

# Narodowy Bank Polski

## Rada Polityki Pieniężnej

# RAPORT O INFLACJI w I kwartale 2001 roku

Warszawa, czerwiec 2001 r.



***Projekt graficzny:***

Ryszard Piwowar  
Piotr Chodorek  
Ed Polinski

***Skład i druk:***

Drukarnia NBP

***Wydał:***

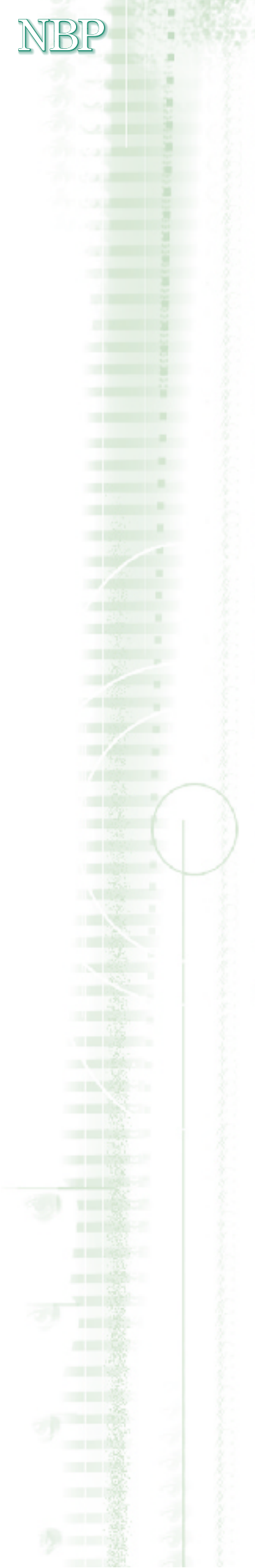
Narodowy Bank Polski  
Departament Komunikacji Społecznej  
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21  
Tel. (0-22) 653 23 35, Fax: (0-22) 653 13 21

© *Narodowy Bank Polski*, 2001

ISSN 1640 - 0747

## SPIS TREŚCI

SYNTEZA	5
1. Przebieg procesów inflacyjnych w I kwartale 2001 r.	11
1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	11
1.2. Inflacja bazowa	14
1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej	18
2. Popyt krajowy i podaż	23
2.1. Uwagi ogólne	23
2.2. Popyt krajowy	24
2.3. Podaż	28
3. Nierównowaga zewnętrzna	32
4. Rynek pracy	37
5. Inne czynniki podażowe wpływające na inflację	41
6. Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego	50
6.1. Polityka pieniężna w I kwartale 2001 r.	50
6.2. Podaż pieniądza	52
6.3. Transmisja polityki monetarnej	61
6.3.1. Stopa procentowa	61
6.3.2. Kurs walutowy	73
6.3.3. Oczekiwania inflacyjne	77
6.3.4. Efekt majątkowy	83
7. Perspektywy inflacji	85
ZAŁĄCZNIK 1	87
ZAŁĄCZNIK 2	91



Main body of the page, which is currently blank.

## SYNTEZA

1. Pierwszy kwartał 2001 r. był okresem szybkiego spadku inflacji. W końcu marca dwunastomiesięczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 6,2% w porównaniu z 8,5% w końcu 2000 r. Kształtowanie się inflacji w tym okresie potwierdza, że powróciła ona na ścieżkę umożliwiającą zarówno realizację celu polityki pieniężnej na rok 2001, jak i osiągnięcie średniookresowego celu polityki pieniężnej, jakim jest obniżenie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych poniżej 4% do końca 2003 r. Sprzyjające warunki dla procesu obniżania inflacji stwarza również znaczne obniżenie dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu.

2. Do szybkiego zwolnienia tempa wzrostu cen w I kwartale 2001 r. przyczyniło się jednak oddziaływanie czynników przejściowych, takich jak zanikanie wstrząsów podażowych na rynku paliw i żywności oraz aprecjacja złotego. Potwierdza to kształtowanie się wskaźników inflacji bazowej. Tempo ich obniżania się było wolniejsze (z wyjątkiem tzw. średniej obciążonej) niż ogólnego indeksu cen. Spadek cen paliw, na który miał wpływ umacniający się kurs złotego, zdecydował o istotnie mniejszym niż w I kwartale ub.r. wzroście cen kontrolowanych. Znacznie wolniej niż w ubiegłym roku wzrastały ceny żywności.

3. Spadkowi inflacji w I kwartale 2001 r. towarzyszyło stosunkowo niskie tempo wzrostu popytu krajowego (1,6%), po jego wyraźnym zwolnieniu w II i III kwartale ub.r. i nieznacznym wzroście w ostatnim kwartale 2000 r. Można szacować, że w porównaniu z poprzednim kwartałem nieznacznie (do 1,8%) wzrosła dynamika spożycia indywidualnego w ujęciu rocznym. Jednocześnie znacząco (do 0,5%) obniżyło się tempo wzrostu nakładów na środki trwałe. W tej sytuacji utrzymanie tempa wzrostu PKB na poziomie zbliżonym do osiągniętego w IV kwartale ub.r. (szacowany wzrost o 2,6% wobec 2,4%) było możliwe dzięki kontynuacji szybkiego tempa wzrostu eksportu przy umiarkowanej dynamice

importu. Taki układ wzrostu gospodarczego potwierdza struktura wzrostu podaży. Najszybciej rosła wartość dodana w przemyśle, szczególnie w działach o dużym udziale eksportu.

4. Rola finansów publicznych w kreowaniu popytu krajowego była w I kwartale 2001 r. znacznie większa niż rok wcześniej. Deficyt ekonomiczny budżetu państwa stanowił aż 8,3% PKB wobec 3,5% w I kwartale 2000 r. Stosunkowo niskie tempo wzrostu gospodarczego i szybszy w stosunku do założeń spadek inflacji powodowały niższe od zakładanych wpływy z podatków. Bardzo wysoki stopień zaawansowania realizacji deficytu budżetu państwa w I kwartale br. (73,3%) wynikał również z przeniesienia części wydatków z ubiegłego roku i uruchomienia jednorazowych rekompensat dla pracowników sfery budżetowej oraz emerytów i rencistów.

5. Trwające od II kwartału 2000 r. osłabienie dynamiki popytu krajowego przyczyniło się nadal do zmniejszania nierównowagi zewnętrznej. Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego wyniósł w I kwartale br. 2,2 mld USD wobec 3,5 mld USD w I kwartale 2000 r. Pomimo utrzymywania się wysokiej dwunastomiesięcznej dynamiki wpływów z eksportu i umiarkowanej dynamiki importu wydaje się, że w I kwartale br. można już było dostrzec niekorzystny wpływ aprecjacji złotego i wolniejszego tempa wzrostu popytu zewnętrznego na kształtowanie się miesięcznych przyrostów tych wielkości.

6. Siła oddziaływania zmian popytu na inflację zależy między innymi od efektywności funkcjonowania poszczególnych rynków. Kluczowe znaczenie pod tym względem ma rynek pracy. Wobec braku zdecydowanych działań liberalizacyjnych oraz nastawionych na obniżenie kosztów pracy nadal utrzymują się na nim bariery ograniczające wzrost zatrudnienia. W I kwartale 2001 r. – mimo osłabienia tempa spadku zatrudnienia – nastąpił dalszy wzrost stopy bezrobocia. Spadek zatrudnie-

## Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	I	II	III	IV	1998	I	II
	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał		kwartał	kwartał
<b>1998</b>							
PKB	6,4	5,4	5,0	2,9	<b>4,8</b>	1,6	3,0
Popyt krajowy	7,4	5,9	6,3	6,6	<b>6,4</b>	3,4	4,6
Spożycie ogółem	5,5	3,7	3,9	3,9	<b>4,2</b>	4,0	4,4
Spożycie indywidualne	6,4	4,2	4,5	4,6	<b>4,8</b>	4,6	5,2
Akumulacja brutto	17,4	14,9	14,6	12,0	<b>13,8</b>	0,7	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	17,8	15,2	14,8	12,6	<b>14,2</b>	5,7	6,3
Stopa oszczędności gospodarstw domowych (%) <sup>1</sup>	11,2	14,5	10,7	16,0	<b>13,2</b>	9,0	10,7
Stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych (%) <sup>2</sup>	8,5	7,8	7,1	7,0	<b>7,6</b>	10,8	2,9
Stopa bezrobocia (%)	10,4	9,6	9,6	10,4	<b>10,4</b>	12,0	11,6
Dochody do dyspozycji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)	104,7	104,5	103,6	109,3	<b>105,5</b>	102,7	102,9
Zadłużenie Skarbu Państwa (w mln zł, nom.) <sup>3</sup>	212 661,4	220 129,9	226 962,3	237 400,9	<b>237 400,9</b>	259 037,3	255 583,4
Deficyt budżetu państwa (w mln zł) <sup>4</sup>	-3 540,0	-9 357,8	-10 409,7	-13 192,6	<b>-13 192,6</b>	-8 719,2	-11 320,0
Zadłużenie zagraniczne (w mln USD) <sup>5</sup>					<b>59 163,0</b>	59 730,0	59 499,0

<sup>1</sup> Relacja oszczędności gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto. Oszczędności odpowiadają części dochodów do dyspozycji brutto nie

<sup>2</sup> Relacja oszczędności finansowych gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto. Oszczędności finansowe odpowiadają przyrostowi zasobów szerszej o przyrost kredytów gospodarstw domowych).

<sup>3</sup> Stan w końcu okresu.

<sup>4</sup> Od IV kwartału 1998 r. w kwocie uwzględniana jest pozycja „z tytułu nie podwyższania płac w sferze budżetowej”.

<sup>5</sup> Do 1998 r. dane dostępne tylko w układzie rocznym.

## RAPORT O INFLACJI w I kwartale 2001 roku

III kwartał 1999	IV kwartał	1999	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2000	I kwartał 2001
<b>realny wzrost</b>								
5,0	6,2	<b>4,1</b>	6,0	5,2	3,3	2,4	<b>4,1</b>	2,6
5,5	5,7	<b>4,9</b>	5,1	3,3	1,3	1,7	<b>2,8</b>	1,6
4,8	5,0	<b>4,5</b>	3,9	2,3	0,9	1,3	<b>2,1</b>	
5,7	5,9	<b>5,4</b>	4,6	2,6	0,8	1,3	<b>2,4</b>	1,8
7,8	7,1	<b>5,9</b>	11,5	6,8	2,6	2,7	<b>4,9</b>	
6,6	7,0	<b>6,5</b>	5,5	2,9	2,4	2,6	<b>3,1</b>	
8,8	14,8	<b>10,9</b>	4,9	9,5	8,3	14,2	<b>9,3</b>	
2,8	5,1	<b>5,4</b>	5,5	7,5	1,4	4,3	<b>4,7</b>	
12,1	13,0	<b>13,0</b>	14,0	13,6	14,0	15,0	<b>15,0</b>	15,9
101,4	103,7	<b>102,7</b>	100,2	100,2	100,3	98,6	<b>99,8</b>	
261 317,4	264 370,3	<b>264 370,3</b>	270 144,9	279 507,80	287 584,30	267 653,40	<b>267 653,40</b>	
-11 270,0	-12 479,0	<b>-12 479,0</b>	-6 927,4	-10 650,20	-14 041,90	-15 365,60	<b>-15 365,60</b>	-15 055,2
63 130,0	64 852,0	<b>64 852,0</b>	64 954,0	65 881,00	64 167,00	67 517,00	<b>67 517,00</b>	

przeznaczonej do spożycia.

pieniężnych gospodarstw domowych (sumie przyrostów depozytów bankowych, zasobów gotówkowych oraz wartości lokat w papiery wartościowe pomniej-

## Podstawowe wskaźniki monetarne

	I	II	III	IV	1998	I	II
	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał		kwartał	kwartał
<b>1998</b>							
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych <sup>1</sup>	113,9	112,2	110,6	108,6	<b>108,6</b>	106,2	106,5
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu <sup>1</sup>	109,2	107,7	106,4	104,8	<b>104,8</b>	104,7	105,2
M0	117,6	120,6	112,7	126,8	<b>126,8</b>	121,5	118,9
M1	116,5	113,7	112,6	113,0	<b>113,0</b>	121,8	119,3
M2	127,4	126,7	125,4	125,2	<b>125,2</b>	127,6	122,9
Depozyty sektora niefinansowego osób prywatnych	130,9	130,2	128,6	127,8	<b>127,8</b>	129,5	124,6
podmiotów gospodarczych	134,0	131,0	129,6	126,3	<b>126,3</b>	127,5	123,4
Należności od sektora niefinansowego podmiotów gospodarczych	122,8	127,8	126,1	131,5	<b>131,5</b>	135,0	128,0
Należności od sektora niefinansowego od osób prywatnych	130,4	129,2	128,2	127,9	<b>127,9</b>	129,5	127,6
od podmiotów gospodarczych	145,3	135,3	133,8	130,0	<b>130,0</b>	135,8	141,1
	127,9	128,1	127,1	127,5	<b>127,5</b>	128,3	125,0
M0	103,3	107,5	101,9	116,7	<b>116,7</b>	114,4	111,6
M1	102,3	101,4	101,8	104,0	<b>104,0</b>	114,6	112,0
M2	111,9	112,9	113,4	115,2	<b>115,3</b>	120,2	115,4
Depozyty sektora niefinansowego osób prywatnych	114,9	116,0	116,3	117,6	<b>117,6</b>	121,9	117,0
podmiotów gospodarczych	117,7	116,8	117,2	116,3	<b>116,3</b>	120,0	115,8
Należności od sektora niefinansowego od osób prywatnych	107,8	113,9	114,0	121,0	<b>121,0</b>	127,1	120,2
od podmiotów gospodarczych	114,5	115,1	115,9	117,8	<b>117,8</b>	121,9	119,8
Stopa referencyjna (%) <sup>2</sup>	127,6	120,6	121,0	119,7	<b>119,7</b>	127,9	132,5
Stopa kredytu redyskontowego (%) <sup>2</sup>	112,3	114,1	114,9	117,4	<b>117,4</b>	120,8	117,3
Stopa kredytu lombardowego (%) <sup>2</sup>	24,0	21,5	18,0	15,5	<b>15,5</b>	13,0	13,0
	24,5	23,5	21,5	18,3	<b>18,3</b>	15,5	15,5
	27,0	26,0	24,0	20,0	<b>20,0</b>	17,0	17,0

<sup>1</sup> W ostatnim miesiącu kwartału.<sup>2</sup> Stan w końcu okresu.<sup>3</sup> Deflowane wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Źródło: Dane GUS, Ministerstwa Finansów, NBP, szacunki NBP.



## RAPORT O INFLACJI w I kwartale 2001 roku

III kwartał 1999	IV kwartał 1999	1999	I kwartał 2000	II kwartał 2000	III kwartał 2000	IV kwartał 2000	2000	I kwartał 2001
<b>analogiczny okres poprzedniego roku = 100</b>								
108,0	109,8	<b>109,8</b>	110,3	110,2	110,3	108,5	<b>108,5</b>	106,2
106,2	108,1	<b>108,1</b>	107,3	108,9	108,3	105,6	<b>105,6</b>	103,9
<b>dynamika nominalna stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)</b>								
92,9	98,4	<b>98,4</b>	83,9	87,7	110,7	92,4	<b>92,4</b>	106,8
119,1	122,0	<b>122,0</b>	105,1	108,1	99,6	94,3	<b>94,3</b>	100,8
120,9	119,3	<b>119,3</b>	113,8	120,6	114,1	111,8	<b>111,8</b>	114,9
122,3	118,3	<b>118,3</b>	115,5	123,3	116,1	115,5	<b>115,5</b>	116,8
120,8	115,2	<b>115,2</b>	114,2	118,5	117,3	120,9	<b>120,9</b>	120,1
126,2	125,5	<b>125,5</b>	119,1	136,0	113,0	103,8	<b>103,8</b>	108,3
127,8	127,1	<b>127,1</b>	123,9	130,6	122,0	117,3	<b>117,3</b>	114,6
147,6	153,1	<b>153,1</b>	152,1	179,4	140,9	131,7	<b>131,7</b>	125,7
123,8	121,6	<b>121,6</b>	118,1	119,7	117,4	113,5	<b>113,5</b>	111,7
<b>dynamika realna<sup>3</sup> stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)</b>								
86,0	89,7	<b>89,7</b>	76,0	79,6	100,4	85,1	<b>85,1</b>	100,6
110,3	111,1	<b>111,1</b>	95,3	98,1	90,3	87,0	<b>87,0</b>	94,9
111,9	108,7	<b>108,7</b>	103,2	109,4	103,4	103,0	<b>103,0</b>	108,2
113,2	107,7	<b>107,7</b>	104,7	111,9	105,3	106,5	<b>106,5</b>	110,0
111,9	104,9	<b>104,9</b>	103,5	107,5	106,4	111,5	<b>111,5</b>	113,1
116,9	114,3	<b>114,3</b>	108,0	123,4	102,4	95,7	<b>95,7</b>	102,0
118,3	115,7	<b>115,7</b>	112,3	118,5	110,6	108,1	<b>108,1</b>	107,9
136,6	139,4	<b>139,4</b>	137,9	162,8	127,7	121,4	<b>121,4</b>	118,4
114,6	110,8	<b>110,8</b>	107,1	108,6	106,5	104,6	<b>104,6</b>	105,2
14,0	16,5	<b>16,5</b>	17,5	17,5	19,0	19,0	<b>19,0</b>	17,0
15,5	19,0	<b>19,0</b>	20,0	20,0	21,5	21,5	<b>21,5</b>	19,5
17,0	20,5	<b>20,5</b>	21,5	21,5	23,0	23,0	<b>23,0</b>	21,0

nia w przemyśle, wynikający z dążenia do obniżki kosztów i poprawy efektywności, nie był rekomensowany dostatecznie szybkim wzrostem zatrudnienia w usługach. Obniżało się zatrudnienie w budownictwie. W tych warunkach utrzymywał się umiarkowany wzrost płac nominalnych i realnych.

7. Spadek inflacji i wzmocnienie oddziaływania czynników sprzyjających dalszemu jej obniżaniu, takich jak: spadek oczekiwań inflacyjnych, korzystne tendencje w zakresie zjawisk monetarnych, wolniejszy wzrost popytu krajowego niż produkcji, umiarkowany wzrost płac i prognozowany brak silnego wzrostu cen podstawowych importowanych surowców, spowodowały, że w lutym i w marcu możliwe stały się obniżki stóp procentowych NBP, każdorazowo o 1 punkt procentowy. Zwiększyło się prawdopodobieństwo realizacji rocznego celu inflacyjnego blisko dolnej granicy jego przedziału. Jednocześnie RPP utrzymała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Stosunkowo ostrożne decyzje Rady wynikały z utrzymywania się zagrożeń dla procesu dalszego obniżania inflacji. Należą do nich: sytuacja w sektorze budżetowym, niepewność co do popytowych skutków planowanych wypłat rekompensat, odszkodowań za pracę przymusową oraz wypłat w ramach waloryzacji rent i emerytur, a także niepewna sytuacja na rynku rolnym. Kształtowanie się indeksów inflacji bazowej wskazuje, że szybki spadek inflacji w I kwartale jest w części wynikiem oddziaływania czynników przejściowych. Doświadczenia ostatniego okresu sugerują, że zbyt szybkie obniżanie stóp procentowych w warunkach nadal stosunkowo inercyjnego sposobu tworzenia oczekiwań inflacyjnych może łatwo spowodować ponowne nasilenie inflacji.

8. Banki komercyjne obniżały oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw od początku roku, wraz z obniżającymi się stopami procentowymi na rynku międzybankowym. Do lutego obniżyło się ono o 30 punktów bazowych, zaś po obniżce stóp przez NBP – o dalsze 130 punktów. Z kolei oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych pozostawało na niezmiennym poziomie w pierwszych dwóch miesiącach kwartału; po obniżce stóp przez

NBP w lutym, banki zmniejszyły w marcu oprocentowanie tych kredytów o 70 punktów bazowych. Oprocentowanie depozytów w bankach zaczęło natomiast spadać po pierwszej z tegorocznych obniżek stóp przez NBP. W marcu oprocentowanie depozytów terminowych osób prywatnych obniżyło się o 100 punktów. Zważywszy, że ostatnia obniżka weszła w życie 29 marca, należy spodziewać się, że banki zakończą proces dostosowywania oferowanego przez siebie oprocentowania w maju.

9. W I kwartale 2001 r. istotnie zwiększył się napływ inwestycji portfelowych na polski rynek, co było główną przyczyną umocnienia się złotego w tym okresie. W efekcie kurs złotego istotnie wpływał na osłabienie zjawisk inflacyjnych. Najsilniejsza reakcja wskaźnika wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych na zmiany nominalnego efektywnego kursu złotego nastąpiła między drugim a trzecim miesiącem od wystąpienia impulsu. Jak wynika z badań NBP, ze względu na występowanie tych opóźnień wpływ obserwowanej od listopada ub.r. wyraźnej aprecjacji złotego na spadek inflacji jest widoczny od lutego br.

10. W I kwartale 2001 r. nastąpiło przełamanie obserwowanego jesienią ub.r. sceptycyzmu osób prywatnych do skuteczności antyinflacyjnych działań polityki pieniężnej i zdecydowany spadek ich oczekiwań inflacyjnych. Stopniowo zmniejszały się także oczekiwania inflacyjne analityków bankowych.

11. Realizacja średniookresowego celu polityki pieniężnej wymaga, aby inflacja w grudniu 2001 r. znalazła się blisko dolnej granicy rocznego celu inflacyjnego. Zważywszy na występowanie czynników zagrażających tendencji stałego spadku inflacji, w tym przede wszystkim sytuację sektora finansów publicznych, polityka pieniężna musi nadal charakteryzować się względnie wysokim stopniem restrykcyjności.

W niniejszym *Raporcie* wykorzystano dane statystyczne dostępne do połowy maja br. (w rozdziale 2 – do 23 maja br.).

# I. Przebieg procesów inflacyjnych w I kwartale 2001 r.

## I.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W I kwartale 2001 r. nadal następował systematyczny spadek dwunastomiesięcznej inflacji, wznowiony w sierpniu ub.r. W marcu 2001 r. w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzedniego roku wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 6,2%, tj. był o 4,1 pkt. proc. niższy niż rok wcześniej.

Złożył się na to:

- wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych o 6,2% (rok temu o 9,2%),
- wzrost cen usług po wyłączeniu cen kontrolowanych o 9,6% (o 13,3% przed rokiem),
- wzrost cen kontrolowanych o 5,5% (przed rokiem o 12,9%),
- wzrost cen artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych o 4,8% (przed rokiem o 7,2%),
- spadek cen paliw o 3,8% (przed rokiem – wzrost o 57,0%).

Kształtowanie się dwunastomiesięcznego tempa inflacji oraz cen głównych kategorii towarów i usług konsumpcyjnych w I kwartale 2000 i 2001 r. przedstawia tablica 1.

Podobnie jak przed rokiem, w I kwartale 2001 r. miesięczne tempo inflacji było najwyższe w styczniu, a najniższe w lutym. Inflacja w br. rosła jednocześnie znacznie wolniej niż rok wcześniej. Miesięczne przyrosty poszczególnych kategorii cen towarów i usług konsumpcyjnych w kolejnych miesiącach I kwartału 2000 i 2001 r. przedstawia tablica 2.

W końcu marca br. inflacja liczona w rachunku narastającym od grudnia ub.r. wynosiła 1,4%, tj. była niższa o 2,2 pkt. proc. niż w analogicznym okresie ub.r.

Ceny kontrolowane<sup>1</sup>, w odróżnieniu od sytuacji w I kwartale ub.r., wzrosły w tym okresie o 0,2 pkt. proc. wolniej niż ogólny wskaźnik cen. Zwraca uwagę

<sup>1</sup> W niniejszym *Raporcie* ceny kontrolowane definiowane są jako ceny, których zasadniczą część stanowią podatki (akcyza), np. paliwa, ceny ustalane przez samorządy (komunikacja miejska) oraz ceny, na które ustalane są górne limity (energia elektryczna).

Tablica 1

Dwunastomiesięczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz ich głównych kategorii

Wyszczególnienie	2000						2001				
	wskaźniki			udział			wskaźniki			udział	
				w przyroście						w przyroście	
				CPI						CPI	
				pkt.	%				pkt.	%	
				proc.					proc.		
	I	II	III			I	II	III			
	analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100										
<b>CPI</b>	<b>110,1</b>	<b>110,4</b>	<b>110,3</b>	<b>10,3</b>	<b>100,0</b>	<b>107,4</b>	<b>106,6</b>	<b>106,2</b>	<b>6,2</b>	<b>100,0</b>	
Ceny kontrolowane	114,0	114,9	112,9	3,3	31,7	107,2	106,3	105,5	1,4	22,7	
paliwo	153,5	156,0	157,0	1,6	15,6	107,3	104,5	96,2	-0,1	-2,1	
Artykuły niezżywnościowe*	107,6	107,2	107,2	2,0	19,9	105,3	105,1	104,8	1,3	20,9	
Usługi*	114,0	113,8	113,3	2,2	21,1	110,3	109,8	109,6	1,6	26,4	
Żywność i napoje bezalkoholowe	107,7	108,9	109,2	2,8	27,3	107,9	106,5	106,2	1,9	30,0	

\*Po wyłączeniu cen kontrolowanych.

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tablica 2

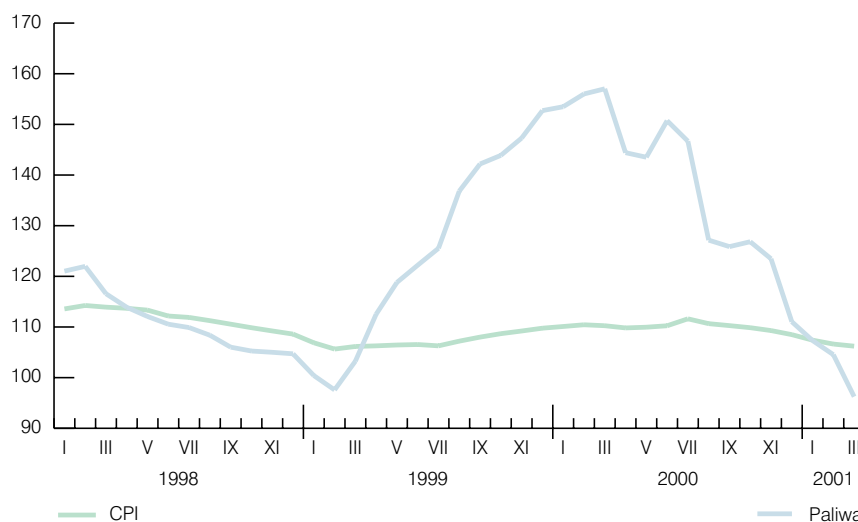
Miesięczny wzrost poszczególnych kategorii cen towarów i usług konsumpcyjnych

Wyszczególnienie	2000						2001					
	wskaźniki			udział			wskaźniki			udział		
				w przyroście						w przyroście		
				CPI						CPI		
				pkt.	%				pkt.	%		
				proc.					proc.			
	I	II	III			I	II	III				
	poprzedni		XII poprzedniego				poprzedni		XII poprzedniego			
	miesiąc = 100		roku = 100				miesiąc = 100		roku = 100			
<b>CPI</b>	<b>101,8</b>	<b>100,9</b>	<b>100,9</b>	<b>103,6</b>	<b>3,6</b>	<b>100,0</b>	<b>100,8</b>	<b>100,1</b>	<b>100,5</b>	<b>101,4</b>	<b>1,4</b>	<b>100,0</b>
Ceny kontrolowane	102,5	100,8	102,2	105,6	1,3	37,1	100,5	99,9	100,8	101,2	0,3	21,6
paliwo	100,5	101,6	105,0	107,2	0,2	5,3	97,1	99,0	96,6	92,9	-0,3	-17,5
Artykuły niezżywnościowe*	101,1	100,3	100,4	101,8	0,5	13,5	100,6	100,2	100,1	100,9	0,2	17,1
Usługi*	102,8	101,4	100,8	105,1	0,8	21,7	101,9	100,9	100,7	103,5	0,6	42,3
Żywność i napoje bezalkoholowe	101,4	101,1	100,9	103,4	1,0	27,6	100,6	99,8	100,5	100,9	0,3	19,0

\*Po wyłączeniu cen kontrolowanych.

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1  
Wskaźniki CPI i cen paliw  
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

znaczące zmniejszenie wpływu cen kontrolowanych na wzrost indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w porównaniu z I kwartałem 2000 r. Wynikało to przede wszystkim z obniżenia się cen paliw w pierwszych trzech miesiącach br.

