

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

RAPORT O INFLACJI

II kwartał 2000

Warszawa, wrzesień 2000 r.

Projekt graficzny:

Ryszard Piwowar
Piotr Chodorek
Ed Polinski

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydał:

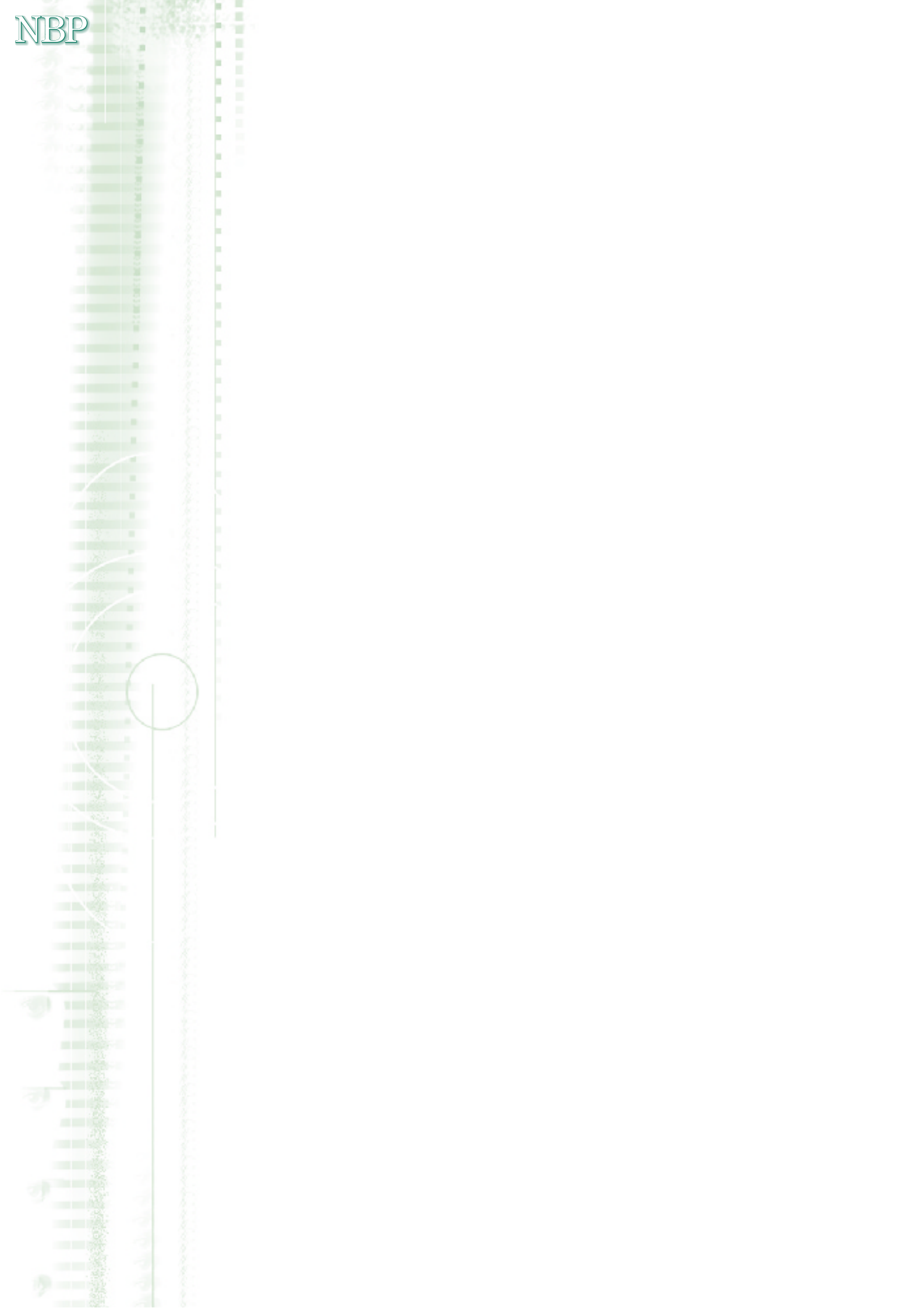
Narodowy Bank Polski
Gabinet Prezesa
Wydział Promocji i Informacji
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
Tel (0-22) 653 23 35, Fax: (0-22) 653 13 21

© *Narodowy Bank Polski*, 2000

ISSN 1640 - 0747

SPIS TREŚCI

SYNTEZA	5
Przebieg procesów inflacyjnych w II kwartale 2000 r.	9
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	9
Kształtowanie się inflacji bazowej	19
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej	23
Czynniki określające podaż pieniądza w II kwartale 2000 r.	28
Pieniądz i ceny na rynku finansowym	28
Podaż pieniądza w II kwartale 2000 r.	28
Funkcjonowanie kanałów transmisji w II kwartale 2000 r.	42
Kanał stopy procentowej	42
Kanał kursu walutowego	51
Oczekiwania inflacyjne	57
Kanał papierów wartościowych (efekt majątkowy)	65
Wpływ cen zewnętrznych na zjawiska inflacyjne w II kwartale 2000 r.	67
Kształtowanie się zagregowanego popytu i podaży	73
Popyt wewnętrzny	74
Nierównowaga zewnętrzna a zagrożenia inflacyjne	79
Zagregowana podaż	86
Tendencje w zakresie cen i kosztów w sektorze przedsiębiorstw	88
Rynek pracy i bezrobocie, dochody	96
Polityka pieniężna w II kwartale 2000 r. a realizacja celu inflacyjnego	104
Realizacja celu polityki pieniężnej	104
Instrumenty polityki pieniężnej	105
Perspektywy inflacji	108



SYNTEZA

W II kwartale 2000 r. wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych liczony w skali rocznej utrzymywał się na poziomie około 10%. Stosunkowo wysoki poziom inflacji w II kwartale, mimo utrzymywania pod kontrolą agregatów pieniężnych i widocznego od ostatniego kwartału 1999 r. osłabienia dynamiki popytu wewnętrznego, stanowi potwierdzenie, że niezwykle istotną przeszkodą w obniżaniu wskaźnika cen w Polsce jest funkcjonowanie niekonkurencyjnych struktur rynkowych, co powoduje stosunkowo silny wpływ szoków podażyowych – ostatnio przede wszystkim wzrostu cen paliw na rynkach światowych – na ogólny poziom cen. Innym ważnym czynnikiem, który zadecydował o utrzymaniu się stosunkowo wysokiej inflacji w II kwartale, był wzrost cen żywności powodowany zaburzeniami podaży. Potwierdzają to również różne miary inflacji bazowej.

Rosnące ceny żywności i paliw oraz oczekiwane zmniejszenie produkcji rolnej w wyniku niekorzystnych warunków klimatycznych spowodowały w II kwartale 2000 r. wzrost oczekiwań inflacyjnych, szczególnie osób prywatnych. Przesunięcia, jakie nastąpiły w położeniu krzywej dochodowości w ciągu II kwartału, mogą świadczyć o tym, że podmioty na rynku finansowym zaczęły oczekiwać późniejszego, niż zakładano, spadku inflacji i stóp procentowych.

W II kwartale 2000 r. utrzymywało się stosunkowo niskie tempo wzrostu agregatów pieniężnych. Przejściowym czynnikiem zaburzającym tę tendencję w czerwcu był wzrost zobowiązań wobec osób prywatnych i podmiotów gospodarczych, w związku z dążeniem do nabycia akcji Polskiego Koncernu Naftowego ORLEN. Jednocześnie nadal istniała tendencja do systematycznego wzrostu depozytów złotych w bankach przy stopniowym obniżaniu popytu na kredyt, zarówno ze strony podmiotów gospodarczych, jak i osób prywatnych.

Najważniejszym wydarzeniem na rynku finansowym w II kwartale było dokonane w kwietniu pełne upłynnienie kursu złotego,

stanowiące zwieńczenie strategii stopniowego uelastyczniania kursu polskiej waluty. Nieprzewidywalne wydarzenia zewnętrzne – głęboki spadek amerykańskiego indeksu NASDAQ, owocujący wycofywaniem kapitałów zagranicznych z rynku papierów wartościowych, a także silny wzrost wartości dolara USA na rynkach światowych – przyczyniły się do istotnej deprecjacji złotego po upłynnieniu jego kursu. Jednocześnie jednak po istotnym pogorszeniu się deficytu obrotów bieżących w marcu, w drugim kwartale nastąpiła długo oczekiwana poprawa płatniczych wyników eksportu i powiększanie się nadwyżki niesklasyfikowanych obrotów bieżących. Widoczna stała się tendencja do poprawy sytuacji na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Oczekiwania rynku na napływ dewiz z prywatyzacji sprzyjały stopniowej stabilizacji kursu złotego w drugiej połowie II kwartału.

Do poprawy sytuacji na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego przyczyniło się zarówno zaostrzenie polityki pieniężnej, jak i prawdopodobnie lepsze wyniki polityki fiskalnej¹, przynajmniej w zakresie budżetu centralnego. Dotychczasowa poprawa w zakresie nierównowagi zewnętrznej była możliwa dzięki notowanej od IV kwartału ubiegłego roku wolniejszej dynamice popytu krajowego od dynamiki PKB. Ograniczenie tempa wzrostu popytu krajowego, a także poprawa efektywności (wysoki wzrost wydajności pracy w przemyśle) i korzystne uwarunkowanie zewnętrzne – w tym wreszcie większy import ze strony Rosji – przyczyniły się do wzrostu eksportu. Tendencja do wyraźnego osłabienia popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego utrzymała się w II kwartale 2000 r. W tym kierunku oddziałuje malejące tempo wzrostu płac i świadczeń społecznych przy zmniejszeniu zatrudnienia i utrzymywaniu się stosunkowo

¹ Brak danych o wielkości deficytu całego sektora finansów publicznych w czasie opracowywania *Raportu o inflacji* nie pozwolił na jednoznaczną ocenę realizowanej w I półroczu br. polityki fiskalnej.

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	I	II	III	IV	1997	I
	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał		kwartał
	1997					
PKB	6,4	7,5	6,7	6,4	6,8	6,4
Popyt krajowy	7,8	8,9	9,2	10,7	9,2	7,4
Spożycie ogółem	6,0	6,3	6,3	5,7	6,1	5,5
Spożycie indywidualne	6,7	7,1	7,0	6,6	6,9	6,4
Akumulacja brutto	18,6	20,3	20,6	22,3	20,8	17,4
Nakłady brutto na środki trwałe	19,6	21,0	21,2	23,2	21,7	17,8
Stopa oszczędzania (%)	13,6	13,6	12,7	12,9	13,2	12,0
Stopa oszczędności finansowych (%)	9,5	8,2	6,7	10,3	8,6	8,6
Stopa bezrobocia (%)	12,6	11,6	10,6	10,3	10,3	10,4
Dochody do dyspozycji (analogiczny okres roku poprzedniego = 100)	104,8	108,1	110,0	105,4	107,1	104,4

Podstawowe wskaźniki monetarne

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych ¹	116,6	115,3	113,6	113,2	113,2	113,9
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ¹	111,8	112,2	113,0	111,5	111,5	109,2
M0	125,5	124,9	135,4	123,7	123,7	117,6
M1	124,7	128,4	125,3	118,2	118,2	116,5
M2	128,0	129,8	131,6	129,1	129,1	127,4
Depozyty sektora niefinansowego	130,0	132,1	134,3	131,9	131,9	130,9
osób prywatnych	129,1	131,5	134,1	136,3	136,3	134,0
podmiotów gospodarczych	132,6	133,6	134,7	122,1	122,1	122,8
Należności od sektora niefinansowego	147,7	147,3	144,7	133,6	133,6	130,4
od osób prywatnych	200,3	189,6	174,5	156,2	156,2	145,3
od podmiotów gospodarczych	141,4	141,4	140,1	129,7	129,7	127,9
M0	107,6	108,4	119,2	109,3	109,3	103,3
M1	106,9	111,4	110,3	104,4	104,4	102,3
M2	109,8	112,6	115,8	114,0	114,0	111,9
Depozyty sektora niefinansowego	111,5	114,6	118,2	116,5	116,5	114,9
osób prywatnych	110,7	114,1	118,0	120,4	120,4	117,7
podmiotów gospodarczych	113,7	115,9	118,6	107,8	107,8	107,8
Należności od sektora niefinansowego	126,7	127,7	127,4	118,0	118,0	114,5
od osób prywatnych	171,8	164,4	153,6	138,0	138,0	127,6
od podmiotów gospodarczych	121,3	122,6	123,4	114,6	114,6	112,3
Stopa referencyjna (%) 2)						24,0
Stopa kredytu redyskontowego (%) 2)	22,0	22,0	24,5	24,5	24,5	24,5
Stopa kredytu lombardowego (%) 2)	25,0	25,0	27,0	27,0	27,0	27,0

¹ w ostatnim miesiącu kwartału² stan w końcu okresu

Źródło: Dane GUS, dane NBP

RAPORT O INFLACJI II kwartał 2000

II	III	IV	1998	I	II	III	IV	1999	I	II
kwartał	kwartał	kwartał		kwartał	kwartał	kwartał	kwartał		kwartał	kwartał
1998				1999				2000		
realny wzrost										
5,4	5,0	2,9	4,8	1,6	3,1	5,0	6,2	4,1	6,0	5,2
5,9	6,3	6,6	6,5	3,3	4,6	5,6	5,8	4,9	5,1	3,3
3,7	3,9	3,9	4,1	3,7	4,1	4,5	4,6	4,2	3,9	2,3
4,2	4,5	4,6	4,7	4,4	4,9	5,4	5,6	5,0	4,6	2,6
14,9	14,6	12,0	13,8	1,1	6,5	9,0	7,9	6,8	11,2	6,7
15,2	14,8	12,6	14,2	6,1	6,8	7,0	7,3	6,9	5,5	2,9
14,9	10,8	15,4	13,3	11,0	11,5	9,8	13,3	11,4	.	.
7,8	7,1	7,1	7,7	10,7	2,5	3,3	3,2	4,9	.	.
9,6	9,6	10,4	10,4	12,0	11,6	12,1	13,0	13,0	13,9	13,5
103,7	102,5	107,2	104,5	104,1	103,0	102,3	102,2	102,8	.	.
analogiczny okres poprzedniego roku = 100										
112,2	110,6	108,6	108,6	106,2	106,5	108,0	109,8	109,8	110,3	110,2
107,7	106,4	104,8	104,8	104,7	105,2	106,2	108,1	108,1	107,3	108,8
dynamika nominalna stanów na koniec okresu										
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)										
120,6	112,7	126,8	126,8	121,5	118,9	92,9	98,4	98,4	83,6	87,7
113,7	112,6	113,0	113,0	121,7	119,3	119,1	122,0	122,0	105,1	108,1
126,7	125,4	125,2	125,2	127,6	122,9	120,9	119,3	119,3	113,8	120,6
130,2	128,6	127,8	127,8	129,5	124,6	122,3	118,3	118,3	115,5	123,3
131,0	129,6	126,3	126,3	127,5	123,4	120,8	115,2	115,2	114,2	118,5
127,8	126,1	131,5	131,5	135,0	128,0	126,2	125,5	125,5	119,1	136,0
129,2	128,2	127,9	127,9	129,5	127,6	127,8	127,1	127,1	123,9	130,6
135,3	133,8	130,0	130,0	135,8	141,1	147,6	153,1	153,1	152,1	179,4
128,1	127,1	127,5	127,5	128,2	125,0	123,8	121,6	121,6	118,1	119,7
dynamika realna stanów na koniec okresu										
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)										
107,5	101,9	116,7	116,7	114,4	111,6	86,0	89,7	89,7	76,0	79,6
101,4	101,8	104,0	104,0	114,6	112,0	110,3	111,1	111,1	95,3	98,1
112,9	113,4	115,2	115,3	120,2	115,4	111,9	108,7	108,7	103,2	109,4
116,0	116,3	117,6	117,6	121,9	117,0	113,2	107,7	107,7	104,7	111,9
116,8	117,2	116,3	116,3	120,0	115,8	111,9	104,9	104,9	103,5	107,5
113,9	114,0	121,0	121,0	127,1	120,2	116,9	114,3	114,3	108,0	123,4
115,1	115,9	117,8	117,8	121,9	119,8	118,3	115,7	115,7	112,3	118,5
120,6	121,0	119,7	119,7	127,9	132,5	136,6	139,4	139,4	137,9	162,8
114,1	114,9	117,4	117,4	120,8	117,3	114,6	110,8	110,8	107,1	108,6
21,5	18,0	15,5	15,5	13,0	13,0	14,0	16,5	16,5	17,5	17,5
23,5	21,5	18,3	18,3	15,5	15,5	15,5	19,0	19,0	20,0	20,0
26,0	24,0	20,0	20,0	17,0	17,0	17,0	20,5	20,5	21,5	21,5

wysokiej inflacji. Tendencja do obniżania dynamiki zadłużenia osób prywatnych, przy wzroście dynamiki depozytów w bankach, może świadczyć o zwiększeniu skłonności do oszczędzania. Zmniejszenie dynamiki popytu inwestycyjnego jest wynikiem ograniczonych możliwości finansowania inwestycji w warunkach pogorszenia możliwości zbytu na rynku krajowym i do niedawna – na rynkach zagranicznych. Jednak coraz bardziej dostrzegalny wzrost dynamiki eksportu, który przyspiesza produkcję przemysłową w warunkach ograniczonej dynamiki popytu wewnętrznego, i poprawiające się wyniki finan-

sowe przedsiębiorstw mogą przyczynić się do stopniowego ożywienia popytu inwestycyjnego.

W warunkach oscylowania tempa wzrostu cen wokół 10% w II kwartale 2000 r., w wyniku oddziaływania stosunkowo silnych szoków podażowych, Rada Polityki Pieniężnej utrzymywała restrykcyjność polityki pieniężnej.

W niniejszym *Raporcie o inflacji* wykorzystano dane statystyczne dostępne do końca sierpnia 2000 r. włącznie².

² Dane o dynamice PKB w II kwartale 2000 r. przyjęte z komunikatu GUS z dnia 21 września 2000 r.

Przebieg procesów inflacyjnych w II kwartale 2000 r.

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W II kwartale 2000 r. inflacja liczona w skali rocznej była stabilna, kształtując się podobnie jak w I kwartale na poziomie około 10%. W II kwartale 2000 r. wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 1,8%, przekraczając przyrost sprzed roku o 0,1 pkt. proc. W I półroczu, od grudnia 1999 r. do czerwca 2000 r., ceny towarów i usług konsumpcyjnych zwiększyły się o 5,5%, podczas gdy przed rokiem wzrost cen był niższy (4,8%).

Do utrzymywania się wysokiego poziomu inflacji rocznej przyczyniał się nasilający się w dalszym ciągu, z miesiąca na miesiąc, wzrost cen żywności i nadal silnie drożejące paliwa. Wpływ wzrostu cen, występującego tylko w tych dwóch kategoriach cen towarów, dawał w efekcie około połowę globalnego wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w II kwartale br. Relatywnie skala tego wpływu była większa niż w poprzednim kwartale, kiedy to skutki wzrostu cen żywności i paliw stanowiły łącznie trzecią część inflacji. Obrazuje to siłę oddziaływania szoków podażowych na bieżące procesy inflacyjne.

Na przyspieszenie tempa wzrostu cen w II kwartale 2000 r. wpływ miały w największym stopniu:

- sytuacja na krajowych rynkach produktów rolnych, w tym głównie oczekiwane dalsze ograniczenie podaży zbóż z tegorocznych zbiorów, ze względu na złe warunki pogodowe wiosną br., a także pogłębiający się spadek podaży mięsa,
- światowe tendencje wzrostu cen ropy naftowej i gotowych paliw na skutek zaburzeń podaży tego surowca, oddziałujące silnie na rynek krajowy, potęgowane poprzez znaczny stopień zmonopolizowania krajowego rynku paliwowego,
- wzrost cen innych grup towarów i usług, w których występuje ingerencja administracyjna.

Skutki wzrostu cen w podstawowych grupach towarów i usług oraz ich wpływ na inflację w I i w II kwartale 2000 r. przedstawia tablica 1.

Duża skala zaburzeń na rynkach produktów rolnych, w warunkach prowadzonej polityki ochrony krajowego rynku rolnego, powoduje silną reakcję cenową. Stosunkowo sztywny popyt na żywność ze strony gospodarstw domo-

Tablica 1

Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

	2000			
	dynamika cen w kwartale (%)		udział w CPI (pkt. proc.)	
	II kwartał	I półrocze	II kwartał	I półrocze
CPI	101,8	105,5	1,8	5,5
Ceny kontrolowane	102,5	108,2	0,6	2,0
w tym paliwa	111,5	119,5	0,3	0,5
Żywność i napoje bezalkoholowe	101,7	105,3	0,5	1,6
Artykuły nieżywnościowe				
bez cen kontrolowanych	100,9	102,7	0,3	0,7
Usługi bez cen kontrolowanych	102,4	107,5	0,4	1,2

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wych sprawia, że skutki wahań fizycznych rozmiarów podaży produktów żywnościowych przenoszą się silnie na ich ceny i w nieznacznym tylko stopniu mogą być ograniczane przez dobra substytucyjne. Stąd też polityka pieniężna w niewielkiej tylko skali może oddziaływać na ten obszar inflacji.

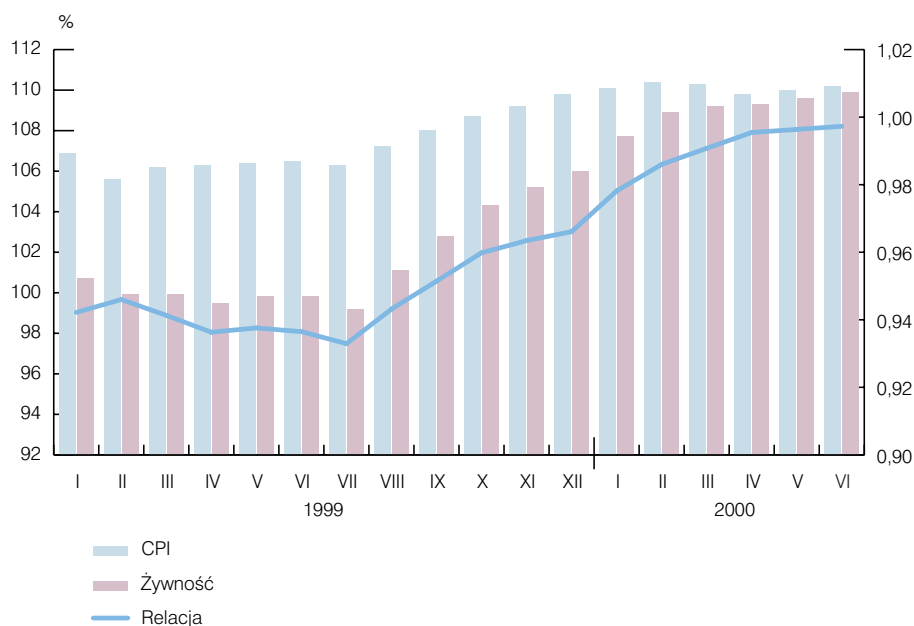
Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły w II kwartale 2000 r. o 1,7%, czyli nieznacznie wolniej niż inflacja (1,8%), a ich udział w ogólnym wzroście cen w omawianym okresie ocenia się na 0,5 pkt. proc. W analogicznym okresie 1999 r. ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 0,5%, co spowodowało wzrost inflacji tylko o 0,1 pkt. proc. W II kwartale 2000 r. wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych był wypadkową różnokierunkowych zmian cen głównych grup żywności. W związku z mniejszą podażą produktów zbożowych zdrożało pieczywo i produkty zbożowe (o 9%). Kurczenie się poglobia podtrzymywało wzrost cen mięsa surowego i drobiu (o około 6%). Silnie drożały, ze względu na słabe ubiegłoroczne zbiory, warzywa korzeniowe i ziemniaki, gdzie wzrost cen wahał się w granicach 23-52%. Wystąpił natomiast głęboki spadek cen nowalijek: sałaty, pomidorów i ogórków w granicach 41-73%. Na tle poprzednich lat sezonowy spadek cen miał miejsce prawie o miesiąc wcześniej niż w innych latach, co w pewnym stopniu osłabiało efekty silnego wzrostu cen w innych głównych grupach żywności.

Na rynku rolnym w II kwartale 2000 r. ceny zdecydowanej większości produktów, w tym w szczególności zbóż, kształtowały się znacznie powyżej poziomu sprzed roku. Powodowało to zbliżenie się rocznych wskaźników cen żywności do wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych

(wykres 1). Według ekspertów ds. ekonomiki rolnictwa, jest to skutek celowej, w wysokim stopniu protekcyjnej polityki państwa wobec rolnictwa, czego efektem był właśnie w ostatnim okresie wzrost cen skupu na rynku krajowym, powyżej cen rynku światowego. Wysoki poziom ochrony rynku wewnętrznego jest jedną z przyczyn wzrostu cen żywności, a tym samym wzrostu wymienionej relacji.

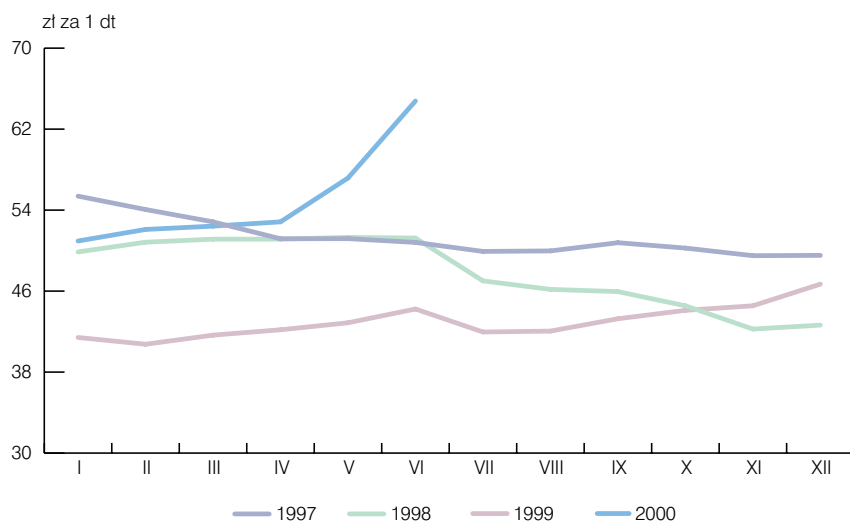
Ceny skupu pszenicy na koniec II kwartału br. ukształtowały się na poziomie o 24% wyższym w porównaniu z końcem I kwartału br., podobnie zresztą jak i w odniesieniu do II kwartału ub. r. (o 17 pkt. proc. wyżej). Podobna tendencja wystąpiła w przypadku cen skupu żyta, które wzrosły w II kwartale w granicach 10%. Przyczyną takiej sytuacji były m.in. pesymistyczne prognozy, dotyczące wielkości zbiorów w 2000 r., spowodowane przymrozkami i długotrwałą suszą. Ceny zbóż po umiarkowanym wzroście cen skupu w okresie styczeń-kwiecień br., w maju br. zaczęły gwałtownie wzrastać. Podejmowane na tym rynku interwencje Agencji Rynku Rolnego w postaci sprzedaży żyta i pszenicy na rynek krajowy dla zwiększenia podaży, ustanowienie bezcłowego kontyngentu na import zbóż w czerwcu na 200 tys. ton, a następnie w sierpniu na dalszy 1 mln ton, nie wyhamował jak dotąd ten-

Wykres 1
Relacje wskaźników wzrostu cen żywności do wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



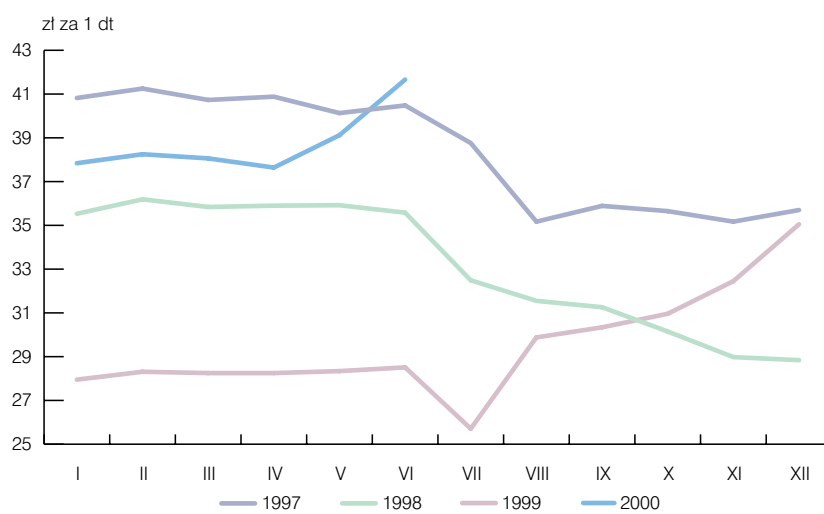
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2
Przeciętne ceny skupu pszenicy



Źródło: dane GUS.

Wykres 3
Przeciętne ceny skupu żyta

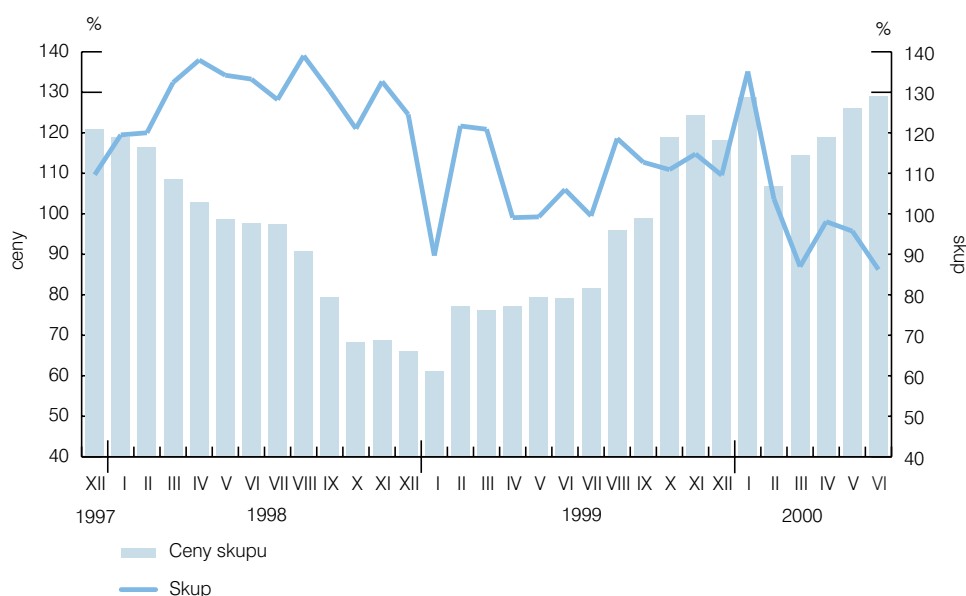


Źródło: dane GUS.

dencji do przyspieszania wzrostu cen zbóż. W odniesieniu do całego sezonu 1999/2000 na rynku zbóż, który charakteryzował się od samego początku przewagą popytu nad podażą, dotychczasowa skala interwencji okazała się zbyt mała jak na rozmiary niedoborów zbóż (około 4 mln t) i opóźniona, aby zapobiec silniejszemu wzrostowi cen produktów zbożowych. Kształtowanie się przeciętnych cen skupu zbóż przedstawiają wykresy 2 i 3.

Rosnące ceny zbóż i ziemniaków powodowały utrzymywanie się relacji ceny skupu żywca wieprzowego do ceny zestawu pasz na bardzo niskim poziomie (6,9-7,6 w II kwartale 2000 r. wobec 8,7-8,8 przed rokiem). Skutkowało to systematycznym wzrostem cen detalicznych mięsa, a przy dalszym wzroście cen pasz, a zwłaszcza zbóż, opłacalność chowu trzody chlewnej będzie ulegała dalszemu pogorszeniu, co będzie przyczyną dalszego ograniczania chowu świń i wzrostu cen skupu. Dynamikę przeciętnych cen skupu i przeciętnego skupu żywca wieprzowego przedstawia wykres 4. Nastąpił również wzrost popytu na pozostałe gatunki mięsa, co spowodowało zwiększenie skupu bydła i drobiu. W II kwartale br. cena skupu żywca wołowego wzrosła o około 2%, podczas gdy w II kwartale ub. r. nastąpił spadek cen o 4,5%.

Wykres 4
Dynamika przeciętnych cen skupu i przeciętnego skupu żywca wieprzowego
(analogiczny okres = 100)



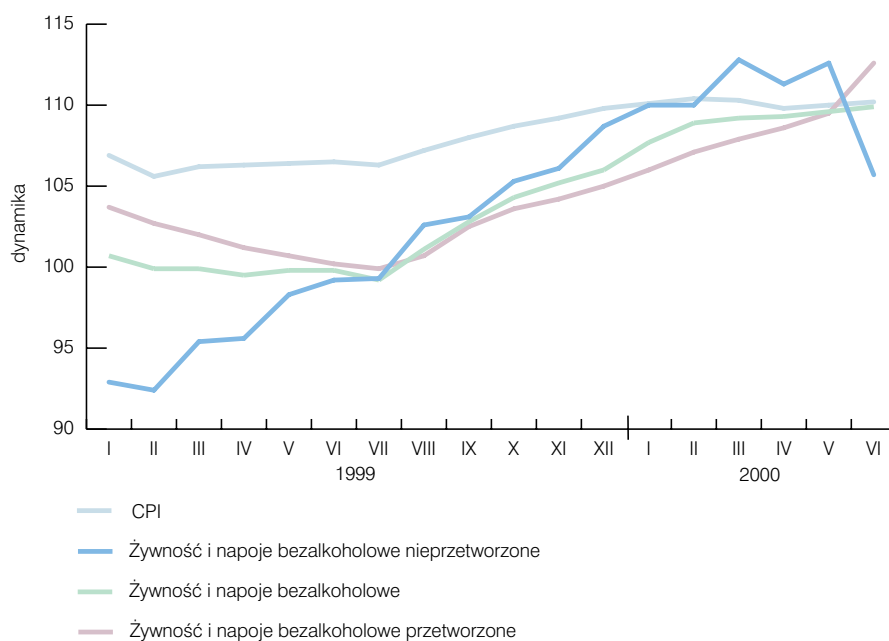
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Analiza kształtowania się dwunastomiesięcznego wskaźnika cen żywności wskazuje, że od lipca 1999 r. do maja 2000 r. ceny żywności nieprzetworzonej rosły szybciej niż ceny żywności przetworzonej. Dopiero w czerwcu 2000 r. nastąpiło odwrócenie tej tendencji. Pod wpływem znacznych wzrostów cen produktów zbożowych i mącznych dynamika cen żywności przetworzonej gwałtownie zwiększyła się, co prezentuje wykres 5.

Zmiany cen kontrolowanych stanowią w pewnym stopniu odzwierciedlenie procesów dostosowawczych w gospodarce, korygując przy wykorzystaniu interwencji państwa strukturę i tempo wzrostu niektórych grup cen konsumpcyjnych. Z tego też względu w tym obszarze cen również nie w pełni mogą funkcjonować mechanizmy rynkowe, a co za tym idzie wpływ polityki pieniężnej również jest ograniczony. W II kwartale 2000 r. **ceny kontrolowane** były drugim pod względem znaczenia czynnikiem oddziałującym na ogólny wzrost cen, mimo że ich wzrost był słabszy od występującego w I kwartale br. Ceny kontrolowane (do których zaliczamy te grupy cen, w których na procesy kształtowania cen wpływ wywierają różne formy

Wykres 5

Wskaźniki cen żywności i napojów bezalkoholowych ogółem, nieprzetworzonych, przetworzonych oraz CPI (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

administracyjnej interwencji, np. akcyza, taryfy, ceny jednolite itp.) w II kwartale 2000 r. wzrosły o 2,5%.

Szacuje się, że wzrost cen kontrolowanych w II kwartale br. przyczynił się do wzrostu inflacji o 0,6 pkt. proc. Spośród cen kontrolowanych w omawianym okresie najsilniej wzrosły ceny paliwa (o ponad 11%), energii elektrycznej (o 9%), gazu sieciowego (o 6%). Ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych wzrosły w II kwartale 2000 r. o 1,2%, co skutkowało podniesieniem inflacji o 0,1 pkt. proc. Przed rokiem wzrost cen w tej grupie był wyższy i wyniósł 1,9%.

