1999 r., przebiegała powyżej wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Wyniki otrzymane przez analizę wskaźników dwunastomiesięcznych, pozbawionych wpływów sezonowych zmian cen, wskazują, że szybszy spadek inflacji mierzonej CPI, który miał miejsce pod koniec ubiegłego i na początku bieżącego roku, mógł być spowodowany nietypowymi w tym okresie spadkami cen pewnych grup towarów (m.in. w konsekwencji kryzysu rosyjskiego) i nie musiał oznaczać trwałego obniżenia trendu inflacji. Zgodnie z przewidywaniami nastąpiło później (od marca) odwrócenie tej tendencji.

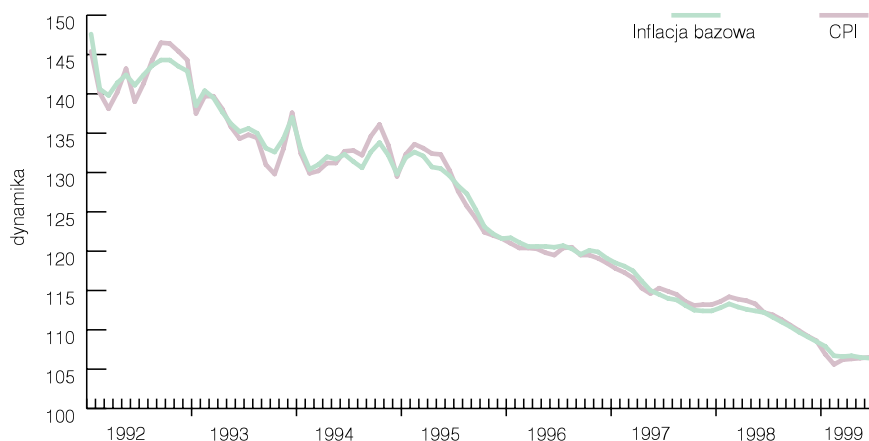
Z kolei wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych pozwala zauważyć, że w ciągu I półrocza 1999 r. ceny kontrolowane były czynnikiem wpływają-

Wykres 14
CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności w okresie styczeń 1997 - czerwiec 1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Wykres 15

CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności w okresie styczeń 1992 - czerwiec 1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



cym dynamizująco na wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych. Wskaźnik cen kontrolowanych w I półroczu 1999 r. ukształtował się powyżej inflacji mierzonej wzrostem cen towarów i usług konsumpcyjnych. Spowodowane to było wysokim wzrostem cen, przekraczającym stopę inflacji, wyrobów tytoniowych, energii elektrycznej, gazu sieciowego, ciepłej wody, paliw, przewozów i transportu, usług pocztowych i telekomunikacyjnych. Tak więc wskaźnik oczyszczony z wpływu tych cen układa się w I półroczu 1999 r. poniżej CPI (patrz wykres 20).

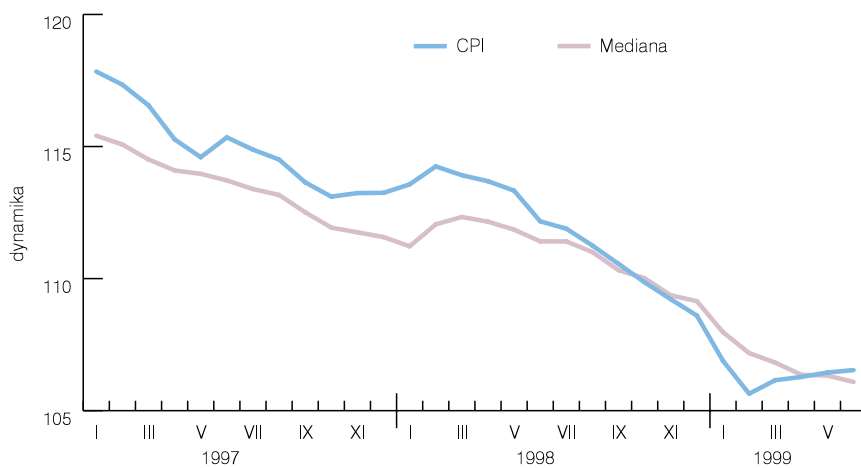
Trzy z prezentowanych indeksów inflacji bazowej wskazują na zmniejszenie się jej poziomu w pierwszym półroczu 1999 r., choć wolniejsze niż w ubiegłym roku. Jedynie wskaźnik liczony jako 15% średnia obciąża sugeruje wzrost inflacji bazowej w pierwszym półroczu 1999 r.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

W pierwszych dwóch kwartałach 1999 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu, w porównaniu z analogicznymi kwartałami poprzedniego roku, wykazały wzrost wolniejszy niż przed rokiem. W I kwartale przyrost tych cen wyniósł 4,1% w porównaniu z 9,2% w I kwartale roku poprzedniego, w II kwartale wyniósł 5,1% przy wzroście o 8,1% rok wcześniej. Mimo wyraźnie niższej niż przed rokiem skali wzrostu zwraca uwagę odmienna ten-

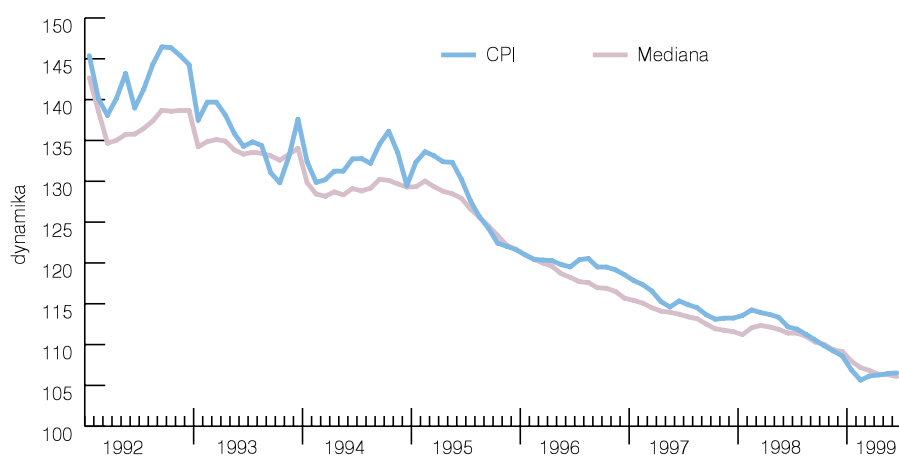
Wykres 16

CPI oraz mediana w okresie styczeń 1997 - czerwiec 1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



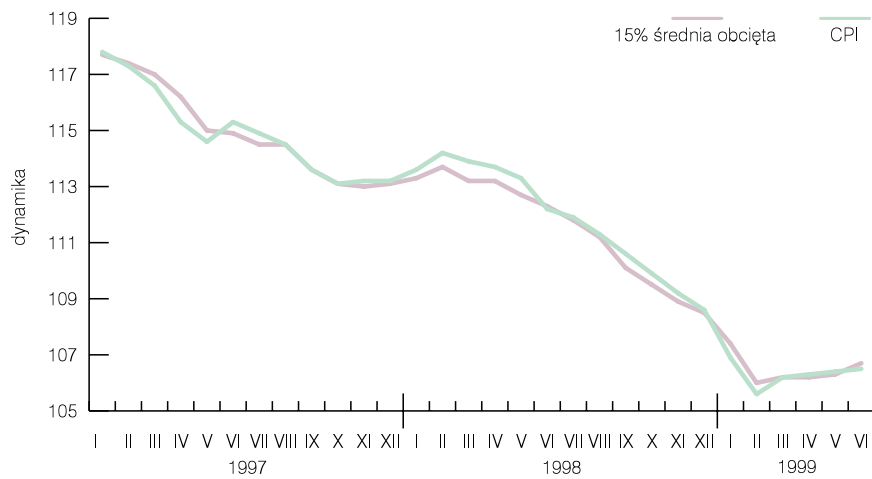
Wykres 17

CPI oraz mediana w okresie styczeń 1992 - czerwiec 1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Wykres 18

CPI oraz 15% średnia obciążona w okresie styczeń 1997 - czerwiec 1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

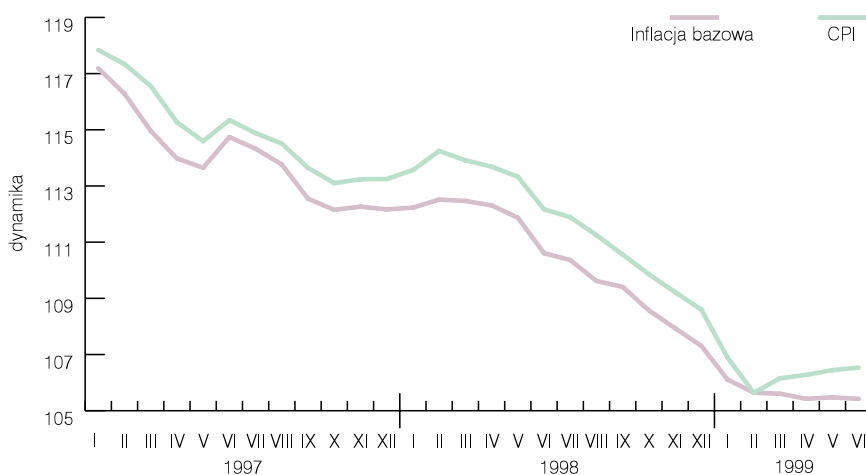


Wykres 19

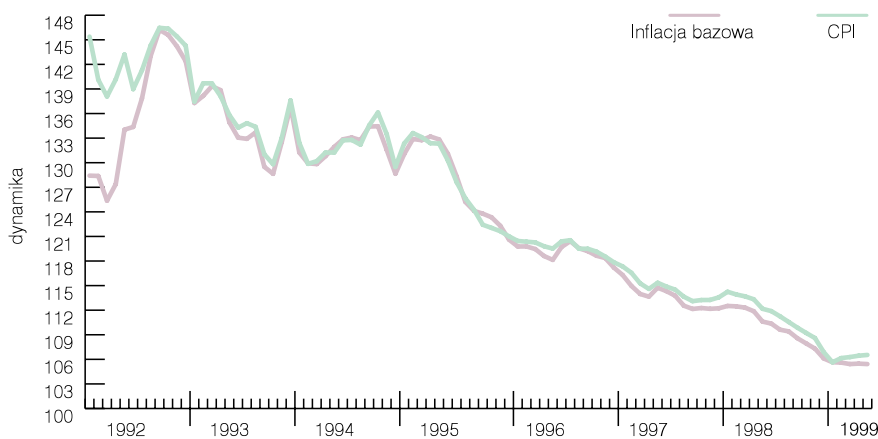
CPI oraz 15% średnia obciążona w okresie styczeń 1992 - czerwiec 1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Wykres 20
 CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen urzędowych i kontrolowanych w okresie styczeń 1997 -
 czerwiec 1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Wykres 21
 CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen urzędowych i kontrolowanych w okresie styczeń 1992 -
 czerwiec 1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



dencja w rozkładzie wzrostu cen. O ile przed rokiem po silniejszym wzroście w I kwartale, w II kwartale nastąpiło obniżenie ich tempa, o tyle w bieżącym roku tendencja jest odwrotna: w II kwartale br. nastąpiło przyspieszenie tempa wzrostu cen produkcji przemysłowej. Wzrost tych cen w okresie od grudnia 1998 r. do czerwca 1999 r. był wyższy niż przed rokiem i wyniósł 3,3%, podczas gdy w analogicznym okresie roku poprzedniego wynosił 2,9%. Podkreślenia wymaga fakt, że przyspieszenie tempa wzrostu cen produkcji, w porównaniu z rokiem poprzednim, zaznaczyło się w II kwartale br. Od grudnia 1998 r. do marca 1999 r. ceny przyrosły o 2,1%, tzn. nieznacznie wolniej niż rok temu (2,2%), natomiast w okresie od marca do czerwca br. wzrost wyniósł 1,2%, gdy w analogicznym okresie ub.r. ceny zwiększyły się o 0,7%.

Wykresy 22 i 23 ilustrują kształtowanie się wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu w latach 1997-1999.

Najważniejszym czynnikiem wzrostu cen produkcji przemysłowej w pierwszych dwóch kwartałach 1999 r. były z jednej strony rosnące koszty produkcji, spowodowane m.in. podwyżkami cen nośników energii, kosztów transportu oraz innych usług obcych. Z drugiej strony na wzrost cen oddziaływało pewne przyspieszenie, w porównaniu z sytuacją w końcu ubiegłego roku, dynamiki cen surowców importowanych, szczególnie wyraźne w II kwartale br. Jednocześnie nadal na rynku krajowym utrzymywała się duża konkurencja, a aktualne rozmiary popytu konsumpcyjnego oraz ograniczone możliwości eksportu wyrobów za granicę hamowały możliwość zbyt silnego podwyższania cen przez producentów.

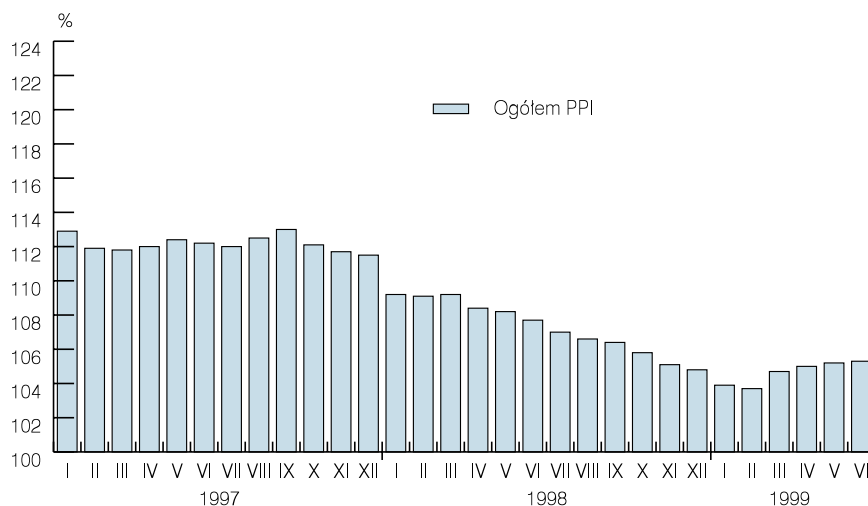
W niektórych działach przemysłu utrzymywały się jednak dość wyraźne tendencje wzrostu cen, wywołane silną presją kosztową.

W sekcji górnictwo i kopalnictwo, przy słabych wynikach produkcyjnych, w okresie od grudnia ubiegłego roku do czerwca 1999 r. wzrost cen wyniósł 1,6% i był wyższy niż przed rokiem - rok temu wzrost wyniósł tylko 0,3%. W całym I półroczu br., w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, wzrost był jednak zdecydowanie słabszy od wzrostu sprzed roku.

W wolniejszym tempie niż przed rokiem, w obydwu kwartałach I półrocza br., w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, a zarazem poniżej przeciętnego wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu, rosły również ceny w sekcji działalność produkcyjna. W I kwartale wzrost ten wyniósł średnio 3,9% (przed ro-

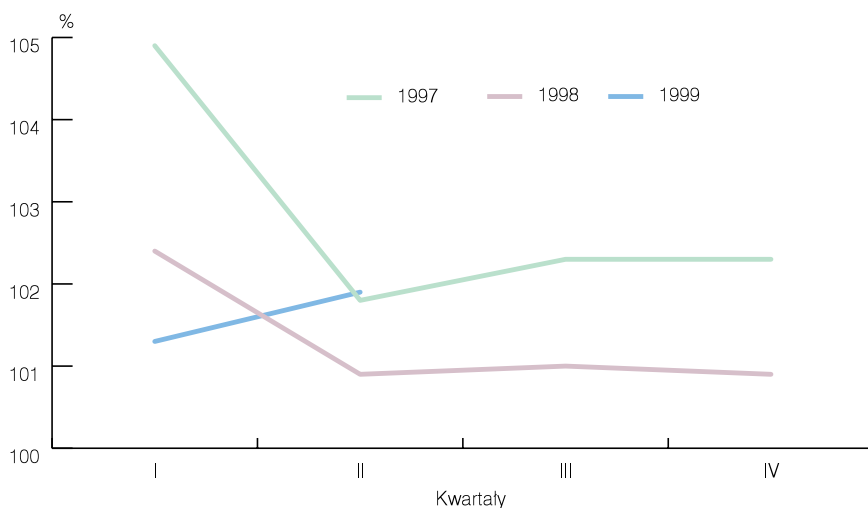
Wykres 22

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Wykres 23

Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (poprzedni kwartał = 100)

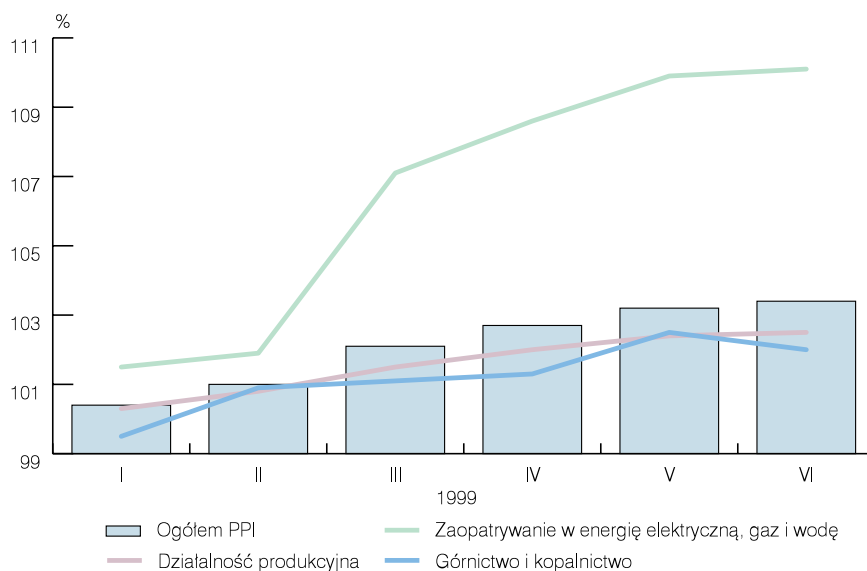


kiem 8,2%), w II kwartale br. zwiększył się do 4,4% (rok temu wynosił 7,4%). Tym niemniej, również w tej sekcji przemysłu wzrost cen liczony od grudnia ub.r. do czerwca br. był wyższy niż przed rokiem - wyniósł 2,5% wobec 2,1% rok wcześniej.

W ciągu I półrocza 1999 r. wysoki wzrost cen produkcji, znacznie przekraczający średnią, wystąpił w sekcji zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę. Wzrost

Wykres 24

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu według podstawowych sekcji (grudzień poprzedniego roku = 100)



ten w I kwartale wyniósł 6,0% (9,5% przed rokiem), w II kwartale zaś 10,5% (10,3% w ub.r.). W ujęciu narastającym wzrost cen w ciągu I półrocza br. w tej sekcji wyniósł 10,2% i był wyższy niż w analogicznym okresie ub.r. - 9,4%. Wynikał on głównie ze znacznego wzrostu cen w działach „pobór, oczyszczanie i rozprowadzanie wody” oraz „zaopatrzenie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę”. Jak wskazują przytoczone wzrosty cen, presja ze strony kosztów w tej sekcji była największa, a ponadto w tej sekcji przemysłu w dalszym ciągu nie występuje konkurencja, która ograniczałaby tendencje wzrostu cen. Kształtowanie się wzrostu cen w trzech podstawowych sekcjach przemysłu pokazuje wykres 24.

Czynniki określające zjawiska inflacyjne w I i II kwartale 1999 r.

Pieniądz i ceny na rynku finansowym

Podaż pieniądza w I i II kwartale 1999 r.

Na koniec I półrocza 1999 r. podaż pieniądza ogółem² osiągnęła stan 236,2 mld zł. W porównaniu ze stanem w końcu grudnia 1998 r. zwiększyła się o 15,5 mld zł. Nominalnie podaż pieniądza w I półroczu 1999 r. wzrosła o 7,0%, natomiast realny wzrost wyniósł 2,1%. Dla porównania, nominalne tempo wzrostu omawianej kategorii w ciągu pierwszych sześciu miesięcy 1998 r. wyniosło 9,0%, realne zaś 1,8%.

W I kwartale 1999 r. nastąpił przyrost podaży pieniądza o 9,5 mld zł, natomiast w II kwartale podaż pieniądza zwiększyła się o 6,0 mld zł. O ile w I kwartale 1999 r. tempo wzrostu podaży pieniądza było wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, to w II kwartale 1999 r. zanotowano znaczne osłabienie tempa wzrostu w porównaniu z II kwartałem 1998 r. (wykres 25). W I kwartale 1999 r. nominalny wzrost omawianej kategorii wyniósł 4,3% (1,2% realnie), natomiast w analogicznym okresie ub.r. wzrost nominalny ukształtował się w wysokości 2,3% (spadł realnie o 3,1%). Z kolei w II kwartale 1999 r. wzrost nominalny osiągnął 2,6% (0,9% w kategoriach realnych), podczas gdy w II kwartale 1998 r. nominalne tempo wzrostu wyniosło 6,6% (5,0% realnie)³.

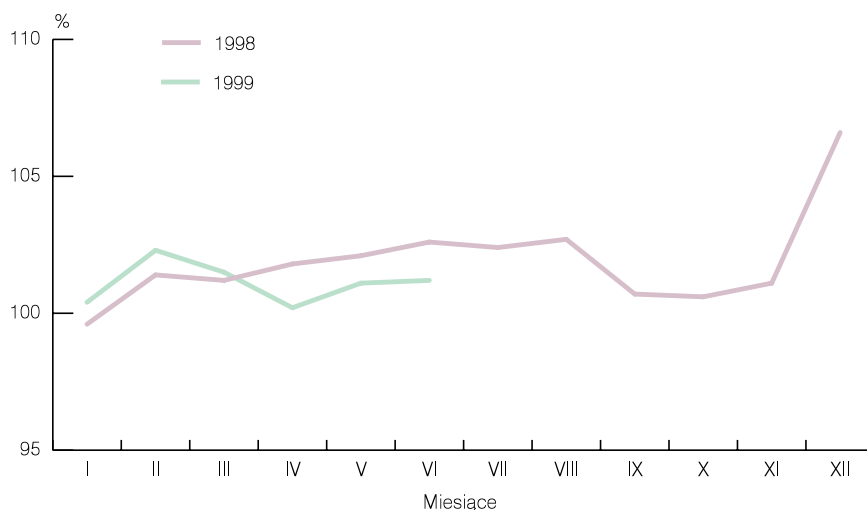
W I kwartale 1999 r. nastąpił wzrost wyrażonej w złotych wielkości depozytów walutowych gospodarstw domowych. Wielkość depozytów zwiększyła się w omawianym okresie o 3,5 mld zł. Wzrost nominalny w porównaniu z końcem ubiegłego roku wyniósł 14,2%, natomiast realny - 10,7%. Wzrost ten spowodowany był deprecja-

² Pieniądz ogółem jest definiowany jako suma pieniądza krajowego i depozytów walutowych. 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).

³ Dla celów porównania dynamiki podaży pieniądza w półrocznych i kwartalnych okresach 1998 r. oraz 1999 r. wykorzystano wskaźniki nominalne wzrostu podaży pieniądza w odpowiednich okresach. Wskaźniki dynamiki realnej obliczono stosując narastające wskaźniki cen towarów i usług w analogicznych okresach 1998 r. i 1999 r.

Wykres 25

Dynamika podaży pieniądza ogółem - nominalnie (koniec poprzedniego miesiąca = 100)



cją złotego do dolara. W lutym i marcu 1999 r. wysoka była również dynamika pieniądza gotówkowego.

Znaczne osłabienie tempa wzrostu podaży pieniądza ogółem w II kwartale 1999 r., to przede wszystkim efekt zdecydowanego zmniejszenia się dynamiki wzrostu depozytów złotych osób prywatnych. Aprecjacja złotego w ciągu kolejnych miesięcy II kwartału spowodowała spadek tempa wzrostu depozytów walutowych. Jednocześnie w kwietniu oraz w maju zanotowano zmniejszenie dynamiki pieniądza gotówkowego.

Wielkość depozytów złotych, utrzymywanych przez podmioty sektora niefinansowego w polskim systemie bankowym, osiągnęła na koniec I półrocza 1999 r. 166,2 mld zł. W porównaniu ze stanem w końcu ubiegłego roku oznaczało to wzrost o 9,3 mld zł, tj. o 5,9% w ujęciu nominalnym (o 1,1% realnie).

Pierwsza połowa 1999 r. charakteryzowała się zdecydowanym zmniejszeniem dynamiki depozytów złotych osób prywatnych. W końcu I półrocza 1999 r. wielkość depozytów utrzymywanych przez osoby prywatne na rachunkach bankowych wynosiła 119,2 mld zł. W porównaniu ze stanem w końcu ubiegłego roku nastąpił przyrost o 9,6 mld zł, co stanowiło 8,8% w ujęciu nominalnym oraz 3,8% w ujęciu realnym. Wzrost nominalny w I półroczu ub.r. wyniósł 17,5%, natomiast realny 9,7%.

