



Raport o inflacji

w I kwartale 2002 roku

Warszawa, lipiec 2002 r.

Projekt graficzny i grafika na okładce:
Oliwka s.c.

Skład i druk:
Drukarnia NBP

Wydał:
Narodowy Bank Polski
Departament Komunikacji Społecznej
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
Tel.: (0-22) 653 2335, Fax: (0-22) 653 1321

© Narodowy Bank Polski, 2002
ISSN 1640 - 0747

Spis treści

SYNTEZA	4
1. Popyt krajowy i podaż	9
1.1. Popyt krajowy	9
1.2. Podaż krajowa	12
2. Handel zagraniczny, bilans płatniczy	13
3. Rynek pracy	20
4. Inne czynniki podażowe	23
4.1. Czynniki strukturalne	23
4.2. Ceny zewnętrzne	24
5. Przebieg procesów inflacyjnych w I kwartale 2002 r.	28
5.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	28
5.2. Inflacja bazowa	32
5.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej	36
6. Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego	38
6.1. Polityka pieniężna w I kwartale 2002 r.	38
6.2. Podaż pieniądza M3	41
6.3. Transmisja polityki monetarnej	48
6.3.1. Stopa procentowa	48
6.3.2. Kurs złotego	57
6.3.3. Oczekiwania inflacyjne	61
6.3.4. Efekt majątkowy	64
7. Perspektywy inflacji	66
 ZAŁĄCZNIK A Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad uchwałami podjętymi w I kwartale 2002 r.	 68

SYNTEZA

1. Dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się z 3,6% w grudniu ub.r. do 3,3% w marcu br. Złożył się na to spadek tempa wzrostu cen wszystkich podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych, choć w różnej skali. Najszybciej wzrosły w tym okresie ceny usług (po wyłączeniu cen kontrolowanych) oraz ceny kontrolowane, a najwolniej – ceny żywności i napojów bezalkoholowych oraz artykuły nieżywnościowe (po wyłączeniu cen kontrolowanych).

Spadkowi CPI towarzyszył spadek wszystkich miar inflacji bazowej, co wskazuje na malejącą rolę czynników o charakterze potencjalnie przejściowym w obniżaniu się inflacji.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu były w marcu br. o 0,4% wyższe niż przed rokiem. Od stycznia br. wykazują one lekką tendencję wzrostową, po utrzymującej się w ciągu IV kwartału ub.r. tendencji spadkowej.

2. W I kwartale 2002 r. prognozy koniunktury gospodarczej na świecie stopniowo się poprawiały. Dotyczyło to przede wszystkim gospodarki amerykańskiej, ale także – choć w mniejszym stopniu – strefy euro i Niemiec. Słaby popyt importowy zagranicy, utrzymujący się w drugim półroczu ub.r., spowodował jednak, że spadkowa tendencja polskiego eksportu, widoczna już wyraźnie w IV kwartale ub.r., w I kwartale br. nadal się pogłębiała. Spadkowi wpływów eksportowych towarzyszył jednak – podobnie jak w ub.r. – większy od niego spadek wypłat importowych. W rezultacie deficyt obrotów towarowych i usługowych obniżył się. Natomiast deficyt obrotów bieżących w I kwartale br. praktycznie nie zmienił się w stosunku do analogicznego okresu ub.r., choć pogorszył się w stosunku do IV kwartału ub.r.

3. Spadek importu w I kwartale br. był następstwem stagnacji popytu krajowego. Tempo wzrostu spożycia indywidualnego wzrosło do 3,5%, tj. było ponad dwukrotnie wyższe w stosunku do odnotowanego w I kwartale ub.r., ale jednocześnie utrzymała się spadkowa tendencja nakładów inwestycyjnych. Niski popyt inwestycyjny i słabnący eksport spowodowały dalszy spadek wartości dodanej przemysłu w I kwartale br. w stosunku do I kwartału ub.r. o 2%. Kontynuowany był też spadek wartości dodanej w budownictwie – o 12,9%. Wartość dodana w sektorze usług rynkowych wzrosła o 4%.

Tempo wzrostu PKB w I kwartale br., według wstępnych szacunków GUS, wyniosło 0,5%.

4. Na rynku pracy w I kwartale br. nie nastąpiła poprawa sytuacji; utrzymała się tendencja spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i wzrostu liczby bezrobotnych. W marcu br. stopa bezrobocia pozostała na poziomie z lutego br., tj. 18,1%. W kwietniowych badaniach koniunktury przedsiębiorcy zapowiadali dalsze redukcje zatrudnienia w najbliższych miesiącach, choć niższe niż przewidywali miesiąc wcześniej.

W tych warunkach – mimo że przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosło nominalnie w I kwartale br. o 5,3% w porównaniu z I kwartałem ub.r., to wskutek jednoczesnego spadku przeciętnego zatrudnienia o 4,8%, nominalny wzrost dochodów z pracy w tym sektorze wyniósł tylko 0,3%.

Szacuje się, że siła nabywcza globalnych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych była w I kwartale br. niższa niż przed rokiem. Szacunki te nie uwzględniają jednak dochodów gospodarstw domowych z szarej strefy gospodarki. Na wzrost tych dochodów może wskazywać wysoka dynamika konsumpcji oraz gotówki w obiegu.

5. Dotychczasowe wykonanie deficytu budżetu państwa w stosunku do planu całorocznego było po I kwartale br. mniejsze niż przed rokiem. Choć, jak dotąd, nie ujawniły się zagrożenia realizacji tegorocznej ustawy budżetowej, to jednak deficyt sektora finansów publicznych na poziomie około 5% PKB będzie miał niekorzystny wpływ na gospodarkę. Jego sfinansowanie – wobec małych przychodów z prywatyzacji – wymaga bowiem emitowania przez rząd znacznej ilości papierów

skarbowych. W I kwartale br. suma nowych emisji bonów skarbowych była o 116% większa niż w analogicznym okresie ub.r., a obligacji skarbowych – o blisko 130%. Sprzyjało to utrzymaniu wysokiego poziomu długoterminowych rynkowych stóp procentowych oraz ograniczało możliwości finansowania przedsiębiorstw. Ponadto, duży napływ zagranicznego kapitału portfelowego lokowanego w obligacje rządowe był czynnikiem oddziałującym w kierunku aprecjacji złotego.

6. Roczne tempo wzrostu podaży pieniądza (M3) obniżyło się w ciągu I kwartału br. wskutek osłabienia dynamiki depozytów – przede wszystkim przedsiębiorstw. Zmniejszyła się także dynamika depozytów osób prywatnych, co było związane z niskim tempem wzrostu dochodów i spadkiem opłacalności lokowania środków w systemie bankowym. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wykazała w ciągu I kwartału br. spadek, a kredytów dla gospodarstw domowych – wzrost.

* * *

W I kwartale br. Rada Polityki Pieniężnej dokonała jednej obniżki stóp procentowych – w dniu 30 stycznia br. Stopy zostały zredukowane o 100-200 punktów bazowych, w tym stopa referencyjna – kluczowa z punktu widzenia oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej – o 150 punktów bazowych. Rada utrzymała przy tym neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

Styczniowa decyzja RPP stanowiła kolejny etap w procesie zmniejszania stopnia restrykcyjności polityki monetarnej. Proces ten, zapoczątkowany w lutym ub.r., doprowadził do głębokiego spadku nominalnych stóp procentowych. W okresie styczeń 2001 r. – styczeń 2002 r. stopa referencyjna została obniżona łącznie o 900 punktów bazowych, a stopy lombardowa i redyskontowa – o 950 punktów bazowych. Tak znacząca obniżka przyczyniła się również do spadku realnych stóp procentowych. Przykładowo, w okresie marzec 2001 r. – marzec 2002 r. realne oprocentowanie rocznych kredytów dla przedsiębiorstw zmniejszyło się o 270 punktów bazowych. Natomiast realne oprocentowanie rocznych depozytów złotych osób prywatnych spadło w tym czasie o 370 punktów bazowych, a po uwzględnieniu opodatkowania dochodów z oszczędności spadek ten wyniósł 500 punktów bazowych.

Wskutek zmniejszenia stopnia restrykcyjności polityki monetarnej w 2001 r. oraz w I kwartale 2002 r., poziom realnych stóp procentowych w marcu br. wyraźnie zbliżył się do ich poziomu z 1999 r., tj. z okresu poprzedzającego wprowadzenie przez Radę Polityki Pieniężnej restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej.

Złagodzenie polityki pieniężnej w I kwartale br. znalazło również odzwierciedlenie w obniżeniu wartości indeksu jej restrykcyjności (MCI), który uwzględnia poziom realnych stóp procentowych i realnego efektywnego kursu walutowego. W marcu br. indeks ten osiągnął poziom zbliżony do obserwowanego w styczniu 2000 r.

* * *

Po spowolnieniu procesu obniżania inflacji w I kwartale br., w II kwartale spodziewany jest jej dalszy spadek, a w drugiej połowie br. – stopniowy wzrost. Analiza czynników determinujących procesy inflacyjne wskazuje, że nie należy oczekiwać dużych wahań stopy inflacji.

Utrwaleniu się niskiej inflacji będzie nadal sprzyjała słaba dynamika popytu krajowego, który w I kwartale br. utrzymał się na poziomie z analogicznego okresu ub.r. Można oczekiwać, że tempo wzrostu popytu krajowego, a wraz z nim tempo wzrostu PKB, będzie od trzeciego kwartału br. stopniowo wzrastać. Do końca 2002 r. nie powinno to jednak wywołać presji popytu na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Na utrzymanie się w br. niskiej inflacji wskazuje także bardzo umiarkowany, jak dotąd, wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz niska dynamika wszystkich miar inflacji bazowej. Ponadto majowe dane na temat wzrostu cen żywności wskazują, że ich dynamika w br. może być niższa niż w ub.r. Obecna sytuacja na rynku ropy naftowej, jak i oczekiwania dotyczące kształtowania się popytu i podaży na tym rynku, pozwalają przypuszczać, że obniżyło się ryzyko silniejszego wzrostu cen ropy. W związku z tym oceniamy, że czynniki podażowe mogą

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	2000				2001				2002			
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2000	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2001	I kwartał	2002
	realny wzrost											
PKB	5,9	5,0	3,1	2,3	4,0	2,3	0,9	0,8	0,3	1,1	1,1	100,5
Popyt krajowy	5,1	3,3	1,4	1,7	2,8	-1,3	-1,8	-2,0	-2,9	-2,0	-2,0	100,0
Spożycie ogółem	4,1	2,6	1,2	1,6	2,4	1,2	1,3	1,8	2,8	1,8	1,8	103,2
Spożycie indywidualne	4,8	2,9	1,1	1,6	2,6	1,5	1,6	2,1	3,2	2,1	2,1	103,5
Akumulacja brutto	10,4	5,7	1,6	1,7	3,9	-13,1	-12,5	-14,2	-13,5	-13,8	-13,8	-18,4
Nakłady brutto na środki trwałe	5,4	2,8	2,0	2,1	2,7	1,5	-8,4	-13,6	-14,3	-10,2	-10,2	-13,3
Stopa oszczędzania gospodarstw domowych (%) ¹	9,0	10,9	11,3	14,0	11,4	11,4	10,4	10,4	11,7	11,0	11,0	
Stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych (%) ²	5,7	10,8	0,2	5,8	5,6	9,5	3,9	5,2	4,9	5,9	5,9	
Stopa bezrobocia (%)	14,0	13,6	14,0	15,1	15,1	16,1	15,9	16,3	17,4	17,4	17,4	18,1
Dochody do dyspozycji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)	101,8	101,1	99,6	103,1	101,4	103,7	99,7	100,7	100,1	101,1	101,1	
Zadłużenie Skarbu Państwa (w mln zł, nom.) ³	270 144,9	279 507,8	287 984,3	266 816,8	266 816,8	273 192,9	271 584,9	291 795,1	283 939,5	283 939,5	302 151,6 ⁴	
Deficyt budżetu państwa (w mln zł)	-6 927,4	-10 650,2	-14 041,9	-15 391,0	-15 391,0	-14 992,5	-18 805,5	21 865,0	-32 352,2	32 352,2	16 430,4	
Zadłużenie zagraniczne (w mln USD)	65 702	66 882	65 607	69 610	69 610	70 977	70 098	72 375	70 160	70 160	70 160,0	

¹ Relacja oszczędności gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto. Oszczędności odpowiadają części dochodów do dyspozycji brutto nie przeznaczanej na spożycie.