W grupie cen kontrolowanych dominującą rolę odgrywają nadal ceny paliw. Potwierdza to znaczący wpływ cen paliw na ogólny wskaźnik inflacji. W ciągu II kwartału 2000 r. towary i usługi o cenach kontrolowanych przyczyniły się do wzrostu inflacji o 0,6%, z tego połowa, tj. 0,3%, była skutkiem wzrostu cen paliw. Ta grupa cen, kontrolowana za pośrednictwem stawek podatku akcyzowego, w II kwartale br. kontynuowała wzrost zapoczątkowany w ubiegłym roku. Ceny detaliczne paliw (wg GUS) na krajowym rynku w II kwartale 2000 r. w dalszym ciągu rosły, przy czym w II kwartale br. nastąpiło przyspieszenie tempa wzrostu do 11,5% w stosunku do występującego w I i w IV kwartale wzrostu cen po około 7%. Wprawdzie w kwietniu nastąpił spadek cen w porównaniu z marcem, jednak już w następnych miesiącach okazało się, że ten spadek nie oznaczał trwałej zmiany tendencji. W efekcie wzrost cen paliw w czerwcu w porównaniu z grudniem 1999 r. wyniósł 19,5%. Oznacza to, że nadal rosły one w tempie zbliżonym do występującego przed rokiem. Roczny wzrost cen paliw w 2000 r. znacznie przewyższał CPI i wyniósł w czerwcu 50,7%. Jednocześnie był to miesiąc, w którym po raz pierwszy od lutego 1999 r. nastąpiło obniżenie wskaźnika dwunastomiesięcznego (o 7 pkt. proc. mniej niż na koniec I kwartału br.) – wykres 6.

W II kwartale br. rafinerie sześciokrotnie podwyższały ceny zbytu, co wynikało z rosnących cen głównych paliw na świecie. Cena benzyny Premium w porównaniu z grudniem ub.r. wzrosła o 57%. Dynamika cen benzyny Premium, podobnie jak w marcu br., przewyższała dynamikę cen ropy naftowej. W czerwcu różnica ta wzrosła do 40 pkt. proc.

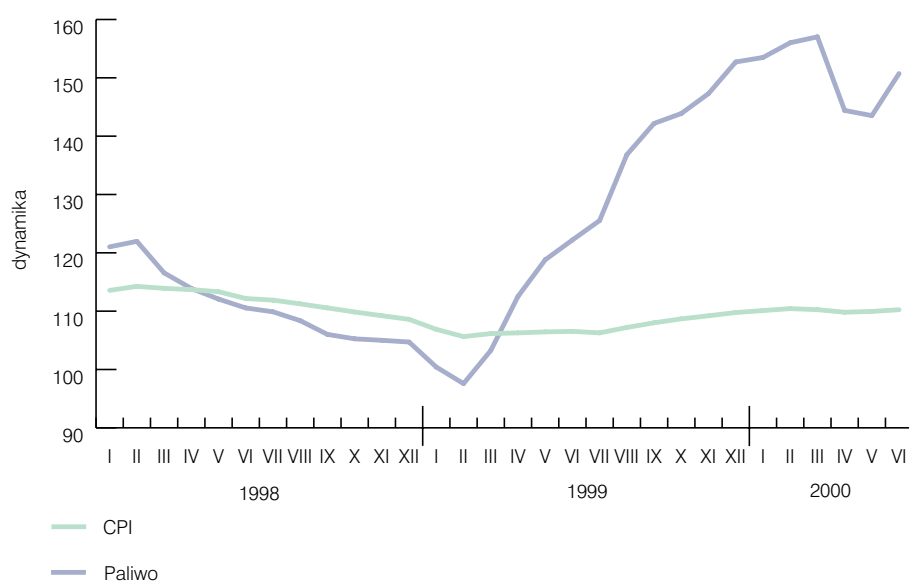
W minionym kwartale nie było podwyżek podatku akcyzowego. Najbliższa podwyżka przewidziana jest na wrzesień i może być kolejnym impulsem powodującym wzrost cen paliw. Natomiast na rynkach światowych ceny ropy

i paliw osiągnęły tak wysoki pułap, że należy spodziewać się raczej zmiany tendencji i osiągnięcia pewnej stabilności cen.

Ceny energii elektrycznej rosły stopniowo w ciągu II kwartału, a nie jak w poprzednich latach skokowo, na skutek rozłożenia w czasie podwyżek cen energii.

Polityka pieniężna, przy wykorzystaniu swoich instrumentów, może oddziaływać na inflację w tych obszarach cen, które determinowane są przez mechanizmy rynkowe. Do takiej grupy cen należą przede wszystkim **ceny artykułów nieżywnościowych i usług rynkowych**. Inflacja w tak określonym obszarze cen wykazywała w II kwartale br. relatywnie słabsze tendencje wzrostu od występujących w opisanych na wstępie grupach (żywność, ceny kontrolowane, w tym paliwa). Łączny wzrost cen artykułów nieżywnościowych i usług rynkowych stanowił mniej więcej trzecią część inflacji występującej w obu kwartałach br. Średnia stopa wzrostu cen dla grup towarów i usług uchodzących za typowo kształtowane przez rynek, wynosiła w II kwartale br. 1,3%, rosnąc wolniej od inflacji (1,8%). Podobna sytuacja występowała w I kwartale br., w którym ceny te wykazały wzrost o 1,8%, przy inflacji w tym okresie 3,6%.

Wykres 6
Porównanie wskaźników CPI i paliw w latach 1998-2000
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

W ramach tej grupy cen można wyodrębnić zmiany cen charakterystyczne dla grupy usług rynkowych, a także dla grupy artykułów nieżywnościowych.

Ceny usług rynkowych, tj. po wyłączeniu usług o cenach kontrolowanych, rosły w II kwartale 2000 r. szybciej niż ogólny wskaźnik cen. Świadczyć to może o trwających procesach dostosowawczych w obszarze rynkowych cen usług (efekt Samuelsona-Balassy) w warunkach polskiej gospodarki, a także o wpływie wzrostu cen paliw na ceny usług konsumpcyjnych (skutków pośrednich). Wzrost cen w tej grupie w II kwartale br. ukształtował się w wysokości 2,4%, co skutkowało podniesieniem inflacji o 0,4 pkt. proc. W analogicznym okresie poprzedniego roku ceny usług, po wyłączeniu cen usług kontrolowanych, wzrosły o 0,8 pkt. proc. więcej niż obecnie. Spośród usług o cenach rynkowych najsilniej w omawianym okresie zdrożały: turystyka grupowa w kraju (7,0%) i za granicą (7,8%), opłaty za użytkowanie pierwszego mieszkania lub pierwszego domu (4,0%) oraz opłaty za telewizję kablową (2,8%), a także ceny w kawiarniach i barach (2,5%) oraz w restauracjach (2,2%).

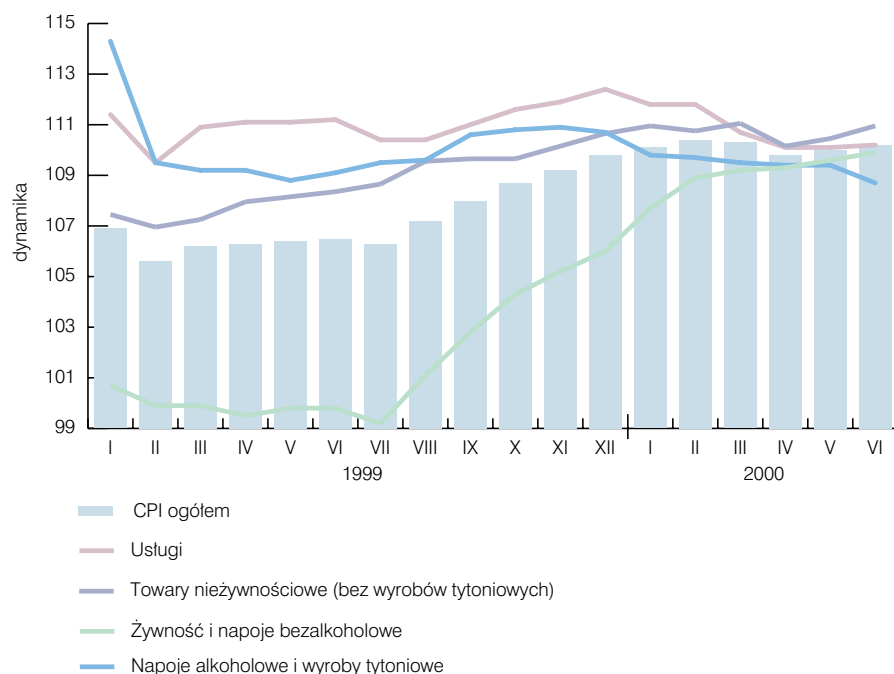
W okresie II kwartału 2000 r. **ceny towarów nieżywnościowych (po wyłączeniu cen kontrolowanych)** rosły wolniej niż inflacja. Ich ceny zwiększyły się o 0,9% i podwyższyły ogólny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych o 0,3 pkt. proc. Przed rokiem ceny towarów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych wzrosły w takim samym stopniu, jak obecnie. W omawianym okresie najsilniej wzrosły ceny sprzętu trwałego użytku do rekreacji (18%), obuwia damskiego (około 3%), wyrobów kosmetycznych i perfumeryjnych (2%). W II kwartale br. miały miejsce także spadki cen. Obniżyły się nieznacznie ceny węgla kamiennego oraz koksu. Tańsze nieco niż w poprzednim kwartale były niektóre grupy artykułów trwałego użytkowania, m.in. sprzęt RTV i sprzęt telekomunikacyjny, co może stanowić reakcję na ograniczenie popytu na niektóre dobra konsumpcyjne.

W skali dwunastu miesięcy wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych ukształtował się w czerwcu br. w wysokości 10,2% wobec 6,5% w analogicznym okresie poprzedniego roku. Najbardziej wzrosły ceny towarów nieżywnościowych (bez wyrobów tytoniowych) (10,9%) oraz usług (10,2%). Ceny żywności i napojów bezalkoholowych były wyższe w czerwcu br. niż rok temu o 9,9%, a napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe zdrożały o 8,7% (wykres 7).

Analiza kształtowania się zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych w II kwartale 2000 r., na tle zmian cen w po-

Wykres 7

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



Źródło: dane GUS.

przednich kwartałach, wskazuje na silne przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz towarów nieżywnościowych, w porównaniu z II kwartałem 1999 r., oraz jednocześnie zwolnienie tempa wzrostu cen pozostałych grup towarów i usług konsumpcyjnych (tablica 2).

Tablica 2

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

Kwartał	CPI	Żywność i napoje bezalkoholowe	Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	Towary nieżywnościowe	Usługi
zmiany cen w okresie w %					
I 1999	3,1	0,7	4,3	2,0	6,4
II 1999	1,7	0,5	1,9	2,1	2,3
III 1999	1,7	0,0	2,6	3,5	1,2
IV 1999	3,0	4,7	1,5	2,6	2,0
I 2000	3,6	3,5	3,2	2,4	5,0
II 2000	1,8	1,7	1,2	2,0	1,9

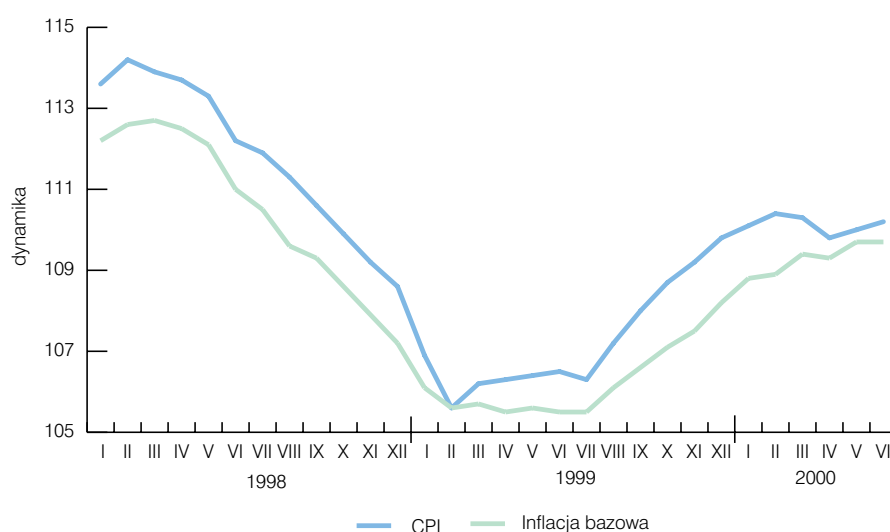
Źródło: dane GUS.

Kształtowanie się inflacji bazowej

Kształtowanie się większości miar inflacji bazowej potwierdza kontynuację tendencji wzrostu cen w II kwartale 2000 r.

Przedstawiona na wykresie 8 miara inflacji bazowej, otrzymana poprzez wyeliminowanie grup towarów i usług konsumpcyjnych o cenach kontrolowanych (których istotną część stanowią podatki pośrednie, ustalane przez samorządy oraz na które obowiązuje zatwierdzanie taryf), w II kwartale br. bardzo zbliżyła się do poziomu ogólnego wskaźnika cen. Ta miara inflacji bazowej, podobnie jak CPI, wykazuje tendencję rosnącą nieprzerwanie od sierpnia 1999 r. Cechą wyróżniającą tę miarę spośród pozostałych jest to, że ta miara jako jedyna od początku 1998 r. kształtowała się poniżej ogólnego wskaźnika cen, wynosząc na koniec pierwszego półrocza br. 9,7%. Świadczy to o charakterze proinflacyjnym wyłączanych grup, do których należą m.in. wyroby tytoniowe, abonament telefoniczny, a przede wszystkim paliwa i związane z nimi bezpośrednio usługi transportowe, których ceny były dużo wyższe w porównaniu z I półroczem 1999 r.

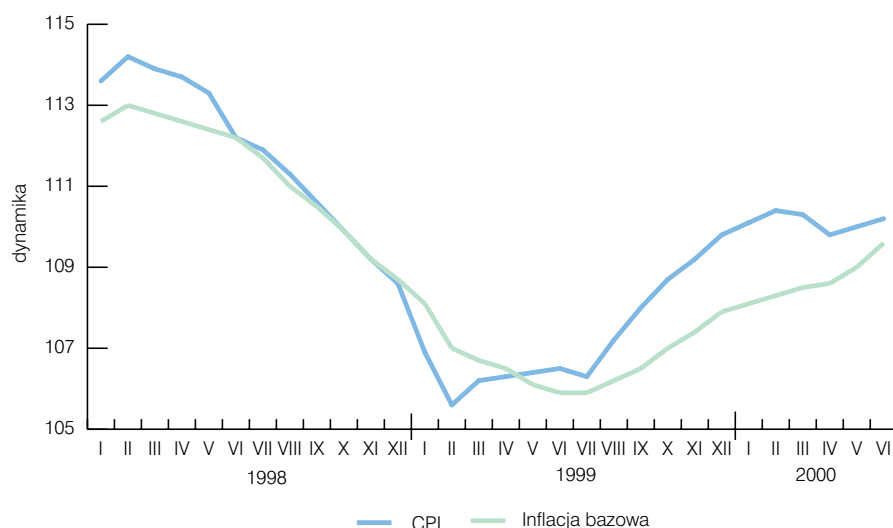
Wykres 8
CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 9

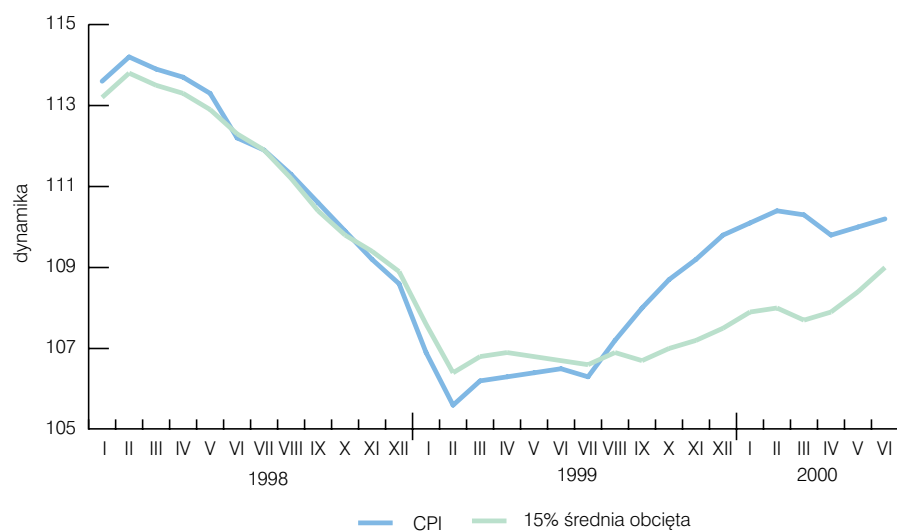
CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 10

CPI oraz 15% średnia obcięta (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W ciągu pierwszych sześciu miesięcy br. wskaźniki inflacji bazowej (ilustruje to wykres 9), otrzymane poprzez wyłączenie z ogólnego wskaźnika CPI wskaźników cen charakteryzujących się największą zmiennością, przede wszystkim cen owoców i warzyw oraz niektórych usług (takich jak: opłaty za użytkowanie mieszkania, energia elektryczna, ciepła woda, rozmowy telefoniczne, abonament telefoniczny, opłata za radio i telewizję sieciową), a także cen paliw³ wykazywały bardzo silną tendencję wzrostową. Analizowana miara inflacji bazowej od kwietnia 1999 r. kształtowała się poniżej poziomu inflacji rocznej, wynosząc w czerwcu 9,6%. Świadczy to o proinflacyjnym wpływie cen o największej zmienności na ogólny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych, a przede wszystkim cen paliw, które były dużo wyższe w porównaniu z czerwcem 1999 r.

Wskaźniki inflacji bazowej, przedstawione na wykresie 10, otrzymane poprzez wyłączenie po 15% najwyższych i najniższych wskaźników cen (15% średnia obciąża), a więc pozbawione towarów i usług konsumpcyjnych, których ceny uległy największej zmianie w porównaniu z poprzednim okresem (należą tu opłaty za: użytkowanie mieszkania, centralne ogrzewanie, paliwo, rozmowy telefoniczne krajowe oraz zimną wodę z usługami kanalizacyjnymi i inne), w drugim kwartale 2000 r. zaczęły wykazywać coraz silniejszą tendencję rosnącą, zbliżając się do poziomu CPI. W ciągu ostatniego półrocza obie te miary wykazywały zbieżność co do kierunków przebiegu, choć CPI kształtował się na dużo wyższym poziomie niż inflacja bazowa, wyrażona za pomocą 15% średniej obciążonej, która w czerwcu br. wyniosła 9,0%. Świadczy to o dość silnym wpływie cen wyłączonych na ogólny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych i ich charakterze proinflacyjnym. Spośród wyłączanych elementów, których ceny w pierwszym półroczu silnie dynamizowały globalny wskaźnik CPI, możemy wyodrębnić opłaty za użytkowanie mieszkania, zimną

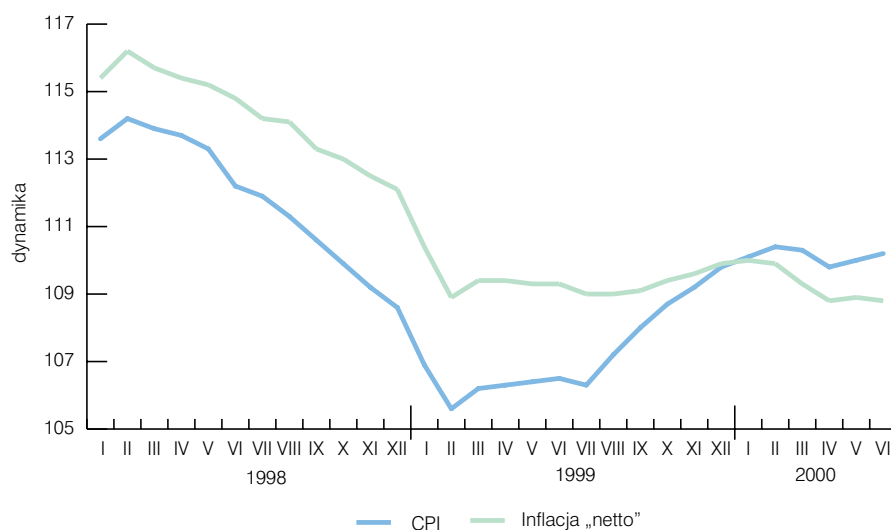
³ Miara inflacji bazowej po wyeliminowaniu cen o największej zmienności została zmodyfikowana. W czerwcu 2000 r. po raz pierwszy zostały wyłączone także paliwa, których ceny charakteryzują się bardzo dużą dynamiką. Nowa miara różni się istotnie od poprzedniej, zwłaszcza w okresie od marca 1999 r. do końca analizowanego okresu, kształtując się przez cały ten czas poniżej wskaźnika CPI, podczas gdy poprzednia miara wykazywała bardzo silny wzrost, a w maju i czerwcu br. zaczęła kształtować się powyżej inflacji mierzonej ogólnym wzrostem cen. Świadczy to o rzeczywistym, istotnym wpływie cen paliw, a ich wyłączenie spowodowało zahamowanie tempa wzrostu inflacji bazowej.

wodę, drób, pieczywo, warzywa i owoce oraz paliwo i usługi transportowe, a także cukier.

Najnowsza miara inflacji, zwana inflacją „netto”, wyłącza ze wskaźnika CPI żywność i napoje bezalkoholowe oraz paliwa, główne ostatnio czynniki destabilizujące ceny. Miara ta pozwala ocenić, jak zmieniały się pozostałe składniki cen towarów i usług konsumpcyjnych, po wyłączeniu grup, w obszarze których występują poważne szoki podażowe, zaburzające faktyczny obraz tendencji inflacyjnych.

Nowo utworzona miara inflacji, pozbawiona cen żywności oraz cen paliw, przedstawiona została na wykresie 11. Jej przebieg wskazuje, że w okresie do grudnia 1999 r. kształtowała się powyżej ogólnego wskaźnika cen, natomiast od początku br. nastąpiło odwrócenie tej tendencji. Wyodrębnienie skutków szoków podażowych i ich wpływu na inflację pokazuje, że na przełomie roku nastąpiło przełamanie rosnącego trendu tak mierzonej inflacji, od kwietnia indeks ten pozostawał na stabilnym poziomie. Należy przypuszczać, że przełamanie wzrostowych tendencji inflacyjnych byłoby możliwe, na co wskazuje nowa miara inflacji (nazwana inflacją „netto”), gdyby nie wystąpiły zakłócenia na rynku żywnościowym i paliwowym.

Wykres 11
CPI oraz inflacja „netto” po wyłączeniu cen żywności i paliw
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej

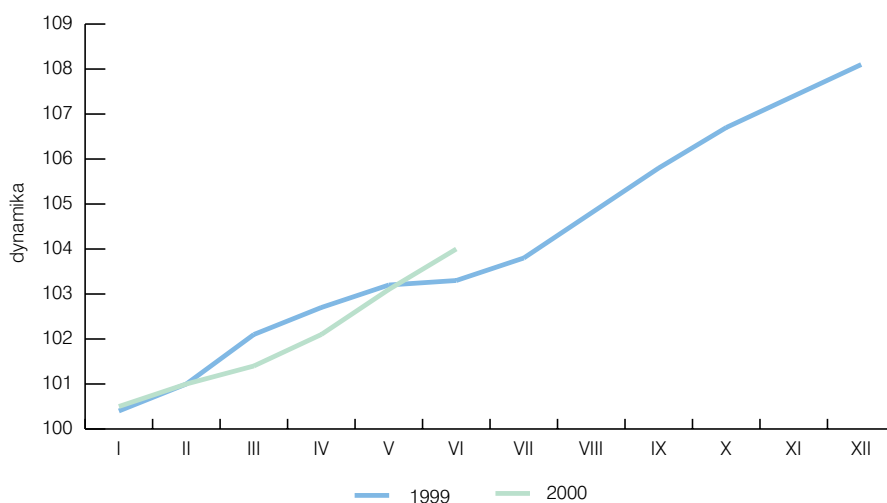
W czerwcu 2000 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były wyższe o 8,8% niż w analogicznym okresie ubiegłego roku (w czerwcu 1999 r. o 5,2%). Na wzrost ten złożyły się wzrosty cen w sekcjach: górnictwo i kopalnictwo o 11,3% (odpowiednio o 4,6%), przetwórstwo przemysłowe o 8,8% (odpowiednio o 4,4%) oraz spadek tempa wzrostu cen produkcji sprzedanej w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę z 10,9% w czerwcu 1999 r. do 7,7% w czerwcu 2000 r.

W stosunku do grudnia ub.r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu⁴ wzrosły o 4,0%, podczas gdy przed rokiem o 3,3% (wykres 12). Różnica między dynamikami wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych i cen produkcji sprzedanej przemysłu wyniosła w czerwcu 2000 r., podobnie jak w ubiegłym roku, 1,5 pkt. proc.

Wyższy od ubiegłorocznego wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu wynikał z silniejszego wzrostu cen w sekcjach: górnictwo i kopalnictwo o 2,3 pkt. proc. do poziomu 3,9% oraz przetwórstwo przemysłowe o 1,2 pkt.

⁴ Wskaźniki cen (o ile nie zaznaczono inaczej) - XII poprzedniego roku = 100.

Wykres 12
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu ogółem (grudzień poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

proc. do poziomu 3,7%. W sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę tempo wzrostu cen obniżyło się w porównaniu z ubiegłym rokiem o 3,1 pkt. proc. do poziomu 7,1%. Biorąc pod uwagę fakt, że wartość produkcji sekcji przetwórstwo przemysłowe stanowiła w 1999 r. przeważającą część (84,3%) produkcji przemysłu ogółem, wyższy niż przed rokiem wzrost cen produkcji w tej sekcji wpływał w największym stopniu na tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu. Powyższe zmiany cen ilustrują wykresy 13, 14 i 15.

Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu w sekcji przetwórstwo przemysłowe od kwietnia br. rośnie znacznie szybciej niż w ubiegłym roku (wykres 14). W II kwartale 2000 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 2,0% w porównaniu z wielkością wskaźnika cen w II kwartale ubiegłego roku⁵. Wyższy niż przed rokiem wzrost cen wynikał ze zwiększenia tempa wzrostu cen w sekcjach: górnictwo i kopalnictwo o 0,8 pkt. proc. do poziomu 2,1%, przetwórstwo przemysłowe o 0,4 pkt. proc. do 1,8%, a także obniżenia tempa wzrostu cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wo-

⁵ Kwartalne wskaźniki cen produkcji sprzedanej wyliczono jako iloczyn trzech miesięcznych wskaźników cen.

Wykres 13

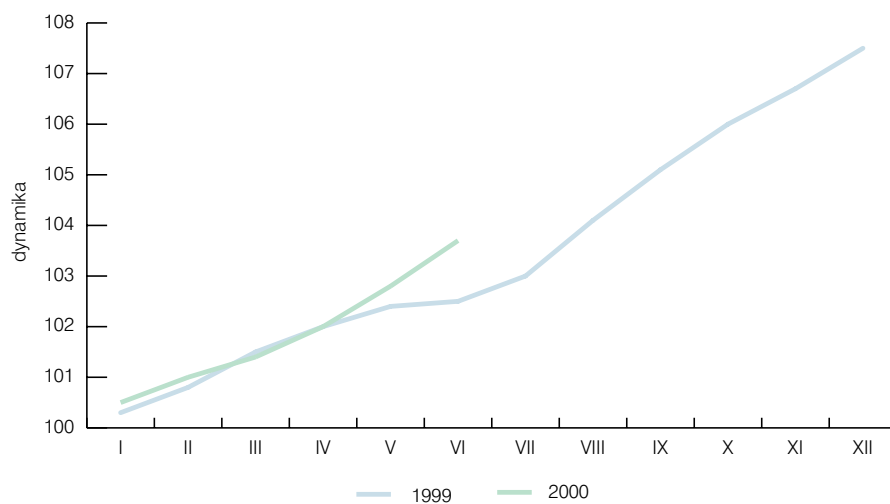
Wskaźniki cen produkcji w górnictwie i kopalnictwie (grudzień poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Wykres 14

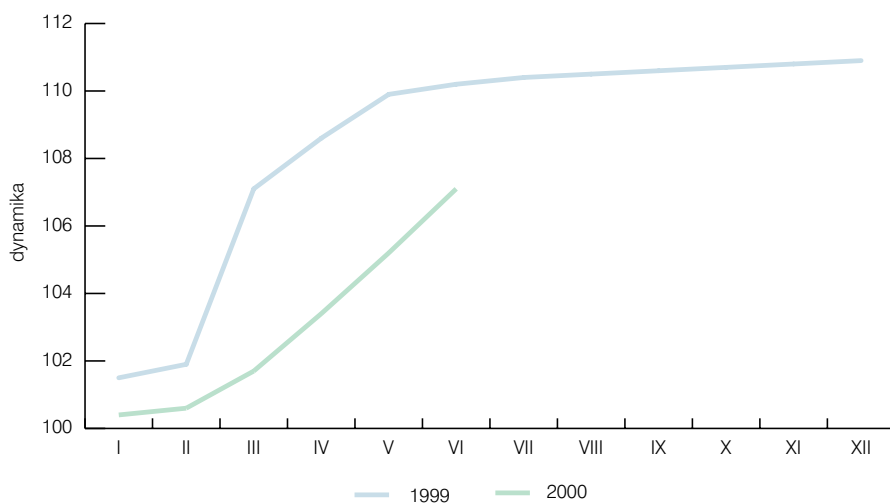
Wskaźniki cen produkcji w sekcji przetwórstwo przemysłowe (grudzień poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Wykres 15

Wskaźniki cen produkcji w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę (grudzień poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Tablica 3

Działy o rosnących kwartalnych wskaźnikach cen produkcji sprzedanej przemysłu

Lp.	Nazwa działu	II kwartał 1999	I kwartał 2000	II kwartał 2000
poprzedni kwartał = 100				
1	Produkcja celulozowo-papiernicza	101,4	102,8	104,8
2	Produkcja metali	101,0	101,7	102,9
3	Produkcja wyrobów chemicznych	101,5	102,0	102,8
4	Produkcja artykułów spożywczych i napojów	100,3	102,6	102,2
5	Górnictwo węgla kamiennego	99,4	101,4	101,8

Źródło: dane GUS.

Tablica 4

Działy o malejących kwartalnych wskaźnikach cen produkcji sprzedanej przemysłu

Lp.	Nazwa działu	II kwartał 1999	I kwartał 2000	II kwartał 2000
poprzedni kwartał = 100				
1	Produkcja koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych	116,1	104,7	106,3
2	Produkcja skór wyprawionych i wyrobów ze skóry	101,8	101,1	100,7
3	Produkcja wyrobów tytoniowych	101,6	105,8	98,9

Źródło: dane GUS.

Tablica 5

Wskaźniki cen produkcji budowlano-montażowej

Lp.	Nazwa działu	II kwartał 1999	I kwartał 2000	II kwartał 2000
poprzedni kwartał = 100				
1	Produkcja budowlano-montażowa	101,8	102,0	102,7
2	- wykonywanie instalacji budowlanych	102,4	102,6	103,5
3	- wznoszenie budowli; inżynieria lądowa i wodna	101,7	102,1	102,6

Źródło: dane GUS.

dę o 1,6 pkt. proc. do poziomu 4,3%. W II kwartale 2000 r. zarówno w przemyśle, jak i w sekcjach go tworzących, tempo wzrostu cen było wyższe niż w I kwartale br.

Spośród opublikowanych wskaźników cen dla 19 działów, w 11 kwartalne wskaźniki cen produkcji były wyższe niż przed rokiem, a wśród działów tych były te,

których produkty uwzględniane są w koszyku cen towarów i usług konsumpcyjnych, tj.: produkcja artykułów spożywczych i napojów, działalność wydawnicza i poligraficzna, produkcja mebli.

Tablica 3 przedstawia te działy o rosnących kwartalnych wskaźnikach cen, w których tempo tych wskaźników wzrosło o co najmniej 1 pkt. proc. w porównaniu ze wskaźnikami w II kwartale 1999 r.

Na koniec II kwartału 2000 r., w porównaniu z poprzednim kwartałem, znacząco wzrosła liczba działów o rosnących wskaźnikach cen. W tej grupie tylko w 4 działach, tj. w: produkcji artykułów spożywczych i napojów, produkcji wyrobów z pozostałych surowców niemetalicznych, produkcji wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych oraz w produkcji drewna i wyrobów z drewna tempo wzrostu cen produkcji było niższe niż w I kwartale 2000 r.

W 8 działach przemysłu kwartalne wskaźniki cen produkcji sprzedanej były niższe niż II kwartale poprzedniego roku. W tablicy 4 wyszczególniono część działów tej grupy, w których tempo wzrostu wskaźników cen zmalało o więcej niż 1 pkt. proc.

W tej grupie działów tylko w produkcji koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych wzrost wskaźnika cen był wyższy niż w I kwartale 2000 r. W pozostałych 7 działach utrzymało się malejące tempo wzrostu cen i było ono niższe także w porównaniu z I kwartałem br.

W czerwcu 2000 r. ceny produkcji budowlano-montażowej były wyższe o 9,0% w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (przed rokiem o 8,1%). Na wzrost ten złożyły się wzrosty cen w działach: wznoszenie budowli, inżynieria lądowa i wodna o 8,9% (przed rokiem 7,5%) oraz wykonywanie instalacji budowlanych o 11,0% (odpowiednio o 11,2%).

Tablica 5 przedstawia kształtowanie się kwartalnych wskaźników cen produkcji budowlano-montażowej.

W budownictwie w II kwartale 2000 r. tempo wzrostu cen było wyższe w porównaniu z ubiegłym rokiem i z I kwartałem 2000 r.

Czynniki określające podaż pieniądza w II kwartale 2000 r.

Pieniądz i ceny na rynku finansowym

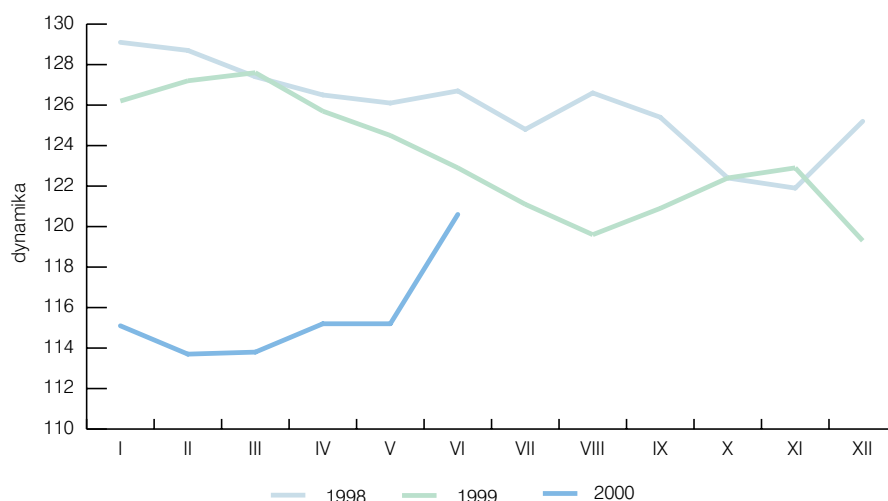
Podaż pieniądza w II kwartale 2000 r.

Zasadniczy czynnik, który spowodował znaczny przyrost podaży pieniądza ogółem w II kwartale 2000 r., miał charakter przejściowy. Akcja zapisów na walory Polskiego Koncernu Naftowego ORLEN S.A., mająca miejsce w czerwcu 2000 r., znalazła odzwierciedlenie w gwałtownym wzroście poziomu depozytów lokowanych na rachunkach w biurach maklerskich. Fakt ten przyczynił się do zwiększenia zobowiązań systemu bankowego wobec podmiotów sektora niefinansowego. Popyt na akcje PKN ORLEN miał również wpływ na stronę aktywną bilansu systemu bankowego. W trzeciej dekadzie czerwca 2000 r. nastąpił zdecydowany przyrost należności od osób prywatnych. Po 90% redukcji ofert zakupu tych akcji niewykorzystane środki wróciły do zleceniodawców (osób prywatnych), którzy spłacili zaciągnięte kredyty na zakup akcji PKN. Czerwcową skalą przyrostu zobowiązań systemu bankowego wobec sektora niefinansowego została zwiększona dodatkowo w wyniku przekazania przez budżet państwa na rzecz jednego z domów maklerskich środków, przeznaczonych na wykup obligacji denominowanych w złotych. Po chwilowym zaburzeniu związanym z prywatyzacją PKN ORLEN, na koniec pierwszej dekady lipca roczne dynamiki podstawowych wielkości monetarnych powróciły do swojego dotychczasowego trendu, z tym że w przypadku kredytów dla osób prywatnych nastąpiło obniżenie dynamiki do najniższego poziomu od października 1999 r.