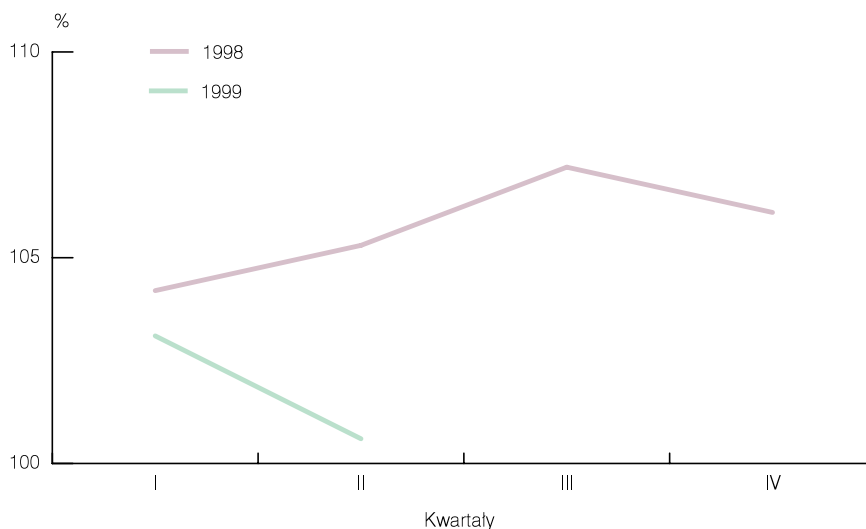
Tendencja zmniejszania się tempa realnego wzrostu depozytów osób prywatnych zapoczątkowana została

w IV kwartale ubiegłego roku (wykres 26). Można wskazać dwie zasadnicze przyczyny omawianego zjawiska. W pierwszej połowie 1999 r. nastąpiło osłabienie dynamiki dochodów osób prywatnych, m.in. na skutek niższego tempa wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Spadek zainteresowania osób prywatnych utrzymywaniem depozytów złotych spowodowany został także znaczną obniżką oprocentowania depozytów terminowych. Ogółem, w okresie od października 1998 r. do maja 1999 r. banki komercyjne zmniejszyły przeciętne oprocentowanie terminowych depozytów złotych osób prywatnych z 16,5% do 10,3% w skali rocznej. Do szczególnie silnego spadku (o 3,9 pkt. proc.) doszło w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Skala obniżek oprocentowania depozytów złotych mogła spowodować spadek skłonności gospodarstw do oszczędzania.

Stan depozytów złotych podmiotów gospodarczych w końcu I półrocza 1999 r. wyniósł 47,0 mld zł. Spadek, w porównaniu z końcem roku 1998, wyniósł 0,3 mld zł. Omawiana kategoria zmniejszyła się nominalnie o 0,7%, natomiast realnie o 5,2%. Znaczne osłabienie tempa wzrostu depozytów złotych podmiotów gospodarczych nastąpiło w I kwartale 1999 r. Fakt ten był związany z osłabieniem koniunktury gospodarczej. W II kwartale 1999 r., a zwłaszcza w maju i czerwcu, dynamika

Wykres 26

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



omawianej kategorii uległa przyspieszeniu, na co miała wpływ pewna poprawa sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych.

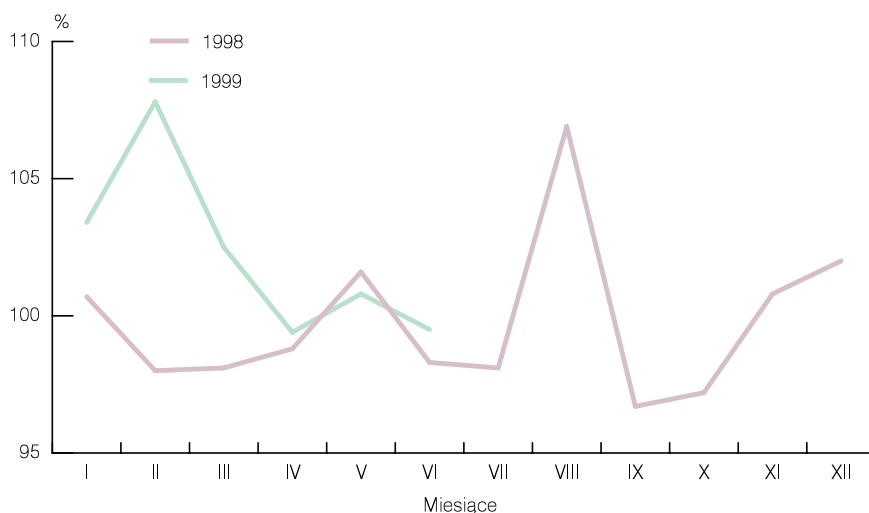
Zobowiązania walutowe wobec sektora niefinansowego osiągnęły na koniec II kwartału 1999 r. stan 9,3 mld USD. W porównaniu z wielkością w końcu ubiegłego roku nastąpił spadek o 0,3 mld USD. Złotowa wartość depozytów walutowych osób prywatnych i podmiotów gospodarczych osiągnęła na koniec I półrocza 1999 r. poziom 36,4 mld zł. Przyrost, w porównaniu ze stanem na koniec 1998 r., wyniósł 2,8 mld zł, a tempo tego wzrostu osiągnęło nominalnie 8,2%, realnie zaś 3,2%.

Depozyty walutowe osób prywatnych zwiększyły się w I półroczu 1999 r. w ujęciu złotowym o 3,4 mld zł, do wysokości 27,8 mld zł. Nominalnie wzrosły one o 13,8%, a realnie o 8,5%. Wartość depozytów walutowych osób prywatnych osiągnęła na koniec czerwca 1999 r. kwotę 7,1 mld USD. Przyrost w porównaniu z końcem 1998 r. wyniósł 0,1 mld USD. Spadek kursu złotego do dolara, który wyniósł 14,2%, był bezpośrednią przyczyną gwałtownego wzrostu depozytów w ujęciu złotowym w I kwartale 1999 r. Warto zauważyć, że deprecjacja złotego, która nastąpiła w lutym i marcu, podwyższyła względną dochodowość depozytów utrzymywanych w dolarach. W II kwartale 1999 r. zanotowano nieznaczny spadek wielkości depozytów walutowych osób prywatnych, wyrażonych w złotych (o 0,4% nominalnie), co (zwłaszcza w maju oraz w czerwcu) mogło być spowodowane wypłatami środków dewizowych w związku z finansowaniem wyjazdów wakacyjnych (wykres 27).

Wartość depozytów walutowych, utrzymywanych na rachunkach podmiotów gospodarczych, w końcu czerwca 1999 r. osiągnęła stan 8,6 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec 1998 r. oznaczało to nominalny spadek o 6,7% (realnie o 10,9%). Wartość dolarowa depozytów walutowych podmiotów gospodarczych wzrosła w ciągu I półrocza 1999 r. o 0,4 mld USD, do poziomu 2,2 mld USD. Systematyczne zwiększanie się dynamiki depozytów walutowych podmiotów gospodarczych, obserwowane w kolejnych kwartałach ubiegłego roku, zostało zahamowane w ciągu I półrocza 1999 r. (wykres 28). W I kwartale nastąpił nieznaczny (o 0,5%) nominalny spadek omawianej kategorii. Spadek depozytów w ujęciu dolarowym był znacznie większy, jednak silna deprecjacja złotego w stosunku do dolara przyczyniła się do utrzymania wielkości depozytów w ujęciu złotowym na niewiele

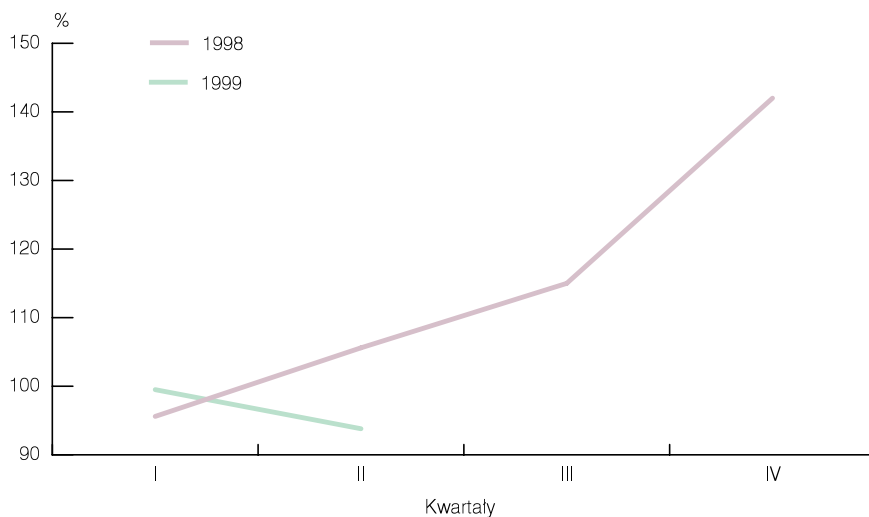
Wykres 27

Dynamika depozytów walutowych osób prywatnych - nominalnie (koniec poprzedniego miesiąca = 100)



Wykres 28

Dynamika depozytów walutowych podmiotów gospodarczych - nominalnie (koniec poprzedniego kwartału = 100)



zmienionym poziomie. II kwartał przyniósł znaczny nominalny spadek (o 6,2%) poziomu depozytów walutowych w ujęciu złotowym.

Należy przypomnieć, iż w grudniu ubiegłego roku nastąpił gwałtowny wzrost depozytów walutowych przedsiębiorstw, którego bezpośrednią przyczyną była emisja obligacji Telekomunikacji Polskiej SA na rynkach zagranicznych w kwocie 1 mld USD. Spadek depozytów, jaki

zanotowano w pierwszej połowie 1999 r., można zatem interpretować jako powrót do poziomu wynikającego ze stabilnej linii trendu wzrostu sprzed grudnia 1998 r.

Wahania kursu złotego w stosunku do dolara w sposób bezpośredni wpływają na wielkość depozytów walutowych sektora niefinansowego, która w bilansie systemu bankowego ujmowana jest w wyrażeniu złotowym. Jednocześnie bieżące zmiany kursu, jak również oczekiwania dotyczące kształtowania się przyszłego kursu złotego, stają się ważnymi kryteriami oceny atrakcyjności lokowania przez podmioty sektora niefinansowego środków na rachunkach walutowych, zwłaszcza w sytuacji stałego obniżania przez banki komercyjne oprocentowania depozytów złotych.

Podaż gotówki (poza kasami banków) osiągnęła na koniec I półrocza 1999 r. poziom 33,6 mld zł i, w porównaniu ze stanem na koniec ubiegłego roku, wzrosła o 3,4 mld zł. Tempo wzrostu tej kategorii w ujęciu nominalnym w całym I półroczu br. wyniosło 11,2%, z czego w I kwartale wzrost wyniósł 6,0%, natomiast w II kwartale 5,0%. Realna stopa wzrostu gotówki w obiegu w I półroczu 1999 r. wyniosła 6,1%.

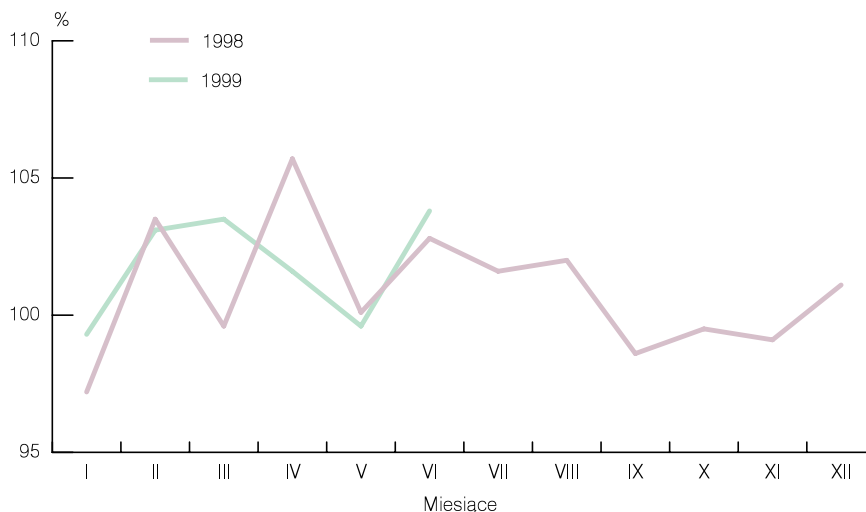
Wysoka dynamika pieniądza gotówkowego w I półroczu 1999 r. była, jak można przypuszczać, konsekwencją przede wszystkim wypłaty dodatkowych wynagrodzeń rocznych, jak również podwyżek, jakie miały miejsce w sferze budżetowej. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że w drugiej połowie 1998 r. banki komercyjne systematycznie obniżały oprocentowanie środków gromadzonych na rachunkach oszczędnościowo-rozliczeniowych osób prywatnych. Obniżka stóp w okresie od czerwca 1998 r. do maja 1999 r. wynosiła około 5,5 pkt. proc. (ze średniego poziomu 12,8% w skali rocznej do około 7,3%). Największa obniżka w skali miesięcznej - o 2,6 pkt. proc. - nastąpiła w styczniu. Spadek kosztów utrzymywania pieniądza w postaci gotówkowej mógł być również przyczyną wzrostu ilości gotówki w obiegu.

W kwietniu i w maju 1999 r. nastąpił spadek dynamiki omawianej kategorii. Jednak już w czerwcu ponownie zaobserwowano wyraźne zwiększenie tempa wzrostu pieniądza gotówkowego, co może mieć m.in. związek z wypłatą zaległych trzynastych pensji w części jednostek sektora budżetowego, jak również zwiększeniem wypłat na finansowanie wyjazdów wakacyjnych (wykres 29).

W ostatnich latach nastąpił wzrost popytu na pieniądź, spowodowany rosnącym stopniem monetyzacji go-

Wykres 29

Dynamika pieniądza gotówkowego - nominalnie (koniec poprzedniego miesiąca = 100)



spodarki. Tendencja ta jest wynikiem systematycznego zmniejszania się inflacji, jak również rosnącej dostępności usług oferowanych przez instytucje finansowe, zarówno osobom prywatnym, jak i podmiotom gospodarczym. W rezultacie zwiększa się udział aktywów finansowych sektora. Aktywa te nie są wykorzystywane bezpośrednio do celów transakcyjnych. Ich wzrost ma jednak wpływ na dynamikę agregatu M2.

Czynniki kreacji pieniądza

Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych stanowią od kilku lat główne źródło kreacji pieniądza w systemie bankowym. Na koniec I półrocza 1999 r. podstawowe tendencje w strukturze przyrostu podaży pieniądza zostały zachowane w porównaniu z sytuacją na koniec 1998 r. Ilustruje to tablica 1.

W I półroczu 1999 r. podaż pieniądza ogółem⁴ w systemie bankowym tworzyły w 65,9% należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych⁵, z tego należności od podmiotów gospodarczych stanowiły 54,0%, a od gospodarstw domowych 12,0%. Kwota zadłużenia

⁴ Przy obliczeniach uwzględniono saldo pozostałych pozycji netto.

⁵ Do należności tych zaliczane są wszystkie kategorie 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.

Tablica 1
Czynniki kreacji pieniądza w I półroczu 1999

Wyszczególnienie	Przyrost	Udział w przyroście
	w I półroczu 1999 r.	półrocznym
	w mln zł	w %
Podaż pieniądza ogółem	15.459,1	100,0
Aktywa zagraniczne netto	3,518,6	22,8
Należności od osób prywatnych		
i podmiotów gospodarczych	17,309,5	112,0
Zadłużenie sektora budżetowego	4,001,7	25,9
Saldo pozostałych pozycji netto	-9.370,7	-60,7

ogółem z tytułu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych osiągnęła na koniec czerwca 1999 r. 155,8 mld zł. W I półroczu 1999 r. nominalne zadłużenie rosło wolniej niż przed rokiem, osiągając w końcu czerwca w stosunku do grudnia ub.r. wzrost o 12,5%. W ujęciu rocznym dynamika zadłużenia osób prywatnych i podmiotów gospodarczych była niższa niż w ubiegłym roku (licząc do analogicznego miesiąca roku poprzedniego). Tempo wzrostu zadłużenia osób prywatnych było wyższe niż podmiotów gospodarczych (odpowiednio o 18,5% i o 11,2%). Począwszy od marca br. również miesięczne dynamiki zadłużenia osób prywatnych były wyższe niż podmiotów gospodarczych. Jednak popyt na kredyt wynikał przede wszystkim z zapotrzebowania zgłaszanego przez przedsiębiorstwa, ponieważ to one otrzymały 74,4% sześciomiesięcznego przyrostu zadłużenia w systemie bankowym (w I kwartale 86,0%, a w II kwartale 58,3%). Ponadto, finansowanie działalności przedsiębiorstw ze źródeł pozabankowych (zobowiązania, kredyty zagraniczne, środki własne) nie było na tyle wysokie, aby zmniejszyć radykalnie ich zapotrzebowanie na kredyty z systemu bankowego. Analiza danych jednostkowych przedsiębiorstw (F-01) wskazywała na dosyć wysoką koncentrację zadłużenia - z finansowania działalności kredytami bankowymi korzystały przede wszystkim największe przedsiębiorstwa. Znaczna część zadłużenia trafiła przy tym do podmiotów nierentownych. Ponadto, w związku z niższą efektywnością finansową przedsiębiorstw, pogarszały się możliwości spłaty tego zadłużenia osiąganymi przychodami ogółem. Udział należności zagrożonych sektora niefinansowego lekko wzrósł i stanowił 11,3% należności od jednostek sektora niefinansowego.

W poszczególnych kwartałach 1999 r. przyrost zadłużenia podmiotów gospodarczych i osób prywatnych był rozłożony nierównomiernie. Tempo przyrostu należności wyniosło w I kwartale 7,3%, natomiast w II kwartale 4,9%.

W ogólnej kwocie należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na koniec czerwca 1999 r. należności złotowe stanowiły 80,0% i ich udział wzrósł w porównaniu z grudniem ubiegłego roku, natomiast udział należności w walutach obcych w tym okresie zmniejszył się i wynosił 20,0%. Zmniejszenie udziału należności w walutach obcych wynikało z niższej niż przed rokiem ich dynamiki w I półroczu br. (szczególnie w II kwartale br.). Skala zmian w strukturze należności determinowana była znacznym zmniejszeniem zainteresowania podmiotów gospodarczych kredytami w walutach obcych (ujemne tempo wzrostu) w II kwartale br.

Należności krótkoterminowe sektora niefinansowego⁶ (do 1 roku włącznie) na koniec I półrocza 1999 r., w porównaniu z grudniem 1998 r., rosły w szybszym tempie niż należności długoterminowe - 12,5%. Stanowiły one 41,5% ogółu należności od sektora niefinansowego. Udział należności krótkoterminowych w walutach obcych zmniejszył się.

Aktywa zagraniczne netto⁷ w pierwszej połowie 1999 r. zmniejszyły się o 2.081 mln USD, osiągając na koniec czerwca 1999 r. 25.397 mln USD, przy czym ich spadek w poszczególnych kwartałach był dość równomierny - o 982 mln USD w I kwartale i o 1.100 mln USD w II kwartale br.

Ta spadkowa tendencja była spowodowana przede wszystkim silną aprecjacją dolara amerykańskiego wobec innych walut, co spowodowało zmniejszenie się przeliczonej na dolary wartości aktywów zagranicznych netto⁸.

⁶ 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.

⁷ Aktywa zagraniczne netto obejmują rezerwy oficjalne brutto, pozostające w dyspozycji NBP, pozostałe aktywa zagraniczne w walutach wymiennalnych, pomniejszone o krótkoterminowe pasywa banków i kredyty MFW oraz inne należności od nierezydentów, jak kredyty udzielone, emisja papierów wartościowych, pożyczki podporządkowane, kredyty otrzymane z terminem pierwotnym powyżej 1 roku, należności w walutach niewymiennalnych i inne aktywa niepienne.

⁸ 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 zmniejszyły się o 1.534 mln USD do poziomu 25.848 mln USD. Jednak spadek ten w całości wynikał z umocnienia się USD. Ten czynnik powodował zmniejszenie rezerw o 2.108 mln USD. Gdyby w I półroczu 1999 r. wartość dolara na światowych rynkach walutowych nie zmieniła się, to rezerwy oficjalne wzrosłyby w tym okresie o 574 mln USD. Skala obniżenia się wartości aktywów zagranicznych netto i rezerw oficjalnych brutto w tym okresie była dość zbliżona, co kontrastowało z sytuacją w 1998 r., gdy w pierwszej połowie roku wzrost rezerw oficjalnych był o 75% większy niż aktywów zagranicznych netto.

W pierwszej połowie 1999 r. nastąpiło pogłębienie nierównowagi zewnętrznej w zakresie obrotów bieżących w porównaniu z tym samym okresem poprzedniego roku. Powodem było przede wszystkim zwiększenie się deficytu w obrotach towarowych i usługach oraz zmniejszenie nadwyżki w niesklasyfikowanych obrotach bieżących.

W I półroczu 1999 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 5.001 mln USD i był wyższy o 2.338 mln USD w porównaniu z deficytem w pierwszym półroczu 1998 r. Relacja deficytu obrotów bieżących do PKB w układzie rocznym pogorszyła się istotnie: dla I kwartału wyniosła 4,6% i dla II kwartału 1999 r. 5,9%⁹.

Wpływy z rejestrowanego przez statystykę bilansu płatniczego eksportu towarów wyniosły w I półroczu 1999 r. 13.284 mln USD, tzn. spadły w porównaniu z poprzednim rokiem o 9,8% (w kolejnych kwartałach 7.012 mln USD i 6.272 mln USD). Przy wypłatach za import, wynoszących 19.474 mln USD - spadek o 6,6% (w kolejnych kwartałach 9.833 mln USD i 9.641 mln USD), deficyt płatności towarowych wyniósł 6.190 mln USD (w kwartałach 2.821 mln USD i 3.369 mln USD).

Na kształtowanie się salda handlu zagranicznego negatywnie oddziaływało przede wszystkim ograniczenie popytu na polski eksport. Natomiast stabilizujący wpływ wywierały czynniki, które ograniczały wzrost importu, a więc niższa niż w 1998 r. dynamika wzrostu popytu krajowego, jak również deprecjacja kursu złotego.

Wpływy z tytułu usług wyniosły w I półroczu 1999 r. 1.516 mln USD, co oznacza spadek o 8,5% w porównaniu z tym samym okresem 1998 r., a wypłaty wzrosły o 21,4%, osiągając poziom 2.279 mln USD. W efekcie ukształtował się deficyt w wysokości 763 mln USD. Źródłem pogłębiającej się nierównowagi były przede wszystkim ujemne salda z tytułu pozostałych usług handlowych, usług budowlanych, podróży zagranicznych oraz patentów, praw autorskich i opłat licencyjnych, przy jednoczesnej utracie nadwyżki w usługach transportowych. Nierównowaga w zakresie obrotów usługowych pogłębia się już od początku 1998 r.¹⁰ W pierwszych miesiącach

⁹ Deficyt obrotów bieżących i PKB odpowiednio dla I kwartału jako suma kwartałów II, III i IV 1998 r. oraz I kwartału 1999 r., dla II kwartału jako suma kwartałów III i IV 1998 r. oraz I i II kwartału 1999 r.

¹⁰ Przyczyną tego jest obniżające się dodatnie saldo w zakresie usług: pozostałe usługi handlowe, podróże zagraniczne, usługi pocztowe, kurierskie i telekomunikacyjne, patenty, prawa autorskie i opłaty licencyjne, usługi finansowe, informatyczne i informacyjne. W latach 1996, 1997 i 1998 deficyt we wszystkich rodzajach usług łącznie, poza usługami transportowymi, wyniósł odpowiednio: 574 mln USD, 376 mln USD i 974 mln USD, a w pierwszej połowie 1999 r. 822 mln USD.

1999 r. obserwuje się tendencję obniżenia wpływów z tytułu usług przy lekkiej tendencji do wzrostu wypłat. Zjawisko to w zakresie usług transportowych (równoważących dotychczas deficyty powstałe w innych kategoriach usług) jest związane przede wszystkim z faktem obniżenia poziomu wymiany towarowej - przede wszystkim na kierunku wschodnim oraz ograniczeniami administracyjnymi dla polskich przewoźników ze strony partnerów z krajów Unii Europejskiej. Można przewidywać, że Polska, z uwagi na szybki wzrost gospodarczy, przyspieszoną integrację z otoczeniem oraz strukturalną lukę w rozwoju większości kategorii nowoczesnych usług, będzie w najbliższych latach ich importerem netto.