² Relacja oszczędności finansowych gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto. Oszczędności finansowe odpowiadają przyrostowi zasobów pieniężnych gospodarstw domowych (sumie przyrostów depozytów bankowych, zasobów gotówkowych oraz wartości lokat w papiery wartościowe pomniejszonej o przyrost kredytów gospodarstw domowych).

³ Stan w końcu okresu.

⁴ Na koniec lutego bieżącego roku; brak danych za marzec.

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

Podstawowe wskaźniki monetarne

	2000				2001				I kwartał 2002
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2000	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał
	analogiczny okres poprzedniego roku = 100								
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych ¹	110,3	110,2	110,3	108,5	108,5	106,2	106,2	104,3	103,6
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ¹	107,3	108,9	108,3	105,6	105,6	103,8	100,9	100,7	99,6
	dynamika nominalna stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)								
Podaż pieniądza (M3)	113,7	120,3	114,7	111,9	111,9	114,7	107,6	112,3	108,7
Podaż pieniądza ogółem ²	113,8	120,6	114,1	111,7	111,7	114,9	108,0	114,3	113,7
Depozyty i inne zobowiązania	115,4	123,0	116,7	115,5	115,5	116,4	108,6	113,3	108,3
w tym:									
depozyty osób prywatnych	114,4	118,8	117,3	121,2	121,2	120,3	116,2	116,8	105,6
depozyty przedsiębiorstw	117,5	121,2	110,0	98,6	98,6	105,1	100,1	105,5	116,7
Należności	125,3	132,0	123,6	116,9	116,9	114,1	104,8	111,5	109,4
w tym:									
należności osób prywatnych	152,1	179,4	140,9	131,7	131,7	125,7	98,7	118,7	114,7
należności przedsiębiorstw	115,1	117,4	114,5	112,0	112,0	111,2	106,8	106,0	103,7
	dynamika realna ³ stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)								
Podaż pieniądza (M3)	103,1	109,2	104,0	103,1	103,1	108,0	101,3	107,7	104,9
Podaż pieniądza ogółem	103,2	109,4	103,4	103,0	103,0	108,2	101,7	109,6	109,8
Depozyty i inne zobowiązania	104,6	111,6	105,8	106,5	106,5	109,6	102,3	108,6	104,5
w tym:									
depozyty osób prywatnych	103,7	107,8	106,7	111,7	111,7	113,3	109,5	112,0	102,0
depozyty przedsiębiorstw	106,5	110,0	99,7	90,8	90,8	99,0	94,3	101,2	112,6
Należności	113,6	119,8	112,1	107,8	107,8	107,5	98,6	106,9	105,6
w tym:									
należności osób prywatnych	137,9	162,8	127,7	121,4	121,4	118,4	93,0	113,8	110,7
należności przedsiębiorstw	104,3	106,6	103,8	103,2	103,2	104,7	100,6	101,6	100,1
Stopa referencyjna (%) ⁴	17,5	17,5	19,0	19,0	19,0	17,0	15,5	14,5	11,5
Stopa kredytu redyskontowego (%) ⁴	20,0	20,0	21,5	21,5	21,5	19,5	18,0	17,0	14,0
Stopa kredytu lombardowego (%) ⁴	21,5	21,5	23,0	23,0	23,0	21,0	19,5	18,5	15,5

¹ W ostatnim miesiącu kwartału.² Podaż pieniądza ogółem (M2) wg definicji obowiązującej do 30 marca 2002 r.³ Deflowane wskaźnikami cen towarów i usług konsumpcyjnych.⁴ Stan w końcu okresu.

Źródło: dane GUS, NBP.

w br. przyczynić się do pogłębienia spadku inflacji. Za sprzyjające obniżaniu inflacji należy też uznać kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, które w I kwartale br. spadły do najniższego w historii ankiety poziomu.

Szybki spadek rocznej dynamiki szerokich agregatów monetarnych (M2 i M3) w I kwartale br. także powinien przyczynić się do dalszego obniżania inflacji w średnim horyzoncie czasowym. Wobec trudnej sytuacji na rynku pracy można oczekiwać umiarkowanego wzrostu płac i osłabienia ich roli w transmisji ewentualnych impulsów inflacyjnych.

W warunkach słabego popytu krajowego i stosunkowo niskiego wzrostu gospodarczego wysoki deficyt sektora finansów publicznych, który może wynieść w br. około 5% PKB, w krótkim okresie nie powinien skutkować wzrostem cen. Jego utrzymanie na tym poziomie może natomiast mieć inne negatywne skutki dla gospodarki (patrz punkt 5). Ewentualne zakłócenia w realizacji zakładanego deficytu budżetowego i jego finansowania mogłyby spowodować zaburzenia na rynku walutowym. Zgodna z założeniami realizacja deficytu w I kwartale br. nie wskazuje jednak na niebezpieczeństwo powtórzenia się sytuacji z poprzedniego roku, kiedy to nastąpił jego nieoczekiwany, szybki wzrost.

Kolejny element niepewności przy prognozowaniu inflacji stanowi zachowanie banków komercyjnych, które – nawet przy braku obniżek stóp podstawowych NBP – mogą obniżyć oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych w miarę poprawiania się sytuacji gospodarczej. W okresie od lutego ub.r. do stycznia br. NBP obniżył bowiem podstawowe stopy procentowe o 900 punktów bazowych, a w tym czasie oprocentowanie tych kredytów spadło tylko o 210 punktów bazowych.

Do ostrożności w prognozowaniu inflacji skłania również niepewność co do skutków opodatkowania dochodów kapitałowych. Prawdopodobnie doprowadzi ono do spadku skłonności do oszczędzania w bankach. Trudno jednak obecnie przewidzieć, w jakim stopniu uwolnione w ten sposób środki zasilą popyt konsumpcyjny, a w jakim pozabankowe formy oszczędzania (akcje, fundusze emerytalne).

Rada Polityki Pieniężnej wyznaczyła tegoroczny cel inflacyjny na poziomie 5%, z granicą tolerancji ± 1 pkt proc. Zdecydowana większość prognoz wskazuje obecnie, że dwunastomiesięczny wskaźnik inflacji znajdzie się na koniec br. poniżej dolnej granicy przedziału tego celu. Mimo wystąpienia pewnych sygnałów mogących skutkować silniejszym wzrostem cen w perspektywie wykraczającej poza 2002 r. i niepewności związanej z prognozowaniem inflacji w tych warunkach, analiza czynników makroekonomicznych nie wskazuje, jak dotąd, na pojawienie się zagrożeń dla realizacji średniookresowego celu polityki pieniężnej, wyznaczonego na poziomie poniżej 4% w końcu 2003 r.

1

Popyt krajowy i podaż¹

1

Według wstępnych szacunków GUS, tempo wzrostu PKB w I kwartale br. wyniosło 0,5%. Od czterech kwartałów spada wartość dodana w przemyśle, a od siedmiu – w budownictwie. Utrzymujący się tak długo spadek produkcji spowodował zmniejszenie dynamiki wzrostu usług przedsiębiorstw zajmujących się obsługą nieruchomości i działalności gospodarczej, które w poprzednich latach szybko się rozwijały. Pogorszyły się też wyniki przedsiębiorstw sektora finansowego i ubezpieczeniowego. Mimo to, w rezultacie znacznego wzrostu sprzedaży przedsiębiorstw handlu detalicznego, tempo wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych w I kwartale br. utrzymało się na poziomie z poprzednich kwartałów.

Tempo wzrostu spożycia indywidualnego, przy relatywnie niskim nominalnie wzroście dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, wzrosło w I kwartale br. do 3,5%, tj. było ponad dwukrotnie wyższe w stosunku do odnotowanego w I kwartale ub.r. Jednocześnie nastąpił dalszy spadek nakładów na środki trwałe. Szacunki wzrostu PKB i popytu krajowego przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Dynamika PKB i popytu krajowego (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)

	2001	2001				2002
		I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	I kwartał
Wartość dodana ogółem	100,8	102,1	100,8	100,6	100,1	100,6
Przemysł	99,4	103,3	98,7	98,5	97,5	98,0
Budownictwo	92,4	94,8	92,0	91,8	92,0	87,1
Usługi rynkowe	103,9	103,5	103,7	104,1	104,2	104,0
PKB	101,1	102,3	100,9	100,8	100,2	100,5
Nakłady na środki trwałe	89,8	101,2	91,5	87,5	86,5	86,7
Spożycie indywidualne	102,1	101,5	101,6	102,1	103,3	103,5
Popyt krajowy	98,1	98,7	98,2	98,3	97,2	100,0

Źródło: GUS.

Popyt krajowy w I kwartale br. był zbliżony do notowanego w I kwartale ub.r. Eksport netto, mimo mniejszych obrotów handlu zagranicznego, ukształtował się natomiast nieco korzystniej niż przed rokiem. Według danych statystyki celnej, w I kwartale br. eksport (w cenach bieżących, w złotych) był mniejszy o 3,4% niż przed rokiem, a import – o 4,6%. W rezultacie ujemne saldo obrotów handlu zagranicznego zmniejszyło się w I kwartale br. do 12,2 mld zł z 13,3 mld zł w analogicznym okresie ub.r.

1.1. Popyt krajowy

Na podstawie danych o nominalnym wzroście wynagrodzeń i świadczeń społecznych szacuje się, że dynamika **dochodów do dyspozycji brutto** gospodarstw domowych w I kwartale br. była niższa niż w poprzednim kwartale.

¹ Wszystkie dynamiki w tym rozdziale, jeśli nie zaznaczono inaczej, są podawane realnie i w ujęciu rocznym.

W porównaniu z I kwartałem ub.r. przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w I kwartale br. o 5,3%. Jednak wskutek jednoczesnego spadku przeciętnego zatrudnienia o 4,8%, nominalny wzrost dochodów z pracy w sektorze przedsiębiorstw w I kwartale br. w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku wyniósł tylko 0,3%. Wobec braku danych o wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sferze budżetowej w I kwartale br. zakłada się, że – w przeciwieństwie do sytuacji w IV kwartale ub.r. – nie nastąpił ich spadek. Przy tym założeniu dochody z pracy najemnej ogółem w I kwartale br. nominalnie ukształtowałyby się na poziomie zbliżonym do uzyskanego w analogicznym okresie ub.r.

Dynamika przeciętnych emerytur i rent w I kwartale br. była wysoka (w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. były one o 13,8% wyższe). Jednak po uwzględnieniu jednorazowych wyrównań dokonanych w I kwartale ub.r. szacuje się, że wypłaty emerytur i rent w I kwartale br. były większe niż przed rokiem o 2,4%.

Mimo pogorszenia relacji cen w rolnictwie wzrost produkcji przyczynił się do utrzymania znaczącego wzrostu nominalnych dochodów rolników. Obniżyła się natomiast dynamika dochodów z nierolniczej działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochodów z własności.

Łącznie szacuje się, że nominalny wzrost dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych wyniósł w I kwartale br. około 2,0% w porównaniu z I kwartałem ub.r. Mimo spadku kwartalnego wskaźnika cen konsumpcyjnych do 3,4%, siła nabywcza tych dochodów była niższa niż przed rokiem. Szacunki te nie uwzględniają jednak dochodów gospodarstw domowych z szarej strefy gospodarki. Na wzrost tych dochodów może wskazywać wysoka dynamika konsumpcji oraz gotówki w obiegu.

Przyrost depozytów gospodarstw domowych w I kwartale br. był mniejszy niż przed rokiem, a przyrost kredytów – większy. Ocenia się, że nastąpił również spadek innych składników oszczędności brutto, zwłaszcza niefinansowych (nakłady na środki trwałe i obrotowe). W tych warunkach tempo wzrostu **spożycia indywidualnego** było w I kwartale br. wyższe od tempa wzrostu dochodów i wyniosło 3,5%. Na utrzymanie się w I kwartale br. wzrostu konsumpcji na wysokim poziomie wskazuje również przyspieszenie dynamiki wolumenu sprzedaży detalicznej w średnich i dużych przedsiębiorstwach handlowych (z 3,7% w IV kwartale ub.r. do 5,8% w I kwartale br.).

Nastąpił dalszy spadek dynamiki **nakładów inwestycyjnych**. Poziom zrealizowanych inwestycyjnych robót budowlano-montażowych w średnich i dużych przedsiębiorstwach w I kwartale br. był o 18,3% niższy niż przed rokiem. Produkcja sprzedana przedsiębiorstw przemysłowych wytwarzających głównie dobra inwestycyjne spadła w tym okresie o około 6%. Nastąpiło też dalsze zmniejszenie importu inwestycyjnego.