Na koniec czerwca 2000 r. podaż pieniądza ogółem⁶ wynosiła 284,9 mld zł. Przyrost, zanotowany w II kwartale 2000 r., był równy 22,9 mld zł, co oznaczało kwartalne tempo wzrostu rzędu 8,7% w ujęciu nominalnym (6,7% realnie). Dla porównania, w analogicznym okresie ubiegłego roku miał

⁶ Pieniądz ogółem jest definiowany jako suma pieniądza krajowego i depozytów walutowych sektora niefinansowego. Pieniądz krajowy stanowi sumę pieniądza gotówkowego w obiegu (z wyłączeniem gotówki w kasach banków) oraz środków złotych zgromadzonych w bankach na rachunkach podmiotów niefinansowych (podmiotów gospodarczych oraz osób prywatnych).

Wykres 16

Dynamika podaży pieniądza ogółem – nominalnie (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

Źródło: dane NBP i GUS.

miejsce przyrost omawianej kategorii o 6,0 mld zł, co było równoważne nominalnemu tempu wzrostu 2,6% w skali kwartalnej (0,9% w ujęciu realnym). Dane te wskazują, że podaż pieniądza ogółem w II kwartale 2000 r. charakteryzowała się wysoką dynamiką. W głównej mierze było to spowodowane wyżej wspomnianymi zjawiskami, mającymi miejsce w ostatniej dekadzie czerwca br. W miesiącu tym podaż pieniądza zwiększyła się o 16,1 mld zł, tj. o 6,0%, w porównaniu ze stanem na koniec maja 2000 r., z tego w ostatniej dekadzie miesiąca przyrost ten wyniósł 12,0 mld zł. Podstawową przyczyną tego był gwałtowny wzrost zobowiązań złotych wobec podmiotów gospodarczych i osób prywatnych.

W ciągu dwóch pierwszych miesięcy II kwartału 2000 r. dwunastomiesięczna dynamika podaży pieniądza ogółem kształtowała się na poziomie zbliżonym do tego, jaki notowano dla kolejnych miesięcy I kwartału 2000 r. W kwietniu oraz w maju 2000 r. roczne nominalne tempo wzrostu omawianej kategorii osiągnęło identyczny poziom 15,2% (kwietniowa dynamika realna była równa 4,9%, zaś w maju osiągnęła 4,7%). W czerwcu miało miejsce znaczne zwiększenie dynamiki dwunastomiesięcznej; wzrost, jaki nastąpił w ciągu dwunastu miesię-

cy do końca czerwca 2000 r., wyniósł nominalnie 20,6% (9,4% realnie) – wykres 16. Na koniec pierwszej dekady lipca roczna dynamika podaży pieniądza ogółem wróciła do poziomu 15,4%.

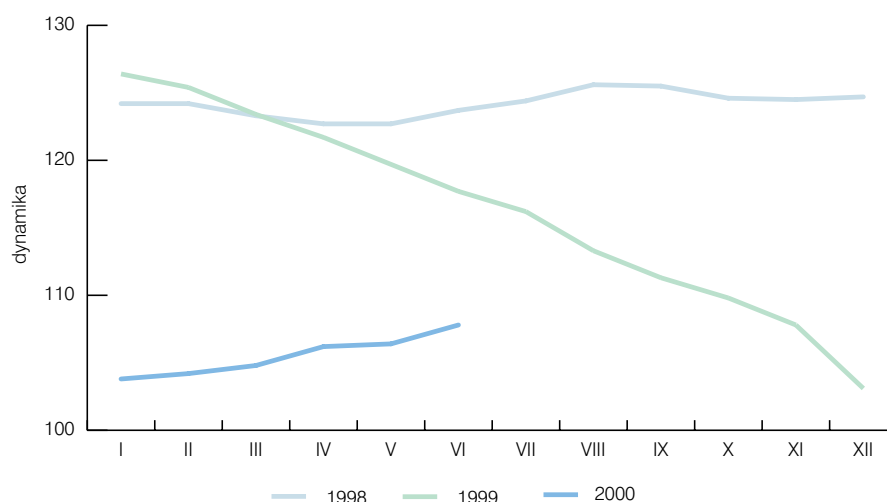
Głównym elementem zaburzenia podaży pieniądza ogółem, jakie nastąpiło pod koniec II kwartału 2000 r., był gwałtowny przyrost zobowiązań złotych systemu bankowego wobec podmiotów sektora niefinansowego. Według danych na koniec czerwca 2000 r. wartość depozytów złotych osób prywatnych oraz podmiotów gospodarczych osiągnęła poziom 205,3 mld zł. W porównaniu z końcem I kwartału 2000 r. nastąpił przyrost o 18,5 mld zł, co oznacza dynamikę realną w skali kwartalnej rzędu 9,9% (7,8% realnie). Przyrost, zanotowany w analogicznym okresie roku ubiegłego, osiągnął 5,1 mld zł, co było równoważne nominalnemu kwartalnemu tempu wzrostu 3,1% (1,4% realnie). Przy czym przyrost, zanotowany w okresie od końca maja do końca czerwca 2000 r., wyniósł 13,6 mld zł. Miesięczna dynamika ukształtowała się na poziomie 7,1% w ujęciu nominalnym (6,3% realnie). W kwietniu oraz maju 2000 r. miesięczne wskaźniki dynamiki depozytów złotych sektora niefinansowego kształtowały się na poziomach zbliżonych do wartości z odpowiednich miesięcy roku 1998 oraz 1999.

Według danych na koniec czerwca 2000 r. wartość depozytów złotych, utrzymywanych w systemie bankowym przez podmioty gospodarcze, osiągnęła poziom 63,7 mld zł. Przyrost, w porównaniu z końcem I kwartału 2000 r., wyniósł 11,6 mld zł, co odpowiadało dynamice nominalnej 22,3% (20,1% realnie). Czerwcowy przyrost depozytów przedsiębiorstw osiągnął 10,1 mld zł (nominalne tempo wzrostu 18,8% w skali miesiąca, zaś w ujęciu realnym 17,8%), podczas gdy w kwietniu zanotowano obniżenie tej kategorii o 0,2 mld zł, zaś przyrost majowy był równy 1,8 mld zł. Wcześniej wspomniany fakt przekazania przez budżet państwa środków na wykup obligacji złotych dodatkowo przyczynił się do zwiększenia skali wzrostu zobowiązań wobec podmiotów gospodarczych.

Stan środków złotych, zgromadzonych w systemie bankowym na rachunkach osób prywatnych, osiągnął na koniec czerwca 2000 r. poziom 141,6 mld zł. Przyrost, w porównaniu z końcem I kwartału 2000 r., był równy 6,8 mld zł. Nominalne tempo wzrostu w omawianym okresie wynosiło 5,1% (3,1% w ujęciu realnym).

Wykres 17

Dynamika depozytów złotych osób prywatnych – realnie
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane NBP i GUS.

W kwietniu oraz w maju obserwowana była, utrzymująca się od początku bieżącego roku, malejąca tendencja przyrostów miesięcznych depozytów. Została ona zaburzona w czerwcu. Należy jednocześnie podkreślić, iż od początku 2000 r. obserwowany jest systematyczny wzrost dwunastomiesięcznych wskaźników omawianej kategorii (wykres 17).

Wydaje się, iż na ukształtowanie dynamiki zobowiązań systemu bankowego wobec osób prywatnych w 2000 r. wpływ mają dwa czynniki o przeciwnym działaniu. Z jednej strony, od początku roku obserwowane jest systematyczne obniżanie się tempa wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw oraz w większości działów sektora usługowego⁷. Do czerwca 2000 r. miał również miejsce spadek siły nabywczej świadczeń emerytalno-rentowych⁸. Zjawiska te mają ujemny wpływ na tempo wzrostu depozytów

⁷ Dostępne dane obejmują okres od stycznia do maja 2000 r. Warto wspomnieć, iż w kwietniu nastąpił istotny przejściowy wzrost przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, spowodowany wypłatami nagród oraz premii (które miały miejsce w ograniczonej liczbie przedsiębiorstw). Analiza składników podaży pieniądza sugeruje jednak, iż wypłaty te znalazły odzwierciedlenie w bilansie systemu bankowego głównie w postaci zwiększonej dynamiki pieniądza gotówkowego.

⁸ Waloryzacja tych świadczeń miała miejsce w czerwcu, zgodnie z ustaleniami ustawy budżetowej na 2000 r.

złotowych osób prywatnych. Z drugiej jednak strony, od listopada ubiegłego roku notowana jest rosnąca tendencja nominalnego oprocentowania złotych depozytów terminowych. Według danych NBP, średnie ważone nominalne oprocentowanie lokat osób prywatnych, jakie oferują banki, zwiększyło się – w okresie od listopada 1999 r. do czerwca 2000 r. – o około 2,8 pkt. proc. w przypadku depozytów trzymiesięcznych, natomiast w przypadku depozytów sześć- oraz dwunastomiesięcznych nastąpił wzrost o około 2,6 pkt. proc. W omawianym okresie zwiększyła się zatem atrakcyjność utrzymywania oszczędności osób prywatnych w formie złotych lokat bankowych.

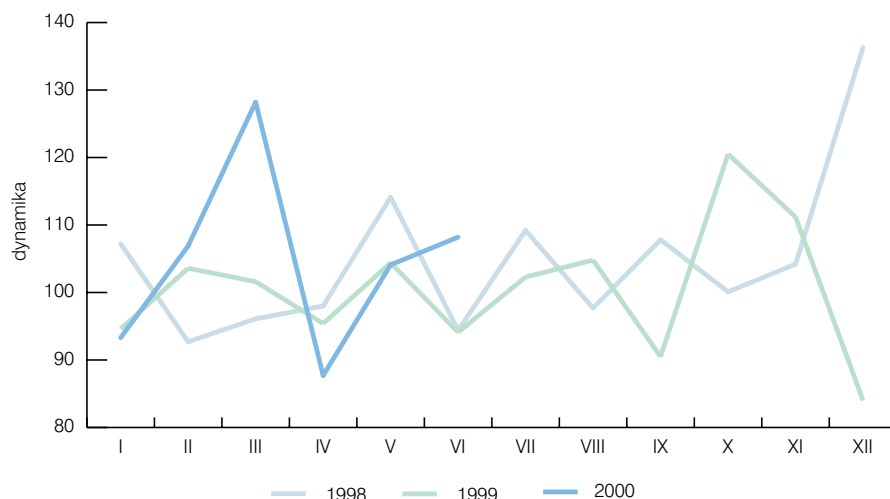
Wartość depozytów walutowych, zgromadzonych na rachunkach bankowych przez podmioty sektora niefinansowego, osiągnęła według danych na koniec II kwartału bieżącego roku poziom 10,1 mld USD. W porównaniu z końcem marca 2000 r. nastąpił spadek depozytów o około 56 mln USD. Na obniżenie kategorii wpływ miało zmniejszenie w omawianym okresie depozytów walutowych podmiotów gospodarczych o około 194 mln USD. W przypadku depozytów walutowych, utrzymywanych przez osoby prywatne, nastąpił wzrost o około 138 mln USD. Od końca ubiegłego roku do końca czerwca 2000 r. miało miejsce zwiększenie depozytów sektora niefinansowego o 550 mln USD. Depozyty walutowe przedsiębiorstw zwiększyły się w tym okresie o niespełna 440 mln USD, zaś przyrost depozytów walutowych osób prywatnych wynosił ponad 110 mln USD.

Lokaty walutowe sektora niefinansowego w wyrażeniu złotowym osiągnęły na koniec II kwartału 2000 r. poziom 44,4 mld zł. W porównaniu z końcem marca 2000 r. miał miejsce przyrost kategorii o 2,3 mld zł⁹. Nominalne kwartalne tempo wzrostu było równe 5,4% (3,4% realnie). Zbliżone wielkości odnotowano na koniec I kwartału 2000 r. Kwartalny przyrost depozytów w ujęciu złotowym wynosił wówczas 2,5 mld zł, co było równoważne dynamice nominalnej rzędu 6,2% (2,5% w ujęciu realnym).

Złotowa wartość depozytów walutowych podmiotów gospodarczych wynosiła na koniec czerwca 2000 r. 11,8 mld zł. W ciągu II kwartału 2000 r. kategoria ta uległa

⁹ Kurs złotego wobec dolara na koniec czerwca 2000 r. wynosił 4,3907 PLN/USD, natomiast 31 marca 2000 r. zanotowano kurs równy 4,1428 PLN/USD. Stopień deprecjacji waluty krajowej względem dolara w omawianym okresie wynosił zatem około 6,0%. Bez uwzględnienia zmian kategorii w ujęciu dolarowym depozyty walutowe sektora niefinansowego uległyby zmniejszeniu o 0,2 mld zł.

Wykres 18
Dynamika depozytów walutowych podmiotów gospodarczych – nominalnie
(koniec poprzedniego miesiąca = 100)



Źródło: dane NBP i GUS.

zmniejszeniu o 0,1 mld zł¹⁰. Spadek nominalny wynosił 1,1%, natomiast spadek realny – 3,0%. Dynamika w I kwartale 2000 r. była dodatnia; w kategoriach nominalnych zanotowano wówczas wzrost o 27,8%, zaś wzrost realny był równy 23,4%. Istotny wpływ na dynamikę depozytów walutowych podmiotów gospodarczych w ujęciu złotowym mają wahania kursowe¹¹. Od końca 1998 r. notowany jest znaczny wzrost aktywności podmiotów gospodarczych w zakresie pozyskiwania środków finansowych drogą emisji obligacji, denominowanych w walutach obcych¹². Przychody z emisji są lokowane w systemie bankowym w postaci depozytów krótkoterminowych, powodując tym samym znaczną zmienność kategorii w ujęciu miesięcznym (wykres 18).

¹⁰ Bez uwzględnienia deprecjacji złotego względem dolara, jaka miała miejsce w omawianym okresie, spadek depozytów walutowych w ujęciu złotowym byłby jeszcze silniejszy, wynosiłby bowiem 0,8 mld zł.

¹¹ Dane NBP, dotyczące depozytów przedsiębiorstw denominowanych w trzech najważniejszych walutach: USD, EUR oraz DEM (ta ostatnia jest powiązana kursem sztywnym z EUR), wskazują, że w ciągu ostatniego roku miał miejsce znaczny wzrost udziału lokat w EUR oraz DEM. Według danych na koniec II kwartału 2000 r. udział ten był równy około 53,6%, wobec 46,4% denominowanych w USD. Analizując zmiany omawianej kategorii, należy zatem uwzględnić nie tylko wahania złotego względem USD, ale również zmiany kursu złotego wobec EUR oraz wahania relacji EUR/USD.

¹² Między innymi w czerwcu miały miejsce dwie emisje obligacji przedsiębiorstw sektora telekomunikacyjnego, o wartości 1 mld USD oraz 0,2 mld EUR.

Depozyty walutowe osób prywatnych w ujęciu złotowym zwiększyły się w II kwartale 2000 r. o 2,4 mld zł, osiągając na koniec czerwca 2000 r. poziom 32,6 mld zł¹³. Nominalne kwartalne tempo wzrostu wyniosło 8,0%, natomiast tempo realne – 6,0%. Dla porównania, w I kwartale bieżącego roku zanotowano nieznaczny spadek kategorii w wyrażeniu złotowym (o 0,5% nominalnie, co było równoważne ujemnej dynamice realnej rzędu 3,9%). W odróżnieniu od depozytów walutowych podmiotów gospodarczych, w stosunku do lokat walutowych osób prywatnych uzasadnione wydaje się założenie, że istotny wpływ na zmienność tej kategorii mają w głównej mierze wahania kursu złotego względem dolara¹⁴. Dobry przykład w tym względzie stanowić może zachowanie depozytów w kwietniu 2000 r. Miesięczny przyrost kategorii w ujęciu złotowym wyniósł wówczas 1,7 mld zł (równoważny nominalnemu tempu wzrostu 5,8% w skali miesięcznej, zaś 5,3% realnie – wielkościom nie notowanym od lutego 1999 r.), co było związane ze znacznym umocnieniem dolara względem złotego (o prawie 6,8% w skali miesiąca).

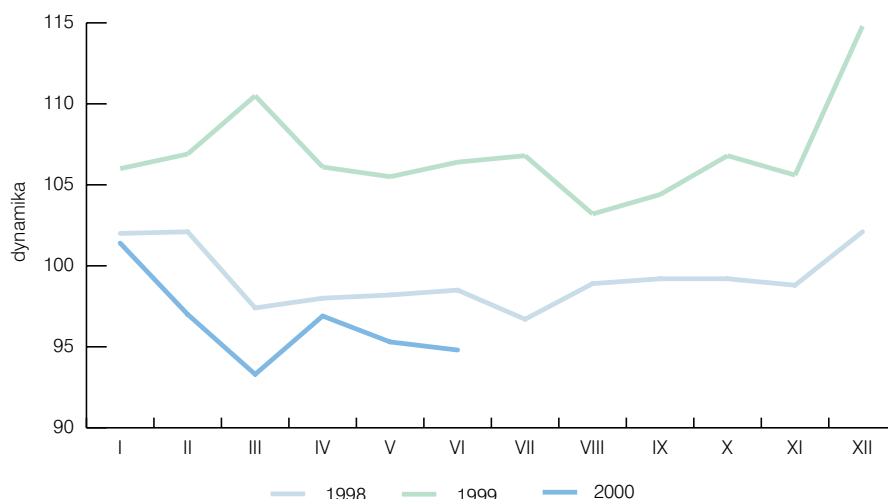
Warto jednocześnie zauważyć, iż wciąż utrzymuje się trend systematycznego wzrostu depozytów walutowych osób prywatnych (zarówno w ujęciu złotowym, jak i dolarowym), który wykształcił się w drugiej połowie 1998 r. Jedyne krótkookresowe (choć istotne) zaburzenie tej tendencji, dotyczące depozytów w ujęciu dolarowym, miało miejsce pod koniec I kwartału 2000 r. i wynikało z przeksięgowania zobowiązań walutowych w Banku Staropolskim SA na zobowiązania złotowe.

Podaż pieniądza gotówkowego (poza kasami banków) osiągnęła, według danych na koniec czerwca 2000 r., wartość 35,1 mld zł. Przyrost, w porównaniu z końcem I kwartału 2000 r., wyniósł 2,2 mld zł, co było równoważne kwartalnej dynamice nominalnej rzędu 6,5% (wzrost o 4,6% w ujęciu realnym). Dla porównania, nominalne tempo wzrostu w analogicz-

¹³ Bez uwzględnienia deprecjacji złotego względem dolara depozyty walutowe osób prywatnych w wyrażeniu złotowym wzrosłyby w omawianym okresie jedynie o 0,6 mld zł.

¹⁴ Według danych NBP, obejmujących okres od II kwartału 1999 r. do II kwartału 2000 r., udział lokat dolarowych osób prywatnych w sumie wkładów osób prywatnych denominowanych w trzech walutach: USD, EUR oraz DEM, utrzymuje się na stabilnym poziomie około 80,0%.

Wykres 19
Dynamika pieniądza gotówkowego poza kasami banków – realnie
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane NBP i GUS.

nym kwartale ubiegłego roku było równe 5,0% i odpowiadało dynamice realnej 3,2%. Omawiana kategoria wykazywała w ciągu II kwartału 2000 r. dużą zmienność. Należy przypuszczać, że istotny przyrost podaży gotówki, jaki zanotowano w kwietniu (1,7 mld zł, co stanowiło miesięczne tempo wzrostu 5,0%, równoważne dynamice realnej rzędu 4,6%), był częściowo związany z wypłatami nagród oraz premii w sektorze przedsiębiorstw. Z kolei, na wzrost kategorii w czerwcu 2000 r. (o 1,2 mld zł, co odpowiadało tempu wzrostu 3,4% nominalnie oraz 2,6% realnie w skali miesiąca) częściowy wpływ mogła mieć rewalityzacja świadczeń emerytalno – rentowych, jakich dokonano w tym miesiącu, zgodnie z ustaleniami ustawy budżetowej na 2000 r. Wzrost ten wynikał również ze zwiększonego, w okresie wakacyjnym, popytu na gotówkę (wykres 19).

Czynniki kreacji pieniądza

Należności sektora bankowego od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych i przyrost aktywów zagranicznych netto stanowiły główne źródło kreacji pieniądza w systemie bankowym w II kwartale 2000 r. Ilustruje to tablica 6.

Tablica 6
Czynniki kreacji pieniądza

Wyszczególnienie	Przyrost w II kwartale	Przyrost w I kwartale	Przyrost w II kwartale
	1999	2000	
		w mln zł	
Podaż pieniądza ogółem	5.983,0	-1.475,7	22.907,0
Aktywa zagraniczne netto	-6.448,7	4.738,2	6.857,1
Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	7.217,9	8.105,7	19.383,3
Zadłużenie netto sektora budżetowego	1.289,3	-9.441,9	3.480,9
Saldo pozostałych pozycji netto	3.924,5	-4.877,7	-6.814,3

Źródło: dane NBP - Bankowa Informacja Statystyczna.

Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych¹⁵ stanowiły na koniec czerwca 2000 r. 71,4% podaży pieniądza ogółem¹⁶ w systemie bankowym, z tego udział należności od podmiotów gospodarczych wyniósł 53,6%, a od osób prywatnych 17,8%.

Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na koniec czerwca br. wzrosły o 10,3% w porównaniu z marcem br. W porównaniu z czerwcem 1999 r. wzrosły one o 30,6%, podczas gdy przed rokiem analogiczny wzrost stanowił 27,6%. Po dynamicznym wzroście należności w ubiegłym roku, tempo ich wzrostu zmniejszyło się na początku br. i spadkowa tendencja utrzymywała się do maja br. (wzrost o 23,5%). Po skorygowaniu danych z czerwca br. o spłacone przez inwestorów indywidualnych w lipcu br. kredyty na zakup akcji PKN należności ogółem od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych wzrosły nominalnie o około 25,0%, co pozwala stwierdzić, że wzrost akcji kredytowej banków został zahamowany, a w wyrażeniu realnym ulegał stopniowemu obniżeniu. Należności od podmiotów gospodarczych w tym okresie wzrosły o 19,7%, a od osób prywatnych o 79,4%.

¹⁵ Te należności systemu bankowego składają się ze wszystkich kategorii kredytów niezależnie od ich standardu, jak również ze skupionych wierzytelności, zrealizowanych gwarancji i poręczeń, odsetek, należności z tytułu dopłat do oprocentowania kredytów preferencyjnych na cele rolnicze.

¹⁶ Przy obliczeniach uwzględniono saldo pozostałych pozycji netto, na które składają się głównie: dochody banków, fundusze banków, rozrachunki międzybankowe i międzyoddziałowe, konta rozliczeniowe, zobowiązania z tytułu emisji własnych papierów wartościowych, należności i zobowiązania banków wobec siebie oraz rezerwy celowe.

W II kwartale br. wzrost należności walutowych sektora bankowego od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych był wyższy niż wzrost należności nominowanych w złotych i wyniósł odpowiednio: 13,3% i 8,6%. Dla porównania w I kwartale br. tempo to wyniosło odpowiednio: 1,0% i 5,2%. Również w strukturze należności ogółem wzrósł udział należności walutowych. Skala wzrostu pozwala przypuszczać, że wynikał on nie tylko z deprecjacji złotego w II kwartale br., ale również z większego zainteresowania kredytami w walutach obcych (po okresie mniejszego popytu na kredyty walutowe w IV kwartale 1999 r. i I kwartale 2000 r.) zarówno osób prywatnych, jak i podmiotów gospodarczych.

Tempo przyrostu należności od podmiotów gospodarczych w II kwartale br. wyniosło 4,9% wobec 4,5% w I kwartale br. Nieznaczny, nominalny wzrost tempa zadłużenia podmiotów gospodarczych w II kwartale br. był rezultatem przede wszystkim przeliczenia na złote kredytów nominowanych w walutach obcych, ale również wynikał z otrzymania kredytów zagranicznych przez sprywatyzowane spółki od inwestorów zagranicznych. Ponadto, zanotowana od początku roku poprawa koniunktury gospodarczej i odnotowana przez podmioty gospodarcze w II kwartale br. poprawa wyników finansowych sprawiły, że przedsiębiorstwa dysponowały większymi środkami finansowymi, które mogły przeznaczyć na działalność bieżącą i rozwój.

Należności sektora bankowego od osób prywatnych w II kwartale br. wzrosły o 32,0% (po szacowanej spłacie w lipcu br. zadłużenia przez inwestorów indywidualnych na zakup akcji PKN o około 9,5%), podczas gdy w I kwartale br. wzrost ten osiągnął 5,2%, a w II kwartale 1999 r. 12,0%. Zapotrzebowanie osób prywatnych na kredyty bankowe w II kwartale br. wynikało z zainteresowania kredytami konsumpcyjnymi oraz kredytami mieszkaniowymi. Znaczną dynamiką wzrostu charakteryzowały się kredyty związane z funkcjonowaniem kart płatniczych i w rachunku bieżącym. Dane dotyczące zadłużenia osób prywatnych prezentuje tablica 7.

Należności krótkoterminowe (do 1 roku włącznie, łącznie z rachunkiem bieżącym) od sektora niefinansowego¹⁷ na koniec czerwca br. w porównaniu z analogicz-

¹⁷ 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.

Tablica 7
Dynamika i struktura należności od osób prywatnych

Wyszczególnienie	Przyrost w		Struktura przyrostu w I półroczu		Dynamika należności w %	
	I półroczu					
	1999	2000	1999	2000	czerwiec 1999	czerwiec 2000
	w mln zł		w %		(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)	
Należności od osób prywatnych						
ogółem, z tego:	3.008,0	12.321,2	100,0	100,0	141,1	179,4
- kredyty w rachunku bieżącym i związane z funkcjonowaniem						
kart kredytowych	758,7	908,0	25,2	7,4	212,8	193,3
- kredyty mieszkaniowe	549,6	966,7	18,3	7,8	168,0	193,8
- pozostałe*	1.699,7	10.446,5	56,5	84,8**	129,6	174,4

* Zgodnie z nomenklaturą obowiązującą w Bankowej Informacji Statystycznej pozycja ta jest sumą należności od osób prywatnych z tytułu: kredytów dyskontowych, pozostałych kredytów i pożyczek, skupionych wierzytelności, zrealizowanych gwarancji i poręczeń oraz zapadłych odsetek.

** Po uwzględnieniu spłaconych kredytów bankowych na zakup akcji PKN ORLEN udział ten wyniósł ponad 48%.

Źródło: dane NBP – Bankowa Informacja Statystyczna.

nym okresem poprzedniego roku rosły szybciej niż należności długoterminowe, odpowiednio o 37,0% i o 23,8%. Było to efektem dynamicznego zadłużania się w rachunku bieżącym podmiotów gospodarczych i osób prywatnych. Udział należności krótkoterminowych w II kwartale br. stanowił 64,2% kwartalnego przyrostu należności od sektora niefinansowego, wobec 34,0% przed rokiem, m. in. w związku z rozwojem usług bankowych.

Aktywa zagraniczne netto¹⁸ w II kwartale 2000 r. spadły o 0,2 mld USD, osiągając na koniec czerwca 2000 r. 27,7 mld USD¹⁹. W II kwartale 1999 r. zagraniczny składnik kreacji pieniądza obniżył się o 1,2 mld USD. Na utrzymanie aktywów zagranicznych netto na praktycznie niezmiennym poziomie w II kwartale 2000 r.

¹⁸ Aktywa zagraniczne netto obejmują rezerwy oficjalne brutto pozostające w dyspozycji NBP, pozostałe aktywa zagraniczne w walutach wymienialnych, pomniejszone o krótkoterminowe pasywa banków i kredyty MFW oraz inne należności od nie-rezydentów, jak: kredyty udzielone, emisja papierów wartościowych, pożyczki podporządkowane, kredyty otrzymane z terminem pierwotnym powyżej 1 roku, należności w walutach niewymienialnych i inne aktywa niepiłne.

¹⁹ Dokładnego określenia wpływu zmian kursu dolara amerykańskiego wobec innych walut można dokonać w odniesieniu do oficjalnych aktywów rezerwowych, stanowiących przeważającą część aktywów zagranicznych netto. Oficjalne aktywa rezerwowe zmniejszyły się o blisko 0,3 mld USD do poziomu 26,0 mld USD, a przy założeniu stałości kursów krzyżowych oficjalne aktywa rezerwowe spadły o 0,1 mld USD.

wpłynął silny napływ zagranicznych inwestycji, głównie inwestycji bezpośrednich. Niższe było także ujemne saldo w obrotach bieżących bilansu płatniczego.

W II kwartale 2000 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 2,1 mld USD i był niższy o 0,6 mld USD w porównaniu z deficytem w tym samym okresie 1999 r. Na taki wynik części bieżącej bilansu płatniczego wpłynęło przede wszystkim zmniejszenie ujemnego salda w zakresie obrotów towarowych i usługowych oraz zwiększenie w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r. (o 34,9%) nadwyżki wpływów nad wypłatami w pozycji niesklasyfikowane obroty bieżące.

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

Nadwyżka transferów w wysokości 0,4 mld USD była wynikiem prawie w całości dodatniego salda transferów pozostałych sektorów (pozarządowych), wynoszącego blisko 0,4 mld USD. O transferach dla pozostałych sektorów zdecydowały przede wszystkim transakcje na rachunkach walutowych osób fizycznych (rezydentów).

W II kwartale 2000 r. nadwyżka w części kapitałowej i finansowej bilansu płatniczego ukształtowała się na poziomie nieco niższym niż w tym samym okresie 1999 r.; wyniosła ona 1,2 mld USD, wobec 1,3 mld USD w II kwartale 1999 r.

Napływ netto kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich ukształtował się na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego i wyniósł 1,1 mld USD. Było to związane z kontynuowaniem procesu prywatyzacji oraz w dalszym ciągu postrzeganiem Polski jako stosunkowo atrakcyjnego miejsca lokowania inwestycji.

W II kwartale 2000 r. napływ netto zagranicznego kapitału portfelowego do Polski ukształtował się na poziomie zbliżonym do osiągniętego w analogicznym okresie 1999 r., natomiast był znacznie niższy wobec I kwartału 2000 r. Zagraniczny kapitał koncentrował się na inwestycjach w polskie papiery dłużne – napływ netto wyniósł 0,5 mld USD, podczas gdy jednocześnie nastąpił odpływ netto w wysokości ponad 0,2 mld USD kapitału zagranicznego zainwestowanego w papiery udziałowe.

Wykorzystanie kredytów długoterminowych wyniosło 0,7 mld USD (w tym samym okresie poprzedniego

roku 0,9 mld USD), a wartość spłaconych rat kapitałowych blisko 0,6 mld USD (przed rokiem 0,3 mld USD).

W II kwartale 2000 r. nastąpił spadek zagranicznych depozytów w polskich bankach o 0,1 mld USD (w II kwartale 1999 r. spadek wynosił 0,5 mld USD). Polskie banki powiększały natomiast lokaty w bankach zagranicznych. Saldo wypłat i wpływów na rachunki bieżące i lokaty polskich banków w bankach zagranicznych wyniosło –0,1 mld USD (w porównaniu ze zmniejszeniem należności o mniej niż 0,1 mld USD w II kwartale 1999 r.).

Po głębokim spadku **zadłużenia netto sektora budżetowego** w I kwartale br. (o 9,4 mld zł), w kolejnych miesiącach II kwartału br. obserwowano systematyczny jego wzrost. Od kwietnia do czerwca br. sektor budżetowy zadłużył się w krajowym systemie bankowym na 3,4 mld zł. Było to rezultatem znacznego wypływu środków z rachunków budżetowych – około 4,8 mld zł (głównie depozytów budżetu państwa), mimo iż wystąpił jednocześnie spadek zobowiązań wobec systemu bankowego o około 1,4 mld zł (głównie z tytułu zmniejszenia należności od budżetu państwa). Odnotowany w II kwartale br. wzrost zadłużenia netto sektora budżetowego dotyczył zarówno budżetu państwa, jak i pozostałych segmentów tego sektora, tj. funduszy celowych i budżetów terenowych.

W końcu czerwca 2000 r. zobowiązania netto sektora budżetowego ukształtowały się na poziomie 58,5 mld zł, tj. nadal znacznie niższym od osiągniętego w grudniu ub.r. Oznacza to, iż w ciągu sześciu miesięcy br. wystąpił spadek zadłużenia netto o 6,0 mld zł, tj. o 9,3%, a w tym samym czasie ubiegłego roku sektor budżetowy zwiększył zadłużenie w systemie bankowym na kwotę 4,0 mld zł, tj. 6,5%.

Na kształtowanie się zadłużenia netto całego sektora budżetowego w II kwartale br. największy wpływ wywarła sytuacja finansowa jego podstawowego segmentu – budżetu państwa. Budżet państwa zadłużył się na kwotę 2,7 mld zł, podczas gdy w I kwartale br. podsektor ten odnotował spadek zobowiązań netto o 7,5 mld zł.

Mimo iż w analizowanym okresie deficyt budżetowy wzrósł w mniejszym stopniu niż w I kwartale br. – wyniósł on 3,8 mld zł wobec 6,9 mld zł – to nadal utrzymywało się wysokie zapotrzebowanie budżetu państwa na środki pożyczkowe. Wiązało się to m. in. z koniecznością wypłaty rekompensat pieniężnych dla pracowników sfery budżetowej oraz emerytów i rencistów z tytułu utrac-

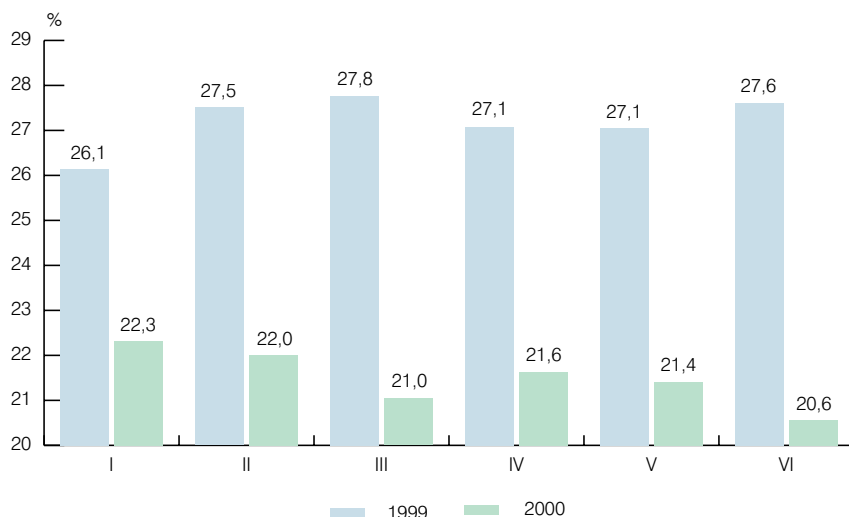
nych dochodów w latach 1991-1992 (około 1,3 mld zł), które nie są zaliczane do wydatków budżetu państwa. W warunkach niskiego bieżącego dopływu środków z rynku budżet państwa finansował swoje potrzeby ze środków odłożonych na rachunku w formie lokat.

W ciągu II kwartału br. dużo niższe od odnotowanego w I kwartale br. okazało się finansowanie pozabankowe (netto) z tytułu sprzedaży skarbowych papierów wartościowych zagranicznym i krajowym podmiotom (około 1,7 mld zł), jak również przychody ze sprzedaży prywatyzowanego majątku narodowego (1 mld zł). Zgromadzony na początku bieżącego roku wysoki stan środków budżetowych z tytułu znacznych przychodów z prywatyzacji (3,3 mld zł), zasilany w kolejnych miesiącach I kwartału br. wysokimi wpływami z krajowego rynku skarbowych papierów wartościowych (6,9 mld zł) i uzupełniony dodatkowo przychodami z dokonanej w marcu emisji euroobligacji (około 2,0 mld zł) wyczerpał się. W końcu stycznia br. budżet państwa miał na rachunku centralnym w NBP blisko 10 mld zł środków „wolnych” i okresowo zablokowanych, w marcu br. ich poziom wyniósł 6,9 mld zł, a na koniec czerwca br. stan środków obniżył się już do 1,2 mld zł.

Na zwiększenie zadłużenia netto sektora budżetowego w II kwartale br. oddziaływała również sytuacja pozostałych segmentów sektora budżetowego. Budżety terenowe i fundusze celowe odnotowały, podobnie jak w analogicznym okresie ubiegłego roku, wzrost zobowiązań netto wynoszący 0,7 mld zł, podczas gdy w I kwartale br. wystąpił wysoki ich spadek o blisko 2 mld zł. Wzrost zadłużenia netto tych elementów sektora był z jednej strony efektem obniżenia stanu środków na rachunkach, z drugiej strony – przyrostu należności.