Ceny paliw obniżyły się w tym okresie o 7,1% – wobec wzrostu o 7,2% w I kwartale ub.r., wpływając na obniżenie wskaźnika CPI (wykres 1). Przyczyną takiego kształtowania się cen paliw w I kwartale br. była poprawa sytuacji na rynku światowym, a przede wszystkim korzystny kurs dolara, który niwelował skutki zarówno okresowych zwyżek światowych cen paliw, jak i styczniowej podwyżki stawek podatku akcyzowego o 7%.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 0,9%, tj. o 2,6 pkt. proc. wolniej niż przed rokiem. Najszybciej wzrosły przy tym ceny drobiu (o 2,5%), ryb (o 6,1%), a także niektórych gatunków owoców i świeżych warzyw (wzrost o 13,6%). W I kwartale br., przy znacznie mniejszej podaży zbóż niż w analogicznym okresie ub.r., utrzymywała się wzrostowa tendencja ich cen. Stabilizacja na tym rynku zaczęła następować dopiero od początku marca br. Był to wynik pojawienia się na rynku zboża z importu: z kontyngentu bezcłowego z Unii Europejskiej oraz z obniżoną w ramach porozu-

mień z WTO stawką celną. Ponadto, w związku z oczekiwaniami rynku na bezcłowy plafon taryfowy na zboża paszowe, rolnicy zaczęli sprzedawać własne zapasy zbóż. Zwiększona podaż zbóż pochodząca z krajowych zapasów oraz z importu, przy niskim kursie dolara wobec złotego i nie zmieniającym się popycie, spowodowała pod koniec I kwartału br. zmniejszanie presji na wzrost cen zbóż podstawowych.

Po nieznacznym spadku cen skupu żywca wieprzowego w ciągu pierwszych dwóch miesięcy br., w marcu jego ceny ponownie wzrosły i były znacznie wyższe od notowanych w I kwartale ub.r. Mniej niż w analogicznym okresie ub.r. płacono natomiast w I kwartale br. za bydło rzeźne w skupie.

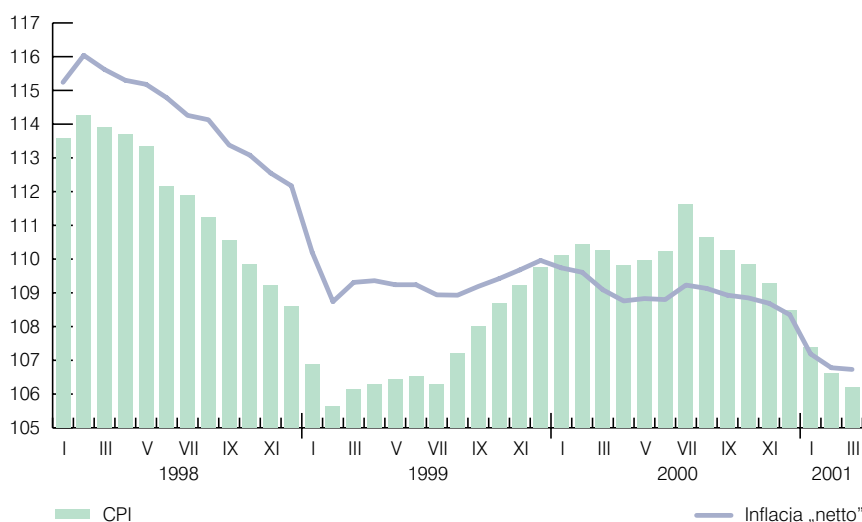
Ceny towarów nieżywnościowych, po wyłączeniu cen kontrolowanych, wzrosły w I kwartale br. o 0,9%, a więc o 0,5 pkt. proc. mniej niż ogólny wskaźnik inflacji w tym okresie. W tej grupie najsilniej wzrosły ceny gazet i czasopism (o 12,0%) oraz leków (o 1,4%). Natomiast ceny odzieży i obuwia obniżyły się o 0,8% – wobec wzrostu o 0,9% w analogicznym okresie ub.r. – co świadczy o utrzymującym się nadal słabym tempie wzrostu popytu konsumpcyjnego.

Ceny usług konsumpcyjnych, po wyłączeniu cen kontrolowanych, zwiększyły się w tym okresie o 3,5% (przed rokiem o 5,1%) i były jedyną grupą cen rosnącą szybciej niż inflacja ogółem. Najsilniej w omawianym okresie rosły ceny usług komunalnych (ceny za dostawę zimnej wody – o 7,7%, ceny usług kanalizacyjnych – o 11,5%).

## I.2. Inflacja bazowa

Od początku 2001 r. wszystkie wskaźniki inflacji bazowej cechowała tendencja spadkowa, zapoczątkowana w sierpniu 2000 r. Tempo ich obniżania się było jednak zdecydowanie słabsze niż CPI i w związku z tym ukształtowały się one w badanym okresie powyżej wskaźnika wzrostu cen konsumpcyjnych lub na tym samym poziomie. Obniżanie się inflacji bazowej w I kwartale 2001 r. potwierdza stabilność trwającej od sierpnia ub.r. tendencji obniżania inflacji i osłabienie oddziaływania popytowych źródeł wzrostu cen. Wolniejszy spadek wskaźników inflacji bazowej w stosunku do CPI wskazuje również, że do stosunkowo niskiego wzrostu cen w tym okresie przyczyniło się

**Wykres 2**  
**Wskaźniki inflacji „netto” po wyłączeniu cen żywności i paliw**  
*(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)*



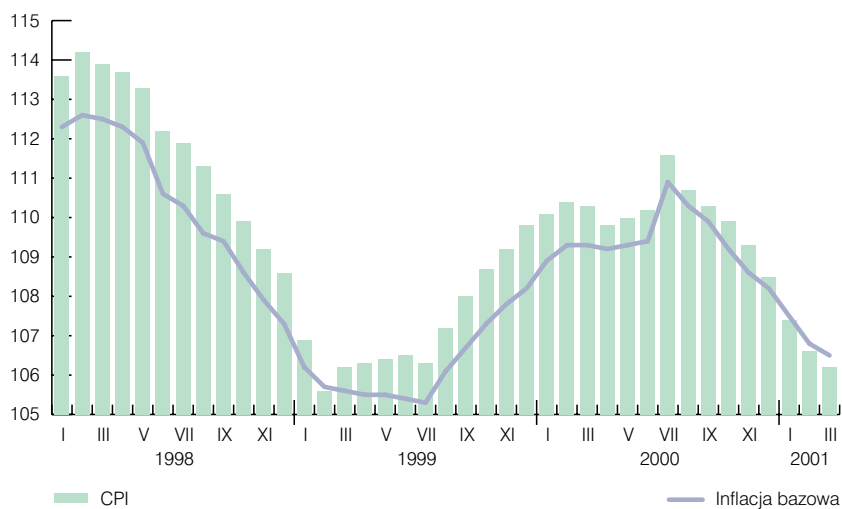
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

także zanikanie skutków obserwowanych wcześniej wstrząsów podaźowych na rynku żywności i paliw oraz oddziaływanie aprecjacji złotego.

Wskaźnik inflacji „netto”, powstały po wyłączeniu cen żywności i paliw (wykres 2), zdecydowanie obniżył się na przełomie 2000 r. i 2001 r. i tendencja ta utrzymywała się przez pierwsze dwa miesiące br., po czym nastąpiło jej zahamowanie na poziomie 6,7% w marcu br. Najszybciej rosnącymi elementami tego wskaźnika w I kwartale br. były ceny wyrobów spirytusowych, opłaty za użytkowanie mieszkania, ceny usług związanych z zamieszkiwaniem, a także nośników energii (energia elektryczna, gaz, węgiel kamienny, koks), abonamentu telefonicznego, gazet i czasopism.

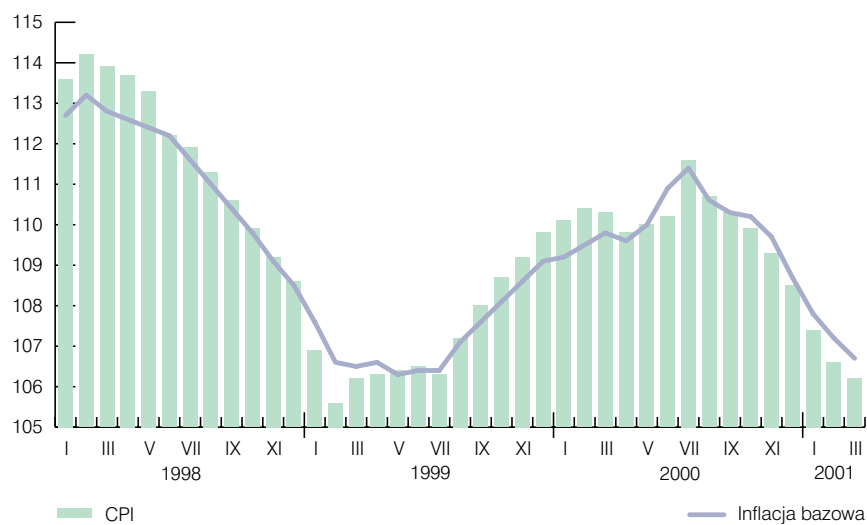
Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych (wykres 3) w I kwartale ukształtował się na poziomie bardzo zbliżonym do wskaźnika CPI, nieznacznie go przewyższając. Spośród cen tworzących tę miarę, a więc kształtowanych przez mechanizmy rynkowe, najbardziej wzrosły ceny niektórych artykułów żywnościowych, takich jak: pieczywo, mięso surowe wołowe i wieprzowe oraz wędliny. Znaczący wzrost cen odnotowano też w grupie usług (opłaty za

**Wykres 3**  
**Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych**  
 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

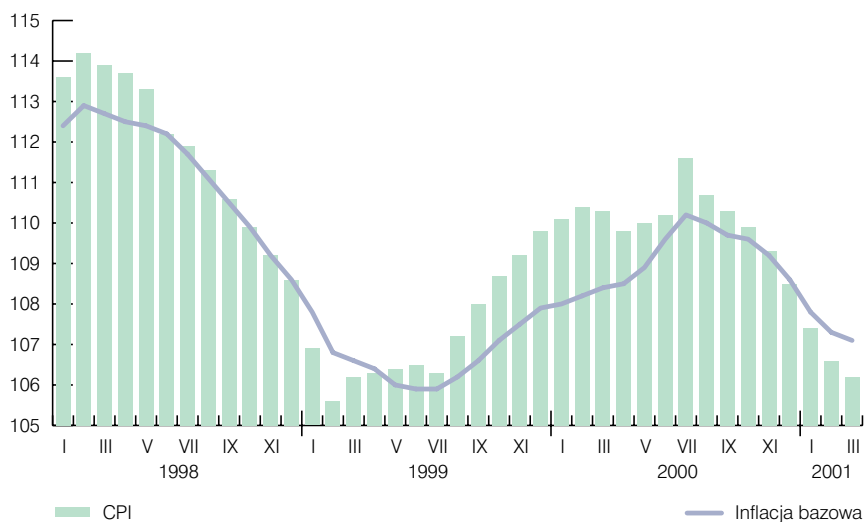
**Wykres 4**  
**Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności**  
 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

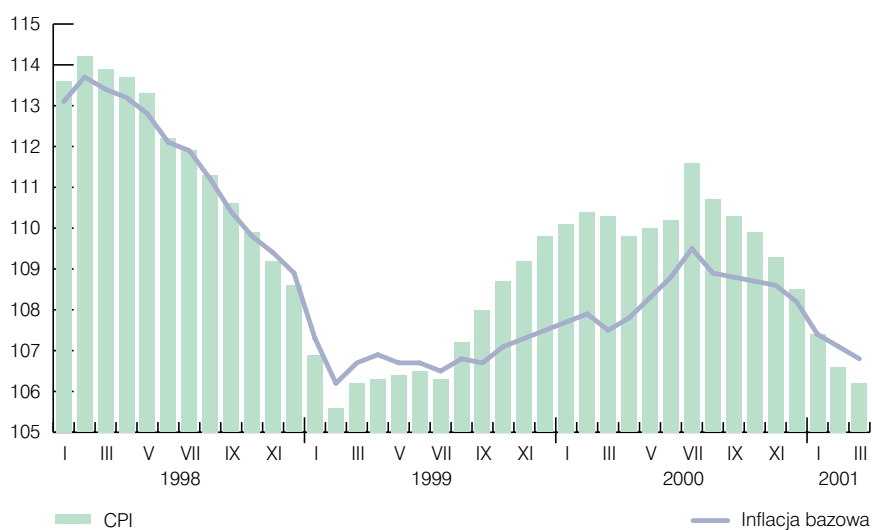


**Wykres 5**  
**Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw**  
 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 6**  
**Wskaźniki inflacji bazowej – 15% średnia obciążona**  
 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

użytkowanie mieszkania oraz związane z zamieszkiwaniem). Spośród towarów nieżywnościowych na wzrost tej miary inflacji bazowej istotnie wpłynęły ceny węgla kamiennego, gazet i czasopism.

Wskaźniki inflacji bazowej otrzymane poprzez wyeliminowanie z CPI cen charakteryzujących się największą zmiennością oraz – dodatkowo – paliw (wykres 4 i 5) również ukształtowały się w analizowanym okresie powyżej wskaźnika CPI. Spośród grup tworzących obie miary najbardziej wzrosły ceny pieczywa, wędlin, mięsa surowego wieprzowego i wołowego, wyrobów spirytusowych, gazu, węgla kamiennego, a także gazet i czasopism.

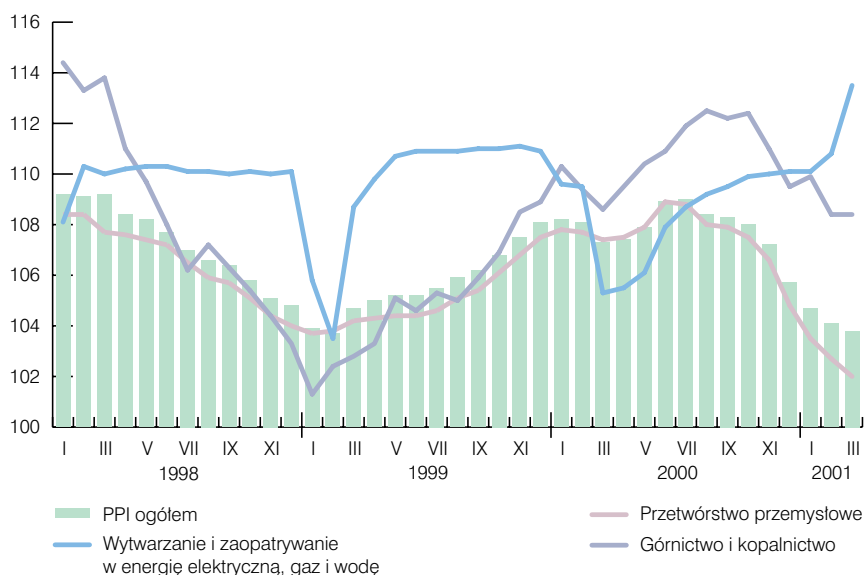
Kolejna miara inflacji bazowej (wykres 6), otrzymana poprzez obcięcie po 15% grup towarów i usług (z lewej i prawej strony rozkładu), których ceny uległy największej i najmniejszej zmianie w porównaniu z poprzednim okresem, ukształtowała się w styczniu 2001 r. na tym samym poziomie, co wskaźnik CPI. Natomiast w pozostałych miesiącach I kwartału br., podobnie jak pozostałe wskaźniki inflacji bazowej, była wyższa od indeksu CPI. W przypadku tej miary prawie wszystkie grupy o największym wzroście cen zostały wyłączone. Były to: abonament telefoniczny, pieczywo, gazety i czasopisma, energia elektryczna, mięso surowe wieprzowe, wędliny, opłaty za użytkowanie mieszkania. Spośród grup tworzących ten wskaźnik najbardziej wzrosły ceny gazu, pozostałych wędlin, mięsa surowego wołowego, wyrobów spirytusowych i węgla kamiennego.

### **I.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej**

W I kwartale 2001 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były o 0,9% niższe niż w IV kwartale 2000 r. Zadecydował o tym spadek cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe, które w I kwartale obniżyły się o 1,6% w stosunku do poprzedniego kwartału. W dwóch pozostałych sekcjach tworzących przemysł zanotowano wzrost kwartalnych wskaźników cen produkcji sprzedanej. Szczególnie duży wzrost cen wystąpił w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę – o 2,3%.

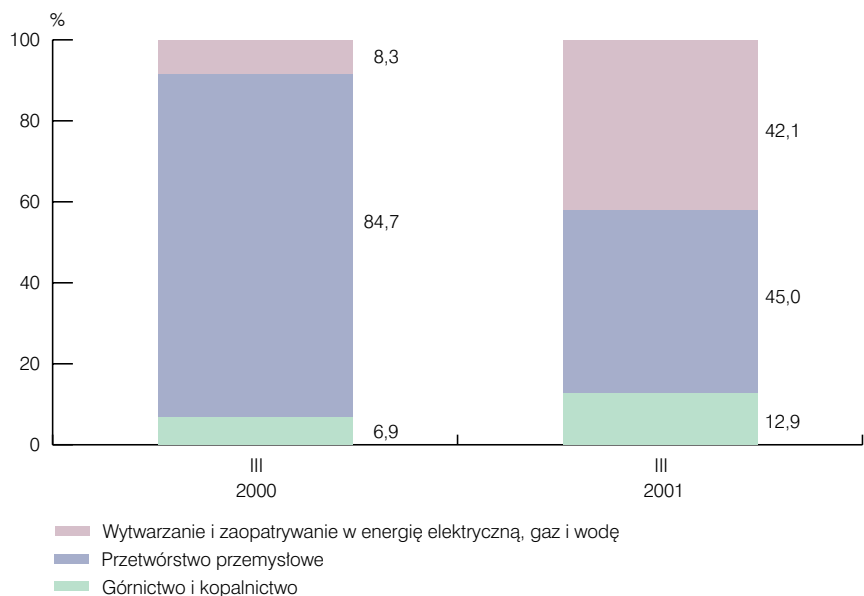
Dwunastomiesięczne wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu zanotowane w poszczególnych miesiącach I kwartału 2001 r. wykazywały wyraźnie tendencję

**Wykres 7**  
**Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i jego sekcji**  
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

**Wykres 8**  
**Udział dynamiki zmian cen produkcji sprzedanej sekcji przemysłu we wzroście PPI**  
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

spadkową (wykres 7)<sup>2</sup>. W marcu 2001 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były wyższe o 3,8% niż w marcu 2000 r. (w poprzednim roku o 7,3%).

Na tak niską dynamikę wzrostu cen produkcji przemysłowej wpłynęło zahamowanie dynamiki wzrostu cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe z 7,4% w marcu 2000 r. do 2% w marcu br. W rezultacie udział dynamiki cen produkcji sprzedanej tej sekcji w PPI w okresie I – III 2001 r. zmniejszył się do 52% z 80,7% w analogicznym okresie przed rokiem (wykres 8)<sup>3</sup>. Zmniejszenie dynamiki cen produkcji w przetwórstwie przemysłowym było wynikiem z jednej strony niedostatecznego popytu na rynku krajowym i zagranicznym oraz konkurencji importu, z drugiej zaś – niewłaściwej w tych warunkach struktury podaży, o czym świadczył wzrost zapasów wyrobów gotowych, zanotowany w I kwartale<sup>4</sup>. Warunki konkurencji rynkowej, w jakich funkcjonowała większość działów sekcji przetwórstwa przemysłowego, spowodowały znaczne ograniczenie dynamiki ich cen.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w I kwartale 2001 r. kształtowały się pod znaczącym, szacowanym na około 36%, wpływem dynamiki cen produkcji sprzedanej sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę. Oznacza to prawie 3-krotny wzrost wpływu cen tej sekcji na PPI w porównaniu z I kwartałem 2000 r. Roczne wskaźniki wzrostu cen produkcji sprzedanej tej sekcji w poszczególnych miesiącach I kwartału 2001 r. kształtowały się powyżej 10%, osiągając w marcu poziom 13,5% (w marcu 2000 r. wynosił on 5,3%). O wielkości tych wskaźników zdecydował wzrost cen w jednym z działów tej sekcji, mianowicie – wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę, który w I kwartale 2001 r. wyniósł 11,9% (przed rokiem 8,1%).

W okresie I – III 2001 r. dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu kształtowała się w około 77,5% pod wpły-

<sup>2</sup> Spadek rocznych wskaźników cen produkcji sprzedanej, zapoczątkowany w sierpniu 2000 r., uległ gwałtownemu przyspieszeniu w grudniu 2000 r.

<sup>3</sup> Szacunek wpływu dynamiki cen poszczególnych sekcji (lub działów) na dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu został sporządzony na podstawie danych dotyczących wskaźników dynamiki cen i produkcji sprzedanej w okresie I – III 2001 r. (narastająco) w porównywaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Jako wagi zastosowano wskaźnik struktury produkcji sprzedanej przemysłu według sekcji (lub działów) gospodarki narodowej, zgodnie z Polską Klasyfikacją Działalności.

<sup>4</sup> Na podstawie prowadzonych przez GUS raz na kwartał ankietowych badań koniunktury, dotyczących barier działalności przedsiębiorstw.

Tablica 3

Wpływ dynamiki cen produkcji wybranych działów na dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100, w %)

Wyszczególnienie	I – III 2000			I – III 2001		
	dynamika cen produkcji sprzedanej działu	udział w produkcji przemysłu	udział w dynamice cen produkcji sprzedanej przemysłu	dynamika cen produkcji sprzedanej działu	udział w produkcji przemysłu	udział w dynamice cen produkcji sprzedanej przemysłu
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę	108,1	11,6	11,9	111,9	12,2	34,5
Produkcja artykułów spożywczych i napojów	107,6	18,8	18,1	106,9	19,2	31,5
Produkcja wyrobów chemicznych	107,7	6,0	5,9	104,5	6,2	6,7
Produkcja metali	106,3	5,3	4,2	104,4	4,6	4,8
Produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej	156,7	4,9	34,8	99,2	5,5	(-)1,0
Pozostałe 25 działów	–	53,4	25,1	–	52,4	23,5
<b>PRZEMYSŁ</b>	<b>107,9</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>104,2</b>	<b>–</b>	<b>–</b>

Źródło: „Biuletyny Statystyczne” GUS; obliczenia i szacunki NBP.

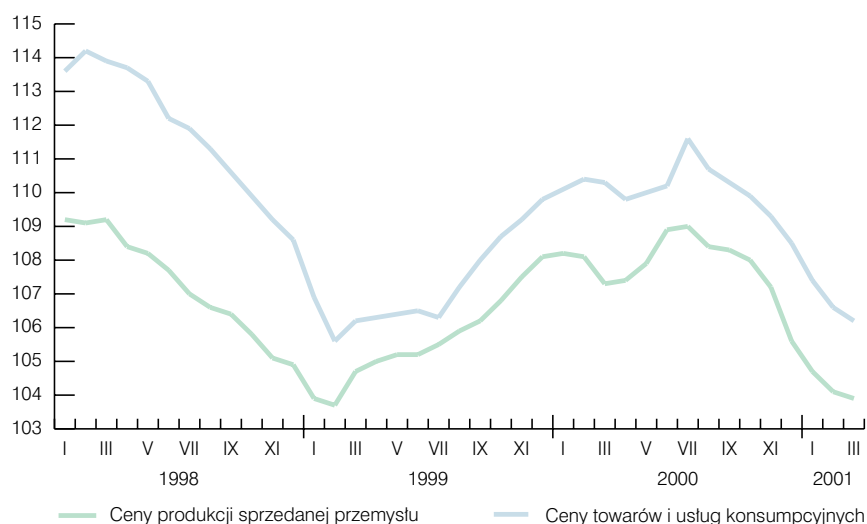
wem dynamiki cen produkcji sprzedanej czterech działów: wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę, produkcja artykułów spożywczych i napojów, produkcja wyrobów chemicznych oraz produkcja metali (wpływ dwóch pierwszych działów wynosił odpowiednio – 34,5% i 31,5%). W analogicznym okresie 2000 r. ceny produkcji sprzedanej tych czterech działów zadecydowały o poziomie PPI w około 40%.

W porównaniu z I kwartałem ub.r. największa zmiana dotyczyła dynamiki cen działu produkcja koksu i przetworów ropy naftowej: w okresie I – III 2001 r. spadły one o 0,8%, podczas gdy przed rokiem wzrosły aż o 56,7%. W rezultacie o ile w I kwartale ub.r. wzrost PPI nastąpił w około 35% pod wpływem wzrostu cen omawianego działu, to w I kwartale br. ich spadek hamował wzrost PPI (tablica 3). Wynikało to z kształtowania się cen ropy importowanej do Polski.

## Wykres 9

## Wskaźniki PPI oraz CPI

(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Dynamiki PPI i CPI<sup>5</sup> wykazują dużą zgodność co do kierunku zmian (wykres 9). Różnice dynamik obydwu wskaźników w kolejnych miesiącach I kwartału 2001 r. przybierały bardzo zbliżone wartości. W I kwartale 2001 r. roczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych były średnio o 2,5 pkt. proc. wyższe od wskaźników cen produkcji sprzedanej przemysłu. Różnica ta nie uległa większym zmianom od końca 2000 r.

W I kwartale br. utrzymała się spadkowa tendencja dynamiki cen produkcji budowlano-montażowej, obserwowana od połowy 2000 r. W marcu br. ceny te były wyższe o 5,7% w porównaniu z marcem 2000 r. (przed rokiem o 7,7%). Spadającą dynamikę wzrostu cen produkcji sprzedanej budownictwa należy wiązać zarówno ze spadkiem tempa inwestowania, jak i z rosnącą konkurencją na rynku usług budowlanych.

<sup>5</sup> Wskaźniki cen - analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100.

## 2. Popyt krajowy i podaż

### 2.1. Uwagi ogólne

Na przełomie lat 2000 – 2001 dynamika aktywności gospodarczej była stosunkowo niska. W IV kwartale ub.r., według danych GUS, tempo wzrostu PKB wyniosło 2,4%, a w I kwartale br. według szacunków NBP 2,6%. Niższe niż w poprzednich kwartałach było tempo wzrostu wartości dodanej w przemyśle, mniejsza niż w analogicznych okresach poprzednich lat była wartość dodana budownictwa. Mimo dalszego rozwoju usług finansowych i ubezpieczeniowych, łączności oraz związanych z obsługą działalności gospodarczej, tempo wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych było niższe w wyniku zmniejszenia obrotów w handlu detalicznym.

Obniżenie tempa wzrostu nastąpiło w rezultacie osłabienia dynamiki popytu krajowego. Spadło tempo wzrostu spożycia indywidualnego i nakładów na środki trwałe. Szacuje się, że w I kwartale br. po raz pierwszy od rozpoczęcia przez GUS opracowywania rachunków kwartalnych (tj. od 1995 r.), tempo wzrostu nakładów na środki trwałe było niższe od tempa wzrostu spożycia. Szacunki wzrostu PKB i popytu krajowego przedstawiono w tabelicy 4.

Dynamika popytu krajowego była zbliżona do notowanej w IV kwartale ub.r. i o 1,0 pkt proc. niższa

*Tablica 4  
Dynamika PKB i popytu krajowego*

Wyszczególnienie	Rok	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	I kwartał
		2000				2001
		analogiczny okres poprzedniego roku = 100				
<b>Wartość dodana ogółem</b>	<b>103,8</b>	<b>105,8</b>	<b>105,0</b>	<b>103,1</b>	<b>102,1</b>	<b>102,4</b>
przemysł	106,8	110,2	109,4	106,5	102,3	103,6
budownictwo	99,4	104,3	100,8	97,8	97,6	94,0
usługi rynkowe	104,6	105,5	105,3	103,5	104,1	103,5
<b>PKB</b>	<b>104,1</b>	<b>106,0</b>	<b>105,2</b>	<b>103,3</b>	<b>102,4</b>	<b>102,6</b>
nakłady na środki trwałe	103,1	105,5	102,9	102,4	102,6	100,5
spożycie indywidualne	102,4	104,6	102,6	100,8	101,3	101,8
<b>Popyt krajowy</b>	<b>102,8</b>	<b>105,1</b>	<b>103,3</b>	<b>101,3</b>	<b>101,7</b>	<b>101,6</b>

Źródło: dane GUS, szacunki własne.

od tempa wzrostu PKB. Czynnikiem przyspieszającym wzrost gospodarczy, podobnie jak w II półroczu 2000 r., był eksport. Wg danych statystyki celnej w I kwartale br. wartość eksportu w cenach bieżących w złotych była o 17,1% większa niż przed rokiem. Wartość importu w tym samym okresie wzrosła o 3,6%. W rezultacie ujemne saldo obrotów zmniejszyło się z 17,5 mld zł do 13,9 mld zł.