Deficyt rozliczeń z tytułu dochodów z pasywów zagranicznych i aktywów zagranicznych podmiotów krajowych wyniósł 364 mln USD (w I połowie 1998 r. - 192 mln USD). Wpływy wyniosły 1.018 mln USD (odpowiednio 1.196 mln USD), a wypłaty 1.382 mln USD (odpowiednio 1.388 mln USD). Do powstania deficytu przyczyniły się ujemne salda rozliczeń z tytułu dochodów od inwestycji bezpośrednich i spłata odsetek od kredytów otrzymanych. Nadwyżki zmniejszające deficyt całej pozycji dochodów uzyskano z tytułu dochodów od dłużnych papierów wartościowych, w tym przede wszystkim rezerw walutowych ulokowanych w papierach wartościowych przez NBP.

Nadwyżka transferów w wysokości 732 mln USD była wynikiem zarówno dodatniego salda transferów sektora rządowego (99 mln USD), jak i dodatniego salda transferów pozostałych sektorów (633 mln USD). W transferach rządowych dominowały dary i pomoc bezwrotna, otrzymana od rządów zagranicznych. O nadwyżce w transferach dla pozostałych sektorów zdecydowały przede wszystkim przekazy pieniężne Polaków zamieszkałych za granicą dla rodzin w kraju.

Nadwyżka wpływów nad wypłatami w pozycji niesklasyfikowane obroty bieżące wyniosła w pierwszej połowie 1999 r. 1.584 mln USD, a więc aż o 1.294 mln USD mniej niż w poprzednim roku; w kolejnych kwartałach 799 mln USD i 785 mln USD. Dla porównania, w 1998 r. nadwyżka uzyskana w II kwartale (1.715 mln USD) była istotnie większa niż nadwyżka z I kwartału (1.163 mln USD). Na wielkość tej pozycji bilansu płatniczego składają się operacje gotówkowe w dewizach, będące wynikiem handlu przygranicznego, a także nierejestrowanych operacji eksportowo-importowych (przede

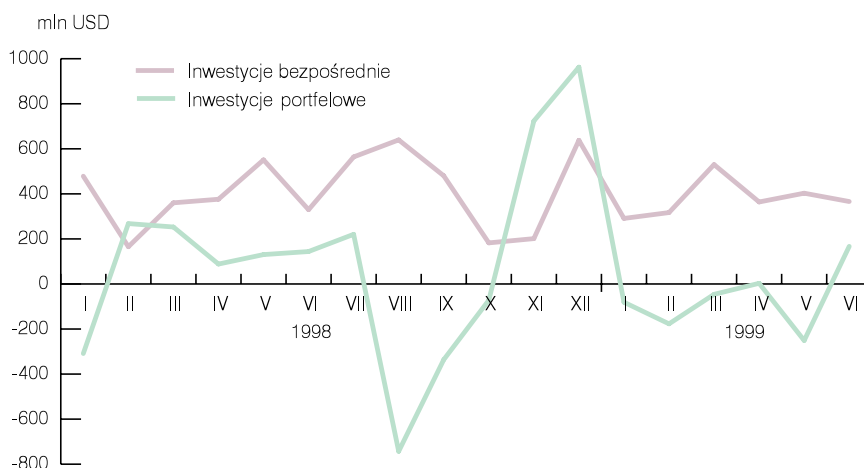
wszystkim z krajami byłego ZSRR), turystyki, nierejestrowanych dochodów z pracy podejmowanej przez Polaków za granicą, odsprzedaży środków gotówkowych. Załamanie handlu przygranicznego, które uwidoczniło się we wrześniu i kolejnych miesiącach 1998 r., utrzymywało się w pierwszej połowie 1999 r. Dewaluacja rubla i innych walut krajów Wspólnoty Niepodległych Państw zmniejszyła atrakcyjność zakupów na bazarach w Polsce. Ponadto rośnie konkurencja ze strony krajów azjatyckich. Spadek skupu zaobserwowano przede wszystkim w Warszawie (województwo mazowieckie) i województwach wschodnich (lubelskie, podkarpackie, podlaskie). Spadek skupu dotyczył głównie dolarów amerykańskich, które w I półroczu 1999 r. stanowiły zaledwie 29,7% ogółu skupionych środków. Nadwyżka wpływów nad wypłatami w zakresie niesklasyfikowanych obrotów bieżących pokrywała w I półroczu 1999 r. deficyt w rejestrowanych obrotach towarowych zaledwie w 25,8%.

W I półroczu 1999 r. nadwyżka w części kapitałowej i finansowej bilansu płatniczego wyniosła 2.880 mln USD, a w I półroczu 1998 r. 5.434 mln USD. Główne różnice wystąpiły w inwestycjach portfelowych i pozostałych.

Napływ netto kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich ukształtował się na poziomie ubiegłorocznym i wyniósł 2.287 mln USD. Dzięki korzystnej opinii o polskiej gospodarce, kontynuowaniu reform strukturalnych i perspektywie przyjęcia Polski do UE, a także dzięki przyznaniu Polsce korzystniejszych ocen przez światowe agencje ratingowe, utrzymuje się zainteresowanie inwestorów zagranicznych inwestycjami i udziałem w prywatyzacji w Polsce.

W I półroczu 1999 r. nastąpił odpływ netto kapitału w postaci inwestycji portfelowych w wysokości 385 mln USD (w tym zarówno kapitału zagranicznego, jak i polskiego). Istotnie zwiększyła się skala operacji dokonywanych przy wykorzystaniu papierów wartościowych. Napływ i odpływ kapitału w tej kategorii ukształtował się na poziomie 26 mld USD w porównaniu z 15 mld USD w I połowie 1998 r. Zmieniła się ponadto struktura podmiotowa: w I połowie 1999 r. kapitał polski dominował w zakresie inwestycji portfelowych za granicą, inwestowanych przede wszystkim w dłużne papiery wartościowe (oraz przypuszczalnie instrumenty pochodne) - patrz wykres 30.

Wykres 30
Salda pozycji inwestycji bezpośrednich i inwestycji portfelowych w okresie styczeń 1998 -
czerwiec 1999



Wykorzystanie kredytów długoterminowych wyniosło 1.382 mln USD (w tym samym okresie poprzedniego roku 1.259 mln USD). Natomiast istotnie wzrosła wartość spłaconych rat kapitałowych z 592 mln USD do 954 mln USD.

Nastąpił spadek zagranicznych depozytów w polskich bankach o 236 mln USD (w 1998 r. wystąpił wzrost o 201 mln USD). Polskie banki wycofywały przy tym lokaty z banków zagranicznych, a skala tych operacji była znacznie niższa niż w I półroczu 1998 r. Saldo wypłat i wpływów na rachunki bieżące i lokaty polskich banków w bankach zagranicznych wyniosło 600 mln USD (w porównaniu z 1.792 mln USD w pierwszej połowie 1998 r.). Lokaty wycofane z banków zagranicznych zwiększyły dodatni wynik obrotów finansowych bilansu płatniczego.

Obsługa zadłużenia zagranicznego w I półroczu 1999 r. wyniosła 1.850 mln USD, w tym 896 mln USD z tytułu odsetek od kredytów i dłużnych papierów wartościowych oraz 967 mln USD rat kapitałowych.

Zadłużenie netto sektora budżetowego w krajowym systemie bankowym zwiększyło się w stosunku do grudnia 1998 r. o 3,9 mld zł, tj. o 6,4 %, i osiągnęło w końcu czerwca 1999 r. 65,2 mld zł.

Dynamiczny wzrost zadłużenia netto sektora budżetowego był wynikiem wysokich potrzeb pożyczkowych tego sektora, a w szczególności konieczności sfinansowania

gwałtownie narastającego deficytu budżetu państwa. Na poziom zadłużenia wpływała również wielkość środków pozyskanych z innych niż system bankowy źródeł finansowania, tj. ze sprzedaży prywatyzowanego majątku narodowego oraz od podmiotów niebankowych (w tym zagranicznych), inwestujących na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych. Powyższe czynniki warunkowały, w analizowanym okresie, tempo i kierunek zmian kredytu netto dla sektora budżetowego.

Mimo iż w pierwszych trzech miesiącach roku odnotowano znaczny dopływ środków, zarówno z sektora pozabankowego (około 4,0 mld zł), jak i z prywatyzacji (około 1,9 mld zł), to był on niewystarczający na pokrycie wysokich potrzeb, zgłaszanych przez budżet państwa. Wysoki niedobór budżetowy - sięgający 8,7 mld zł, tj. 68% dopuszczalnego poziomu przyjętego w ustawie budżetowej na 1999 r. - spowodowany przede wszystkim wyjątkowymi wydatkami budżetu, głównie na sfinansowanie uruchamianych reform strukturalnych, oraz zobowiązania wobec zagranicy w kwocie 0,7 mld zł - pokryte zostały również środkami z sektora bankowego. W konsekwencji, w I kwartale br. sektor budżetowy zadłużył się w systemie bankowym na kwotę 2,6 mld zł.

W kwietniu i maju br. nadwyżka wydatków budżetowych nad jego dochodami uległa wyraźnemu ograniczeniu (ujemne saldo budżetu pogłębiło się tylko o 1,5 mld zł), co przy utrzymującym się nadal na wysokim poziomie zaangażowaniu sektora pozabankowego w zakup skarbowych papierów wartościowych (ok. 3,4 mld zł), pozwoliło na zmniejszenie w ujęciu netto zadłużenia sektora budżetowego w systemie bankowym o 0,8 mld zł.

O ponownym przyroście tej kategorii w czerwcu br. zadecydowało znaczne pogorszenie się nierównowagi budżetu państwa; deficyt budżetowy wzrósł o około 1,1 mld zł i osiągnął na koniec czerwca br. 11,3 mld zł, a stopień jego zaawansowania w stosunku do maksymalnej wielkości założonej na cały 1999 r. był bliski 88,4%. Dodatkowo, brak finansowania ze źródeł pozabankowych oraz znikome wpływy z prywatyzacji, w warunkach wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, przyczyniły się do gwałtownego - o 2,1 mld zł - wzrostu kredytu netto dla sektora budżetowego w systemie bankowym. W rezultacie, w II kwartale br. kredyt netto dla sektora budżetowego wzrósł o 1,3 mld zł, a jego tempo wzrostu wyniosło 2,0% wobec 4,3% odnotowanych w pierwszych trzech miesiącach roku. Można stwierdzić, że mimo

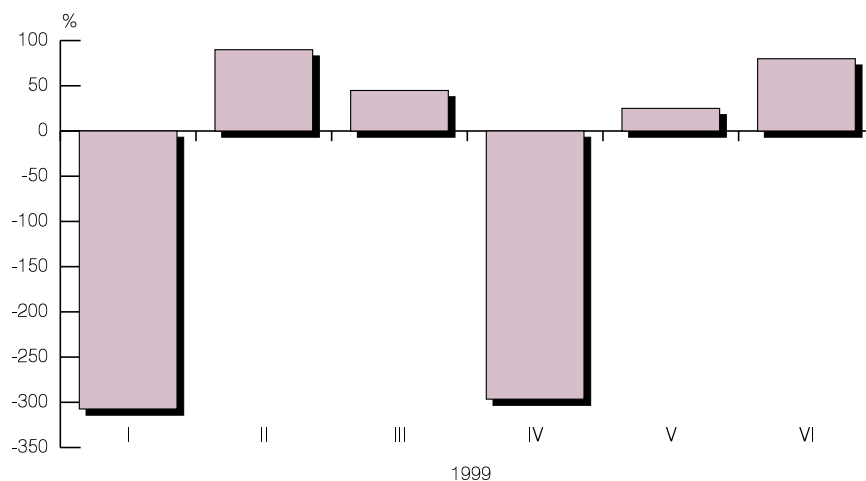
czterwcowych wyników presja sektora budżetowego na wzrost zasobów pieniężnych uległa w okresie II kwartału osłabieniu.

Należy podkreślić, że czynnikiem, który podnosił poziom zadłużenia netto sektora budżetowego w II kwartale br., był wzrost zobowiązań netto pozostałych elementów sektora budżetowego (budżetów terenowych i funduszy pozabudżetowych), świadczący o pogarszaniu się ich sytuacji finansowej. W I kwartale br. pozostały sektor budżetowy wykazywał znaczne nadwyżki środków nad zobowiązaniami, a tym samym oddziaływał w kierunku zmniejszenia poziomu zadłużenia.

Niekorzystna sytuacja finansowa sektora budżetowego w I półroczu br. spowodowała, że wzrosła rola tego sektora w generowaniu zasobów pieniężnych. Choć nie stanowił on podstawowego źródła przyrostu podaży pieniądza, to jego udział w kreacji pieniądza ukształtował się na dość wysokim poziomie - 25,2%. Podkreślić należy, że w tym samym okresie roku ubiegłego obserwowano zmniejszanie się zadłużenia netto sektora budżetowego w systemie bankowym, co oznacza, iż sektor budżetowy był czynnikiem powodującym absorpcję pieniądza ogółem.

Udział zadłużenia netto sektora budżetowego w przyroście podaży pieniądza w poszczególnych miesiącach analizowanego okresu ilustruje wykres 31.

Wykres 31
Udział zadłużenia netto sektora budżetowego w przyroście podaży pieniądza ogółem w okresie styczeń - czerwiec 1999



Funkcjonowanie kanałów transmisji w I i II kwartale 1999 r.

Kanał stopy procentowej

Stopa procentowa banku centralnego ma wpływ na oprocentowanie krótkoterminowych depozytów na rynku międzybankowym, to zaś na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach komercyjnych. Oprocentowanie depozytów i kredytów ma z kolei wpływ na decyzje gospodarstw domowych, dotyczące oszczędności i konsumpcji, oraz na decyzje przedsiębiorstw o inwestycjach. Oznacza to, że stopa procentowa jest jednym z czynników kształtujących popyt i determinujących inflację.

Od ubiegłego roku NBP stosuje tzw. strategię bezpośredniego celu inflacyjnego; stopa procentowa jest głównym instrumentem, za pomocą którego realizowany jest cel inflacyjny. Zasadniczym problemem, jaki się pojawia, gdy za pomocą stopy procentowej realizuje się cel inflacyjny, jest niepewność co do struktury mechanizmu transmisji, parametrów tego mechanizmu i ich stabilności. Z uwagi na znaczne zakłócenia, jakim w przeszłości ulegała krzywa zagregowanej podaży, bardzo trudne jest ustalenie dokładnego kształtu krótkookresowej zależności funkcyjnej między inflacją a odchyleniem bieżącego poziomu produkcji od poziomu równowagi. Należy przyjąć, że w warunkach tak znacznej niepewności polityka stopy procentowej powinna być gradualistyczna. W ubiegłym roku zmiany podstawowych stóp procentowych były stosunkowo częste.

Polityka stóp procentowych NBP w I i II kwartale 1999 r.

Obniżenie podstawowych stóp procentowych (o 250-300 punktów bazowych), dokonane przez Radę Polityki Pieniężnej w dniu 20 stycznia 1999 r., oznaczało kontynuację praktyki stopniowego korygowania parametrów polityki pieniężnej, stosowanej w 1998 r. Ten sposób prowadzenia polityki stóp procentowych powodował jednak nie zawsze pożądane skutki uboczne. Oczekiwania na kolejne obniżki stóp procentowych, możliwe do zaakceptowania przez bank centralny w 1998 r. w warunkach szybko spadającej inflacji, w roku 1999 przy gwałtownie słabnącej koniunkturze stały się czynnikiem niepożądanym. Istnienie silnych oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych mogło mieć negatywne skutki w postaci m.in.

presji na aprecjację złotego, wynikającej z napływu krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego i pogłębiania się deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego.

Ponieważ Rada Polityki Pieniężnej oczekiwała silnego spadku inflacji (mierzonej rocznym wskaźnikiem CPI) na początku 1999 r., a następnie lekkiego jej wzrostu, podjęła decyzję o takim zakresie zmiany stóp procentowych, aby jednocześnie zapewniała ona realizację celu inflacyjnego i likwidowała oczekiwania na dalszą, szybką redukcję stóp procentowych. Obniżanie stóp procentowych w trakcie roku, przy wzrastającym wskaźniku inflacji, nawet gdyby realizacja celu inflacyjnego nie była zagrożona, mogłoby bowiem zostać zinterpretowane przez podmioty gospodarcze jako poważne poluzowanie polityki pieniężnej.

Reakcja rynkowych stóp procentowych

Intencją RPP jest kontrola oprocentowania depozytów międzybankowych o zapadalności porównywalnej do zapadalności głównego typu operacji otwartego rynku NBP (w omawianym okresie były to 28-dniowe bony pieniężne NBP). Przychodowość instrumentów o dłuższych okresach wykupu powinna być kształtowana przez rynek, co umożliwia śledzenie i analizowanie oczekiwanego poziomu inflacji oraz krótkookresowych stóp procentowych.

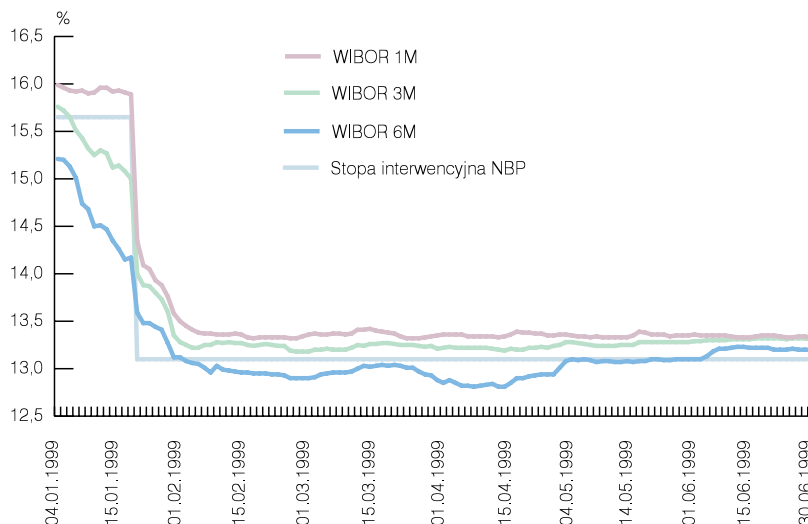
Po obniżeniu stóp procentowych NBP, stopy depozytów rynku międzybankowego o zapadalności porównywalnej do zapadalności operacji otwartego rynku ustabilizowały się powyżej stopy referencyjnej NBP (wykres 32). Przychodowość instrumentów o dłuższym okresie wykupu po początkowym spadku stopniowo rosła. Wpłynęło to na kształt i położenie krzywej przychodowości.

Bezpośrednio po decyzji RPP krzywa przychodowości skarbowych papierów wartościowych obniżyła się w krótkim odcinku (3 miesiące) o 123 punkty bazowe, natomiast w długim odcinku (5 lat) o 18 punktów bazowych (wykres 33).

Krzywe przychodowości w I półroczu 1999 r., podobnie jak w całym ubiegłym roku, miały nachylenie ujemne. Głównym czynnikiem określającym wyjściowe położenie krzywej w I półroczu była decyzja RPP, obniżająca stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego. Wkrótce po obniżce stóp procentowych przychodowość papierów skarbowych spadła do najniższego poziomu w całym

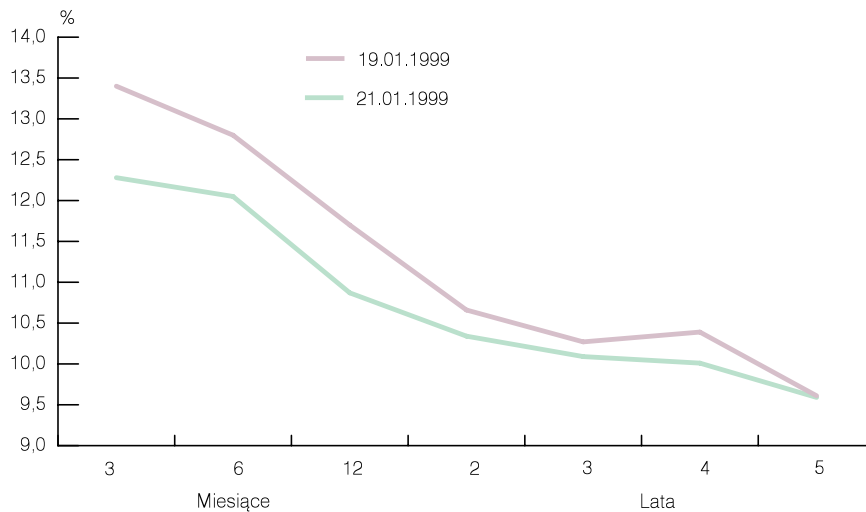
Wykres 32

Stopa interwencyjna NBP i stopy WIBOR 1M/3M/6M



Wykres 33

Krzywa dochodowości dzień przed i dzień po zmianie stóp procentowych 20.01.1999



analizowanym okresie. Następnie przychodowość stopniowo rosła, co znalazło odzwierciedlenie w przesunięciu krzywej w górę, przy jednoczesnej zmianie jej kształtu. Wzrost niepewności inwestorów co do przyszłej sytuacji gospodarczej Polski spowodował silniejsze niż w ostatnim kwartale 1998 r. wahania przychodowości obligacji Skarbu Państwa i przesunięcie krzywej przychodowości w górę.

Różnokierunkowe sygnały, otrzymywane przez rynek finansowy w I półroczu bieżącego roku, spowodowały, że

przychodowość skarbowych papierów wartościowych o dłuższym okresie wykupu (obligacji 2- i 5-letnich) wykazywała silne wahania. Maksymalny wzrost rentowności obligacji 5-letniej w stosunku do styczniowego minimum wyniósł około 120 punktów bazowych (pod koniec maja br.). Rezultatem tych tendencji było podniesienie w okresie luty-czerwiec długiego końca krzywej (obligacje o okresie zapadalności do 5 lat) o 33 punkty bazowe, a krótkiego końca tylko o 11 punktów bazowych¹¹. Najbardziej wzrosła jednak przychodowość obligacji 1-3-letnich (od około 65 do 95 punktów bazowych), co spowodowało zmianę kształtu krzywej na bardziej wklęsły¹² (wykres 34).

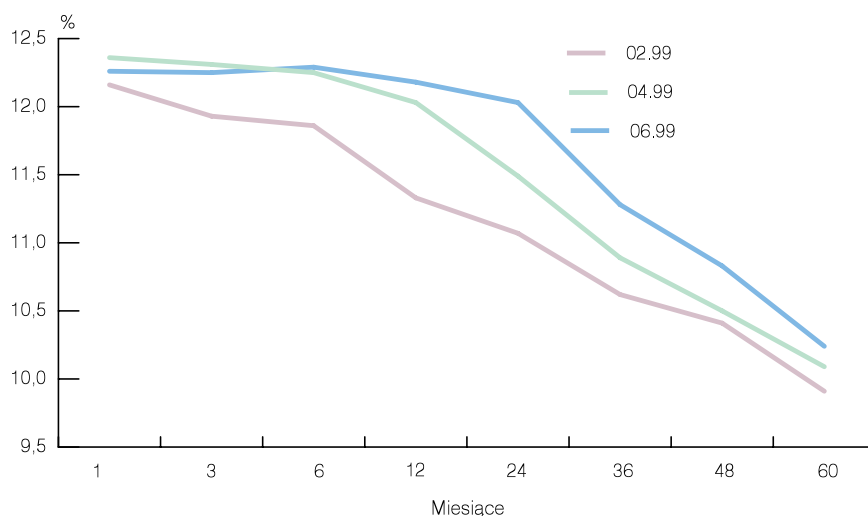
Stabilność krótkiego końca krzywej można tłumaczyć brakiem zmian stopy referencyjnej NBP. Znaczny wzrost przychodowości instrumentów o średniej zapadalności wynikał z pojawienia się czynników powodujących - w ocenie rynku - wzrost ryzyka inwestycji w tym horyzoncie czasowym. Stosunkowo niewielki spadek cen instrumentów o długim okresie wykupu świadczył o dobrym postrzeganiu Polski w dłuższym horyzoncie

¹¹ Jest to różnica między średnimi miesięcznymi poziomami przychodowości.

¹² Funkcja jest wklęsła w stosunku do początku układu, jeżeli jej druga pochodna jest ujemna (ma kształt zbliżony do odwróconej litery U).

Wykres 34

Miesięczne krzywe dochodowości rynku skarbowych papierów wartościowych



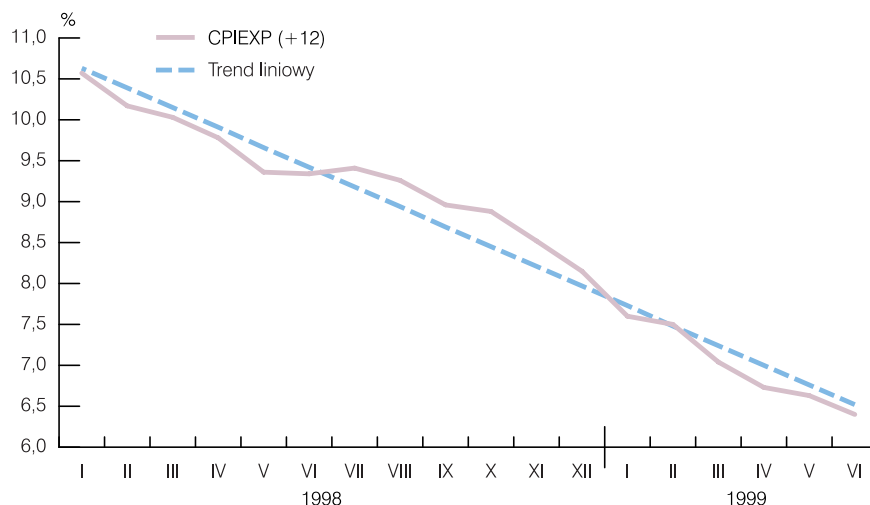
i o oczekiwaniach konwergencji przychodowości polskich instrumentów finansowych do poziomu w krajach strefy euro.