Nadal nie najlepsza sytuacja płatnicza Funduszu Ubezpieczeń Społecznych zmuszała Zakład Ubezpieczeń Społecznych do korzystania z krótkoterminowych kredytów w bankach komercyjnych; na koniec czerwca br. w porównaniu z marcem br. zadłużenie z tego tytułu uległo zwiększeniu. Ponadto, do zmniejszenia stanu środków na rachunkach funduszy celowych przyczyniła się również sytuacja finansowa Funduszu Pracy. W związku ze wzrostem wypłat zasiłków dla bezrobotnych, Fundusz ten wykorzystywał w szybszym niż dotychczas tempie środki przekazywane przez budżet państwa w formie dotacji oraz zgromadzone z tytułu składek.

Wykres 20

Udział zadłużenia netto sektora budżetowego w podaży pieniądza ogółem

Źródło: dane NBP.

Odnotowany w II kwartale br. przyrost zadłużenia netto sektora budżetowego oznacza zwiększenie kreacji pieniądza z tego źródła. Jednakże należy zaznaczyć, iż w ciągu I półrocza br. oddziaływanie sektora budżetowego na wzrost podaży pieniądza ogółem było znacznie słabsze od obserwowanego w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Udział zadłużenia netto sektora budżetowego w podaży pieniądza ogółem w I półroczu lat 1999-2000 (stany na koniec okresu) ilustruje wykres 20.

Funkcjonowanie kanałów transmisji w II kwartale 2000 r.

Kanał stopy procentowej

W ciągu II kwartału br. wystąpiły trzy czynniki, które wpłynęły w sposób istotny na kształtowanie się wysokości krótkoterminowych stóp procentowych. Najsilniejszy wpływ na stopy procentowe wywarło opublikowanie 4 maja danych mówiących o nieoczekiwanym pogorszeniu się sytuacji w obrotach bieżących. Mniejszy wpływ na wysokość stóp procentowych miało upłynnie-

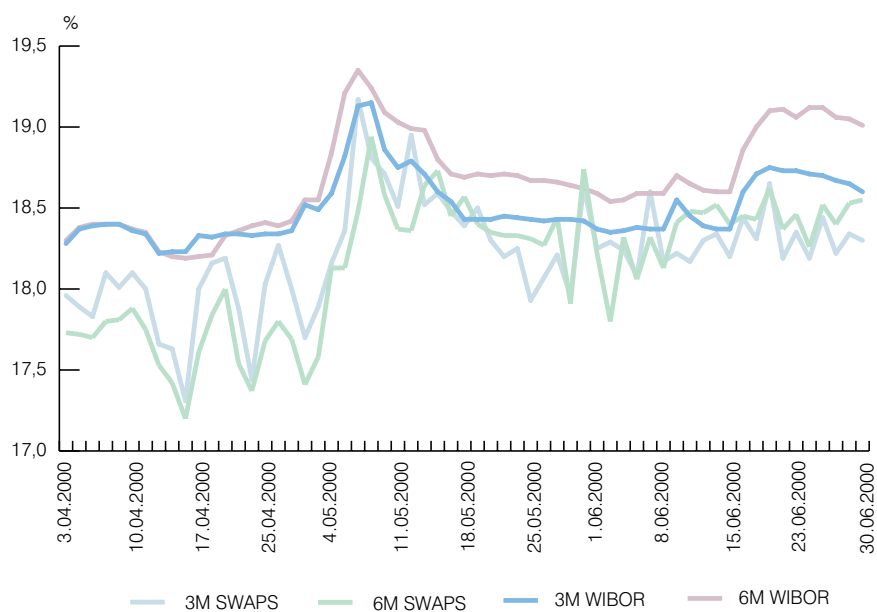
nie złotego, czego konsekwencją było zwiększenie się premii za ryzyko, zawartej w wysokości stóp procentowych. Najsłabszy wpływ na wysokość stóp procentowych wywarło ogłoszenie 15 czerwca danych o ponownym wzroście inflacji do poziomu dwucyfrowego.

Po ogłoszeniu 4 maja danych, mówiących o znacznym zwiększeniu się deficytu na rachunku bieżącym, czego skutkiem było dość znaczne osłabienie złotego, rynkowe stopy procentowe wyraźnie wzrosły. Wynikało to z obaw, że NBP podniesie stopę procentową, nie chcąc dopuścić, by spadek kursu złotego zagroził realizacji celu inflacyjnego. Gdy w kilka dni później złoty ustabilizował się, po posiedzeniu RPP 8 maja, odczytanym przez rynek jako zapowiedź ewentualnych interwencji na rynku walutowym, obniżyła się również wysokość rynkowych stóp procentowych. Stopy procentowe nie powróciły jednak do poprzedniego poziomu. Na przykład przeciętny poziom oprocentowania syntetycznych depozytów złotych (swapów walutowych) wzrósł o około 50 punktów bazowych. W podobnej skali wzrosła także wysokość oprocentowania 3- i 6-miesięcznych depozytów międzybankowych (wykres 21). Podniesienie się wysokości krótkoterminowych stóp procentowych było naturalną konsekwencją zwiększenia się premii za ryzyko w następstwie większej zmienności kursu złotego.

Wzrost wysokości 3- i 6-miesięcznych stóp procentowych wywołał wzrost terminowych stóp procentowych na rynku FRA. Terminowe stopy procentowe wyznaczają wysokość, od której liczone są rekompensaty wypłacane za ewentualny wzrost stóp procentowych w przyszłości. Wyższy poziom oprocentowania transakcji FRA odzwierciedlał oczekiwania, że wzrost krótkoterminowych stóp procentowych okaże się trwały. Obawy tego rodzaju były widoczne w zmniejszeniu się różnicy oprocentowania FRA dla terminów zapadalności po 3 i po 6 miesiącach (wykres 22).

Czynnikiem, który wywołał ponowny, jakkolwiek tylko przejściowy, wzrost rynkowych stóp procentowych, był komunikat o ponownym wzroście wskaźnika inflacji do 10%. W ocenie rynku podwyżka stóp procentowych przez NBP stała się bardziej prawdopodobna, jakkolwiek obawy przed nią były na tyle słabe, że wzrost stóp procentowych dotyczył tylko transakcji FRA i oprocentowania na rynku 3- i 6-miesięcznych depozytów międzybankowych, a więc na tym segmencie rynku międzybankowego, na którym obroty są tak małe i spora-

Wykres 21
Krótkoterminowe stopy procentowe



Źródło: Reuters.

Wykres 22
Rentowność FRA



Źródło: Reuters.

dyczne, że stopy procentowe odzwierciedlają przede wszystkim oczekiwania banków dotyczące przyszłej wysokości stóp procentowych.

Obawy dotyczące ewentualnej podwyżki stóp procentowych przez NBP były na tyle słabe, że nie wywołały wzrostu rynkowych stóp procentowych na tych segmentach międzybankowego rynku pieniężnego, na których występują duże obroty. Dlatego też nie nastąpił wzrost stóp procentowych na rynku depozytów międzybankowych o krótkich terminach zapadalności i na rynku syntetycznych depozytów międzybankowych (swapów walutowych).

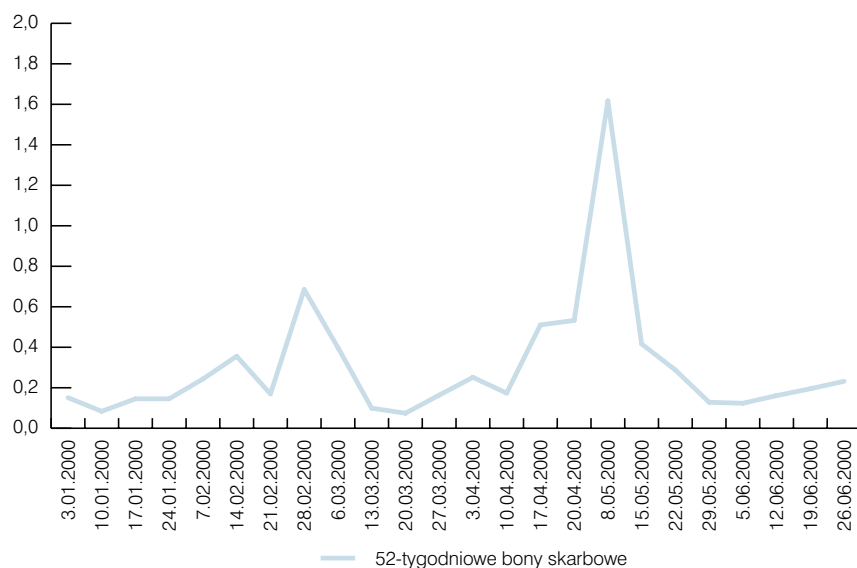
Zróżnicowanie wagi przykładanej przez rynek do wydarzeń, które wpływały na rynek pieniężny w II kwartale, znalazło odzwierciedlenie w kształtowaniu się współczynnika nachylenia aukcyjnej funkcji popytu na rynku pierwotnym bonów skarbowych, obrazującego niepewność inwestorów, dotyczącą przyszłej wysokości stóp procentowych. Wskaźnik ten rósł wyraźnie między momentem upłynięcia złotego a ustabilizowaniem się jego kursu po posiedzeniu RPP 8 maja. Nie nastąpiła natomiast istotna zmiana jego wysokości po ogłoszeniu 15 czerwca danych na temat inflacji. Odzwierciedlało to ogólne nastawienie inwestorów, że jeśli nawet nastąpi przejściowy wzrost inflacji i pociągnie za sobą wzrost stóp NBP, to prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniano jako małe, ze względu na przyjmowane przez inwestorów założenie, że inflacja w Polsce zacznie wkrótce wykazywać tendencję spadkową (wykres 23).

Mimo zmian 3- i 6-miesięcznych stóp procentowych, oprocentowanie 1-miesięcznych depozytów międzybankowych, na które stara się wpływać NBP, było w II kwartale stabilne (wykres 24). Wprawdzie przeciętna wysokość oprocentowania depozytów 1-miesięcznych wzrosła w II kwartale, w porównaniu z I kwartałem, z 17,07% do 17,77%, jednakże wynikało to głównie z podniesienia stóp przez NBP w lutym br. Stabilność oprocentowania depozytów 1-miesięcznych przyczyniła się do stabilności oprocentowania udzielanych przez banki kredytów.

Zmienność różnicy między wysokością z jednej strony 1-miesięcznych stóp procentowych, a z drugiej 3- i 6-miesięcznych stóp procentowych jest wynikiem wspomnianej słabej płynności rynku depozytów o dłuższych terminach zapadalności. Powoduje to brak występowania arbitrażu, który stabilizowałby wysokość premii za ryzyko dla transakcji o różnych terminach zapadalności.

Wykres 23

Współczynnik nachylenia aukcyjnej funkcji popytu* na rynku pierwotnym bonów skarbowych

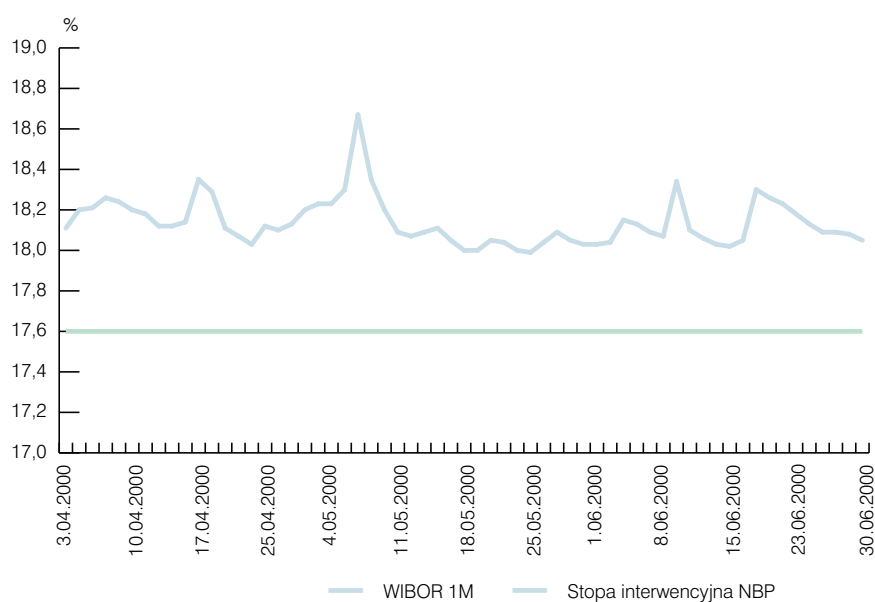


* Do wyliczenia współczynnika nachylenia aukcyjnej funkcji popytu skumulowane wartości nominalne ofert wyrażone są w mld zł.

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 24

Stopy rynku pieniężnego



Źródło: dane NBP i Reuters.

Reakcja banków komercyjnych na politykę pieniężną banku centralnego

W II kwartale br. oprocentowanie depozytów i kredytów w bankach komercyjnych było stabilne. Większość banków zareagowała na lutową podwyżkę podstawowych stóp procentowych NBP w marcu. W kwietniu natomiast oprocentowanie korygowały nieliczne banki. Były to przede wszystkim te, które nie dokonały zmian wcześniej. W kolejnych miesiącach kwartału oprocentowanie depozytów zmieniało się w niewielkim stopniu. Reakcja banków na zmiany stóp procentowych NBP była zatem relatywnie szybka. Banki dokonały jej w ciągu 6 tygodni.

Po podwyżce stóp procentowych przez NBP, banki podniosły znacznie silniej oprocentowanie depozytów terminowych osób prywatnych niż podmiotów gospodarczych. Spośród depozytów terminowych osób prywatnych w największym stopniu wzrosło oprocentowanie lokat o długich terminach zapadalności (12-, 24-, 36-miesięcznych). Podniesiono je w granicach 0,7-0,9 pkt. proc. Oprocentowanie najpopularniejszych depozytów, tzn. o zapadalności 3- i 6-miesięcy, wzrosło o 0,6 pkt. Najmniej, bo tylko o 0,2 pkt. proc., zwiększyło się oprocentowanie lokat 1-miesięcznych. W rezultacie tych zmian, w kwietniu średnie ważone oprocentowanie depozytów terminowych osób prywatnych²⁰ było o 0,6 pkt. proc. wyższe niż w lutym.

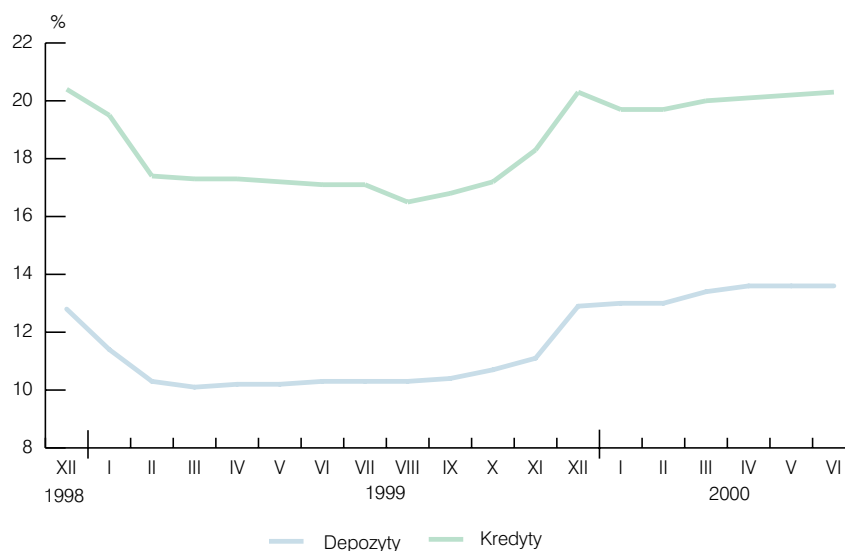
Oprocentowanie wszystkich rodzajów depozytów podmiotów gospodarczych wzrosło niemal w tym samym stopniu. W kwietniu średnie ważone oprocentowanie depozytów terminowych podmiotów gospodarczych było o 0,3 pkt. proc. wyższe niż w lutym.

Oprocentowanie kredytów dla osób fizycznych wzrosło stosunkowo silnie – w kwietniu było ono o 0,9 pkt. proc. wyższe niż przed podwyżką podstawowych stóp procentowych w lutym. W ciągu pozostałych miesięcy kwartału nie uległo ono większym zmianom. Oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych zmieniło się z uwagi na podwyżkę podstawowych stóp procentowych w marcu, a więc szybciej, lecz jednocześnie w znacznie mniejszym stopniu niż oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych. W marcu oprocentowanie

²⁰ W 15 dużych bankach komercyjnych, które przesyłają dane do NBP.

Wykres 25

Średnie ważone oprocentowanie depozytów i kredytów w wyrażeniu nominalnym



Źródło: dane NBP.

kredytów dla podmiotów gospodarczych było o 0,3 pkt. proc. wyższe niż w lutym i na tym poziomie utrzymywało się w ciągu II kwartału br. W ciągu całego kwartału oprocentowanie kredytów ogółem wzrosło o około 0,2 pkt. proc., a depozytów terminowych ogółem o 0,1 pkt. proc. (wykres 25).

Stopy procentowe i popyt na kredyty

W II kwartale br. realne oprocentowanie kredytów w wyrażeniu realnym (*ex post*) dla osób prywatnych i podmiotów gospodarczych stopniowo się obniżało²¹. Dotyczyło to szczególnie oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych. W czerwcu br. było ono o 1,5 pkt. proc. niższe niż w marcu. Realne oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych po znacznym wzroście na początku kwartału, w pozostałych dwóch miesiącach spadało i w rezultacie pod koniec II kwarta-

²¹ Deflatorem oprocentowania kredytów dla osób prywatnych jest wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych, natomiast kredytów dla podmiotów gospodarczych – wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Wykres 26
Oprocentowanie kredytów w wyrażeniu realnym



Źródło: dane NBP i GUS, obliczenia NBP.

łu br. ukształtowało się na poziomie lekko przekraczającym 10%, czyli zbliżonym do tego, jakie było w marcu (wykres 26). Wysoki poziom oprocentowania w wyrażeniu realnym był jedną z przyczyn utrzymującej się od początku br. tendencji stopniowego spadku popytu na kredyt ze strony osób prywatnych.

W II kwartale br. popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw pozostawał na poziomie, jaki osiągnął w poprzednim kwartale. W kolejnych miesiącach I kwartału, mimo utrzymującej się wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego, tempo wzrostu zadłużenia podmiotów gospodarczych w wyrażeniu realnym spadało. W porównaniu z analogicznym miesiącem ubiegłego roku obniżyło się z 12,5% w grudniu 1999 r. do 10,1% w marcu. W czerwcu br. tempo to (9,9%) było nieznacznie tylko niższe niż w marcu.

Podobnie jak w poprzednim kwartale br., podmioty gospodarcze chętnie pozyskiwały środki finansowe poprzez emisję krótkoterminowych papierów wartościowych. Na koniec drugiego kwartału br. zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji krótkoterminowych papierów wartościowych wynosiło 9,5 mld zł i było

o 48,6% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku, przewyższając poziom z marca br. o około 20 pkt. proc. Łącznie z tytułu kredytów i emisji papierów wartościowych zadłużenie podmiotów gospodarczych na rynku krajowym na koniec II kwartału br. wyniosło 162,1 mld zł. W stosunku do analogicznego miesiąca ubiegłego roku zwiększyło się ono nominalnie o 21,1%, podczas gdy na koniec pierwszego kwartału zadłużenie to osiągnęło poziom 154,0 mld zł, a jego tempo wzrostu w stosunku do marca 1999 r. wyniosło 18,6%. W wyrażeniu realnym łączne zadłużenie podmiotów gospodarczych na rynku krajowym w czerwcu br. było nieznacznie tylko wyższe niż w marcu br.

Wysoka stopa procentowa mogła też skłaniać podmioty gospodarcze do zadłużania się za granicą, choć należy podkreślić, że część tego zadłużenia nie ma bezpośredniego związku (lub związek ten jest słaby) z różnicą między poziomem krajowych i zagranicznych stóp procentowych. Chodzi tu np. o kredyty otrzymywane przez polskie spółki od ich inwestorów zagranicznych, otrzymane przez inwestujących w Polsce inwestorów zagranicznych od ich spółek zagranicznych oraz część kredytów handlowych. Niektóre podmioty gospodarcze, np. TP SA, mają tak duże zapotrzebowanie na środki, iż nie byłyby w stanie pozyskać ich z rynku krajowego i w związku z tym zmuszone są do emisji długoterminowych obligacji na rynkach zagranicznych.

Na koniec I kwartału²² zadłużenie zagraniczne sektora pozarządowego i pozabankowego wynosiło 23.827 mln USD i w stosunku do IV kwartału ub.r. powiększyło się o 423 mln USD, czyli o 1,8%. Nastąpił wzrost emisji długoterminowych papierów dłużnych (o 438 mln USD, czyli o ponad 21%). Można sądzić, że w znacznej mierze było to skutkiem utrzymującej się różnicy między krajowymi i zagranicznymi stopami procentowymi. Upłynnienie kursu złotego, przyczyniając się do wzrostu świadomości ryzyka kursowego wśród krajowych podmiotów gospodarczych, powinno wpłynąć na zmniejszenie ich zainteresowania pozyskiwaniem środków na rynku międzynarodowym.

W II kwartale br. nadal obniżał się popyt na kredyt ze strony gospodarstw domowych. Poza wyższą stopą procentową do zmniejszenia popytu na kredyt przyczyniły

²² Brak danych dotyczących II kwartału br.

się również: wzrost stawek akcyzy na samochody i kosztów eksploatacji pojazdów oraz stosunkowo niska dynamika wzrostu siły nabywczej dochodów do dyspozycji. Utrzymująca się wysoka stopa bezrobocia, wzrost cen żywności i paliw zmniejszały optymizm konsumentów.

Zahamowanie popytu na kredyt znalazło odzwierciedlenie w osłabieniu dynamiki konsumpcji i inwestycji i tym samym zaczęła zmniejszać się presja popytu krajowego na bilans handlowy, jak również na ceny towarów i usług konsumpcyjnych.

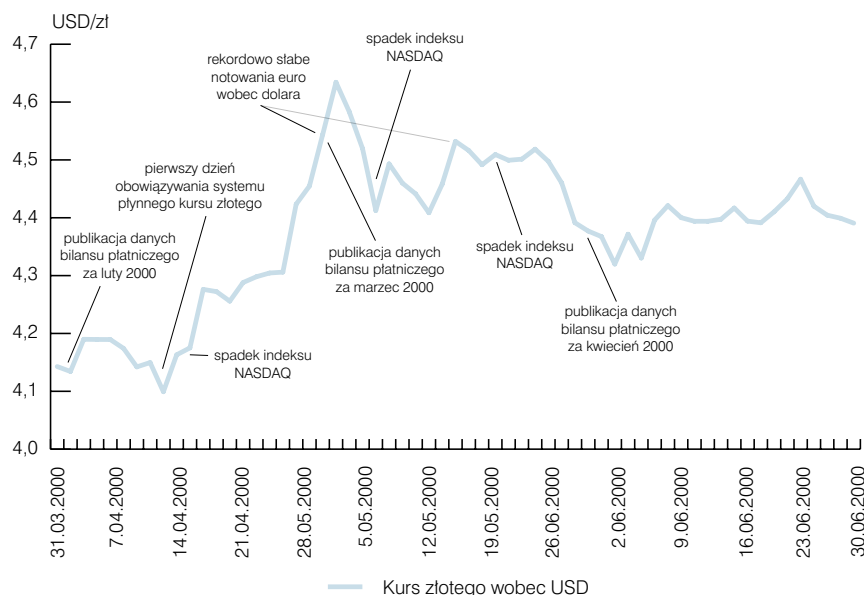
Kanał kursu walutowego

Od 12 kwietnia 2000 r. kurs złotego kształtował się jako w pełni płynny kurs walutowy. Oznaczało to likwidację parytetu centralnego złotego, mechanizmu pełzającej dewaluacji parytetu polskiej waluty wobec koszyka walut oraz pasma dopuszczalnych wahań kursu rynkowego złotego wokół kursu centralnego.

Wprowadzenie systemu kursu płynnego stanowiło ostatni etap konsekwentnej polityki uelastyczniania mechanizmu kursowego. Ewolucja warunków kształtowania się kursu polskiej waluty w okresie ostatnich dziesięciu lat obejmowała praktycznie wszystkie najważniejsze formy systemowe – od reżimu kursu w pełni sztywnego, przez system dewaluacji pełzającej parytetu złotego, przy stopniowym rozszerzaniu swobody wahań kursu rynkowego – aż do systemu kursu w pełni płynnego. Taki sposób realizacji polityki kursowej wpływał korzystnie na rozwój krajowego rynku walutowego, wzmacniał wiarygodność władzy monetarnej, stabilizując warunki działania uczestników polskiego systemu finansowego. Od 1998 r. polityka kursowa została podporządkowana realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego, co w konsekwencji wyraźnie przyspieszyło proces uelastyczniania mechanizmu kursowego. W okresie ostatnich dwóch lat kurs złotego był już w znacznym stopniu płynny. Wprowadzenie nowego systemu kursowego w 2000 r. było zapowiadane w *Założeniach polityki pieniężnej na 2000 rok*, zostało także potwierdzone w oficjalnych wypowiedziach przedstawicieli Rządu i RPP. System ten wprowadzono w momencie, kiedy wyhamowana została widoczna w pierwszych miesiącach 2000 r. tendencja do aprecjacji złotego, a odchylenie kursu rynkowego od parytetu centralnego pozostawało stabilne. Napływ dewiz z transakcji prywatyzacyjnych w kolejnych miesiącach byłby czynnikiem mogącym tę stabilność zachwiać, a dalsze zwleknięcie z decy-

Wykres 27

Kształtowanie się kursu złotego wobec dolara amerykańskiego



Źródło: obliczenia NBP.

zją o upłynnieniu złotego podważałoby wiarygodność władz gospodarczych.

Na kształtowanie się kursu polskiej waluty w okresie zmiany warunków systemowych silnie oddziaływały wydarzenia na rynkach światowych. Znaczny wzrost zmienności indeksu giełdy amerykańskiej NASDAQ oraz istotne wzmocnienie aprecjacji dolara amerykańskiego w stosunku do euro wpływały zarówno na poziom, jak i na skalę zmienności kursu złotego (wykres 27).

W kwietniu zmienność indeksu NASDAQ wzrosła do 16,9%, wobec 10,4% w marcu i 6,4% jako średniej miesięcznej w 1999 r. (wykres 30). W drugim dniu po upłynnieniu złotego indeks NASDAQ osiągnął najniższy poziom po serii uprzednich spadków (łącznie o 25,3%). Dotychczasowe obserwacje wskazują, że w okresach znacznych spadków indeksów giełdy amerykańskiej inwestorzy krótkoterminowi wycofują się z rynków wschodzących; dotyczyło to także rynku złotego. W okresie od 10 kwietnia do 5 maja 2000 r. widoczna była silna tendencja wzrostu kursu dolara wobec euro na rynku światowym; w tym okresie waluta amerykańska wzmocniła się o około 7%. Wpływało to dodatkowo na osłabienie

złotego względem dolara USA, która to relacja jest nadal powszechnie utożsamiana w Polsce z miernikiem wartości złotego. W kwietniu i maju wyraźnie rosła zmienność relacji kursowej dolar-euro na rynku międzynarodowym (wykres 30).

A zatem czynniki o charakterze zewnętrznym w znacznym stopniu wpływały na deprecjację złotego w ciągu około trzech tygodni po jego upłynnieniu, co było widoczne przede wszystkim wobec dolara amerykańskiego. Uwarunkowania zewnętrzne przyczyniły się także do okresowego wzrostu zmienności kursu polskiej waluty.

Czynnikami o charakterze wewnętrznym, które oddziaływały w tym okresie na osłabienie kursu polskiej waluty były:

- rynkowa korekta kursu, po utrzymującej się od listopada 1999 r. do marca 2000 r. aprecjacji polskiej waluty w warunkach pogarszającego się stanu nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki (była ona oczekiwana przez uczestników rynku już w okresie I kwartału 2000 r.);
- znaczne pogorszenie się deficytu obrotów bieżących w marcu br. (wykres 27).

Łagodząco na presję deprecyjną złotego w II kwartale 2000 r. wpływała perspektywa napływu kapitału zagranicznego w konsekwencji przyspieszenia procesu prywatyzacyjnego (głównie w związku ze sprzedażą akcji Telekomunikacji Polskiej SA i Polskiego Koncernu Naftowego, a także Banku Handlowego), a zatem oczekiwania wzrostu popytu na złotego. Sprzyjała temu nadal dobra ocena stanu polskiej gospodarki ze strony inwestorów zagranicznych, co potwierdzone zostało w podwyższeniu oceny inwestycyjnej dla Polski przez agencję Standard & Poor's.

W dniach od 3 do 11 kwietnia, kiedy obowiązywał jeszcze system kursowy oparty na dewaluacji pełzającej parytetu centralnego i korytarzu maksymalnych wahań, kurs złotego osłabił się wobec parytetu centralnego o 0,8 pkt. proc. Średnie odchylenie kursu fixingowego od parytetu centralnego wyniosło w tym okresie 5,1% po stronie aprecyjnej. Decyzja o upłynnieniu złotego spowodowała krótkotrwale (jednodniowe) umocnienie kursu polskiej waluty. W dniu 12 kwietnia kurs złotego zarówno wobec dolara, jak i euro wzrósł odpowiednio o 1,2% i 1,5%. Wynikało to głównie z faktu zwiększenia się postrzeganego dysparytetu krótkoterminowych

stóp procentowych, w wyniku zniesienia mechanizmu kroczącej dewaluacji. Związany z tym zwiększony popyt na polską walutę ze strony inwestorów zagranicznych świadczył także o pozytywnym przyjęciu zmiany systemowej i korzystnej ocenie polskiej gospodarki. W okresie od 13 kwietnia do 5 maja kurs złotego stopniowo osłabiał się. Z uwagi na wyraźną aprecjację dolara na rynku światowym, skala deprecjacji kursu polskiej waluty była wyższa w stosunku do waluty amerykańskiej. Podczas gdy złoty zdeprecjonował się w tym okresie do dolara o 12,9%, to wobec euro o 5,6%²³. Opublikowanie w dniu 4 maja informacji o silnym pogorszeniu się deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego w marcu, wyrażnie, lecz krótkotrwale przyspieszyło tempo deprecjacji złotego; w dniu 5 maja skala osłabienia złotego do dolara wyniosła 2%, wobec euro 2,5% (wykres 27). Towarzyszył tym zjawiskom wyraźny wzrost rynkowych stóp procentowych (por. pkt. *Kanał stopy procentowej*). W dalszej części kwartału tempo osłabiania się złotego było wolniejsze (wykres 28). W okresie II kwartału średni kurs złotego wobec dolara amerykańskiego był wyższy o 6,4% w stosunku do analogicznego poziomu w I kwartale br., w stosunku do euro skala deprecjacji polskiej waluty była zdecydowanie niższa i wyniosła odpowiednio 0,5%.

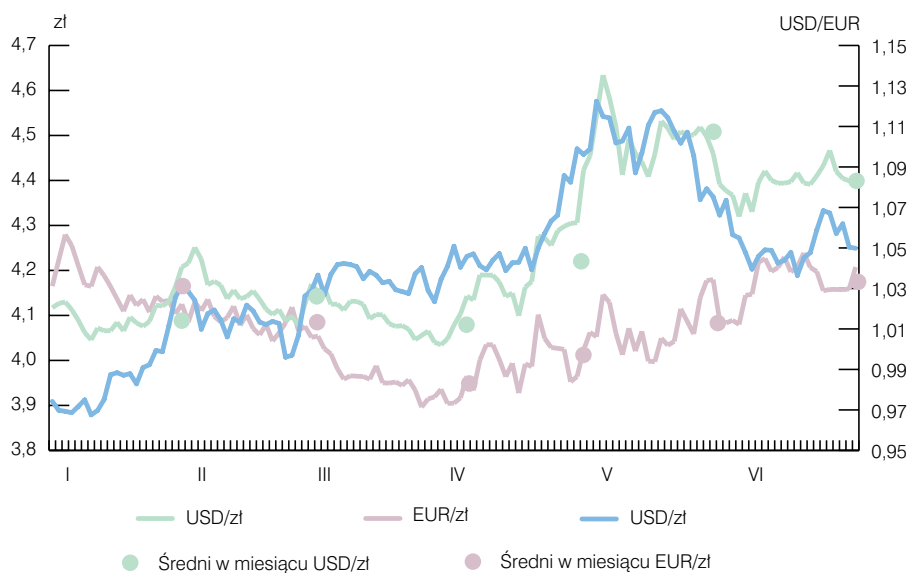
Efektem powyższych tendencji była deprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego o 5,7% (licząc czerwiec 2000 r. w stosunku do marca 2000 r.), w porównaniu z aprecjacją o 3,5% w analogicznym okresie roku 1999 (wykres 29). Od początku 2000 r. do czerwca nominalny efektywny kurs złotego obniżył się o 0,4% (licząc w stosunku do grudnia 1999 r.), natomiast w analogicznym okresie roku 1999 osłabił się silniej, bo o 3,3%.

W II kwartale 2000 r. wystąpił okresowy wzrost rozpiętości wahań kursu złotego. Brak koszyka walutowego, niwelującego wpływ fluktuacji kursów walut obcych na kurs złotego oraz kursu odniesienia w postaci parytetu centralnego, wpłynęły na wzrost zmienności kursu w ciągu dnia i znaczne rozszerzenie rozpiętości między ofertami kupna i sprzedaży. W pierwszym dniu obowiązywania płynnego reżimu kursowego różnica w cenie dolara w ciągu sesji osiągnęła wielkość 8 groszy wobec dolara i 5 groszy w relacji do euro. W całym II kwartale 2000 r.

²³ Wyższa skala deprecjacji kursu złotego do dolara wystąpiła w I kwartale 1999 r. i wyniosła 16,7%.

Wykres 28

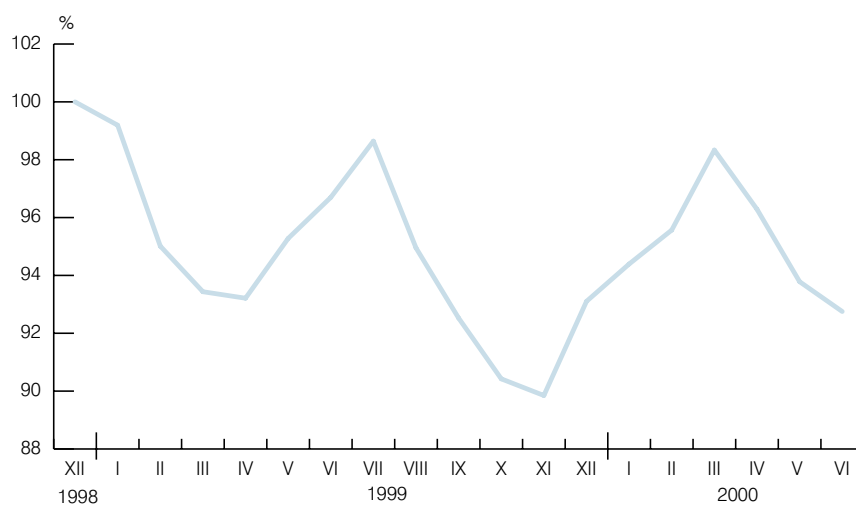
Kursy złotego wobec USD i EUR oraz relacja USD/EUR (kwotowanie odwrócone)



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 29

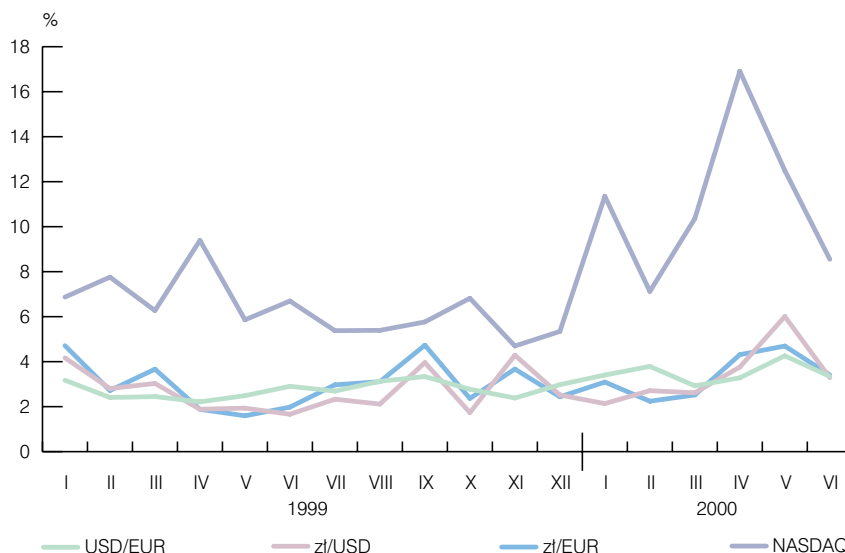
Nominalny efektywny kurs złotego; 1999-2000 (dane miesięczne; grudzień 1998 = 100)



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 30

Zmienność wybranych kursów i indeksu NASDAQ (jako miesięczne odchylenie standardowe stóp zwrotu)



Źródło: obliczenia NBP.

rozpiętość wahań złotego w stosunku do dolara wyniosła 54 grosze²⁴ (wobec 22 groszy w I kwartale 2000 r. i 15 groszy w II kwartale 1999 r.). Najsilniejszy w II kwartale 2000 r. kurs złotego (fixingu) odnotowano w dniu 12 kwietnia w wysokości 4,0992, największe osłabienie złotego natomiast wystąpiło 5 maja – kurs tego dnia równy był 4,6342. W kwietniu, w skali miesiąca, zmienność kursu złotego wobec dolara amerykańskiego – mierzona jako miesięczne odchylenie standardowe²⁵ – wyniosła około 4,1%, w maju ukształtowała się na poziomie 6,6%, natomiast w czerwcu zmniejszyła się do 3,6%. Tak liczona zmienność kursu złotego wobec euro najbardziej podniosła się w kwietniu (wzrost z poziomu 2,5% do 4,3%), w maju osiągnęła poziom nieco wyższy 4,7%, by w czerwcu obniżyć się do 3,4% (wykres 30). Widać zatem, że na wzrost zmienności kursu złotego duży wpływ miały czynniki nie związane z upłynięciem kursu takie jak: niestabilność relacji kursu dolara do euro oraz zaburzenia na zagranicznych rynkach kapitałowych.