## 2.2. Popyt krajowy

Na podstawie danych o nominalnym wzroście wynagrodzeń i świadczeń społecznych NBP szacuje, że w I kwartale 2001 r. nadal niska była dynamika **dochodów do dyspozycji brutto** gospodarstw domowych. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 8,5% w porównaniu z I kwartałem 2000 r. Przy spadku przeciętnego zatrudnienia o 2,4% dochody z pracy w tym sektorze wzrosły w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku nominalnie o około 6%. Zakładając, że wynagrodzenia w sferze budżetowej nie były niższe od wypłaconych w IV kwartale ub.r., można szacować ich wzrost na ponad 10%. Dochody z pracy najemnej ogółem byłyby wówczas o ponad 7% większe niż przed rokiem. Inne składniki dochodów pierwotnych i transferów wzrosły szybciej, co wpłynęło na przyspieszenie tempa wzrostu dochodów do dyspozycji. W wyniku poprawy relacji cenowych zahamowany został spadek dochodów gospodarstw związanych z rolnictwem, wzrosły dochody z własności oraz z prowadzonej na własny rachunek działalności gospodarczej. W I kwartale br. wyższy był też wzrost świadczeń społecznych niż w II półroczu ub.r. Do chwili obecnej brak danych o wielkości jednorazowych wypłat wyrównań z pozarolniczego systemu ubezpieczeń społecznych. Wypłaty emerytur i rent bez tych wyrównań wzrosły o 6,3%. Zakładana przez ZUS wielkość tych wyrównań wynosić miała 2,1 mld zł – całkowity wzrost wypłat emerytur i rent w porównaniu z I kwartałem ub.r. wyniósłby przy tym założeniu ponad 15%. Wysoka była dynamika innych świadczeń (m.in. wypłaty zasiłków i świadczeń przedemerytalnych wzrosły o 70,3%); spowodowało to, że znacząco wzrósł ich udział w świadczeniach ogółem. Zmniejszyły się obciążenia podatkowe – wpływy do budżetu



z tytułu podatków od dochodów osób fizycznych były w I kwartale br. nominalnie o 0,3% mniejsze niż przed rokiem. Łącznie szacuje się, że wzrost nominalny dochodów do dyspozycji brutto w porównaniu z I kwartałem 2000 r. niewiele przekroczył 10%, a ich siła nabywcza wzrosła o ponad 3%.

Jednocześnie znacznie poniżej poziomu z I kwartału 2000 r. ukształtował się przyrost kredytów dla osób prywatnych, a przyrost ich depozytów był większy od wielkości sprzed roku. Kredyty wzrosły o 190,4 mln zł (w I kwartale ub.r. o 1.898,7 mln zł), depozyty ogółem o 11,3 mld zł (w I kwartale ub.r. 10,5 mld zł). W ub.r. na przyrost oszczędności finansowych gospodarstw domowych<sup>6</sup> w I kwartale znacząco wpłynął spadek pieniądza gotówkowego w obiegu – o 5,1 mld zł, w br. spadek ten wyniósł tylko 0,6 mld zł. W sumie można ocenić, że wzrost oszczędności finansowych gospodarstw domowych w I kwartale 2001 r. w porównaniu z I kwartałem 2000 r. przekroczył 40%.

W tych warunkach szacuje się, że tempo wzrostu **spożycia indywidualnego** było niższe od wzrostu dochodów i według wstępnych szacunków wyniosło około 1,8%. O wolnym wzroście konsumpcji świadczy również utrzymujący się spadek wolumenu sprzedaży detalicznej w średnich i dużych przedsiębiorstwach handlowych. Był on mniejszy niż w IV kwartale 2000 r. (wynosił 3,1% wobec 3,4%), na co złożył się większy wzrost sprzedaży w przedsiębiorstwach sprzedających meble, sprzęt RTV i AGD, wyroby odzieżowe i obuwie, farmaceutyki i kosmetyki oraz żywność, przy obniżeniu dynamiki sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach z przewagą żywności (super- i hipermarkety) oraz utrzymującym się spadku sprzedaży w branży motoryzacyjnej.

Na podstawie danych o produkcji budownictwa i podaży dóbr inwestycyjnych szacuje się, że nastąpił dalszy spadek dynamiki **nakładów inwestycyjnych**. Poziom zrealizowanych robót budowlano-montażowych w średnich i dużych przedsiębiorstwach

<sup>6</sup> Oszczędności finansowe gospodarstw domowych odpowiadają przyrostowi zasobów pieniężnych gospodarstw domowych, tj. sumie przyrostów depozytów bankowych, zasobów gotówkowych oraz wartości lokat w papiery wartościowe, pomniejszonej o przyrost kredytów gospodarstw domowych.

Tablica 5  
Wykonanie budżetu państwa w I kwartale 2000 i 2001 r.

Wyszczególnienie	Wielkość		Stopień realizacji	
	nominalne		ustawy budżetowej	
	(mln zł)		(%)	
	2000	2001	2000	2001
<b>Dochody</b>	<b>30.949,7</b>	<b>31.603,4</b>	<b>22,0</b>	<b>19,6</b>
Podatki pośrednie	19.124,4	19.091,4	21,8	20,2
Podatek dochodowy				
od osób prawnych	3.763,1	3.053,9	26,6	17,4
Podatek dochodowy				
od osób fizycznych	4.379,8	4.658,8	17,4	18,2
Dochody państwowych				
jednostek budżetowych, w tym	2.717,0	4.464,2	27,5	27,5
wpływy z cła	1.202,7	957,0	26,1	19,9
opłata koncesyjna UMTS	–	903,0	–	28,9
Pozostałe dochody	661,9	335,1	16,2	4,7
<b>Wydatki</b>	<b>37.877,1</b>	<b>46.658,6</b>	<b>24,2</b>	<b>25,7</b>
Obsługa długu krajowego	3.495,4	4.821,0	25,7	28,9
Obsługa zadłużenia zagranicznego	1.161,2	661,1	21,6	12,5
Dotacja dla Funduszu Pracy	213,6	748,6	28,9	43,3
Dotacja dla FER	3.302,5	3.873,0	24,1	25,3
Dotacja dla FUS	4.166,7	6.646,0	24,8	24,9
Subwencje ogólne				
dla jednostek samorządu	8.890,8	9.774,5	34,4	34,4
<b>Deficyt budżetowy</b>	<b>6.927,4</b>	<b>15.055,2</b>	<b>45,0</b>	<b>73,3</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów.

w I kwartale 2001 r. był o 8,6% niższy niż przed rokiem, w tym robót inwestycyjnych – o 9,2%. Produkcja sprzedana przedsiębiorstw przemysłowych wytwarzających głównie dobra inwestycyjne wzrosła o około 2%. Ocenia się, że zmniejszyły się nakłady inwestycyjne w sektorze przedsiębiorstw. W ogólnej wartości produkcji budowlanej zmniejszył się udział budynków niemieszkalnych (przemysłowych, magazynowych, handlowo-usługowych) z 43,2% w I kwartale ub.r. do 39,8%. Wzrosły nakłady w sektorze gospodarstw domowych oraz instytucji rządowych i samorządowych, o czym świadczą dobre wyniki budownictwa mieszkaniowego oraz obiektów inżynierii lądowej i wodnej (m.in. drogi).

W I kwartale br. deficyt **budżetu państwa** wyniósł 15,1 mld zł, co stanowiło 73,3% wielkości zapisanej w ustawie budżetowej na 2001 r. W analogicznym okresie ubiegłego roku deficyt był znacznie mniejszy – sięgnął 45% planowanej wielkości rocznej. Do tak wysokiego poziomu deficytu w br. przyczyniły się zarówno niskie dochody budżetowe, jak i większe niż w ubiegłym roku wydatki, co przedstawia tablica 5.

Niskie wpływy z podatków dochodowych od osób fizycznych i prawnych wiązały się z wolniejszym od założonego tempem wzrostu gospodarczego oraz niższą inflacją. Dość niski poziom wpływów z podatków pośrednich był także efektem niewielkiego wzrostu popytu krajowego, jak również silnego złotego oraz poprawy sytuacji w bilansie handlowym. Relatywnie wysokie wpływy uzyskano natomiast z dochodów państwowych jednostek budżetowych. Należy jednak zauważyć, że istotną ich część (20,2%) stanowiły wpływy z opłaty koncesyjnej UMTS, będące dochodem nadzwyczajnym, który nie wystąpił w ubiegłym roku.

Natomiast wydatki budżetu państwa rosły w I kwartale br. szybciej niż w analogicznym okresie ub.r. Było to m.in. efektem skumulowania wydatków przeniesionych z końca 2000 r. oraz wydatków nadzwyczajnych. Należało do nich m.in. przekazanie znacznie większej niż w ub.r. subwencji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, w związku z wypłatą emerytom i rencistom jednorazowego wyrównania z tytułu wyższej niż zakładano inflacji w 2000 r., w łącznej kwocie 2,6 mld zł. Ponadto, w marcu br. zostały uruchomione wypłaty rekompensat z tytułu okresowego niepodwyższania płac w sferze budżetowej oraz utraty niektórych wzrostów lub dodatków do emerytur i rent w latach 1991-1992. W styczniu dokonano też transferu około 1 mld zł do PKO BP, z przeznaczeniem na spłatę zaległości na pokrycie premii gwarancyjnej z tytułu wypłat środków z książeczek mieszkaniowych. Kolejną istotną przyczyną wysokich wydatków w I kwartale br. były duże koszty obsługi długu krajowego. Były one następstwem m.in. zwiększonych emisji papierów skarbowych w II i III kwartale ub.r., przeprowadzonych w związku z niewielkimi wpływami z prywatyzacji w tym okresie.

Struktura finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa przedstawiała się w I kwartale br. mniej korzystnie niż w analogicznym okresie ub.r. Wpływy z prywatyzacji wyniosły 1,1 mld zł, tj. trzy-

krotnie mniej niż w I kwartale ub.r., zaś zadłużenie budżetu wobec podmiotów niebankowych wzrosło o 4,1 mld zł wobec 6,9 mld zł rok temu. Oznacza to, że dużo większą rolę w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu odegrał sektor bankowy.

Deficyt ekonomiczny, tj. deficyt sektora finansów publicznych powiększony o wypłaty rekompensat dla pracowników sfery budżetowej oraz emerytów i rencistów w wysokości 0,4 mld zł i o wpływy z opłaty koncesyjnej UMTS w wysokości 0,9 mld zł oraz pomniejszony o przekazane przez ZUS do otwartych funduszy emerytalnych składki ubezpieczeniowe w wysokości około 2,4 mld zł, wyniósł w pierwszym kwartale br. 13,9 mld zł (w 2000 r. – 5,4 mld zł). W relacji do kwartalnego produktu krajowego brutto deficyt ekonomiczny stanowił 8,3%, wobec 3,5% w ub.r. Oznacza to, iż rola sektora finansów publicznych w generowaniu popytu krajowego była w I kwartale br. znacząco większa niż rok temu.

Wysokie potrzeby budżetu państwa wobec niskich przychodów z prywatyzacji finansowane były przede wszystkim emisją skarbowych papierów wartościowych. Wysoka podaż walorów skarbowych (o 14,8% wyższa niż w analogicznym okresie ub.r.), przy wysokiej ich rentowności, stanowiła istotny czynnik wpływający na napływ kapitału zagranicznego. Udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu pozabankowym był nadal znaczący i wyniósł w I kwartale br. 26%, jednakże niższy niż w tym samym okresie ubiegłego roku o 6,4 pkt. proc. Zaangażowanie kapitału zagranicznego w finansowanie deficytu wyniosło w omawianym okresie 1,1 mld zł wobec 2,2 mld zł w I kwartale ub.r.

### 2.3. Podaż

Według wstępnych szacunków NBP w I kwartale br. wartość dodana wzrosła o 2,4%. Złożył się na to szybszy niż w IV kwartale ub.r. wzrost w przemyśle i mniejszy w usługach rynkowych. Szacuje się, że zahamowany został spadek w rolnictwie. Większy niż w poprzednim kwartale był spadek wartości dodanej w budownictwie. Wzrost wartości dodanej uzyskano w wyniku wzrostu wydajności pracy, przy nadal zmniejszającym się zatrudnieniu.

Produkcja sprzedana przemysłu (w dużych i średnich przedsiębiorstwach) była w I kwartale br. o 4,1%

wyższa niż w analogicznym okresie 2000 r. (w IV kwartale 2000 r. wzrost wynosił 2,6%). Wydajność pracy zwiększyła się o około 9%, przeciętne zatrudnienie było o 4,6% niższe. Wzrosła o 4,8% sprzedaż przemysłu przetwórczego oraz o 2,8% wytwarzania i zaopatrzenia w energię, gaz i wodę, a o 4,4% zmniejszyła się sprzedaż górnictwa i kopalnictwa. Przedsiębiorstwa wytwarzające głównie dobra zaopatrzeniowe i konsumpcyjne zwiększyły produkcję o około 5%, a wytwarzające dobra inwestycyjne – o około 2%. Struktura działowa produkcji potwierdza silne uzależnienie dynamiki sprzedaży od eksportu. Najwyższy wzrost zanotowano w produkcji pozostałego sprzętu transportowego (o 26,6%), koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (o 19,7%), wyrobów z metali (o 17,0%), sprzętu i urządzeń RTV i telekomunikacyjnych (o 13%), wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych (o 10,2%). Mimo znacznego wzrostu eksportu części i półproduktów – w wyniku spadku sprzedaży samochodów na rynku krajowym o 1,4% – mniejsza niż przed rokiem była produkcja przemysłu pojazdów mechanicznych, przyczep i naczep. Produkcja samochodów osobowych zmniejszyła się o 22%, a ciężarowych i ciągników drogowych o 55,6%.

Spadek sprzedaży detalicznej i zmniejszenie dynamiki obrotów przedsiębiorstw handlu hurtowego spowodowały obniżenie dynamiki wartości dodanej w usługach rynkowych. Wzrost w tej grupie sekcji uzyskano dzięki nadal wysokiemu wzrostowi sprzedaży usług transportu i łączności oraz usług przedsiębiorstw zajmujących się obsługą nieruchomości i działalności gospodarczej. Na podstawie wrywkowych informacji o pogorszeniu wyników finansowych banków i przedsiębiorstw ubezpieczeniowych szacuje się, że niższa niż w ub.r. była dynamika wartości dodanej w sekcji pośrednictwa finansowego i ubezpieczeń.

Poprawiła się sytuacja w rolnictwie. Ocenia się, że mimo spadku skupu żywca rzeźnego, zahamowany został spadek rolniczej produkcji globalnej. Znacznie korzystniejsze niż przed rokiem są warunki wzrostu roślin uprawnych, co powinno przyczynić się do wzrostu zbiorów i produkcji roślinnej. Niska podaż żywca związana jest z wcześniejszym spadkiem pogłowia, spowodowanym niską opłacalnością chowu. Obserwowany już w końcu ub.r. wzrost cen produktów rolnych (ceny skupu żywca wieprzowego w I kwartale br. były o 30,5% wyższe od notowanych

przed rokiem) spowodował poprawę opłacalności i znaczne zwiększenie zainteresowania produkcją zwierzęcą. Mimo spadku cen skupu żywca wołowego wzrosły również ceny bydła do dalszego chowu. Powinno to doprowadzić do odbudowy stada podstawowego i obrotowego. W sumie można szacować, że w 2001 r. poziom produkcji zwierzęcej będzie zbliżony do notowanego w 2000 r.

W I kwartale pogłębił się spadek wartości dodanej w budownictwie. Niski popyt na roboty inwestycyjne i zmiana jego struktury (wzrost udziału inwestycji modernizacyjnych oraz wydatków na zakup maszyn i urządzeń w nakładach) przyczynił się do spadku o 8,6% produkcji średnich i dużych przedsiębiorstw budowlanych. Ocenia się, że mniejszy był spadek popytu na roboty remontowe i modernizacyjne, które w przeważającej części wykonywane są przez przedsiębiorstwa małe. W związku z tym szacuje się, że spadek produkcji całego budownictwa był mniejszy od zanotowanego w dużych i średnich przedsiębiorstwach (ocenia się, że nie przekroczył 6%).

\* \* \*

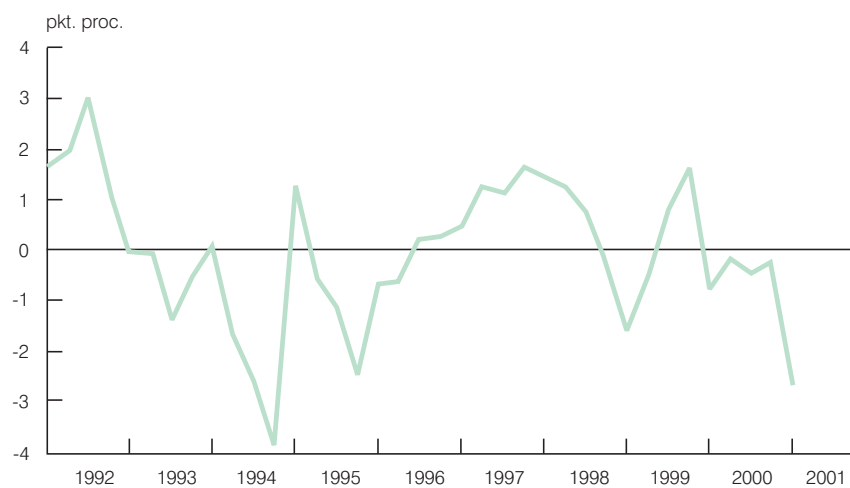
Cechą charakterystyczną zmian PKB jest silny sezonowy spadek w I kwartale, w porównaniu z IV kwartałem ubiegłego roku. Dotyczy to także inwestycji i spożycia.

Przyjmując szacunkowo, że o ile w I kwartale wzrost PKB w skali rocznej wyniósł 2,6%, to w relacji do ubiegłego kwartału PKB obniżył się o 19,1%. Spadek ten był porównywalny ze spadkiem, który wystąpił w I kwartale ub.r. i wyniósł 19,3%. Uwzględniając zaś czynnik sezonowy (metoda X11) można oceniać, że spadek PKB w I kwartale br. wyniósł 1,4% w stosunku do ubiegłego kwartału – wobec odpowiednio 1,2% w I kwartale 2000 r.

W I kwartale 2001 r. PKB znajdował się w dalszym ciągu poniżej szacowanego poziomu produkcji potencjalnej. Ujemna luka popytowa, występująca w ubiegłym roku, znacznie się powiększyła i wyniosła 2,7% produkcji potencjalnej<sup>7</sup>. Opóźnienia występujące w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej nie pozwalają na zaobserwowanie wpływu obniżek oficjalnych stóp procentowych w lutym i marcu br. na kształtowanie się luki popytowej (wykres 10).

<sup>7</sup> Produkcja potencjalna rozumiana jest jako trend wyznaczony metodą statystyczną, filtrem Hodricka-Prescotta, na podstawie odsezonowanych danych kwartalnych PKB w okresie 1992 – 2000.

*Wykres 10*  
*Luka popytowa*



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

### 3. Nierównowaga zewnętrzna

Można oczekiwać, że na nierównowagę zewnętrzną w polskiej gospodarce w 2001 r. oddziaływać będzie osłabienie popytu zewnętrznego oraz aprecjacja złotego, zapoczątkowane w drugiej połowie 2000 r.

Tempo wzrostu gospodarczego Niemiec od III kwartału ub.r. zmniejszało się. W konsekwencji obniżyło się tempo wzrostu importu na najważniejszym dla polskiego eksportu rynku zbytu. Import Niemiec wzrósł w III i IV kwartale 2000 r. odpowiednio o 10,9% i 6,3%, podczas gdy jeszcze w II kwartale ub.r. tempo jego przyrostu wynosiło 13,2%<sup>8</sup>.

Kurs złotego w drugim półroczu 2000 r. umacniał się; realny efektywny kurs skorygowany o zmiany cen produkcji sprzedanej przemysłu w przetwórstwie przemysłowym wzrósł o 6,2% wobec wzrostu o 0,9% w pierwszym półroczu. Od listopada aprecjacja złotego wyraźnie nasilała się i była kontynuowana w I kwartale 2001 r.; złoty, przy uwzględnieniu wskaźnika cen produkcji, jak też cen towarów i usług konsumpcyjnych wzmocnił się w okresie listopad 2000 r. – marzec 2001 r. odpowiednio o 7,0% i 10,3% (wykres 11).

Powyższe zmiany nie wpłynęły jeszcze znacząco na stan nierównowagi w obrotach bieżących w I kwartale br. W okresie tym deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego wyniósł 2,2 mld USD i był – podobnie jak w trzech ostatnich kwartałach 2000 r. – wyraźnie niższy od poziomu 3,5 mld USD, jaki osiągnął w I kwartale 2000 r. Przyczyniło się do tego najsilniej zmniejszenie ujemnego salda w zakresie obrotów towarowych handlu zagranicznego o 0,7 mld USD i deficytu w obrotach usługowych o 0,3 mld USD oraz poprawa o 0,4 mld USD salda dochodów<sup>9</sup>. Pozostałe pozycje obrotów bieżących, a więc niesklasyfikowane obroty bieżące i transfery, kształtowały się w I kwartale br. na poziomie zbliżonym do I kwartału 2000 r.

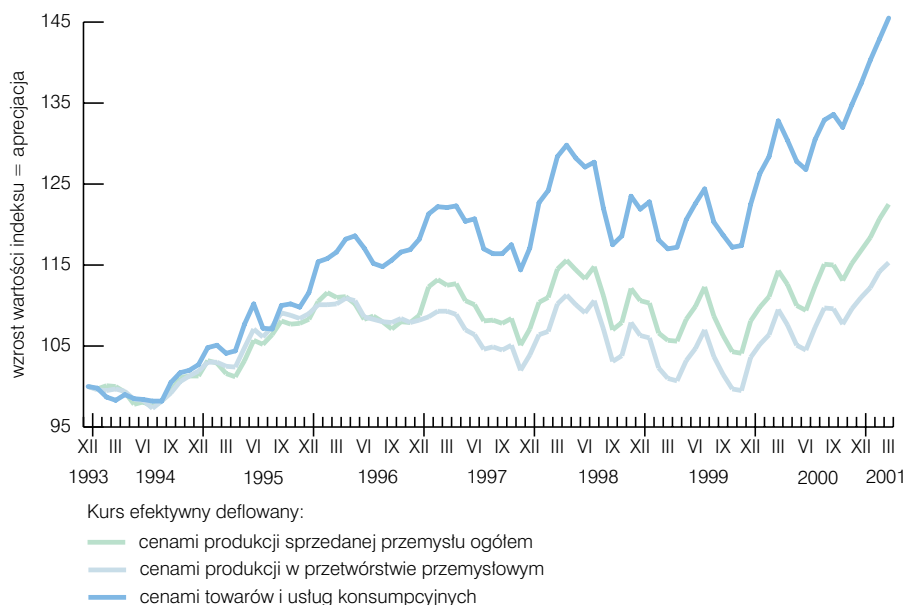
Wpływy z eksportu towarów w I kwartale br. wyniosły 7,5 mld USD i były o 18% wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, ale o 6,1% mniejsze niż

<sup>8</sup> Źródło: „Die Weltwirtschaft”. Institut für Weltwirtschaft, Kiel, Heft 4, 2000.

<sup>9</sup> Do obniżenia deficytu w usługach w największym stopniu przyczyniły się niższe ujemne salda takich pozycji, jak: pozostałe usługi handlowe oraz usługi pocztowe; uzyskanie nadwyżki w pozycji dochody w stosunku do deficytu w I kwartale 2000 r. spowodował wzrost dochodów z tytułu dłużnych papierów wartościowych NBP i sektora rządowego, stanowiących część środków ze sprzedaży obligacji zabezpieczających (*collateral*).



Wykres 11  
*Realny efektywny kurs złotego, 1994 - 2001*  
 (grudzień 1993 = 100)



Źródło: obliczenia NBP.

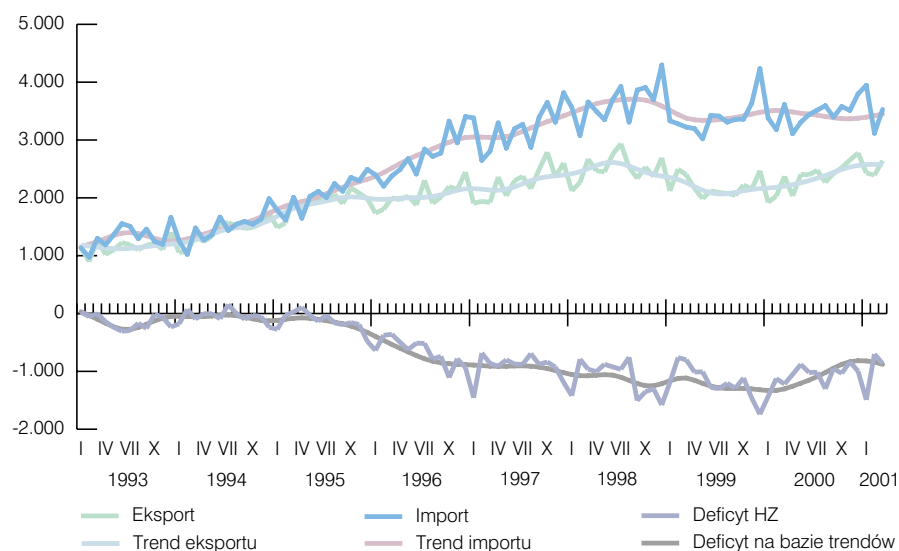
w IV kwartale 2000 r. Wypłaty za import wyniosły 10,6 mld USD – co oznacza wzrost o 4,1% w stosunku do I kwartału 2000 r. i spadek o 2,7% w porównaniu z poprzednim kwartałem.

Po wyeliminowaniu wahań sezonowych i nieregularnych można stwierdzić, że od listopada 2000 r. w każdym kolejnym miesiącu występował spadek miesięcznej dynamiki wpływów z eksportu (wykres 12). O ile w październiku 2000 r. eksport wzrósł o 2,1% w stosunku do poprzedniego miesiąca, to w lutym 2001 r. już tylko o 0,2%, a w marcu miał miejsce spadek eksportu o 0,3%. Obserwacja ta jest zgodna z wynikami badań prowadzonych w NBP, które wskazują na dość szybką reakcję części eksportu na wzrost wartości złotego. Szacuje się, że wskaźnik kursu realnego złotego wobec dolara, skorygowany o zmiany jednostkowych kosztów pracy, wzrósł od października 2000 r. do marca 2001 r. o ponad 16%<sup>10</sup>. Ta szybka reakcja eksportu

<sup>10</sup> Wobec euro wskaźnik ten wzrósł odpowiednio o ponad 15%.

Wykres 12

## Obroty w handlu zagranicznym na bazie płatności



Źródło: dane NBP.

na tę zmianę dotyczyła 5-7% ogółu eksportowanych towarów, które są najbardziej wrażliwe na zmiany cen. Efekt aprecjacji złotego w odniesieniu do pozostałych 93-95% eksportu powinien, wg naszych prognoz, uwidocznic się od czerwca 2001 r. Kolejną przyczyną powodującą mniejsze przyrosty eksportu była niższa od września 2000 r. dynamika popytu zewnętrznego. Oddziałując na eksport z opóźnieniem około 6 miesięcy, wzmacniała ona negatywny wpływ aprecjacji złotego, prowadząc do spadku odsezonowanych wpływów z eksportu w marcu br.<sup>11</sup>

Dynamika miesięcznych wypłat za import, po wyeliminowaniu wahań sezonowych i nieregularnych, wykazuje od grudnia 2000 r. lekką tendencję wzrostową. W grudniu 2000 r. import wzrósł o 0,3% w stosunku do poprzedniego miesiąca, natomiast w marcu 2001 r. był on wyższy o 0,9% (wykres 12). Zwiększenie dynamiki importu wiąże się bezpośrednio z aprecjacją złotego, zarówno nominalną, jak i realną, korygowaną wskaźni-

<sup>11</sup> Szeregi eksportu i importu wg statystyki celnej, z których wyeliminowano wahania sezonowe i nieregularne, wykazują od listopada 2000 r. do lutego br. stabilizację przyrostów eksportu na poziomie 1,2% miesięcznie.

**Tablica 6**  
**Wskaźniki ostrzegawcze**

Wyszczególnienie	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	I kwartał
	2000				2001
Saldo obrotów					
bieżących/PKB <sup>1</sup> (%)	-8,2	-7,6	-7,6	-6,3	-5,3
Zagraniczne inwestycje					
bezpośrednie/saldo obrotów					
bieżących (%)	44,8	54,8	41,6	275,3 <sup>2</sup>	63,1
Saldo inwestycji portfelowych					
/saldo obrotów bieżących (%)	69,4	10,0	-3,4	13,0	92,1
Oficjalne aktywa rezerwowe					
(w miesiącach importu <sup>3</sup> )	7,8	7,8	7,3	7,4	8,0
REER PPI <sup>4</sup>	104,6	103,8	105,7	109,3	106,2

<sup>1</sup> Wskaźnik liczony w skali roku.

<sup>2</sup> Wysoka wartość wskaźnika spowodowana była napływem kapitału związanego z prywatyzacją TP SA.

<sup>3</sup> Średnia ze stanów oficjalnych aktywów rezerwowych na koniec miesiąca w danym kwartale odniesiona do średniej miesięcznej wielkości importu w tym samym kwartale.

<sup>4</sup> Realny efektywny kurs złotego, skorygowany o zmiany cen produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym; analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100.

Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

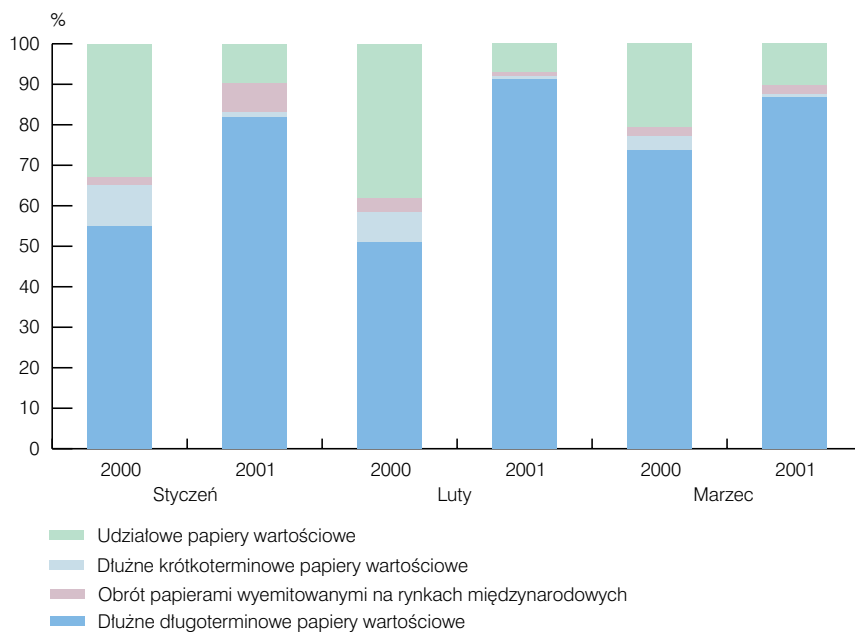
kiem cen towarów i usług konsumpcyjnych. Zmiany kursu wyjaśniają wprawdzie niewiele ponad 16% zmienności importu, niemniej jednak, przy podobnym wzroście popytu wewnętrznego w IV kwartale 2000 r. i I kwartale 2001 r., wpływ kursu może być na tyle silny, by spowodować zwiększenie przyrostów importu<sup>12</sup>.

W I kwartale 2001 r. napływ netto zagranicznych inwestycji bezpośrednich (1,4 mld USD) i portfelowych (2,4 mld USD) kształtował się na poziomie I kwartału 2000 r. Jednak wobec istotnego obniżenia deficytu w obrotach bieżących jego finansowanie było lepsze niż w I kwartale 2000 r. (tablica 6). Napływ netto inwestycji portfelowych przewyższał o 10,7% deficyt rachunku bieżącego (w I kwartale 2000 r. napływ ten był o 31% niższy od tego deficytu). W portfelowych inwestycjach zagranicznych dominowały instrumenty dłużne (2 mld USD), przy czym były to głównie długoterminowe pa-

<sup>12</sup> Analogiczna tendencja występuje w imporcie towarów, opartym na statystyce celnej.

Wykres 13

## Struktura napływu zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce



Źródło: dane NBP.

piery wartościowe (wykres 13). Analiza struktury napływu netto zagranicznych inwestycji portfelowych wskazuje na znaczny spadek inwestycji dokonywanych w udziałowe papiery wartościowe. O ile przed rokiem w I kwartale napływ netto z tego tytułu stanowił 17% napływu netto zagranicznych inwestycji portfelowych, o tyle w tym roku ich udział spadł do 6%.

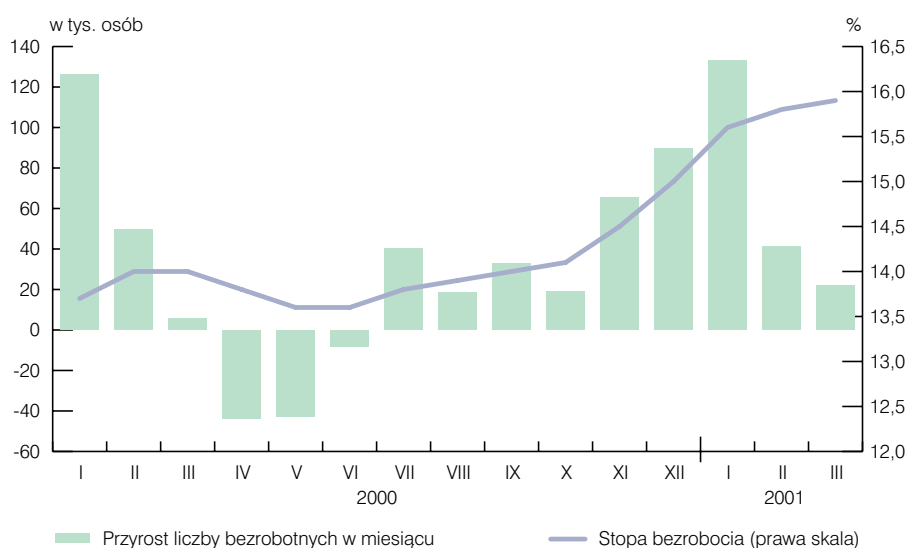
Tablica 6 pokazuje, że w I kwartale 2001 r. główne wskaźniki obrazujące zagrożenia związane z kształtowaniem się nierównowagi zewnętrznej poprawiały się. Zwraca jednak uwagę pogłębiająca się od III kwartału 2000 r. aprecjacja złotego, która zwiększa zagrożenie dla stabilności kursu złotego w perspektywie średniookresowej.

## 4. Rynek pracy

Spadkowa tendencja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, która pojawiła się już w III kwartale 1998 r., utrzymywała się przez cały rok 1999 i 2000. Po głębokim spadku zatrudnienia w pierwszej połowie 2000 r., od lipca ub.r. nastąpiło nieznaczne osłabienie tego procesu. Było tak również i w I kwartale 2001 r.

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w I kwartale br. było mniejsze niż przed rokiem o 2,4%, podczas gdy w I kwartale 2000 r. spadek w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku wyniósł 3,6%. O osłabieniu spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zdecydowało zmniejszenie skali zwolnień w przemyśle, głównie w działach przetwórstwa przemysłowego, a także spowolnienie w I kwartale br. procesów restrukturyzacyjnych, m.in. takich branż, jak górnictwo czy hutnictwo. W górnictwie węgla kamiennego i brunatnego od grudnia 2000 r. do marca 2001 r. zwolniono 3 tys. osób, podczas gdy przed rokiem w tym okresie – 7 tys. W I kwartale br. przeciętne zatrudnienie w górnictwie węgla kamiennego i brunatnego zmniejszyło się w porównaniu

Wykres 14  
Przyrost liczby bezrobotnych w miesiącu i stopa bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tablica 7

Bezrobotni nowo zarejestrowani i wyrejestrowani w marcu w latach 1995-2001 (w tys. osób)

Rok	Nowe rejestracje	Wyrejestrowani w okresie	
	w okresie sprawozdawczym	ogółem	w tym z tytułu podjęcia pracy
1995	148,8	227,2	117,2
1996	149,6	157,6	85,0
1997	140,8	217,6	112,3
1998	145,5	191,7	92,1
1999	193,6	169,8	83,0
2000	174,5	168,6	89,4
2001	172,1	150,3	78,0

Źródło: dane GUS.

z I kwartałem 2000 r. o niespełna 10%, a przed rokiem w tym samym okresie o blisko 15%. W produkcji metali natomiast przeciętne zatrudnienie spadło w I kwartale 2001 r. o około 16%, a w analogicznym okresie 2000 r. prawie o 20%.

Spadkowi zatrudnienia w przemyśle nie towarzyszył oczekiwany jego wzrost w sektorach usługowych i w budownictwie. Przeciwnie, odnotowano niższe niż w poprzednich latach tempo wzrostu zatrudnienia w usługach oraz głębszy niż przed rokiem spadek zatrudnienia w budownictwie. Zatrudnienie w budownictwie zmniejszało się od początku br. o 1,8%, a w porównaniu z I kwartałem ub.r. o 5,6% (3,7% rok wcześniej).

W I kwartale 2001 r. zgłoszono przeciętnie 92,2 tys. ofert pracy, podczas gdy przed rokiem 131,5 tys. Coraz mniej jest w związku z tym osób wykreślonych z rejestru bezrobotnych w związku z podjęciem pracy (tablica 7).

Pomimo osłabienia tempa spadku zatrudnienia, liczba bezrobotnych szybko wzrastała (wykres 14). Był to efekt m.in. wzrostu rejestracji osób dotychczas nie pracujących oraz absolwentów różnych typów szkół, a także mniejszej liczby osób wyrejestrowanych z bezrobocia, co z kolei wynikało m.in. z mniejszej liczby ofert pracy zgłoszonych do urzędów pracy. W I kwartale br. liczba bezrobotnych zwiększyła się o 196 tys. osób (7,3%), podczas gdy przed rokiem

Tablica 8

## Wzrost jednostkowych kosztów pracy a zmiany produkcji sprzedanej i wynagrodzeń

(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)

Okres	Dynamika zatrudnienia	Dynamika przeciętnych wynagrodzeń nominalnych brutto	Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu	Dynamika wydajności pracy	Wskaźnik opłacenia wzrostu wydajności pracy	Wzrost jednostkowego kosztu pracy	
rok	1998	99,3	114,6	104,8	105,5	1,09	109,35
	1999	95,6	109,3	104,4	109,2	1,00	104,69
	2000	93,7	110,3	107,1	114,3	0,97	102,99
I kwartał	1999	96,6	108,0	96,9	100,3	1,08	111,46
	2000	93,5	113,8	110,7	118,4	0,96	102,80
	2001	95,4	108,3	104,1	109,1	0,99	104,04

Uwagi:

- 1) dynamika wydajności pracy liczona jako iloraz dynamiki produkcji sprzedanej i dynamiki zatrudnienia;
- 2) opłacenie wydajności pracy liczone jako iloraz dynamiki wynagrodzeń i dynamiki wydajności pracy;
- 3) jednostkowy koszt pracy liczony jako iloraz dynamiki wynagrodzeń brutto i dynamiki produkcji sprzedanej.

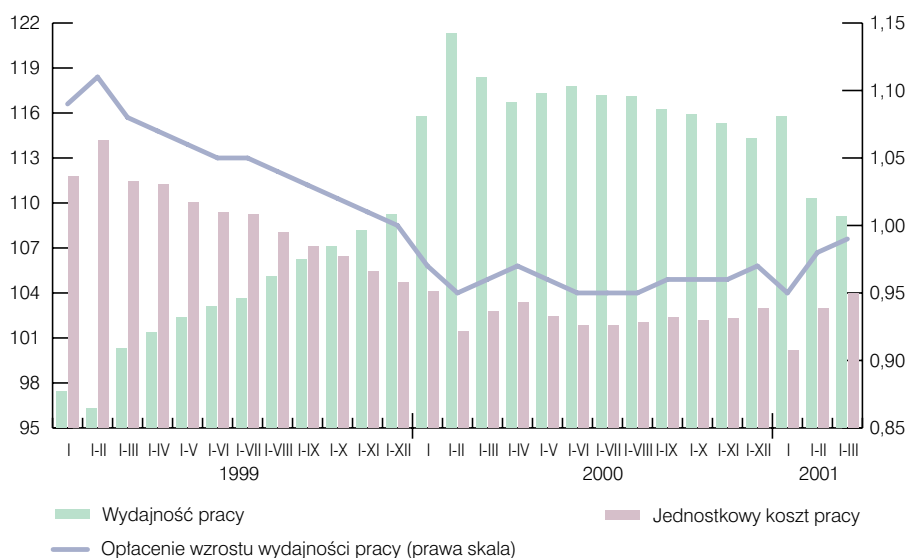
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

o 183,8 tys. osób (7,8%). Natomiast w porównaniu ze stanem na koniec marca ub.r. liczba zarejestrowanych bezrobotnych zwiększyła się o 367 tys. osób, a stopa bezrobocia osiągnęła poziom 15,9% wobec 14% przed rokiem. Liczba bezrobotnych absolwentów różnych typów szkół w porównaniu ze stanem na koniec grudnia 2000 r. wzrosła o 14,5 tys. (o 30 tys. w porównaniu z marcem 2000 r.).

Od końca ubiegłego roku liczba zarejestrowanych bezrobotnych, którzy stracili pracę w wyniku zwolnień grupowych wzrosła tylko o 5,1 tys. osób wobec 63,9 tys. w I kwartale ub.r. Stosunkowo mały przyrost rejestracji bezrobotnych ze zwolnień grupowych wynikał nie tylko ze spowolnienia procesów restrukturyzacyjnych i prywatyzacyjnych, ale również z faktu, że pracownicy zwalniani z restrukturyzowanych, prywatyzowanych i likwidowanych zakładów ponownie byli zatrudniani w różnego rodzaju spółkach tworzonych na bazie tych zakładów, bądź też odchodzili na emerytury i renty albo korzystali ze świadczeń i zasiłków przedemerytalnych.

## Wykres 15

Wydajność pracy, koszt pracy oraz opłacenie wzrostu wydajności pracy w przemyśle  
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Coraz częstsze stają się zwolnienia w przedsiębiorstwach prywatnych. Największe zmiany miały miejsce w najmniejszych przedsiębiorstwach. W styczniu i w lutym br. zakłady pracy z obydwu sektorów własności deklarowały zwolnienia pracowników (odpowiednio 25 tys. i 35 tys. osób). Zapowiadana skala zwolnień była jednak mniejsza niż w analogicznym okresie ub.r. (odpowiednio 36 i 43 tys.). Zwolnienia podyktowane były najczęściej koniecznością obniżenia kosztów produkcji w celu poprawy efektywności.

Na skutek spadku zatrudnienia oraz przewagi nakładów na postęp technologiczny w ogólnych wydatkach inwestycyjnych wzrastała wydajność pracy, a przy stosunkowo wolniejszym wzroście płac – w I kwartale br. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły realnie o 1,7% – zmniejsza się powoli udział kosztów związanych z zatrudnieniem w ogólnych kosztach produkcji (udział wynagrodzeń w kosztach ogółem przedsiębiorstw zmniejszył się z 18,9% w 1999 r. do 17,5% w 2000 r.) i zarazem zmniejsza się roczne tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy (tablica 8, wykres 15).



## 5. Inne czynniki podażowe wpływające na inflację

### *Czynniki strukturalne*

W I kwartale 2001 r. trwały działania związane z realizacją programów restrukturyzacji i prywatyzacji, głównie hutnictwa żelaza i miedzi, sektora energetycznego, branży chemicznej, przemysłu zbrojeniowego i LOT-u.

Sytuację w sektorze energetycznym, który w I kwartale 2001 r. generował istotne impulsy inflacyjne, cechują:

- trudności w przeprowadzeniu prywatyzacji podsektora wytwarzania energii,
- kontrola cen energii elektrycznej i ciepłej przez Urząd Regulacji Energetyki,
- zmonopolizowanie rynków lokalnych, związane z wysokimi kosztami przesyłu (korekta taryf w styczniu 2001 r. – wzrost o 4 – 7%) ograniczające konkurencję,
- utrzymywanie przestarzałych elektrowni, których koszty obciążają sektor i brak środków na ich unowocześnianie,
- tworzenie Polskiego Koncernu Energetycznego (obejmuje 17% rynku energii; jego produkcja w 75% objęta jest długoterminowymi kontraktami), który ma zamiar łączyć się kapitałowo z kopalniami węgla,
- spadek rentowności firm branży ciepłowniczej z powodu nienadążania cen za rosnącymi kosztami,
- zmonopolizowanie dostaw gazu – krajowy monopolista Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo (PGNiG) od połowy marca 2001 r. podniósł ceny gazu wysokometanowego średnio o 16,3% i gazu zaazotanowego o ponad 11%.

Efektom takiej sytuacji był wzrost w I kwartale br. cen produkcji sprzedanej sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę o 11,4% w stosunku do I kwartału ub.r. Regulacje cenowe, jakie miały miejsce w I kwartale 2001 r. znajdują uzasadnienie w zanotowanych w IV kwartale 2000 r. wskaźnikach kosztów przypadających na jednostkę wyniku finansowego brutto w klasie wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej (tablica 9).

Podstawowe zmiany, które dokonały się w I kwartale 2001 r. w ramach procesów prywatyzacyjnych i restruk-

Tablica 9

Struktura kosztów produkcji i relacje efektywnościowe w wybranych klasach działalności gospodarczej w IV kwartale 2000 r. i w I kwartale 2001 r.

Wyszczególnienie	Wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej		Telekomunikacja		Rozkładowy transport lotniczy	
	IV	I	IV	I	IV	I
	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał
	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Struktura kosztów						
rodzajowych (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
– koszty zużycia materiałów	31,0	31,1	4,8	3,1	16,4	21,1
– koszty energii	4,2	4,0	0,6	1,1	0,1	0,2
– koszty usług obcych	30,1	25,3	38,5	38,8	67,6	55,3
– podatki i opłaty, w tym:	1,5	4,4	2,3	2,9	0,3	0,5
– pełne koszty pracy	15,9	16,7	26,1	21,0	11,5	16,5
– amortyzacja	15,5	16,9	22,6	27,1	2,6	2,6
Relacja kosztów do wyniku						
finansowego brutto (zł/zł)						
Koszty ogółem/wfb	32,4	11,0	4,1	7,1	7,6	-4,5
– koszty zużycia mat./wfb	10,0	3,4	0,2	0,2	1,3	-1,0
– koszty energii/wfb	1,4	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0
– koszty usług obcych/wfb	9,8	2,8	1,6	2,7	5,2	-2,5
– podatki i opłaty/wfb	0,5	0,5	0,1	0,2	0,0	0,0
– pełne koszty pracy/wfb	5,2	1,8	1,1	1,5	0,9	-0,7
– amortyzacja/wfb	5,0	1,9	0,9	1,9	0,2	-0,1

Źródło: na podstawie sprawozdań F-01, dane GUS.

turyzacyjnych w poszczególnych sferach działalności gospodarczej, to:

- sprzedaż Elektrowni Rybnik (w 35%) Electricite de France; w ciągu roku przedstawiciele konsorcjum zamierzają uzyskać większościowy pakiet tej elektrowni;
- kupno Przedsiębiorstwa Państwowego Oliva (dawniej Polifarb Oliva w Gdańsku) przez spółkę Oliva Sieć Handlowa założoną przez pracowników i kadre kierowniczą Polifarbu;
- analizy przedprywatyzacyjne w Polsce Grodzisk;
- rozpoczęcie prywatyzacji Zakładów Chemicznych Police SA;

- zaproszenie do rokowań w sprawie zakupu 80% akcji Zakładów Azotowych Kędzierzyn;
- brak zainteresowania kupnem Fabryki Łożysk Toczo-nych w Kraśniku (powtórne zaproszenie do rokowań w sprawie jej prywatyzacji, skierowane przez Ministerstwo Skarbu Państwa w marcu 2001 r.);
- ogłoszenie zaproszenia do rokowań w sprawie sprzedaży akcji PZL Warszawa-Okęcie przez MSP; firma produkuje małe samoloty cywilne i wojskowe (Orlik); jest to kolejna firma zbrojeniowa, w sprawie której MSP rozpoczęło oficjalne negocjacje z inwestorami;
- podpisanie przez PZL Świdnik kontraktu z francuskim koncernem Dassault Aviation na budowę części do produkowanych myśliwców wielozadaniowych Mirage 2000-5; nowe kontrakty i restrukturyzacja fabryki mają zapewnić zakładowi osiągnięcie dodatniego wyniku na sprzedaży w 2001 r.;
- ogłoszenie przez MSP zaproszenia do kupna nie mniej niż 10% akcji Cefarmu Warszawa; jest to jedno z siedmiu dawnych przedsiębiorstw Zaopatrzenia Farmaceutycznego, które nadal pozostają firmami państwowymi;
- trudna sytuacja Huty Katowice wobec wycofania się banków z udzielania jej kredytów krótkoterminowych; wniosek Zarządu Huty o dokapitalizowanie majątku poprzez konwersję długów wobec państwowych firm: PKP, energetyki, Węglodobyty;
- brak ustawy o restrukturyzacji hutnictwa powoduje pogorszenie się materialnej sytuacji większości hut (powiększające się straty w działalności gospodarczej, wysokie zadłużenie, brak zdolności płatniczych, brak środków na inwestycje (tablica 10));
- dokapitalizowanie przez rząd Huty Stalowa Wola akcjami Banku Pekao SA w celu zwiększenia wartości firmy i umożliwienia sfinalizowania programu restrukturyzacyjnego.

Styczniowa decyzja prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumenta, nakładająca 54 mln zł kary na spółkę za pobieranie nadmiernie wygórowanych taryf za połączenia międzystrefowe, nie zmieniła w I kwartale 2001 r. sytuacji Telekomunikacji Polskiej SA. Pozostaje ona nadal operatorem dysponującym największą siecią połączeń i mającym zapewnioną faktyczną wyłączność na świadczenie usług w zakresie połączeń międzystrefowych w ramach telefonii

Tablica 9

Struktura kosztów produkcji i relacje efektywnościowe w wybranych klasach działalności gospodarczej w IV kwartale 2000 r. i w I kwartale 2001 r.

Wyszczególnienie	Produkcja		Górnictwo		Produkcja żeliwa	
	nawozów sztucznych		i wzbogacanie		i stali oraz stopów	
	i związków azotowych		węgla		żelaza	
	IV	I	IV	I	IV	I
	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał
	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Struktura kosztów						
rodzajowych (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
– koszty zużycia materiałów	58,3	58,6	11,2	14,0	56,1	59,7
– koszty energii	7,2	7,1	5,4	7,8	7,5	8,2
– koszty usług obcych	13,9	13,3	14,5	15,7	17,7	11,8
– podatki i opłaty w tym:	2,2	2,9	4,1	3,2	2,1	2,1
– pełne koszty pracy	11,9	11,5	58,3	49,7	10,6	11,6
– amortyzacja	6,2	5,9	5,2	7,2	5,0	5,7
Relacja kosztów do wyniku						
finansowego brutto (zł/zł)						
Koszty ogółem/wfb	19,6	16,4	-20,6	-21,6	-4,9	-11,6
– koszty zużycia materiałów /wfb	11,5	9,6	-2,3	-3,0	-2,7	-6,9
– koszty energii/wfb	1,4	1,2	-1,1	-1,7	-0,4	-1,0
– koszty usług obcych/wfb	2,7	2,2	-3,0	-3,4	-0,9	-1,4
– podatki i opłaty/wfb	0,4	0,5	-0,9	-0,7	-0,1	-0,2
– pełne koszty pracy/wfb	2,3	1,9	-12,0	-10,7	-0,5	-1,4
– amortyzacja/wfb	1,2	1,0	-1,1	-1,6	-0,2	-0,7

Źródło: na podstawie sprawozdań F-01, dane GUS.

stacjonarnej<sup>13</sup>. TP SA ma natomiast zagwarantowaną ustawowo do końca 2002 r. wyłączność na świadczenie usług w zakresie połączeń międzynarodowych.

W lutym zostały wprowadzone obniżone ceny rozmów międzymiastowych, jednakże utrzymano wysokie ceny rozmów lokalnych<sup>14</sup> i opłaty abonamentowe, dzięki którym spółka realizuje największą część swoich przychodów. We-

<sup>13</sup> TP SA od października 2000 r. nie ma już zagwarantowanej prawem wyłączności, ale faktycznie nadal z niej korzysta. Mimo uzyskania prawa do świadczenia usług na rynku połączeń międzystrefowych przez trzech operatorów: NOM Sp. z o.o., Netia 1 Sp. z o.o. i Energis Polska Sp. z o.o., abonenci nie mogą dokonywać wyboru operatora międzystrefowego, gdyż spółki te nie rozpoczęły jeszcze działalności w zakresie świadczenia tej usługi.

<sup>14</sup> Ceny te wyrażone w USD kształtują się na poziomie porównywalnym z cenami w krajach OECD, jednak dla klienta krajowego są zbyt wygórowane.

dług kwartalnego raportu spółek giełdowych TP SA zanotowała w I kwartale 2001 r. stopę zysku 49,4%, która była jedną z najwyższych wykazanych w tym raporcie. Wynikała ona z monopolistycznej pozycji tego operatora i swobodnego ustalania przez niego cen na swoje usługi. Tymczasem, w świetle danych GUS, koszty nie uzasadniają wysokich cen usług świadczonych przez TP SA. W IV kwartale 2000 r. koszty w relacji do wyniku finansowego brutto w telekomunikacji były bowiem zdecydowanie niższe niż w poprzednich kwartałach, a także niższe w porównaniu z innymi zmonopolizowanymi klasami działalności gospodarczej<sup>15</sup> (tablica 9). Według ekspertów z Komisji Europejskiej, badających stan przygotowania Polski do wstąpienia do Unii Europejskiej, utrzymywanie uprzywilejowanej pozycji TP SA powoduje, że Polska ma jedną z najsłabiej rozwiniętych sieci telefonicznych w Europie i jednocześnie jedne z najwyższych opłat za jej użytkowanie.

Przyjęty przez rząd harmonogram działań demonopolizacyjnych w sektorze usług telekomunikacyjnych przewiduje:

- wydanie w 2001 r. co najmniej 3 koncesji na usługi telefonii komórkowej trzeciej generacji (TP SA ma stanąć do przetargu na ogólnych zasadach);
- pełną liberalizację rynku strefowych usług telekomunikacyjnych od 1 stycznia 2002 r.; do tego czasu utrzymywany będzie duopolistyczny model konkurencji (TP SA i jeden operator dodatkowy na obszarze danej strefy), z wyłączeniem warszawskiej strefy numeracyjnej, w której będzie działać dwu operatorów konkurencyjnych do TP SA;
- pełną liberalizację rynku międzystrefowych usług telekomunikacyjnych od 1 stycznia 2002 r.; do tego czasu na obszarze kraju powinno pojawić się 3 operatorów świadczących usługi międzystrefowe, konkurujących z TP SA;
- pełną liberalizację rynku międzynarodowych usług telefonicznych od dnia 1 stycznia 2003 r.

Oznacza to, że do końca 2001 r. TP SA utrzyma jednak pozycję monopolisty. Działania prokonkurencyjne powinny zatem zmierzać do wzmocnienia pozycji operatorów już działających na rynku telekomunikacyjnym. Obecnie w Urzędzie Regulacji Telekomunikacji toczy się postępowanie zmierzające do ustalenia faktycznej pozycji poszczególnych operatorów na rynku.

<sup>15</sup> W I kwartale 2001 r. w klasie telekomunikacja zanotowano wzrost kosztów na jednostkę zysku. Źródłem tego wzrostu był przede wszystkim wzrost udziału kosztów amortyzacji w strukturze kosztów rodzajowych.

Górnictwo węgla kamiennego od 1998 r. objęte jest rządowym programem reformy, której celem jest dostosowanie sektora węglowego do funkcjonowania w warunkach gospodarki rynkowej<sup>16</sup> oraz poprawa efektywności jego działalności gospodarczej. Górnictwo węgla kamiennego i brunatnego od wielu lat jest działem deficytowym, zarówno w kategoriach brutto, jak i netto. W dziale tym notuje się wyjątkowo wysokie koszty produkcji (głównie koszty pracy i koszty usług obcych), które związane są w dużym stopniu z realizacją programu restrukturyzacji górnictwa węglowego (tablica 9). Malejące w lutym i marcu ceny węgla (przy wzroście kosztów działalności gospodarczej) spowodowały, że dział górnictwa węgla kamiennego i brunatnego w I kwartale 2001 r. miał jeden z najgorszych w przemyśle wskaźników rentowności obrotu brutto i netto – odpowiednio: -1,4 i -2,4.

Zgodnie z programem restrukturyzacji górnictwa węgla kamiennego, którego celem jest zmniejszenie kosztów i przywrócenie rentowności wydobycia węgla, w I kwartale 2001 r.:

- przedsiębiorstwa górnicze oraz przedsiębiorstwa robót górniczych podpisały z urzędami skarbowymi (budżet państwa) 11 kolejnych umów oddłużeniowych<sup>17</sup>, w wyniku których około 10% zobowiązań objętych tymi umowami zostało umorzonych, a pozostałe 90% – odroczone;
- przyrost przeciętnych miesięcznych wynagrodzeń zaliczanych w ciężar kosztów w pięciu spółkach węglowych kształtował się znacznie poniżej rocznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, zanotowanego w marcu 2001 r., a tylko w dwóch – na poziomie CPI; podobna sytuacja wystąpiła w kopalniach – na 18 tylko w 4 dynamika przeciętnej płacy przekroczyła poziom CPI, a w 6 zanotowano znaczne spadki przeciętnych wynagrodzeń;
- proces likwidacyjny zakładów górniczych lub ich części był prowadzony w 17 kopalniach; 61% kosztów

<sup>16</sup> Na mocy Ustawy z dnia 26 listopada 1998 r. o dostosowaniu górnictwa węgla kamiennego do funkcjonowania w warunkach gospodarki rynkowej oraz szczególnych uprawnieniach i zadaniach gmin górniczych. Dziennik Ustaw Nr 167, poz. 1112.

<sup>17</sup> Na dzień 31 marca 2001 r. aktualnych było 105 umów oddłużeniowych. Restrukturyzowane na mocy tych umów kwoty stanowiły 6,6% globalnej sumy zobowiązań długo i krótkoterminowych górnictwa wobec budżetu, z czego umorzeniem objęto około 21%, a pozostała część zobowiązań została odroczone. Natomiast łączne zobowiązania górnictwa wobec budżetu były na koniec marca br. w 28% odroczone, a w 2,5% uległy umorzeniu. Na budżet przypadło przy tym tylko 14,7% całej kwoty zobowiązań górnictwa, którego największym wierzycielem pozostaje ZUS (36% zobowiązań).

tego procesu poniósł budżet, 19% pokryły środki własne kopalń i spółek węglowych, 2% finansowane było przychodami z likwidacji, zaś 18% powiększyło zobowiązania kopalń;

- stan zatrudnienia w górnictwie zmniejszył się o 1% w porównaniu z końcem grudnia 2000 r.