Nakłady brutto na środki trwałe były w I kwartale br. o 13,3% mniejsze niż w I kwartale ub.r. Podobnie jak przed rokiem nastąpił znaczny spadek zapasów rzeczowych środków obrotowych, akumulacja brutto zmniejszyła się w stosunku do I kwartału ub.r. o 18,4%.

* * *

W lutym br. Sejm uchwalił ustawę budżetową na 2002 rok, zgodnie z którą dochody budżetu mają wynieść 145,2 mld zł, wydatki 185,2 mld zł, a **deficyt budżetu państwa** 40 mld zł, tj. około 5,3% PKB. Należy podkreślić, że w toku prac parlamentarnych kwoty założonych dochodów i wydatków zostały zwiększone w stosunku do przedłożenia rządowego o 1,2 mld zł. W efekcie tych zmian ustawa budżetowa przewiduje, że wydatki wzrosną realnie o 2,5% w stosunku do ich ubiegłorocznego poziomu, nie zaś o 1%, jak to deklarował rząd. Zważywszy, że w ub.r. wzrosły one realnie o 8,5% przy wysokim poziomie deficytu budżetowego, ich tegoroczne zwiększenie będzie miało niekorzystny wpływ na stabilność makroekonomiczną.

W I kwartale br. odnotowano, podobnie jak w analogicznym okresie ub.r., wysoki deficyt budżetu państwa, który wyniósł 16,4 mld zł. Szacuje się, że w relacji do PKB deficyt ten osiągnął około 9,6% wobec 9,1% rok wcześniej. Zaawansowanie realizacji deficytu w stosunku do planu całorocznego jest jednak po I kwartale br. niższe niż przed rokiem.

Dochody budżetu państwa były w I kwartale br. niższe niż w analogicznym okresie ub.r. Wynikało to z braku nadzwyczajnych dochodów, jakie wystąpiły w I kwartale ub.r. (dochody zagranicz-

Tabela 2

Wykonanie budżetu państwa

	I kwartał (mln zł)		Zaawansowanie (%)	
	2001	2002	2001*	2002
DOCHODY	31 603,4	31 293,6	22,5	21,6
Dochody podatkowe, z tego:	26 804,1	28 459,4	22,5	21,6
– podatki pośrednie	19 091,4	20 239,3	23,2	22,2
– podatek dochodowy od osób prawnych	3 053,9	3 471,2	23,0	25,1
– podatek dochodowy od osób fizycznych	4 658,8	4 748,9	19,9	17,9
Dochody niepodatkowe	4 799,3	2 834,2	22,6	21,1
WYDATKI, w tym:	46 658,6	47 724,0	27,0	25,8
– obsługa zadłużenia	5 482,1	6 338,3	26,2	17,8
– dotacja dla Funduszu Pracy	748,6	1 228,7	28,2	33,8
– dotacja dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych	6 646,0	7 295,8	30,9	26,7
DEFICYT	-15 055,2	-16 430,4	46,2	41,1
ŹRÓDŁA FINANSOWANIA DEFICYTU	15 055,2	16 430,4	46,2	41,1
Krajowe, w tym:	13 081,7	16 886,2	29,8	43,5
– bony skarbowe	3 124,5	6 750,8	29,0	115,4
– obligacje	5 247,1	11 999,0	19,6	45,1
– przychody z prywatyzacji	1 093,6	621,9	16,9	9,4
Zagraniczne	1 973,5	-455,8	-17,4	-38,6

* Realizacja I kwartału do wykonania całorocznego - z uwagi na bardzo dużą rozbieżność między planem a wykonaniem.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

ne związane z przedterminowym wykupem zadłużenia zagranicznego oraz wpływy z tytułu opłat koncesyjnych UMTS). Dochody podatkowe w I kwartale br. okazały się natomiast wyższe o 6,2% niż przed rokiem, w tym wpływy z podatków pośrednich – o 6% (wskutek przede wszystkim stosunkowo wysokiej rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej – 107%).

Wydatki budżetowe były z kolei w I kwartale br. o 2,3% wyższe niż rok wcześniej. Ich dynamika, po odliczeniu kosztów obsługi zadłużenia, wyniosła tylko 100,5%. W ujęciu realnym nastąpił zatem ich spadek. Jak stąd wynika rola budżetu państwa w kreowaniu popytu krajowego była w I kwartale br. mniejsza niż przed rokiem. Jednak w relacji do PKB wydatki te utrzymały się na wysokim poziomie około 24,3%, wobec 24,9% w I kwartale ub.r. i 21,6% w I kwartale 2000 r.

Wysoki deficyt budżetowy w I kwartale br., w połączeniu z niskimi wpływami z prywatyzacji, znacząco zwiększył potrzeby pożyczkowe budżetu. Wartość netto przeprowadzonych w tym okresie emisji skarbowych papierów wartościowych wyniosła 18,7 mld zł, tj. była ponad dwukrotnie większa niż w I kwartale ub.r. Zwraca przy tym uwagę fakt, że wielkość emisji bonów skarbowych w I kwartale br. przekroczyła już całoroczny plan. Obligacje emitowane na rynku krajowym nadal cieszyły się dużym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych, których zadłużenie netto z tego tytułu wzrosło w I kwartale br. o 5,7 mld zł². Tym samym udział obligacji znajdujących się w posiadaniu inwestorów zagranicznych w całości wyemitowanych obligacji wzrósł do 17,8% na koniec marca br. z około 14% w końcu ub.r.

Duża emisja skarbowych papierów wartościowych w I kwartale br. przyczyniała się do utrzymywania na wysokim poziomie długoterminowych rynkowych stóp procentowych oraz stymulowała napływ kapitału zagranicznego, lokowanego w skarbowe papiery wartościowe, co powodowało umacnianie się kursu złotego.

² Dane Ministerstwa Finansów.

1.2. Podaż krajowa

Według wstępnych szacunków w I kwartale br. wartość dodana wzrosła o 0,6%. Był to efekt dalszego spadku w przemyśle oraz w budownictwie, utrzymania się jej tempa wzrostu w usługach rynkowych oraz większej niż przed rokiem wartości dodanej w rolnictwie.

Produkcja sprzedana przemysłu w I kwartale br. (w dużych i średnich przedsiębiorstwach) była o 1,6% mniejsza niż w analogicznym okresie ub.r. (w IV kwartale 2001 r. spadek wynosił 2,6%), w tym przemysłu przetwórczego – o 2,3%. Spadek produkcji wynikał z nadal niskiego popytu inwestycyjnego oraz słabnącego eksportu. W przedsiębiorstwach wytwarzających głównie dobra zaopatrzeniowe i inwestycyjne produkcja zmniejszyła się po około 6%, a w wytwarzających dobra konsumpcyjne – wzrosła o około 3%. Produkcja w działach uznawanych za nośniki postępu technicznego zmniejszyła się o 6,8%.

Utrzymujący się od roku spadek produkcji wpłynął na osłabienie dynamiki wzrostu usług przedsiębiorstw zajmujących się obsługą nieruchomości i działalności gospodarczej. Znacznie mniejszy był również wzrost sprzedaży usług łączności. Do podtrzymania wzrostu w sekcji usług rynkowych przyczynił się wyższy niż w poprzednich kwartałach wzrost obrotów przedsiębiorstw handlowych. Szacuje się, że niższa niż w ub.r. była w I kwartale br. dynamika wartości dodanej w sekcji pośrednictwa finansowego i ubezpieczeń.

Wzrost skupu żywca i mleka oraz wysoki stan pogłowia trzody na początku br. wskazują na utrzymanie się w 2002 r. wzrostu produkcji zwierzęcej. Dobre przezimowanie roślin uprawnych oraz relatywnie dobre warunki agrometeorologiczne pozwalają zakładać, że zbiory i produkcja roślinna w br. ukształtują się na przeciętnym poziomie z poprzednich lat. W związku z tym szacuje się, że w I kwartale br. utrzymał się wzrost wartości dodanej w rolnictwie. Towarzyszący aktualnemu wzrostowi podaży spadek cen skupu i opłacalności może przyczynić się do spadku produkcji rolniczej dopiero w 2003 r.

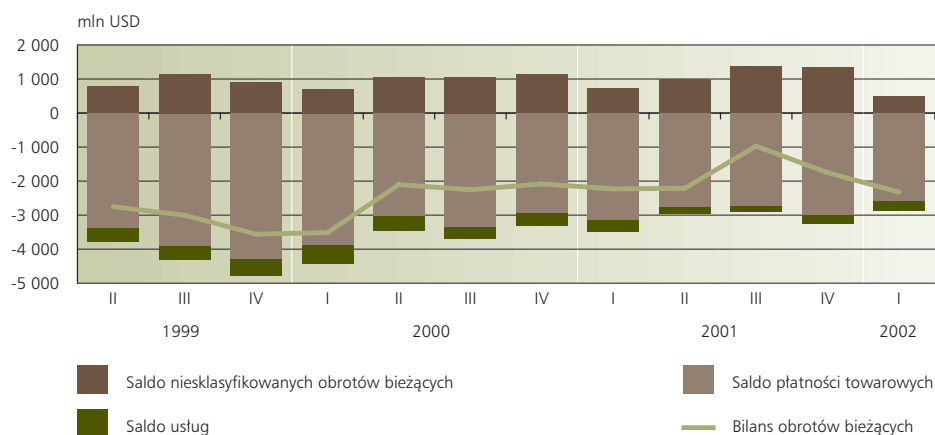
W I kwartale br. pogłębił się spadek wartości dodanej w budownictwie. Niski popyt na roboty inwestycyjne przyczynił się do spadku o 15,6% produkcji średnich i dużych przedsiębiorstw budowlanych. Roboty budowlane o charakterze inwestycyjnym zmniejszyły się o 18,3%, remontowe – o 6,5%. Mniejszy spadek popytu na roboty remontowe, które w przeważającej części wykonywane są przez małe przedsiębiorstwa, powoduje, że spadek produkcji całego budownictwa był mniejszy od zanotowanego w dużych i średnich przedsiębiorstwach.

2

Handel zagraniczny, bilans płatniczy

W I kwartale 2002 r. salda najważniejszych pozycji bilansu obrotów bieżących nadal się poprawiały. Deficyt w obrotach towarowych i usługowych obniżył się w porównaniu z I kwartałem ub.r. o 610 mln USD. Poprawa ta była wynikiem zmniejszenia zarówno wpływów, jak i wypłat, przy czym – podobnie jak w ub.r. – bardziej obniżyły się wypłaty. W kierunku pogłębienia deficytu obrotów bieżących oddziaływał natomiast większy deficyt dochodów i znacznie niższa nadwyżka niesklasyfikowanych obrotów bieżących. Pogorszenie salda dochodów wynikało z jednej strony ze wzrostu wypłat z tytułu obsługi zadłużenia zagranicznego Polski, a z drugiej – z istotnego obniżenia się wpływów w stosunku do I kwartału ub.r.³ Zmniejszenie nadwyżki niesklasyfikowanych obrotów bieżących było natomiast związane z czynnikami jednorazowymi, a mianowicie: operacją wprowadzenia do obiegu euro w krajach Unii Europejskiej oraz zwiększonym importem używanych samochodów do Polski.

W wyniku tych zmian deficyt obrotów bieżących w I kwartale br. (2,3 mld USD) praktycznie nie zmienił się w stosunku do analogicznego okresu ub.r., pogorszył się natomiast w stosunku do IV kwartału ub.r. (wykres 1).

Wykres 1**Bilans obrotów bieżących w latach 1999–2002 (dane kwartalne)**

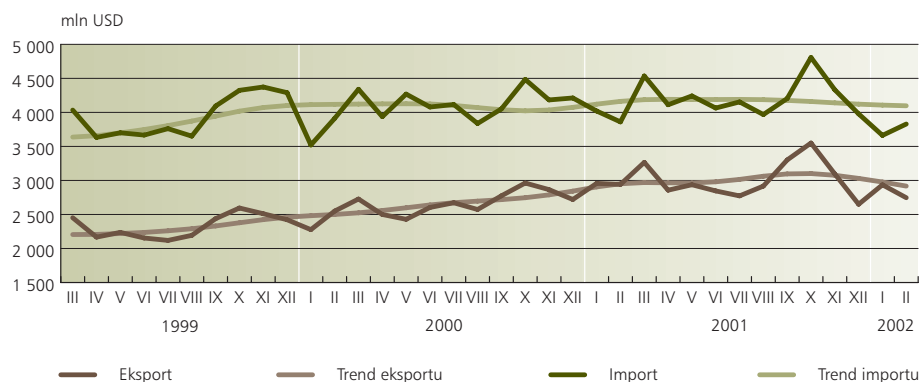
Źródło: dane NBP.