²⁴ Należy tu zaznaczyć, że skala tak mierzonej rozpiętości była wyższa w I kwartale 1999 r. i wyniosła 60 groszy.

²⁵ Miesięczne odchylenie standardowe wyliczone na podstawie dziennych logarytmicznych stóp zwrotu.

Oczekiwania inflacyjne

Badania prowadzone w Narodowym Banku Polskim wskazują, iż oczekiwania inflacyjne osób prywatnych²⁶ mają zasadniczo charakter statyczny. Dotyczy to sytuacji stopniowo spadającej inflacji. Osoby prywatne deklarują wówczas, iż stopa inflacji za rok będzie równa stopie inflacji bieżącej. Natomiast w okresach wzrostu inflacji z reguły przewidują, iż stopa inflacji za rok przewyższy stopę inflacji bieżącej. Inaczej oczekiwania inflacyjne formułują banki: biorą one pod uwagę więcej informacji, niż osoby prywatne, a ich spojrzenie na inflację jest w znacznie mniejszym stopniu uwarunkowane przeszłym tempem wzrostu cen.

W ciągu I półrocza, z wyjątkiem stycznia i kwietnia, oczekiwania inflacyjne osób prywatnych rosły (wykres 32). Nie można wykluczyć, że spadek oczekiwań w styczniu i kwietniu był związany z podwyżkami podstawowych stóp procentowych przez bank centralny, dokonany w listopadzie ub.r. i w lutym br. W maju i czerwcu rosła różnica między inflacją bieżącą²⁷ i inflacją oczekiwaną za rok, co świadczyło o pesymizmie respondentów w tym okresie. Wzrost oczekiwań inflacyjnych należy przypisać rosnącym cenom żywności i paliw oraz oczekiwanym skutkom suszy. W maju na oczekiwania inflacyjne wpłynęła zapewne również znaczna deprecjacja złotego w stosunku do dolara USA.

Jeżeli chodzi o wyniki badań oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw produkcyjnych (stan oczekiwań na koniec I kwartału 2000 r.), to – analizując odpowiedzi udzielone na ankietę skierowaną przez NBP do 313 przedsiębiorstw – można stwierdzić, że:

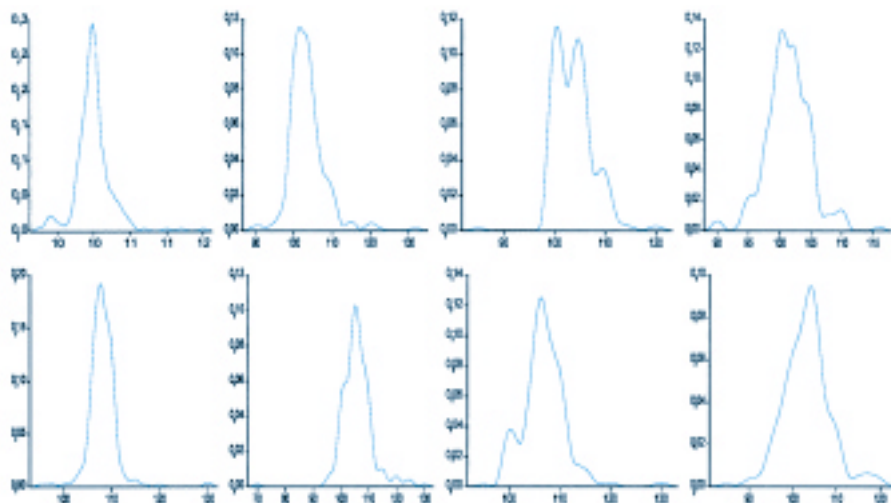
- średnia ocen dotyczących wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych w okresie między 31.12.1999 r. (który jest okresem bazowym we wszystkich pytaniach dotyczących prognoz, i któremu przyporządkowana jest liczba 100) a 30.06.2000 r. wyniosła 104,95. Mediana ocen wyniosła 105. Zrealizowana inflacja w pierwszym półroczu 2000 r. wyniosła 5,5%. Można zatem uznać przewidywania respondentów, za dość zbieżne z rzeczywistym wynikiem (w skali pierwszej połowy roku);

²⁶ Oszacowanie oczekiwanej stopy inflacji dokonywane jest skorygowaną metodą probabilistyczną Carlsona i Parkina na podstawie ankiet firmy Demoskop.

²⁷ Przez stopę inflacji bieżącej rozumie się wskaźnik inflacji znany respondentom w momencie udzielania odpowiedzi na pytania ankiety. Ponieważ badanie przeprowadzane jest w pierwszej połowie miesiąca, a dane dotyczące inflacji są ogłaszane przez GUS 15. dnia miesiąca, respondenci wiedzą jedynie jaki był poziom inflacji dwa miesiące wstecz.

Wykres 31

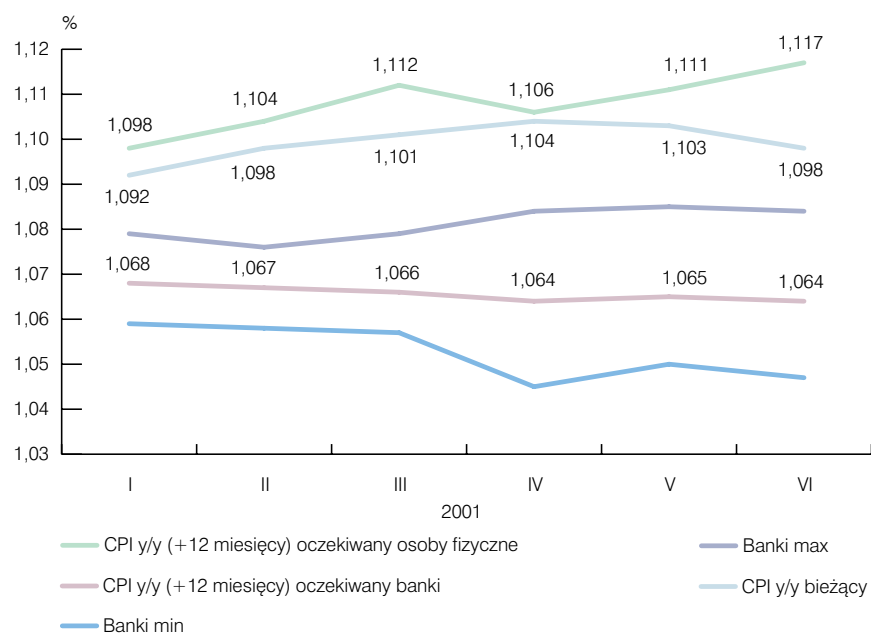
Rozkłady odpowiedzi ankietowanych przedsiębiorstw dotyczących wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych



Rozkłady odpowiedzi ankietowanych przedsiębiorstw dotyczących wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych (2 rysunki w pierwszej kolumnie), wzrostu cen produkcji sprzedanej ankietowanego przedsiębiorstwa (2 rysunki w drugiej kolumnie), wzrostu płac w przedsiębiorstwie (2 rysunki w trzeciej kolumnie) oraz wzrostu kursu dolara (2 rysunki w ostatniej kolumnie). Rysunki w pierwszym wierszu dotyczą przewidywań przedsiębiorstw wzrostu odpowiednich wielkości w pierwszym półroczu 2000 r., zaś drugi wiersz dotyczy przewidywań wzrostu w całym 2000 r. Okresem bazowym, w odniesieniu do którego ankietowane przedsiębiorstwa tworzą swoje prognozy, jest 31.12.1999 r. i odpowiada on wartości 100.

Wykres 32

Oczekiwania inflacyjne osób fizycznych i banków w I półroczu 2000 r.



Źródło: dane Demoskop, Reuters; obliczenia NBP

- prognozy w horyzoncie rocznym (do 31.12.2000 r.) charakteryzowały się średnią 108,16 (z medianą 108). Zważywszy, że rozkład ocen przewidywanej inflacji na koniec 2000 r. jest bardzo skoncentrowany wokół tendencji centralnej (z wartości współczynnika kurtozy wynika, że jest on najbardziej wysmukły spośród wszystkich rozkładów – wykres 31, oznacza to istnienie silnego ogólnego przekonania wśród ankietowanych przedsiębiorstw, że inflacja w tym roku wyniesie w przybliżeniu 8%. Mamy zatem do czynienia tylko z nieznacznym spadkiem oczekiwań inflacyjnych. W ubiegłym roku przedsiębiorstwa prognozowały, że inflacja na koniec 1999 r. wyniesie (przeciętnie) 8,5%, przy czym zrealizowana inflacja w tym okresie wyniosła 9,8%.

Oczekiwanie inflacyjne banków spadały od początku roku do kwietnia, a następnie ustabilizowały się. Banki oczekiwały wówczas, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy inflacja wyniesie 6,4-6,5%. W maju banki, podobnie jak osoby prywatne, zareagowały na deprecjację złotego oraz na wiadomości o rozmiarach i spodziewanych skutkach suszy, jednak reakcja ta była znacznie mniejsza niż osób prywatnych.

Od początku roku do kwietnia rosła niepewność banków co do przebiegu procesów inflacyjnych. Rozszerzał się przedział, w którym mieściły się poziomy przewidywanej przez nie rocznej stopy wzrostu cen: w styczniu było to 5,9-7,6%, w marcu – 5,7-7,9%, a w kwietniu – 4,5-8,4%. W maju i czerwcu przedział ten nadal był szeroki i wynosił 3,5-3,7 pkt. proc. (wykres 32). Banki przewidywały, że za rok inflacja będzie wynosiła od 5,0 do 8,5% (maj) i od 4,7 do 8,4% (czerwiec). Można przypuszczać, że banki zakładające, iż za rok dwunastomiesięczna inflacja wyniesie poniżej 5%, przewidują nastąpienie w tym czasie gwałtownych dostosowań w sferze realnej.

Ponieważ oczekiwania inflacyjne banków w omawianym kwartale były stosunkowo stabilne, ich rozkład omawiamy zbiorczo. Pierwszy kwartył kwotowań w poszczególnych miesiącach II kwartału wynosił od 5,8% do 6,1%. Oznacza to, że 25% banków uważało, że inflacja nie przekroczy 5,8-6,1%, zaś pozostałe 75% banków uważało, że stopa wzrostu cen nie będzie mniejsza niż 5,8-6,1%. Mediana kwotowań inflacji wynosiła od 6,4% do 6,6%, a zatem połowa respondentów sądziła, że inflacja ukształtuje się na poziomie 6,4-6,6%, połowa zaś uważała, iż inflacja nie będzie mniejsza niż 6,4-6,6%.

Trzeci kwartył wynosił od 6,8% do 6,9%. Innymi słowy, 75% pytaných banków zadeklarowało, że za rok inflacja nie przekroczy poziomu 6,8-6,9%, zaś reszta sądziła, że nie będzie ona niższa niż 6,8-6,9%.

Na rynkach finansowych źródłem informacji o zmieniających się oczekiwaniach inflacyjnych są zmiany zachodzące w kształcie i położeniu krzywej dochodowości. Odczytanie z krzywej dochodowości informacji o oczekiwaniach inflacyjnych jest w każdych warunkach trudne, między innymi ze względu na występowanie w stopach dochodowości papierów wartościowych premii za ryzyko, której oszacowanie jest zawsze rzeczą bardzo skomplikowaną. Występowanie premii za ryzyko sprawia, że ani wysokość długoterminowych stóp procentowych nie może być łatwo interpretowana jako oczekiwana przez rynek w dłuższej perspektywie inflacja, ani wysokość terminowych stóp procentowych nie może być bez zastrzeżeń interpretowana jako oczekiwany przez rynek przyszły poziom krótkoterminowych stóp procentowych.

Trudności związane z odczytywaniem z krzywej dochodowości informacji o oczekiwaniach inflacyjnych stają się jeszcze większe w kraju takim jak Polska, którego sytuacja makroekonomiczna ulega szybkim zmianom, co pociąga za sobą znaczną zmienność premii za ryzyko, a także posiadającego bardzo płytki rynek obligacji, w związku z czym na ceny obligacji mają bardzo silny wpływ zmieniające się relacje popytu i podaży na rynku krajowym. Ponadto, zmiany sytuacji na rynku krajowym następują w znacznej mierze pod wpływem zmian zachodzących na międzynarodowym rynku finansowym. Przykładem tego jest relatywnie silna zależność zmian cen na krajowym rynku obligacji od zmian zachodzących w wysokości indeksu NASDAQ (wykres 33).

Mimo że z podanych powyżej powodów trudno jest w Polsce odczytać z krzywej dochodowości informację o poziomie oczekiwanej inflacji, to jednak zmiany zachodzące w kształcie i położeniu krzywej dostarczają istotnych informacji na temat charakteru oczekiwań inflacyjnych i zmian, jakie w nich zachodzą. Z pewnością informacji w tym względzie dostarcza sam kształt krzywej dochodowości, odzwierciedlający oczekiwania inwestorów dotyczące przyszłej wysokości stóp procentowych, a tym samym także tempa inflacji.

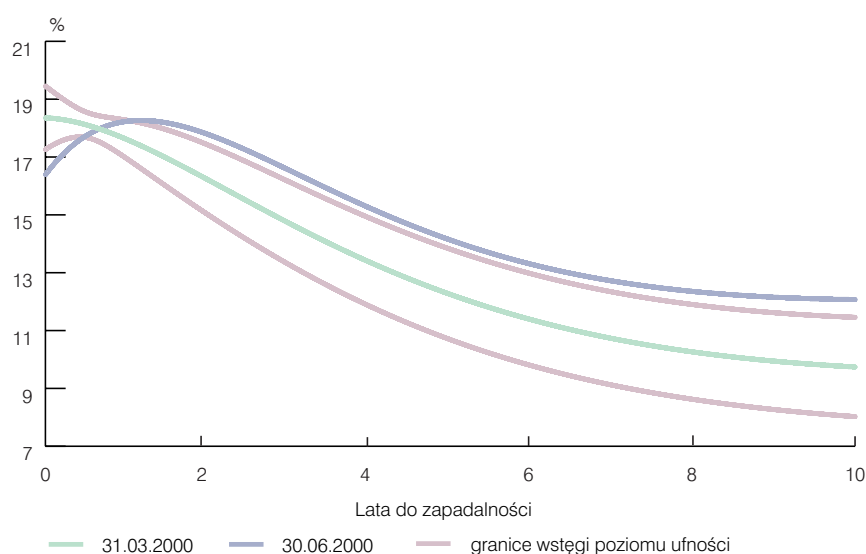
Znaczne zmiany, jakie zachodziły w położeniu krzywej dochodowości w II kwartale, utrudniają sformułowanie jednoznacznych wniosków na temat czynników,

Wykres 33
Rentowność obligacji skarbowych i index NASDAQ



Źródło: dane NBP oraz bankowych systemów informacyjnych.

Wykres 34
Zerokuponowe krzywe dochodowości i wstęga poziomu ufności



Źródło: dane z bankowych systemów informacyjnych, obliczenia NBP.

które spowodowały jej równoległe w tendencji przesunięcie się na wyższy poziom. Wydaje się, że wystąpiły dwa decydujące czynniki. Jednym był wzrost premii za ryzyko, a drugim zaś – prawdopodobnie zmiana w oczekiwaniach inwestorów. Zaczęli oni zakładać, że spadek inflacji i stóp procentowych nastąpi później niż spodziewali się poprzednio.

W II kwartale zerokuponowa krzywa dochodowości przesunęła się w górę o 157 punktów bazowych w przypadku transakcji na papierach z 2-letnim terminem zapadalności i odpowiednio o 188 i 233 punkty bazowe w przypadku transakcji z 5- i 10-letnim terminem zapadalności. Przesunięcie to było statystycznie istotne. Biorąc pod uwagę dane z II kwartału (*ex post*), na początku II kwartału było 95% szans na to, że krzywa dochodowości pozostanie w obszarze zmienności wyznaczonym przez tzw. wstęgę poziomu ufności²⁸. To, że krzywa dochodowości znalazła się poza tym obszarem (wykres 34) należy zapewne przypisywać zmianie systemowej w postaci upłynięcia kursu złotego.

Podobnie jak na rynku pieniężnym (patrz pkt. *Kanał stopy procentowej*), również na rynku obligacji miał miejsce trwały wzrost stóp procentowych, jakkolwiek – w przeciwieństwie do rynku pieniężnego – rynek obligacji zareagował relatywnie silniej na dane informujące o ponownym wzroście inflacji do poziomu 10%. Było tak dlatego, że długoterminowe stopy procentowe są z reguły relatywnie bardziej wrażliwe na informacje dotyczące przyszłego kształtowania się tempa inflacji. Tym niemniej, podobnie jak na przykład na rynku FRA, reakcja stóp długoterminowych na dane o dwucyfrowej inflacji była tylko przejściowa. W ostatnich tygodniach kwartału długoterminowe stopy procentowe ulegały nieznacznemu obniżeniu.

Przesunięcia, jakie nastąpiły w położeniu krzywej dochodowości, wskazują, że w II kwartale zaszły zmiany w zapatrywaniach inwestorów, dotyczące przyszłej wysokości stóp procentowych. Wyliczone z krzywej dochodowości terminowe stopy procentowe, obrazujące w przybliżeniu wysokość oczekiwanej przez rynek finansowy wysokości 12-miesięcznych stóp procentowych w kolejnych latach, mogą świadczyć, że inwestorzy zaczęli za-

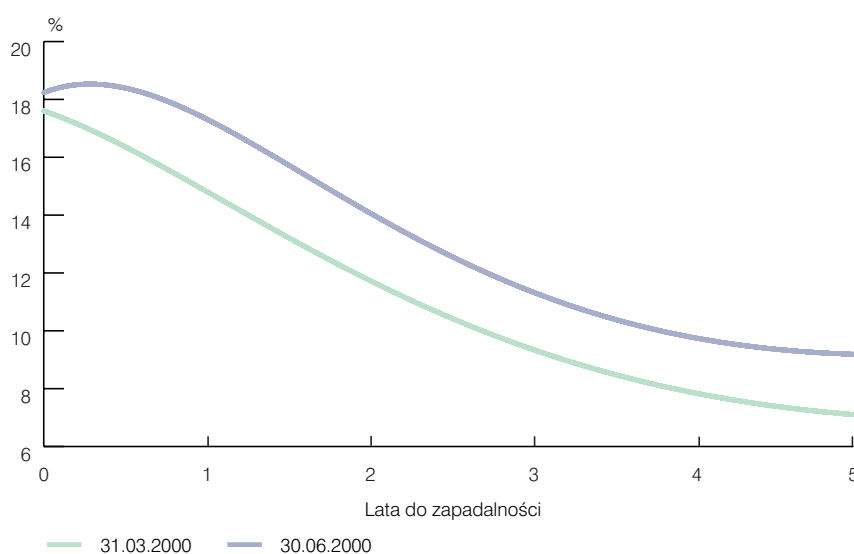
²⁸ Wstęga poziomu ufności wyznacza obszar, w którym mogła znaleźć się krzywa zerokuponowa w analizowanym okresie z 95% prawdopodobieństwem obliczonym na podstawie danych z analizowanego okresu przy założeniu rozkładu T-Studenta.

klądać, iż moment obniżenia się stóp procentowych w Polsce odsunie się w czasie, w stosunku do ich wcześniejszych oczekiwań w tym względzie. Do sformułowania takiego wniosku skłania porównanie 12-miesięcznych terminowych stóp procentowych wyliczonych z krzywej dochodowości na początku i na końcu kwartału (wykres 35).

Występują dwa czynniki, które zdają się świadczyć, że nastąpił wprowadzić wzrost premii za ryzyko, a inwestorzy zrewidowali swoje wcześniejsze założenia, dotyczące okresu, w którym tempo inflacji zacznie w Polsce wyraźnie słabnąć, tym niemniej zmniejszyła się prawdopodobnie niepewność inwestorów dotycząca przyszłego rozwoju sytuacji. Jednym z symptomów tego było wyraźne zmniejszenie się zmienności cen obligacji w końcu kwartału (wykres 36), jakkolwiek trudno to jeszcze oceniać na podstawie dość krótkiego okresu trwania tej zmiany.

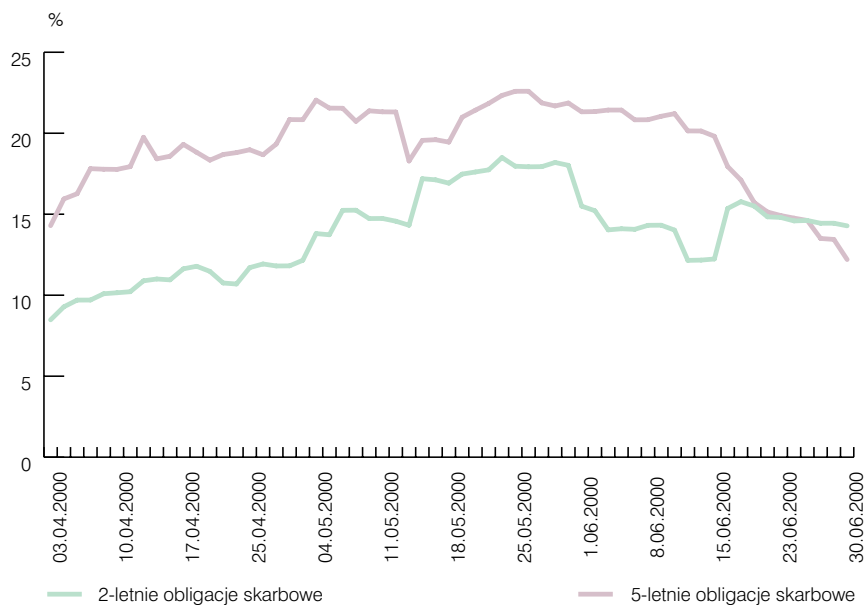
Zjawiskiem, które w sposób znacznie bardziej wiarygodny zdaje się potwierdzać tezę o zmniejszeniu się niepewności inwestorów, było wyraźne obniżenie się i ustabilizowanie współczynnika nachylenia aukcyjnej funkcji popytu na przetargach na obligacje skarbowe, który od-

Wykres 35
Roczne forwardowe krzywe dochodowości



Źródło: dane z bankowych systemów informacyjnych, obliczenia NBP.

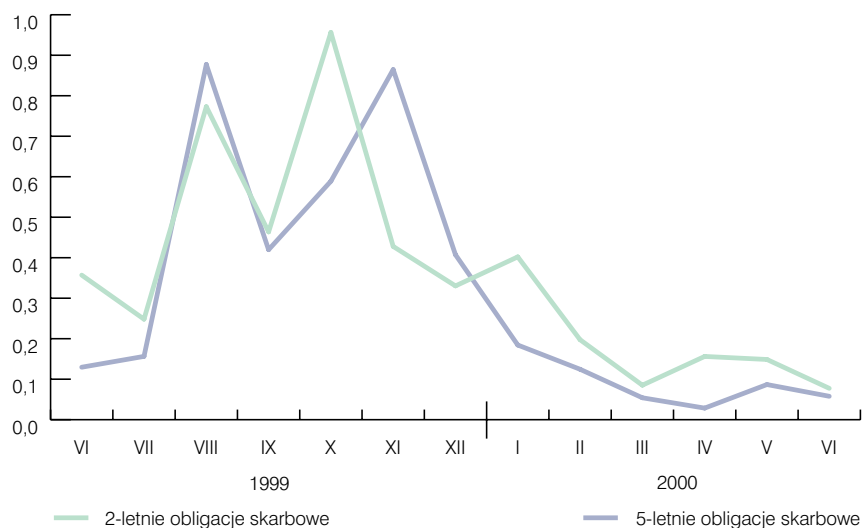
Wykres 36
Zmienność na rynku wtórnym obligacji skarbowych*



*Wskaźnik zmienności mierzony jako odchylenie standardowe dziennych zmian rentowności danego aktywów na bazie 20-dniowej w ujęciu rocznym na podstawie zerokuponowych punktów benchmarkowych.

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 37
Współczynnik nachylenia aukcyjnej funkcji popytu* na rynku pierwotnym obligacji skarbowych



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

Źródło: obliczenia NBP.

zwierciadla syntetycznie stopień niepewności inwestorów, dotyczącej poziomu stóp procentowych, a pośrednio także inflacji (wykres 37).

Jednocześnie ze zmniejszaniem się wskaźnika niepewności inwestorów zwiększył się popyt na polskie obligacje. Być może świadczy to o ugruntowaniu się przekonania inwestorów o tym, że wzrost inflacji w Polsce miał charakter przejściowy, w związku z czym opłacalne jest kupowanie polskich papierów skarbowych po atrakcyjnie niskich cenach.

Kanał papierów wartościowych (efekt majątkowy)

Wzrost wartości aktywów finansowych, zwiększając majątek gospodarstw domowych może przyczyniać się do wzrostu popytu konsumpcyjnego pod warunkiem, iż znaczna część gospodarstw domowych ma papiery wartościowe i jeżeli wartość instrumentów pozostających w ich posiadaniu jest stosunkowo duża. W Polsce wartość instrumentów rynku kapitałowego posiadanych przez gospodarstwa domowe jest jednak niewielka, a zatem zmia-

Tablica 8

Bezpośrednie i pośrednie formy inwestowania osób fizycznych na rynku kapitałowym w I kwartale 2000 r.

Rodzaj uczestnictwa w inwestycjach kapitałowych	Stan na koniec 1999	Stan na koniec I kwartału 2000
w mld zł		
I. Bezpośrednie inwestycje portfelowe		
- papiery wartościowe na rachunkach		
osób fizycznych (łącznie)	16,3	17,7
Akcje	11,8	12,6
Obligacje	2,4	2,8
Bony skarbowe	2,1	2,3
2. Pośrednie inwestycje portfelowe (łącznie)	5,5	8,0
Fundusze inwestycyjne (aktywa netto)*	3,2	3,9
Fundusze emerytalne (aktywa netto)	2,3	4,1
Razem	21,8	25,7
Relacja ww. form inwestycyjnych (łącznie)		
do zobowiązań złotych i walutowych		
wobec osób prywatnych w systemie bankowym (w %)	14,1	16,5

* Według szacunków GUS około 10% środków finansowych ulokowanych w funduszach inwestycyjnych było własnością podmiotów nie będących gospodarstwami domowymi.

Źródło: materiały GUS, NBP, Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Emerytalnych, UNFE.

ny wartości portfela papierów wartościowych nie wywierają większego wpływu na popyt konsumpcyjny. Tablica 8 ilustruje bezpośrednie i pośrednie formy inwestowania gospodarstw domowych na polskim rynku kapitałowym.

W tablicy 8 pominięto niektóre, nie mające jeszcze większego znaczenia w warunkach polskich, elementy, takie jak np. pakiety inwestycyjne oferowane osobom fizycznym przez towarzystwa ubezpieczeniowe.

Czynnikami powodującymi wzrost wartości aktywów w I kwartale były:

- wzrost notowań na publicznym rynku akcji, który znalazł swoje odbicie we wzroście wartości akcji na rachunkach osób fizycznych i funduszy inwestycyjnych,
- napływ środków finansowych do otwartych funduszy emerytalnych.

Ciągle niewielkie znaczenie kanału papierów wartościowych sygnalizuje zamieszczona na końcu tablicy relacja między głównymi formami inwestycyjnymi a zobowiązaniami wobec osób prywatnych w systemie bankowym. Wynika z niej, iż obie formy inwestycji osób fizycznych na rynku – bezpośrednia i pośrednia – stanowiły w omawianym okresie zaledwie kilkanaście procent ww. zobowiązań. Warto również pamiętać, iż w warunkach polskich mamy do czynienia z dużą koncentracją własności większych pakietów papierów wartościowych wśród małej grupy, szacowanej na około 100-200 tysięcy osób (tzw. aktywni inwestorzy), co dodatkowo ogranicza wpływ inwestycji portfelowych osób fizycznych na wielkość konsumpcji. Dopiero rozwój funduszy emerytalnych może tego rodzaju sytuację po części zmienić. W II kwartale br. następował dalszy wzrost aktywów tych instytucji, które w czerwcu osiągnęły poziom 6 mld zł.

Rozwój notowań na rynku akcji w II kwartale br. przedstawia tablica 9.

Tablica 9
WIG w okresie marzec-czerwiec 2000 r.

Miesiąc	WIG na koniec miesiąca (w punktach)
Marzec	21.255,9
Kwiecień	19.631,1
Maj	19.570,5
Czerwiec	19.642,7

Źródło: Ceduły GPW SA.

Czynnikami mającymi wpływ na rynek w tym okresie były czynniki polityczne, do których należał m. in. kryzys w koalicji rządzącej, i ekonomiczne, przede wszystkim powiększający się w tym okresie deficyt na rachunku bieżącym. O ile reakcja rynku na pierwszy czynnik była relatywnie spokojna, to na drugi, uważany często jako czynnik sygnalizujący możliwość zaburzeń na lokalnych rynkach finansowych, była znacznie silniejsza. Ważna dla rynku publicznego była sprzedaż akcji PKN ORLEN, gdzie w transzy dla drobnych inwestorów wystąpiła aż 11-krotna nadsubskrypcja.

W sumie w ciągu omawianego okresu rynek akcji zanotował spadek o 7,6% w porównaniu ze stanem z końca marca br. Miało to istotny wpływ na segment funduszy inwestycyjnych, których wartość aktywów spadła w maju do 3,7 mld zł.

Przedstawione dane obrazują wzrost wartości portfeli papierów wartościowych, będących w sposób bezpośredni lub pośredni w gestii osób fizycznych. Są to jednak ciągle wartości niewielkie, na co ma wpływ wiele czynników, takich jak silna konkurencyjność sektora bankowego oraz ograniczone nadwyżki finansowe (będące w dyspozycji gospodarstw domowych), które mogą być realnie przekształcone w inwestycje kapitałowe. Z tego też względu o rzeczywistym wpływie efektu majątkowego na kształtowanie się popytu konsumpcyjnego w Polsce będzie można mówić dopiero w dłuższym horyzoncie czasowym.

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

Rosnąca dynamika produkcji przemysłowej w krajach strefy euro (wzrost o 5% w I i 7,2% w II kwartale 2000 r. w skali rocznej, w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r.²⁹ nie była w stanie skompensować spadku dynamiki popytu na surowce przemysłowe, spowodowanego obniżeniem w tym samym czasie tempa przyrostu produkcji w USA – z 6,1% do 5,8%³⁰. Zmniejszenie dynamiki popytu wpłynęło na kształtowanie się cen surowców na rynku światowym: o ile w I kwartale 2000 r. w stosunku do I kwartału 1999 r. ceny metali wzrosły o 27,5%, a ceny towarów przemysłowych pochodzenia

²⁹ „The Economist”, numery od 10 czerwca do 29 lipca 2000 r.

³⁰ Tamże.

rolnego o 5,8%, to w II kwartale odnotowano spadek tempa wzrostu cen metali do 11,6% i bezwzględny spadek – o 9,8% – cen surowców rolnych wobec II kwartału 1999 r. W całym I półroczu 2000 r. odpowiednie wskaźniki kształtowały się następująco: 14,7% i -9,0%.

Również na rynku żywności zaobserwowano w II kwartale 2000 r. bezwzględny spadek cen o 1,9%, a w ciągu dwóch kwartałów – o 5,6%, w stosunku do analogicznych okresów poprzedniego roku.

Globalny wskaźnik cen surowców nieenergetycznych po wzroście w I kwartale 2000 r. o 4,5%, spadł w II kwartale br. o 1,5%, a w całym I półroczu o 2,3%³¹.

Prawie cały II kwartał 2000 r. (od 12.04.) był okresem ciągłego wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych. Zwiększenie produkcji, jakie zostało uzgodnione przez czołowych producentów ropy naftowej na marcowej konferencji OPEC, okazało się niewystarczające do zrównoważenia popytu, a tym bardziej do odbudowy zapasów. W rezultacie średnia cena ropy (dotyczy gatunków Brent i WTI) w II kwartale br. wzrosła o prawie 26%, zbliżając się do rekordowych poziomów notowanych na początku marca 2000 r. Dodatkową przyczyną tak dużego wzrostu cen ropy był zwiększony popyt wywołany czynnikami psychologicznymi, tj. przewidywaniami niewystarczającej ilości ropy naftowej w sezonie letnim – okresie tradycyjnie zwiększonej konsumpcji tego surowca. Obawy te były okresowo potwierdzane przez doniesienia o kurczących się zapasach na największym rynku ropy naftowej – w Stanach Zjednoczonych.

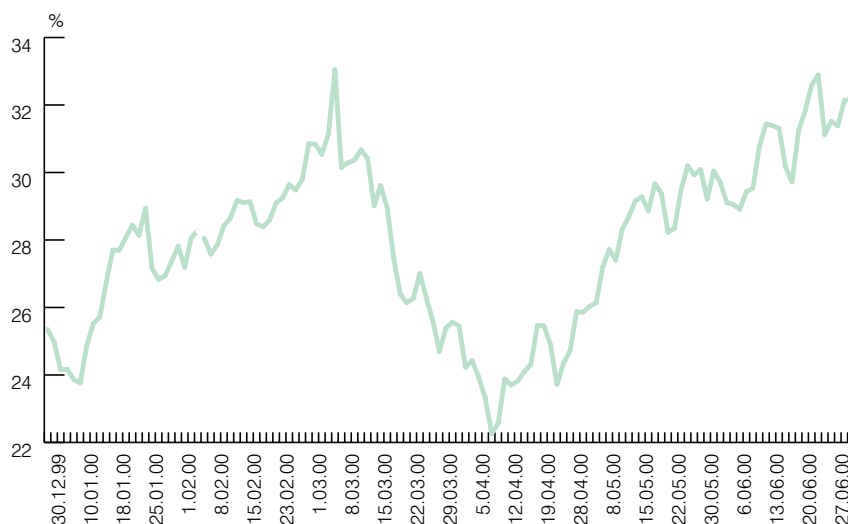
Kraje OPEC obawiając się, że nadmierny wzrost cen może osłabić aktywność gospodarczą krajów OECD, a tym samym zmniejszyć popyt na ten surowiec, zwołały na 21 czerwca br. nadzwyczajną konferencję, na której po raz drugi w tym roku podniesione zostały limity wydobywania i produkcji ropy obowiązujące producentów zrzeszonych w kartelu. Jednak ten fakt, jak również informacje o wzroście zapasów tego surowca w Stanach Zjednoczonych, nie wystarczyły do zahamowania trendu wzrostowego cen ropy naftowej w ostatniej dekadzie czerwca br.³² (wykres 38).

³¹ International Financial Statistics, June 2000., „The Economist”, numery od 10 czerwca do 29 lipca 2000.

³² Dopiero decyzja Arabii Saudyjskiej o dodatkowym zwiększeniu wydobywania o 500 tys. b/d, jeżeli średnia cena 7 gatunków ropy przekroczy przez 20 dni cenę 28 USD za baryłkę, zaanonsowana 10 lipca, uspokoiła nieco rynek paliw płynnych. Niemniej jednak utrzymujący się wysoki popyt oraz niskie zapasy ropy wpływają na stabilizację jej cen na wysokim poziomie – rzędu 27-28 USD za baryłkę do końca 2000 r. i prawdopodobnie 25-27 USD za baryłkę w 2001 r.