Przesunięcie krzywej przychodowości skarbowych papierów wartościowych w górę mogłoby świadczyć o wzroście oczekiwań inflacyjnych na rynku finansowym. Nie potwierdzały tego jednak badania ankietowe. Oczekiwania inflacyjne polskich banków systematycznie spadały (wykres 35). Na wykresie przedstawione są przewidywania inflacyjne, formułowane w stosunku do indeksu cen dóbr i usług konsumpcyjnych, na 12 miesięcy w przód, uzyskane z ankiety firmy Reuters. Należy podkreślić fakt, iż wydarzenia pierwszej połowy 1999 r., zwłaszcza redukcja stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego, nie wywarły na nie istotnego wpływu. Przesunięcie się krzywej dochodowości do góry, szczególnie zaś wzrost wymaganej przychodowości instrumentów średniokresowych, świadczyć może o występowaniu w tym horyzoncie zjawisk zwiększających, w opinii rynku, ryzyko podniesienia stóp procentowych przez NBP w celu utrzymania spadkowego trendu inflacji.

Wzrost tego ryzyka był wynikiem oddziaływania kilku rozłożonych w czasie czynników: negatywnych sygnałów odnośnie do sytuacji gospodarczej w Polsce (niskiego tempa wzrostu, pogorszenia się równowagi wewnętrznej

Wykres 35

Oczekiwana przez banki stopa inflacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy



i zewnętrznej), odreagowania przez rynek wygaśnięcia oczekiwań na dalszy spadek stóp procentowych, negatywnych sygnałów płynących z innych rynków wschodzących, jak również generalnego trendu wzrostu długookresowych stóp procentowych w krajach rozwiniętych.

Pierwszym z czynników powodujących odwrócenie tendencji spadkowych średniookresowych i długookresowych stóp procentowych były informacje dotyczące stanu koniunktury w gospodarce polskiej w IV kwartale 1998 r. i na początku 1999 r. Informacje o szybkim narastaniu deficytu budżetowego oraz związanym z tym wzroście podaży skarbowych papierów wartościowych, negatywnie odebrane sygnały o wzroście deficytu rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, jak również opublikowanie przez wiele ośrodków prognoz wzrostu gospodarczego w Polsce w 1999 r., znacznie niższych od oficjalnych założeń, przyczyniły się do deprecjacji złotego w I kwartale br. i wzrostu ryzyka inwestycyjnego. Znalazło to odbicie we wzroście wymaganej przez rynek przychodowości instrumentów rynku finansowego.

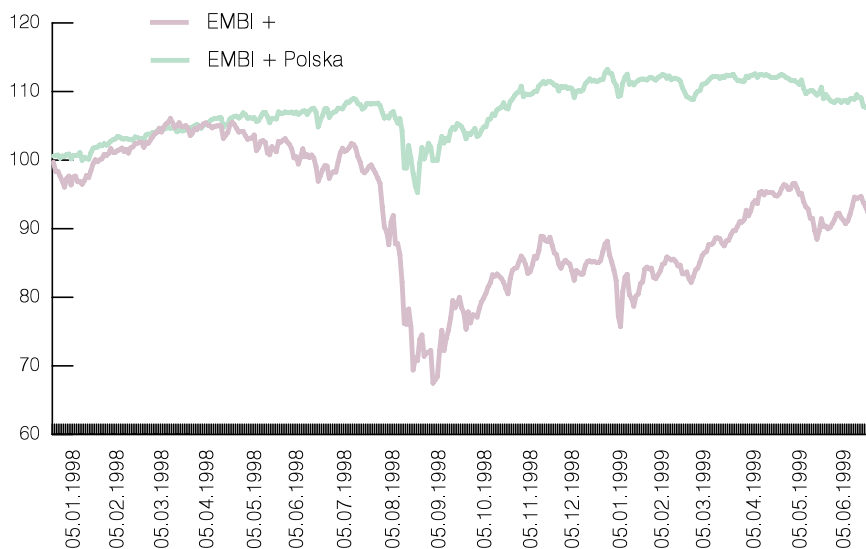
Drugim czynnikiem oddziałującym w tym kierunku był fakt, że pojawianie się nowych, niekorzystnych informacji i wydarzeń nie mogło być już dłużej neutralizowane przez oczekiwania na kolejną obniżkę stóp procentowych. W IV kwartale ub.r. wiele krajowych i zagranicznych instytucji finansowych kupowało skarbowe papiery wartościowe, spekulując na dalszy wzrost ich cen (spadek przychodowości) i zyski kapitałowe. Wiele obniżek stóp procentowych wykształciło bowiem wśród uczestników rynku przekonanie, że inwestycje w papiery o stałym oprocentowaniu przynoszą wysokie i pewne dochody. Strategia inwestycyjna zakładająca systematyczne i częste obniżki stóp procentowych stanowiła jedną z przyczyn szybkiego obniżania się rentowności papierów wartościowych w tym okresie. Zwiększający się strumień kapitału spekulacyjnego, zaangażowanego w grę na obniżkę stóp, kreował trend spadku przychodowości tych instrumentów. Inwestorzy w mniejszym stopniu brali pod uwagę inne czynniki mogące mieć wpływ na wycenę obligacji. Wygaśnięcie oczekiwań na obniżkę stóp procentowych sprawiło, że w odniesieniu do kryteriów podejmowania decyzji o inwestowaniu w papiery skarbowe punkt ciężkości przesunął się na czynniki związane z oceną tendencji w realnej sferze gospodarki. Niepewność inwestorów co do jej stanu znalazła odzwierciedlenie w stopniowym zwiększaniu wymaganej rentowności.

Konsekwencją faktu, że Polska jest zaliczana przez zagraniczne instytucje finansowe do grupy krajów - rynków wschodzących, jest duża wrażliwość polskich rynków finansowych na wydarzenia w innych krajach należących do tej grupy, nawet jeśli Polska nie jest powiązana z nimi gospodarczo. Na początku I kwartału 1999 r. sytuację na rynkach wschodzących zdominował kryzys brazylijski, powodując wzrost wymaganej przez inwestorów premii za ryzyko inwestycji w tych krajach. Kryzys wpływał na zachowania inwestorów krajowych i zagranicznych do końca lutego, kiedy stopniowa aprecjacja reala brazylijskiego spowodowała wygaśnięcie tzw. efektu zarażania, zapoczątkowanego kryzysem rosyjskim w sierpniu 1998 r. Czynnikiem ten, oprócz wygaśnięcia oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych przez NBP, wpłynął z jednej strony na wzrost przychodowości papierów wartościowych, z drugiej zaś przyczynił się do osłabienia złotego. Również wojna w Jugosławii skłoniła inwestorów do zamykania pozycji inwestycyjnych w Europie, co prowadziło do wzrostu rentowności europejskich papierów długoterminowych (w tym papierów emitowanych przez kraje środkowoeuropejskie), przerwano na krótko po obniżce stóp procentowych w strefie euro.

Wpływ wydarzeń na rynkach wschodzących na premię za ryzyko inwestowania w Polsce można przeanalizować za pomocą indeksu Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+), opracowanego przez firmę JPMorgan. Pokazuje on sumę zysków realizowanych na określonych typach instrumentów finansowych (obligacje nominowane w walutach obcych, kredyty, euroobligacje oraz inne instrumenty rynków lokalnych) emitowanych na rynkach wschodzących. Przyjmując, iż wahania indeksu EMBI+ związane są przede wszystkim ze zmianami cen omawianych aktywów, można sformułować tezę, że Polskę, na tle innych rynków wschodzących, charakteryzuje mniejsza zmienność cen aktywów. Oznacza to, iż Polska postrzegana jest jako kraj relatywnie bardziej stabilny (wykres 36).

Czwartym czynnikiem, mającym wpływ na zmianę tendencji na krajowym rynku finansowym, był rozwój sytuacji na rynkach krajów rozwiniętych. W I półroczu br. oprocentowanie 10-letnich amerykańskich i niemieckich obligacji rządowych systematycznie rosło wraz ze stabilizowaniem się sytuacji na rynkach wschodzących, zbliżając się do poziomu sprzed kryzysu rosyjskiego. W I kwartale br. wzrost przychodowości tych instrumentów był efektem korekty wynikającej z faktu jej gwałtownego spadku

Wykres 36
Polska na tle emerging markets



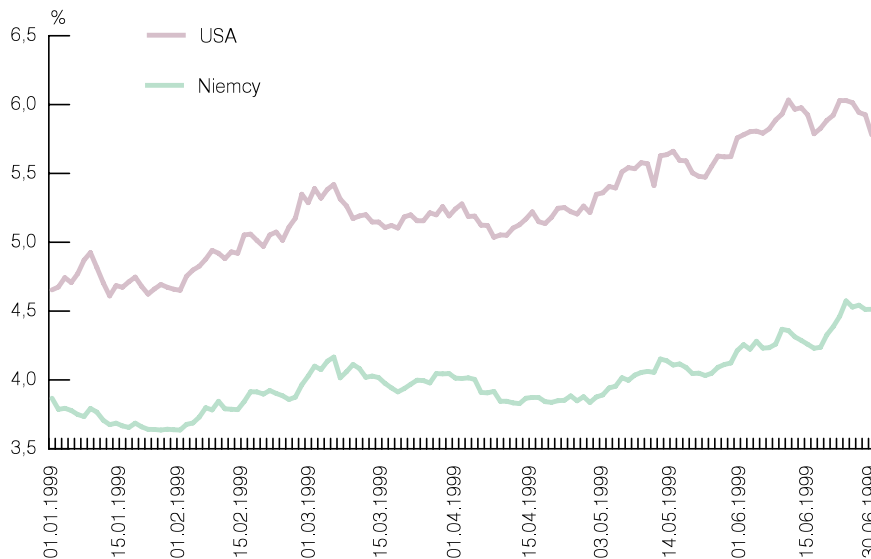
Uwaga: na wykresie przedstawiono wartości indeksów EMBI+ oraz EMBI+ dla Polski przyjmując, że ich wartości w dniu 02.01.1998 wynosiły 100.

Źródło: JPMorgan.

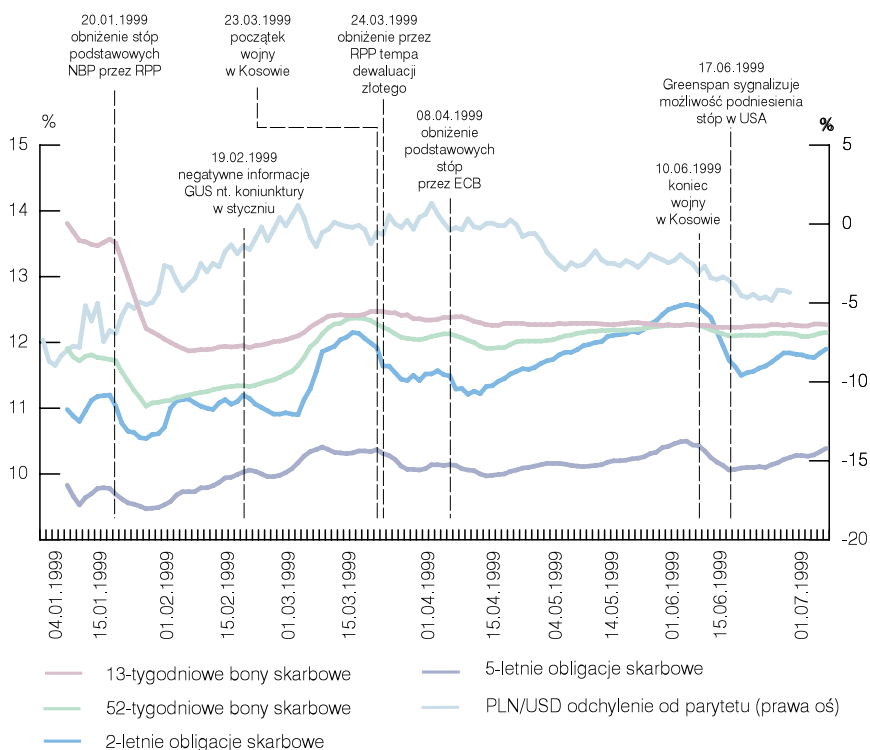
po kryzysie rosyjskim i zjawiska określonego jako „ucieczka do jakości”. Rentowności instrumentów o zerowym ryzyku spadły wówczas do jednego z najniższych poziomów od zakończenia II wojny światowej. W II kwartale, a szczególnie w czerwcu br., do wzrostu przychodowości instrumentów długookresowych przyczyniły się silne oczekiwania wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych (wykres 37). Zgodnie z oczekiwaniami rynków finansowych, 30 czerwca br. Urząd Rezerwy Federalnej (FED) podniósł stopę funduszy federalnych o 25 punktów bazowych do poziomu 5%. Była to pierwsza zmiana od listopada 1998 r., gdy dla ustabilizowania sytuacji na światowych rynkach finansowych FED zwiększył płynność w gospodarce amerykańskiej. Oczekiwania na wzrost stóp procentowych w USA wpłynęły z kolei na poziom stóp procentowych w strefie euro. Pomimo że w dniu 8 kwietnia br. Europejski Bank Centralny (ECB) obniżył stopę repo (główna stopa refinansowa ECB) o 50 punktów bazowych do poziomu 2,5%, związany z tym spadek stóp krótkookresowych nie zahamował wzrostu stóp długookresowych.

Wzrost długookresowych stóp procentowych w krajach posiadających najwyższe oceny inwestycyjne nie mógł nie znaleźć odzwierciedlenia na polskim rynku kapitałowym. Rynek obligacji zareagował na sygnały płyną-

Wykres 37
Rentowność 10-letnich obligacji rządu USA i Niemiec



Wykres 38
Rentowność 13- i 52-tygodniowych bonów skarbowych oraz 2- i 5-letnich obligacji Skarbu Państwa (tygodniowa średnia ruchoma) na tle ważnych wydarzeń



ce z międzynarodowych rynków finansowych wzrostem przychodowości skarbowych papierów wartościowych. (wykres 38), w tym obligacji 10-letnich, które zostały po raz pierwszy wyemitowane w maju 1999 r. Było to ważne wydarzenie, z uwagi na fakt, że jednym z kryteriów kwalifikacyjnych do Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej jest poziom długookresowych stóp procentowych, reprezentowany przez poziom przychodowości 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. Nie powinien on przekraczać o więcej niż 200 punktów bazowych średniego poziomu przychodowości takich samych instrumentów emitowanych przez trzy kraje strefy euro o najniższej stopie inflacji. Na pierwszym przetargu w maju br. średnia rentowność 10-letniej obligacji o stałym oprocentowaniu wyniosła 8,61% przy emisji 200 mln zł. W końcu czerwca przychodowość tego instrumentu wzrosła do 8,85%, podczas gdy przychodowość podobnego referencyjnego instrumentu w strefie euro (tj. 10-letniej obligacji rządu niemieckiego) wynosiła 4,51%. W połowie 1999 r. różnica między przychodowością polskiej obligacji 10-letniej i przychodowością referencyjną wynosiła więc 434 punkty bazowe i przewyższała poziom kwalifikacyjny kryterium z Maastricht o 234 punkty bazowe.

Reakcja stóp procentowych w bankach na politykę banku centralnego

Decyzje NBP znalazły również odzwierciedlenie w stopach instrumentów oferowanych przez banki komercyjne klientom niebankowym. Z badań NBP wynika, że największe banki komercyjne zazwyczaj ustalają oprocentowanie depozytów w relacji do stopy podstawowej banku centralnego, którą jest stopa lombardowa, choć nie bez znaczenia jest również oprocentowanie na rynku międzybankowym oraz oprocentowanie oferowane przez głównych konkurentów. Oprocentowanie kredytów kształtuje się przede wszystkim pod wpływem stóp procentowych na rynku międzybankowym (głównie 1-miesięcznej stopy WIBOR). Z kolei stopa WIBOR 1M silnie zależy od stopy oprocentowania 28-dniowych operacji otwartego rynku NBP.

Oprocentowanie depozytów i kredytów spadało przede wszystkim w styczniu i lutym, po dwóch obniżkach przez NBP podstawowych stóp procentowych - pierwszej w grudniu ub.r., oraz drugiej w styczniu br. W pierwszej połowie stycznia oprocentowanie zmieniały

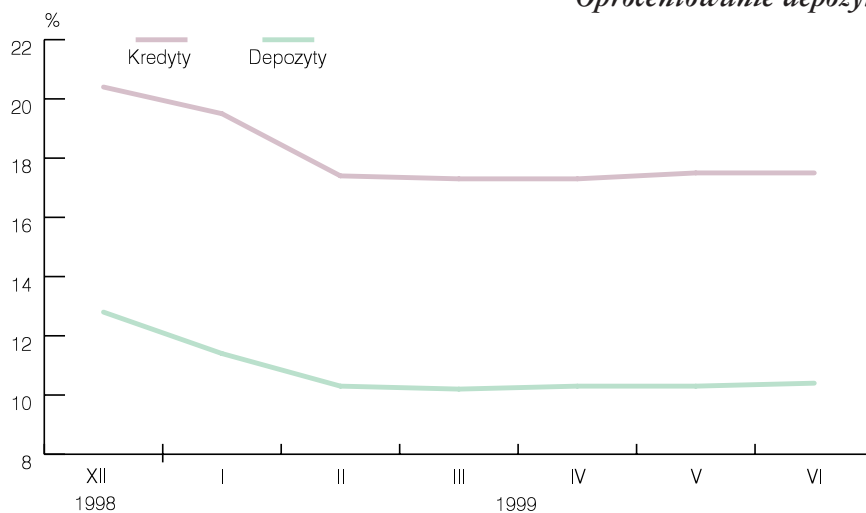
te banki, które nie obniżyły oprocentowania po grudniowej zmianie stóp podstawowych NBP. Pod koniec stycznia i w lutym banki zmieniały oprocentowanie w ślad za obniżką stóp NBP dokonaną w styczniu. Od marca oprocentowanie depozytów i kredytów utrzymywało się na stałym poziomie lub nieznacznie rosło - wyjątkiem było oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych, które po miesięcznej stabilizacji ponownie znacznie spadło w kwietniu, mimo braku jakichkolwiek zmian podstawowych stóp procentowych. Łącznie, w grudniu i styczniu stopę lombardową obniżono o 5 pkt. proc., stopę redyskonta weksli o 4,5 pkt., a stopę operacji otwartego rynku o 4 pkt. Banki komercyjne natomiast w okresie od grudnia do lutego obniżyły oprocentowanie depozytów terminowych osób prywatnych o 4,8 pkt. proc. Najsilniej obniżyło się oprocentowanie depozytów 6-, 12- i 24-miesięcznych, najmniej zaś depozytów 1- i 3-miesięcznych. W nieco mniejszym stopniu, a mianowicie o 4,6 punktu, obniżyło się oprocentowanie depozytów terminowych podmiotów gospodarczych. Oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych spadło o 4,9 punktu, a dla podmiotów gospodarczych o 5 pkt. proc.

W II kwartale, przede wszystkim w maju i w czerwcu, kilka większych banków komercyjnych dokonało drobnych podwyżek oprocentowania depozytów. Z uwagi na to, że kredyty udzielane przez banki sektorowi niefinansowemu rosły szybciej niż depozyty, banki poszukiwały takiego poziomu stóp, który zapewniłby im dostateczny napływ funduszy. W związku ze wzrostem stóp procentowych rynku międzybankowego (WIBOR), w kwietniu lekko podniosło się oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych, a w maju - dla osób fizycznych. W rezultacie, w czerwcu oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych było o około 0,4 pkt. proc. wyższe od poziomu najniższego, osiągniętego w marcu. Z kolei oprocentowanie kredytów dla osób fizycznych spadło do najniższego poziomu w kwietniu; w czerwcu było ono wyższe również o 0,4 pkt. proc. Różnica między oprocentowaniem depozytów terminowych i oprocentowaniem kredytów zmniejszyła się w stosunku do grudnia ub.r. w bardzo niewielkim stopniu (wykres 39).

Stopy procentowe i popyt na kredyty

Stopa procentowa jest tylko jednym z czynników określających popyt na kredyty. Popyt ten kształtuje się

Wykres 39
Oprocentowanie depozytów terminowych i kredytów



również pod wpływem takich (współzależnych) czynników, jak bieżąca i oczekiwana koniunktura w Polsce oraz w krajach będących naszymi głównymi partnerami handlowymi, sytuacja finansowa przedsiębiorstw, skłonność do konsumpcji gospodarstw domowych, itp.

Wpływ banku centralnego na popyt na kredyty zależy od tego, w jakim stopniu zmiany podstawowych stóp procentowych przenoszą się na oprocentowanie oferowane przez banki. Mimo znacznego spadku oprocentowania kredytów w wyrażeniu nominalnym w pierwszym półroczu, oprocentowanie w wyrażeniu realnym¹³ było nadal stosunkowo wysokie (wykres 40).

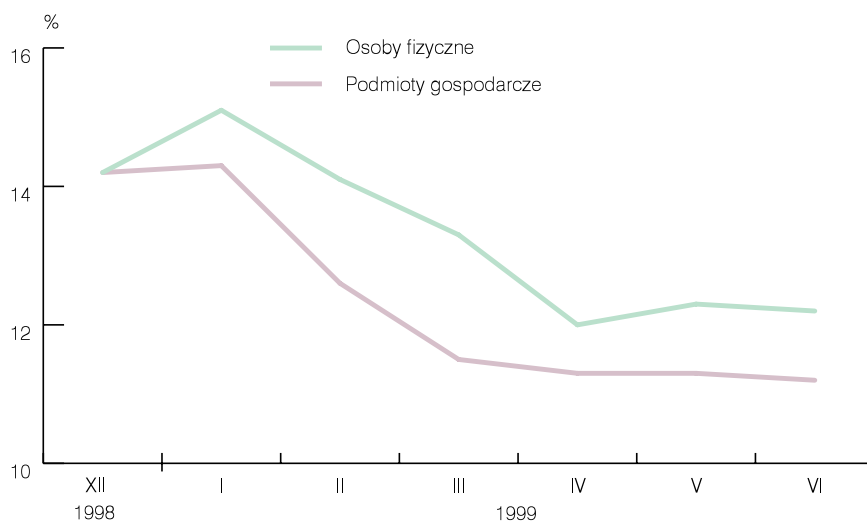
W I półroczu 1999 r. systematycznie zwiększał się popyt na kredyty ze strony osób prywatnych. W wyrażeniu realnym należności od osób prywatnych zwiększyły się z 20% w skali rocznej w grudniu ub.r. do ponad 32% w czerwcu br.¹⁴ Niewątpliwie popyt na kredyt był stymulowany przez spadek oprocentowania, choć prawdopodobnie większe znaczenie miało dążenie gospodarstw domowych do uniknięcia spadku konsumpcji z powodu postrzeganego jako przejściowy, obniżenia tempa wzrostu dochodów osobistych. Na decyzje o konsumpcji wpływał również spadek oprocentowania depozytów. Można podejrzewać, że czynnikiem usztywniającym popyt gospodarstw domowych jest znaczny potencjał konsumpcji

¹³ Realne oprocentowanie kredytów gospodarstw domowych wyliczono, posługując się wskaźnikami cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), a kredytów zaciąganych przez podmioty gospodarcze - za pomocą wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI).

¹⁴ Jako deflatora użyto wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Wykres 40

Oprocentowanie kredytów dla osób fizycznych i podmiotów gospodarczych w wyrażeniu realnym



odłożonej i związana z tym duża niecierpliwość w zaspokajaniu potrzeb. Czynniki te będą nadal wywierać presję na konsumpcję, w tym na konsumpcję finansowaną za pomocą kredytu. Nie bez znaczenia są coraz łatwiejsze warunki uzyskania kredytu przez osoby fizyczne, duża liczba pośredników niebankowych, spadek wymagań co do zabezpieczenia kredytu, oferowanie klientom nowych produktów bankowych itp.

Trudno jest ocenić, w jakim stopniu tak znaczny wzrost kredytu zaciągniętego przez osoby prywatne wpływał na tempo inflacji. W ciągu pierwszych sześciu miesięcy br. wzrost cen tych grup towarów, których zakupy zazwyczaj finansuje się za pomocą kredytu, był - w porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego - znacznie niższy (środki transportu, sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny) lub zbliżony (wyposażenie mieszkania, sprzęt gospodarstwa domowego) do ogólnego tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Ponieważ jednak w podaży tych dóbr znaczą część stanowią towary importowane lub wymagające importu zaopatrzeniowego - wzrost kredytu przyczynia się do silnego wzrostu deficytu obrotów bieżących, co z kolei może w przyszłości spowodować deprecjację złotego, wzrost kosztów importu i przyspieszenie inflacji.