Spadkowa tendencja polskiego eksportu – widoczna już wyraźnie w IV kwartale ub.r. – w I kwartale br. jeszcze bardziej się pogłębiła (wykresy 2, 3, 4). Potwierdzają to dane zarówno statystyki płatniczej, jak i rzeczowej. W I kwartale br. wpływy z eksportu (w USD) obniżyły się o 6,8% (w stosunku do I kwartału ub.r.). Natomiast według danych GUS, w okresie styczeń-luty br. dolarowa wartość polskiego eksportu spadła o 3,7% (w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.).

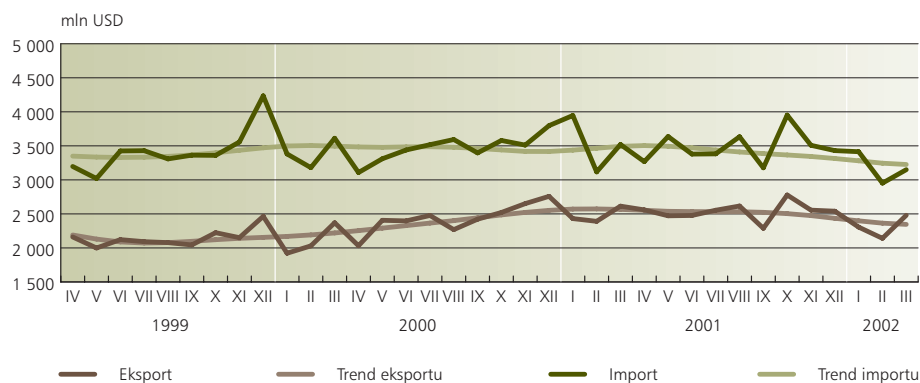
Badania NBP wskazują, że czynnikiem, najsilniej wpływającym na polski eksport jest popyt gospodarki niemieckiej⁴. W ub.r. tempo wzrostu gospodarczego Niemiec osłabło najbardziej wśród

³ W związku ze sprzedażą przez Skarb Państwa pakietu obligacji rządu USA, stanowiących zabezpieczenie wykupionych w grudniu 1998 r. i październiku 2000 r. obligacji Brady'ego, narosłe odsetki zarejestrowano w kategorii „dochody z inwestycji potfełowych” w styczniu 2001 r.

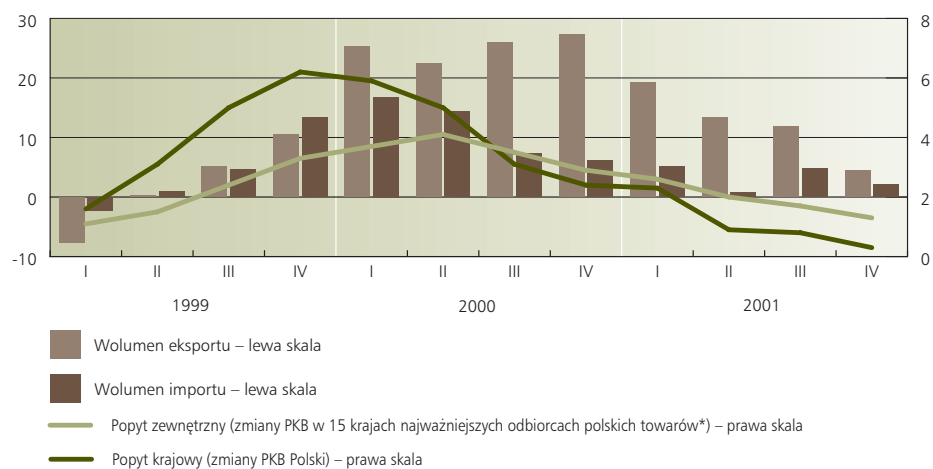
⁴ Por. J. Przystupa: *Makroekonomiczny model gospodarki polskiej*. Warszawa 2000 IKC-HZ; opóźnienie reakcji polskiego eksportu na zmiany popytu w gospodarce niemieckiej wynosi w przypadku popytu krajowego ogółem 8 miesięcy, a popytu importowego 5 miesięcy.

Wykres 2**Obroty handlu zagranicznego wg statystyki celnej (dane miesięczne)**

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 3**Obroty handlu zagranicznego na bazie płatności (dane miesięczne)**

Źródło: dane NBP.

Wykres 4**Zmiany wolumenu eksportu i importu a zmiany popytu zewnętrznego i krajowego (w % w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, w cenach stałych)**

* ważone strukturą polskiego eksportu.

Źródło: dane GUS i Bloomberg, obliczenia NBP.

krajów strefy euro (tabela 3). Obniżenie dynamiki PKB z 1,2% w I połowie ub.r. do 0,2% w drugim półroczu przyczyniło się do bezwzględnego spadku niemieckiego importu. W II połowie ub.r. wolumen importu Niemiec obniżył się o 3,5% (w porównaniu z okresem lipiec-grudzień 2000 r.), podczas gdy jeszcze w I połowie wzrastał w tempie 4,8%. Spadek importu kontynuowany był również na początku 2002 r.; w styczniu br. dolarowa wartość przywozu do Niemiec obniżyła się aż o 20%⁵. Silną reakcją na ten spadek ze strony polskiego eksportu potwierdzają dane GUS: w ciągu pierwszych dwóch miesięcy br. wywóz do Niemiec obniżył się o 10%.

Słabnący popyt rynku zachodnioeuropejskiego spowodował spadek eksportu przede wszystkim branży motoryzacyjnej (zarówno eksportu samochodów, jak i części samochodowych), a także sektorów zaopatrujących – głównie rynki krajów Unii – w surowce i półprodukty, jak np. produkty hutnicze oraz drewno i wyroby z drewna.

Tabela 3

Wybrane wskaźniki ekonomiczne strefy euro i Niemiec

(zmiany w % w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, w cenach stałych)

	Strefa euro				Niemcy			
	2001				2001			
	kwartały							
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Produkt krajowy brutto	2,4	1,6	1,4	0,6	1,8	0,7	0,4	0,0
Popyt krajowy	1,8	1,1	0,7	-0,1	0,5	-0,5	-1,4	-2,0
Spożycie indywidualne	2,0	1,7	1,7	1,6	1,6	1,2	1,2	1,0
Spożycie zbiorowe	2,0	2,0	2,1	1,8	1,4	1,7	1,8	1,8
Nakłady brutto na środki trwałe	1,7	0,2	-1,2	-2,0	-2,0	-3,6	-6,3	-6,0
Zmiany zapasów*	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,8	-0,6	-1,0	-0,6
Eksport	8,4	5,4	1,7	-1,5	9,5	7,2	4,4	-0,1
Import	6,8	4,2	-0,2	-3,5	5,8	3,8	-1,0	-6,0
Wartość dodana w przemyśle	3,5	1,4	0,7	-1,6	4,6	1,1	-1,3	-3,1
Wartość dodana w budownictwie	-0,8	-0,3	-0,4	-0,3	-7,9	-6,2	-6,1	-4,7

* jako % PKB

Źródło: Eurostat.

Korzystniej dla polskiego eksportu kształtowała się sytuacja na rynkach krajów Europy Środkowej i Wschodniej. W II połowie ub.r. utrzymała się dwucyfrowa (12%) dynamika importu w Czechach⁶, które są najważniejszym odbiorcą polskich towarów w tym regionie. Bardzo wysoki był też popyt importowy w Rosji; po wzroście o 27% w ub.r. import tego kraju (spoza WNP) w okresie styczeń-luty br. zwiększył się o 19%⁷ (w porównaniu z analogicznym okresem ub. r). W tych warunkach polski eksport do krajów Europy Środkowej i Wschodniej wzrósł w tym okresie o 11%.

Słabnąca od połowy ub.r. dynamika polskiego eksportu wynikała także z pogorszenia warunków cenowo-kursowych⁸. Należy jednak zaznaczyć, że od połowy ub.r. widoczna jest poprawa w zakresie kształtowania się realnych kursów złotego (tabela 4, wykres 5). W I kwartale br. indeks kursu złotego oparty na jednostkowych kosztach pracy oraz deflowany cenami produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym nieznacznie się zdeprecjonował. Wolniejsze tempo wzrostu relatywnych kosztów i cen w Polsce w tym okresie zniwelowało z nadwyżką nieznaczną aprecjację efektywnego kursu nominalnego.

⁵ Euro-Indicators, News Release, No 48/2002 – 19 April 2002, Eurostat.⁶ W 2002 r. widoczne są już jednak oznaki osłabienia popytu w gospodarce czeskiej; w I kwartale br. import tego kraju zmniejszył się o 3%. Źródło: Czeski Urząd Statystyczny.⁷ Ministerstwo Rozwoju Gospodarczego Federacji Rosyjskiej.⁸ Raport o inflacji w 2001 roku. Badania NBP wskazują, że opóźnienie reakcji eksportu na zmiany kursu złotego wynosi maksymalnie 3 kwartały.

Tabela 4

Efektywne kursy złotego w latach 2001-2002 (poprzedni kwartał = 100)

Indeks kursu złotego	2001				2002
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	I kwartał
Nominalny	5,6	6,9	-6,7	2,7	0,3
Deflowany CPI	5,8	7,9	-7,1	3,5	1,0
Deflowany PPI	3,5	6,3	-7,1	1,6	-0,2
Deflowany jednostkowymi kosztami pracy	9,0	4,4	-10,9	8,5*	-0,2*
Deflowany cenami eksportu	3,1	0,2	-1,1	-1,1	b.d.

„+” – oznacza aprecjację kursu złotego

* – dane oparte na szacunkach

b.d. – brak danych

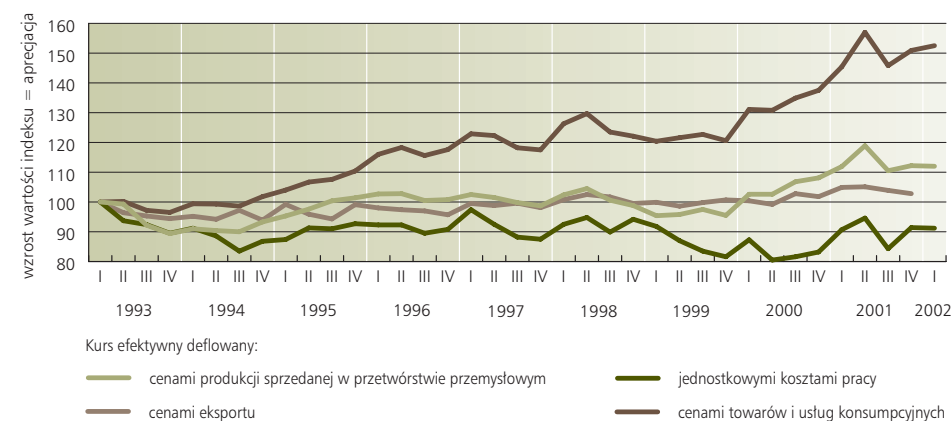
Źródło: dane NBP.

W I kwartale br. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. zaznaczyły się korzystne zmiany w kształtowaniu się kursów złotego wobec walut naszych głównych partnerów handlowych – USA i strefy euro (wykres 6). W marcu br. w stosunku do grudnia ub.r. złoty zdeprecjonował się realnie wobec dolara o 4,0%, a wobec euro o 3,3% (w analogicznym okresie ub.r. aprecjacja złotego wyniosła odpowiednio 3,8% i 3,2%).

Wykres 5

Realny efektywny kurs złotego w latach 1993-2002

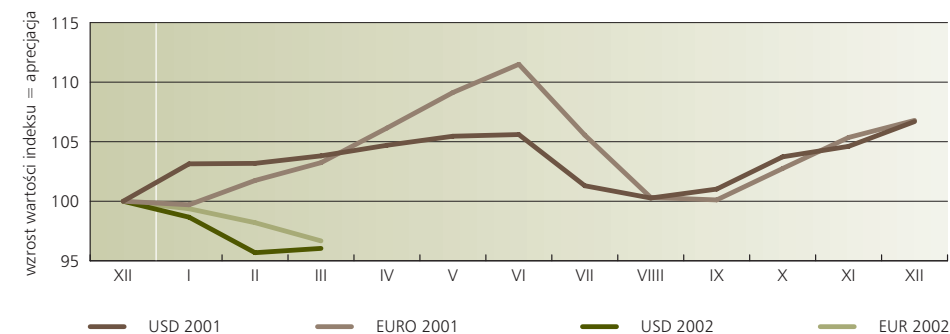
(dane kwartalne; styczeń 1993 = 100)



Źródło: dane NBP.