Wykres 38

*Ropa naftowa, średnia notowań cenowych Brent i WTI w USD za baryłkę w 2000 r.**

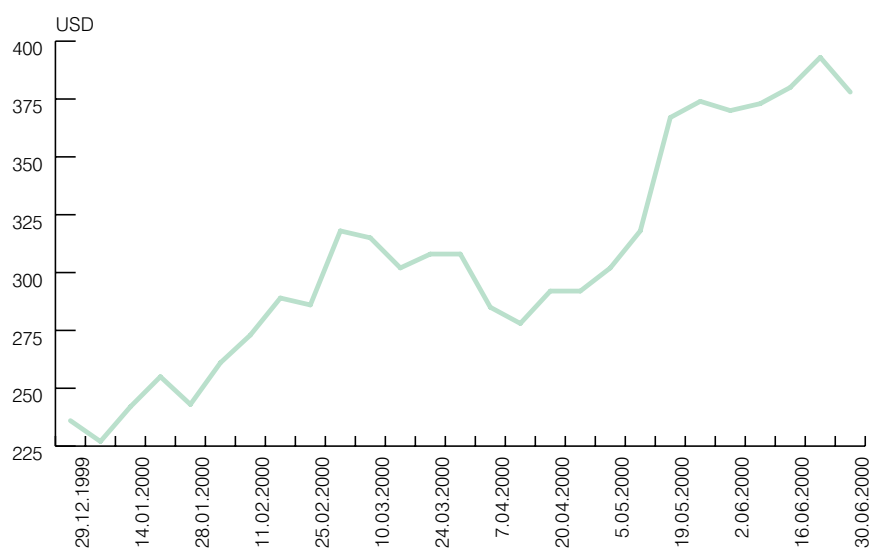


* Średnia cena gatunków ropy: Brent (Morze Północne) i WTI (Stany Zjednoczone).

Źródło: Reuters.

Wykres 39

Tygodniowe ceny (FOB) benzyny bezołowiowej 95 okt. premium – ARA w USD za tonę (dane tygodniowe)*



* Amsterdam-Rotterdam-Antwerpia.

Źródło: Reuters.

Jeszcze bardziej niż ceny ropy naftowej, rosły ceny benzyny na światowych giełdach. Osiągnęły one w czerwcu 2000 r. swoje historyczne maksima. Na koniec trzeciego tygodnia czerwca br. cena sprzedaży 1 tony benzyny bezołowiowej 95 okt. Premium w Holandii wyniosła 393 USD w porównaniu z 280 USD na początku II kwartału (wzrost o 40%) i 225 USD (wykres 39) na początku 2000 r. (wzrost o 75%).

Mimo wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych o 100% w I półroczu 2000 r. w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, wg GUS nie wzrosły ceny transakcyjne wyrażone w dolarach w globalnym imporcie Polski³³. W I kwartale spadły one o 3,2%, w kwietniu o 3,3%³⁴. Na podstawie prezentowanych wyżej danych o cenach surowców oraz danych o cenach towarów przetworzonych, kursie i strukturze importu, można oszacować, że w I półroczu dolarowe ceny transakcyjne w imporcie były o ponad 2% niższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Jednocześnie wyrażone w dolarach ceny transakcyjne w eksporcie spadły o około 7,5%. Tym samym doszło do dalszego pogorszenia warunków cenowych w polskim handlu zagranicznym – wskaźnik *terms of trade* zmniejszył się z 94,8 w I kwartale do 94,4 w I półroczu 2000 r. (dla porównania w całym 1999 r. wyniósł on 100,8).

Wykresy 40, 41 i 42 ilustrują dekompozycję globalnego wskaźnika cen transakcyjnych w polskim imporcie³⁵. W I kwartale 2000 r. wyrażony w złotych wskaźnik cen transakcyjnych w imporcie zwiększył się o 6,7%. Na ten przyrost składał się wzrost cen paliw mineralnych i ich produktów o 60,3%³⁶ (stanowiących 10,6% globalnego importu), spadek cen towarów przetworzonych (65,3% globalnego importu, grupa ta obejmuje towary przemysłowe, sklasyfikowane głównie wg surowca oraz maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy oraz różne wyroby przemysłowe) o 0,3%, spadek cen żywności (5,6% importu) o 2,8% oraz niewielkie przyrosty cen pozostałych towarów.

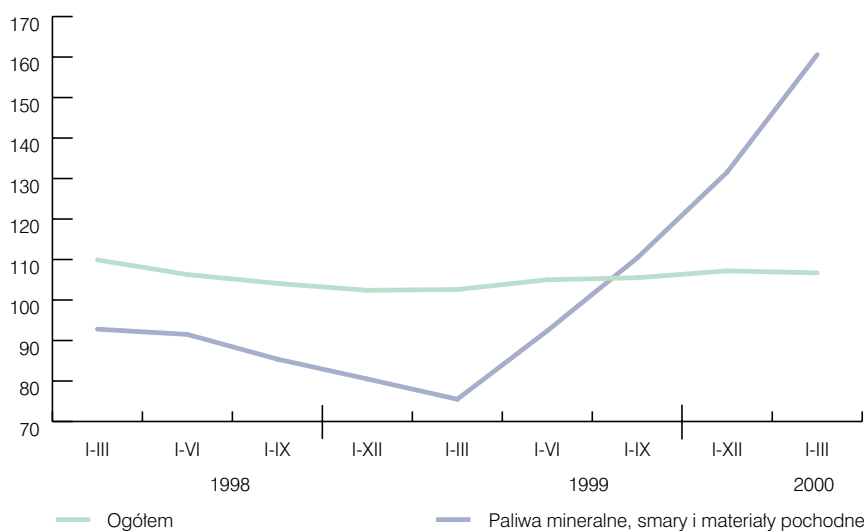
³³ Udział importu paliw płynnych (ropa naftowa, benzyny, oleje) w globalnym imporcie Polski wynosił w 1999 r. 7,15%, w I kwartale 2000 r. – 10,59%. Wzrost udziału jest wyłącznie rezultatem wzrostu cen. Przyjmując rok 1999 = 100,0, wolumen importu ropy naftowej wzrósł o 4,8% w I kwartale 2000 r., wolumen importu benzyn, olejów i nafty, stanowiących około 13% importu paliw, spadł o 44%. W efekcie wolumen importu paliw płynnych zmniejszył się o 1,2%.

³⁴ Brak informacji GUS za maj i czerwiec 2000 r. powoduje konieczność operowania danymi szacunkowymi.

³⁵ Ceny denominowane są w złotych i analizą objęty jest okres do I kwartału roku 2000, bowiem dla II kwartału brak jest tak szczegółowych danych GUS.

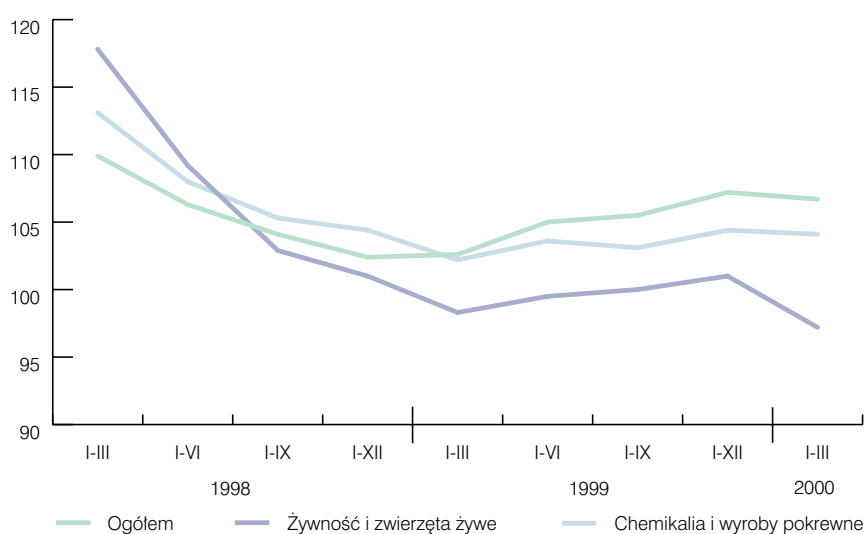
³⁶ Obliczenia własne NBP na podstawie danych GUS zawartych w: „Handel Zagraniczny” styczeń-marzec 2000 r. oraz „Biuletyn Statystyczny” nr 6/2000.

Wykres 40
Wskaźniki narastające cen transakcyjnych importu Polski
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 41
Wskaźniki narastające cen transakcyjnych importu Polski
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)

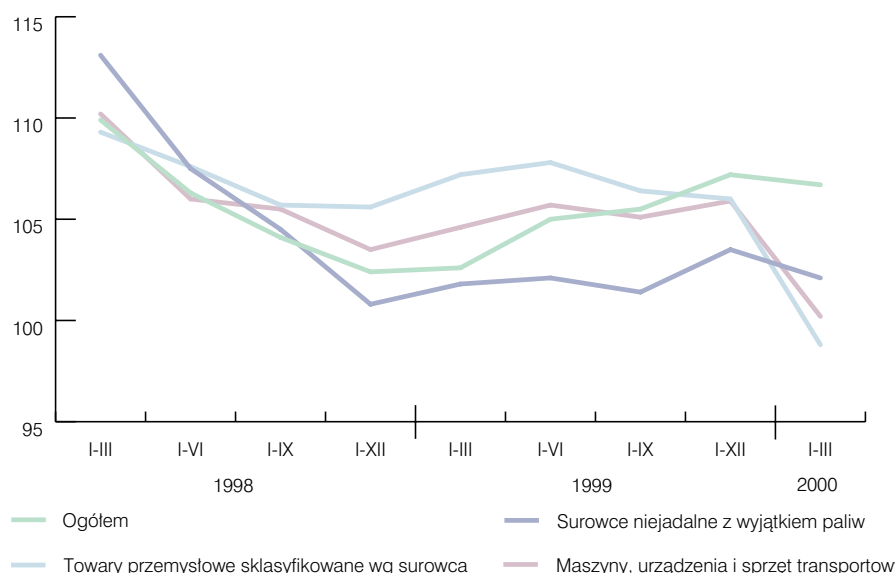


Źródło: dane GUS.

Wykres 42

Wskaźniki narastające cen transakcyjnych importu Polski

(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Struktura 6,7% wzrostu cen importowych kształtowała się następująco:

- paliwa wpłynęły na powiększenie wskaźnika globalnego o 6,4 pkt. proc.;
- chemikalia i surowce przemysłowe zwiększyły wskaźnik o 0,7 pkt. proc.;
- żywność oraz towary przemysłowe spowodowały **spadek** wskaźnika cen o 0,4 pkt. proc.

Biorąc pod uwagę przedstawione wyżej dane należy stwierdzić, że mimo 100% wzrostu cen ropy na rynku światowym, ceny zewnętrzne, wyrażone w dolarach, nie powodowały w I półroczu 2000 r. dynamizacji wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Trzeba jednak pamiętać, że ceny paliw na polskim rynku nie są determinowane bezpośrednio przez ceny importowanej do Polski ropy³⁷.

³⁷ Ceny zewnętrzne wyrażone w złotych mogły przyczynić się do wzrostu CPI o około 0,3 pkt. proc. Ponadto warto zwrócić uwagę na 2 fakty:

- dynamika cen ropy naftowej importowanej do Polski może w sposób istotny różnić się od dynamiki obserwowanej na rynku światowym z uwagi na długoterminowe kontrakty na dostawę ropy rosyjskiej, w których formuła cenowa jest konstruowana na podstawie opóźnionych notowań ceny światowej;
- cena zbytu paliw na rynku krajowym nie jest bezpośrednio związana z ceną ropy naftowej, jest bowiem ustalana przez rafinerie na podstawie tzw. parytetu importowego, w którym cena importu benzyny stanowi około 39% parytetu.

Szacunki przeprowadzone dla gospodarki Polski przy wykorzystaniu modelu opisującego przenoszenie (*pass-through*) zmian kursu i cen importowych na ceny wewnętrzne, przy zachowaniu kolejnych etapów tworzenia tych cen (import, produkcja, konsumpcja), i estymowanego jako model VAR wykazują, że:

- skumulowany wpływ kursu złotego do dolara i dolarowych cen transakcyjnych w imporcie wyjaśnia około 1/3 zmienności CPI;
- przy czym 10% deprecjacja złotego w stosunku do dolara może spowodować wzrost CPI o około 2,1%, a 10% wzrost dolarowych cen transakcyjnych w imporcie – wzrost CPI o około 1,3%.

Nominalny kurs złotego wobec dolara amerykańskiego wzrósł w I półroczu 2000 r. o 9,8% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Można więc oszacować, że deprecjacja złotego w stosunku do dolara mogła być przyczyną wzrostu CPI w I półroczu 2000 r. o 0,2 – 0,3 pkt. proc.³⁸

Kształtowanie się zagregowanego popytu i podaży

W II kwartale br. wielkość popytu krajowego nadal przekraczała wielkość podaży, ale podobnie jak w IV kwartale ub.r. i I kwartale br. narastanie różnicy było wolniejsze niż na przełomie lat 1998 – 1999. PKB w II kwartale br. był o 5,2% większy niż w analogicznym okresie ub.r., a popyt krajowy o 3,3%. Wysoki był wzrost wartości dodanej w przemyśle, nieznacznie obniżyło się wysokie w poprzednim kwartale tempo wzrostu w usługach rynkowych. Mniejsza niż w II kwartale ub.r. była wartość dodana budownictwa. Do utrzymania relatywnie wysokiego tempa wzrostu PKB przyczynił się znacznie większy od niskiego przed rokiem popyt zewnętrzny, obniżyło się tempo wzrostu spożycia, a tempo akumulacji wróciło do poziomu z całego 1999 r. Szacuje się, że w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. zmniejszył się ujemny eksport netto. Wzrost dynamiki PKB i popytu krajowego przedstawia tablica 10.

³⁸ Jeżeli ceny importowe zostaną wyrażone w euro, to w I kwartale nastąpi ich wzrost o 10,5%, natomiast w I półroczu (szacunki) o około 11%. W tej sytuacji, można oszacować, że ceny zewnętrzne, wyrażone w euro, spowodowały w I półroczu 2000 r. wzrost CPI o około 0,2-0,3 pkt. proc. Natomiast kurs złotego wobec euro (aprecjacja o 3,5% w I półroczu 2000 r.) był neutralny lub lekko oddziaływał na zmniejszenie dynamiki CPI.

Tablica 10
Dynamika PKB i popytu krajowego

Wyszczególnienie	1999					2000	
	I-IV	I	II	III	IV	I	II
analogiczny okres poprzedniego roku = 100							
Wartość dodana ogółem	103,8	101,4	102,8	104,7	105,9	105,8	105,0
- przemysł	104,7	97,3	101,6	107,5	111,5	110,1	109,4
- budownictwo	103,8	102,1	103,2	103,6	105,1	104,0	100,8
- usługi rynkowe	104,6	104,2	104,3	104,8	104,9	105,8	105,3
PKB	104,1	101,6	103,0	105,0	106,2	106,0	105,2
Popyt krajowy	104,9	103,3	104,6	105,6	105,8	105,1	103,3
- akumulacja	106,8	101,1	106,5	109,0	106,8	111,2	106,7
nakłady na środki trwałe	106,9	106,1	106,8	107,0	107,3	105,5	102,9
- spożycie	104,2	103,7	104,1	104,5	104,6	103,9	102,3
spożycie indywidualne	105,0	104,3	104,9	105,3	105,4	104,6	102,6

Źródło: 1999 r. i I - II kwartał 2000 r. GUS.

Popyt wewnętrzny

W II kwartale 2000 r. tempo wzrostu popytu wewnętrznego (w skali rocznej) ukształtowało się na poziomie niższym od zanotowanego w I kwartale br. Obniżyło się tempo wzrostu spożycia w związku z niższym wzrostem spożycia indywidualnego. Ponieważ w II kwartale br. nie wystąpił efekt niskiej bazy odniesienia dla przyrostu zapasów³⁹, przy dalszym spadku dynamiki nakładów na środki trwałe brutto znacznie niższe niż w I kwartale br. było tempo wzrostu akumulacji.

Na ograniczenie tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego wpływ wywarł wolniejszy wzrost dochodów gospodarstw domowych. Zmniejszyła się dynamika wszystkich podstawowych składników dochodów do dyspozycji. Można szacować, że w związku z utrzymującym się wysokim wzrostem produkcji przemysłowej relatywnie najsłabsze było zmniejszenie dynamiki dochodów z nadwyżki operacyjnej poza rolnictwem. Mniejsza niż przed rokiem była siła nabywcza dochodów z pracy najemnej i ze świadczeń społecznych. Nie uległa istotnym zmianom zła sytuacja dochodowa gospodarstw rolników indywidualnych.

³⁹ W I kwartale 1999 r. zanotowano prawie zerowy przyrost zapasów środków obrotowych i rezerw, w związku z tym akumulacja w I kwartale 2000 r. przy niskim wzroście nakładów na środki trwałe była o 11,2% większa niż przed rokiem.

Przeciętne wynagrodzenie realne brutto w sektorze przedsiębiorstw w II kwartale br. było o 2,5% wyższe niż przed rokiem. Ponieważ przeciętne zatrudnienie obniżyło się o 3,4%, to siła nabywcza dochodów z pracy w tym sektorze była mniejsza niż w II kwartale ub.r. o 0,9%. W chwili obecnej brak danych o wynagrodzeniach w sferze budżetowej, które w I kwartale br. były wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. W związku z wyższą inflacją niż przyjęta w ustawie budżetowej i spadkiem zatrudnienia można szacować, że w II kwartale br. realne dochody z pracy w sferze budżetowej nie przekroczyły poziomu sprzed roku.

W czerwcu br. została dokonana waloryzacja świadczeń społecznych, co spowodowało nominalny wzrost emerytur i rent zarówno pracowniczych (o 5,9%), jak i rolniczych (o 5,4%). Jednak w wyniku szybszego wzrostu cen ich siła nabywcza była niższa niż w czerwcu ub. r. odpowiednio o 3,8% i o 4,3%. W całym I półroczu br. realne emerytury i renty były niższe niż przed rokiem: pracownicze o 0,5%, rolnicze o 1,1%.

Przy relatywnie niskiej dynamice dochodów do dyspozycji mały był przyrost kredytów gospodarstw domowych w kwietniu i maju br. W czerwcu br. zanotowano znaczący wzrost zadłużenia osób prywatnych, był on spowodowany zapisami na zakup akcji Polskiego Koncernu Naftowego ORLEN i nie miał wpływu na wielkość spożycia indywidualnego. Akcja prywatyzacji PKN „sztucznie” zwiększyła depozyty złotowe w czerwcu br. Szacuje się, że faktyczne oszczędności brutto gospodarstw domowych w II kwartale br. były mniejsze niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

W II kwartale br. tempo wzrostu **konsumpcji indywidualnej** było niższe od obserwowanego w I kwartale br. Potwierdzają to dane o dynamice sprzedaży detalicznej, która w II kwartale br. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. wzrosła⁴⁰ tylko o 3,9%. Na niższym poziomie niż w I kwartale ub.r. ukształtowała się sprzedaż przedsiębiorstw handlowych z branży motoryzacyjnej i paliw. Obniżyła się dynamika sprzedaży wyrobów włókienniczych, odzieży i obuwia oraz mebli, RTV i AGD. Nadal relatywnie wysokie było tempo wzrostu sprzedaży detalicznej przedsiębiorstw prowadzących nie-

⁴⁰ W przedsiębiorstwach zatrudniających więcej niż 9 osób. Można szacować, że w związku ze zmianami struktury zakupów dynamika sprzedaży detalicznej ogółem była jeszcze niższa.

wyspecjalizowane sklepy z przewagą żywności. Ponownie wzrosła rola towarów importowanych w zaopatrzeniu rynku krajowego, na co wskazuje szybszy spadek dynamiki produkcji przedsiębiorstw przemysłu wytwarzających głównie dobra konsumpcyjne, niż ograniczenie tempa wzrostu spożycia.

W chwili obecnej brak danych o kształtowaniu się **nakładów na środki trwałe**, ale na podstawie wskaźników pośrednio wskazujących na skalę aktywności inwestycyjnej ocenia się, że silniejsze niż popytu konsumpcyjnego było w II kwartale br. obniżenie dynamiki popytu inwestycyjnego (z 5,5% do 4,2%). Produkcja budowlano-montażowa w II kwartale br. była o około 2% mniejsza niż przed rokiem, przy czym istotnie obniżył się poziom robót remontowo-konserwacyjnych, a nieco większy był zakres wykonanych robót o charakterze inwestycyjno-modernizacyjnym. Utrzymała się relatywnie wysoka dynamika produkcji przedsiębiorstw przemysłowych wytwarzających głównie dobra inwestycyjne (w I kwartale wzrost o 14%, w I półroczu o 16%), ale jak wskazują badania koniunktury, wiązało się to ze wzrostem eksportu. We wszystkich miesiącach II kwartału br. przedsiębiorstwa te sygnalizowały spadek popytu krajowego i znaczący wzrost popytu zagranicznego. Produkcja przemysłu maszyn i urządzeń była w II kwartale br. większa niż przed rokiem tylko o 3,8%. Produkcja maszyn i aparatury elektrycznej wzrosła o 14,6%, ale było to głównie wynikiem wzrostu o ponad 20% sprzedawanych na rynkach zagranicznych izolowanych drutów, przewodów oraz aparatury rozdzielczej i sterowniczej energii elektrycznej. Wyższy niż przed rokiem był import inwestycyjny, ale jego dynamika uległa obniżeniu, zmniejszył się jego udział w imporcie ogółem.

Ograniczenie popytu inwestycyjnego wiąże się z istniejącymi problemami finansowania nakładów. Zmniejszenie wydatków majątkowych, przewidziane w budżecie państwa i – wg sygnałnych informacji – w budżetach samorządów, spowoduje spadek nakładów w sektorze finansów publicznych. W sektorze przedsiębiorstw na ograniczenie nakładów inwestycyjnych może wpływać trudna sytuacja finansowa oraz niekorzystne oceny możliwości zbytu produkcji z nowych inwestycji, co hamuje podejmowanie nowych inwestycji. W 1999 r. wartość kosztorysowa w cenach bieżących inwestycji rozpoczętych była tylko o 2,1% większa niż w 1998 r., co w istotny sposób ograniczyło możliwości realizacji inwestycji w I półroczu br.

W II kwartale br. deficyt **budżetu państwa** wzrósł o 3,7 mld zł i na koniec czerwca br. stanowił 10,7 mld zł. Oznacza to, iż określony w ustawie budżetowej na 2000 r. limit tej wielkości został zrealizowany w 69,2%, podczas gdy w analogicznym okresie ubiegłego roku deficyt budżetu państwa sięgnął 88,4% planowanej wielkości rocznej. Należy zaznaczyć, że ze względu na:

- występowanie w 2000 r. wypłat rekompensat pieniężnych, zaklasyfikowanych jako spłata zadłużenia z lat poprzednich, a nie wydatek budżetowy,
 - realizowanie przez budżet państwa transferów składek na ubezpieczenie emerytalne do II filara, składki te stanowią oszczędności, a nie wydatek budżetowy,
- dane te nie są porównywalne przy ocenie wpływu deficytu budżetowego na popyt wewnętrzny.

Dochody budżetu państwa przyrosły w analizowanym okresie o 33,3 mld zł i na koniec czerwca br. osiągnęły poziom 64,2 mld zł, tj. 45,6% wielkości zakładanej na cały rok. Wpływy z podatków pośrednich i podatku od osób prawnych ukształtowały się na zadowalającym poziomie – odpowiednio: 44,9% i 45,2% planu rocznego. Należy dodać, iż podatki pośrednie stanowiły dominującą część całkowitych dochodów, ich udział wyniósł 61,2%. Najszybciej jednak rosły dochody budżetowe pochodzące z cel oraz od państwowych jednostek budżetowych. Niskim zaawansowaniem charakteryzowały się wpływy z podatku dochodowego od osób fizycznych, co prawdopodobnie związane było ze znacznymi zwrotami nadpłaconego podatku za 1999 r. Dochody z tego tytułu wyniosły tylko 33,9% prognozowanych w budżecie na cały rok, podczas gdy w tym samym czasie poprzedniego roku wskaźnik ten był korzystniejszy i stanowił 43,2%. W czerwcu br. budżet państwa otrzymał również z NBP wpłatę z zysku w wysokości 2,2 mld zł (90,4% planu), co sprawiło, że nominalna wielkość dochodów ogółem uzyskanych w II kwartale br. była o tyle wyższa od poziomu odnotowanego w I kwartale br.

W ciągu II kwartału br. wydatki budżetowe zwiększyły się o 37,0 mld zł i w końcu czerwca br. ich poziom wyniósł 74,9 mld zł, czyli 47,9% wielkości planowanej na 2000 r. Najszybciej wzrastały wydatki na dotacje dla Funduszu Pracy, koszty obsługi długu krajowego oraz subwencje ogólne dla jednostek samorządu terytorialnego. Realizacja dotacji dla Funduszu Pracy na poziomie 66,3% planu wiązała się ze wzrostem wypłat zasiłków dla bezrobotnych, spowodowanym wyższym bezrobo-

ciem niż zakładano przy tworzeniu budżetu. W ubiegłym roku Fundusz Pracy nie korzystał jeszcze z dopłat budżetowych, a w 1998 r. rozdysponował tylko 22% przyznanych środków. W związku z utrzymującym się na rynku wysokim poziomem stóp procentowych budżet wydał już na obsługę długu krajowego 54% kwoty zaplanowanej na ten cel. Natomiast wydatki na obsługę długu zagranicznego stanowiły jedynie 37,9% planu rocznego. Wysokie zaawansowanie subwencji dla samorządów (58,2% wielkości rocznej) wynika z przekazywania z wyprzedzeniem miesięcznym środków na subwencję oświatową. Niepokoi jednak fakt, iż przyznana w budżecie na 2000 r. kwota na zadania oświatowe okazała się niewystarczająca w świetle znowelizowanej Karty Nauczyciela; brakujące środki określa się na 1,2 mld zł.

W przeciwieństwie do poprzedniego roku niższy był stopień realizacji dotacji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych – 44,1% planu na 2000 r. wobec 55,8% w ub.r. Ponadto, niewykorzystanie do tej pory pożyczki od budżetu państwa (2,0 mld zł) może wskazywać na lepszą sytuację tego funduszu w br. Należy jednak zaznaczyć, że zaplanowane na br. środki dla FUS są o 68,5% wyższe niż w ub.r.

Mimo iż w II kwartale br. dochody budżetu państwa rosły szybciej niż wydatki, a deficyt pogłębił się umiarkowanie, to w okresie tym pojawiły się kłopoty z płynnością finansową państwa. Przyczyną okresowych problemów z finansowaniem potrzeb budżetu państwa, które pozostawały na wysokim poziomie, był niski dopływ środków z rynku. Przychody (netto) ze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych zagranicznym i krajowym podmiotom niebankowym wyniosły około 1,7 mld zł (w I kwartale br. – 6,9 mld zł), a przychody z prywatyzacji – 1 mld zł (w I kwartale br. – 3,3 mld zł). Aby sfinansować deficyt oraz inne zobowiązania, m.in. wypłatę rekompensat pieniężnych (1,3 mld zł), ujemne saldo kredytów zagranicznych (0,14 mld zł), budżet państwa korzystał ze środków zablokowanych na rachunku w NBP w pierwszych miesiącach roku. Na początku roku lokata budżetu państwa wynosiła 9,1 mld zł, w końcu marca br. – 5,1 mld zł, a na koniec czerwca br. zmniejszyła się do 1,1 mld zł. Skutkowało to zwiększeniem się zadłużenia netto sektora budżetowego w systemie bankowym.

Odnotowany na koniec czerwca br. deficyt budżetu państwa w ujęciu ekonomicznym, tj. deficyt fiskalny sko-

rygowany o wypłaty rekompensat pieniężnych w kwocie 1,9 mld zł oraz przekazane przez ZUS do otwartych funduszy emerytalnych składki ubezpieczeniowe w wysokości około 3,7 mld zł, wyniósł około 8,9 mld zł.

W porównaniu z tym samym okresem ubiegłego roku, kiedy to deficyt budżetu państwa ukształtował się na poziomie 11,3 mld zł, rola tego segmentu sektora finansów publicznych w kreacji popytu wewnętrznego zmniejszyła się. W relacji do produktu krajowego brutto deficyt ekonomiczny budżetu państwa został ograniczony z 4,1% w I półroczu ub.r. do 2,8% w I półroczu tego roku. Niepokojące sygnały napływają jednak z pozostałych elementów sektora. Między innymi niedoszacowana kwota subwencji na zadania oświatowe powodować może dodatkowy deficyt sektora samorządowego, a sygnalizowany okresowy brak płynności finansowej Funduszu Pracy skutkować wzrostem jego deficytu. Z uwagi na brak danych o wynikach finansowych pozostałych elementów sektora finansów publicznych, nie można ocenić, czy w analizowanym okresie br. wystąpiło znaczące zaostrzenie polityki fiskalnej.

Nierównowaga zewnętrzna a zagrożenia inflacyjne

W II kwartale 2000 r. nastąpiła wyraźna poprawa sytuacji w zakresie obrotów bieżących bilansu płatniczego. Deficyt obrotów bieżących obniżył się o 23% w stosunku do II kwartału 1999 r.; wobec I kwartału br. skala poprawy stanu nierównowagi zewnętrznej była dużo wyższa i wyniosła 40%. Szacuje się, że relacja deficytu obrotów bieżących do PKB w układzie rocznym kształtowała się w II kwartale 2000 r. na poziomie 7,7% wobec 5,9% w II kwartale 1999 r. oraz 8,2% w I kwartale br., kiedy skala pogorszenia tej relacji była jak dotychczas najgłębsza.

Na tak ukształtowaną sytuację w części bieżącej bilansu płatniczego w II kwartale 2000 r. wpłynęły lepsze wyniki płatności w trzech najważniejszych pozycjach rachunku bieżącego: obrotach towarowych, usługowych oraz w zakresie niesklasyfikowanych obrotów bieżących. Wskazuje to jednocześnie na fakt, że dane statystyki płatniczej zaczęły z opóźnieniem potwierdzać postępujące już od drugiej połowy 1999 r. ożywienie w polskim eksporcie.

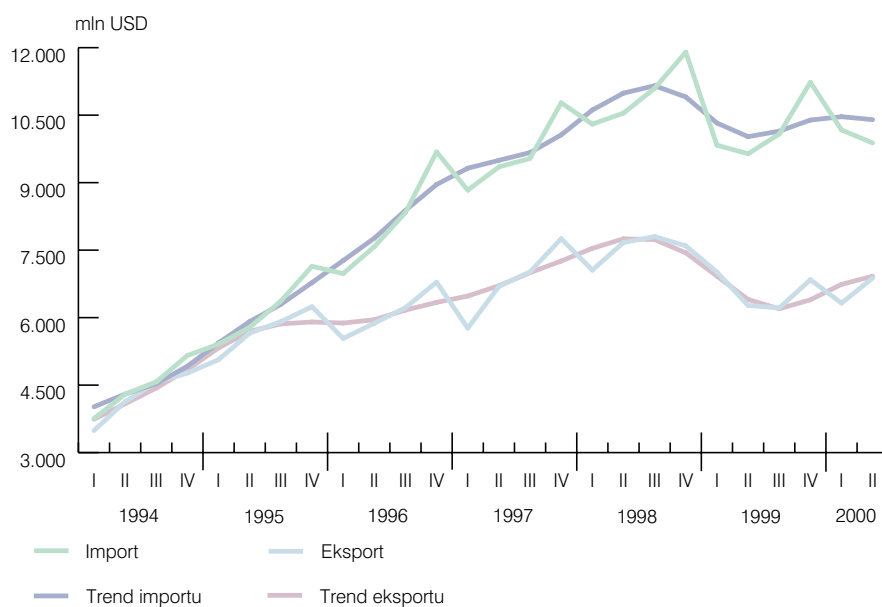
Drugi kwartał 2000 r. był trzecim kolejnym kwartałem, w którym utrzymał się trend wzrostowy wpływów

z tytułu eksportu w polskim bilansie płatniczym. Był on jednocześnie pierwszym kwartałem, w którym można było zaobserwować wyhamowanie dynamiki wypłat za import (wykres 43). W okresie kwiecień-czerwiec br. wpływy z tytułu eksportu wyniosły 6,9 mld USD, a wypłaty za import 9,9 mld USD. W rezultacie saldo płatności towarowych ukształtowało się na poziomie minus 3 mld USD. Porównując podane wielkości z wynikami II kwartału 1999 r., można stwierdzić, iż dolarowe wpływy z eksportu i wypłaty za import w II kwartale 2000 r. były wyższe odpowiednio o 9,7% i o 2,2%, natomiast wobec sytuacji w I kwartale br. dynamika płatności towarowych ukształtowała się następująco: w eksporcie wzrost o 8,8%, w imporcie spadek o 3 %. W rezultacie wyraźnej przewagi dynamiki wzrostu wpływów z eksportu nad wypłatami za import – saldo obrotów towarowych w II kwartale 2000 r. uległo poprawie o 12,0% w stosunku do analogicznego okresu 1999 r. i aż o 22,6% wobec sytuacji w I kwartale br. (wykres 44).

Istotnym czynnikiem zaniżającym kształtowanie się dynamiki płatności, w wyrażeniu dolarowym, w handlu zagranicznym w II kwartale 2000 r. była dalsza aprecjacja dolara do euro. Zarówno w eksporcie, jak i w imporcie zmiany kursów krzyżowych oddziaływały w kierunku obniżenia dynamiki o ponad 8 pkt. proc.

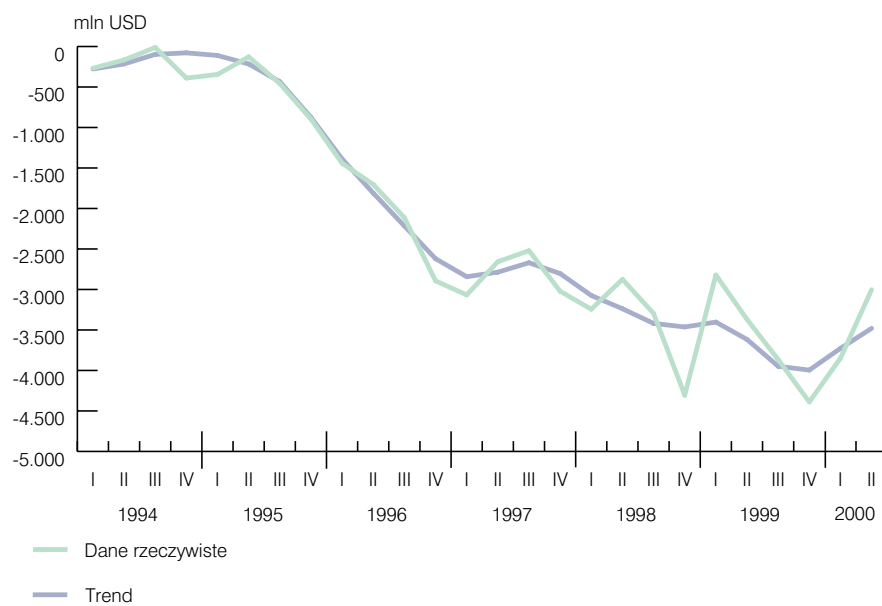
Jak wskazują dane statystyki celnej, w okresie styczeń-czerwiec br. eksport w cenach bieżących wyniósł 14,7 mld USD, a import 23,5 mld USD. W porównaniu z analogicznym okresem 1999 r. eksport zwiększył się o 11,9%, a import o 9,7%. Ujemne saldo ukształtowało się na poziomie 8,8 mld USD (wobec minus 8,3 mld USD w okresie styczeń-czerwiec 1999 r.). Eksport liczony w euro wyniósł 15,3 mld EUR, a import 24,5 mld EUR, a zatem w porównaniu z sześcioma miesiącami ubiegłego roku eksport zwiększył się o 27,3%, a import o 24,9%. Ujemne saldo wyniosło 9,2 mld EUR, a przed rokiem minus 7,6 mld EUR. Potwierdzeniem tych korzystnych tendencji są dane dotyczące wolumenu obrotów. Eksport w cenach stałych w okresie styczeń-maj br., w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r., był wyższy o 22,0%. Największy wzrost wolumenu eksportu odnotowano w wymianie z krajami Unii Europejskiej – o 23,4%. W obrotach z krajami Europy Środkowo-Wschodniej eksport zwiększył się o 22,6%. Wolumen importu zwiększył się o 13,4%. Wolumen towarów sprowadzanych z krajów Europy Środkowo-Wschodniej był większy o 15,0%, a z krajów UE o 13,5%.