Inaczej kształtował się popyt na kredyt podmiotów gospodarczych. W wyrażeniu realnym¹⁵ jego roczny wzrost w I półroczu wahał się w granicach 18,4% -

¹⁵ Jako deflatora użyto wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu.

24,2%, przy czym w II kwartale realny wzrost należności od podmiotów gospodarczych wyraźnie spadał. Dotychczas popyt podmiotów gospodarczych na kredyty nie zareagował na spadek stóp procentowych. Wydaje się, że większe znaczenie miało osłabienie koniunktury w Polsce oraz w krajach będących naszymi głównymi partnerami handlowymi i osłabienie dynamiki inwestycji. Natomiast osłabienie koniunktury i pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw mogło w pewnym stopniu zwiększać ich popyt na kredyt w celu finansowania działalności bieżącej.

Kanał kursu walutowego

W pierwszej połowie 1999 r. kurs złotego kształtował się nadal w ramach dotychczasowego systemu - obowiązywała nadal zasada dewaluacji pełzającej centralnego parytetu oraz pasmo dopuszczalnych wahań kursu rynkowego wokół kursu centralnego. W tym okresie widoczne były efekty działań Rady Polityki Pieniężnej, zmierzających do uelastycznienia mechanizmu kursowego.

Z dniem 25 marca 1999 r. RPP rozszerzyła pasmo dopuszczalnych wahań kursów średnich NBP do $\pm 15\%$ wokół parytetu centralnego. Dalszemu rozszerzaniu pasma dopuszczalnych wahań kursu rynkowego wokół parytetu oraz zmianie zasad fixingu w grudniu 1998 r. towarzyszyło ograniczanie obecności NBP na rynku walutowym. Saldo transakcji fixingowych obniżyło się z poziomu 3.401,9 mln USD w I kwartale 1999 r. do 658,1 mln USD w II kwartale 1999 r. W okresie I półrocza 1999 r., podobnie jak w drugiej połowie 1998 r., NBP nie stosował bezpośrednich interwencji na rynku walutowym. Konsekwencją zmiany zasad fixingu z 7 czerwca 1999 r. było zniesienie obowiązkowych dla NBP transakcji walutowych między bankiem centralnym a bankami komercyjnymi w czasie sesji fixingowej.

Jednocześnie Rada Polityki Pieniężnej zredukowała z dniem 25 marca 1999 r. miesięczne tempo kroczącej dewaluacji złotego z 0,5% do 0,3%, dostosowując jego wysokość do nowego celu inflacyjnego na 1999 r. oraz malejącej różnicy między krajowym a zagranicznym tempem wzrostu cen.

Wzmocnienie rynkowego charakteru kształtowania się kursu złotego korzystnie oddziaływało na warunki realizacji polityki pieniężnej w I półroczu 1999 r. Dzięki stabilizacji przyrostu rezerw oficjalnych brutto przy wzroście popytu na pieniądź rezerwowy, obniżyła się nadpłynność sektora banków komercyjnych. W warunkach kursu elastycznego uwi-

doczniły się kursowe efekty dostosowawcze zewnętrznego szoku popytowego. Z uwagi na relatywnie szybką reakcję importu na zmiany kursowe¹⁶ deprecjacja złotego, która najsilniej wystąpiła w okresie I kwartału 1999 r., wpłynęła w pewnym zakresie na spadek importu w I połowie 1999 r., a tym samym na złagodzenie pogłębiającego się deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego.

Znaczny stopień elastyczności kursu walutowego w ramach szerokiego pasma wahań, przy jednoczesnym powstrzymywaniu się NBP od interwencji na rynku walutowym, pozwalał na automatyczne dostosowania do rozwoju sytuacji płatniczej i zapewniał wyższą skuteczność polityki pieniężnej. Ten mechanizm samoregulacji był jednak zakłócany przede wszystkim pojawianiem się na rynku dewizowych środków związanych z dużymi transakcjami prywatyzacyjnymi lub oczekiwaniami na znaczny wzrost podaży dewiz pochodzących z tego źródła, co kreowało presję na aprecjację złotego.

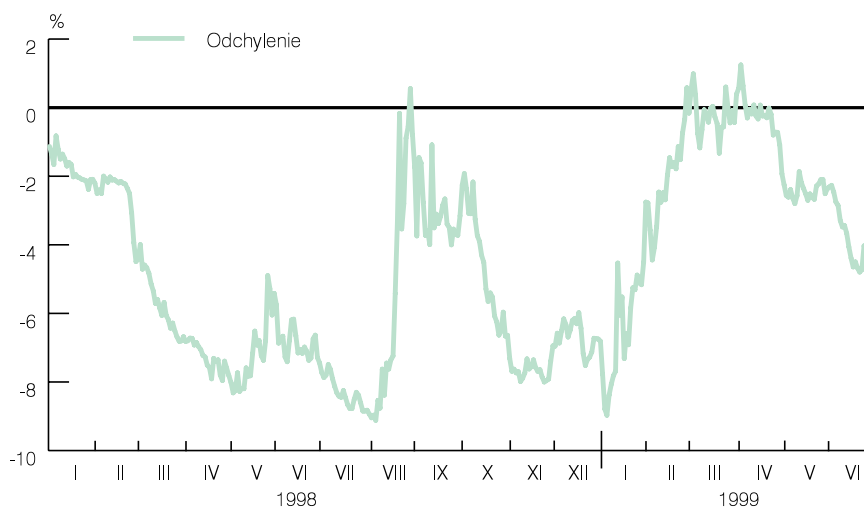
W okresie pierwszej połowy 1999 r. wyraźnie obniżyło się średnie odchylenie kursu rynkowego od parytetu centralnego w kierunku aprecjacji i wyniosło około 2,5%¹⁷ wobec 6,3% w IV kwartale 1998 r. Rozpiętość wahań kursu złotego wzrosła w tym okresie do 10,2% (wobec 7,5% w I połowie 1998 r.); w I i II kwartale 1999 r. kształtowała się odpowiednio na poziomie 10% i 6%. Największe odchylenie kursu rynkowego od parytetu w wysokości prawie 9% w kierunku aprecjacji miało miejsce w styczniu, natomiast w kwietniu złoty najsilniej odchylił się w kierunku deprecjacji - odchylenie było równe 1,2% (patrz wykres 41).

I kwartał 1999 r. charakteryzował się stopniową i dynamiczną deprecjacją złotego wobec walut obcych. Do najważniejszych wydarzeń zewnętrznych, które wpływały na osłabianie złotego należały: kryzys brazylijskiego reala oraz wybuch konfliktu w Kosowie. Zarówno sytuacja kryzysowa w Brazylii, jak też konflikt na Bałkanach spowodowały pogorszenie nastrojów na światowych rynkach walutowych i ograniczenie zaangażowania kapitału inwestorów zagranicznych na wylaniających się rynkach, między innymi w Polsce. Oznaki osłabienia koniunktury w Czechach i na Węgrzech oraz pogorszenie sytuacji w bilansach obrotów bieżących tych krajów wpłynęły na de-

¹⁶ Z analizy statystycznej wynika, że najsilniejsze i najbardziej statystycznie istotne zależności między realnym efektywnym kursem walutowym a importem obserwowane są już po okresie około 1 kwartału.

¹⁷ W I kwartale kształtowało się ono na poziomie około 2,9% , zaś w II kwartale 2,1%.

Wykres 41
Odchylenie kursów złotego od koszyka walut, 1998 - 1999



precjację ich walut. Pogorszenie wizerunku krajów naszego regionu, przy zauważalnym wzajemnym oddziaływaniu lokalnych rynków Europy Centralnej, wpłynęło na ograniczenie skali napływu zagranicznego kapitału także do naszego kraju. Kryzys na Bałkanach wpłynął przede wszystkim na pogorszenie klimatu inwestycyjnego na wschodzących rynkach Europy.

Deprecjacja złotego uwarunkowana była także wewnętrzną sytuacją gospodarczą w Polsce. Wśród czynników oddziałujących w całej pierwszej połowie 1999 r. na osłabienie złotego wymienić można znaczny spadek tempa wzrostu PKB, wzrost deficytu obrotów bieżących, niepokojące wyniki budżetu oraz brak dyscypliny i przejrzystości polityki fiskalnej. Impulsem wzmacniającym tendencję do deprecjacji złotego było obniżenie przez Radę Polityki Pieniężnej w styczniu podstawowych stóp procentowych, co przyczyniło się, w warunkach niekorzystnych sygnałów o sytuacji w polskiej gospodarce oraz całego regionu rynków wschodzących, do wyraźnego zmniejszenia zainteresowania zagranicznego kapitału inwestycjami na polskim rynku. Presję deprecjacyjną złotego wzmacniała aktywność spekulacyjna polskich banków.

W II kwartale 1999 r., po okresie ustabilizowania się kursu złotego na poziomie parytetu, uwidoczniła się tendencja do aprecjacji złotego. Umacnianie się polskiej waluty było efektem ogólnej poprawy klimatu inwestycyjnego na świecie i wzrastającego zaufania inwestorów zagra-

nicznych do kondycji polskiej gospodarki dzięki stopniowej poprawie jej wyników ekonomicznych i intensyfikacji procesów prywatyzacyjnych. Transakcje prywatyzacyjne oraz pozytywne oceny gospodarki polskiej, znajdujące wyraz w podniesieniu przez międzynarodowe agencje ratingu inwestycyjnego Polski, sprzyjały wyraźnemu nasileniu oczekiwań aprecjacyjnych na polskim rynku walutowym.

W efekcie powyższych tendencji nominalny efektywny kurs złotego osłabił się w okresie I półrocza (czerwiec 1999 r. wobec grudnia 1998 r.) o 3,3%, co kontrastowało z sytuacją w roku 1998, kiedy w analogicznym okresie miała miejsce nominalna aprecjacja w wysokości 2,3%. W ciągu pierwszych trzech miesięcy 1999 r. skala nominalnej deprecjacji wyniosła 6,6% w stosunku do grudnia 1998 r. (patrz wykres 42), a kurs nominalny efektywny osiągnął najniższy w latach 90. poziom. W czerwcu br. nominalny efektywny kurs uległ aprecjacji w wysokości 3,5% w porównaniu z marcem 1999 r.

Realnie złoty, przy uwzględnieniu zmian cen produkcji sprzedanej w działalności produkcyjnej, osłabił się w pierwszej połowie 1999 r. (w okresie grudzień 1998 r. - czerwiec 1999 r.) o 0,9%, w porównaniu do aprecjacji o 5% w analogicznym okresie 1998 r. Kształtowanie się odpowiednich wskaźników kursu realnego w ramach poszczególnych kwartałów 1999 r. przedstawia wykres 43.

W pierwszej połowie 1999 r. znaczna deprecjacja euro wobec dolara amerykańskiego (spadek kursu o średnio 12%) na rynku światowym wpływała negatywnie na warunki konkurencyjności polskich eksporterów na rynku UE (patrz wykresy 44 i 45).

Relatywnie długotrwała deprecjacja złotego w warunkach wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych przyczyniła się do istotnego przyspieszenia wzrostu cen w polskim handlu zagranicznym.

Jak wskazują badania wpływu zmian nominalnego kursu efektywnego na kształtowanie się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych¹⁸, wpływ ten uwidacznia się już w okresie 2-3 miesięcy po wystąpieniu impulsu zmiany kursu walutowego. Ponieważ nominalna deprecjacja kursu złotego wystąpiła w okresie luty-kwiecień

¹⁸ Badanie przeprowadzono za okres styczeń 1993 - maj 1999; uwzględniono w nim miesięczne wskaźniki nominalnego kursu efektywnego złotego oraz miesięczne wskaźniki cen w zakresie wybranych grup towarów konsumpcyjnych. Kryterium doboru grup włączonych do badania był udział dostaw z importu w sprzedaży detalicznej. Jak wykazało badanie, istnieje zależność w sensie Grangera w zakresie wpływu kursu na ceny żywności i artykułów nieżywnościowych oraz w pozycji szczegółowej: benzyna. Nie stwierdzono korelacji między badanymi wskaźnikami.

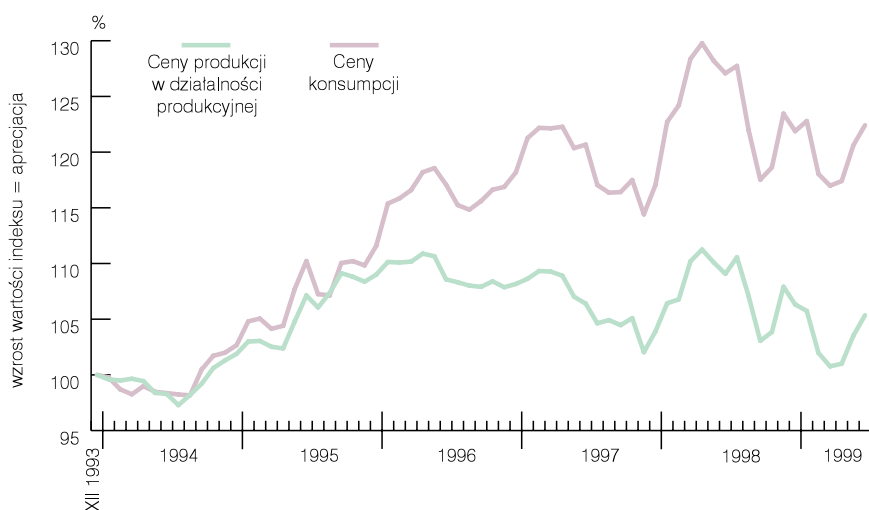
Wykres 42

Nominalny efektywny kurs walutowy; 1997 - 1999 dane miesięczne (grudzień 1997 = 100)



Wykres 43

Realny efektywny kurs walutowy; 1994 - 1999 mierzony zmianami konsumpcji i cen produkcji w działalności produkcyjnej - dane miesięczne (grudzień 1993 = 100)

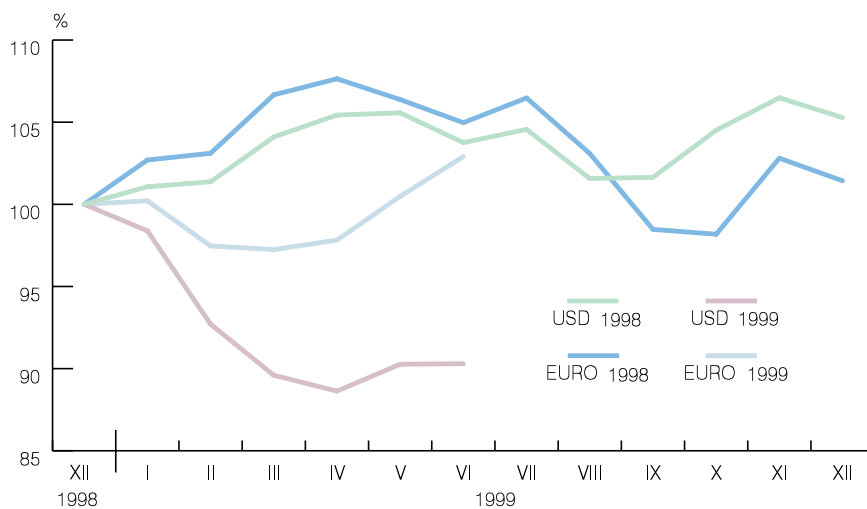


1999 r., ewentualnych efektów cenowych na rynku krajowym można było oczekiwać już w kwietniu i maju. W okresie tym nie zaobserwowano jednak nasilenia inflacji, a przyspieszenie tempa wzrostu cen wystąpiło głównie w zakresie paliw.

Wydaje się, że relatywnie niewielki wpływ deprecjacji złotego na przyspieszenie inflacji w I połowie 1999 r. wy-

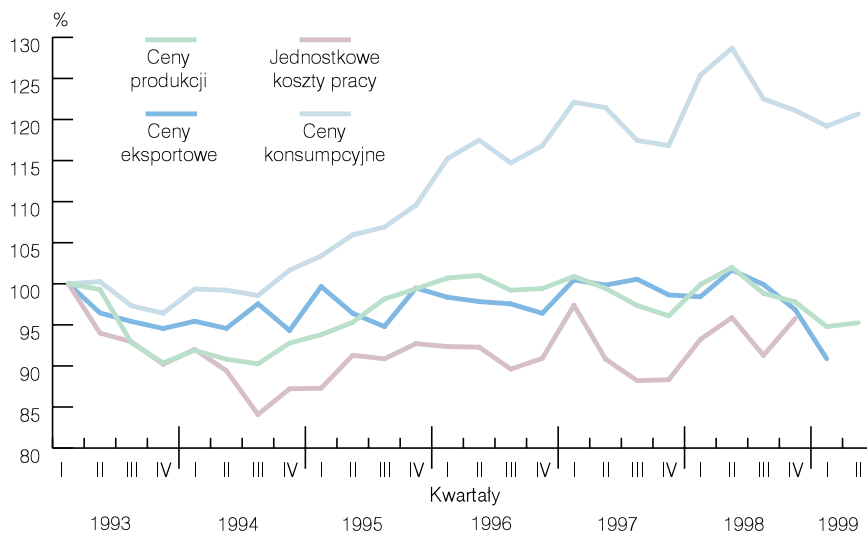
Wykres 44

Realny kurs złotego wobec walut głównych partnerów handlowych w latach 1998 - 1999
(grudzień poprzedniego roku = 100)



Wykres 45

Realny efektywny kurs walutowy w okresie 1993-1999 (dane kwartalne); deflator: ceny eksportowe, ceny produkcji sprzedanej w działalności produkcyjnej, ceny konsumpcyjne i jednostkowe koszty pracy (I kwartał 1993 = 100)



nikał z faktu nasilenia się presji konkurencyjnej na rynku krajowym, przede wszystkim wskutek zewnętrznych zjawisk kryzysowych.

Wpływ cen zewnętrznych na zjawiska inflacyjne

W pierwszej połowie 1999 r. pojawiły się oznaki odwrócenia tendencji spadkowej cen na światowych rynkach surowcowych, która pogłębiała się w latach 1997 i 1998. Wynikało to przede wszystkim z oczekiwań wzrostu globalnego popytu w obliczu umacniającego się ożywienia koniunktury światowej.

Ogólny wskaźnik cen surowców rynku światowego wykazał po 6 miesiącach 1999 r. wzrost o 13%¹⁹ wobec spadku o prawie 19% w analogicznym okresie 1998 r. Na tak wyraźną tendencję wzrostową wpłynęła przede wszystkim podwyżka cen ropy naftowej (wykres 46). Cena tego strategicznego surowca światowego wzrosła w okresie I półrocza 1999 r. o ok. 60%, z poziomu 9,85 USD za baryłkę w grudniu 1998 r. do 15,85 USD za baryłkę w czerwcu 1999 r.²⁰ Na tak wysoką dynamikę wzrostu cen ropy naftowej wpłynęły przede wszystkim ograniczenia podaży, związane z realizacją wspólnej polityki państw - producentów OPEC ukierunkowanej na redukcję dostaw tego surowca. Przejściowo ceny ropy ożywił konflikt bałkański.

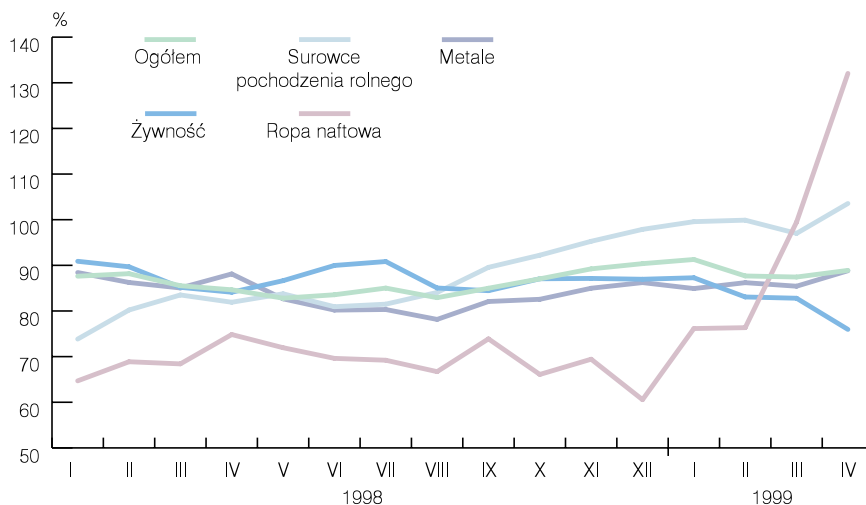
Ceny większości pozostałych surowców wykazywały w pierwszej połowie 1999 r. nadal tendencję spadkową,

¹⁹ HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg.

²⁰ Reuter, dotyczy gatunku Brent, notowania na koniec miesiąca.

Wykres 46

Wskaźniki cen podstawowych towarów na rynkach światowych (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



choć tempo obniżania się cen było generalnie słabsze w stosunku do analogicznego okresu 1998 r. W konsekwencji wskaźnik cen surowców, nie obejmujący surowców energetycznych, nadal wykazywał po sześciu miesiącach 1999 r. spadek o 4,2% wobec spadku o 13,3% w I półroczu 1998 r.²¹

Na osłabienie dynamiki wzrostu cen na rynku światowym wpłynęła także silna aprecjacja dolara amerykańskiego w stosunku do czołowych walut międzynarodowych. Dolar umocnił się wobec euro w I połowie 1999 r. o około 12%.

Ceny w polskim handlu zagranicznym kształtowane były zatem pod wpływem generalnie niejednorodnych tendencji zewnętrznych. Ceny dolarowe uzyskiwane w polskim eksporcie spadły w okresie I półrocza 1999 r. o 3,0% w porównaniu z analogicznym okresem 1998 r. Ceny płacone w imporcie obniżyły się natomiast w okresie pierwszych sześciu miesięcy 1999 r. o 5,5%, w porównaniu z I półroczem 1998 r.

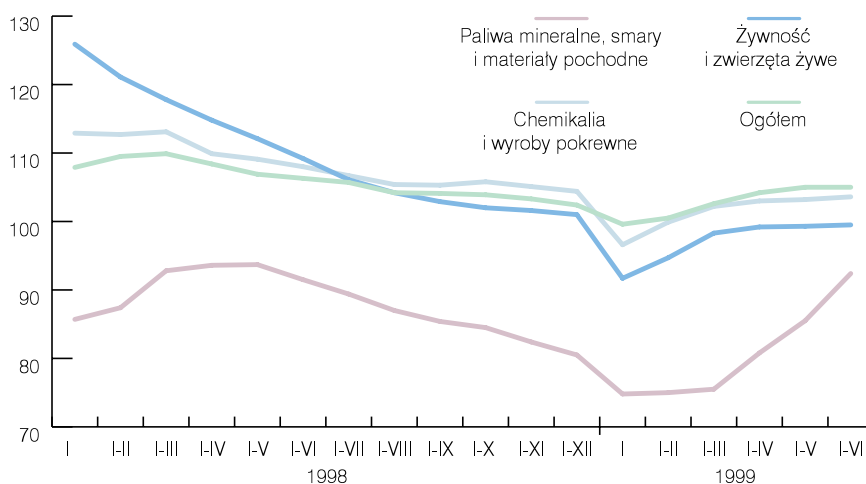
W efekcie tych tendencji cenowych nieznacznie pogorszył się wskaźnik terms of trade w polskim handlu zagranicznym; po sześciu miesiącach 1999 r. wynosił 102,4%, a w tym samym okresie 1998 r. - 102,8%.

Deprecjacja złotego, utrzymująca się w znacznej części I półrocza, wpłynęła na przyspieszenie dynamiki wzrostu złotych cen transakcyjnych w polskim handlu zagranicznym, co widoczne stało się od marca. Ceny w imporcie wzrosły w maju 1999 r. o 8,0% w stosunku do maja 1998 r. (w analogicznym okresie 1998 r. wzrost ten wyniósł 0,7%), natomiast wskaźnik wzrostu cen transakcyjnych w eksporcie wyniósł w tym samym okresie 10,3% (wobec 8,2% odpowiednio w 1998 r.). Przeciętny poziom cen transakcyjnych w imporcie w okresie styczeń - czerwiec 1999 r. był o 5% wyższy niż w tym samym okresie ub.r. (analogiczny wskaźnik dla roku 1998 wyniósł 6,3%), natomiast średni wskaźnik cen transakcyjnych w eksporcie w okresie styczeń - czerwiec 1999 r. był o 7,5% wyższy niż w 1998 r. (analogiczny wskaźnik dla roku 1998 wyniósł 9,3%). Jak wskazują wykresy 47 i 48, w ciągu pierwszych czterech miesięcy 1999 r., podobnie jak w 1998 r., najsłabszą dynamikę wykazywały ceny importowanych surowców, przy wyraźnie szybszym wzroście cen importowanych towarów przetworzonych.

²¹ HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg.