Wykres 6

Realny kurs złotego* wobec walut głównych partnerów handlowych w latach 2001-2002 (grudzień poprzedniego roku = 100)



* deflowany PPI

Źródło: dane NBP.

SPADEK DYNAMIKI EKSPORTU W POLSCE, CZECHACH I NA WĘGRZECH W 2001 R.

Podobnie jak w Polsce, spadkowa dynamika eksportu, począwszy od I kwartału 2001 r., utrzymuje się także w Czechach i na Węgrzech, choć waluty tych krajów aprecjonowały wolniej niż złoty*. Polska wykazywała w 2000 r. i w pierwszych trzech kwartałach 2001 r. najwyższą dynamikę wolumenu eksportu wśród tych trzech krajów i najpóźniej też doświadczyła jej głębokiego spadku. Natomiast Węgry, których waluta od 1999 r. umacniała się najwolniej w analizowanej grupie krajów, w IV kwartale 2001 r. odnotowały najgłębsze załamanie eksportu (patrz tabela i wykres poniżej). Wywołały go więc inne niż kurs walutowy czynniki.

Eksport wszystkich trzech krajów jest silnie uzależniony od popytu importowego strefy euro**, w tym przede wszystkim Niemiec. W 2001 r. bardziej korzystne – w porównaniu z Czechami i Węgrami – wyniki polskiego eksportu do Niemiec wynikały z istotnych różnic w strukturze eksportu tych krajów. Polski eksport charakteryzowała znacznie bardziej zdywersyfikowana struktura towarowa niż eksport pozostałych dwóch krajów. W rezultacie okazał się on mniej podatny na załamanie popytu importowego w Niemczech. Najsilniej dotknęło ono bowiem produkty przemysłu elektromaszynowego, które stanowiły 21% wartości eksportu Polski do Niemiec w 2001 r., podczas gdy w Czechach 35%, a na Węgrzech 52%.

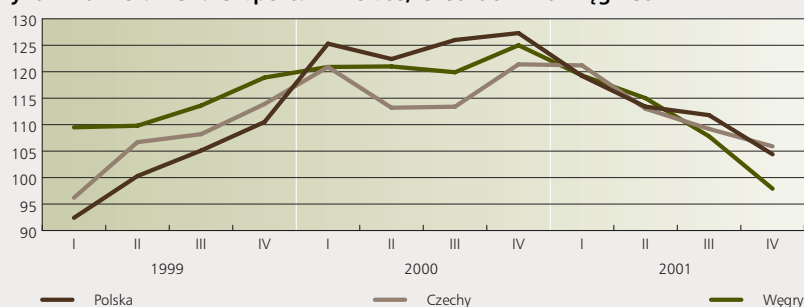
Z kolei załamanie światowego handlu wyrobami wysokiej technologii (IT) w 2001 r. najbardziej odczuł eksport węgierski, w którym udział tych wyrobów jest najwyższy wśród analizowanych krajów (w 2001 r. produkty IT stanowiły tam ponad 12% w grupie maszyn i urządzeń, podczas gdy w Czechach 8%, a w Polsce zaledwie 1%).***

* Waluty wszystkich trzech krajów realnie aprecjonowały w stosunku do euro, przy czym tempo tej aprecjacji nasiliło się, gdy kurs euro w 1999 r. zaczął osłabiać się wobec dolara. Najsilniej aprecjonował złoty (wskutek najsilniejszej aprecjacji nominalnej), a najsłabiej forint (efekt najsłabszej nominalnej aprecjacji).

** Najwyższy udział krajów UGiW w obrotach swojego handlu zagranicznego mają Węgry – 68,7%, w Czechach wynosi on 61,7%, a w Polsce 58,5%.

*** Annual Report 2002 – World Trade Developments, 2 May 2002, WTO.

Dynamika wolumenu eksportu w Polsce, Czechach i na Węgrzech



Dynamika wolumenu eksportu w Polsce, Czechach i na Węgrzech

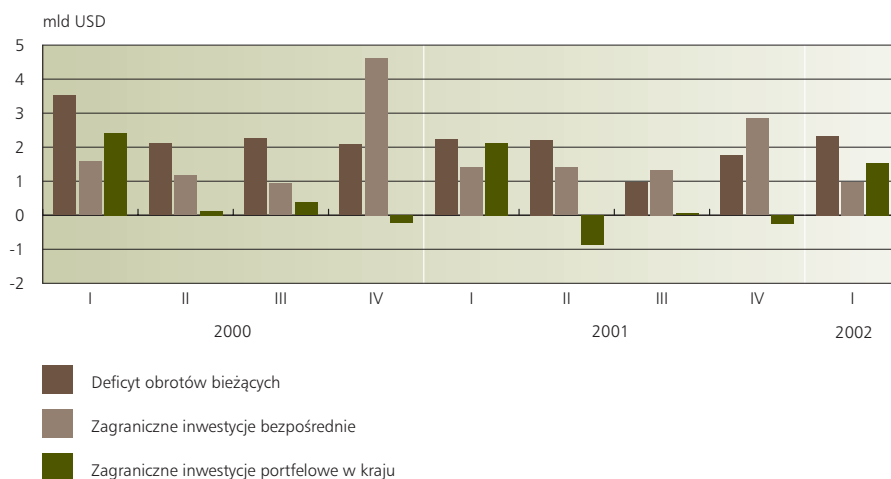
	2000				2001			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Polska	125,3	122,4	126,0	127,3	119,2	113,4	111,8	104,4
Czechy	120,9	113,2	113,4	121,4	121,2	113,0	109,2	105,9
Węgry	120,9	121,0	119,9	125,0	119,3	115,0	107,8	97,9

Źródło: GUS, HSO, CSO.

W I kwartale br. dynamikę polskiego eksportu podtrzymywały nadal branże zdominowane przez spółki z udziałem kapitału zagranicznego. W większości głównych grup towarowych, w których udział tych spółek przewyższa średnią dla całego polskiego eksportu, kontynuowana była tendencja wzrostu eksportu – przede wszystkim wyrobów papierniczych, mebli oraz towarów klasyfikowanych jako maszyny i urządzenia. Eksport w tej ostatniej grupie w pierwszych dwóch miesiącach br. wzrósł o 10% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Przyczyniła się do tego zwłaszcza zwiększona sprzedaż montowanych w naszym kraju odbiorników telewizyjnych.

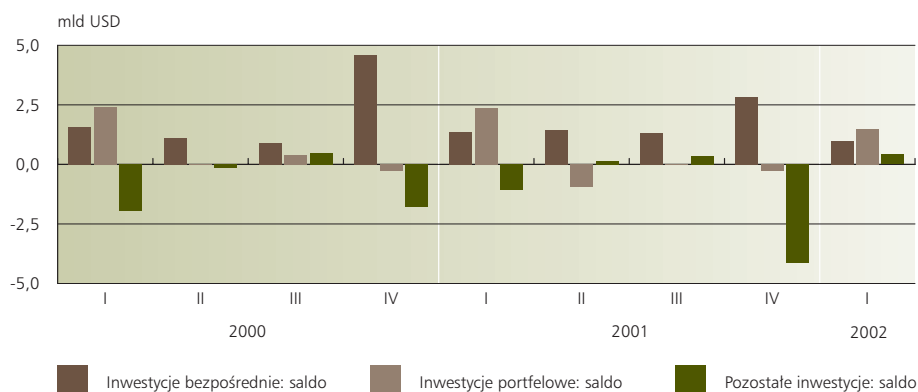
Struktura finansowania deficytu obrotów bieżących w I kwartale br. wyraźnie się pogorszyła (wykresy 7,8). W 42% deficyt został sfinansowany napływem długoterminowego kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich w wysokości blisko 1,0 mld USD (wobec odpowiednio 60% i 1,3 mld USD w analogicznym okresie ub.r.). Spadek udziału inwestycji bezpośrednich w finansowaniu deficytu obrotów bieżących w I kwartale br. wynikał ze zmniejszenia w tym okresie wpływów prywatyzacji (z 1,1 mld zł w I kwartale ub.r. do 0,6 mld zł w I kwartale br.). Mniej korzystna była także struktura kapitału zagranicznego napływającego w postaci inwestycji bezpośrednich. Kredyty otrzymane od bezpośrednich inwestorów zagranicznych stanowiły bowiem 25,8% tego kapitału wobec 16,3% w poprzednim roku.

Wykres 7
Deficyt obrotów bieżących a napływ inwestycji zagranicznych



Źródło: dane NBP.

Wykres 8
Struktura rachunku finansowego bilansu płatniczego



Źródło: dane NBP.

W tych warunkach relatywnie wzrosło znaczenie inwestycji portfelowych jako źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (wykres 8). W I kwartale br. dominowały w nich inwestycje nie-rezydentów w obligacje Skarbu Państwa⁹. Wynikało to z dużej podaży obligacji skarbowych na rynku pierwotnym (podaż obligacji skarbu państwa w I kwartale br. wyniosła 17,1 mld zł w porównaniu z 10,1 mld zł rok wcześniej i 8,6 mld zł dwa lata wcześniej) przy nadal wysokim popycie inwestorów zagranicznych. W rezultacie – według danych Ministerstwa Finansów – wartość zadłużenia wobec inwestorów zagranicznych z tytułu skarbowych obligacji wyemitowanych na rynek krajowy wzrosła w I kwartale br. o 5,7 mld zł do poziomu 25,5 mld zł¹⁰.

Analiza wybranych wskaźników ostrzegawczych, sygnalizujących prawdopodobieństwo zaburzeń na rynkach finansowych w wyniku zmian stanu nierównowagi zewnętrznej i sposobów jej finansowania (tabela 5) wskazuje, że mimo pewnego pogorszenia się struktury finansowania deficytu obrotów bieżących, ogólna ocena sytuacji w zakresie nierównowagi zewnętrznej pozostaje pozytywna.

Tabela 5
Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźniki ostrzegawcze	2001				2002
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	I kwartał
Saldo obrotów bieżących/PKB (%)	-5,4	-5,3	-4,4	-4,1	-4,1
Saldo płatności towarowych/PKB (%)	-7,8	-7,3	-6,8	-6,6	-6,3
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących (%)	60,4	65,6	134,5	161,0	42,1
(Saldo obrotów bieżących-inwestycje bezpośrednie)/PKB (%)	-2,2	-1,7	0,8	2,2	-3,3
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport (%)	43,0	46,6	46,1	63,8	-
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu	7,9	7,9	8,3	7,3	8,5
Realny efektywny kurs walutowy*	3,5	6,3	-7,1	1,6	-0,2

* Realny efektywny kurs złotego skorygowany o zmiany cen produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym; poprzedni kwartał = 100; wzrost wartości indeksu oznacza aprecjację.
Źródło: dane NBP.

⁹ Nastąpił napływ netto kapitału w wysokości 642 mln USD (750 mln EUR) związany z emisją euroobligacji na rynkach zagranicznych oraz w wysokości 1 223 mln USD w związku z zakupem obligacji skarbu państwa wyemitowanych na rynek krajowy.

¹⁰ Tym samym udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu skarbu państwa z tytułu papierów skarbowych wyemitowanych na rynek krajowy wzrósł na koniec marca do poziomu 17,8% (z 16,4% 31 grudnia 2001 r.).