Wykres 43
Obroty handlu zagranicznego w ujęciu płatniczym



Źródło: obliczenia NBP

Wykres 44
Saldo obrotów handlu zagranicznego w ujęciu płatniczym



Źródło: obliczenia NBP

Dynamizując na eksport do krajów UE w I półroczu br. wpłynął eksport do takich krajów, jak: Szwecja (wzrost o 40,0%), Belgia (35,8%), Wielka Brytania (36,3%) oraz Francja (30,3%). Wartość eksportu do Niemiec – najważniejszego partnera w polskim handlu zagranicznym – wzrosła natomiast w okresie pierwszych sześciu miesięcy o 9,6% i wyniosła 5,2 mld USD, a wartość importu wzrosła o 3,1% do poziomu 5,6 mld USD. W eksporcie do Niemiec zwiększyły się m.in. dostawy towarów w takich sekcjach, jak: maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy oraz towary przemysłowe sklasyfikowane głównie wg surowca; zmniejszył się natomiast eksport w sekcji różne wyroby przemysłowe (m.in. odzież męskiej i damskiej).

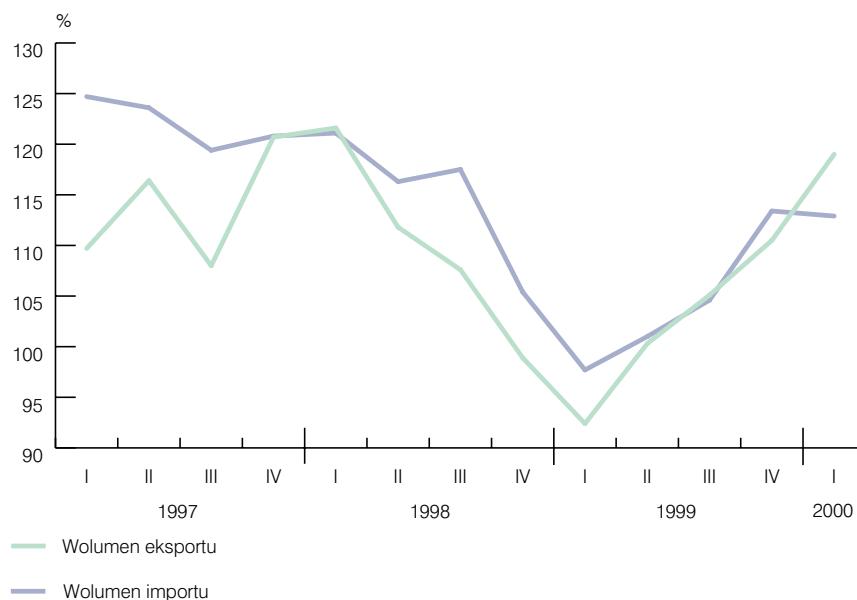
W okresie pierwszych sześciu miesięcy 2000 r. wartość eksportu do Rosji ukształtowała się na poziomie 0,4 mld USD, co stanowiło wzrost o 17,8% w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r. Wartość importu z Rosji w okresie styczeń-czerwiec 2000 r. ukształtowała się na poziomie 2 mld USD, co oznaczało wzrost o 88,9% w porównaniu z okresem styczeń-czerwiec 1999 r. W eksporcie do Rosji wzrosły dostawy maszyn, urządzeń i sprzętu transportowego, zmniejszył się natomiast eksport żywności i zwierząt żywych. W ramach importu z Rosji sprowadzono o 131,1% więcej niż przed rokiem paliw mineralnych, smarów i materiałów pochodnych oraz chemikaliów i produktów pokrewnych (wykres 45).

Widoczna w I półroczu 2000 r. postępująca poprawa w bilansie handlowym Polski była efektem działania 3 głównych czynników: obniżania się tempa wzrostu popytu krajowego, rozwijającego się od drugiej połowy 1999 r. ożywienia koniunktury na głównych rynkach zbytu polskiego eksportu oraz wyraźnej poprawy wskaźników konkurencyjności polskiej gospodarki w 1999 r.

Słabnąca dynamika popytu krajowego znalazła odzwierciedlenie w obniżającym się systematycznie tempie wzrostu wolumenu importu, widocznym od początku br. Wskazują na to także zmiany struktury importu. W strukturze rozdysponowania importu wg kierunków wykorzystania w okresie styczeń-czerwiec 2000 r., w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r., odnotowano spadek udziału importu inwestycyjnego (z 15,2% do 14,3%) i importu konsumpcyjnego (z 21,0% do 19,5%) oraz wzrost importu zaopatrzeniowego (z 63,7% do 66,0%).

Natomiast na dynamizowanie wartości importu w I półroczu znaczący wpływ miał import ropy naftowej

Wykres 45

Wolumen obrotów w handlu zagranicznym (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)

Źródło: dane GUS.

i jej produktów. Dane GUS za pierwszy kwartał 2000 r. wskazują na istotny wpływ importu ropy naftowej na pogorszenie salda obrotów towarowych. W okresie styczeń-marzec wolumen importu ropy naftowej wzrósł o 15,3% (w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r.), wolumen importu olejów ropy naftowej, benzyny, nafty zmalał o 16,5%, a wolumen importu pozostałych produktów naftowych wzrósł o 29,6%. Ceny ropy naftowej wzrosły jednakże w tym okresie o 185%, oleje ropy naftowej, benzyna, nafta zdrożały o 88%. Łączny efekt zmian spowodował, że import ropy naftowej i jej produktów za okres pierwszych trzech miesięcy 2000 r. powiększył deficyt obrotów towarowych (w ujęciu GUS) o około 0,6 mld USD w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r.

W I półroczu 2000 r. wyraźnie wzrosła dynamika popytu zewnętrznego. Jak wskazują dane Eurostatu⁴¹ oraz szacunki banków inwestycyjnych⁴², w pierwszych dwóch kwartałach br. uległo przyspieszeniu tempo wzrostu PKB strefy euro; w I kwartale wyniosło ono 3,2% (w stosun-

⁴¹ ECB, Monthly Bulletin, July 2000.⁴² Europe Weekly, Deutsche Bank, 28 July 2000.

ku do analogicznego okresu 1999 r.), w II kwartale odpowiednio 3,6% (wobec 1,8% i 2% w I i II kwartale 1999 r.) Wzrost gospodarczy krajów tego regionu wynikał w głównej mierze z wysokiej dynamiki inwestycji w przemyśle, co z kolei dynamizowało ich popyt importowy. Wolumen importu strefy euro wzrósł w I kwartale 2000 r. o 10,7%, wobec 3,7% w I kwartale 1999 r. (w skali rocznej). Ożywienie koniunktury na rynku zachodnioeuropejskim potwierdzały także poprawiające się wyniki ankiet; i tak wskaźnik zaufania w przemyśle strefy euro poprawił się z poziomu 1 do 13 pkt. proc. w okresie od III kwartału 1999 r. do II kwartału 2000 r. W II kwartale br. widoczne już były w gospodarce rosyjskiej oznaki poprawy popytu wewnętrznego, także oceny analityków banków inwestycyjnych wskazują na stopniowy wzrost popytu importowego Rosji⁴³.

Analiza funkcji trendu indeksów realnego efektywnego kursu złotego, mierzonych zmianami cen konsumpcyjnych i cen produkcji, wskazuje na utrzymywanie się od II kwartału 1998 r. tendencji realnej deprecjacji złotego. Także konkurencyjność kosztowa, mierzona indeksem opartym na jednostkowych kosztach pracy w przetwórstwie przemysłowym, uległa wyraźnej poprawie w 1999 r.; indeks ten był w IV kwartale 1999 r. niższy o 14,2% w stosunku do IV kwartału 1998 r.

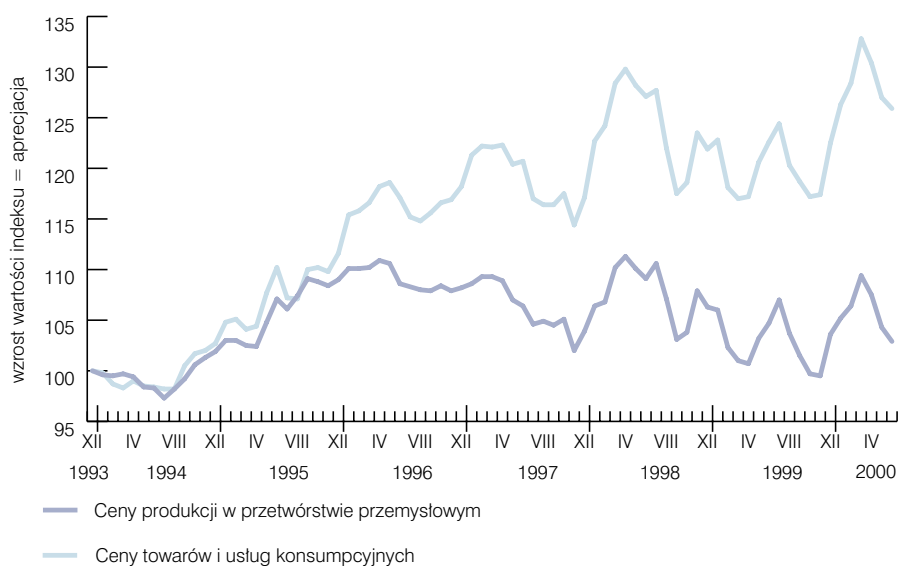
Realny efektywny kurs złotego⁴⁴, przy uwzględnieniu wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu w przetwórstwie przemysłowym, obniżył się po II kwartale 2000 r. o 5,9% w stosunku do końca I kwartału i o 0,6% w porównaniu z grudniem 1999 r. (odpowiednio wobec 3,7% wzmocnienia i 1,5% osłabienia w analogicznych okresach 1999 r.). Osłabieniu uległ również realny kurs złotego oparty na wskaźniku cen towarów i usług konsumpcyjnych – spadł o 5,2% w stosunku do marca 2000 r. i wzrósł o 2,7% w stosunku do grudnia 1999 r., przy wzroście kursu w poprzednim roku odpowiednio o 4,8% i 0,6%. Zmiany, którym podlegały w II kwartale indeksy realnego efektywnego kursu złotego, oznaczają ogólną poprawę konkurencyjności gospodarki polskiej (wykres 46).

Realny kurs złotego wobec dolara amerykańskiego, liczony według wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu w przetwórstwie przemysłowym, obniżył się

⁴³ World Financial Markets, Third Quarter 2000, JP Morgan, July 7, 2000.

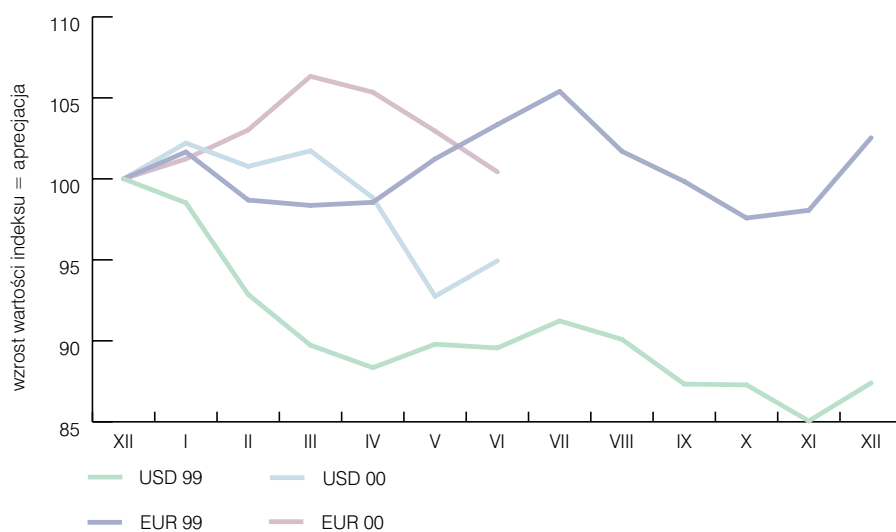
⁴⁴ Dane o inflacji zagranicznej za maj i czerwiec 2000 oparto na szacunkach.

Wykres 46
Realny efektywny kurs złotego



Źródło: obliczenia NBP

Wykres 47
Realny kurs złotego wobec walut głównych partnerów handlowych w latach 1999-2000
(grudzień poprzedniego roku = 100)



Źródło: obliczenia NBP

w II kwartale 2000 r. o 6,7%, natomiast wobec euro o 5,6% (wykres 47). Te same indeksy obniżyły się w stosunku do stycznia br. odpowiednio: o 7,1% i 0,8%. Deprecjacji złotego wobec euro w II kwartale sprzyjało przyspieszenie wzrostu cen produkcji w przetwórstwie przemysłowym w strefie euro i umacnianie się euro na światowym rynku walutowym w tym okresie.

Rosnącej dynamice eksportu towarowego rejestrowanego przez statystykę celną towarzyszyła w II kwartale 2000 r. wyraźna poprawa w zakresie płatniczych obrotów usługowych oraz niesklasyfikowanych obrotów bieżących. Deficyt w zakresie usług był w II kwartale br. o 20% niższy wobec I kwartału 2000 r., a wyższy o około 9% w stosunku do analogicznego okresu 1999 r. Należy jednak podkreślić znaczne wyhamowanie tempa pogarszania się ujemnego salda w zakresie obrotów usługowych w stosunku do 1999 r. Natomiast zdecydowaną poprawę, zarówno wobec I kwartału 2000 r., jak też II kwartału 1999 r. wykazała pozycja niesklasyfikowanych obrotów bieżących, dodatnie saldo było tu wyższe odpowiednio o 45% i 35%.

W II kwartale 2000 r. wyraźnie poprawiło się sfinansowanie deficytu w obrotach bieżących napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich; wyniosło ono około 52% wobec około 38% w analogicznym okresie 1999 r. i około 42% w I kwartale br.

Zagregowana podaż

Szacuje się, że w II kwartale br. wartość dodana była o 5,0% większa niż w analogicznym okresie ub.r. (w I kwartale br. o 5,8%). Zmniejszenie dynamiki związane było z ograniczeniem tempa wzrostu popytu krajowego. Dotyczy to zwłaszcza budownictwa i usług rynkowych. Utrzymanie wysokiego tempa wzrostu w przemyśle wiązało się ze znaczącym wzrostem eksportu. Wzrost wartości dodanej uzyskano przy mniejszym niż w ubiegłym roku zatrudnieniu. Wyższe niż produkcji było tempo wzrostu wydajności, zwłaszcza w przemyśle.

Produkcja sprzedana przemysłu w II kwartale br. wzrosła w porównaniu z II kwartałem ub.r. o 9,7%. Szczególnie wysoki wzrost notowano w przedsiębiorstwach sprzedających swoje wyroby za granicę. Dotyczy to zarówno przemysłów wytwarzających dobra inwestycyjne, jak i zaopatrzeniowe, a częściowo również produkujących dobra konsumpcyjne. Pomimo spadku sprze-

daży samochodów osobowych na rynku krajowym o ponad 20%, produkcja przemysłu pojazdów mechanicznych, przyczep i naczep wzrosła o 22,8%, głównie w efekcie wzrostu o ponad 45% produkcji części i akcesoriów do pojazdów mechanicznych. Poprawa koniunktury za granicą spowodowała wzrost zapotrzebowania na wyroby hutnicze, przemysł produkcji metali zwiększył swoją produkcję o 15%. Jeszcze bardziej znaczący był związany z dobrą koniunkturą metalurgii wzrost sprzedaży przemysłu koksowniczego – o prawie 100%. O prawie 20% większa niż przed rokiem była produkcja przemysłu sprzętu i urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyjnych, w tym odbiorników telewizyjnych i radiowych o ponad 27%. Produkcja sprzedana przedsiębiorstw produkujących głównie dobra konsumpcyjne wzrosła o około 4%, w tym produkcja artykułów spożywczych i napojów o 3,9%, produkcja wyrobów chemicznych o 5,3%. Zmniejszyła się produkcja odzieży (o około 6%) i obuwia (o około 5%).

Jak się wstępnie szacuje, tempo wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych zmniejszyło się z 5,8% w I kwartale br. do 5,3% w II kwartale br. Spadek tempa wzrostu wiązał się głównie ze znaczącym obniżeniem dynamiki obrotów i marży w handlu detalicznym (tempo wzrostu sprzedaży detalicznej zmniejszyło się z 8,8% do 3,9%). Mimo znaczącego wzrostu obrotów handlu zagranicznego obniżyła się dynamika obrotów handlu hurtowego, co można wiązać z szybszym wzrostem eksportu, realizowanego w znacznej mierze bezpośrednio przez przedsiębiorstwa przemysłowe, a wolniejszym importu, obsługiwanego głównie przez przedsiębiorstwa handlowe. Mimo wzrostu przewozów, mniejsza niż przed rokiem była sprzedaż usług transportu. Korzystnie na dynamikę wartości dodanej usług rynkowych oddziaływał dalszy rozwój usług łączności i instytucji finansowych i ubezpieczeniowych.

Mniejsza niż w II kwartale ub.r. była wartość dodana w budownictwie, co wiązało się z obniżeniem dynamiki robót inwestycyjno-modernizacyjnych i głębokim spadkiem robót konserwacyjno – remontowych. Zmniejszyła się produkcja przedsiębiorstw zajmujących się wykonywaniem instalacji budowlanych i wznoszeniem budowli, wzrosła – przygotowujących teren pod budowę i realizujących budowlane prace wykończeniowe.

Nastąpił dalszy spadek produkcji rolnictwa. Po wzroście w I kwartale br. obniżyła się produkcja zwierzęca.

Zmniejszył się skup żywca i mleka. Stan i struktura pogłowia zwierząt gospodarskich wskazuje, że w II półroczu br. spadek produkcji zwierzęcej będzie większy. Jeszcze gorzej rysuje się sytuacja w produkcji roślinnej. W wyniku wyjątkowo niekorzystnych warunków agrometeorologicznych mniejsze o 20-30% od niskich ubiegłorocznych będą plony i zbiory większości głównych ziemiopłodów. W sumie można spodziewać się, że w br. spadek produkcji rolnictwa będzie głębszy niż w 1999 r. i może przekroczyć wg szacunków NBP 10%.

Tendencje w zakresie cen i kosztów w sektorze przedsiębiorstw⁴⁵

W tej części *Raportu* przedstawione jest zagadnienie kosztów w sekcjach budownictwa oraz transportu, gospodarki materiałowej i łączności oraz w tych działach przemysłu, których ceny produkcji sprzedanej mają zasadniczy wpływ na kształtowanie się wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI). Szczególnie duża kosztochłonność⁴⁶ produkcji traktowana jest jako potencjalny czynnik skłaniający przedsiębiorstwa do podnoszenia cen swojej produkcji. Wpływ kosztów produkcji w przedsiębiorstwach na ceny ich produkcji sprzedanej zależy od uwarunkowań w skali makro, a w szczególności od zakresu otwartości gospodarki oraz od stopnia konkurencyjności na poszczególnych rynkach dóbr i usług. W odniesieniu do grup towarów i usług podlegających wymianie międzynarodowej dynamikę zmian cen krajowych wyznaczają praktycznie ceny światowe i kursy walut, zaś w dziedzinach nie zmonopolizowanych, których produkty nie są przedmiotem handlu zagranicznego – ceny wyznaczają zmiany w podaży i w popycie wewnętrznym.

W I kwartale 2000 r. zanotowano znaczną poprawę wskaźników poziomu kosztów uzyskania przychodów⁴⁷ zarówno w przemyśle i jego trzech sekcjach, jak też

⁴⁵ Dane prezentuje się w układzie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD), która począwszy od stycznia 2000 r. zastąpiła dotychczas stosowaną Europejską Klasyfikację Działalności (EKD), co wiąże się m. in. ze zmianą nazw niektórych sekcji i działów.

⁴⁶ Wskaźnik kosztochłonności stanowi relację kosztów i produkcji sprzedanej w ujęciu wartościowym i informuje jaka kwota kosztów przypada na jednostkę wartości produkcji sprzedanej.

⁴⁷ Wskaźnik poziomu kosztów uzyskania przychodów jest relacją kosztów do przychodów wyrażoną w procentach. Może dotyczyć całokształtu działalności gospodarczej przedsiębiorstw bądź tylko części działalności, dotyczącej np. sprzedaży produktów.

w transporcie⁴⁸. Wskaźnik poziomu kosztów w przemyśle w przypadku całokształtu działalności gospodarczej zmniejszył się z 99,5% w 1999 r. do 97,3% w I kwartale 2000 r., w transporcie zaś – ze 101,3% do 97,4%. Pogorszenie zanotowano jedynie w budownictwie – przy czym zarówno koszty całokształtu działalności gospodarczej, jak i koszty własne sprzedanych produktów były wyższe niż odpowiednie przychody. Wskaźnik poziomu kosztów dla całokształtu działalności wzrósł w budownictwie z 96,5% do 101,1%, podobnie jak wskaźnik poziomu kosztów uzyskania przychodów ze sprzedaży produktów – z 96,9% do 102,8%. W budownictwie na zmianie obrazu sytuacji mogło zaważyć zmniejszenie się liczebności populacji analizowanych przedsiębiorstw, co może oznaczać, że mniejsze przedsiębiorstwa budowlane są bardziej efektywne niż duże (wykres 48).

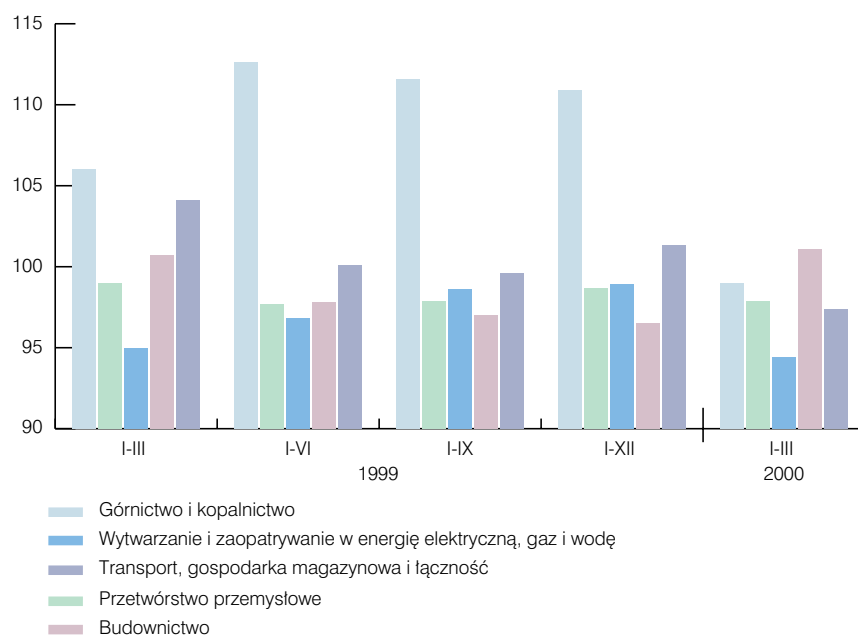
Warto zwrócić uwagę na sytuację w sekcji transportu, gospodarki magazynowej i łączności, w której nadmierne koszty od kilku lat stanowiły istotny problem. Wskazuje na to przebieg krzywych obrazujących dynamikę kosztów i przychodów z całokształtu działalności gospodarczej (wykres 49). Dynamika kosztów prawie przez cały okres minionych lat wyprzedzała dynamikę przychodów, a to oznaczało malejącą rentowność i ujemny wynik finansowy sekcji od 1998 r. i wysoką kosztochłonność świadczonych przez sekcję usług.

Poprawa wskaźników poziomu kosztów uzyskania przychodów nastąpiła także w tych działach przemysłu, które mają szczególnie duży udział w produkcji sprzedanej przemysłu, tj. w działach: produkcja artykułów spożywczych i napojów, wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę, produkcja wyrobów chemicznych oraz produkcja metali. Tendencja wzrostowa obydwu wskaźników poziomu kosztów utrzymała się w dziale produkcji koks, przetworów ropy naftowej i pochodnych, przy czym w przypadku wskaźnika dotyczącego sprzedaży produktów przekroczone zostało 100%. Trzeba przy tym przypo-

⁴⁸ Analiza dotycząca kosztów wykorzystuje informacje ze sprawozdań finansowych sporządzanych na formularzach F-01 raz na kwartał przez wszystkie przedsiębiorstwa zatrudniające 50 i więcej pracowników niezależnie od rodzaju prowadzonej działalności. Oznacza to zmniejszenie liczby badanych przedsiębiorstw w stosunku do okresu poprzedniego (z 27.194 jednostek na koniec 1999 r. do 16.466 jednostek na koniec I kwartału 2000 r.). Do 2000 r. sprawozdania o swoich wynikach składały bowiem wszystkie podmioty, w których liczba pracujących przekraczała 50 osób w sekcjach górnictwa i kopalnictwa oraz przetwórstwa przemysłowego oraz podmioty zatrudniające powyżej 20 osób w pozostałych rodzajach działalności.

Wykres 48

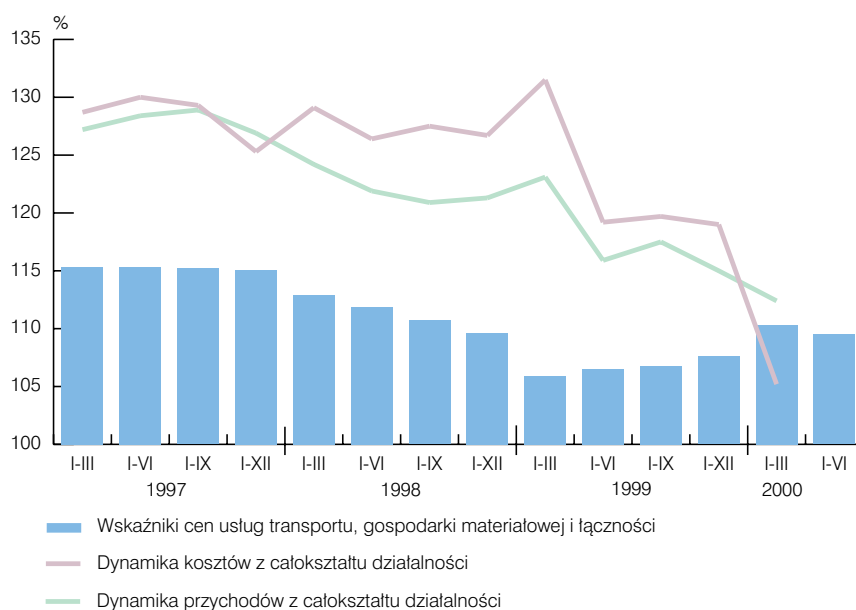
Wskaźnik poziomu kosztów uzyskania przychodów z całokształtu działalności w wybranych sekcjach (narastająco)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 49

Dynamika przychodów, kosztów i cen w sekcji transportu, gospodarki magazynowej i łączności (narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



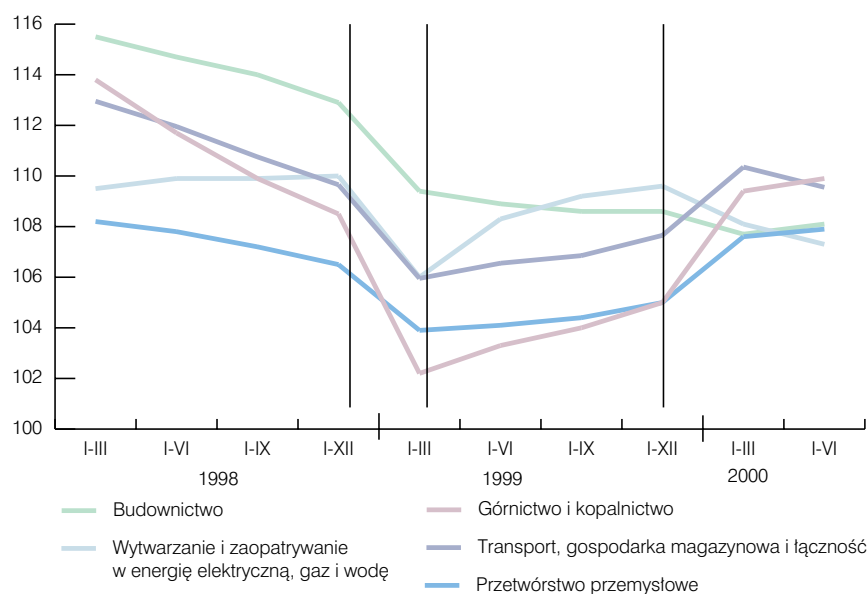
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

mniej, że dynamika cen produkcji działu produkcji koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych w największym stopniu decydowała ostatnio o dynamice cen produkcji sprzedanej przemysłu, co wskazuje na znaczenie problemu kształtowania się kosztów w tym dziale.

W I półroczu 2000 r. nastąpiło wyraźne przyspieszenie (w stosunku do I półrocza 1999 r.) dynamiki wzrostu cen produkcji sprzedanej w przemyśle i w dwóch jego sekcjach: górnictwo i kopalnictwo oraz przetwórstwo przemysłowe, a także dynamiki cen usług transportowych, gospodarki magazynowej i łączności. Natomiast utrzymała się tendencja do ograniczania tempa wzrostu cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę oraz cen produkcji budowlano-montażowej (wykres 50). O ile jednak dynamika cen produkcji w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę wykazywała pewne wahania związane z okresowymi podwyżkami cen energii, o tyle dynamika cen produkcji budowlano-montażowej od kilku lat stale się zmniejsza. Wystarczy stwierdzić, że w ciągu ostatnich dwóch lat dynamika cen w budownictwie zmalała o 6,6 pkt. proc. Takie kształtowanie się cen w bu-

Wykres 50

Dynamika cen produkcji sprzedanej w wybranych sekcjach działalności gospodarczej w latach 1998-2000
(narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

downictwie związane jest prawdopodobnie z powstaniem dużej konkurencji na rynku usług budowlanych, co hamuje wzrost cen. Z ograniczeń dynamiki po stronie przychodów przedsiębiorstw budowlanych wynika też wysoki wskaźnik kosztów uzyskania przychodów ze sprzedaży produktów (102,8% w I kwartale 2000 r.). Dynamika kosztów własnych sprzedanych produktów wyprzedziła w I kwartale 2000 r. (narastająco, w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku) o prawie 2 pkt. proc. dynamikę przychodów ze sprzedaży produktów.

Wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu w I półroczu 2000 r. (o 8% w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku) w około 7% wywołany został wzrostem cen sekcji górnictwo i kopalnictwo, w około 83% – wzrostem cen w przetwórstwie przemysłowym i w około 10% – wzrostem cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę⁴⁹. W porównaniu z I półroczem 1999 r. zmalał o około 9,3 pkt. proc. udział wzrostu cen sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę we wzroście wskaźnika cen produkcji przemysłowej. Oznacza to dużą zmianę w strukturze wpływu dynamik cen produkcji poszczególnych sekcji na dynamikę PPI, jaka dokonała się w ciągu ostatniego roku. Wytlumaczeniem jest zahamowanie dynamiki cen w sekcji dostarczającej energię, jakie nastąpiło po okresie dynamicznego podnoszenia cen energii w 1999 r.

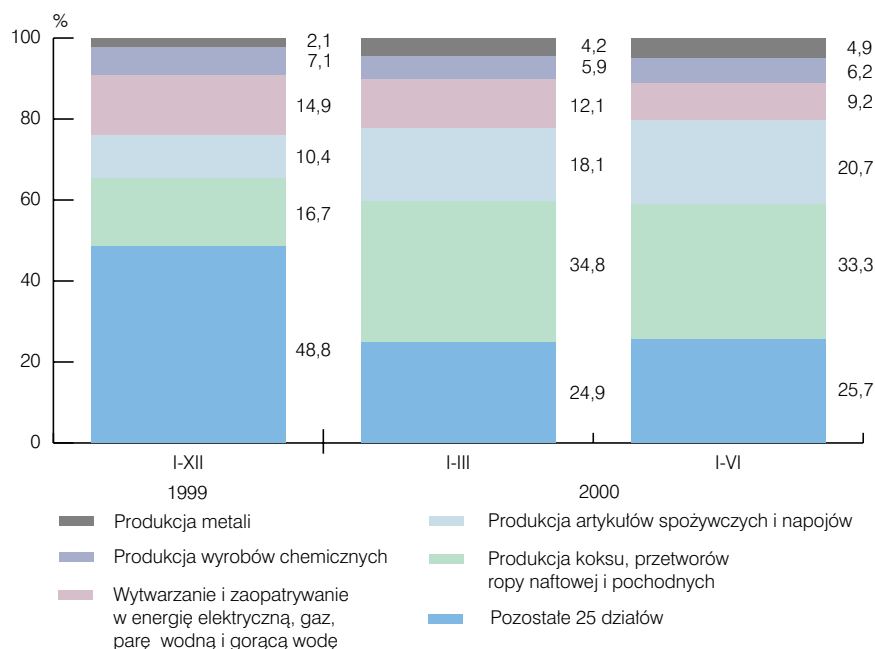
O kształtowaniu się cen w przemyśle w I półroczu 2000 r. decydowała przede wszystkim dynamika cen pięciu działów: produkcja koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych, produkcja artykułów spożywczych i napojów, wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę, produkcja wyrobów chemicznych oraz produkcja metali. Szacuje się, że w I półroczu 2000 r. dynamika cen tych pięciu działów decydowała w 74,3% o dynamice PPI, podczas gdy w ubiegłym roku w około 49% (wykres 51).

Bardzo dynamicznie wzrosły ceny w dziale produkcja koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych – o 50,1% w I półroczu 2000 r. w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Spowodowało to wzrost udziału dynamiki cen produkcji sprzedanej tego działu w PPI do

⁴⁹ Szacunki udziału dynamiki cen produkcji sprzedanej poszczególnych sekcji i działów we wzroście PPI dokonano na podstawie danych dotyczących wskaźników cen i struktury produkcji sprzedanej przemysłu w I półroczu 2000 r.

Wykres 51

Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej wybranych działów przemysłu we wzroście PPI w latach 1999-2000 (narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

33,3%, wobec udziału na poziomie 16,7% w 1999 r. Jednocześnie warto zauważyć, że w chwili obecnej udział ten jest o 1,5 pkt. proc. mniejszy niż był I kwartale 2000 r. W dziale związanym z przetwórstwem ropy obserwuje się, zwłaszcza od połowy 1999 r., niezwykle silny wzrost kosztochłonności jednostkowej, spowodowany głównie wzrostem cen surowców wykorzystywanych przez ten dział, zwłaszcza zaś ropy naftowej. Trzeba przy tym pamiętać, że koszty materiałowe stanowiły w I kwartale 2000 r. 55,4% kosztów ogółem tego działu, a ich udział w strukturze kosztów skokowo zwiększył się – rok temu wynosił 42,6%.

Warto zwrócić uwagę, że dynamika kosztów ogółem, po wyeliminowaniu z niej wzrostu wynikającego ze zmian wolumenu produkcji sprzedanej, w dziale produkcja koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych przez cały 1999 r. była większa niż dynamika cen. W I kwartale 2000 r. nastąpiła zmiana i deflator kosztów ogółem – choć bardzo wysoki – nie przekroczył dynamiki cen produkcji sprzedanej działu. Natomiast zdecydowany wzrost dynamiki kosztów materiałowych, jaki nastąpił w I kwartale 2000 r., spowodował, że deflator tej grupy kosztów aż o 30 pkt. proc. był wyższy niż wskaźnik dynamiki cen

produkcji sprzedanej działu. Szacuje się, że w dziale produkcja koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych wzrost kosztów ogółem (po wyeliminowaniu z nich wpływu z tytułu zmian w wolumenie produkcji) w około 88% wynikał ze wzrostu kosztów zużycia materiałów (według szacunków dla 1999 r. udział ten wynosił około 60%). Ceny w tym dziale kształtowały się pod wpływem cen dyktowanych przez rynek światowy. Ceny światowe wpływały na ceny produkcji sprzedanej działu zarówno poprzez ceny ropy naftowej jako surowca do produkcji, jak też poprzez ceny importowanych dóbr finalnych (benzyn, olejów i innych przetworów ropy naftowej).

Udział dynamiki cen działu produkcja artykułów spożywczych i napojów w PPI zwiększył się w I półroczu 2000 r. o ponad 10 pkt. proc. w stosunku do udziału z 1999 r., osiągając poziom 20,7%. Związane to było niewątpliwie z przyspieszeniem tempa wzrostu cen o 5,7 pkt. proc. w I półroczu 2000 r. w porównaniu z 1999 r. (narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100). Deflatory kosztów produkcji tego działu w I kwartale 2000 r., a zwłaszcza kosztów materiałowych oraz amortyzacji, przewyższały dynamikę cen jego produkcji sprzedanej.