### *Wpływ cen zewnętrznych na inflację w I kwartale 2001 r.*

W I kwartale 2001 r. kontynuowana była – widoczna już od II połowy 2000 r. – tendencja spadku dolarowych cen surowców na rynku światowym. Ceny surowców przemysłowych obniżyły się o 4,9% w stosunku do IV kwartału 2000 r., dla produktów żywnościowych spadek wyniósł odpowiednio 5,2% (wykresy 16 i 17). W grupie surowców przemysłowych najwyraźniej obniżały się ceny metali (spadek o 6,3% wobec IV kwartału 2000 r.). Średnia cena ropy gatunku Brent (Morze Północne) wyniosła w I kwartale 2001 r. 25,8 USD i była o ponad 13% niższa od średniej z IV kwartału 2000 r., nadal jednak kształtowała się na poziomie średniej ceny z I kwartału 2000 r.

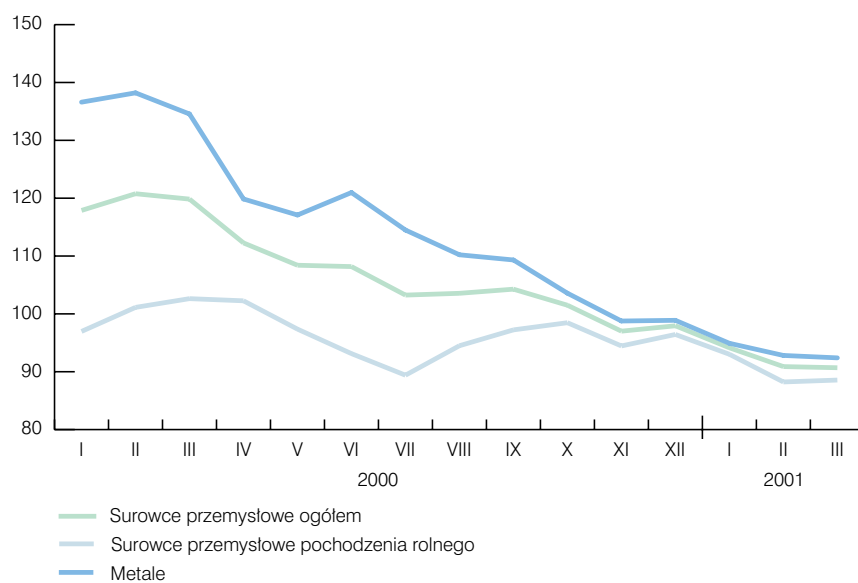
Przyczyną niżkowych tendencji większości cen na rynku światowym było obniżające się od III kwartału 2000 r. tempo wzrostu gospodarczego w krajach OECD. Spadek dynamiki wzrostu produkcji przemysłowej w tym regionie wpłynął relatywnie najsilniej na ceny metali i ropy naftowej. Na kształtowanie się cen ropy naftowej w I kwartale 2001 r. oddziaływały ponadto czynniki sezonowe, a także efekty polityki podaży państw OPEC. Były one przyczyną okresowego przyspieszenia wzrostu cen ropy w pierwszej połowie I kwartału br. (wykres 18). Biorąc pod uwagę utrzymującą się od II kwartału 2000 r. przewagę podaży nad popytem na światowym rynku ropy naftowej oraz oczekiwania obniżenia tempa wzrostu w gospodarce światowej w 2001 r. – nie należy spodziewać się w br. wystąpienia silniejszego trendu wzrostowego cen tego strategicznego surowca. W wyrażnie mniejszym stopniu – w stosunku do cen ropy naftowej – spadły w I kwartale 2001 r. ceny benzyny. Średnia cena benzyny bezołowiowej wyniosła w tym okresie 264 USD/b i była o 5% niższa w stosunku do IV kwartału 2000 r. (wykres 18). Na pogorszenie relacji między cenami ropy i benzyny wpłynęły efekty niewystarczających – w stosunku do popytu rynku amerykańskiego – mocy wytwórczych rafine-

**Wykres 16**  
**Ceny podstawowych towarów na rynkach światowych**  
 (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)



Źródło: „The Economist”

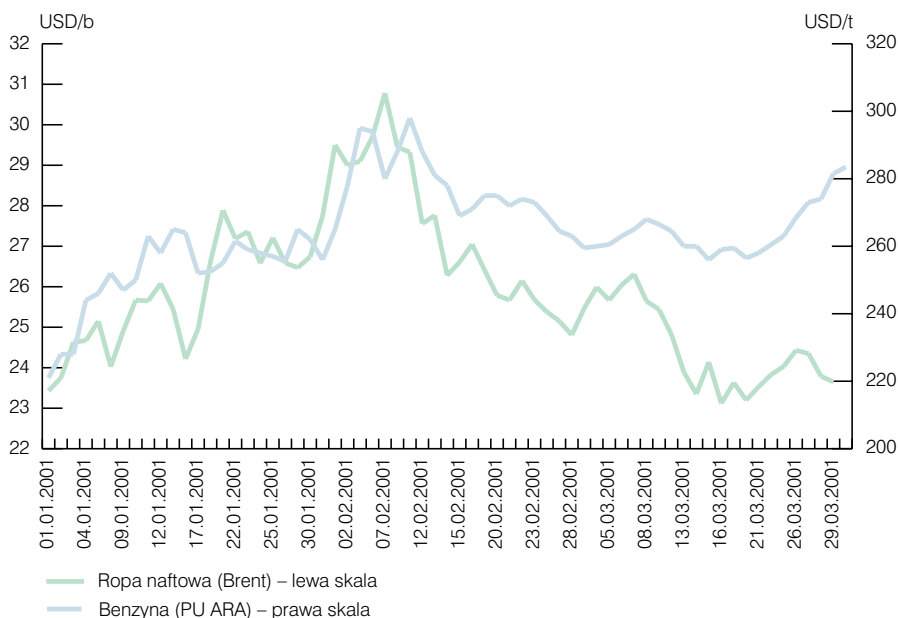
**Wykres 17**  
**Ceny podstawowych surowców nieenergetycznych na rynkach światowych**  
 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: „The Economist”



Wykres 18  
Cena ropy naftowej (Brent) oraz benzyny (PU ARA\*)



\* Amsterdam, Rotterdam, Antwerpia.

Źródło: Reuters.

rii USA<sup>18</sup>. Zjawisko to może nasilić się w II kwartale 2001 r. wraz z sezonowym wzrostem popytu na benzynę ze strony amerykańskich konsumentów i w konsekwencji wpływać na wzrost cen tego surowca na europejskim rynku.

Spadkowa tendencja cen rynku światowego oraz aprecjacja złotego wobec dolara wpływały w I kwartale 2001 r. na osłabienie inflacji na polskim rynku. W okresie tym **wyrażona w złotych** średnia cena ropy naftowej gatunku Brent była o 21,0% niższa niż w IV kwartale 2000 r. Światowe ceny surowców przemysłowych spadły odpowiednio o 13,6%, a żywności o 14,0%. Biorąc pod uwagę fakt, że całkowity efekt przeniesienia zmian kursu na wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) spowodował w I kwartale 2001 r. zmniejszenie inflacji o 0,56 pkt. proc., można ocenić, że z tytułu spadku cen importowych CPI był mniejszy o 0,24 pkt. proc., w tym ceny ropy naftowej mogły obniżyć ten wskaźnik o 0,2 pkt. proc.

<sup>18</sup> Ocenia się, że w I kwartale wykorzystywały one ponad 98% swoich mocy wytwórczych.

## 6. Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego

### 6.1. Polityka pieniężna w I kwartale 2001 r.

Realizacja krótkookresowego (rocznego) celu inflacyjnego jest jedynie etapem realizacji celu średniookresowego, tj. obniżenia inflacji poniżej 4% do końca 2003 r. W lutym 2001 r. tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżyło się poniżej górnej granicy celu inflacyjnego na rok 2000 r. (5,4% – 6,8%). We wszystkich miesiącach I kwartału wskaźnik CPI mieścił się w przedziale celu na rok 2001, tj. 6% – 8%, a w marcu osiągnął 6,2% i zbliżył się do dolnego końca tego przedziału.

Obserwowany od sierpnia ub.r. powrót na ścieżkę obniżania inflacji, umożliwiający realizację celu średniookresowego, był wynikiem zarówno zanikania skutków działania czynników o charakterze podażowym, jak i podjętego w końcu 1999 r. i w 2000 r. zaostrzenia polityki pieniężnej. Miało ono wpłynąć na czynniki popytowe, zahamować rosnące oczekiwania inflacyjne i ograniczyć wtórne efekty wzrostu cen spowodowane czynnikami podażowymi.

W IV kwartale ub.r. i na początku I kwartału br. odnotowano wiele zjawisk korzystnie wpływających na uwarunkowania realizacji celu inflacyjnego w 2001 r. W konsekwencji, możliwa stała się dwukrotna obniżka stóp procentowych NBP w lutym i marcu 2001 r., każdorazowo o 1 punkt procentowy. Decyzje te weszły w życie odpowiednio 1 i 29 marca. W ich wyniku minimalna stopa 28-dniowych operacji otwartego rynku (stopa referencyjna) została obniżona z 19% do 17%, oprocentowanie kredytu lombardowego obniżono z 23% do 21%, a stopę redyskonta weksli – z 21,5% do 19,5%. Jednocześnie RPP utrzymała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

RPP uznała, że wzrosło prawdopodobieństwo realizacji rocznego celu inflacyjnego blisko dolnej granicy jego przedziału, a zatem w sposób umożliwiający osiągnięcie średniookresowego celu polityki pieniężnej. Nastąpił spadek tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, a także cen produkcji przemysłowej. Niska dynamika tych ostatnich stworzyła korzystne przesłanki dla kształtowania się cen towarów i usług konsumpcyjnych w przyszłości. Dalszej obniżce uległy też wskaźniki inflacji bazowej.

Utrzymały się korzystne dla kształtowania się cen w przyszłości tendencje w zakresie zjawisk monetarnych. Wzrost podaży pieniądza był umiarkowany – podaż pieniądza ogółem w marcu br. była wyższa o 14,9% w porównaniu z końcem marca 2000 r. Nadal stopniowo malała dynamika wzrostu kredytów, przy utrzymującej się wysokiej dynamice wzrostu depozytów złotych. Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na koniec marca 2001 r. wzrosły o 14,6% w porównaniu z marcem 2000 r. podczas gdy dynamika depozytów złotych ogółem w tym okresie wyniosła 18,5%.

Istotnym czynnikiem sprzyjającym obniżeniu stóp procentowych NBP był wyraźny spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i banków. Jak wynika z ankiet Demoskopu, oczekiwana przez osoby prywatne na analogiczny miesiąc następnego roku inflacja roczna obniżyła się z 10,2% w styczniu br. do 7,6% w marcu br. Natomiast w tym samym okresie oczekiwana przez analityków bankowych (ankieta Reutersa) stopa inflacji rok do roku na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku obniżyła się odpowiednio z 6,6% do 5,9%. Przeciwdziałanie wzrostowi oczekiwań inflacyjnych było istotną przesłanką ostatniej podwyżki stóp procentowych w sierpniu ub.r.

Stopniowe zmniejszenie zakresu nierównowagi zewnętrznej przyczyniło się do aprecjacji złotego, co stało się czynnikiem hamującym inflację. Przywracaniu równowagi sprzyjał fakt, że dynamika popytu krajowego w IV kwartale ub.r. była wolniejsza od dynamiki PKB. W tym samym kierunku oddziaływało umiarkowane, zbliżone do zarejestrowanego w 2000 r., tempo wzrostu płac realnych – płace realne w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w okresie styczeń-marzec 2001 r. o 1,6% w skali rocznej.

Mimo korzystnych uwarunkowań procesów inflacyjnych RPP ostrożnie obniżala stopy procentowe – w I kwartale br. w sumie o 2 pkt. proc. Ostrożność ta była podyktowana dwoma czynnikami: silną inercją inflacyjną nadal istniejącą w polskiej gospodarce i dążeniem do zapewnienia trwałego spadku inflacji. W swoich decyzjach RPP uwzględniała konieczność dalszego przełamывania oczekiwań inflacyjnych oraz brała pod uwagę związek dynamiki depozytów i kredytów (szczególnie osób prywatnych) ze zmianami w poziomie nominalnych stóp procentowych. Umiarkowane obniżki stóp procentowych miały na celu niedopuszczenie do odwró-

cenia pozytywnych tendencji w zakresie zjawisk monetarnych. Rada uznała, że utrzymanie silnych bodźców dla wzrostu oszczędności gospodarstw domowych jest niezbędnym czynnikiem trwałego przywracania tendencji do zrównoważonego wzrostu gospodarki.

Wpływ na decyzje RPP miała także ocena bieżących i przyszłych zagrożeń trwałości procesu obniżania inflacji. Zagrożeniem takim pozostaje sytuacja w sektorze finansów publicznych. Dodatkowym czynnikiem jest utrzymujące się ryzyko niezrealizowania założonych przychodów z prywatyzacji, co oznaczałoby konieczność zwiększenia potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych z negatywnymi tego skutkami dla wzrostu podaży pieniądza i popytu. Nadal znaczną niepewnością obarczone są terminowe transfery środków do OFE, których opóźnienia oznaczają faktyczne powiększanie deficytu ekonomicznego. RPP oceniła, że źródłem wzrostu presji popytu na inflację mogą stać się w br. planowane wypłaty rekompensat, odszkodowań za pracę przymusową w III Rzeszy oraz waloryzacja rent i emerytur, mimo rozłożenia tych wypłat w dłuższym horyzoncie czasu. Nadal potencjalnym źródłem napięć inflacyjnych pozostawał rynek artykułów rolnych i żywności.

## 6.2. Podaż pieniądza

Podaż pieniądza ogółem, mierzona agregatem M2<sup>19</sup> na koniec marca 2001 r. ukształtowała się na poziomie 301,0 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec IV kwartału 2000 r. oznacza to przyrost o 6,5 mld zł, tj. nominalnie o 2,2%, zaś w ujęciu realnym o 0,8% (tablica 11). W kolejnych miesiącach I kwartału 2001 r. roczne nominalne tempo wzrostu podaży pieniądza ogółem utrzymywało się na stabilnym poziomie około 15%. W warunkach spadającej inflacji stałe tempo przyrostu podaży pieniądza ogółem w kategoriach nominalnych powoduje jednak przyspieszony realny wzrost podaży pieniądza. Roczne realne tempo wzrostu M2 w pierwszych trzech miesiącach 2001 r. kształtowało się na średnim poziomie około 7,5%, podczas gdy w analogicznym okresie roku 2000 wyniosło ono 3,6%.

<sup>19</sup> Podaż pieniądza ogółem (M2) definiowana jest 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).

Tablica 11  
Dynamika podaży pieniądza w I kwartale 2001 r.

Wyszczególnienie	Dynamika	Poprzedni miesiąc = 100				Analogiczny okres poprzedniego roku = 100			
		styczeń	luty	marzec	I kwartał	styczeń	luty	marzec	I kwartał
<b>Pieniądz</b>									
ogółem	nom.	99,4	101,0	101,9	102,2	114,6	114,6	114,9	114,9
	real.	98,6	100,9	101,3	100,8	106,7	107,5	108,2	113,3
<b>Pieniądz gotówkowy</b>									
	nom.	93,7	101,7	103,2	98,3	95,4	98,1	101,8	101,8
	real.	93,0	101,6	102,7	97,0	88,8	92,0	95,8	100,4
<b>Depozyty</b>									
<b>złotowe</b>									
	nom.	99,9	101,2	100,7	101,8	119,4	119,1	118,5	118,5
	real.	99,2	101,1	100,2	100,4	111,2	111,8	111,6	116,8
<b>Depozyty złotowe osób</b>									
prywatnych	nom.	102,7	102,5	101,5	106,8	122,5	122,6	122,1	122,1
	real.	101,9	102,4	100,9	105,4	114,0	115,0	115,0	120,4
<b>Depozyty złotowe podmiotów</b>									
gospodarczych	nom.	93,2	97,7	98,5	89,7	111,9	110,3	109,1	109,1
	real.	92,4	97,6	98,0	88,5	104,2	103,5	102,7	107,5
<b>Depozyty walutowe (zł)</b>									
	nom.	100,8	99,5	106,8	107,2	108,9	107,5	109,3	109,3
	real.	100,0	99,4	106,2	105,7	101,4	101,0	102,9	107,8
<b>Depozyty walutowe osób</b>									
prywatnych	nom.	101,1	100,0	101,4	102,5	106,4	107,4	111,0	111,0
	real.	100,3	99,9	100,9	101,1	99,0	100,8	104,5	109,4
<b>Depozyty walutowe podmiotów</b>									
gospodarczych	nom.	99,9	98,2	124,4	122,0	117,9	107,6	105,1	105,1
	real.	99,9	98,1	123,7	120,3	109,8	100,9	98,9	103,6

Źródło: NBP, Bilans skonsolidowany systemu bankowego.

Znaczny wzrost podaży pieniądza ogółem w I kwartale 2001 r. nastąpił przede wszystkim w efekcie zwiększenia stanu depozytów złotych osób prywatnych. Wzrost ten nie będzie miał zatem proinflacyjnego wpływu pod warunkiem, że utrzyma się wzrost skłonności do oszczędzania ze strony gospodarstw domowych w systemie bankowym.

Osoby prywatne w I kwartale 2001 r. powiększyły stan swych oszczędności złotych o 10,5 mld zł do poziomu 164,6 mld zł. W poszczególnych miesiącach omawianego okresu kontynuowana była ubiegłoroczna pozytywna tendencja wzrostu tej kategorii zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym. Roczny wskaźnik tempa wzrostu depozytów złotych osób prywatnych w I kwartale br. utrzymywał się na stabilnym, wysokim poziomie: 22,4% – nominalnie; 14,7% – realnie (w I kwartale 2000 r. zwiększyły się one odpowiednio o 15,0% i 4,3%). Na takie ukształtowanie się tej kategorii wpłynęły zarówno impulsy dochodowe, wywołane uruchomieniem na początku br. wypłat jednorazowego wyrównania świadczeń społecznych z tytułu niedoszacowania inflacji w ubiegłym roku, wypłat rekompensat z tytułu niepodwyższania płac w sferze budżetowej oraz wypłat dodatkowych nagród rocznych, tzw. trzynastek, jak również utrzymująca się skłonność do oszczędzania. Należy przypuszczać, że pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, a także pesymistyczne oczekiwania co do rozwoju sytuacji gospodarczej mogą być czynnikami ograniczającymi wzrost konsumpcji i sprzyjającymi utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu depozytów osób prywatnych.

W analizowanym okresie utrzymywała się jednocześnie spadkowa tendencja depozytów złotych przedsiębiorstw. Zmniejszyły się one w I kwartale br. o 6,5 mld zł, do poziomu 56,8 mld zł, tj. o 10,3% nominalnie (spadek w ujęciu realnym wyniósł 11,5%). Na spadek depozytów złotych przedsiębiorstw miało wpływ m.in., obserwowane w bieżącym roku, pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Stan depozytów złotych, zgromadzonych w systemie bankowym na kontach podmiotów sektora niefinansowego zwiększył się I kwartale 2001 r. o 4,0 mld zł, osiągając na koniec marca poziom 221,4 mld zł. Nominalne tempo wzrostu depozytów złotych sektora niefinansowego wyniosło w tym okresie 1,8%, realne zaś 0,4%. W kolejnych miesiącach I kwartału br. utrzymywało się stabilne dwunastomiesięczne tempo wzrostu tej kategorii, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym (średnio o 19,0% i 11,5%).

Depozyty walutowe sektora niefinansowego na koniec marca 2001 r. ukształtowały się na poziomie 11,2 mld USD. W I kwartale br. nastąpiło zwiększenie tej kategorii o 860 mln USD, czego główną przyczyną był wzrost wartości depozytów walutowych podmiotów gospodarczych o 579 mln USD. Depozyty walutowe osób prywatnych zwiększyły się w tym czasie o 282 mln USD.

Stan depozytów walutowych sektora niefinansowego w ujęciu złotowym na koniec marca 2001 r. osiągnął poziom 46,1 mld zł, tj. zwiększył się o 3,1 mld zł. W porównaniu z końcem grudnia 2000 r. tempo wzrostu tej kategorii wyniosło zatem 7,2% w wyrażeniu nominalnym, realnie zaś było równe 5,7%<sup>20</sup>. Obserwowane w analizowanym okresie zwiększenie stanu depozytów walutowych sektora niefinansowego w wyrażeniu złotowym nastąpiło głównie za sprawą wzrostu depozytów walutowych przedsiębiorstw. Na koniec marca 2001 r. zobowiązania systemu bankowego wobec podmiotów gospodarczych wyniosły 12,6 mld zł i zwiększyły się tym samym w ciągu pierwszych trzech miesięcy br. o 2,3 mld zł. Jednakże bezwzględny wzrost depozytów walutowych przedsiębiorstw odnotowano dopiero w ostatnim miesiącu I kwartału 2001 r. (w wyrażeniu złotowym o 2,5 mld zł.); w styczniu i lutym ich stan zmniejszał się. Przyrost, jaki zaobserwowano w marcu br., był głównie konsekwencją złożenia przez Telekomunikację Polską SA, w kilku dużych bankach terminowych lokat walutowych, w związku z wyemitowaniem przez ten podmiot obligacji nominowanych w euro na kwotę około 0,5 mld EUR, tj. 1,8 mld zł. Ponadto, wobec systematycznego umacniania się w tym okresie kursu złotego, przedsiębiorcy dysponujący wolnymi środkami podejmowali w tym czasie decyzje o otwarciu rachunków walutowych, licząc na deprecjację złotego w II połowie 2001 r.

Złotowa wartość depozytów walutowych zgromadzonych w bankach przez osoby prywatne osiągnęła na koniec I kwartału 2001 r. poziom 33,5 mld zł. W odniesieniu do stanu na koniec grudnia 2000 r. nastąpił przyrost tych depozytów o 0,8 mld zł. Oznaczało to tempo wzrostu rzędu 2,5% – nominalnie, realnie zaś 1,1%<sup>21</sup>.

W I kwartale 2001 r. nastąpił spadek pieniądza gotówkowego o około 0,6 mld zł, do poziomu 33,5 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec grudnia 2000 r. oznaczało to zmniejszenie zarówno nominalnego, jak i realnego tempa

<sup>20</sup> Na koniec marca 2001 r. kurs złotego względem dolara kształtował się na poziomie 4,1000 PLN/USD, a 31 grudnia 2000 r. wynosił 4,1432 PLN/USD. Stopień aprecjacji waluty krajowej wyniósł więc w skali kwartału 1,0%, podczas gdy nominalne tempo wzrostu depozytów walutowych sektora niefinansowego w ujęciu złotowym ukształtowało się na poziomie 7,2%. Bez uwzględnienia efektu kursowego wartość złotowa omawianej kategorii zwiększyłaby się więc w I kwartale 2001 r. o 3,5 mld zł.

<sup>21</sup> Efekt kursowy przyczynił się do zmniejszenia, w ciągu omawianego okresu, wartości depozytów walutowych osób prywatnych w ujęciu złotowym o 0,3 mld zł.

wzrostu pieniądza gotówkowego odpowiednio o 1,7% i 3,0%. Jednak bezwzględny spadek podaży pieniądza gotówkowego miał miejsce tylko w styczniu br. i był uwarunkowany zmianami o charakterze sezonowym<sup>22</sup>. W kolejnych miesiącach I kwartału 2001 r. odnotowywano przyrosty gotówki. Analiza dwunastomiesięcznych wskaźników dynamiki nominalnej i realnej pieniądza gotówkowego wskazuje na utrzymywanie się w kolejnych miesiącach br. systematycznej tendencji wzrostowej tej kategorii. Związane jest to z wyżej opisanymi impulsami dochodowymi. Część pochodzących z nich środków zwiększyła stan pieniądza gotówkowego w obiegu, część zaś została ulokowana w postaci depozytów osób prywatnych.

### *Czynniki kreacji pieniądza*

Źródłem kreacji pieniądza w systemie bankowym w I kwartale 2001 r. był przede wszystkim przyrost aktywów zagranicznych netto oraz **należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych**<sup>23</sup>, czyli głównie kredytów bankowych (tablica 12).

Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na koniec marca 2001 r. wzrosły o 14,6% w porównaniu z marcem 2000 r. Tempo ich wzrostu stopniowo malało w poszczególnych miesiącach I kwartału. Należności od podmiotów gospodarczych były w tym okresie wyższe niż przed rokiem o 11,7%, a od osób prywatnych o 25,7% (wykres 19). W wyrażeniu realnym<sup>24</sup> wzrost należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na koniec marca 2001 r. wyniósł 7,9%.

W porównaniu ze stanem na koniec 2000 r. kredyty bankowe w I kwartale br. przyrosły o 4,4 mld zł dla podmiotów gospodarczych i o 0,2 mld zł dla osób prywatnych. Analogiczne przyrosty dla I kwartału ub.r. wyniosły odpowiednio: 6,2 i 1,9 mld zł.

Zmniejszające się tempo zadłużania z tytułu kredytów bankowych osób prywatnych w I kwartale br. dotyczyło wszystkich rodzajów kredytów bankowych udzielanych

<sup>22</sup> Spadek pieniądza gotówkowego w styczniu obserwuje się począwszy od 1996 r.

<sup>23</sup> Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych składają się z wszystkich kategorii kredytów, niezależnie od ich standardu, jak również skupionych wierzytelności, zrealizowanych gwarancji i poręczeń, odsetek, należności z tytułu dopłat do oprocentowania kredytów preferencyjnych na cele rolnicze.

<sup>24</sup> Po uwzględnieniu dwunastomiesięcznego wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, wynoszącego 6,2%.

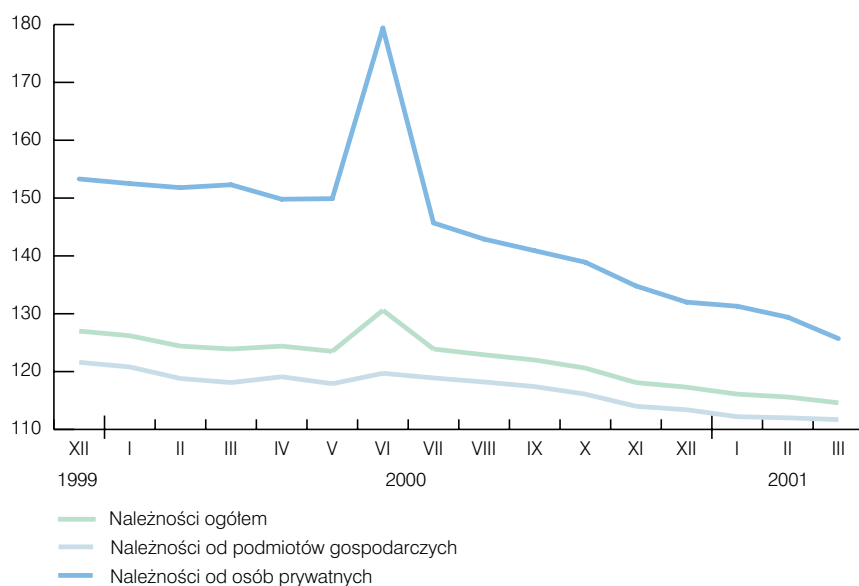


Tablica 12  
Czynniki kreacji pieniądza

Wyszczególnienie	Przyrost w I kwartale 2000	Przyrost w I kwartale 2001
	w mld zł	w mld zł
<b>Podaż pieniądza ogółem</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,5</b>
Aktywa zagraniczne netto	4,7	5,0
Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	8,1	4,6
Zadłużenie sektora budżetowego	-9,4	-5,4
Saldo pozostałych pozycji netto	-4,9	2,3

Źródło: dane NBP - Bankowa Informacja Statystyczna.

Wykres 19  
Dynamika należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych  
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane NBP.

osobom prywatnym, a szczególnie kredytów o charakterze konsumpcyjnym (tablica 13 oraz wykres 20).

W I kwartale br. odnotowano wzrost popytu na kredyty walutowe, na skutek utrzymującej się aprecjacji złotego. Udział należności walutowych w strukturze należności ogółem wynosił na koniec marca 2001 r. 21,9%, wobec 21,0% na koniec 2000 r.