3

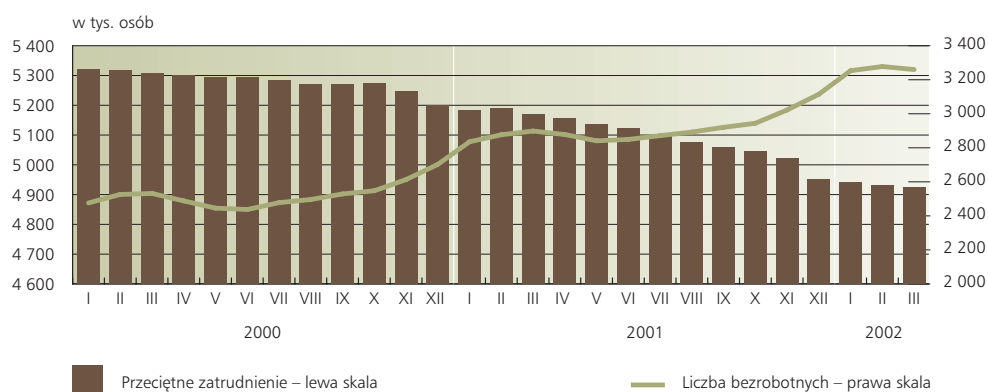
Rynek pracy

W I kwartale 2002 r. utrzymała się ubiegłoroczna tendencja głębokiego spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i wzrostu liczby bezrobotnych.

W kolejnych miesiącach I kwartału br. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszało się stosunkowo równomiernie. W całym I kwartale br. roczne tempo spadku przeciętnego zatrudnienia było dwukrotnie szybsze niż przed rokiem (wykres 9).

Wykres 9

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw oraz liczba zarejestrowanych bezrobotnych



Źródło: dane GUS.

Struktura spadku zatrudnienia według działów gospodarki zmieniła się w I kwartale br. w stosunku do analogicznego okresu ub.r. Wolniej niż przed rokiem spadało przeciętne zatrudnienie w górnictwie i kopalnictwie (w tym głównie w górnictwie węgla kamiennego i brunatnego), a także w produkcji metali oraz w dziale poczta i telekomunikacja. W większości działów przetwórstwa przemysłowego zatrudnienie w I kwartale br. spadało natomiast w szybszym tempie niż przed rokiem. Na najbliższe miesiące br. przewidywane są tam wprowadzenie dalsze redukcje zatrudnienia, jednak oceny ich skali są mniej pesymistyczne niż na początku br.¹¹

Największy spadek zatrudnienia w I kwartale br. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. odnotowano w budownictwie – aż o 12%. Ostatnie badania wskazują, że ogólny klimat koniunktury w budownictwie po raz pierwszy od ponad pół roku oceniany jest pozytywnie, a przewidywana w tym dziale skala zwolnień pracowników może być nieco mniejsza niż wskazywały na to wcześniejsze prognozy¹².

Bardziej korzystne niż przed rokiem tendencje w zakresie zatrudnienia wystąpiły w I kwartale br. w sektorze usług rynkowych, szczególnie w handlu i naprawach, gdzie w ub.r. odnotowano spadek zatrudnienia, podczas gdy w br. wzrosło ono w porównaniu z I kwartałem ub.r. o 0,8 pkt. proc. W małych, prywatnych firmach handlowych przedsiębiorcy mniej pesymistycznie niż w lutym czy marcu oceniają sytuację na przyszłość. Duże przedsiębiorstwa handlowe obawiają się jednak konieczności dużych redukcji zatrudnienia w najbliższym czasie¹³.

¹¹ *Koniunktura w przemyśle, budownictwie i handlu w kwietniu 2002 r.* GUS.

¹² Tamże.

¹³ j.w.

W okresie od końca grudnia ub.r. do końca marca br. zarejestrowano o ponad 50 tys., tj. o ponad 26% mniej bezrobotnych niż w analogicznym okresie ub.r. Jednocześnie wyrejestrowano w tym okresie więcej bezrobotnych niż przed rokiem i więcej spośród wyrejestrowanych podjęło pracę (tabela 6). Stopa bezrobocia wzrosła w tym czasie o 0,7 pkt. proc. – do poziomu 18,1% – wobec wzrostu o 1,1 pkt. proc. w analogicznym okresie ub.r.

Tabela 6

Bezrobotni wyrejestrowani, w tym z tytułu podjęcia pracy (w tys. osób)

	2001			2002		
	I	II	III	I	II	III
Liczba wyrejestrowanych	142,7	132,1	150,3	142,7	151,8	179,9
Wyrejestrowani, którzy podjęli pracę	67,1	67,3	78,0	64,7	76,9	89,6

Źródło: dane GUS.

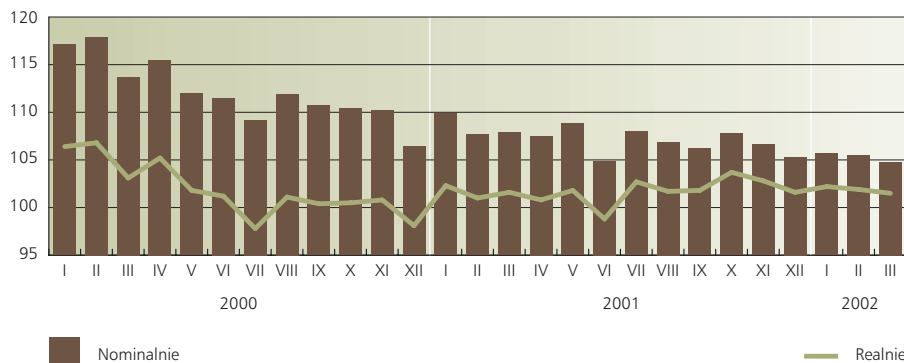
Jak stąd wynika, w I kwartale br. pojawiły się na rynku pracy pewne symptomy wyhamowania niekorzystnych tendencji. Są one jednak na razie zbyt słabe i krótkotrwałe, by można było jednoznacznie rozstrzygnąć, czy mają tylko charakter przejściowy, czy też stanowią zapowiedź bardziej trwałych zmian.

Uzyskanie trwałej poprawy sytuacji na rynku pracy wymaga obecnie przede wszystkim przeprowadzenia kompleksowych reform uelastyczniających jego funkcjonowanie. W I kwartale br. rząd podjął pierwsze inicjatywy w tym zakresie w ramach realizacji swojej strategii gospodarczej „Przedsiębiorczość – Rozwój – Praca”. Były one nakierowane przede wszystkim na zmniejszenie bezrobocia wśród młodzieży wchodzącej po raz pierwszy na rynek pracy oraz na ułatwienie działalności prywatnych przedsiębiorców. W tym celu rząd zaproponował m.in. wiele udogodnień dla pracodawców zatrudniających młodzież (możliwość wypłacania w początkowym okresie niższych płac niż obowiązująca płaca minimalna, zwracanie przez pewien czas przez państwo kosztów ubezpieczenia itp.), a także uproszczenie procedur wymaganych przy zakładaniu własnej firmy, zatrudnianiu i zwalnianiu pracowników, zmniejszenie kosztów zatrudnienia nowych pracowników itp. Przedłużające się konsultacje społeczne oraz procedury legislacyjne uniemożliwiły jednak, jak dotąd, wejście w życie proponowanych rozwiązań.

Z badań przeprowadzonych w marcu br. przez firmę Profile SMG/KRC Poland¹⁴ wynika, że większość Polaków byłaby skłonna obniżyć swoje oczekiwania płacowe w zamian za uzyskanie za-

Wykres 10

**Dynamika wynagrodzeń w ujęciu nominalnym i realnym
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)**



Źródło: dane GUS.

¹⁴ „Prawo i Gospodarka” z 23.04.2002 r.

trudnienia. Ponadto, około dwie trzecie pracujących jest gotowych przyjąć pracę na niższym stanowisku lub za niższe wynagrodzenie, byleby tylko jej nie stracić, a jedna czwarta wyraża w tym celu gotowość zmiany miejsca zamieszkania.

Jak stąd wynika, trudna sytuacja na rynku pracy spowodowała obniżenie presji na wzrost płac. Nie przewidując zasadniczej poprawy sytuacji na tym rynku w najbliższym czasie, nie należy spodziewać się z tej strony impulsów inflacyjnych.

4

Inne czynniki podaŹowe

4.1. Czynniki strukturalne

W I kwartale 2002 r. podjęto prace nad przeformułowaniem programów restrukturyzacji takich waŹnych dla polskiej gospodarki sektorów, jak elektroenergetyka, gazownictwo, sektor naftowy, górnictwo węgla kamiennego i hutnictwo Źelaza i stali¹⁵.

Dotychczasowe próby restrukturyzacji tych sektorów okazały się nieefektywne i stanowiły znaczne obciĄżenie finansowe dla budŹetu. Stan zaawansowania przemian w poszczególnych sektorach jest jednak rÓżny. Przykładowo, w górnictwie próbowano zrealizować dotychczas 18 wersji programu restrukturyzacji. Reforma pochłonięła, jak dotąd, ponad 5 mld zł, a w kolejnej korekcie programu przewiduje się, Źe w latach 2003-2006 pochłonie dalsze 3 mld zł. Jak dotąd nie udało się tam jednak dokończyć procesów prywatyzacyjnych. W hutnictwie Źelaza i stali takŹe nie zdołano przeprowadzić prywatyzacji, głÓwnie ze względu na złĄ sytuację finansowĄ hut. Aktualna wersja programu restrukturyzacji sektora zakłAda prowadzenie w nim działań konsolidacyjnych. Uzgodniono utworzenie holdingu Polskie Huty Stali SA (PHS SA), grupujĄcego cztery huty: Katowice, im. T. Sendzimira, Cedler i Florian. Holding ma dawać około 70% produkcji sektora, a jego kapitał zakładowy wyniesie około 900 mln zł.

O pilnej potrzebie dokończenia reform strukturalnych w wymienionych wyŹej sektorach najlepiej Źwiadczy fakt, Źe wiele przedsiębiorstw z tych sektorów, znajdujących się na liście największych¹⁶ firm w Polsce, rozpoczęło 2002 r. z ujemnym wynikiem finansowym. SĄ wśród nich m.in.: PSE SA, PGNiG SA, KGHM Polska MiedŹ SA, Huty Katowice SA i im. T. Sendzimira SA oraz Spółki Węglowe SA (Nadwiślańska, Rybnicka, Rudzka). Firmy te, choć jako byłe wielkie państwowe przedsiębiorstwa miały silną wyjściowĄ pozycję konkurencyjnĄ w swoich branŹach, obecnie napotykają coraz większe trudnoŹci w dostosowywaniu się do zmieniającej się sytuacji rynkowej. Cechuje je niska efektywnoŹ i przerosty zatrudnienia. Zdecydowanie lepiej od nich funkcjonujĄ spółki, które budowały swĄ pozycję na rynku od podstaw i stopniowo przejmowały mniejszych konkurentów.

KluczowĄ przesłankĄ proponowanych obecnie zmian jest przyjęcie załoŹenia, Źe restrukturyzacja powinna poprzedzać prywatyzację. Stąd w przedkłAdanych propozycjach dominujĄ kwestie restrukturyzacji organizacyjnej i finansowej poszczególnych przedsiębiorstw, przygotowujĄce je do prywatyzacji.

Nowym rozwiązaniem jest opracowywanie wspÓlnych strategii przez przedsiębiorstwa rÓżnych branŹ powiązane kooperacyjnie i technologicznie oraz planujĄce powiązania kapitałowe. Tego rodzaju wspÓłpracę przewiduje się w ramach sektorów naftowego, chemicznego i farmaceutycznego. W energetyce dotyczy to łĄczenia kopalń i elektrowni – w pierwszej kolejnoŹci zwiĄzanych z węglem brunatnym.

Prowadzone w I kwartale br. prace nad programami restrukturyzacyjnymi budzĄ niekiedy powaŹne wĄtpliwoŹci. Przykładowo:

- nie opracowano jeszcze ostatecznego planu podziału i prywatyzacji Polskiego Górnictwa Naftowego i Gazownictwa SA,

¹⁵ Działania te zostały zapowiedziane w Strategii Gospodarczej Rządu *PrzedsiębiorczoŹ – Rozwój – Praca*. Por. w szczególnoŹci aneks nr 4 *Restrukturyzacja wybranych sektorów gospodarki*.

¹⁶ Pod względem przychodów z całokształtu działalnoŹci gospodarczej.

- proponowane ograniczenie funkcji Polskich Sieci Energetycznych SA tylko do roli operatora systemu przesyłowego (bez możliwości handlu energią) nie jest możliwe bez rozwiązania problemu kontraktów długoterminowych,
- dalszy postęp restrukturyzacji i prywatyzacji na rynku paliw płynnych uzależniony został od prywatyzacji Rafinerii Gdańskiej SA, która przebiega z dużymi trudnościami,
- dopiero powstaje program naprawczy dla małych rafinerii z południa Polski, które mają przestać się z produkcji paliw na produkcję wysoko specjalistycznych artykułów chemicznych,
- koncepcja połączenia kopalń w 3-4 spółki węglowe przed ich prywatyzacją budzi wątpliwości ze względu na brak zainteresowania inwestorów zagranicznych dużymi przedsiębiorstwami, w skład których wchodzi jednostki nieefektywne,
- proces restrukturyzacji hutnictwa utrudnia krytyczna kondycja ekonomiczna sektora; założenia dotyczące jego konsolidacji i prywatyzacji są ściśle związane z oddłużaniem hut.