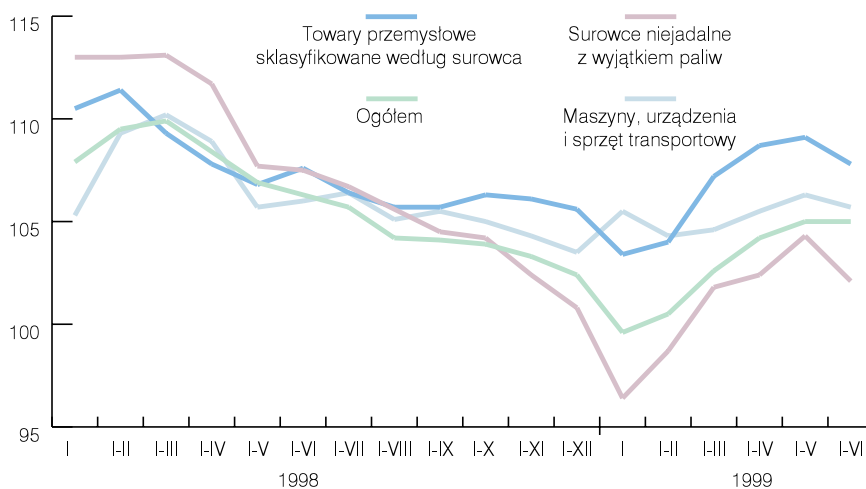
Wykres 47

Wskaźniki narastające cen transakcyjnych importu Polski (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Wykres 48

Wskaźniki narastające cen transakcyjnych importu Polski (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Jak zatem wynika z powyższych tendencji - na przyspieszenie wzrostu cen w sektorze dóbr biorących udział w wymianie z zagranicą wpłynęły dwa podstawowe czynniki: deprecjacja polskiej waluty oraz wzrost cen ropy naftowej. Jednak z uwagi na utrzymującą się w opisywanym okresie słabą dynamikę popytu krajowego ten wzrost cen nie wpłynął istotnie na pobudzenie procesów inflacyjnych w polskiej gospodarce; poza podwyżkami

cen ropy naftowej na rynku światowym, które przyczyniły się do wzrostu cen paliw na rynku krajowym. Poprawa terms of trade w polskim handlu zagranicznym wpłynęła natomiast na korzystniejsze kształtowanie się cenowo-kosztowych wskaźników konkurencyjności w sektorze eksportowym polskiej gospodarki w I kwartale 1999 r.

Ceny akcji

Pierwsze półrocze 1999 r. było na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (WGPW) okresem odrobienia strat, stanowiących konsekwencje kryzysu rosyjskiego. Od 1 stycznia br. do 30 czerwca br. Warszawski Indeks Giełdowy (WIG) zyskał 31,5%. Łączne obroty akcjami notowanymi na rynku podstawowym WGPW w I półroczu br. wyniosły 21,3 mld zł.

Analizowany okres można podzielić na dwa wyraźne podokresy. W pierwszym, obejmującym styczeń i luty, nie wykształcił się żaden długookresowy trend. Okres ten charakteryzował się dużymi wahaniami cen akcji. Pozytywnie oddziaływał fakt, że ceny akcji były po kryzysie rosyjskim stosunkowo niskie, jak również pozytywne tendencje na giełdach krajów wysoko rozwiniętych (głównie USA - wskaźnik Dow Jones przekroczył poziom 9.500 pkt.). Negatywnie oddziaływały natomiast informacje o spadku koniunktury w gospodarce polskiej i słabszych, uzyskanych w 1998 r., wynikach notowanych na WGPW spółek, a także wydarzenia na innych rynkach wschodzących (kryzys brazylijski).

W okresie marzec - czerwiec wyraźnie zaznaczył się na WGPW trend wzrostowy. Głównym czynnikiem wpływającym na to był fakt, że czołowe indeksy giełdowe (szczególnie w Stanach Zjednoczonych) ustanawiały wciąż nowe historyczne rekordy (Dow Jones osiągnął poziom 10000 pkt. w dniu 30 marca, zaś 11000 pkt. w dniu 30 maja br.). W ślad za giełdą nowojorską podążały giełdy europejskie. Innymi czynnikami sprzyjającymi tendencji wzrostowej były sygnały o przełamywaniu negatywnych tendencji w gospodarce po kryzysie rosyjskim oraz element spekulacji związany z przejęciami spółek giełdowych, szczególnie zaś procesem fuzji w sektorze bankowym.

Czynnikami powodującymi okresowe odchylenie WIG od trendu wzrostowego były wojna w Jugosławii oraz oczekiwania na wzrost stóp procentowych w USA, które poprzez spadek wskaźników giełdowych na świecie

oddziaływały na rynek polski. W dniu 22 czerwca br. WIG osiągnął najwyższy poziom w 1999 r. - 17.046,4 pkt. Swoje minimum, wynoszące 12.591,1 pkt., WIG osiągnął 15 stycznia br.

Jednym z ważniejszych wydarzeń na polskim rynku kapitałowym było wprowadzenie przez Warszawską Giełdę Towarową kontraktów terminowych typu futures na stopy procentowe. Instrumentem bazowym dla tych kontraktów jest oprocentowanie jedno- i trzymiesięcznych depozytów rynku międzybankowego (stopa WIBOR). Jest to pierwszy tego typu instrument finansowy, pozwalający inwestorom zabezpieczyć posiadane portfele inwestycyjne przed ryzykiem stopy procentowej.

Kształtowanie się zagregowanego popytu i podaży

W I półroczu br. zanotowano dalsze osłabienie dynamiki wzrostu zagregowanego popytu i podaży. Wg wstępnych szacunków niższe niż w ub.r. było tempo wzrostu krajowego popytu finalnego, poniżej poziomu sprzed roku kształtował się popyt zewnętrzny. Nie zmieniły się ukształtowane w II połowie 1998 r. uwarunkowania ograniczające możliwości wzrostu zbytu na rynkach wschodniej i zachodniej Europy. Utrzymywała się trudna sytuacja gospodarcza Rosji i Ukrainy, tj. krajów do których najszybciej wzrastał eksport w I półroczu ub.r. Konjunktura gospodarcza w krajach Unii Europejskiej, a zwłaszcza w Niemczech, nie uległa istotnej poprawie. Ograniczone możliwości zbytu produkcji spowodowały zmniejszenie zapotrzebowania przedsiębiorstw na surowce i materiały oraz przyczyniły się do ograniczenia ich aktywności inwestycyjnej.

W tej sytuacji kluczowe znaczenie dla zanotowanego na przełomie I i II kwartału przewyciężenia spadkowych tendencji produkcji przemysłowej miał utrzymujący się na poziomie zbliżonym do II półrocza ub.r. wzrost popytu konsumpcyjnego. Po spadku w IV kwartale 1998 r. i w I kwartale br. wzrosła wartość dodana w przemyśle, co przyczyniło się do przyspieszenia wzrostu PKB. Szacuje się, że tempo wzrostu PKB w II kwartale wyniosło 3,0% i było o 1,5 pkt. proc. wyższe od notowanego w I kwartale, ale nadal znacznie niższe od uzyskiwanego w I połowie ub.r. (tablica 2).

Tablica 2
Dynamika podstawowych wskaźników makroekonomicznych

	1998			1999		
	III kwartał	IV kwartał	I-IV	I kwartał	II kwartał	I-II
	analogiczny okres poprzedniego roku = 100					
Wartość dodana ogółem	105,5	102,3	104,4	101,3	102,8	102,0
Przemysł	103,6	98,7	104,7	97,0	101,3	99,0
Budownictwo	110,2	107,3	110,3	100,2	103,2	102,8
Usługi rynkowe	105,5	103,4	104,6	104,1	104,3	104,2
PKB	104,9	102,9	104,8	101,5	103,0	102,2
Popyt krajowy	106,3	106,6	106,6	103,2	104,5	103,9
Nakłady na środki trwałe	114,4	113,4	114,5	106,0	106,7	106,5
Spożycie indywidualne	104,5	104,6	104,9	104,2	104,8	104,5

Źródło: 1998 r. i I kwartał 1999 r. - GUS; II kwartał, I-II kwartał, 1999 r. - szacunek własny.

Wzrost konsumpcji indywidualnej zanotowano przy niższej niż poprzednio dynamice siły nabywczej dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Można szacować, że nastąpił dalszy spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych. Przyrost oszczędności netto (różnica między przyrostem depozytów i kredytów) osób prywatnych w systemie bankowym był w I półroczu br. o ponad 35% mniejszy niż w analogicznym okresie 1998 r.

W efekcie utrzymującego się wzrostu spożycia indywidualnego, mimo znacznego ograniczenia dynamiki nakładów inwestycyjnych, zwłaszcza na środki obrotowe, tempo wzrostu popytu krajowego było nadal wyższe od tempa wzrostu PKB. Powiększyła się nadwyżka wolumenu importu nad eksportem.

Popyt wewnętrzny

Tempo wzrostu popytu krajowego²² w I półroczu br. ukształtowało się poniżej 4% (w 1998 r. wynosiło 6,6%, w 1997 r. - 9,3%, w 1996 r. - 9,5%). Do osłabienia dynamiki popytu przyczyniło się głównie zmniejszenie tempa wzrostu akumulacji brutto. W I kwartale br., w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., była ona większa tylko o 1,1%, podczas gdy w poprzednim kwartale

²² W czasie przygotowywania niniejszego raportu z zakresu rachunków narodowych dostępne były dane statystyczne o I kwartale 1999 r. Dla pełniejszej charakterystyki zjawisk przedstawiono również niektóre szacunki własne. Należy jednak zwrócić uwagę na ich prowizoryczność i możliwości dużych błędów, co związane jest z brakiem w br. wielu danych statystycznych dostępnych w poprzednich latach.

wzrosła o 12,5%, a w całym 1998 r. o 14,1% (w 1997 r. o 20,8%, w 1996 r. o 19,5%, w 1995 r. o 24,1%).

Na spadek tempa wzrostu akumulacji złożyło się obniżenie tempa wzrostu inwestycji na środki trwałe brutto z 13,1% w IV kwartale ub.r. do 6,0% w I kwartale oraz prawie całkowite zahamowanie wzrostu inwestycji na środki obrotowe. Wg danych przedsiębiorstw, prowadzących pełną rachunkowość, wartość zapasów w końcu marca br. była nieco niższa niż w końcu ubiegłego roku, przy czym zapasy materiałów zmniejszyły się o ponad 8%, a ich udział w zapasach ogółem wynosił tylko 28,6% (przed rokiem wynosił 31,6%, w końcu 1998 r. 31,0%).

Niewielkie było obniżenie tempa wzrostu konsumpcji. W I kwartale br. spożycie ogółem było większe niż przed rokiem o 3,7%, podczas gdy w IV kwartale ub.r. wzrosło o 3,8%. Tempo wzrostu spożycia indywidualnego obniżyło się z 4,6% do 4,2%.

Konsumpcja indywidualna

W pierwszych miesiącach 1999 r. realny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych był słabszy niż przed rokiem. Zmniejszyła się dynamika dochodów z pracy najemnej oraz dochodów z pozarolniczej działalności gospodarczej. Można szacować, że wzrosła dynamika wypłat świadczeń społecznych. Spadek dochodów rolników indywidualnych był mniejszy niż w poprzednich kwartałach w związku z zahamowaniem w ostatnich miesiącach spadku cen produktów rolnych przy wzroście ich sprzedaży.

Obniżenie tempa wzrostu dochodów z pracy najemnej nastąpiło przy spadku zatrudnienia i zmniejszeniu dynamiki wzrostu przeciętnych wynagrodzeń. Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej w I kwartale 1999 r. obniżyło się o 0,4% w porównaniu z takim samym okresem sprzed roku. W tym samym czasie w sektorze przedsiębiorstw przeciętne zatrudnienie zmniejszyło się o 0,2%, w tym w przemyśle spadek ten wyniósł aż 3,4%. Jedynie w usługach w dalszym ciągu utrzymał się wzrost zatrudnienia. W kolejnych miesiącach II kwartału br. następował dalszy spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, zarówno w porównaniu z miesiącem poprzednim, jak i w porównaniu z analogicznym okresem 1998 r. W II kwartale 1999 r. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było o 0,3% niższe niż w I kwartale i o 1% niższe niż II kwartale 1998 r. W całym I półroczu

1999 r. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się o 0,6% w stosunku do porównywalnego okresu ubiegłego roku.

Po systematycznym spadku stopy bezrobocia do 9,5% w sierpniu 1998 r. od września nastąpił ponowny jej wzrost, osiągając na koniec marca 1999 r. nienotowany od dwóch lat poziom - 12,1%. Od kwietnia br. stopa bezrobocia zaczęła obniżać się, na koniec czerwca br. wyniosła 11,6% wobec 9,6% w czerwcu 1998 r. Spadek stopy bezrobocia, mimo równoczesnego zmniejszenia się zatrudnienia, wynikał z faktu, iż znaczna liczba osób zwolnionych na skutek restrukturyzacji, głównie w górnictwie i hutnictwie otrzymała świadczenia przedemerytalne. Zwolnienie tych osób nie wpłynęło na zwiększenie liczby bezrobotnych, ponieważ w okresie pobierania tego świadczenia nie mogli oni rejestrować się jako bezrobotni (ani też legalnie podejmować pracy). Ponadto znacznie zmniejszyły się rejestracje jako bezrobotnych zatrudnionych w szarej strefie, które to w początkowych miesiącach br. miały charakter masowy. Status bezrobotnego bowiem (w związku z reformą ubezpieczeń społecznych) zapewnił opłacenie przez państwo składek na ubezpieczenie zdrowotne.

W br. w związku z reformami systemowymi brak jest pełnych danych o wypłatach świadczeń społecznych, ale na podstawie dostępnych informacji można szacować, że ich dynamika była wyższa niż przed rokiem. Waloryzacja emerytur i rent pracowniczych oraz rolniczych w 1999 r. dokonana została jednorazowo od 1 czerwca br. jednako- wym dla wszystkich uprawnionych wskaźnikiem 108,7%. Przeciętne emerytury i renty pracownicze wzrosły w I półroczu br. w porównaniu z I półroczem 1998 r. realnie o 3,2%, zaś rolnicze o 3,5% (w ub.r. odpowiednio o 2,2% i 2,4%). Wzrosły obniżające się w ub.r. wypłaty zasiłków dla bezrobotnych. Wysoka była dynamika wypłacanych bezrobotnym zasiłków i świadczeń przedemerytalnych.

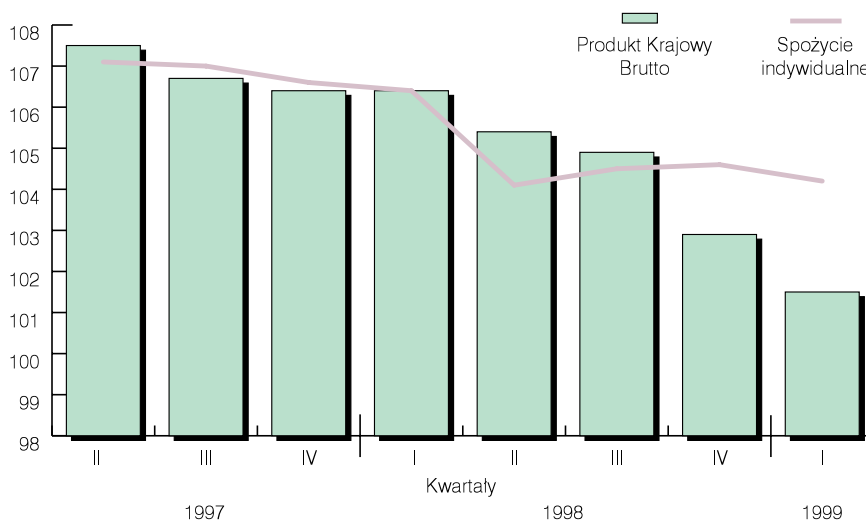
Przy ograniczeniu tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych utrzymał się dość silny wzrost spożycia indywidualnego. W I kwartale 1999 r. wzrost spożycia indywidualnego wyniósł 4,2% i był wyraźnie niższy niż w I kwartale 1998 r. (6,4%). Skala tego wzrostu była jednak podobna jak w dalszych kwartałach 1998 r. (w II kwartale - wzrost o 4,1%, w III kwartale - o 4,5%, w IV kwartale - o 4,6%). Wzrost spożycia indywidualnego w I kwartale 1999 r. był silniejszy o 2,7 pkt.

proc. od tempa wzrostu PKB, podczas gdy w I kwartale 1998 r. spożycie indywidualne rosło w tempie podobnym jak PKB (patrz wykres 49). Jak się wstępnie szacuje, w II kwartale i w całym I półroczu tempo wzrostu spożycia indywidualnego również przekroczyło 4%.

Według danych GUS, wolumen sprzedaży detalicznej zrealizowany przez duże i średnie przedsiębiorstwa handlowe i niehandlowe w I półroczu 1999 r. zwiększył się o 13,7% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, przy czym w I kwartale wzrósł o 10,4%, a w II kwartale o 16,5%. Po uwzględnieniu zmian w strukturze miejsc zakupów, tj. znaczącego spadku udziału sprzedaży na targowiskach i w małych sklepach nie objętych statystycznymi badaniami miesięcznymi - można szacować, że wzrost sprzedaży był niewiele mniejszy niż 8% i był znacznie wyższy od wzrostu siły nabywczej dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Utrzymała się wysoka dynamika sprzedaży przedsiębiorstw zaliczanych do branż handlu pojazdami mechanicznymi, paliwami, sprzętem RTV i wyposażenia gospodarstwa domowego oraz meblami i sprzętem oświetleniowym. Znaczna część zakupów w tych branżach dokonywana jest z kredytu zaciąganego bezpośrednio w bankach lub w systemach sprzedaży ratalnej.

W I półroczu br. przyrost kredytów osób prywatnych w systemie bankowym był 2,7-krotnie większy, a przyrost depozytów był o 9% mniejszy niż w analogicznym okresie ub.r. Przyrost bankowych oszczędności netto go-

Wykres 49
Dynamika kształtowania się spożycia indywidualnego i Produktu Krajowego Brutto w wyrażeniu realnym



spodarstw domowych zmniejszył się w stosunku do I półrocza o ponad 35%. Różnica między dynamiką sprzedaży detalicznej a dynamiką podstawowych składników określających wielkość dochodów do dyspozycji brutto (wynagrodzenia, świadczenia społeczne) wskazuje, że mniejszy niż przed rokiem był również przyrost pozostałych składników oszczędności brutto gospodarstw domowych (pozabankowe oszczędności finansowe oraz nakłady na środki trwałe i obrotowe).

Inwestycje

Zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami w I półroczu br. nastąpiło osłabienie dynamiki nakładów inwestycyjnych. Pogarszające się w II półroczu 1998 r. możliwości zbytu produkcji spowodowały zaniechanie przygotowywanych wcześniej projektów rozwojowych. Liczba i wartość kosztorysowa zadań inwestycyjnych, rozpoczynanych w przemyśle przetwórczym, była mniejsza niż przed rokiem. Negatywne nastawienia inwestycyjne pogłębiała pogarszająca się w ciągu roku sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Zmniejszenie kwoty wypracowanego zysku ograniczyło możliwości finansowania inwestycji z wykorzystaniem środków własnych. Przy relatywnie drogim kredycie i dużym ryzyku, związanym z brakiem pewności zwrotu poniesionych nakładów, zmniejszenie możliwej do wykorzystania na finansowanie działalności inwestycyjnej nadwyżki operacyjnej dotknęło szczególnie małe i średnie przedsiębiorstwa. Ograniczająco na wielkość nakładów wpłynęło przewidziane w budżecie państwa zmniejszenie wydatków majątkowych.

W I półroczu br. nakłady inwestycyjne w dużych przedsiębiorstwach wzrosły o około 7% (w I półroczu ub.r. wzrost nakładów tych jednostek wyniósł 27,4%). Nakłady na roboty budowlano-montażowe były o 10,2% większe, zakupy maszyn i urządzeń wzrosły o 5,7%. W zakupach zmniejszył się udział importowanych maszyn i urządzeń z 37,1% w I półroczu ub.r., do 36,4% w I półroczu br. Utrzymała się wysoka dynamika inwestowania w przedsiębiorstwach handlowych, budowlanych oraz obsługi nieruchomości i firm. Znacznie niższy był wzrost - o 4% w cenach bieżących - nakładów przedsiębiorstw działających w przemyśle.

Korzystniej można oceniać wzrost popytu inwestycyjnego w II kwartale br. W I kwartale br. nakłady brutto na środki trwałe były większe niż w tym samym okresie

ub.r. o 6,0% (podczas gdy jeszcze w IV kwartale ub.r. tempo ich wzrostu wyniosło 13,1%, a w I kwartale ub.r. - 17,5%), można więc szacować, że w II kwartale br. nakłady wzrosną o ponad 7%. Nastąpiło przyspieszenie wzrostu produkcji budownictwa, wzrósł udział robót inwestycyjno-modernizacyjnych w produkcji budowlano-montażowej. Produkcja przedsiębiorstw przemysłowych wytwarzających głównie dobra inwestycyjne przekroczyła poziom sprzed roku. Można więc sądzić, że mimo wykazywanych przez badane w I kwartale br. przedsiębiorstwa negatywnych nastawień inwestycyjnych oraz związanych z pogorszeniem sytuacji finansowej kłopotów ze zdolnością do regulowania zobowiązań, dynamika nakładów inwestycyjnych w II półroczu br. może być wyższa od zanotowanej na początku roku. Zwłaszcza, że po spadku w ub.r. w I półroczu br. zanotowano znaczący wzrost liczby i wartości kosztorysowej rozpoczynanych zadań inwestycyjnych.

Budżet państwa

W 1999 r. uruchomiono jednocześnie kilka reform strukturalnych: emerytalno-rentową, ubezpieczeń zdrowotnych, administracji samorządowej. Miało to bezpośrednie konsekwencje dla budżetu państwa. Od pierwszych miesięcy br., w trakcie realizacji reform, wystąpiły różnorodne problemy. W konsekwencji niedostatek środków pieniężnych, przeznaczonych na sfinansowanie reform, a także dodatkowe nieprzewidziane wydatki, przyczyniły się do wzrostu deficytu budżetowego.

W ciągu I półrocza 1999 r. deficyt budżetu państwa wyniósł około 11,3 mld zł²³, co stanowi 88,4% wielkości zapisanej w ustawie budżetowej na 1999 rok, z czego 68,0% zrealizowano w pierwszych trzech miesiącach.

Dochody budżetu państwa na koniec czerwca 1999 r. osiągnęły 56,5 mld zł, tj. 43,7% wpływów zakładanych na cały rok. Niski stopień zaawansowania dochodów wynikał zarówno z niższego od oczekiwanego tempa wzrostu gospodarczego, jak i niższej od zakładanej inflacji; szczególnie niski poziom wpływów budżetowych odnotowano z podatku dochodowego od osób prawnych - 32,4% wielkości zapisanej w ustawie budżetowej.

Wydatki budżetu w ciągu sześciu miesięcy wyniosły 67,9 mld zł, czyli 47,8% wielkości planowanej na 1999 r.

²³ Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres styczeń-czerwiec 1999. Ministerstwo Finansów, sierpień 1999 r.

Wśród wielu powodów tak wysokiego zaawansowania wydatków w stosunku do planu wymienić można zwłaszcza: wprowadzenie nowego systemu finansowania Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, wypłaty zasiłków chorobowych, wydatkowanie nieprzewidzianych w budżecie kwot na dopłaty do odpraw górniczych oraz na skup żywności wieprzowej.

W analizowanym okresie rozdysponowano 56,2% środków budżetowych na dotacje i subwencje, będące wydatkami o charakterze świadczeniowo-konsumpcyjnym oraz około 15% na wydatki sztywne, związane z obsługą długu publicznego.

Najwięcej środków przekazano na subwencje ogólne dla samodzielnych jednostek samorządu terytorialnego (58,1% planowanej wielkości).

Dotacja na Fundusz Ubezpieczeń Społecznych osiągnęła już poziom 55,8% kwoty całorocznej. Na tak wysoki poziom dotacji dla FUS złożył się bardzo niski stan środków pieniężnych na koniec 1998 r., niewystarczający na pokrycie wydatków na początku 1999 r., a także niskie dochody ze składek w pierwszych miesiącach bieżącego roku.

Na uwagę zasługuje fakt, iż w związku z wysokim stanem środków Funduszu Pracy, pozwalającym na pokrycie wypłat zasiłków dla bezrobotnych, nie było dotychczas potrzeby przekazywania dotacji budżetowej.

Zaawansowanie wydatków budżetu państwa na obsługę długu krajowego również jest większe od przeciętnego i wynosi 52,6%, na co złożyły się między innymi: spłata odsetek z tytułu nowych obligacji dolarowych, tzw. obligacji Brady'ego, wyższe odsetki i dyskonto od skarbowych papierów wartościowych, a także wyższe spłaty z tytułu poręczeń kredytów krajowych i inwestycji centralnych. Natomiast wydatki na obsługę długu zagranicznego stanowiły 39,9% kwoty całorocznej.