Tablica 13

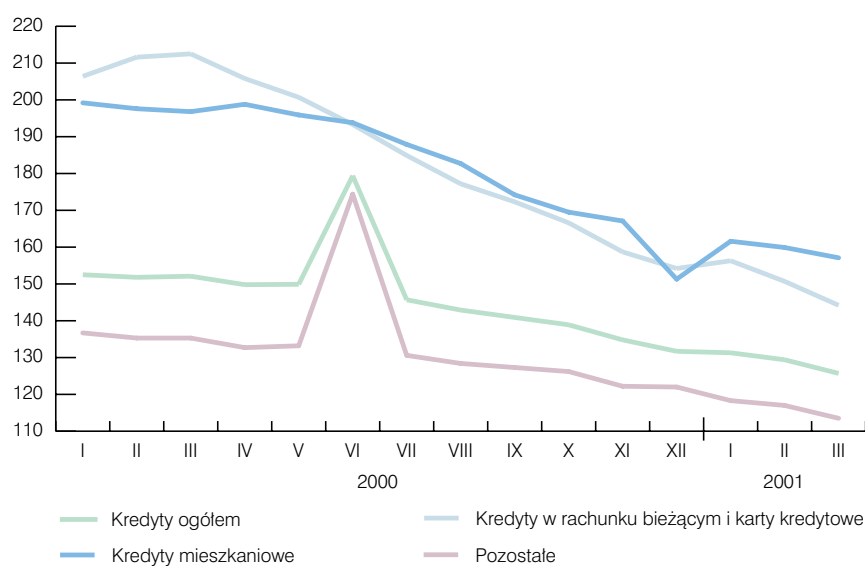
## Dynamika i struktura należności ogółem od osób prywatnych

Wyszczególnienie	Przyrost w I kwartale		Struktura stanu	
	należności na koniec		należności na koniec	
	2000	2001	marca 2000	marca 2001
	w mld zł		w %	
<b>Zadłużenie z tytułu kredytów bankowych</b>				
<b>ogółem, z tego:</b>	<b>1,9</b>	<b>0,2</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
kredyty w rachunku bieżącym i związane z funkcjonowaniem kart kredytowych	0,4	0,1	16,1	18,4
kredyty mieszkaniowe	0,6	0,5	16,7	20,9
pozostałe*	0,9	-0,4	67,2	60,7

\* 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.

Źródło: dane NBP – Bankowa Informacja Statystyczna.

Wykres 20

Dynamika należności od osób prywatnych  
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

Źródło: dane NBP.

*Aktywa zagraniczne netto*

Aktywa zagraniczne netto<sup>25</sup> systemu bankowego wzrosły o 3,8% i osiągnęły na koniec I kwartału 2001 r. 137,1 mld PLN. Wynika to ze wzrostu aktywów zagranicznych (o 2,5% do 171,9 mld PLN) i jednoczesnego obniżenia pasywów zagranicznych (o 2,2% do 34,8 mld PLN). W wyrażeniu dolarowym aktywa zagraniczne netto na koniec I kwartału 2001 r. wyniosły 33,4 mld

Tablica 14

*Aktywa zagraniczne netto w I kwartale 2001 r. (w mln zł)*

<b>Aktywa zagraniczne netto</b>	<b>Stan na 29.12.2000</b>	<b>Stan na 30.03.2001</b>	<b>Przyrost w %</b>
System bankowy	132.045,6	137.076,5	3,81
Narodowy Bank Polski	112.194,2	113.590,7	1,24
Banki komercyjne	19.851,4	23.485,8	18,31

Źródło: dane NBP - Bankowa Informacja Statystyczna.

USD. Umocnienie kursu walutowego PLN wobec USD przyczyniło się do wzrostu aktywów zagranicznych netto w wyrażeniu dolarowym.

W I kwartale 2001 r., podobnie jak w 2000 r., rosła rola banków komercyjnych, której wyrazem jest wzrost udziału ich aktywów zagranicznych netto w aktywach zagranicznych netto systemu bankowego z 15,0% na koniec 2000 r. do 17,1% na koniec I kwartału 2001 r. Aktywa zagraniczne netto banków komercyjnych wzrosły o 18,3% do 23,5 mld zł.

Aktywa zagraniczne netto NBP wyniosły na koniec I kwartału 2001 r. 113,6 mld zł, co oznaczało wzrost o 1,2% w porównaniu ze stanem na koniec 2000 r. Oficjalne aktywa rezerwowe, stanowiące główną część aktywów zagranicznych netto NBP, kształtowały się stabilnie

<sup>25</sup> Aktywa zagraniczne netto systemu bankowego obejmują aktywa zagraniczne (oficjalne aktywa rezerwowe i pozostałe aktywa zagraniczne), pozostające w dyspozycji NBP i aktywa zagraniczne banków komercyjnych pomniejszone o pasywa zagraniczne NBP i banków komercyjnych wobec nierezydentów w walutach obcych i w walucie krajowej.

w ciągu I kwartału 2001 r. Ich wartość w wyrażeniu złotowym mieściła się w przedziale 114,8 – 117,0 mld zł. Zmiany wartości wynikały przede wszystkim z transakcji na rachunku walutowym budżetu (wpłata części środków uzyskanych z emisji euroobligacji i wypłata w związku z obsługą zadłużenia zagranicznego budżetu).

### *Zadłużenie netto sektora budżetowego*

Zadłużenie netto sektora budżetowego w krajowym systemie bankowym osiągnęło na koniec marca br. poziom 45,4 mld zł, co oznacza, że w stosunku do grudnia poprzedniego roku zmniejszyło się o 5,4 mld zł, tj. o 10,6%. Było to rezultatem spadku zobowiązań sektora budżetowego wobec systemu bankowego o 2,5 mld zł oraz przyrostu jego depozytów o 2,9 mld zł.

Największy wpływ na kształtowanie się tego czynnika kreacji pieniądza wywarła sytuacja finansowa budżetu państwa. Zadłużenie netto tego segmentu sektora budżetowego obniżyło się w I kwartale br. o 2,4 mld zł, podczas gdy w tym samym okresie ub.r. spadek zobowiązań netto był znacznie większy i wyniósł 7,5 mld zł. Było to efektem wyższych niż w ub.r. potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (głównie w wyniku wysokiego deficytu budżetowego), przy znacznie niższym dopływie środków spoza systemu bankowego, przeznaczanych na pokrycie tych potrzeb (zarówno ze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych, jak i z prywatyzacji). Trudna sytuacja finansowa budżetu państwa w I kwartale br. zmuszała do korzystania w większym

*Tablica 15*

*Zmiany zadłużenia netto sektora budżetowego w I kwartale 2001 r. (w mln zł)*

	Stan na 31.12.2000	Zmiany			Stan na 31.03.2001
		styczeń	luty	marzec	
<b>Zadłużenie netto</b>					
<b>sektora budżetowego</b>	<b>50.758,3</b>	<b>-4.116,8</b>	<b>-1.167,5</b>	<b>-89,0</b>	<b>45.385,1</b>
z tego:					
– budżetu państwa	55.491,5	-4.216,8	1.221,9	633,0	53.129,6
– funduszy celowych	-2.609,7	866,9	-916,4	-896,1	-3.555,3
– budżetów terenowych	-2.123,5	-766,8	-1.473,1	174,2	-4.189,1

Źródło: NBP, Bilans skonsolidowany systemu bankowego.

stopniu ze środków zgromadzonych na rachunkach bankowych. W rezultacie, po wysokim spadku zadłużenia netto budżetu państwa w styczniu br. – o 4,2 mld zł, wzrosło ono w lutym i marcu o 1,2 mld zł i 0,6 mld zł.

Na zmniejszenie zadłużenia netto sektora budżetowego w I kwartale br. oddziaływała również sytuacja pozostałych segmentów sektora budżetowego. Budżety terenowe i fundusze celowe odnotowały, podobnie jak w latach ubiegłych, spadek zobowiązań netto o 3,0 mld zł. Z jednej strony było to wynikiem zmniejszenia należności tych segmentów wobec systemu bankowego (głównie funduszy celowych), z drugiej – przyrostu środków na rachunkach bankowych.

### 6.3. Transmisja polityki monetarnej

#### 6.3.1. Stopa procentowa

Bank centralny wpływa na poziom stóp procentowych na rynku międzybankowym poprzez operacje otwartego rynku, przy czym najsilniej oddziałuje na oprocentowanie instrumentów o zapadalności porównywalnej z zapadalnością prowadzonych przez bank centralny operacji.

Zmiany stóp rynku międzybankowego wpływają bezpośrednio lub pośrednio na zachowania banków i podmiotów niebankowych. Pod wpływem m.in. zmian stóp rynku międzybankowego banki ustalają poziom stóp kredytowych i depozytowych.

Natomiast przychodowość instrumentów o dłuższych terminach wykupu kształtuje się w dużej mierze – zgodnie z tzw. *teorią oczekiwań* – pod wpływem oczekiwań dotyczących poziomu krótkookresowych, nominalnych stóp procentowych w przyszłości. Te z kolei zależą od oceny perspektyw inflacji oraz oczekiwanego poziomu realnych stóp procentowych, niezbędnych w danych warunkach gospodarczych do osiągnięcia tego poziomu inflacji w przyszłości. Dlatego też banki centralne poprzez analizę rozkładu przychodowości dłuższych instrumentów mogą obserwować oczekiwania rynku, dotyczące polityki stóp procentowych banku centralnego.

Oczekiwania nie są jednak jedynym czynnikiem wpływającym na wycenę tych instrumentów. W Polsce, z uwagi na ujemnie nachylony kształt krzywej przychodowości (przychodowość instrumentów długookresowych jest niższa niż krótkookresowych), istotny wpływ

na wycenę instrumentów długookresowych ma koszt finansowania zakupu tych instrumentów, określony przez bieżący poziom krótkookresowych stóp procentowych. Kupując np. obligację 5-letnią, inwestor musi liczyć się z tym, że przez pewien okres inwestycja ta przynosić będzie koszty alternatywne, a im bardziej będzie nachylna krzywa przychodowości (np. z uwagi na niski poziom oczekiwanej inflacji), tym koszty te będą większe. Ma to szczególnie wpływ na zachowanie podmiotów, mających relatywnie krótki horyzont inwestycyjny. Innym czynnikiem mającym wpływ na bieżące ceny aktywów finansowych jest płynność rynku. Rynki finansowe w Polsce nie są rynkami w pełni efektywnymi. Powoduje to, że na wycenę aktywów finansowych mogą oddziaływać również krótkookresowe zmiany relacji popytu i podaży. W związku z powyższymi uwarunkowaniami wnioskowanie dotyczące rozkładu stóp procentowych w przyszłości obarczone jest znaczną niepewnością.

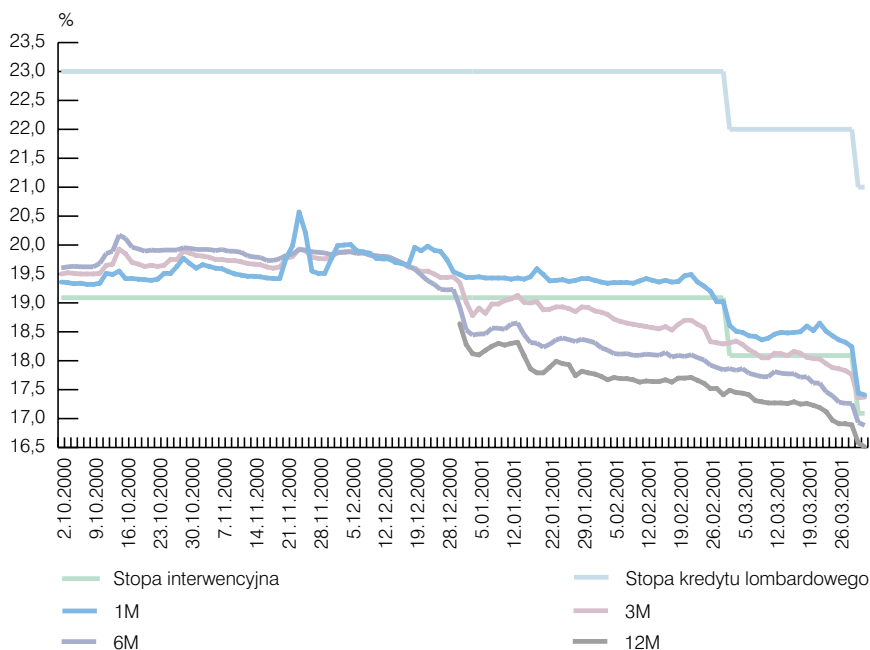
Do obserwacji oczekiwań przyszłych stóp procentowych Narodowy Bank Polski wykorzystuje m.in. analizę cen terminowych kontraktów na stopy procentowe (*forward rate agreements* – FRA) oraz analizę krzywej dochodowości skarbowych papierów wartościowych.

#### *Polityka pieniężna a stopy procentowe na rynku międzybankowym*

W I kwartale br. 1-miesięczna stopa WIBOR kształtowała się powyżej poziomu stopy referencyjnej NBP, wyznaczającej minimalną rentowność 28-dniowych bonów pieniężnych NBP, które są podstawowym instrumentem wykorzystywanym przez NBP w operacjach otwartego rynku. Średnie odchylenie między tymi dwiema stopami procentowymi wyniosło 32 punkty bazowe. Z uwagi na oczekiwania obniżki stóp procentowych przez NBP, oprocentowanie depozytów międzybankowych o dłuższych terminach zapadalności kształtowało się poniżej stopy referencyjnej. W miarę wydłużania się terminu zapadalności depozytu międzybankowego wartość odchylenia zwiększała się. Dla 12-miesięcznej stawki WIBOR jego średnia wartość wyniosła 110 punktów bazowych (wykres 21).

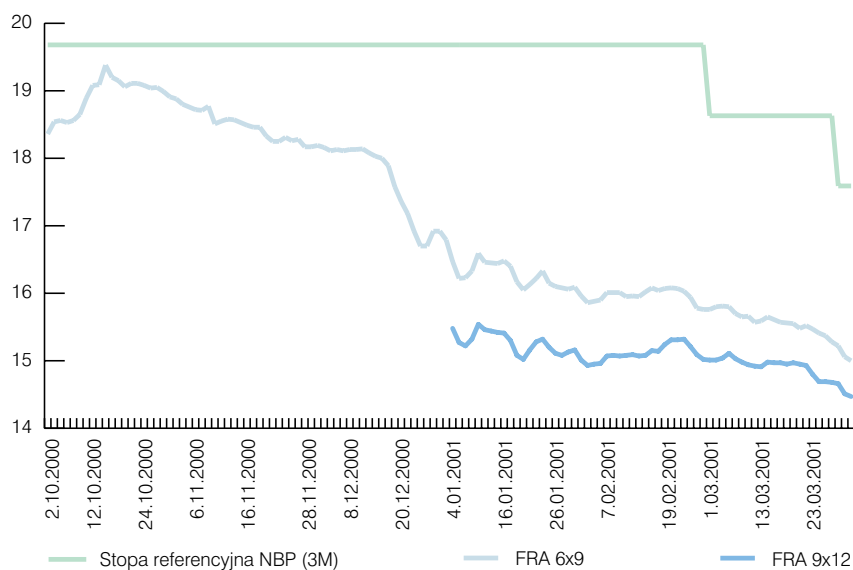
Dostosowawczy – w stosunku do wysokości stopy referencyjnej NBP – charakter zmian 1-miesięcznej stawki WIBOR potwierdzają skokowe obniżki stawek oprocentowania po lutowej i marcowej decyzji RPP o redukcji stóp

Wykres 21  
Stopy rynku pieniężnego



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 22  
Stawki oprocentowania kontraktów FRA na WIBOR 3M



Źródło: dane Reuters, NBP.

podstawowych NBP o 100 punktów bazowych. W dniach 1 marca i 29 marca stawki 1-miesięcznego WIBOR-u obniżyły się odpowiednio o 41 punktów bazowych i 80 punktów bazowych. Mniejsza skala spadku stóp rynku międzybankowego niż stóp NBP wynikała z dyskontowania przez rynek obniżek stóp procentowych jeszcze przed podjęciem decyzji przez RPP. W przypadku 12-miesięcznej stawki WIBOR reakcja na zmianę stóp podstawowych NBP była znacznie słabsza i wyniosła po lutowym i marcowym posiedzeniu RPP odpowiednio 1 i 30 punktów bazowych.

Zależność między zmianą 1-miesięcznej stawki WIBOR a zmianą oprocentowania dłuższych depozytów w I kwartale 2001 r. staje się coraz słabsza wraz z wydłużaniem się terminu zapadalności depozytu międzybankowego. Dla 9- i 12-miesięcznych depozytów wskaźnik korelacji jest nieistotny statystycznie. Zjawisko to wynika z faktu, że proces dyskontowania przyszłych zmian w polityce pieniężnej rozpoczął się już w połowie grudnia 2000 r. Na skutek polepszenia się podstawowych wskaźników makroekonomicznych zmniejszyło się ryzyko inwestycji w polskie aktywa, co spowodowało, że dłuższe stopy rynku pieniężnego obniżyły się już w końcu ub.r. (wykres 22).

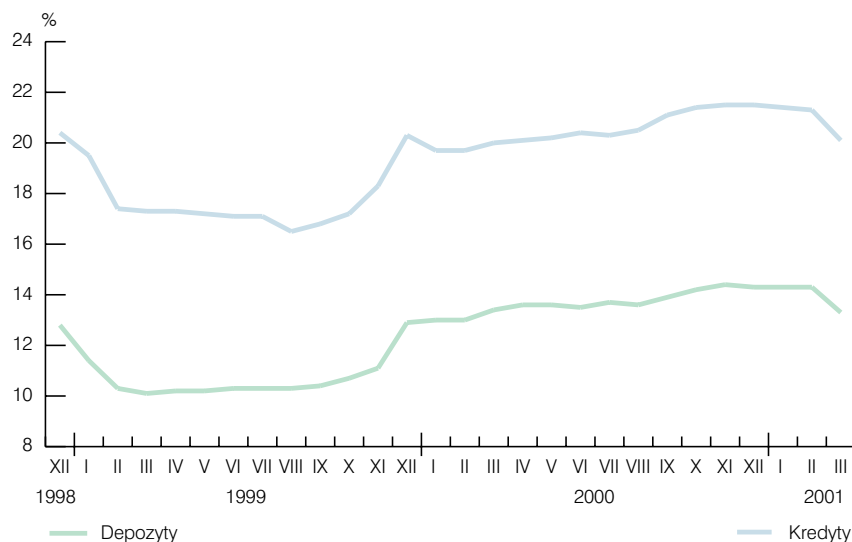
### *Reakcja banków na politykę banku centralnego*

Oprocentowanie depozytów w bankach komercyjnych zaczęło spadać po obniżce stóp przez NBP, natomiast oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw spadało stopniowo od początku roku wraz z obniżającymi się stopami procentowymi na rynku międzybankowym (wykres 23). Zmiany oprocentowania depozytów zależą silniej od zmian stóp procentowych NBP niż od zmian oprocentowania na rynku międzybankowym. Natomiast pod wpływem tych ostatnich w znacznej mierze kształtuje się oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych. Zważywszy, że ostatnia redukcja stóp procentowych NBP miała miejsce pod koniec marca br., należy się spodziewać, że banki zakończą proces dostosowywania oferowanego przez siebie oprocentowania w maju.

W marcu oprocentowanie depozytów terminowych osób prywatnych obniżyło się o 100 punktów bazowych. W najmniejszym stopniu banki obniżyły oprocentowanie depozytów 1-miesięcznych (o 70 punktów), w największym zaś – depozytów 12- i 36 miesięcznych, odpowiednio o 130 i 120 punktów. Mimo utrzymującej się stosunkowo niskiej dynamiki depozytów podmiotów go-



Wykres 23  
Średnie ważone oprocentowanie depozytów terminowych i kredytów



Źródło: dane NBP.

spodarczych, oprocentowanie depozytów terminowych przedsiębiorstw obniżyło się tylko nieznacznie mniej niż wykazujących wysokie tempo wzrostu depozytów osób prywatnych (o 90 punktów). W największym stopniu – o 100 punktów bazowych – obniżyło się oprocentowanie depozytów 1-miesięcznych, stanowiących około 60-70% depozytów terminowych przedsiębiorstw. Oprocentowanie innych depozytów o zapadalności do 12 miesięcy obniżyło się o 60-70 punktów. Wzrosło natomiast oprocentowanie depozytów 24-miesięcznych; ich udział w ogólnej kwocie depozytów terminowych podmiotów gospodarczych jest jednak marginalny.

Oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych pozostało na nie zmienionym poziomie w pierwszych dwóch miesiącach kwartału. Po obniżce stóp procentowych przez bank centralny w lutym, banki komercyjne zmniejszyły w marcu oprocentowanie tych kredytów o 70 punktów bazowych. Natomiast oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych, silnie powiązane ze stopami procentowymi na rynku międzybankowym, spadało – jak wspomniano wcześniej – od początku bieżącego roku. Do lutego obniżyło się ono o 30 punktów, zaś po obniżce stóp przez NBP – o dalsze 130 punktów.

### *Stopy procentowe i popyt na kredyty*

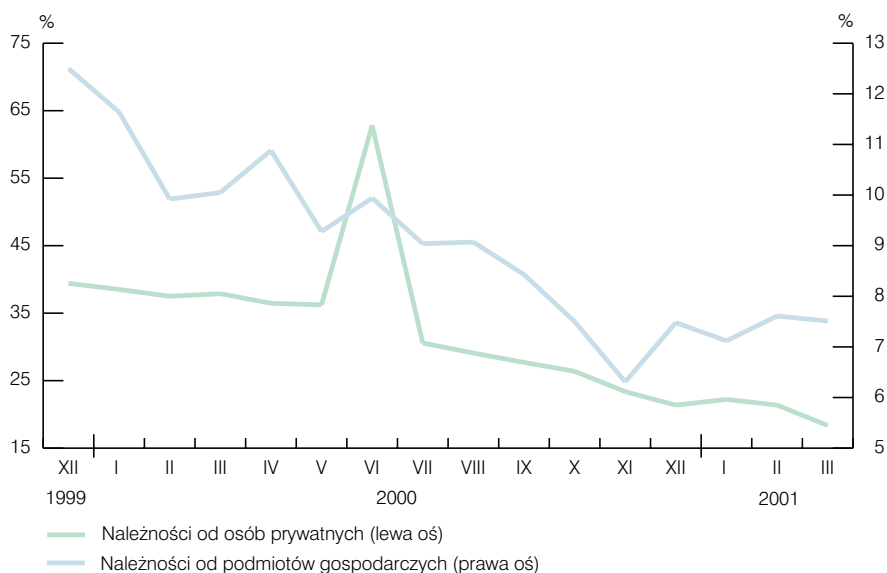
W I kwartale 2001 r. realne tempo wzrostu należności od przedsiębiorstw oscylowało wokół poziomu osiągniętego w grudniu ub.r. Do lutego w analogiczny sposób zachowywało się również realne tempo wzrostu należności od osób prywatnych<sup>26</sup>. Jego wyraźniejszy spadek nastąpił w marcu (wykres 24). W rezultacie w stosunku do końca poprzedniego kwartału realne zadłużenie osób prywatnych wobec banków komercyjnych zmniejszyło się o 3,2 pkt. proc. Popyt na kredyty był zatem (poza marcem) dość stabilny. Wpływ obniżek stóp procentowych, dokonanych przez NBP w lutym i marcu 2001 r. ujawni się dopiero w drugim i trzecim kwartale br.

Podobnie jak w ub.r. gospodarstwa domowe stosunkowo szybko zwiększały swój popyt na kredyty mieszkaniowe. Ze względu na znaczną dodatnią różnicę oprocentowania kredytu złotowego i walutowego popyt gospodarstw domowych kierował się przede wszystkim na kredyty walutowe, w tym szczególnie długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 5 lat). Niektóre banki komercyjne starają się zmniejszyć ryzyko kursowe, na które narażony jest kredytobiorca zaciągający kredyt walutowy, ułatwiając zmianę waluty, w jakiej zaciągnięty jest kredyt. Kredyty mieszkaniowe stanowiły w marcu blisko 52% sumy kredytów walutowych (w grudniu ub.r. – około 46%) oraz odpowiednio 4,6% i 6,1% należności od osób prywatnych. Udział kredytów i pożyczek walutowych w kwocie kredytów i pożyczek ogółem dla osób prywatnych zwiększył się z 9,9% w grudniu 2000 r. do 11,8% w marcu 2001 r. Podobnie jak w minionym roku, w kwocie należności od gospodarstw domowych zmniejszał się udział kredytów na zakupy w systemie ratalnym. Spadł również udział kredytów w rachunku bieżącym, jednak głównie z powodu zmniejszenia zainteresowania kredytami walutowymi tego rodzaju.

<sup>26</sup> Należności od osób prywatnych obejmują: kredyty i pożyczki, skupione wierzytelności oraz zrealizowane gwarancje i zapadłe odsetki. Około 98% należności osób prywatnych w I kwartale 2001 r. stanowiły kredyty i pożyczki. Należności od podmiotów gospodarczych obejmują wymienione już pozycje oraz dłużne papiery wartościowe, operacje z przyrzeczeniem odkupu i tzw. pozostałe pozycje. W I kwartale br. kredyty i pożyczki stanowiły około 92% należności od podmiotów gospodarczych.

Wykres 24

*Tempo wzrostu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych  
(w wyrażeniu realnym, w stosunku do analogicznego miesiąca ub.r.)*



Źródło: dane NBP i GUS, obliczenia NBP.

Struktura należności od podmiotów gospodarczych z punktu widzenia przedmiotu finansowania jest znacznie bardziej stabilna. Jednak również w kwocie należności od przedsiębiorstw wzrósł udział należności walutowych (z 32,9% w grudniu 2000 r. do 33,9% w marcu 2001 r.).

Z badań ankietowych prowadzonych przez NBP wśród przedsiębiorstw<sup>27</sup> wynika, że w I kwartale 2001 r., podobnie jak w ostatnim kwartale ub.r., poziom stóp procentowych był, obok niskiego popytu, najczęściej wymieniany jako ważna przeszkoda w działaniu przedsiębiorstw. Może to w bliskiej przyszłości skłaniać przedsiębiorstwa do finansowania się w większym stopniu za pomocą środków własnych.

Źródłem finansowania zewnętrznego dla podmiotów gospodarczych jest, obok kredytów zaciąganych na rynku krajowym, emisja papierów wartościowych na rynku krajowym i zagranicznym oraz kredyty za-

<sup>27</sup> W badaniu wzięło udział 309 podmiotów wybranych z terenu całego kraju. Próba ta nie jest w pełni reprezentatywna i odwzorowuje głównie sytuację dużych przedsiębiorstw krajowych.

graniczne. W chwili oddawania do druku niniejszego *Raportu* brakuje jednak danych dotyczących zadłużenia zagranicznego w I kwartale br. Zadłużenie z tytułu emisji krótkoterminowych papierów wartościowych na koniec kwartału wyniosło 11,5 mld zł, co oznacza, że w stosunku do analogicznego miesiąca ub.r. zwiększyło się nominalnie o 35,6%. Zadłużenie z tytułu emisji papierów długoterminowych po gwałtownym wzroście w ostatnim kwartale ub.r. obniżyło się o 0,2 mld zł i wyniosło na koniec marca br. 6,9 mld zł. W stosunku do analogicznego miesiąca ub.r. było ono większe o 123% (w grudniu 2000 r. dynamika ta wynosiła 223%). W marcu relacja zadłużenia podmiotów gospodarczych z tytułu emisji krótko- i długoterminowych papierów wartościowych do zadłużenia wobec systemu bankowego wyniosła 11,3% i była niemal identyczna jak w grudniu 2000 r. Należy jednak podkreślić, że część wyemitowanych przez przedsiębiorstwa papierów dłużnych – według danych NBP jest to około 20 – 30% – znajduje się w posiadaniu banków komercyjnych, tzn. stanowi należność od sektora niefinansowego.

### *Oczekiwane stopy procentowe*

W I kwartale 2001 r. oczekiwania co do zakresu obniżki stóp procentowych przez NBP w ciągu kwartału nie ulegały zasadniczym zmianom<sup>28</sup>. Oczekiwania uczestników rynku pieniężnego, dotyczące kierunku polityki pieniężnej w całym 2001 r., zostały uformowane na przełomie roku pod wpływem dobrych wiadomości makroekonomicznych: utrwalenia się tendencji spadkowej inflacji oraz kontynuacji zmniejszania się deficytu rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Analiza rynku terminowych kontraktów na stopę procentową (FRA) pozwala stwierdzić, że w pierw-

<sup>28</sup> Porównując kontrakt FRA na 3-miesięczny WIBOR za 9 miesięcy (FRA 9x12) z dnia 2 stycznia 2001 r. z kontraktem FRA na 3-miesięczny WIBOR za 6 miesięcy (FRA 6x9) z dnia 30 marca 2001 r., można stwierdzić, że rynek w nieznacznym stopniu zmienił swoje oczekiwania, dotyczące zmiany stóp procentowych NBP w całym 2001 r. Oba kontrakty wyceniają oczekiwania na zmianę stóp do końca grudnia br. Oprocentowanie FRA 9x12, wynoszące na początku kwartału 15,48%, na koniec kwartału wyniosło 15,00% (cena FRA 6x9). Zmiana ceny kontraktu FRA 9x12, który po 3 miesiącach stał się FRA 6x9, o 48 punktów bazowych jest stosunkowo nieznacząca, jeśli weźmie się pod uwagę długość analizowanego okresu. Dowodzi to stabilności oczekiwań co do zmiany stopy referencyjnej NBP w roku 2001 r.