W I kwartale br. obok działań, których ostatecznym celem jest zwiększenie konkurencyjności, można też było obserwować nasilenie tendencji przeciwstawnych, zmierzających do tworzenia grup kapitałowych o dominującej pozycji na rynku, np.

- utworzenie spółki *joint-venture* ze spółek prowadzących działalność petrochemiczną w ramach PKN ORLEN SA oraz z międzynarodowego koncernu chemicznego Basell Europe Holdings BV,
- ogłoszenie projektu holdingu Polskie Huty Stali SA, który ma powstać z połączenia czterech hut,
- propozycja połączenia niektórych wydzielonych wcześniej z PKP spółek związanych z infrastrukturą, przewozami pasażerskimi i towarowymi, która wskazuje na wycofywanie się z podjętych wcześniej w tym sektorze działań o charakterze demonopolizacyjnym.

Nadal silną pozycję monopolistyczną zachowuje przedsiębiorstwo Telekomunikacja Polska SA¹⁷, które na mocy ustawy Prawo Telekomunikacyjne z 2001 r. zachowało do 2003 r. monopol w zakresie telefonii międzynarodowej (w przeciwieństwie do dominujących na świecie rozwiązań, w Polsce postanowiono najpierw uwolnić rynek rozmów lokalnych, a dopiero potem – rozmów międzystrefowych i międzynarodowych). TP SA w pełni wykorzystuje swoją monopolistyczną pozycję na rynku rozmów lokalnych i np. do tej pory nie udostępniła pełnej przepustowości Niezależnemu Operatorowi Międzystrefowemu (NOM). Nadużywa też swojej uprzywilejowanej pozycji na rynku dzierżawy łączy internetowych, ograniczając dostęp do tej usługi.

4.2. Ceny zewnętrzne

W I kwartale 2002 r. zahamowana została, obserwowana od połowy 2000 r., spadkowa tendencja cen najważniejszych surowców na rynku światowym (tabela 7). Na wzrost cen w grupie surowców nieenergetycznych w I kwartale 2002 r. największy wpływ miały surowce przemysłowe pochodzenia rolnego oraz metale. Wpłynęło na to przede wszystkim przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w USA i towarzysząca mu poprawa oczekiwań co do ożywienia w innych regionach świata. Relatywnie mniejszymi wahaniami odznaczały się, podobnie jak w poprzednich okresach, ceny żywności (wykres 11).

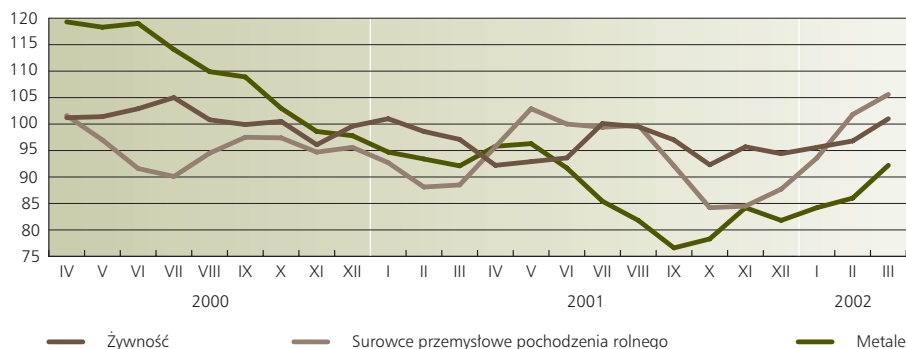
Tendencja wzrostu cen ropy naftowej, obserwowana od początku 2002 r., zaznaczyła się wyraźniej w marcu br.¹⁸ Jej przyczyny miały przede wszystkim charakter podażowy. Na wzrost cen ropy na początku roku wpłynęła decyzja największych producentów (OPEC oraz Rosji, Norwegii i Mek-

¹⁷ 47,5% akcji TP SA posiada konsorcjum France Telkom i Kulczyk Holding, a 22,5% – Skarb Państwa. TP SA jest największym polskim operatorem telefonii stacjonarnej (pod względem liczby klientów – 95% udziału w rynku). Jest także operatorem dominującym na rynku dzierżawy łączy.

¹⁸ Średnia cena ropy wyniosła w marcu 23,7 USD/b, a więc wyraźnie powyżej średniej kwartalnej (21,2 USD/b). W końcu tego miesiąca ceny przekroczyły 25 USD/b. W porównaniu z minimalną ceną z IV kwartału ub.r. cena ropy w końcu marca była o blisko 50% wyższa.

Wykres 11

Wskaźniki zmian cen podstawowych surowców nieenergetycznych na rynkach światowych (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane „The Economist”.

Tabela 7

Zmiany cen podstawowych surowców (w %)

	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	2001		2002		2001		2002	
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Surowce nieenergetyczne	-5,4	-6,1	-10,6	-4,4	-2,0	-3,0	-5,2	6,0
w tym:								
– żywność	-7,1	-1,1	-5,9	-2,2	-4,3	2,1	-3,2	3,4
– surowce przemysłowe	-3,2	-12,3	-16,9	-7,2	1,0	-9,3	-8,0	10,1
w tym:								
surowce pochodzenia rolnego	-0,5	-2,9	-14,5	0,2	9,3	-8,0	-12,9	14,5
metale	-5,4	-18,8	-18,6	-12,6	-4,9	-10,4	-3,9	6,7
Ropa naftowa (Brent)	1,3	-17,3	-35,2	-18,1	5,6	-7,2	-23,5	9,2

Źródło: „The Economist” i Reuters.

syku) o dalszym obniżeniu jej produkcji. W I kwartale 2002 r. na światowe rynki trafiło o 1,5 mln b/d ropy mniej niż w odpowiednim okresie poprzedniego roku. Tak znaczące ograniczenie produkcji ropy doprowadziło do zniwelowania nadwyżki podaży nad popytem, która utrzymywała się od II kwartału 2000 r. (wykres 12).

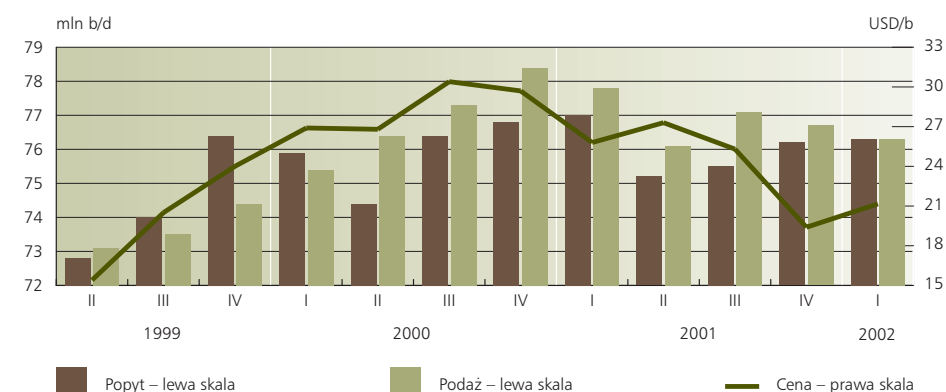
Od połowy marca br. wzrost cen ropy przyspieszyły transakcje spekulacyjne związane z silnym zaostreniem się ryzyka politycznego w rejonach wydobywania i transportu tego strategicznego surowca. Eskalacja konfliktu izraelsko-palestyńskiego zwiększyła bowiem prawdopodobieństwo, że kraje islamskie mogłyby w odwecie wstrzymać eksport ropy. W kwietniu br. w dalszym ciągu kontynuowana była tendencja wzrostu cen ropy (wykres 13). Na początku miesiąca baryłka ropy Brent z dostawą w czerwcu kosztowała blisko 28 USD¹⁹. Szacuje się, że bliskowschodni konflikt wpłynął na wzrost cen baryłki ropy o 3 do 5 USD²⁰.

¹⁹ Irak, w proteście przeciwko działaniom wojennym Izraela w Autonomii Palestyńskiej, 8 kwietnia br. zawiesił eksport ropy na okres 30 dni. Kraj ten produkuje średnio 2,5 mln b/d, co stanowi ponad 3% światowej podaży. Do wzrostu cen, oprócz wojny na Bliskim Wschodzie, przyczyniła się także napięta sytuacja wewnętrzna w Wenezueli. W jej wyniku zakłócone zostały dostawy ropy z tego kraju.

²⁰ *The Global Economy*, Merrill Lynch, 5 April 2002.

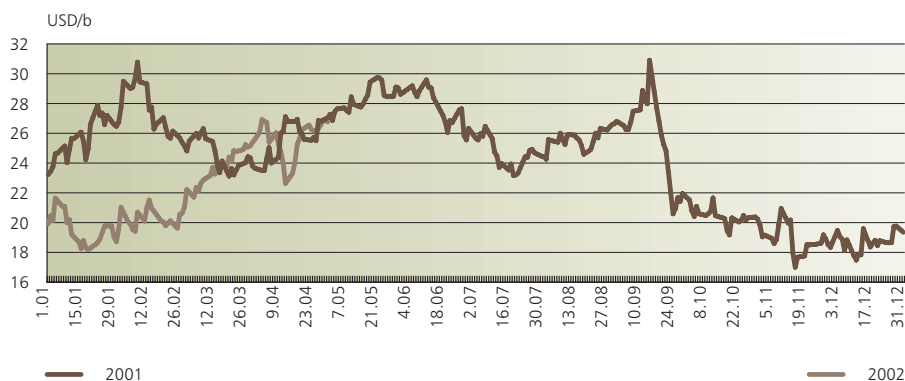
Wykres 12

Popyt i podaż oraz cena ropy naftowej (Brent)

Źródło: International Energy Agency – *Monthly Oil Market Report* oraz Reuters.

Wykres 13

Cena ropy naftowej (Brent) w latach 2001 i 2002 (notowania dzienne)



Źródło: dane Reuters.

Według szacunków Międzynarodowej Agencji Energetyki, wzrost gospodarczy jaki miał miejsce w gospodarce amerykańskiej w I kwartale br. nie przyczynił się jeszcze do wzrostu popytu na ropę naftową²¹. W marcu 2002 r. zapasy paliw w USA były najwyższe od trzech lat²², do czego przyczyniła się przede wszystkim ciepła zima. Szybszy wzrost popytu na ropę spodziewany jest już od II kwartału br.

Wzrost cen ropy wpłynął na podwyższenie cen produktów naftowych i pozostałych paliw. W I kwartale br. cena benzyny bezołowiowej Premium wzrosła średnio o ponad 6% w porównaniu z IV kwartałem 2001 r. W tym samym czasie o 5% wzrosły również ceny gazu ziemnego (gatunek Henry Hub).

Wyższe ceny paliw oraz pozostałych surowców na światowych rynkach przyczyniły się do wzrostu cen produkcji i cen konsumpcyjnych na największym dla polskiej gospodarki rynku – strefie euro. Wskaźnik roczny cen produkcji sprzedanej przemysłu w strefie euro zmienił się z -1,1% w grudniu ub.r. do -0,8% w marcu 2002 r. Natomiast zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych w tym samym okresie zwiększył się z 2,0% do 2,5% (wykres 14). W Stanach Zjednoczonych wzrost cen paliw znalazł przede wszystkim odzwierciedlenie w zmianie poziomu wskaźnika PPI z -1,8% w grudniu 2001 r. do -1,4% w marcu br.