Wykonanie budżetu państwa w pierwszej połowie 1999 r. przedstawia tablica 3.

Niekorzystnym zjawiskiem, odnotowanym w analizowanym okresie, jest ujemne saldo pierwotne budżetu państwa²⁴, chociaż jego wielkość uległa znacznemu zmniejszeniu - z 3,8 mld zł w marcu do 1,2 mld zł na koniec czerwca - to pozostaje nadal na wysokim poziomie. Kierunek i wielkość salda pierwotnego w omawianym okresie może wskazywać na przejściowe zmniejszenie

²⁴ Saldo pierwotne stanowi różnicę między dochodami i wydatkami pierwotnymi budżetu państwa, tj. nieobejmującymi kosztów obsługi długu publicznego.

Tablica 3

Wykonanie budżetu państwa w I i II kwartale 1999 (w mld zł)

Wyszczególnienie	Plan 1999	Wykonanie 2:I		Wykonanie 4:I		Wykonanie 6:I	
		I-III 1999	w %	IV-VI 1999	w %	I-VI 1999	w %
	1	2	3	4	5	6	7
Dochody	129,3	27,7	21,5	28,8	22,2	56,5	43,7
Wydatki	142,1	36,5	25,7	31,4	22,1	67,9	47,8
w tym:							
- koszty obsługi długu publicznego	20,5	5,0	23,2	5,2	24,4	10,2	49,5
- dotacja dla FUS	9,6	3,8	39,1	2,0	16,5	5,8	55,8
- dotacja dla KRUS	13,4	3,0	22,3	3,2	24,0	6,2	46,3
- subwencje ogólne dla gmin	22,1	7,6	34,3	5,3	23,8	12,9	58,1
Saldo pierwotne	8,5	-3,8	-44,2	2,6	30,6	-1,2	-13,6
Deficyt budżetu państwa	-12,8	-8,7	68,0	-2,5	20,4	-11,3	88,4

zdolności budżetu do samodzielnego finansowania długu publicznego.

Należy jednak zaznaczyć, iż w tym samym okresie roku ubiegłego saldo pierwotne było również ujemne, ale jego poziom wynosił tylko 0,5 mld zł.

Mimo zrealizowania tak głębokiego deficytu budżetowego, nie wystąpiły dotychczas trudności ze znalezieniem źródeł jego sfinansowania.

Głównym pożyczkodawcą pozostał sektor pozabankowy, który angażując kwotę w wysokości 6,9 mld zł, pokrył w 61,2% zapotrzebowanie budżetu na środki pieniężne.

Udział niebankowych inwestorów krajowych w finansowaniu budżetu wzrósł w stosunku do grudnia 1998 r. o 2,4 pkt. proc. i wyniósł 65,4%, przy czym inwestowali oni głównie w długoterminowe skarbowe papiery wartościowe, co z punktu widzenia polityki stabilizacyjnej jest zjawiskiem pożądanym.

Zrealizowane w omawianym okresie przychody z prywatyzacji, w kwocie 2,4 mld zł, stanowiły zaledwie 35% wielkości zaplanowanej w ustawie budżetowej i pokryły w 21,5% potrzeby finansowe budżetu państwa. Zaznaczyć należy, iż większość dotychczasowych przychodów z prywatyzacji stanowią wpływy z dokonanej w końcu 1998 r. sprzedaży akcji BPH SA, które pojawiły się na rachunku w pierwszych dniach stycznia 1999 r.

Pewien niepokój budzi wzrost znaczenia bankowego finansowania deficytu budżetowego - jego udział wyniósł

około 25,0%, podczas gdy w 1998 r. zanotowano oddłużenie w kwocie 2,3 mld zł. Oznacza to wzrost roli budżetu w kreacji podaży pieniądza w I półroczu 1999 r.

Saldo finansowania zagranicznego w pierwszych dwóch kwartałach br. było ujemne i wyniosło 0,9 mld zł, a zatem nie stanowiło trudności w prowadzeniu polityki monetarnej.

Strukturę podmiotową finansowania niedoboru budżetowego przedstawia wykres 50.

Analizując sytuację sektora finansów publicznych, należy wspomnieć o pozostałym sektorze budżetowym, tj. budżetach samorządowych oraz funduszach pozabudżetowych, w tym zwłaszcza Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz Kasach Chorych. Stan zadłużenia tego sektora na koniec czerwca 1999 r. wyniósł około 4,5 mld zł, co stanowi 1,7% całkowitego zadłużenia sektora finansów publicznych. Z uwagi na ogromne wydatki związane z wprowadzaniem reform, przy niewystarczających środkach na ich realizację, istnieje poważne ryzyko pogłębiania nierównowagi pozostałych, poza budżetem państwa, podmiotów sektora publicznego, a zatem narastania długu publicznego zaciąganego przez te podmioty.

Nierównowaga zewnętrzna a zagrożenia inflacyjne

W pierwszej połowie 1999 r. nastąpiło dalsze pogłębienie się nierównowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce.

Wykres 50

Struktura finansowania niedoboru budżetowego (wg podmiotów)



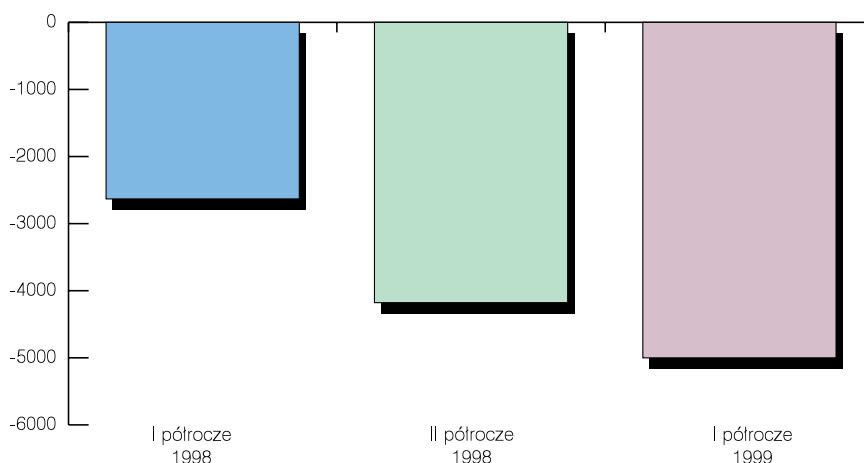
darce. Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego osiągnął poziom 5.041 mln USD, przekraczając o 2.378 mln USD poziom deficytu w I półroczu 1998 r., jak również o 846 mln USD poziom deficytu w drugiej połowie 1998 r. (patrz wykres 51). Wyższy deficyt w warunkach osłabienia tempa wzrostu polskiej gospodarki sprawił, że jego relacja do PKB wyraźnie się pogorszyła. Wobec stabilizacji napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski w I półroczu 1999 r. wyraźnemu pogorszeniu uległy w tym okresie także warunki finansowania nierównowagi zewnętrznej. Stopień pokrycia deficytu obrotów bieżących wpływami z tytułu inwestycji bezpośrednich obniżył się do około 45% wobec około 85% w I połowie 1998 r. (patrz wykres 52).

W II kwartale 1999 r. poziom deficytu w obrotach bieżących był wyższy w stosunku do I kwartału. Wynikało to przede wszystkim z silnego rozszerzenia się ujemnego salda w czerwcu. Deficyt w czerwcu był prawie dwukrotnie wyższy w stosunku do maja, osiągając poziom 1.174 mln USD (wobec deficytu w wysokości 9 mln USD w czerwcu 1998 r.).

Pogłębienie się nierównowagi w obrotach bieżących w I połowie 1999 r. było efektem kontynuacji tendencji z drugiej połowy 1998 r., a zatem rozszerzania się deficytu w obrotach towarowych i usługowych handlu zagranicznego oraz zmniejszania się nadwyżki w zakresie bieżących obrotów niesklasyfikowanych. W dalszym ciągu utrzymywały się niekorzystne tendencje w zakresie popytu na polski eksport. W efekcie załamania się popytu ze strony rynku wschodniego wyraźnie obniżyła się dynamika

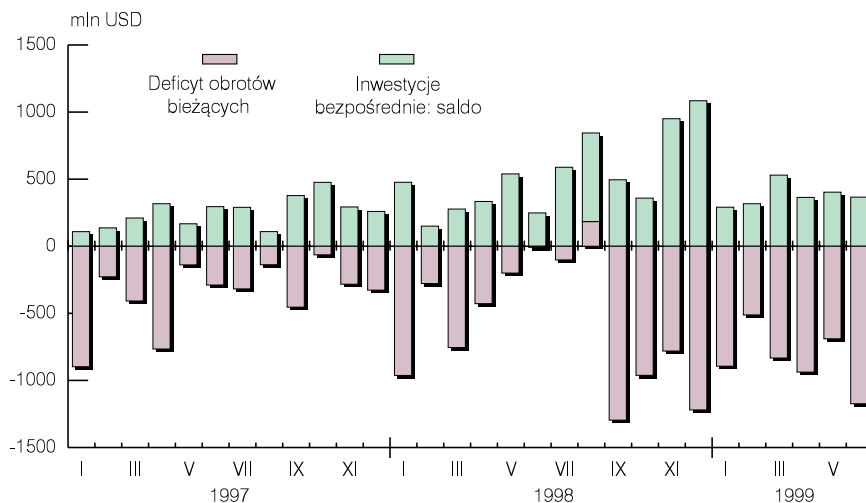
Wykres 51

Salda obrotów bieżących w półroczach 1998 i 1999



Wykres 52

Finansowanie deficytu obrotów bieżących inwestycjami bezpośrednimi w latach 1997 - 1999



ka polskiego eksportu - towarowego i usługowego, zarówno rejestrowanego, jak i przygranicznego. Od drugiej połowy 1998 r. wyraźnie pogarszały się warunki zbytu na rynku zachodnioeuropejskim, a w szczególności na rynku niemieckim. Pierwsze półrocze 1999 r. nie przyniosło istotnej poprawy w koniunkturze gospodarczej strefy euro. Produkt Krajowy Brutto krajów Unii Gospodarczej i Walutowej wzrósł w I kwartale 1999 r. o 1,8%²⁵ (wobec analogicznego okresu 1998 r.), podczas gdy w I kwartale 1998 r. jego dynamika wynosiła 3,4%.

Najbardziej przyczynił się do słabszego tempa wzrostu PKB eksport, którego rozmiary obniżyły się w opisywanym okresie o 0,9%, wobec wzrostu o 10,3% w I kwartale 1998 r. Wyraźnie słabsza była dynamika wzrostu importu krajów strefy euro; import wzrósł w I kwartale 1999 r. jedynie o 0,5% wobec 12,1% w I kwartale 1998 r. Wyraźnie niższy popyt wpłynął na spadek produkcji przemysłowej w opisywanej grupie gospodarek, widoczny od grudnia 1998 r. W kwietniu 1999 r. produkcja przemysłowa w regionie euro kształtowała się o 0,7% poniżej poziomu, jaki osiągnęła w tym samym okresie 1998 r.

W gospodarce niemieckiej, która jest najważniejszym dla Polski rynkiem zagranicznym, tendencje stagnacyjne wyraźnie pogłębiły się w I kwartale 1999 r. Wskaźnik

²⁵ Monthly Bulletin. European Central Bank, July 1999.

wzrostu PKB wyniósł po 3 miesiącach 1999 r. 0,8%²⁶ (wobec analogicznego okresu 1998 r.), produkcja przemysłowa obniżyła się w tym samym okresie o 0,2%. Spadki o podobnej skali zanotowały: eksport o 0,3% oraz import o 0,2%. Spadek produkcji przemysłowej oraz ujemne wskaźniki dotyczące napływu zamówień widoczne były do maja 1999 r.²⁷

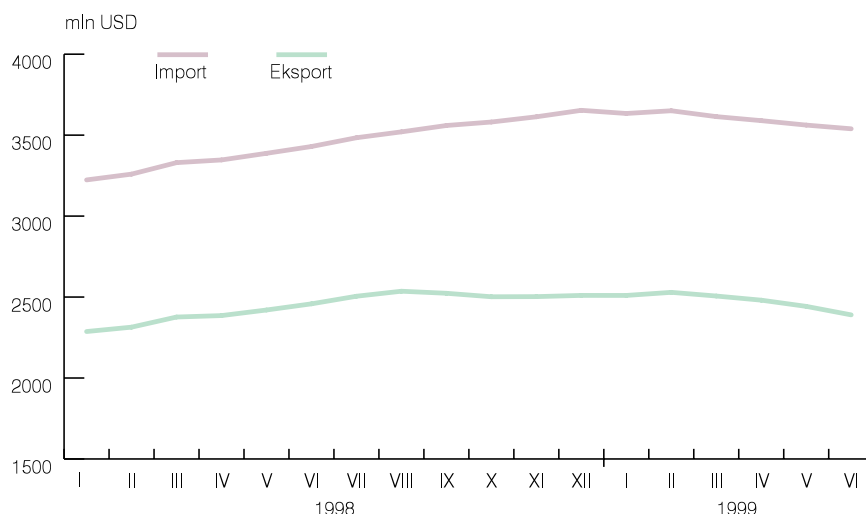
W tych warunkach wpływy z rejestrowanego przez statystykę bilansu płatniczego eksportu towarów spadły w I półroczu 1999 r. o 9,5% w stosunku do analogicznego okresu roku 1998 (patrz wykres 53). W tym samym okresie deficyt w zakresie usług wzrósł ponad 4-krotnie, a nadwyżka w zakresie niesklasyfikowanych obrotów bieżących spadła aż o 1.294 mln USD. Złe wyniki eksportu potwierdzają także dane statystyki celnej. W I półroczu 1999 r. wartość wywozu ogółem obniżyła się o około 9,1% w stosunku do I półrocza 1998 r., przy czym spadek wystąpił na wszystkich głównych kierunkach geograficznych. Eksport na rynki UE obniżył się w analogicznym okresie o 0,1%, a na rynki krajów Europy Środkowo-Wschodniej spadł o 36,6%. W przypadku Niemiec spadek naszego eksportu wyniósł 2,9%, a eksport do Rosji obniżył się o 72,9%. Z punktu widzenia struktury towarowej regres w globalnym eksporcie najbardziej do-

²⁶ German Monitor, Merrill Lynch, 21 July 1999.

²⁷ Brak jest odpowiednich danych za czerwiec 1999 r.

Wykres 53

Wpływy za eksport i wpłaty za import (12-miesięczna średnia ruchoma)



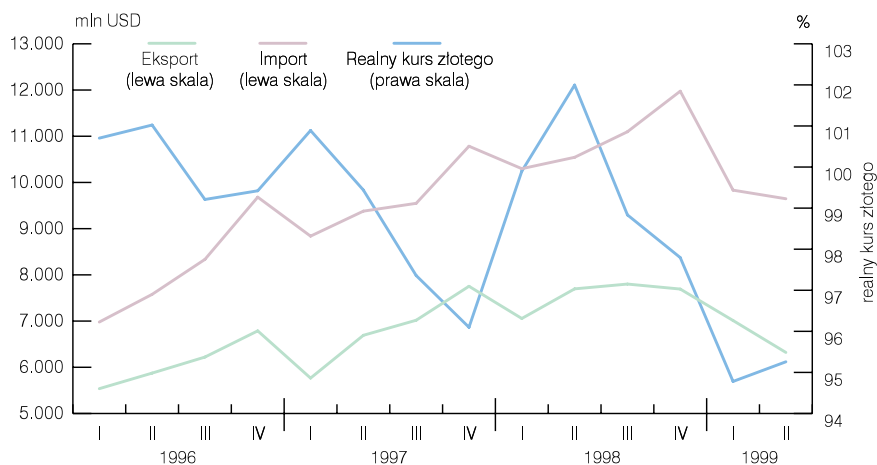
tknął wywóz przetworów spożywczych, produktów przemysłu chemicznego oraz papierniczego, a także metali nieszlachetnych.

W I półroczu 1999 r. uwidoczniły się w polskiej gospodarce efekty dostosowawcze zewnętrznego szoku popytowego. Słabsze w stosunku do 1998 r. tempo wzrostu popytu krajowego, głównie w zakresie dóbr inwestycyjnych i zaopatrzeniowych, wpłynęło na obniżenie importu. Jednocześnie deprecjacja kursu złotego (patrz wykres 54) wpłynęła w pewnym stopniu - poprzez podniesienie kosztów przywozu - na ograniczenie zakupów importowych. Przyspieszenie wzrostu cen transakcyjnych w eksporcie wpłynęło z kolei na poprawę wskaźników konkurencyjności polskiego eksportu. Ewentualne pozytywne efekty osłabienia złotego dla eksportu mogą wystąpić dopiero w II połowie 1999 r.

W I półroczu 1999 r. wypłaty za import rejestrowane przez statystykę bilansu płatniczego spadły o 6,5% (wobec analogicznego okresu 1998 r.). Dane statystyki celnej wskazują na spadek wartości importu w I półroczu 1999 r. o 6,6%. W porównaniu ze strukturą, jaka ukształtowała się po 1998 r., zmiany w rozdysponowaniu importu wskazują na obniżenie się udziału importu zaopatrzeniowego do 63,7% w I półroczu 1999 r. (wobec 64,1% w 1998 r.). Jednocześnie wystąpiły w I półroczu 1999 r. niekorzystne dla równowagi zewnętrznej tendencje w zakresie przyspieszenia importu konsumpcyjnego; jego udział wzrósł w I półroczu 1999 r. do 20,9% wobec 19,7% w 1998 r.

Wykres 54

Ekspert, import i realny kurs złotego 1996 - 1999



Zagregowana podaż

Po związanym z szokiem zewnętrznym i ograniczeniami wzrostu popytu krajowego obniżeniu tempa wzrostu w II półroczu 1998 r., w I półroczu br. - przy nadal niskiej dynamice aktywności gospodarczej - obserwowano stopniowe przywracanie tendencji wzrostowych podaży krajowej. Wobec utrzymujących się tendencji stagnacyjnych w gospodarkach Europy Zachodniej oraz zjawisk kryzysowych w krajach WNP, procesy dostosowawcze do zmiennej sytuacji przebiegały wolniej niż oczekiwano. Mimo przyspieszenia w II kwartale tempo wzrostu PKB w całym półroczu było niższe niż w IV kwartale 1998 r. Niska dynamika aktywności wpłynęła na obniżenie zapotrzebowania gospodarki narodowej na materiały i surowce oraz spowodowała osłabienie wzrostu popytu inwestycyjnego, czego efektem było zmniejszenie zakupów za granicą. Wolumen importu w ciągu pierwszych czterech miesięcy br. był mniejszy niż przed rokiem.

Przy nadal niskim poziomie produkcji przemysłowej w I kwartale br. zanotowano oznaki przełamania tendencji spadkowej. W lutym zahamowana została tendencja pogłębiania spadku produkcji, w marcu sprzedaż wykazana przez przedsiębiorstwa przemysłowe była większa niż w analogicznym miesiącu 1998 r. W kolejnych miesiącach produkcja sprzedana przemysłu kształtowała się na poziomie nieco wyższym niż przed rokiem. Przy spadku sprzedaży w przedsiębiorstwach górnictwa i kopalnictwa wzrosła produkcja w przemyśle przetwórczym. Spadkowe tendencje utrzymywały się w przemysłach, w których pogorszenie wystąpiło przed zewnętrznym szokiem popytowym w II połowie 1998 r. (m.in. metalurgii, tkanin, obróbce skóry i produkcji wyrobów ze skóry). W przemysłach tych, podobnie jak w górnictwie, zanotowano duży spadek zatrudnienia. Wśród dziedzin produkcji szczególnie dotkniętych spadkiem eksportu do Rosji tylko niewielkie zmniejszenie skali spadku obserwowano w przemyśle maszyn i urządzeń. Nie przekroczyła wysokiego poziomu sprzed roku sprzedaż produktów przemysłu spożywczego, który ma istotny wpływ na kształtowanie się ogólnej sytuacji gospodarczej w Polsce (w przemyśle tym wytwarza się prawie 10% wartości globalnej polskich wyrobów i usług). Wyższa niż przed rokiem była, silnie uzależniona od eksportu na rynki krajów b. ZSRR i do Niemiec, produkcja przemysłu mebli. Najwyższy wzrost sprzedaży uzyskały przemysły silnie związane

z rynkiem krajowym - maszyn biurowych i komputerów, poligraficzny, drewna i wyrobów z drewna, wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych, wyrobów z metali. Wzrosła sprzedaż produkcji przemysłu pojazdów mechanicznych, maszyn i aparatury elektrycznej.

Wyższą niż przed rokiem sprzedaż obserwowano również w przemysłach wytwarzających surowce i materiały dla budownictwa, którego produkcja ukształtowała się na poziomie zbliżonym do poprzedniego roku. Po spadku w I kwartale o 1,0%, w II kwartale wzrosła o ponad 3% sprzedaż budowlanych robót inwestycyjno-modernizacyjnych, w obu kwartałach na poziomie ubiegłorocznym kształtowały się wykonane roboty remontowo-konserwacyjne. W strukturze produkcji budowlano-montażowej odnotowano wyraźny wzrost udziału robót związanych z realizacją budynków mieszkalnych oraz handlowo-usługowych, przy spadku udziału robót związanych z realizacją budynków i hal przemysłowych produkcyjnych i składowych, budynków użytku publicznego, budowli inżynierskich wodnych (m.in. oczyszczalni wód i ścieków).

Niższy poziom krajowej aktywności gospodarczej i zmniejszenie obrotów z zagranicą obniżył popyt na usługi transportowe. Jednak można szacować, że w związku z wysoką dynamiką sprzedaży detalicznej i hurtowej i dalszym rozwojem usług obsługi firm i nieruchomości oraz usług finansowych, wzrost wartości globalnej i dodanej w grupie sekcji usług rynkowych był wyższy niż przed rokiem. Szacuje się, że w sekcjach usług nierynkowych - administracji publicznej i obrony narodowej, edukacji, ochrony zdrowia i opieki socjalnej - wzrost wartości dodanej utrzymał się na poziomie ubiegłorocznym. Należy jednak zaznaczyć, że w związku ze zmianami systemowymi i ograniczeniami programu badań statystycznych szacunki te oparte są na znacznie słabszych niż w poprzednich latach materiałach źródłowych.

W związku z nasyceniem rynku krajowego i ograniczonym popytem zewnętrznym pogorszyły się możliwości sprzedaży produktów rolnictwa. W rezultacie, oprócz niekorzystnych tendencji w produkcji bydła rzeźnego, obserwowanych już w roku poprzednim, odnotowano spadek skupu mleka oraz zmiany w strukturze pogłowia trzody chlewnej, wskazujące na znaczne ograniczenie pogłowia trzody w następnych miesiącach. Można szacować, że wysoka w II półroczu 1998 r. dynamika produkcji globalnej rolnictwa i wartości dodanej tej sekcji gospodarki uległa znaczącemu obniżeniu.

Tendencje w zakresie kosztów i cen w przedsiębiorstwach

Wyniki finansowe przedsiębiorstw w II kwartale 1999 r. były zdecydowanie lepsze niż w I kwartale br., co spowodowało, że w I półroczu br. zanotowano poprawę ich wskaźników efektywnościowych w porównaniu z I kwartałem br.²⁸ Wskaźnik rentowności obrotu netto, którego wartość w I kwartale br. była ujemna zarówno dla całego sektora przedsiębiorstw, jak i dla przemysłu - osiągnął wielkość dodatnią (nieznacznie powyżej zera). Ujemne wartości wskaźnika rentowności obrotu w okresie I półrocza 1999 r. utrzymały się tylko w sekcjach górnictwa i kopalnictwa oraz transportu, składowania i łączności.

Wskaźnik poziomu kosztów uzyskania przychodów z całokształtu działalności uległ nieznacznej poprawie, co warto podkreślić, mimo iż jego wielkość była nadal duża (98,4% dla całego sektora przedsiębiorstw). Taka sytuacja miała miejsce w większości sekcji i działów, tylko w niektórych z nich przekroczony został graniczny poziom 100%. Tak niekorzystny wskaźnik kosztów wystąpił w przypadku kilku działów przemysłu, między innymi w produkcji tkanin (102%), produkcji metali (104,6%) oraz produkcji maszyn i urządzeń (102,6%). Szczególnie wysoki wskaźnik kosztów cechuje tradycyjnie sekcję górnictwa i kopalnictwa, osiągnął on poziom - 112,6%.

Na wstępną ocenę kierunku i skali wpływu kosztów na ceny produkcji sprzedanej pozwala obserwacja wzajemnej relacji dynamiki kosztów własnych produkcji i dynamiki przychodów uzyskiwanych ze sprzedaży tejże produkcji.