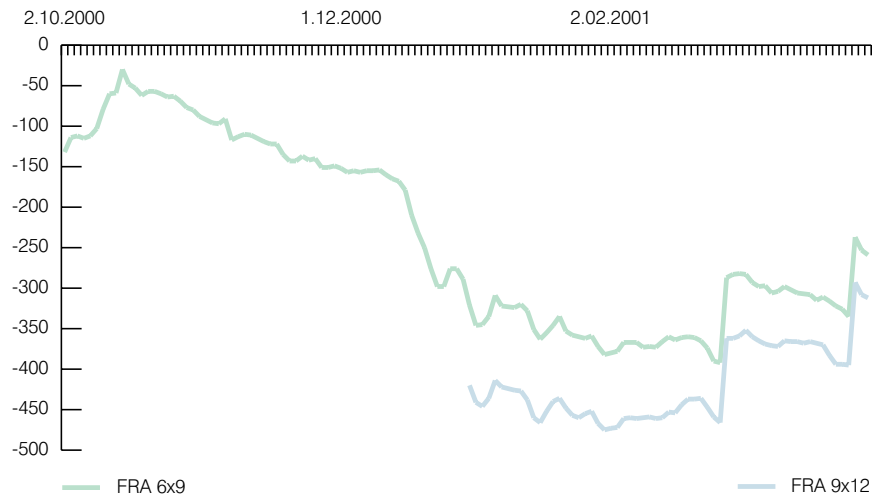
szej połowie stycznia br. uczestnicy rynku oczekiwali, iż łączna obniżka stóp procentowych w horyzoncie 12-miesięcznym wyniesie około 450 punktów bazowych (tyle bowiem wynosiło odchylenie stawki oprocentowania kontraktu FRA 9x12 od stopy referencyjnej NBP przeliczonej na stopę 3-miesięczną). Na koniec I kwartału uczestnicy rynku oczekiwali, że wielkość kolejnych obniżek do końca roku wyniesie około 250 punktów bazowych (jest to wartość odchylenia stawki oprocentowania kontraktu FRA 6x9, zapadającego na koniec roku, od podobnie wyliczonej stopy NBP). Zmniejszenie oczekiwań na obniżkę stóp do końca roku o 200 punktów bazowych odzwierciedlało fakt dokonania przez RPP w tym okresie dwóch obniżek stopy referencyjnej NBP (wykres 25).

Oczekiwania co do zmian stóp procentowych w dłuższym okresie można analizować przy wykorzystaniu krzywej zerokuponowej<sup>29</sup> rynku skarbowych papierów wartościowych. W całym I kwartale br. krzywa dochodowości przesunęła się w dół o około 200 punktów bazowych w krótkim końcu, o około 50 punktów bazowych w środkowym odcinku i o 10 punktów bazowych w długim. Nastąpiło zatem spłaszczenie krzywej (wykres 26). Na odcinku do roku przesunięcie krzywej miało charakter dostosowawczy do zmiany poziomu stopy referencyjnej NBP. W trakcie analizowanego okresu średnio- i długookresowe stopy procentowe początkowo spadały (spadek ten rozpoczął się w IV kwartale ub.r.), a następnie w ograniczonym zakresie wzrosły.

Stosunkowo mała wrażliwość środkowego i długiego końca krzywej dochodowości na obniżki stóp procentowych, jak również ich wzrost w drugiej połowie analizowanego okresu, wynikały z działania kilku czynników nakładających się na siebie. Po pierwsze, rynek uwzględnił obniżenie stóp procentowych w roku 2001 w dużej mierze już w IV kwartale ub.r. Oczekiwania te najsilniej odzwierciedliły się w zachowaniu stóp średnio- i długookresowych. Po drugie, rynek zrewidował swoje oczekiwania co do tempa obniżania stóp procentowych banku centralnego. Na początku I kwartału rynek wycenił obligacje o dłuż-

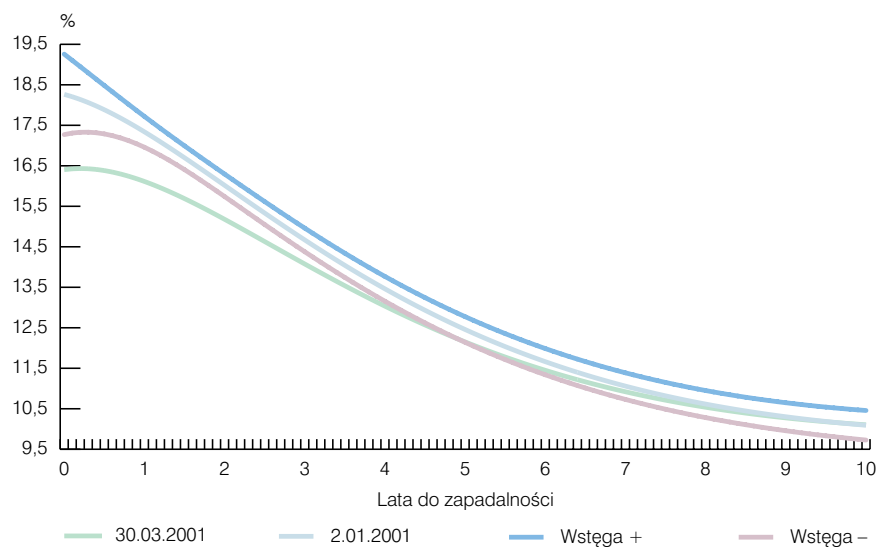
<sup>29</sup> Informacje na temat krzywej zerokuponowej są zawarte w *Raporcie o inflacji...*

**Wykres 25**  
**Odchylenie stawki FRA od stopy referencyjnej NBP w ujęciu 3M**



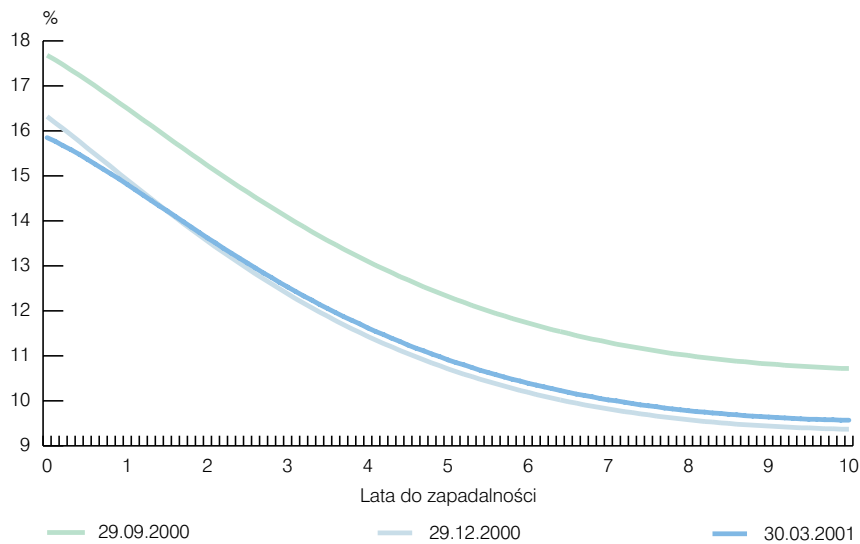
Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

**Wykres 26**  
**Zerokuponowe krzywe dochodowości - wstęga poziomą ufności**



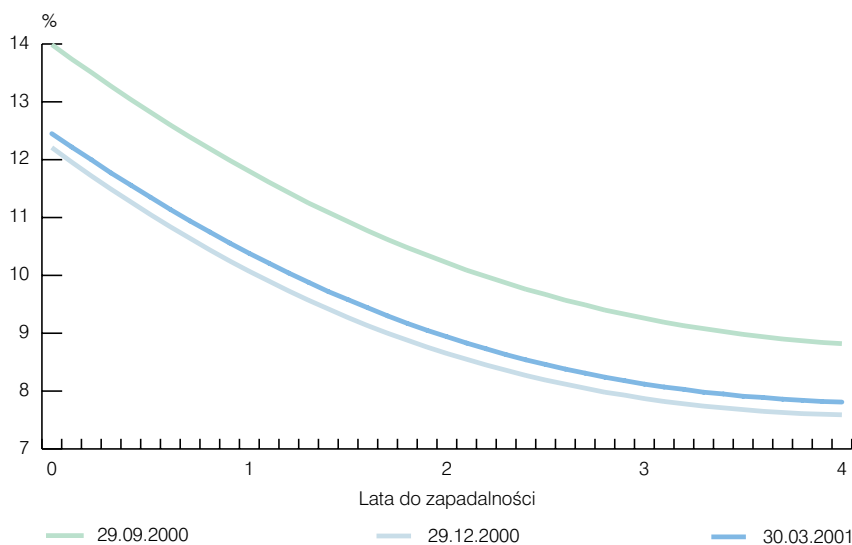
Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

Wykres 27  
Zerokuponowe krzywe dochodowości



Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

Wykres 28  
Wynikowe przyszłe roczne stopy procentowe



Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

szym terminie zapadalności, zakładając szybkie tempo obniżki stóp procentowych. Brak obniżki stóp procentowych w styczniu i stopniowy sposób obniżania stóp procentowych przez bank centralny spowodowały, że uczestnicy rynku żądali wyższych rentowności w odniesieniu do papierów skarbowych na długim odcinku krzywej. Było to związane z ograniczeniem aktywności przez inwestorów nastawionych na realizację krótkookresowych zysków kapitałowych. Stało się tak, ponieważ zajęcie pozycji spekulacyjnej w długim końcu polskiej krzywej dochodowości wiąże się z wysokimi kosztami jej finansowania (ze względu na wysoki poziom krótkookresowych stóp procentowych). Utrzymanie przez RPP neutralnego nastawienia polityki monetarnej mogło zostać odczytane jako zapowiedź zmniejszenia tempa dalszych obniżek stóp. Po trzeciej, chociaż dane makroekonomiczne pokazywały utrwalenie się pozytywnych tendencji makroekonomicznych, powstały obawy związane z szybką realizacją założonego na ten rok deficytu budżetowego i zagrożeniami realizacji założeń dotyczących wpływów z prywatyzacji. W konsekwencji – w opinii rynku – powstała groźba zwiększenia przez Ministerstwo Finansów podaży skarbowych papierów wartościowych, co znalazło odzwierciedlenie w cenach obligacji.

Z analizy zerokuponowej krzywej dochodowości wynika, że oczekiwana przez rynek struktura stóp procentowych na koniec br. była zbliżona na początku i końcu kwartału, dlatego środkowy i długi koniec był stabilny, a krótki zmieniał swoje położenie, dostosowując się do obniżek stóp procentowych banku centralnego (wykres 27).

Obliczona w I kwartale br. wynikowa roczna stopa procentowa (przychodowość skarbowych papierów wartościowych o okresie zapadalności 1 roku) na rok 2003 pokazuje, że w okresie realizacji średnioterminowego celu inflacyjnego rynek oczekiwał, że przychodowość tych instrumentów kształtować się będzie na poziomie około 12 procent. Oznacza to, że rynek spodziewał się kontynuacji prowadzenia ostrożnej polityki pieniężnej przy założeniu realizacji średniookresowego celu inflacyjnego. W analizowanym kwartale zmiany oczekiwań w tym zakresie były nieznaczne. Zasadniczej rewizji oczekiwań co do poziomu stopy procentowej w 2003 r. rynek dokonał bowiem już w IV kwartale ub.r. (wykres 28).



### 6.3.2. Kurs walutowy

Na wartość złotego wobec dolara i euro w I kwartale 2001 r. miały wpływ: czynniki wewnętrzne oraz zmiany kursu krzyżowego euro do dolara na rynku międzynarodowym.

Warunki rynku krajowego sprzyjały wzrostowi popytu na polską walutę. Spadkowa tendencja inflacji oraz obniżające się od II połowy 2000 r. tempo wzrostu gospodarczego utrzymywały silne oczekiwania rynku na redukcję stóp procentowych NBP<sup>30</sup>. Jednocześnie zmniejszyło się ryzyko dokonywania w Polsce inwestycji portfelowych. W okresie całego I kwartału br. rynek otrzymywał bowiem informacje o obniżającym się deficycie w obrotach bieżących bilansu płatniczego, co istotnie osłabiało ryzyko kursowe. Natomiast stopniowe obniżki stóp procentowych NBP w lutym i marcu 2001 r. zmniejszyły ryzyko gwałtownych zmian stóp procentowych. Czynniki te w sumie wyraźnie poprawiły bezpieczeństwo osiągnięcia przez inwestorów zysków z tytułu nadal wysokiego poziomu stóp procentowych w Polsce (patrz załącznik). Wysokiemu popytowi na skarbowe papiery wartościowe towarzyszył wyraźny wzrost ich podaży. W I kwartale br. w porównaniu z poprzednim kwartałem odnotowano ponad 2,5-krotny wzrost sprzedaży skarbowych papierów wartościowych (24 mld zł wobec 9,3 mld zł)<sup>31</sup>.

W tych warunkach w I kwartale 2001 r. istotnie zwiększył się napływ netto inwestycji portfelowych na polski rynek<sup>32</sup>, co było główną przyczyną umocnienia się złotego w tym okresie (wykres 29).

Czynniki zewnętrzne (kryzys finansowy w Turcji, okresowy spadek indeksów giełdowych w USA) miały w I kwartale 2001 r. tylko krótkookresowy wpływ na osłabienie kursu złotego. Obniżki stóp procentowych funduszy federalnych w USA nie wpłynęły znacząco na spadek różnicy między polskimi i zagranicznymi stopami procentowymi.

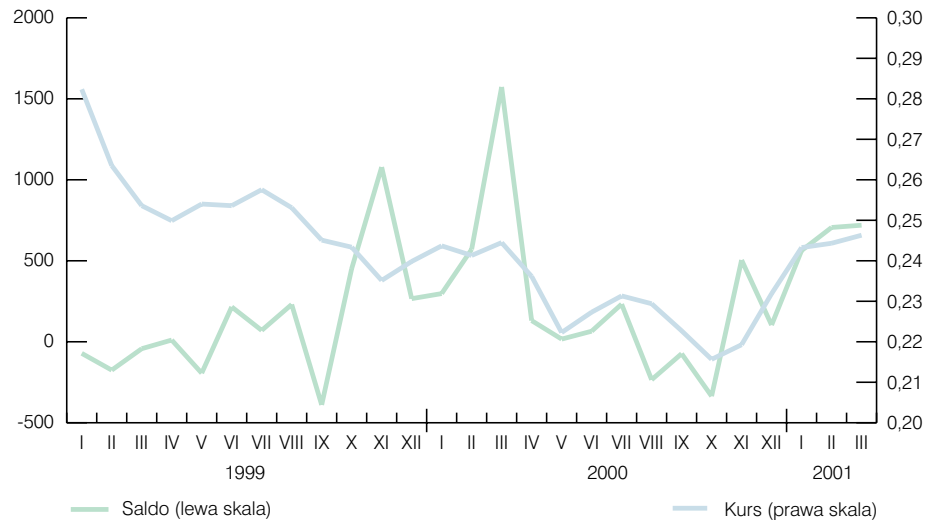
<sup>30</sup> Odzwierciedlały się one w kwotowaniach kontraktów FRA oraz w kształtowaniu się zerokuponowej krzywej dochodowości.

<sup>31</sup> W ujęciu netto, tj. po uwzględnieniu wykupu, podaż obligacji skarbowych wzrosła w I kwartale br. do 7,24 mld zł z 3,07 mld zł w IV kwartale ub.r., a podaż bonów skarbowych odpowiednio do 2,86 mld zł z -6,79 mld zł.

<sup>32</sup> Por. rozdział 3.

Wykres 29

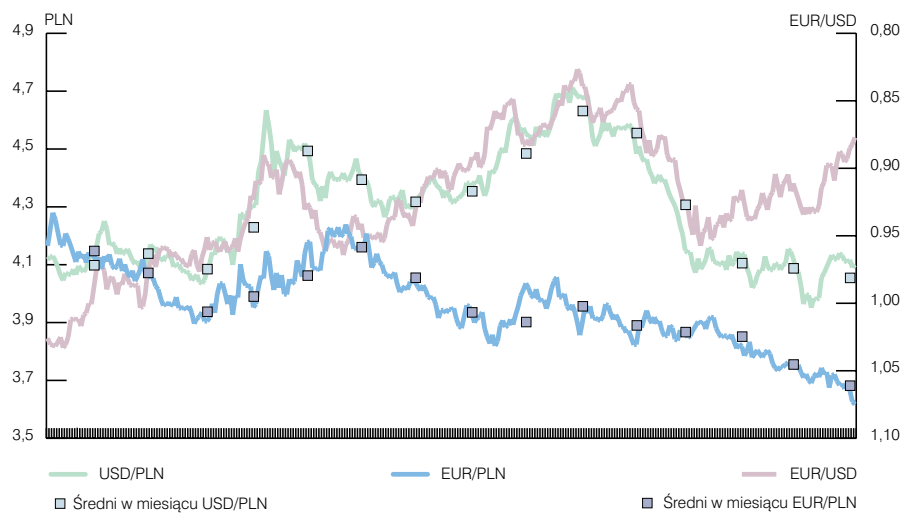
Saldo inwestycji portfelowych (bez wydzielenia instrumentów pochodnych) oraz kurs USD/PLN



Źródło: dane NBP.

Wykres 30

Kursy złotego wobec USD i EUR oraz relacja EUR/USD



Źródło: dane NBP.

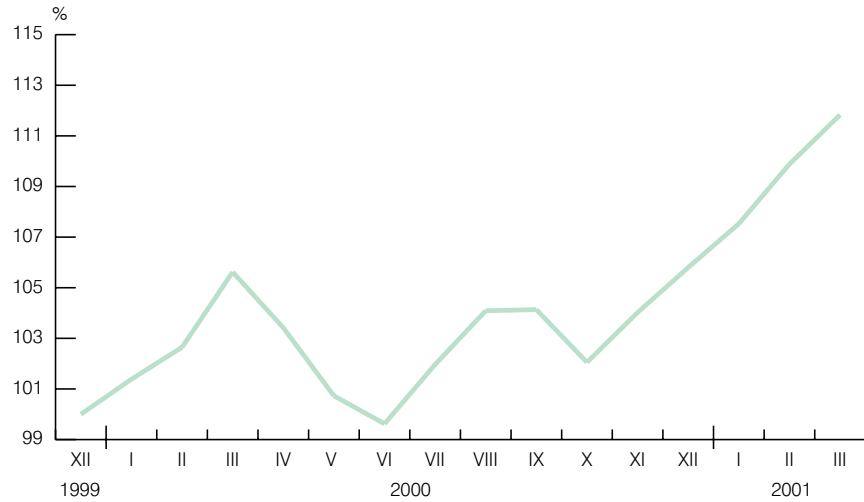
Kształtowanie się kursu krzyżowego euro do dolara na rynku światowym oddziaływało na kurs złotego wobec tych walut relatywnie słabiej niż w II połowie 2000 r. (wykres 30). Tylko w styczniu spadek kursu dolara wobec euro na rynku światowym o 4,1% (w skali średniomiesięcznej) znalazł odzwierciedlenie w podobnym co do skali osłabieniu dolara (o 4,7%). Natomiast w lutym i marcu, gdy kurs dolara umacniał się w stosunku do euro (odpowiednio o 1,8% i 1,4%), złoty wzmacniał się do waluty amerykańskiej odpowiednio o 0,4% i 0,8%. W stosunku do euro polska waluta umacniała się w całym kwartale. Średni kurs złotego wobec dolara w I kwartale wyniósł 4,0876, a wobec euro 3,7765 i był odpowiednio o 9,2% oraz 3,6% silniejszy w porównaniu z IV kwartałem 2000 r. W I kwartale br. nominalny efektywny kurs złotego wzrósł o 5,7% (licząc marzec br. w stosunku do grudnia ub.r.), podczas gdy w IV kwartale ub.r. (licząc grudzień w stosunku do września ub.r.) zwiększył się o 1,6% (wykres 31)<sup>33</sup>.

W I kwartale kurs złotego wpływał na osłabianie zjawisk inflacyjnych na rynku krajowym. Z analizy ekonometrycznego modelu *pass-through* wynika, że najsilniejsza reakcja CPI na zmiany nominalnego efektywnego kursu złotego ma miejsce między drugim a trzecim miesiącem od wystąpienia impulsu. W kolejnych 6 miesiącach dochodzi do szybkiego wygasania oddziaływania. Jak stąd wynika, na wskaźnik inflacji ze stycznia 2001 r. wpływają skumulowane zmiany kursu z października i listopada 2000 r., na wskaźnik z lutego – zmiany kursu z listopada i grudnia 2000 r., itd. Skumulowane, dwumiesięczne wskaźniki nominalnego efektywnego kursu złotego oraz odpowiadająca im reakcja CPI przedstawione są w tabelicy 16.

Ze względu na opóźnienia reakcji CPI na zmiany kursu, efekt aprecjacji złotego jest więc obserwowany dopiero od lutego 2001 r. Jeżeli nominalny efektywny kurs złotego pozostawałby na poziomie z października 2000 r., to wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych byłby w lutym 2001 r. wyższy o 0,87 pkt. proc., w marcu – o 0,80 pkt. proc. W kolejnych miesiącach II kwartału 2001 r. należy oczekiwać, że wpływ aprecjacji złotego będzie coraz większy.

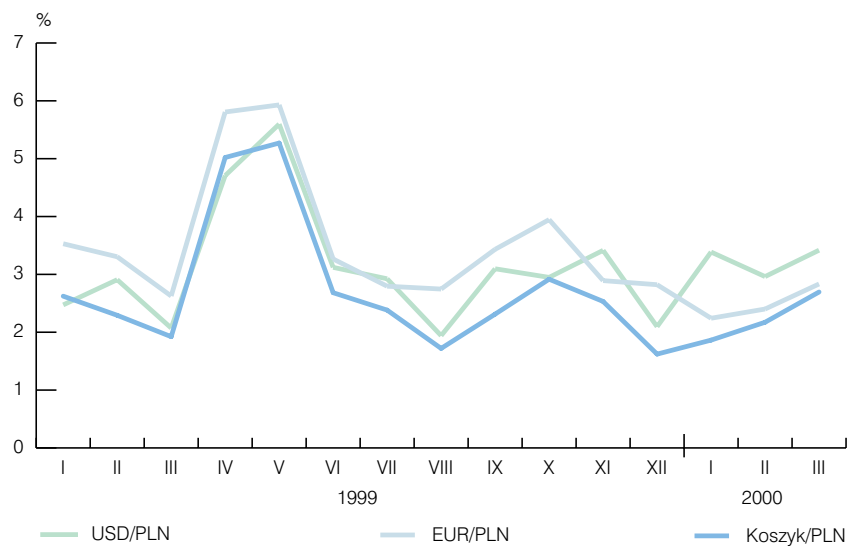
<sup>33</sup> Średnia miesięczna zmienność kursu złotego wobec dolara wzrosła w I kwartale 2001 r. o 0,4 pkt. proc. w stosunku do poprzedniego kwartału – do poziomu 3,3% (wykres 32). Natomiast zmienność kursu złotego wobec euro zmniejszyła się odpowiednio z 3,2% do 2,5%. Zmienność liczona wobec koszyka walut, składającego się w 50% z dolara i 50% z euro, zmniejszyła się w I kwartale o 0,2 pkt. proc. i wyniosła 2,2%.

**Wykres 31**  
**Nominalny efektywny kurs złotego**  
 (dane miesięczne – grudzień 1999 = 100)



Źródło: obliczenia NBP.

**Wykres 32**  
**Zmienność kursu złotego wobec USD, EUR oraz koszyka USD i EUR**



Źródło: obliczenia NBP.

**Tablica 16**  
**Wpływ kursu walutowego na CPI**

	2001					
	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec
Średnie skumulowane, przesunięte o dwa okresy, wskaźniki nominalnego efektywnego kursu złotego (w %, wzrost oznacza aprecjację)	0,00	1,81	1,67	1,91	1,98	2,10
Reakcja CPI na zmiany kursu (w pkt. proc., wskaźnik <i>pass-through</i> = 0,48)*	0,00	0,87	0,80	0,92	0,95	1,01

\* Średnia za okres 1996-2000.

Źródło: obliczenia własne.

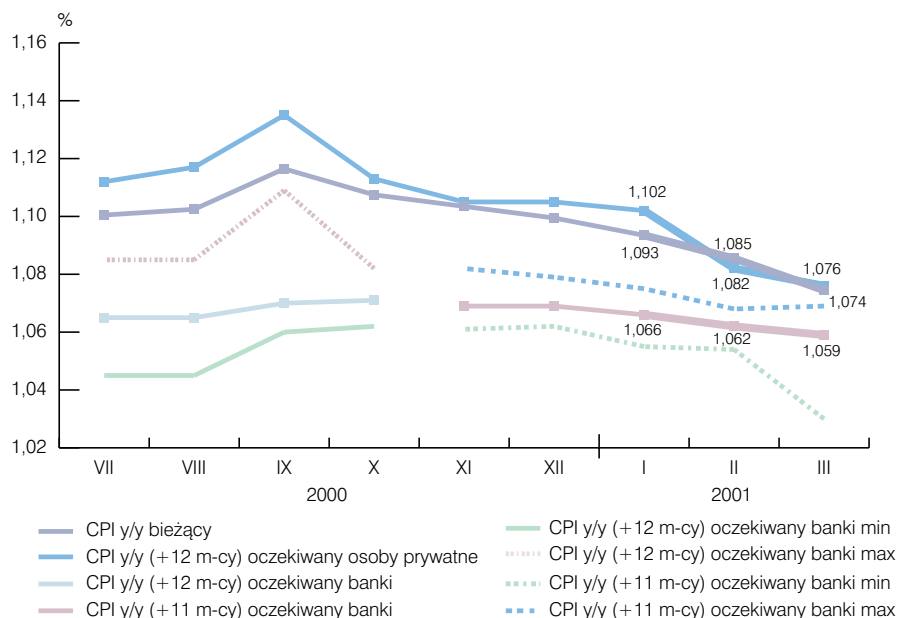
### 6.3.3. Oczekiwania inflacyjne

Analiza oczekiwań inflacyjnych jest istotnym elementem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego nie tylko ze względu na fakt, że pozwala bankowi centralnemu na zidentyfikowanie jednego z wielu czynników warunkujących osiągnięcie zakładanych celów polityki pieniężnej, lecz również z uwagi na to, iż oczekiwania inflacyjne są swego rodzaju weryfikatorem przejrzystości oraz wiarygodności prowadzonej polityki pieniężnej.

Decyzje władz monetarnych, takie jak np. postanowienia w sprawie krótkookresowych celów inflacyjnych czy w sprawie wysokości podstawowych stóp procentowych, podobnie jak informacje o innych czynnikach wpływających na przebieg procesów cenowych w przyszłości, oddziałują na oczekiwania różnych grup uczestników gry rynkowej w odmienny sposób. Osoby prywatne w Polsce wykazują skłonność do formułowania swoich przewidywań inflacyjnych na podstawie przeszłej inflacji, przykładają natomiast niewielką wagę do informacji o prawdopodobnych zmianach cen w przyszłości. Innymi słowy, ich oczekiwania są inercyjne i jako takie – biorąc pod uwagę proces dezinflacji mający miejsce w Polsce – wyznaczają górną granicę korytarza, w którym sytuują się oczekiwania innych grup podmio-

## Wykres 33

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz analityków bankowych w I kwartale 2001 r. oraz w III i IV kwartale 2000 r.



Źródło: dane Demoskop, Reuters, obliczenia NBP

tów<sup>34</sup>. Dolną granicę tego korytarza wyznaczają z kolei oczekiwania inflacyjne analityków bankowych, dysponujących możliwie pełną informacją oraz specjalistycznym aparatem badawczym<sup>35</sup>.

W I kwartale 2001 r., podobnie jak w ostatnim kwartale 2000 r., oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz banków obniżyły się (wykres 33). Warto zauważyć, iż korytarz wyznaczony przez oczekiwania obu tych grup podmiotów w tym okresie uległ wyraźnemu zwężeniu: o ile w 2000 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych formułowane na rok do przodu były średnio o 4,4 pkt. proc. wyższe od analogicznych oczekiwań inflacyjnych banków, o tyle w I kwartale 2001 r. różnica ta wynio-

<sup>34</sup> Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych kwantyfikowane są na podstawie danych jakościowych uzyskiwanych z ankiety firmy Demoskop, przy użyciu statystycznej procedury kwantyfikacyjnej (skorygowana metoda Carlsona i Parkina). Opis metody znaleźć można w: T. Łyziak: *Badanie oczekiwań inflacyjnych podmiotów indywidualnych na podstawie ankiet jakościowych*. „Bank i Kredyt” nr 6/2000.

<sup>35</sup> Oczekiwania inflacyjne analityków bankowych zaczerpnięte są z ankiet firmy Reuters.

sła średnio 2,5 pkt. proc., a w marcu obniżyła się do 1,7 pkt. proc. Może to wskazywać na stopniową modyfikację inercyjnego sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych poprzez uwzględnianie w nich pełniejszego zestawu bieżących informacji, mogących wskazywać na prawdopodobny przebieg procesów inflacyjnych w przyszłości.

### *Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w I kwartale 2001 r.*

Zgodnie z badaniami przeprowadzonymi w NBP, głównym czynnikiem kształtującym oczekiwania inflacyjne osób prywatnych jest stopa inflacji bieżącej, tzn. stopa inflacji rok do roku, znana respondentom w momencie udzielania odpowiedzi na pytanie ankiety<sup>36</sup>. W związku z tym spadkowi stopy inflacji bieżącej, notowanym od początku ostatniego kwartału 2000 r., towarzyszyło sukcesywne zmniejszanie się oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych: oczekiwana na analogiczny miesiąc następnego roku stopa inflacji rok do roku obniżyła się z 10,5% w grudniu 2000 r. do 10,2% w styczniu 2001 r., 8,2% w lutym oraz 7,6% w marcu.