Wskaźnik kosztochłonności produkcji w dziale wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę w I kwartale 2000 r. zmalał, co było efektem z jednej strony wysokiej dynamiki wzrostu wolumenu produkcji sprzedanej działu (wzrost o 12,8%) oraz z drugiej strony utrzymywania się na dosyć wysokim poziomie dynamiki cen jego produkcji sprzedanej (8,2%). Wysoka, aczkolwiek mniejsza niż w 1999 r., dynamika cen działu wytwarzanie i zaopatrywanie w energię, wynikała z monopolistycznej pozycji producentów energii. Wobec braku zmian udziału produkcji tego działu w strukturze produkcji sprzedanej przemysłu, zwolnienie dynamiki cen produkcji sprzedanej działu wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę spowodowało, że obniżył się o prawie 6 pkt. proc. udział dynamiki cen produkcji sprzedanej tego działu w PPI – z 14,9% w 1999 r. do 9,2% w I półroczu 2000 r.

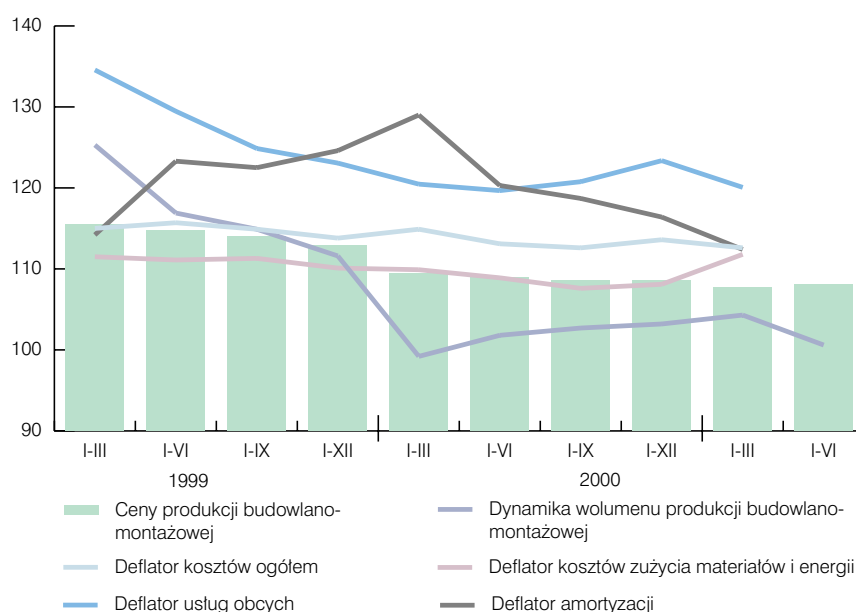
W I półroczu 2000 r. dynamika cen działu produkcji wyrobów chemicznych wpłynęła w około 6,2% na PPI, zaś działu produkcji metali – w 4,9%. W przypadku działu produkcji wyrobów chemicznych oznacza to pewne zmniejszenie się udziału tego wpływu w relacji do

1999 r., gdy wynosił on około 7,1%. Natomiast udział dynamiki cen produkcji sprzedanej działu produkcja metali zwiększył się ponad dwukrotnie w stosunku do 1999 r. W obydwu działach pojawiły się pierwsze oznaki rosnącej roli kosztów usług obcych w kosztach ogółem tego działu.

Indywidualny udział w PPI dynamiki cen produkcji sprzedanej poszczególnych działów z pozostałej grupy 25 działów przemysłu w większości przypadków był minimalnie większy niż 1%. Analiza kosztów w tej grupie działów ma zatem mniejsze znaczenie, choć wskaźniki kosztochłonności w większości przypadków są wysokie.

Wyniki średnich i dużych przedsiębiorstw przemysłowych w I kwartale 2000 r. wskazują, że w tej grupie przedsiębiorstw problem kosztów uległ złagodzeniu, co w pewnej mierze związane jest z przyspieszeniem dynamiki wolumenu produkcji sprzedanej – w I półroczu 2000 r. wynosiła ona 10%, podczas gdy w I półroczu 1999 r. produkcja spadła o 1% (obydwa wskaźniki liczono narastająco w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku). Wzrost produkcji spowodował obni-

Wykres 52
Dynamika wolumenu i cen produkcji budowlano-montażowej oraz deflatory kosztów w budownictwie
(narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

zenie się jednostkowych kosztów stałych, co dodatkowo obniżyło kosztochłonność produkcji.

Natomiast w przypadku budownictwa w I kwartale 2000 r. koszty ogółem i poszczególne ich rodzaje (podobnie jak ich deflatory) wyraźnie rosły szybciej niż uzasadniałaby to dynamika wolumenu produkcji budowlano-montażowej i zdecydowanie szybciej niż wskaźniki wzrostu cen tej produkcji (wykres 52). Wynika stąd wniosek, że koszty w budownictwie tworzyły nacisk na ceny. Mimo to dynamika wzrostu cen w budownictwie jest coraz mniejsza, co oznacza, że rynek uniemożliwia podnoszenie cen w skali, jaka wynikałaby ze wzrostu kosztów. Szczególnie wysokie deflatory zanotowano w przypadku kosztów usług obcych, amortyzacji oraz zużycia materiałów i energii.

Warto zwrócić uwagę, że struktura kosztów w budownictwie jest zupełnie inna niż w przemyśle. W budownictwie w I kwartale 2000 r. z usługami obcymi związanych było 36% kosztów ogółem (w przemyśle – 11,4%), ze zużyciem materiałów i energii – 28% (w przemyśle – 53,5%), zaś całkowite koszty pracy stanowiły 27% (w przemyśle – 19%).

Rynek pracy i bezrobocie, dochody

Zatrudnienie i bezrobocie

Poprawa wskaźnika ogólnego klimatu koniunktury w bieżącym roku wpłynęła na pewną stabilizację sytuacji na rynku pracy.

W II kwartale 2000 r. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było wprawdzie o 3,4% niższe niż przed rokiem, ale tylko o 0,3% zmniejszyło się w porównaniu z I kwartałem br. (w I kwartale br. w porównaniu z IV kwartałem 1999 r. spadek wynosił ponad 2%).

Podobne tendencje odnotowuje się w przemyśle, chociaż spadek zatrudnienia był tu głębszy niż w sektorze przedsiębiorstw ogółem.

Znaczny wzrost przeciętnego zatrudnienia w budownictwie, który w latach poprzednich zwykle następował od marca, w bieżącym roku był o wiele słabszy. W II kwartale br. przeciętne zatrudnienie w budownictwie wzrosło w porównaniu z I kwartałem br. o niespełna 1%, podczas gdy przed rokiem wzrost był prawie dwukrotnie wyższy.

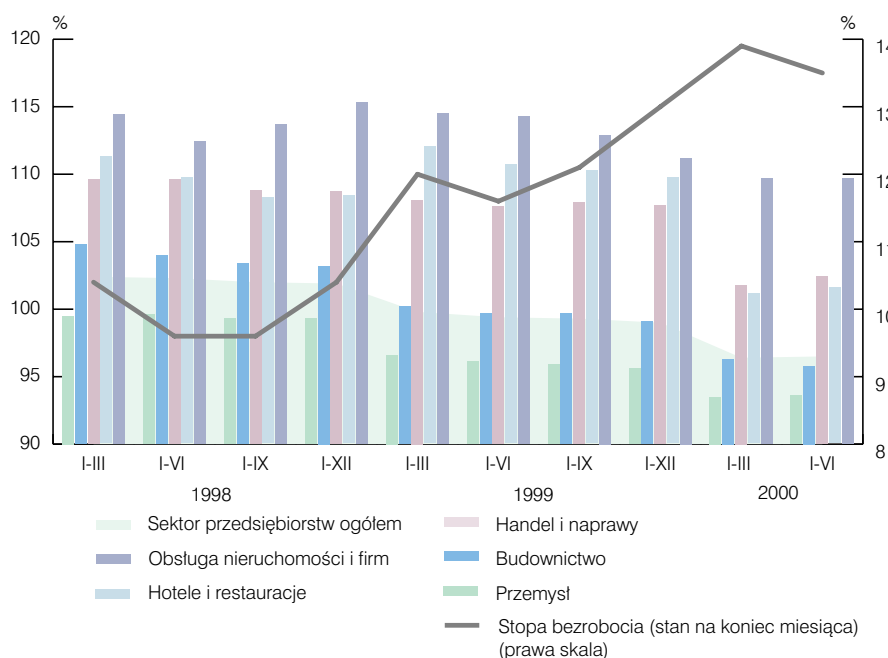
W poprzednich latach spadkowi zatrudnienia w przemyśle towarzyszył bardzo wysoki wzrost zatrudnienia w usługach. Zarówno Rząd, jak i analitycy rynku pracy oczekiwali podobnego wzrostu również w 2000 r., jednak wzrost ten w I półroczu br. następował w znacznie wolniejszym tempie niż w 1998 r. i w 1999 r.

W handlu i naprawach przeciętne zatrudnienie w I półroczu 2000 r. było o 2,4% wyższe niż przed rokiem, podczas gdy w latach 1998 i 1999 wzrost wynosił odpowiednio 9,6% i 7,6%. W hotelach i restauracjach zatrudnienie w I półroczu zwiększyło się tylko o 1,5%, a w porównywalnych okresach 1999 r. i 1998 r. o około 10%. Dość znaczny wzrost, o 9,7% w ciągu sześciu miesięcy br., nastąpił jedynie w obsłudze nieruchomości i firm, ale i tak jest on prawie o 5 pkt. proc. niższy niż przed rokiem. Zwiększenie przeciętnego zatrudnienia w sektorach usługowych nie zrekompensowało skali zmniejszenia zatrudnienia w przemyśle (wykres 53).

Na głęboki spadek przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w I półroczu 2000 r. znacz-

Wykres 53

Dynamika przeciętnego zatrudnienia (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

ny wpływ miało zarówno przyspieszenie procesów restrukturyzacyjnych i prywatyzacyjnych, jak też zmiany organizacyjne i technologiczne w przedsiębiorstwach, mające na celu poprawę efektywności gospodarowania, ale jednocześnie wiążące się ze zwolnieniami pracowników. Z powyższych przyczyn, tylko w styczniu i lutym br. (brak późniejszych danych) nowo zarejestrowanych z tytułu zwolnień grupowych było 36,5 tys. osób. W ogólnej liczbie bezrobotnych natomiast, zwolnionych z przyczyn dotyczących zakładów pracy, było w tym okresie 380,6 tys. osób, podczas gdy przed rokiem 276,9 tys.

Równocześnie ze zmniejszeniem tempa spadku zatrudnienia w II kwartale br. zmniejszyła się liczba zarejestrowanych bezrobotnych oraz stopa bezrobocia. W porównaniu z marcem br. liczba zarejestrowanych bezrobotnych na koniec czerwca br. była o 96,2 tys. mniejsza, jednak o 364,3 tys. osób większa niż przed rokiem.

Stopa bezrobocia na koniec czerwca 2000 r. wynosiła 13,5%, tj. zmniejszyła się o 0,4 pkt. proc. w porównaniu z marcem br. Była jednak o 1,9 pkt. proc. wyższa niż przed rokiem.

Na spadek stopy bezrobocia, mimo jednoczesnego spadku przeciętnego zatrudnienia, pewien wpływ miała większa niż oczekiwano liczba osób decydujących się na pobieranie zasiłku lub świadczenia przedemerytalnego, w czasie otrzymywania którego nie można podejmować pracy ani też rejestrować się jako bezrobotny.

W warunkach wchodzenia na rynek pracy wyżu demograficznego i przyspieszonej restrukturyzacji, powodujących dodatkowy napływ siły roboczej na rynek pracy, oraz z uwagi na wygasanie zobowiązań pracodawców w ramach przekształceń własnościowych, dających na pewien czas gwarancje stabilizacji zatrudnienia, w I półroczu 2000 r. gospodarka nie wykreowała dostatecznej liczby nowych miejsc pracy, by utrzymać stopę bezrobocia na poziomie z grudnia 1999 r. Liczba bezrobotnych wzrasta ponadto ze względu na niedostosowania podaży siły roboczej do potrzeb rynku, a także z uwagi na małe zainteresowanie bezrobotnych uzyskaniem pracy. Wynagrodzenia na oferowanych przez urzędy pracy miejscach zatrudnienia nie są bowiem dość konkurencyjne wobec stosunkowo wysokich zasiłków dla bezrobotnych (ponadto od 1999 r. opłacane jest z budżetu państwa ubezpieczenie dla

bezrobotnych). Tak więc na brak dostatecznych efektów podejmowanych działań na rzecz zmniejszania bezrobocia wpływa również mała elastyczność zarówno zatrudnienia, jak i płac.

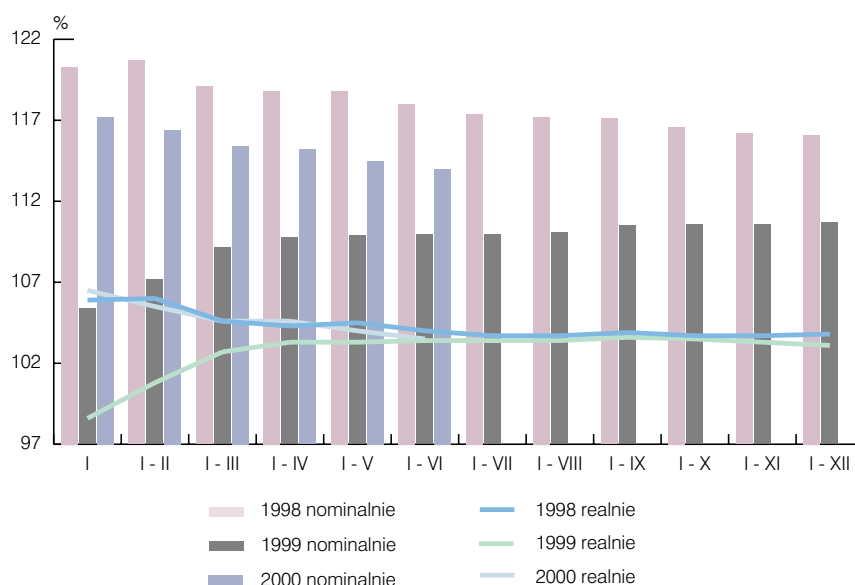
Strukturalny charakter bezrobocia w Polsce (o czym świadczy duże zróżnicowanie terytorialne poziomu stopy bezrobocia, od 10% do 24% na koniec czerwca br.) oraz mała mobilność ludności powodują, że bezrobotni często nie stanowią alternatywnej siły roboczej dla przedsiębiorców. Jednak na skutek zwiększania się liczby bezrobotnych przedsiębiorcy nie ulegają, w takim stopniu jak w poprzednich latach, presji załóg na podnoszenie wynagrodzeń.

Wynagrodzenia

W ciągu I półrocza br. obserwuje się wyraźną tendencję spadkową dynamiki wzrostu przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, zarówno w wyrażeniu nominalnym, jak i realnym (wykres 54).

Poprawa efektywności gospodarowania w przedsiębiorstwach oraz znaczny wzrost wydajności pracy nie

Wykres 54
Dynamika przeciętnych wynagrodzeń brutto w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS.

wpłynęły na szybszy wzrost wynagrodzeń. W II kwartale br. przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw rosły wolniej niż w I kwartale. W porównaniu z analogicznymi okresami 1999 r. przeciętne wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w II kwartale br. o 2,5%, zaś w I kwartale br. były wyższe niż przed rokiem realnie o 4,6%.

Dynamika przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw ogółem, jak też w poszczególnych sekcjach i działach, może być w I kwartale br. oraz w I półroczu nieco zawyżona w porównaniu z analogicznymi okresami w ub.r., z uwagi na fakt, że w 1999 r. miało miejsce ubruttowienie wynagrodzeń. Ponieważ przedsiębiorstwa dokonywały ubruttowienia nie tylko w styczniu, jak ustalono, ale również w lutym, marcu, a nawet kwietniu ub.r., poziom wynagrodzeń w początkowych miesiącach 1999 r., stanowiący podstawę do obliczenia ich dynamiki w 2000 r., był zaniżony.

Na wzrost przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w II kwartale br., jak też w całym półroczu, wpływ miały bardzo wysokie wypłaty premii i nagród w dziale poczta i telekomunikacja. W wyniku tych wypłat przeciętne wynagrodzenia w tym dziale w II kwartale br. były nominalnie o ponad 30% wyższe niż w I kwartale. Również w II kwartale (w czerwcu br.) wypłacono nagrody okolicznościowe z okazji „Dnia Leśnika”, jak również zaliczki z okazji „Dnia Górnika”, oraz nagrody i premie.

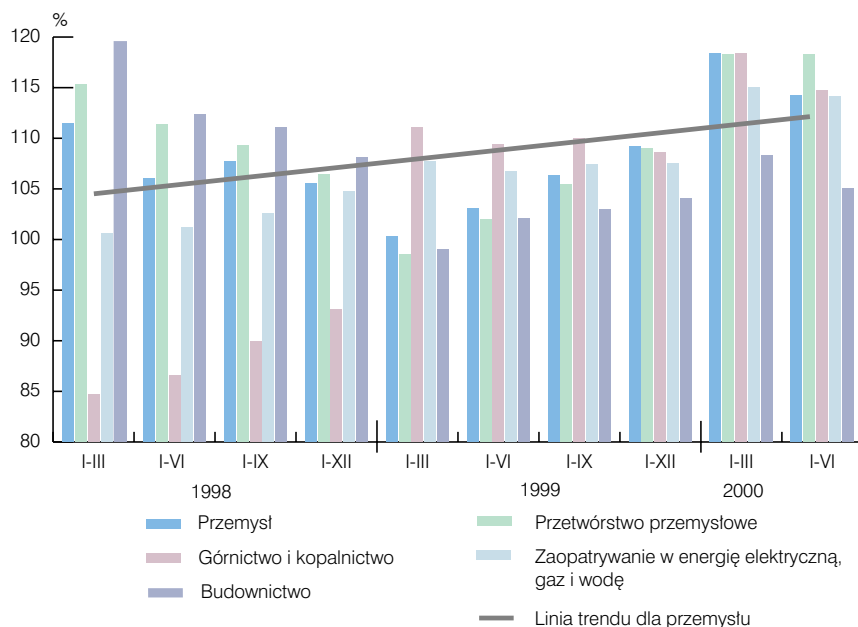
W I półroczu 2000 r. przeciętne wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw były wyższe niż przed rokiem nominalnie o 14%, natomiast po wyłączeniu Poczty Polskiej i Telekomunikacji Polskiej SA i PKP byłyby wyższe nominalnie o 13,6% (wg informacji GUS).

Słabnące tempo wzrostu przeciętnych wynagrodzeń w 1999 r., jak również w I półroczu br., i jednocześnie obserwowany duży wzrost wydajności pracy (wykresy 55 i 56) spowodowały, iż zmniejsza się w porównaniu z latami poprzednimi opłacenie wzrostu wydajności pracy, co powinno jednocześnie wpływać na obniżenie jednostkowych kosztów pracy.

Wyniki wstępnej analizy kosztów produkcji w przemyśle, a głównie jednostkowych kosztów pracy i ich związku z poziomem cen w okresie od 1995 do 1999 r., opisano szerzej w ramce.

Wykres 55

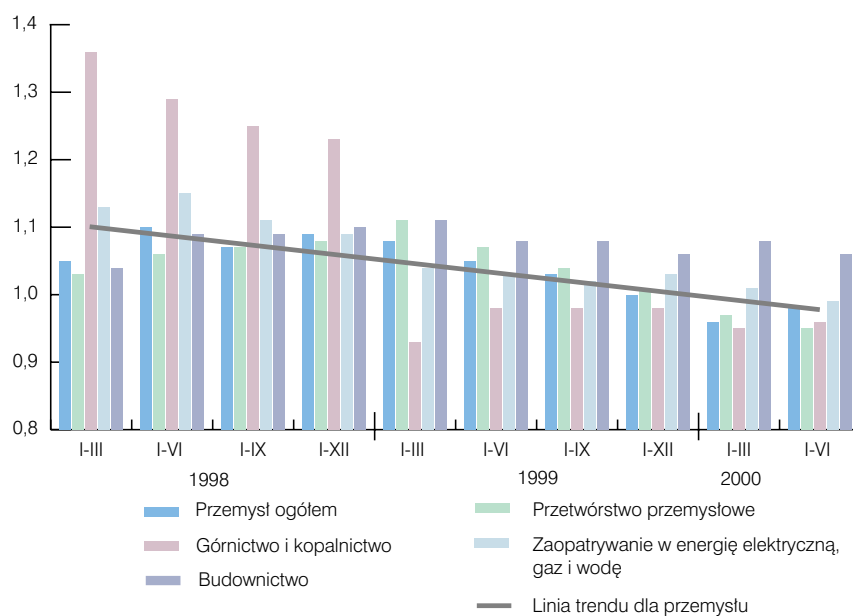
Wzrost wydajności pracy w wybranych sekcjach i działach (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Wykres 56

Stopień opłacenia wzrostu wydajności pracy w wybranych sekcjach i działach



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy a poziom cen

Wstępne wyniki analizy kosztów produkcji w przemyśle, a głównie jednostkowych kosztów pracy i ich związku z poziomem cen w okresie od 1995 do 1999 r. sugerują, że koszty płacowe nie wykazują w tym okresie wpływu na poziom cen. Przyczynowość ta ujawnia się dopiero po uwzględnieniu wszystkich elementów kosztów związanych z zatrudnieniem jednego pracownika, a więc m.in. również kosztów ubezpieczeń, wszelkich świadczeń socjalnych, świadczeń w naturze, deputatów, świadczeń za czas choroby. Tak rozumiane jednostkowe koszty pracy wykazywały zdecydowaną tendencję wzrostową w badanym okresie. Jednostkowe realne koszty pracy także wzrastały, a ich dynamika zmieniała się z kwartału na kwartał, od -7% do +7%. Średni kwartalny (z kwartału na kwartał) wskaźnik dynamiki realnych jednostkowych kosztów pracy w okresie od I kwartału 1995 r. do IV kwartału 1999 r. wynosił 1,2%. Oznacza to, że koszty realne związane z zatrudnieniem jednego pracownika rosły w tempie o około 5% rocznie. Tak szybkie tempo wzrostu kosztów związanych z pracą może zwiększać inflację. Zależy to od tempa, w jakim wzrasta produktywność. Jeżeli produktywność zwiększa się w tempie szybszym niż rosną koszty, wtedy nie należy oczekiwać presji inflacyjnej. Natomiast w przeciwnym przypadku można się spodziewać, iż wysokie tempo wzrostu kosztów znajdzie swoje odzwierciedlenie w inflacji. Badania przeprowadzone w ramach tej analizy nie identyfikują wyraźnego trendu postępu technologicznego, co uniemożliwia bezpośrednią kwantyfikację wpływu wzrostu kosztów na wzrost poziomu cen. Badania przeprowadzone w ramach innych analiz sugerują, że produktywność w całej gospodarce mogła rosnąć w tempie zbliżonym do 5%, co oznaczałoby, iż możliwe jest, że wzrost kosztów związanych z pracą jest absorbowany wzrostem produktywności.

Dalsze wnioski z przeprowadzonej analizy dotyczą zależności między kosztami związanymi z siłą roboczą a poziomem cen. Otrzymane wyniki wskazują, że długookresowa elastyczność między kosztami związanymi z zatrudnieniem a poziomem cen wynosi około 0,65.

Rozszerzenie analizy i próba określenia krótkookresowej zależności prowadzi do wniosku, że istnieje znaczna krótkookresowa zależność między jednostkowymi kosztami pracy a poziomem cen. Wzrost jednostkowych kosztów pracy o 1% powoduje po dwóch trzech kwartałach wzrost cen o 0,58%.

Otrzymane wyniki sugerują również, że wzrost kosztów związanych z siłą roboczą nie jest do końca akomodowany poprzez wzrost produktywności, co oznacza, że wzrost kosztów związanych z pracą wywiera presję inflacyjną. Przyczyną jest jednak całkowity wzrost kosztów pracy, obejmujących poza wynagrodzeniami również koszty pozapłacowe.

Świadczenia społeczne

Przeprowadzona z dniem 1 czerwca waloryzacja świadczeń emerytalno-rentowych (jednakowym wskaźnikiem 104,3%), którą objęto około 9,5 mln osób, z uwagi na wyższy niż założono w ustawie budżetowej na 2000 r. poziom inflacji, nie zapewni ich realnego wzrostu w ciągu roku o 0,3%, jak założono w ustawie budżetowej.

Mimo dokonania waloryzacji siła nabywcza przeciętnych emerytur i rent pracowniczych w II kwartale br. była niższa niż przed rokiem o 1,1%, a o 0,4% niż w I kwar-

tale 2000 r. Przeciętne emerytury i renty rolnicze w II kwartale br. były realnie o 1,7% niższe niż w II kwartale 1999 r. i o 0,5% niższe niż w I kwartale br.

Równocześnie z waloryzacją emerytur i rent (na takich samych zasadach) od 1 czerwca br. nastąpiła podwyżka m.in. dodatków pielęgnacyjnych, kombatanckich, dla sierot oraz świadczeń osobom deportowanym i przymusowo zatrudnionym.

Łączna kwota waloryzacji emerytur i rent oraz podwyżek pozostałych świadczeń wynosi około 0,3 mld zł miesięcznie.

W I półroczu 2000 r., w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r., nastąpił znaczny wzrost kwot wypłaconych zasiłków dla bezrobotnych oraz świadczeń i zasiłków przedemerytalnych. Kwota zasiłków dla bezrobotnych w II kwartale br. była o ponad 5% wyższa niż w I kwartale, w całym półroczu br. wzrosła o blisko 37% w porównaniu z analogicznym okresem 1999 r. Złożyło się na to nie tylko zwiększenie liczby bezrobotnych, ale również podwyższenie kwoty zasiłku. Z uwagi na rosnącą liczbę osób decydujących się na pobieranie zasiłków i świadczeń przedemerytalnych kwota wypłaconych świadczeń była w I półroczu br. ponad dwukrotnie wyższa niż przed rokiem. W II kwartale br. kwota wypłaconych świadczeń z tego tytułu wzrosła blisko o 18% w porównaniu z I kwartałem br.

W II kwartale wypłacono ponadto około 1,7 mld zł (zgodnie z harmonogramem), jako rekompensatę z tytułu okresowego niepodwyższania płac w sferze budżetowej oraz niektórych dodatków do emerytur i rent w latach 1991-1992.

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

Realizacja celu polityki pieniężnej

W czerwcu 2000 r. inflacja, liczona dwunastomiesięcznym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych, osiągnęła wysokość 10,2%. Oznacza to, że przez siedem kolejnych miesięcy dynamika inflacji utrzymywała się wokół 10% w skali rocznej. Utrzymywanie się wysokiej inflacji było spowodowane niekorzystnymi szokami podażowymi dwojakiego rodzaju.

Po pierwsze, gorszymi wynikami produkcji rolnej oraz procyklicznymi interwencjami państwa na rynku rolnym z 1999 r. Zjawiska te, ze względu na występujące opóźnienia, nadal wpływały na kształtowanie się inflacji w 2000 r. Niekorzystne warunki pogodowe, spóźnione i zbyt małe interwencje na rynku rolnym w bieżącym roku przyczyniły się dodatkowo do wzrostu cen żywności.

Po drugie, w roku bieżącym gospodarka polska w dalszym ciągu absorbowała negatywne szoki wzrostu cen paliw na rynku międzynarodowym. Szoki te, podobnie jak poprzednio, były wzmacniane wzrostem stawek akcyzy oraz monopolistyczną strukturą rynku paliwowego w Polsce.

Czynniki te spowodowały, że wysoka dynamika inflacji utrzymywała się mimo wolniejszego tempa wzrostu podaży pieniądza. Jeśli abstrahować od wspomnianego czasowego zaburzenia w procesach monetarnych (prywatyzacja PKN), w ostatnich kwartałach dynamika realnej podaży pieniądza spadła poniżej tempa wzrostu gospodarczego, przyczyniając się do spowalniania dynamiki popytu wewnętrznego. Mała różnica między dynamiką przyrostu kredytów i depozytów. Poprawiły się również wzajemne relacje między tempem przyrostu popytu i podaży w sektorze realnym, co stanowiło pozytywną przesłankę oczekiwania poprawy sytuacji w sferze równowagi zewnętrznej i osłabiło potencjalne zagrożenie związane z silniejszą deprecjacją złotego. Potwierdza to tezę, że utrzymywanie się wysokiej inflacji zostało przede wszystkim spowodowane niekorzystnymi szokami o charakterze podażowym.

W tej sytuacji, a w szczególności wobec uporczywego utrzymywania się dwunastomiesięcznego wskaźnika

wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wokół 10% w poszczególnych miesiącach II kwartału 2000 r., Rada Polityki Pieniężnej utrzymywała – zapoczątkowane jesienią 1999 r. – restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej. Mimo bowiem stosunkowo korzystnej sytuacji w kształtowaniu się długookresowych podstaw procesów inflacyjnych (czynników monetarnych oraz równowagi wewnętrznej) zagrożeniem dla przywrócenia procesu dezinflacji pozostawał wpływ długotrwałych, silnych szoków podażyowych na bieżącą dynamikę cen. Kształtowanie się większości miar inflacji bazowej świadczyło o przenoszeniu się impulsów podażyowych na ceny innych grup towarów. Prowadząc politykę pieniężną NBP brał pod uwagę również niekorzystne oddziaływanie tej sytuacji na oczekiwania inflacyjne, co zagrażało realizacji celu inflacyjnego w 2000 r. W II kwartale br. Rada nie zmieniła podstawowych stóp procentowych NBP, utrzymując restrykcyjność polityki pieniężnej.

Instrumenty polityki pieniężnej

Stopy procentowe NBP w II kwartale zostały utrzymane na poziomie ustalonym decyzją z dnia 23 lutego 2000 r. Stopa referencyjna wynosiła 17,5%, oprocentowanie kredytu lombardowego 21,5%, a stopa redyskonta weksli 20%.

Istotnym wydarzeniem w II kwartale 2000 r. była zmiana systemu kursu walutowego, w ramach którego prowadzona jest polityka pieniężna. Realizując zapisy *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999 – 2003*, w dniu 26 maja 1999 r. RPP wystąpiła do Rządu z propozycją likwidacji dotychczasowego systemu kursowego i wprowadzenia w pełni płynnego kursu walutowego. W dniu 11 kwietnia br. Rada Ministrów w porozumieniu z RPP podjęła decyzję o upłynnieniu kursu złotego wobec walut obcych. W związku z powyższym, w tym samym dniu RPP podjęła uchwałę o likwidacji parytetu centralnego, dotychczasowego systemu dewaluacji parytetu centralnego oraz likwidacji pasma dopuszczalnych wahań kursu. Uchwała ta weszła w życie z dniem 12 kwietnia 2000 r. Podjęta decyzja stanowi uwieńczenie wprowadzanych w życie od 1995 r. działań banku centralnego nakierowanych na stopniowe zwiększanie elastyczności systemu kursowego, aż do pełnego upłynnienia łącznie. Rozłożenie tego procesu na etapy, jak również wcześniejsze poinformowanie opinii publicz-

nej o zamiarze zmiany systemu kursowego, pozwoliło na odpowiednie przygotowanie rynków finansowych. Do pełnego upłynnienia dochodzono stopniowo. W 1995 r. poszerzono przedział wahań kursu do $\pm 7\%$, następnie RPP – wprowadzając opłaty od transakcji fixingowych (od 15 grudnia 1998 r.) – przyczyniła się do ograniczenia funkcji interwencyjnej fixingu walutowego, która została całkowicie zniesiona w dniu 7 czerwca 1999 r. W tym czasie trzykrotnie poszerzano pasmo dopuszczalnych wahań kursu wokół parytetu centralnego: do $\pm 10\%$ (od 25 lutego 1998 r.), $\pm 12,5\%$ (od 29 października 1998 r.), aż do $\pm 15\%$ (od 25 marca 1999 r.). Od lipca 1998 r. NBP zaniechał także interwencji na krajowym rynku walutowym, pozostawiając kształtowanie kursu złotego rynkowi. Pełne upłynnienie kursu złotego było niezbędne dla konsekwentnej i skutecznej realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Było również koniecznym krokiem w perspektywie wejścia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej. Upłynnienie oznacza także zmniejszenie zachęt do spekulacji walutowej (z uwagi na brak formalnych zobowiązań do obrony jakiegokolwiek poziomu kursowego) i wydaje się niezbędne przed spodziewaną liberalizacją prawa dewizowego. Decyzja o upłynnieniu kursu złotego ma także istotne znaczenie w kontekście dążenia NBP do wytworzenia stanu operacyjnego niedoboru płynności w systemie bankowym. W warunkach kursu płynnego bank centralny nie jest bowiem zobowiązany do interwencji rynkowych, co oznacza eliminację najpoważniejszego w poprzednich latach źródła płynności systemu bankowego, jakim był skup walut i wzrost rezerw walutowych NBP. Działania ograniczające nadwyżkową płynność prowadzą do zwiększenia efektywności najważniejszego instrumentu polityki pieniężnej, jakim jest kształtowanie krótkoterminowej stopy procentowej. W warunkach nadmiaru płynności wzrost stóp procentowych banku centralnego ma słabszy wpływ na zachowania cenowe banków komercyjnych, ponieważ stopy te wyznaczają przychodowość alternatywnej inwestycji, a nie koszt pozyskania pieniądza. Natomiast w sytuacji operacyjnego niedoboru płynności banki muszą liczyć się z koniecznością pozyskania środków po cenie wyznaczonej przez bank centralny.

Dążenie do zwiększenia kontroli banku centralnego nad płynnością sektora bankowego było przyczyną dokonania w II kwartale 2000 r. istotnej zmiany w zakre-

się zasad udzielania bankom kredytu lombardowego. Zgodnie z uchwałą nr 12/2000 Zarządu NBP skrócony został – do jednego dnia – termin, na jaki bank może zadłużyć się w NBP (dotychczas termin ten zależał od decyzji banku komercyjnego). W uchwale zawarto jednocześnie klauzulę, iż NBP – jeśli uzna to za celowe – może zmienić termin udzielonego kredytu, co w praktyce oznaczałoby jego wydłużenie. Ponadto każdorazowe wykorzystanie kredytu uwarunkowane zostało koniecznością spłaty kredytu zaciągniętego w dniu poprzednim, co uniemożliwia jego spłatę środkami pochodzącymi z kolejnego kredytu (w systemie dotychczasowym banki mogły zadłużać się codziennie pod warunkiem dysponowania odpowiednią wartością zastawu). Nowe zasady obowiązują od 25 kwietnia 2000 r. i choć stanowią wyłącznie modyfikację technicznych uwarunkowań funkcjonowania instrumentarium polityki pieniężnej, to przyczyniają się do zwiększenia elastyczności reakcji banku centralnego na możliwe scenariusze rozwoju sytuacji na rynkach finansowych.

Perspektywy inflacji

Występowanie silnych, proinflacyjnych impulsów i utrzymywanie się w wyniku tego inflacji na poziomie około 10% w II kwartale wskazuje, że cel polityki pieniężnej na bieżący rok, tj. osiągnięcie w grudniu 2000 r. dwunastomiesięcznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w przedziale 5,4-6,8%, nie zostanie zrealizowany.

Przeprowadzona w *Raporcie* analiza pokazała, że utrzymywanie się wysokiej inflacji ma miejsce mimo występowania stosunkowo korzystnej sytuacji w kształtowaniu się długookresowych podstaw procesów inflacyjnych. Z punktu widzenia ograniczania inflacji, od pewnego już czasu sytuacja w zakresie czynników monetarnych oraz w zakresie równowagi wewnętrznej rozwija się korzystnie. W tych warunkach, jak pisaliśmy, powrót na ścieżkę dezinflacji jest utrudniony dlatego, że silne szoki podażowe ciągle negatywnie wpływają na bieżącą dynamikę cen, co umożliwia nie w pełni konkurencyjną strukturę gospodarki i polityka interwencji na rynku rolnym.

Należy się obawiać, że w nadchodzącej przyszłości tego typu szoki nadal będą niekorzystnie wpływać na kształtowanie się inflacji. Niektóre z nich, jak na przykład wzrost cen paliw na rynku międzynarodowym, mogą tracić na znaczeniu. Wiele wskazuje jednak na to, że szoki podażowe, powstające w związku z wynikami produkcji rolnej oraz sytuacją na rynku rolnym, mogą nadal być istotnym czynnikiem wzrostu cen. Ich wpływ na inflację będzie ograniczany poprzez brak dostosowania monetarnego. Obecne kształtowanie się agregatów pieniężnych i zaostrezenie polityki monetarnej zapoczątkowane pod koniec 1999 r. świadczą o braku potencjału inflacyjnego w tym obszarze.

Zgodnie z zapisami zawartymi w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, strategicznym celem polityki pieniężnej prowadzonej przez Radę Polityki Pieniężnej jest obniżenie inflacji poniżej 4% do roku 2003. Przyjęty na 2001 r. cel inflacyjny w postaci dwunastomiesięcznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w granicach 6-8% prowadzi do osiągnięcia założonego celu średniookresowego.