W przemyśle, w którym powstaje prawie 70% przychodów ze sprzedaży produktów, utrzymywała się od dłuższego czasu tendencja wyprzedzania dynamiki przychodów przez dynamikę kosztów, co wpływało na pogarszanie się sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw przemysłowych. W II kwartale 1999 r. nastąpiła zmiana, którą można potraktować jako pierwszy sygnał przełamania negatywnych tendencji w relacjach kosz-

²⁸ Dane dotyczą 26.339 podmiotów gospodarczych prowadzących księgi rachunkowe i przekazujących co kwartał sprawozdania finansowe do GUS na formularzach F01. Są to podmioty, w których liczba pracujących przekracza 50 osób - w sekcji górnictwo i kopalnictwo oraz w sekcji działalność produkcyjna - a 20 osób w pozostałych sekcjach. Dane nie obejmują wyników przedsiębiorstw rolnictwa, łowiectwa, leśnictwa, rybołówstwa i rybactwa, a także banków, instytucji ubezpieczeniowych i szkół wyższych. W stosunku do marca 1999 r. liczba tych podmiotów wzrosła o 3,5%.

ty-przychody ze sprzedaży produktów w całym przemyśle. Redukcja kosztów produkcji pozostaje jednak nadal podstawowym problemem wielu przedsiębiorstw, zwłaszcza w sytuacji ograniczonych możliwości podwyższania cen własnej produkcji sprzedanej. Obserwowana tendencja spadku dynamiki wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu jest z jednej strony efektem prowadzenia polityki antyinflacyjnej i wynika z sytuacji makroekonomicznej, a z drugiej - jest skutkiem wzrostu wymagań konsumenckich i intensyfikacji konkurencji.

Utrzymująca się od 1996 r. zarówno w całym sektorze przedsiębiorstw, jak i w przemyśle przewaga dynamiki wzrostu kosztów nad dynamiką wzrostu przychodów ze sprzedaży produktów - nieznacznie zmalała w I kwartale 1999 r., a na koniec I półrocza br. została zupełnie zredukowana (por. tablica 4). W I półroczu 1999 r. - po raz pierwszy od dłuższego czasu - dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży produktów w przedsiębiorstwach przemysłowych (w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego) wyprzedzała o 0,7 pkt. proc. dynamikę wzrostu kosztów własnych sprzedanych produktów (por. wykres 55).

Wskaźnik poziomu kosztów uzyskania przychodów ze sprzedaży produktów przemysłowych poprawił się, zmniejszając się z 97,7% na koniec 1998 r. do 97,2% na koniec I kwartału 1999 r. i 95,8% na koniec I półrocza bieżącego roku.

W działalności produkcyjnej przy rosnących kosztach własnych nastąpił nieco szybszy wzrost przychodów ze sprzedaży produktów (w I półroczu br. w stosunku do analogicznego półrocza poprzedniego roku), co spowodowało, że różnica dynamik stała się dodatnia (por. wykres 56).

Wyjątkowo pozytywnie ukształtowała się sytuacja w sekcji zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę. W I półroczu 1999 r. w sekcji tej nastąpiła radykalna zmiana relacji dynamik kosztów i przychodów, co widoczne było już w I kwartale br. (por. wykres 57).

Dynamika przychodów ze sprzedaży produktów w sekcji zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę w I półroczu br. aż o 1,5 pkt. proc. wyprzedziła dynamikę kosztów. Na podkreślenie zasługuje fakt, że na koniec 1998 r. sytuacja była odwrotna - dynamika kosztów wyprzedzała o 4,7 pkt. proc. dynamikę przychodów. Ta radykalna zmiana w tak krótkim okresie możliwa była do uzyskania tylko dzięki regulacjom cenowym, co nastąpi-

Tablica 4

Dynamika przychodów ze sprzedaży produktów i ich koszyków własnych w przedsiębiorstwach przemysłu i trzech jego sekcji w okresach styczeń-czerwiec 1996 – styczeń-czerwiec 1999 (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)

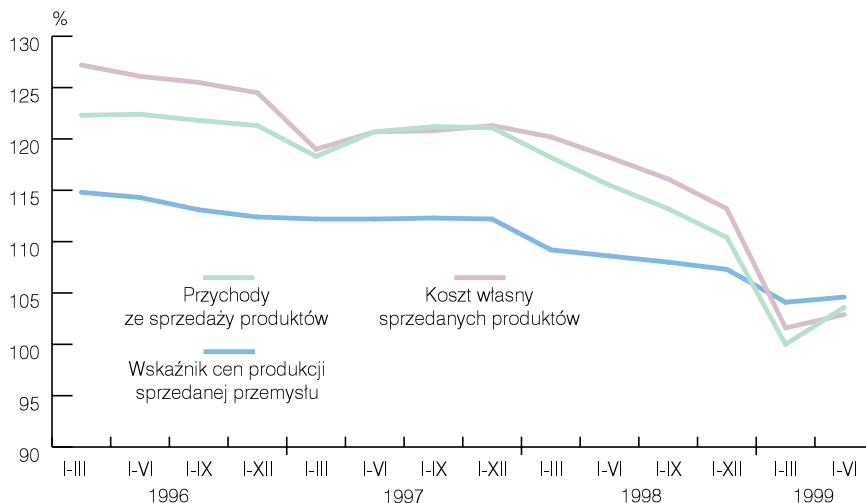
Wyszczególnienie	I-VI							
	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999
	Przemysł z tego:				Działalność produkcyjna			
Przychody ze sprzedaży produktów (w %)	122,4	120,7	115,5	103,6	123,6	122,1	119,1	103,2
Koszty własne sprzedanych produktów (w %)	126,1	120,7	118,2	102,9	126,9	122,4	120,3	102,9
Różnica dynamik P-K (w pkt. proc.)	-3,7	-0,0	-2,7	0,7	-3,3	-0,3	-1,23	0,3
	Górnictwo i kopalnictwo				Zaopatrzenie w energię elektryczną, gaz i wodę			
Przychody ze sprzedaży produktów (w %)	115,3	116,0	89,6	99,3	120,0	115,0	110,7	108,9
Koszty własne sprzedanych produktów (w %)	120,0	112,1	100,5	96,4	126,0	116,8	117,5	107,4
Różnica dynamik P-K (w pkt. proc.)	-4,7	3,9	-10,9	2,9	-6,0	-1,8	-6,8	1,5

Źródło: Dane jednostkowe GUS; agregacja i obliczenia NBP.

ło w przypadku produktów tej sekcji. W końcu 1998 r. nastąpiło uwolnienie cen energii elektrycznej i energii cieplnej, które (aczkolwiek niepełne, bowiem obwarowane limitami podwyżek cen) zaowocowało ich podwyżkami i umożliwiło dynamiczny wzrost przychodów sekcji wytwarzającej te dobra. Taki rozwój sytuacji był przewidywany pod koniec ubiegłego roku.

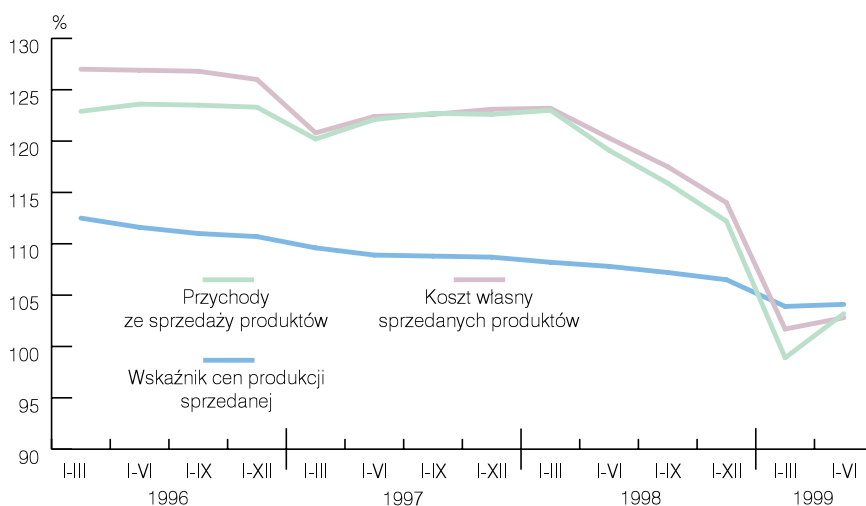
Wykres 55

Dynamika przychodów i kosztów w przedsiębiorstwach przemysłu w okresie styczeń-czerwiec 1996 – styczeń-czerwiec 1999 oraz dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



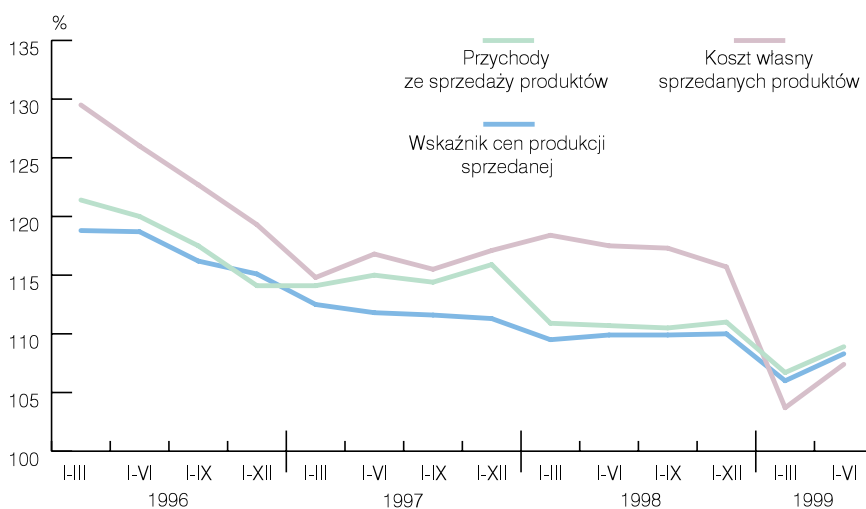
Wykres 56

Dynamika przychodów i kosztów w przedsiębiorstwach sekcji działalność produkcyjna w okresie styczeń-czerwiec 1996 – styczeń-czerwiec 1999 oraz dynamika cen produkcji sprzedanej tej sekcji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Wykres 57

Dynamika przychodów i kosztów w przedsiębiorstwach sekcji zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę w okresie styczeń-czerwiec 1996 – styczeń-czerwiec 1999 oraz dynamika cen produkcji sprzedanej tej sekcji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



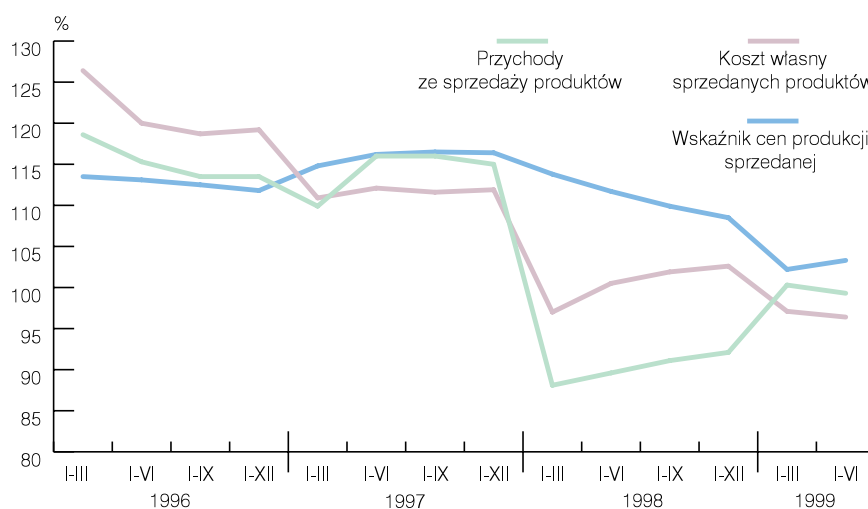
Sytuacja w sekcji zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę - niezależnie od oceny źródła zaistniałej zmiany - wpływała od początku bieżącego roku na poprawę wyników przemysłu, mimo że sekcja ta w I półroczu br. zrealizowała 12,2% przychodów ze sprzedaży produktów uzyskiwanych przez cały przemysł.

Sekcja górnictwa i kopalnictwa ma nietypową sytuację spowodowaną wieloletnimi zaniedbaniami, opóźnieniem restrukturyzacji, bieżącymi trudnościami ze zbytem węgla, podejmowaniem doraźnych decyzji pod wpływem protestów, akcjami oddłużeniowymi kopalń itp. Dlatego też trzeba ostrożnie interpretować osiągnięty w I półroczu 1999 r. spadek kosztów produkcji w stosunku do I półrocza 1998 r. i powstanie dodatniej różnicy między dynamikami przychodów i kosztów (por. wykres 58). Sekcja ta jest nadal wysoce deficytowa i w I półroczu br. miała najwyższy spośród wszystkich sekcji wskaźnik poziomu kosztów. Jej udział w przychodach przemysłu w I półroczu br. wyniósł tylko 6,4%.

W I półroczu 1999 r. w przemyśle, podobnie jak i w trzech tworzących go sekcjach, w dalszym ciągu utrzymywało się umiarkowane tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej (por. wykresy od 55 do 58). Jednocześnie po raz pierwszy od dłuższego czasu dynamika wzrostu cen produkcji sprzedanej wyprzedziła dynamikę kosztów. Tłumaczy to w dużym stopniu zmniejszenie różnicy

Wykres 58

Dynamika przychodów i kosztów w przedsiębiorstwach sekcji górnictwa i kopalnictwa w okresie styczeń-czerwiec 1996 – styczeń-czerwiec 1999 oraz dynamika cen produkcji sprzedanej tej sekcji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



między dynamikami kosztów i przychodów i umożliwienie pewnej poprawy wskaźnika poziomu kosztów uzyskania przychodów ze sprzedaży produktów. Dokonało się to jednak raczej dzięki podwyżkom cen, niż istotnej poprawie efektywności gospodarowania w przedsiębiorstwach przemysłu.

Zwłaszcza trzy grupy kosztów uniemożliwiały redukcję kosztów produkcji w przemyśle (analogicznie jak w działalności produkcyjnej). Są nimi: pełne koszty pracy, amortyzacja oraz koszt usług obcych, które rosły najszybciej. Wzrost kosztów amortyzacji wymaga jednak odmiennej oceny niż wzrost pozostałych kosztów z uwagi na fakt pełnienia przez amortyzację funkcji źródła finansowania restytucji majątku przedsiębiorstw. Za prawidłowość rozwojową należy uznać tendencję, iż amortyzacja pozostanie na trwałe nie tylko bardzo istotnym, ale i zwiększającym się elementem kosztów. Po pierwsze dlatego, że w kosztach amortyzacji muszą być uwzględniane okresowe przeceny majątku trwałego. Po drugie dlatego, że oddawany do eksploatacji majątek trwały jest coraz bardziej kosztowny z uwagi na postęp techniczny i technologiczny. Po trzecie dlatego, że następuje skracanie się okresu eksploatacji maszyn i urządzeń oraz przyspieszona ich wymiana. Aby przedsiębiorstwa mogły zgromadzić odpowiednie środki finansowe na odtwarzanie i unowocześnianie majątku udział amortyzacji w kosztach powinien wzrastać.

Generalna ocena kształtowania się poszczególnych rodzajów kosztów w przedsiębiorstwach przemysłu i w trzech jego sekcjach w I kwartale 1999 r. wskazywała, że utrzymuje się problem kosztochłonności produkcji (zwłaszcza w sekcji działalność produkcyjna, która ma decydujące znaczenie dla oceny sytuacji w przemyśle). Może to stać się czynnikiem wzrostu cen w warunkach sprzyjającej sytuacji rynkowej.

Polityka pieniężna w I i II kwartale 1999 r.

Zmiana celów i założeń polityki pieniężnej na 1999 r.

Cel inflacyjny na 1999 r. został pierwotnie wyznaczony w czerwcu 1998 r. Potwierdzony został w *Założeniach polityki pieniężnej na 1999 rok*, opracowanych we wrześniu 1998 r. Okres, jaki upłynął od tej daty, charakteryzował się nieprzewidywalnym i szokami (m.in. znaczny spadek cen surowców, w tym ropy naftowej, wzrost podaży na krajowym rynku wskutek kryzysu rosyjskiego), które miały istotny wpływ w 1998 r. na wolniejsze niż przewidywano tempo wzrostu cen oraz wolniejsze tempo wzrostu PKB. W okresie pierwszych dwóch miesięcy 1999 r. odnotowano spadek rocznego tempa inflacji do poziomu 5,6%. Był to ponad dwukrotnie niższy wzrost cen niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

W tej sytuacji - mimo że przewidywano w następnych miesiącach istotne wyhamowanie tempa spadku inflacji, a nawet możliwość jej pewnego nasilenia - Rada Polityki Pieniężnej postanowiła dokonać zmiany, przyjętego we wrześniu 1998 r., krótkookresowego celu polityki pieniężnej na 1999 r. oraz niektórych założeń z nim związanych.

Na posiedzeniu 24 marca 1999 r., po rozpatrzeniu bieżącej sytuacji gospodarczej oraz tendencji występujących na rynkach finansowych, Rada Polityki Pieniężnej dokonała zmiany krótkookresowego celu polityki pieniężnej na 1999 r. i oczekiwała, że cel ten mierzony wskaźnikiem rocznego wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 1999 r. wyniesie 6,6% - 7,8%. Rada przewidywała, że realizacja tego celu będzie dokonywać się w warunkach wzrostu PKB w 1999 r. w tempie około 4% i wzrostu poziomu deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego do około 5,5% PKB.

Przy podejmowaniu decyzji o zmianie celu inflacyjnego na 1999 r. Rada wzięła pod uwagę, że miesięczny rozkład zmian cen w tym roku będzie miał odmienny przebieg w porównaniu z latami ubiegłymi, uznając możliwość przejściowego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach bieżącego roku. Ponieważ uwarunkowania te są trudne do przewidzenia, Rada zdefiniowała cel inflacyjny

**Cele i założenia na rok 1999
zawarte w Założeniach polityki pieniężnej na 1999 rok
(wrzesień 1998 r.) oraz przyjęte
przez Radę Polityki Pieniężnej 24 marca 1999 r.**

Cel	wrzesień 1998	marzec 1999
I. Ograniczenie tempa inflacji do (%) ^a	8-8,5	6,6-7,8
Założenia		
2. Wzrost PKB (%)	5,4	około 4
3. Przyrost podaży pieniądza (M2) (mld zł)	34-41	bez zmian
4. Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego (% PKB)	-	do około 5,5

^a Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w ujęciu grudzień do grudnia

Źródło: Narodowy Bank Polski.

w szerszym paśmie, niż zostało to przyjęte w Założeniach polityki pieniężnej na 1999 rok z września 1998 r.

Po upływie I półrocza 1999 r. można stwierdzić, że wolniej, niż tego oczekiwano dokonuje się proces przełamywania tendencji stagnacyjnych w gospodarkach zachodnioeuropejskich - w tym przede wszystkim w Niemczech. Nie obserwuje się jednocześnie istotnej odbudowy eksportu na rynki wschodnie. Ta sytuacja, owocująca wzmożoną konkurencją na rynkach międzynarodowych, wydaje się stwarzać duże trudności polskim przedsiębiorstwom produkującym towary i świadczącym usługi będące przedmiotem wymiany międzynarodowej. Jednocześnie, obserwowane w ciągu I półrocza br. umiarkowane przyspieszenie wzrostu gospodarczego zaczęło skutkować stopniowo coraz większymi wydatkami na import. W efekcie większy niż przewidywano deficyt obrotów handlowych, usługowych oraz istotnie mniejsze dodatnie saldo niesklasyfikowanych obrotów bieżących przyczyniły się w największym stopniu do przekroczenia prognozowanego deficytu obrotów bieżących.

Instrumenty polityki pieniężnej

W I półroczu 1999 r. Rada podjęła wiele istotnych decyzji w dziedzinie instrumentarium polityki pieniężnej. Dotyczyły one stóp procentowych i systemu kursowego. Rozpatrywano także sprawę konwersji zobowiązań budżetu państwa wobec NBP oraz kwestię zmniejszenia stóp rezerw obowiązkowych.

Biorąc pod uwagę szybsze niż przewidywano obniżanie się tempa inflacji w IV kwartale 1998 r. oraz przewi-

Najważniejsze decyzje Rady Polityki Pieniężnej w I półroczu 1999 r.

Data podjęcia decyzji	Decyzja o:
20 stycznia	<ul style="list-style-type: none"> - obniżeniu oprocentowania kredytu lombardowego z 20% do 17% - obniżeniu stopy redyskonta weksli z 18,25% do 15,5% - obniżeniu minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 15,5% do 13% w skali roku
24 marca	<ul style="list-style-type: none"> - zmianie celu polityki pieniężnej na 1999 r. - rozszerzeniu dopuszczalnego zakresu wahań kursu złotego z $\pm 12,5\%$ do $\pm 15\%$ wokół parytetu centralnego - obniżeniu miesięcznego tempa dewaluacji złotego względem koszyka walut obcych z 0,5% do 0,3%
21 kwietnia	<ul style="list-style-type: none"> - zaleceniu Zarządowi NBP likwidacji transakcyjnego charakteru fixingu walutowego do końca czerwca 1999 r.

Źródło: Narodowy Bank Polski.

dywania dotyczące kontynuacji spadku tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w I kwartale 1999 r., a także obserwowane obniżenie aktywności gospodarczej, Rada zdecydowała na posiedzeniu w dniu 20 stycznia br. o redukcji stóp procentowych. Oprocentowanie kredytu lombardowego zostało obniżone o 3 pkt. proc. (z 20% do 17%), stopa redyskonta weksli została obniżona o 2,75 pkt. proc. (z 18,25% do 15,5%), zaś w odniesieniu do 28-dniowych operacji otwartego rynku zdecydowano, że NBP będzie prowadził je przy stopie rentowności nie niższej niż 13%, co oznaczało obniżenie ich minimalnej stopy rentowności z 15,5% do 13,0%, a więc o 2,5 pkt. proc.

Dokonując redukcji stóp procentowych, Rada stwierdziła, że skuteczne ograniczenie inflacji w 1998 r. oraz przewidywany jej dalszy spadek w I kwartale 1999 r. umożliwiły istotne zmniejszenie restrykcyjności polityki pieniężnej, nie tworząc zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego. Zmniejszenie restrykcyjności polityki pieniężnej było tym bardziej uzasadnione, że Sejm uchwalił budżet państwa w wersji zaproponowanej przez rząd. Również brak większej presji ze strony dynamiki realnych wynagrodzeń w końcowych miesiącach 1998 r. wskazywał, iż nie będą one stanowiły zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego w 1999 r.

W dniu 24 marca 1999 r., realizując *Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999-2003 oraz Założenia polityki pieniężnej na 1999 rok* w części dotyczącej stopniowego upłynniania kursu walutowego, RPP postanowiła rozszerzyć pasmo dopuszczalnych wahań kursów średnich NBP do $\pm 15\%$ wokół parytetu centralnego. Jednocześnie Rada zmieniła miesięczne tempo kroczącej dewaluacji z 0,5% do 0,3%, dostosowując jego wysokość do nowego celu inflacyjnego na 1999 r. oraz malejącej różnicy między krajowym i zagranicznym tempem wzrostu cen.

Decyzją z dnia 21 kwietnia 1999 r. Rada Polityki Pieniężnej zaleciła Zarządowi NBP likwidację transakcyjnego charakteru fixingu walutowego, nie później niż do końca czerwca br. Na tej podstawie 7 maja 1999 r. Zarząd NBP podjął uchwałę uchylającą uchwałę w sprawie wprowadzenia „Regulaminu zakupu i sprzedaży walut obcych przez banki w NBP”, która weszła w życie z dniem 7 czerwca 1999 r. W efekcie 4 czerwca br. odbyła się między bankami komercyjnymi i NBP ostatnia sesja fixingowa.

Perspektywy inflacji

Analiza sytuacji gospodarczej Polski w I półroczu 1999 r. skłania do sformułowania wniosku o braku istotnych zagrożeń dla realizacji celu inflacyjnego w 1999 r., mimo że do końca roku 12-miesięczny wskaźnik wzrostu cen może jeszcze wzrosnąć. Trwający od marca okres zahamowania spadku inflacji, a nawet jej wzrostu, nie jest wynikiem pogorszenia stabilności makroekonomicznej polskiej gospodarki, lecz przede wszystkim spodziewanym efektem innego, niż w poprzednich latach, rozkładu podwyżek cen urzędowych i podatków pośrednich, a także zmian dotychczasowych tendencji cen surowców na rynkach światowych - przede wszystkim cen ropy naftowej. W 1999 r. powinny jednak utrzymać się jeszcze dość korzystne, z punktu widzenia ograniczania inflacji, uwarunkowania na rynku żywności.

Przewidywany do końca bieżącego roku duży napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych z prywatyzacji kreuje stosunkowo korzystne warunki finansowania deficytu obrotów bieżących.

Zbyt długa kontynuacja tendencji rosnącej inflacji może jednak tworzyć dodatkowy obszar niepewności co do stabilności procesu dezinflacji w polskiej gospodarce. Jakkolwiek prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza nie jest obecnie znaczne, Rada Polityki Pieniężnej jest gotowa zwiększyć restrykcyjność polityki pieniężnej w przypadku wystąpienia istotnych przesłanek potwierdzających realność takiego zagrożenia.