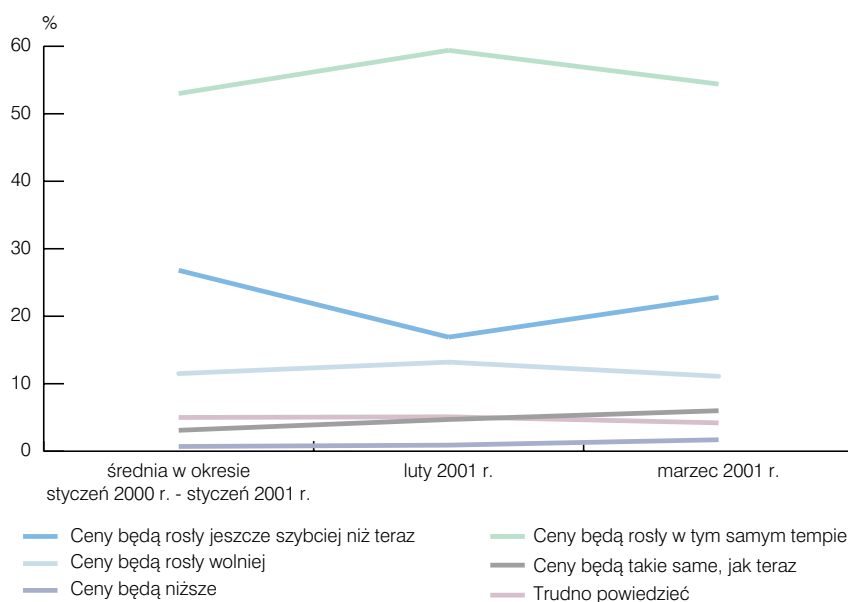
Szczególnie gwałtowny spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych miał miejsce w lutym 2001 r., kiedy zmniejszyły się one o 2 pkt. proc. Wydaje się, iż spadek ten można interpretować jako skumulowany efekt obniżania się stopy inflacji bieżącej, który nie znalazł odzwierciedlenia w adekwatnej redukcji oczekiwań inflacyjnych w okresie od listopada 2000 r. do stycznia 2001 r., kiedy to oczekiwania pozostawały względnie stabilne. Zarówno skala lutowego spadku oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, jak również fakt, że po raz pierwszy od lipca 1999 r. znalazły się one poniżej stopy inflacji bieżącej, znamionuje wyraźną zmianę nastrojów respondentów, odzwierciedloną zresztą w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety<sup>37</sup>.

<sup>36</sup> Ankieta Demoskopu przeprowadzana jest w pierwszej połowie miesiąca, a zatem przed ogłoszeniem przez GUS wskaźników inflacji za miesiąc poprzedni. Z tego względu w procedurze kwantyfikacji przyjmuje się, iż stopą inflacji bieżącej jest stopa inflacji rocznej sprzed dwóch miesięcy.

<sup>37</sup> Chodzi tu przede wszystkim o frakcję respondentów deklarujących, że ceny w ciągu najbliższych 12 miesięcy będą rosły szybciej niż dotychczas, która zmniejszyła się z 27% w styczniu do 17% w lutym br. (jest to najmniejszy odsetek respondentów wybierających tę opcję odpowiedzi od sierpnia 1998 r.). Jednocześnie wzrosły grupy respondentów deklarujących, iż ceny będą rosły w tym samym tempie (o ponad 5 pkt. proc.) oraz że będą takie same jak teraz (o prawie 3 pkt. proc.).

## Wykres 34

Struktura odpowiedzi na pytanie ankiety Demoskop w 2000 r. i w I kwartale 2001 r.



Źródło: dane Demoskop.

Analizując kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w I kwartale 2001 r. warto przyjrzeć się strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety Demoskopu. Na wykresie 34 przedstawiono odsetek respondentów wybierających poszczególne warianty odpowiedzi w okresie od stycznia 2000 r. do marca 2001 r. Struktura odpowiedzi w miesiącach od stycznia 2000 r. do stycznia 2001 r. przedstawiona jest syntetycznie, w ujęciu średniego odsetka ankietowanych wybierających w tym okresie poszczególne opcje odpowiedzi.

Porównując strukturę odpowiedzi na pytanie ankiety Demoskopu w okresie od stycznia 2000 r. do stycznia 2001 r. ze strukturą odnotowaną w lutym 2001 r., łatwo zauważyć, iż w miesiącu tym frakcje respondentów wybierających poszczególne warianty odpowiedzi różniły się znacznie od analogicznych frakcji w miesiącach minionych. W szczególności dotyczy to deklarujących, iż ceny będą rosły szybciej niż teraz (16,9% w lutym br. w stosunku do średnio 26,8% w okresie od stycznia 2000 r. do stycznia 2001 r.) oraz że ceny będą rosły w tym samym tempie (59,4% w lutym br. w stosunku do średnio 53% w okresie od stycznia



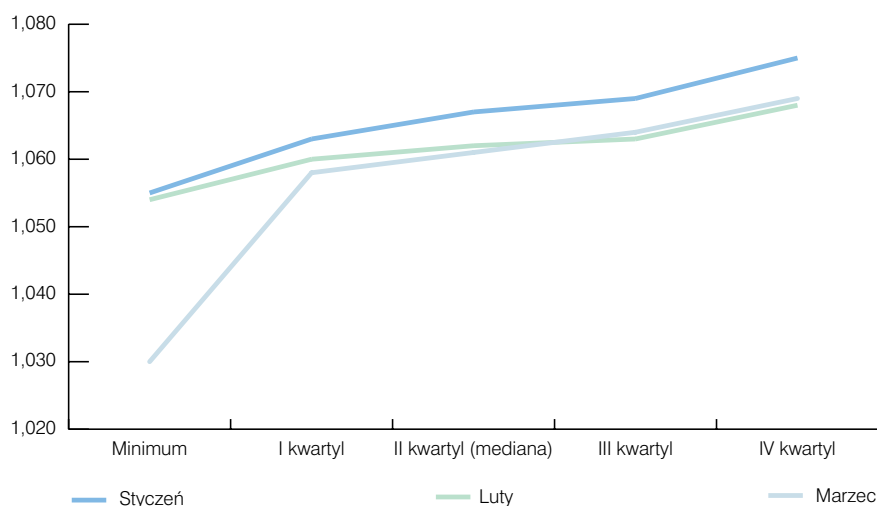
2000 r. do stycznia 2001 r.). W marcu 2001 r. struktura odpowiedzi na pytanie ankiety Demoskopu przesunęła się z kolei w kierunku swego pierwotnego kształtu, jednak nadal znamionowała ona poprawę nastrojów respondentów w stosunku do nastrojów wyrażanych w 2000 r.: w marcu 2001 r. odsetek respondentów najbardziej pesymistycznych, deklarujących, iż ceny będą rosły w szybszym tempie niż dotychczas, był o 4 pkt. proc. niższy niż w okresie od stycznia 2000 r. do stycznia 2001 r.; odsetek respondentów twierdzących, iż ceny będą rosły w tym samym tempie był o 1,4 pkt. proc. wyższy niż w minionym roku, natomiast – na co warto zwrócić szczególną uwagę – frakcja respondentów deklarujących, iż ceny za rok będą takie same, jak obecnie była większa o 2,9 pkt. proc. od przeciętnego odsetka respondentów wybierających tę odpowiedź w minionym roku.

#### *Oczekiwania inflacyjne analityków bankowych w I kwartale 2001 r.*

W I kwartale 2001 r. – po trwającym od września do grudnia 2000 r. okresie oscylacji oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych wokół wartości 7% – oczekiwana przez nich stopa inflacji rok do roku na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku ulegała stopniowemu zmniejszeniu: w grudniu średnia rozkładu oczekiwań inflacyjnych banków wynosiła 6,9%, w kolejnych miesiącach natomiast obniżyła się do 6,6% w styczniu oraz do 6,2% w lutym 2001 r. Zmniejszaniu się wartości średniej oczekiwań towarzyszyły zmiany innych cech rozkładu. Zgodnie z danymi przedstawionymi na wykresie 35, w lutym nastąpiło przesunięcie całego rozkładu oczekiwań inflacyjnych banków w kierunku wartości mniejszych, widoczne zwłaszcza w części rozkładu powyżej 1. kwartyła. Z kolei w marcu 2001 r., kiedy oczekiwana przez analityków bankowych na luty 2002 r. stopa inflacji rok do roku przyjęła, w ujęciu średnim, wartość 5,9%, ta część rozkładu pozostała względnie stabilna, nastąpił natomiast znaczny spadek minimalnej wartości oczekiwań inflacyjnych deklarowanych przez banki, która obniżyła się z 5,4% w lutym do 3% w marcu 2001 r. Towarzyszył temu gwałtowny wzrost miar dyspersji rozkładu: odchylenia standardowego (z 0,5 pkt. proc. w styczniu i 0,3 pkt. proc. w lutym do 0,9 pkt. proc. w marcu 2001 r.) oraz współczynnika zmien-

## Wykres 35

## Cechy rozkładu oczekiwań inflacyjnych banków w I kwartale 2001 r.



Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

ności (z 7% w styczniu i 5,6% w lutym do 15,3% w marcu 2001 r.)<sup>38</sup>.

Poza wskaźnikiem oczekiwanej przez analityków bankowych stopy inflacji rok do roku na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc roku następnego, banki biorące udział w ankiecie Reutersa odpowiadają również na pytanie o stopę inflacji rok do roku, przewidywaną na grdzień roku bieżącego, co umożliwia weryfikację wiarygodności krótkookresowego celu inflacyjnego banku centralnego. W I kwartale 2001 r. banki przewidywały, iż cel inflacyjny, wyznaczony na 2001 r. w postaci przedziału 6%-8%, zostanie zrealizowany i że stopa inflacji rocznej w grudniu 2001 r. znajdzie się bliżej dolnej granicy tego przedziału. W styczniu br. banki przewidywały, iż pod koniec 2001 r. stopa inflacji rok do roku wyniesie 6,6%, w lutym br. 6,4%, natomiast w marcu oczekiwania te ob-

<sup>38</sup> Marcowy spadek średniej rozkładu oczekiwań inflacyjnych banków oraz wzrost miar dyspersji rozkładu nastąpiły przede wszystkim wskutek radykalnej zmiany oczekiwań jednego z ankietowanych banków, który zadeklarował, iż w lutym 2002 r. stopa inflacji rok do roku wyniesie 3%. W związku z tym przedział, w którym sytuowały się oczekiwania inflacyjne banków uległ istotnemu rozszerzeniu w dół: o ile w styczniu jego końcami były wartości 5,5% oraz 7,5%, a w lutym 5,4% oraz 6,8%, o tyle w marcu analogiczne wartości ukształtowały się na poziomie 3% oraz 6,9%. Warto odnotować, iż gdyby pominąć oczekiwania wyrażone przez ten bank, wartość średnia rozkładu oczekiwań inflacyjnych banków w marcu br. obniżyłaby się w stosunku do danych lutowych nie do 5,9%, lecz do 6,1% (czyli o 10 punktów bazowych).

nizyły się do 6% (minimalna deklaracja wyniosła 4,8%, natomiast maksymalna 6,5%).

W I kwartale 2001 r. umacniały się pozytywne tendencje zapoczątkowane w ostatnim kwartale 2000 r.: zarówno oczekiwania inflacyjne osób prywatnych, jak i analityków bankowych cechował stabilny trend malejący. Ponadto, ujawniły się pewne symptomy zmiany statycznego sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych przez osoby prywatne: struktura odpowiedzi na pytanie ankiety Demoskopu uległa wyraźnej poprawie, a oczekiwania inflacyjne osób prywatnych zbliżyły się do przedziału deklaracji banków. Krótkookresowy cel inflacyjny na 2001 r. w percepcji analityków bankowych uznawany jest za wiarygodny, a przewidywana przez nich realizacja tego celu w bezpośredniej bliskości jego dolnej granicy czyni również wiarygodnym osiągnięcie średniokresowego celu polityki pieniężnej. Omawiane czynniki stwarzają korzystne warunki dla procesu dalszej dezinflacji w Polsce i ograniczają znaczenie jednej z jego barier.

#### 6.3.4. Efekt majątkowy

I kwartał 2001 r. nie przyniósł znaczących zmian, jeżeli chodzi o wartość portfela papierów wartościowych będących w sposób bezpośredni lub pośredni własnością gospodarstw domowych. Dominującymi czynnikami, które miały wpływ na rozwój sytuacji w tym segmencie rynku, były:

1) dekonstrukcja giełdowa, będąca wynikiem zarówno czynników wewnętrznych (wyniki finansowe spółek giełdowych), jak i zewnętrznych (sytuacja na światowych rynkach akcji). Spowodowała ona spadek notowań głównych polskich indeksów giełdowych WIG, WIG20 i TechWIG odpowiednio o 17%, 24,2% oraz 40% w porównaniu z końcem 2000 r.;

2) utrzymywanie stóp procentowych w Polsce, mimo dokonywanych okresowo ich obniżek, na wysokim poziomie. Tworzyło to silną konkurencję ze strony papierów skarbowych i lokat bankowych dla giełdowego rynku akcji;

3) ograniczone możliwości popytowe ze strony krajowych inwestorów indywidualnych, powodujące, iż głównym elementem stymulującym wzrost tego segmentu rynku – w warunkach stagnacji inwestycji bezpośrednich – zaczynają być coraz wyraźniej fundusze emerytalne do których następuje stały napływ środków finansowych.

Wartość inwestycji pośrednich ludności, obejmującą środki finansowe zgromadzone w funduszach inwesty-

cyjnych i otwartych funduszach emerytalnych, przedstawia tablica 17.

O nadal niewielkim znaczeniu segmentu papierów wartościowych w generowaniu dochodów ludności świadczy m.in. relacja ich wartości w stosunku do PKB, która według szacunków NBP wynosi około 5% (w USA 150%, w krajach UE 50%). Krajowe preferencje inwestycyjne, koncentrujące się wokół nieruchomości i lokat bankowych oraz ciągle ograniczone możliwości popytowe tej grupy sygnalizują, iż nie należy się spodziewać znaczących zmian w tym względzie w najbliższym czasie.

Podsumowując sytuację w I kwartale br., należy stwierdzić, że:

1) segment akcji, z uwagi na swoją niską atrakcyjność oraz malejącą wielkość wolnego obrotu szacowaną na 30% całości kapitalizacji rynku, tylko w ograniczonym zakresie angażuje obecnie środki finansowe ludności;

2) aktywnym sektorem rynku finansowego, gdzie gospodarstwa domowe kierują część swoich okresowo wolnych środków pieniężnych, pozostaje rynek papierów skarbowych rozszerzający stale swoją ofertę dla inwestorów indywidualnych;

3) najbardziej atrakcyjnym sektorem – z punktu widzenia gospodarstw domowych – pozostaje sektor bankowy, gdzie w I kwartale br. nastąpił wzrost wkładów bankowych osób prywatnych o ponad 10 mld zł, co przekraczało ogólną szacunkową wartość papierów skarbowych będących bezpośrednio własnością tej grupy inwestorów. Z punktu widzenia skuteczności polityki pieniężnej ten właśnie sektor pełnił rolę kluczową, natomiast rynek papierów wartościowych miał jedynie charakter pomocniczy.

*Tablica 17*

*Pośrednie formy inwestowania gospodarstw domowych na rynku kapitałowym*

<b>Rodzaj inwestycji pośrednich</b>	<b>Stan na koniec 2000</b>	<b>Stan na koniec I kwartału 2001</b>
<b>z udziałem gospodarstw domowych</b>	<b>mld zł</b>	<b>w mld zł</b>
Fundusze inwestycyjne (TFI)	7,2	5,2*
Fundusze emerytalne (OFE)	9,9	11,7

\* Spadek aktywów funduszy inwestycyjnych o ponad 27% wynikał z wycofywania środków finansowych z tzw. funduszy dywidendowych przez przedsiębiorstwa.

Źródło: materiały GUS.

## 7. Perspektywy inflacji

W I kwartale 2001 r. następował dalszy spadek dwunastomiesięcznego wskaźnika inflacji. W marcu wskaźnik ten wyniósł 6,2% i był o 4,1 pkt. proc. mniejszy niż przed rokiem.

Podstawowe czynniki kształtujące taki przebieg procesów inflacyjnych to:

- utrzymywanie się niskiej dynamiki popytu krajowego,
- nadal restrykcyjna polityka pieniężna, przy ekspansywnej polityce fiskalnej,
- spadek oczekiwań inflacyjnych, szczególnie wyraźny w przypadku osób prywatnych,
- słabszy wpływ zaburzeń podażowych na rynku żywności i paliw na ceny,
- aprecjacja złotego.

Jednak ze względu na przejściowy charakter dwóch ostatnich czynników i stosunkowo wysokie wartości wskaźników inflacji bazowej, nie można oczekiwać równie silnego, jak w I kwartale spadku inflacji mierzonej CPI w następnych kwartałach br. Zrealizowanie celu polityki pieniężnej na 2001 r. jest jednak wysoce prawdopodobne.

Sytuacja sektora finansów publicznych była w I kwartale gorsza od oczekiwanej. Niższe od zakładanych dochody, spowodowane przede wszystkim innym niż przewidywany układem podstawowych parametrów makroekonomicznych (wzrost PKB, inflacja, kurs walutowy, eksport), doprowadziły w efekcie do osiągnięcia w I kwartale deficytu ekonomicznego przewyższającego 8% kwartalnej wielkości PKB.

Kurs walutowy był w I kwartale istotnym czynnikiem hamującym inflację. Jednak obserwowana w tym czasie aprecjacja złotego będzie prawdopodobnie odzwierciedlona w gorszych wynikach handlu zagranicznego w następnych kwartałach, co może prowadzić do osłabienia złotego, a to z kolei – do nasilenia procesów inflacyjnych.

Z tych powodów Rada Polityki Pieniężnej uznała, iż zmiana parametrów polityki pieniężnej w I kwartale może dokonywać się tylko stopniowo.

Nie jest bowiem pewne, jak będzie się kształtowała podaż żywności z krajowych zbiorów; sytuacja na światowym rynku paliw również nie jest ustabilizowana w sposób trwały. Perspektywy wzrostu dochodów gospodarstw domowych oraz wysokie prawdopodobieństwo

większego od zakładanego deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych mogą stać się czynnikami wzmagającymi presję inflacyjną. Realizacja celu średniookresowego wymaga zaś, aby inflacja w grudniu 2001 r. znalazła się blisko dolnej granicy celu rocznego polityki pieniężnej. Wobec przedstawionych wcześniej czynników zagrażających tendencji stałego spadku inflacji polityka pieniężna musi nadal charakteryzować się znacznym stopniem restrykcyjności.

## ZAŁĄCZNIK I

### Kurs złotego w świetle teorii o istnieniu nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych i monetarnego modelu dysparytetu stóp realnych Frankla

Teoria nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych zakłada, że inwestor obojętny wobec ryzyka powinien otrzymać taką samą stopę zwrotu z kapitału ulokowanego w kraju i za granicą. Przyjmuje się, że można „inwestować” w jedyną istniejącą „krajową” i „zagraniczną” stopę procentową. Związek ten, przy założeniu braku kosztów transakcyjnych, można w uproszczeniu zapisać następująco z punktu widzenia inwestora zagranicznego, zainteresowanego ulokowaniem jednostki kapitału na polskim rynku finansowym:

$$(1 + i^*) = (1 + i) \times (S_t / S_{t+1}^e),$$

gdzie:

- $i^*$  – nominalna stopa procentowa za granicą na okres  $(t, t+1)$
- $i$  – nominalna stopa procentowa w Polsce na okres  $(t, t+1)$
- $S_t$  – kurs kasowy waluty obcej wyrażony w PLN w chwili  $t$
- $S_{t+1}^e$  – oczekiwany kurs kasowy waluty obcej w PLN w chwili  $t+1$ .

Nierówność między stopami zwrotu z kapitału powoduje konieczność dostosowań powyższych wielkości do stanu równowagi. Jeżeli np. oczekiwania co do przyszłego poziomu kursu są stałe i występuje dysparytet stóp procentowych  $(1 + i^*) < (1 + i)$ , to jeśli nie ma dostosowań stóp procentowych, kurs kasowy musi ulec aprecjacji, by powyższa równość była spełniona.

Pozornie powyższa zależność nie jest spełniona, gdy inwestorzy mają awersję do ryzyka np. z powodu niższego ratingu inwestycyjnego jednego z analizowanych państw. Domagają się oni wtedy uwzględnienia w stopie

procentowej kraju o gorszym ratingu premii za ryzyko ponoszone przy inwestycji. W takiej sytuacji możliwe jest długookresowe istnienie dysparytetu nominalnych stóp procentowych (vide: stopy procentowe rynku pieniężnego BAIBOR w Argentynie względem stóp LIBOR dla dolara USA, przy utrzymywaniu systemu *currency board* ze stałym kursem peso argentyńskiego względem dolara USA).

Istnieją przesłanki do stwierdzenia, że premia za ryzyko dla inwestorów zagranicznych na polskim rynku obniżyła się w I kwartale 2001 r., dysparytet stóp nominalnych zmniejszył się zaś w niewielkim stopniu<sup>39</sup>. W tej sytuacji następowała aprecjacja złotego względem euro, a kurs złotego względem dolara oscylował w przedziale (3,95 PLN/USD; 4,15 PLN/USD). Jeżeli teoria nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych potwierdzałaby się, oznaczałoby to, że inwestorzy oczekiwaliby wyższego poziomu kursu złotego względem dolara (czyli oczekiwaliby w przyszłości wyższej deprecjacji kursu). Stanowiłoby to odwrócenie sytuacji z ostatniego kwartału 2000 r., gdy następowała od listopada aprecjacja kursu kasowego, a oczekiwany przyszły kurs złotego względem dolara mógł być stały. W przypadku kursu złotego do euro<sup>40</sup> inwestorzy mogli mieć w I kwartale 2000 r. stałe oczekiwania co do poziomu przyszłej wartości złotego względem tej waluty<sup>41</sup>, co wspierałoby argument o dużym wpływie kursu euro na kurs złotego.

Utrzymująca się różnica w poziomie nominalnych stóp procentowych między dwoma krajami bywa zazwyczaj utożsamiana z istnieniem różnicy w poziomie ich stóp inflacji oraz wymaganej premii za ryzyko inwesty-

<sup>39</sup> Dysparytet między 3M stopą WIBOR a LIBOR dla dolara USA ulegał od listopada 2000 r. wahaniom w przedziale 13 – 13,5%, by spaść po marcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej do poziomu około 12,5% w kwietniu 2001. Dysparytet 3-miesięczny między stopą WIBOR a EURIBOR spadał z 14,5% na początku stycznia 2001 r. do 12,8% pod koniec marca. Dysparytet liczony na bazie stóp jednomiesięcznych był bardziej zmienny i kształtował się w ciągu kwartału w przedziale 12,3 – 14% w relacji między złotym a dolarem i 12,7 – 15% między złotym a euro.

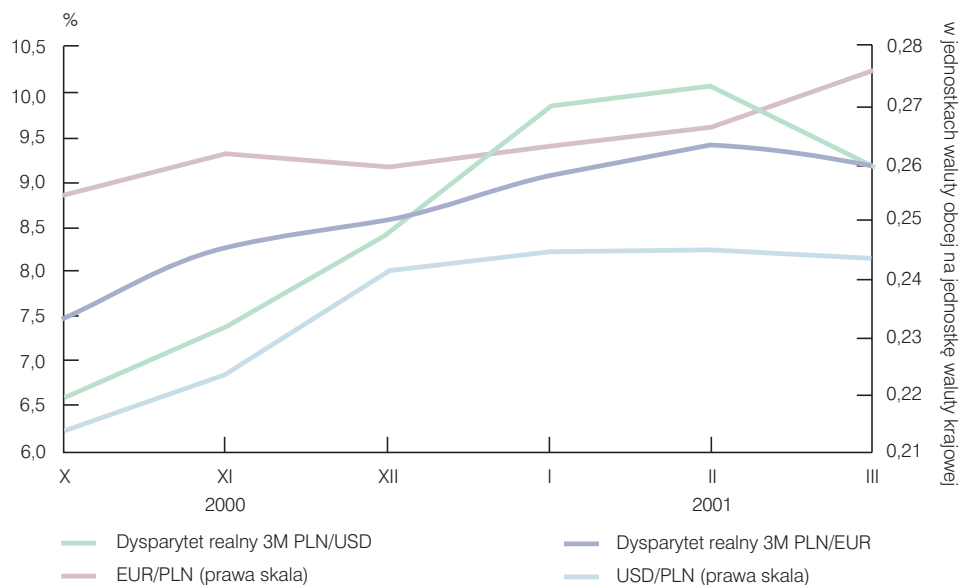
<sup>40</sup> Interpretacji tej zależności dla kursu zł/euro należy dokonywać z ostrożnością. Na tym rynku występują niskie obroty, a znaczna ich część spowodowana jest transakcjami handlowymi, nie zaś inwestycjami portfelowymi, dokonywanymi głównie poprzez rynek zł/USD.

<sup>41</sup> Warunek nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych może jednak nie mieć nic wspólnego z rzeczywistością, jest on bowiem tylko postulatem mówiącym o pożądanym związku między stopami procentowymi a kursem walutowym spot oraz oczekiwanym w przyszłości jego poziomem gwarantującym „sprawiedliwy”, czyli równy dochód z inwestycji w obu analizowanych państwach.



Wykres 36

*Dysparytet krótkoterminowych stóp procentowych WIBOR 3M oraz stóp LIBOR 3M oraz EURIBOR 3M skorygowany o 12-miesięczne wskaźniki cen towarów i usług w Polsce, USA i w strefie euro oraz kurs USD/PLN i EUR/PLN na koniec miesiąca*



Źródło: NBP, GUS.

cyjne. Przyjmuje się, że realne stopy procentowe są równe i stałe w obu krajach (hipoteza Fishera). Modele monetarne kursu walutowego podpowiadają, że gdy tak się jednak nie dzieje, kapitał powinien napływać do kraju z wyższą stopą realną, zęcony chęcią dodatkowego zysku. Obrazuje to równanie modelu Frankla<sup>42</sup> zapisane w wersji logarytmicznej:

$$\hat{s} - s = (1/\theta) [(i - \pi) - (i^* - \pi^*)]$$

gdzie  $\hat{s}$  jest znanym przez rynek kursem równowagi, wyznaczanym na podstawie parytetu siły nabywczej waluty zagranicznej wyrażonej w jednostkach waluty krajowej,  $\theta$  – parametrem szybkości dostosowania, a  $\pi$  oraz

<sup>42</sup> J.A Frankel: *On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials*. „American Economic Review”, Vol. 69, No. 4, s. 610-622.

$\pi^*$  oznaczają wysokość spodziewanej inflacji w kraju  $i$  za granicą. By móc odnieść tę zależność do polskiej sytuacji, dodajmy premię za ryzyko inwestowania w krajowe aktywa  $\rho$ :

$$\hat{s} - s = (1/\theta) [(i - \pi - \rho) - (i^* - \pi^*)].$$

W przypadku wzrostu stóp realnych w kraju lub spadku premii za ryzyko musi nastąpić aprecjacja kursu waluty krajowej ponad poziom długookresowej równowagi, w której istnieje równość stóp realnych między porównywanymi krajami. Taka sytuacja nastąpiła w Polsce w ostatnim kwartale 2000 r. i pierwszym kwartale 2001 r. – wzrósł dysparytet stóp realnych między Polską a strefą euro oraz USA (wykres 36), powodując napływ kapitału portfelowego i aprecjację złotego. Postulowany dodatkowo spadek premii za ryzyko mógł pogłębić tę tendencję.

## ZAŁĄCZNIK 2

## Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad uchwałami, podjętymi w I kwartale 2001 r.

Data	Przedmiot uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania
	podjęcia		Członków Rady
	uchwały		
<b>28.02.2001</b>	w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka podstawowych stóp procentowych o 1 pkt proc	<b>Za:</b> L. Balcerowicz B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski G. Wójtowicz <b>Przeciw:</b> M. Dąbrowski D. Rosati W. Ziółkowska
<b>28.02.2001</b>	w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1 pkt proc.	<b>Za:</b> L. Balcerowicz B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski G. Wójtowicz <b>Przeciw:</b> M. Dąbrowski D. Rosati W. Ziółkowska
<b>28.03.2001</b>	w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka podstawowych stóp procentowych o 1 pkt proc.	<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Krzyżewski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska <b>Przeciw:</b> M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak W. Łączkowski J. Pruski

28.03.2001	w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1 pkt proc.	<b>Za:</b> L. Balcerowicz
			J. Krzyżewski
			D. Rosati
			G. Wójtowicz
			W. Ziółkowska
			<b>Przeciw:</b> M. Dąbrowski
			B. Grabowski
			C. Józefiak
			W. Łączkowski
			J. Pruski