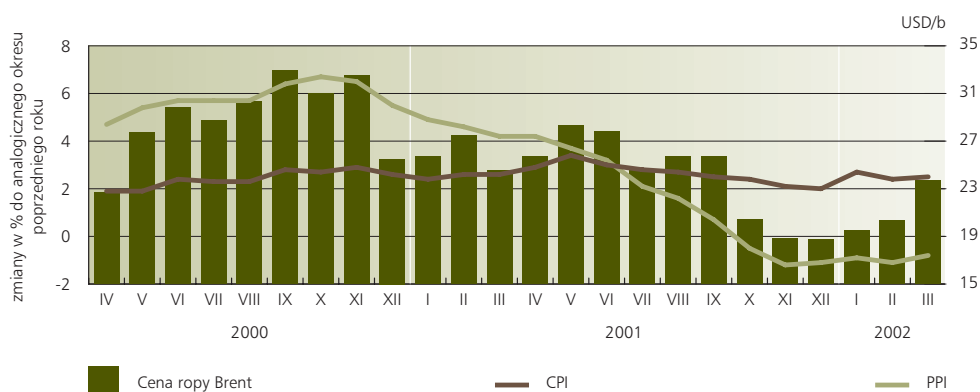
²¹ Wg danych Międzynarodowej Agencji Energetyki światowy popyt na ropę w I kwartale br. wyniósł 76,3 mln baryłek dziennie, a więc był o 700 tys. b/d niższy niż w I kwartale ub.r. i o 400 tys. b/d niższy niż oczekiwano w grudniu ub.r. Źródło: *Oil Market Report*. International Energy Agency, April 2002.

²² Dane Amerykańskiego Instytutu Paliwowego.

Jeśli w I połowie 2002 r. nie zmieni się polityka podażowa największych producentów ropy, a więc nie zwiększą oni wydobycia, rosnący popyt może dodatkowo (obok niestabilnej sytuacji na Bliskim Wschodzie) wpływać na wzrost cen tego surowca. Utrzymanie się takiej sytuacji do końca br. może osłabić oczekiwane ożywienie w gospodarce światowej. Ma to o tyle istotne znaczenie, że jego podstawy, zwłaszcza w Europie Zachodniej, nie nabrały jeszcze trwałego charakteru.

Wykres 14

Wskaźnik CPI i PPI w strefie euro oraz ceny ropy naftowej



Źródło: dane Bloomberg.

5

Przebieg procesów inflacyjnych w I kwartale 2002 r.

5.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W ciągu I kwartału 2002 r. inflacja, mierzona dwunastomiesięcznym wskaźnikiem wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), uległa dalszej obniżce o 0,3 pkt. proc., schodząc do poziomu 3,3% w marcu br. (przed rokiem wynosiła 6,2%, po spadku o 2,3 pkt. proc. w ciągu I kwartału).

Dwunastomiesięczne tempo inflacji w I kwartale br. kształtowało się na poziomie ponad dwukrotnie niższym niż rok temu. Złożył się na to spadek tempa wzrostu cen wszystkich podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych, choć w różnej skali. Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły trzykrotnie wolniej niż rok temu, a ceny artykułów nieżywnościowych (po wyłączeniu z nich cen kontrolowanych) i usług (po wyłączeniu cen kontrolowanych) – dwukrotnie wolniej. Stosunkowo najmniej spadek wykazały ceny kontrolowane.

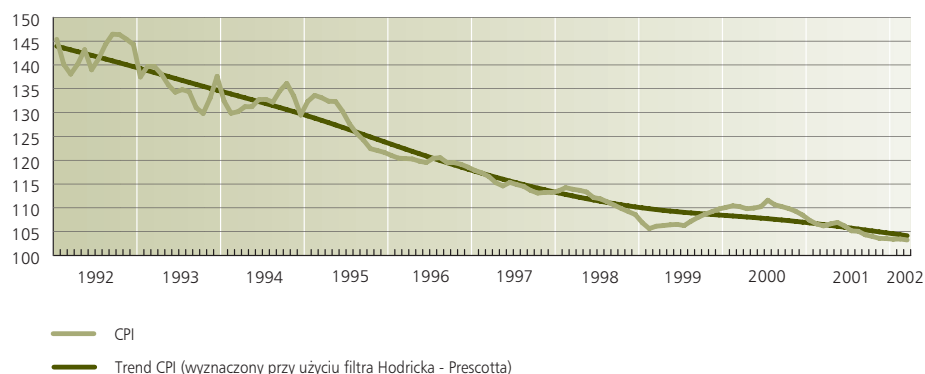
W kolejnych miesiącach I kwartału br. roczne wskaźniki wzrostu cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych kształtowały się na wyrównanym poziomie, w przeciwieństwie do sytuacji sprzed roku, gdy wykazywały one wyraźną tendencję spadkową.

W I kwartale 2002 r. nadal występowały warunki sprzyjające utrwalaniu się niskiej inflacji. Wobec utrzymywania się dużej podaży żywności zmiany cen w poszczególnych grupach artykułów żywnościowych były niewielkie i miały na ogół charakter sezonowy. Wzrost cen kontrolowanych w I kwartale br. także był niewielki (większych podwyżek cen kontrolowanych należy oczekiwać w dalszych miesiącach roku). Nadal stosunkowo niski popyt krajowy ograniczał presję na wzrost cen, przede wszystkim tych towarów i usług, które nie służą zaspokojeniu podstawowych potrzeb konsumentów. W wyniku działania wszystkich tych czynników inflacja w I kwartale br. nadal utrzymywała się poniżej linii trendu (wykres 15).

Kształtowanie się dwunastomiesięcznego tempa inflacji oraz głównych kategorii cen towarów i usług konsumpcyjnych w I kwartale 2001 i 2002 r. przedstawia tabela 8 i wykres 16.

Wykres 15

CPI oraz trend CPI w latach 1992-2002 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 8

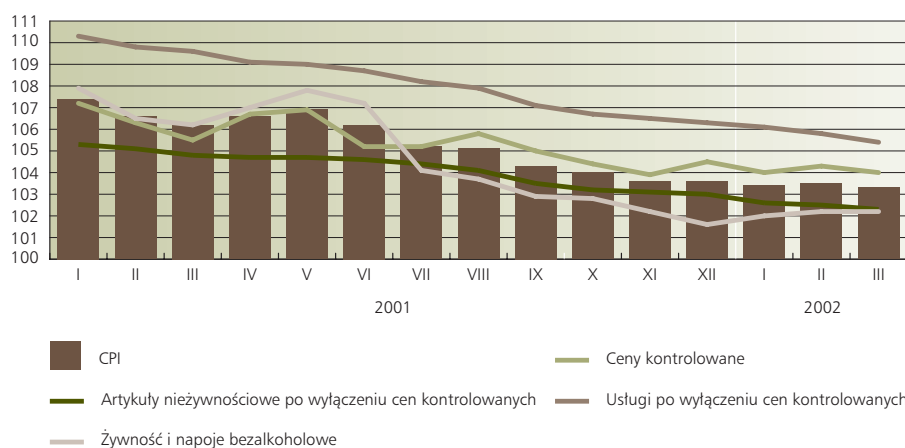
Dwunastomiesięczne wskaźniki cen CPI i głównych kategorii towarów i usług konsumpcyjnych

Wyszczególnienie	2001				2002			
	waga	I	II	III	waga	I	II	III
	w %	analogiczny miesiąc			w %	analogiczny miesiąc		
		poprzedniego roku = 100				poprzedniego roku = 100		
CPI	100,0	107,4	106,6	106,2	100,0	103,4	103,5	103,3
Ceny kontrolowane	25,7	107,2	106,3	105,5	27,1	104,0	104,3	104,0
w tym paliwo	3,5	107,3	104,5	96,2	3,7	91,9	92,0	96,2
Artykuły nieżywnościowe								
po wyłączeniu cen kontrolowanych	27,0	105,3	105,1	104,8	26,1	102,6	102,5	102,3
Usługi po wyłączeniu								
cen kontrolowanych	17,1	110,3	109,8	109,6	17,1	106,1	105,8	105,4
Żywność i napoje bezalkoholowe	30,1	107,9	106,5	106,2	29,7	102,0	102,2	102,2

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 16

CPI i główne kategorie cen w latach 2001-2002 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

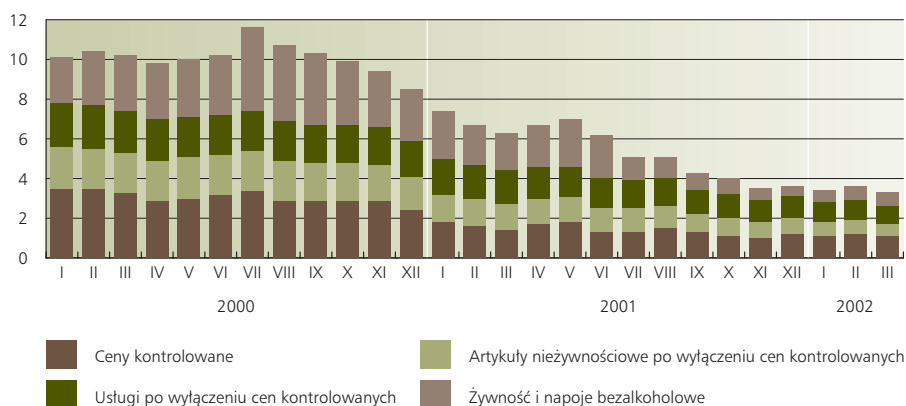
Zróżnicowane tempo wzrostu podstawowych grup cen wpłynęło na zmianę struktury wzrostu CPI w marcu br. w porównaniu z marcem ub.r. (wykres 17). W rachunku dwunastomiesięcznym udział cen żywności i napojów bezalkoholowych we wzroście CPI spadł w tym okresie (z około 30% do około 20%), a zwiększył się udział cen kontrolowanych (z około 22% do około 33%). Udział artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych oraz usług po wyłączeniu cen kontrolowanych pozostały natomiast na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego.

W rachunku narastającym (od grudnia ub.r. do marca br.) ceny towarów i usług konsumpcyjnych w I kwartale br. wzrosły o 1,2%, tj. o 0,2 pkt. proc. mniej niż przed rokiem. Największy wpływ na taki wzrost CPI miały ceny usług po wyłączeniu z nich cen kontrolowanych, które wzrosły w tym okresie o 2,5% oraz ceny żywności i napojów bezalkoholowych – odpowiednio o 1,7%. Wzrost cen pozostałych grup był niższy niż CPI.

Kształtowanie się cen poszczególnych grup towarów i usług w kolejnych miesiącach I kwartału ub.r. i br. przedstawia tabela 9.

Wykres 17

Udział poszczególnych kategorii cen w CPI w latach 2000-2002
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Tabela 9

Miesięczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz ich głównych kategorii

Wyszczególnienie	2001				2002			
	wskaźniki			udział w CPI w pkt. proc.	wskaźniki			udział w CPI w pkt. proc.
	I	II	III		I	II	III	
	poprzedni miesiąc = 100	poprzedni miesiąc = 100	poprzedni miesiąc = 100		poprzedni miesiąc = 100	poprzedni miesiąc = 100	poprzedni miesiąc = 100	
CPI	100,8	100,1	100,5	101,4 1,4	100,8	100,1	100,2	101,2 1,2
Ceny kontrolowane	100,5	99,9	100,8	101,1 0,3	100,5	100,0	100,3	100,8 0,2
w tym paliwo	97,1	99,0	96,6	92,9 -0,2	100,1	99,1	101,0	100,3 0,0
Artykuły nieżywnościowe								
po wyłączeniu cen kontrolowanych	100,6	100,2	100,1	100,9 0,2	100,2	100,1	99,9	100,2 0,1
Usługi po wyłączeniu cen								
kontrolowanych	101,9	100,9	100,7	103,4 0,6	101,6	100,6	100,3	102,5 0,4
Żywność i napoje bezalkoholowe	100,6	99,8	100,5	100,9 0,3	101,2	100,1	100,4	101,7 0,5

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

W I kwartale br., licząc od grudnia 2001 r. do marca 2002 r., najszybciej – podobnie jak przed rokiem – wzrosły *cenę usług po wyłączeniu cen kontrolowanych*, przewyższając dwukrotnie tempo inflacji. Mimo że wzrost tej grupy cen był wolniejszy o 0,9 pkt. proc. od ubiegłorocznego, to nadal kilkakrotnie przewyższał on tempo wzrostu cen artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych. Spośród tej grupy cen najszybciej w ciągu I kwartału br. wzrosły ceny tych grup usług, na które popyt jest sztywny, a ich udział w koszyku analizowanej grupy cen wysoki. Należą do nich opłaty: za użytkowanie mieszkania (wzrost o blisko 3%), a także zaopatrzenie w wodę i inne usługi związane z zamieszkiwaniem (wzrost o ponad 11%).

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły w I kwartale br. w rachunku narastającym o 1,7% i ukształtowały się o 0,5 pkt. proc. powyżej CPI. Ich wzrost był wyższy o 0,8 pkt. proc. niż przed rokiem. Choć wywołały go czynniki o charakterze przejściowym, to jednak zdołały one

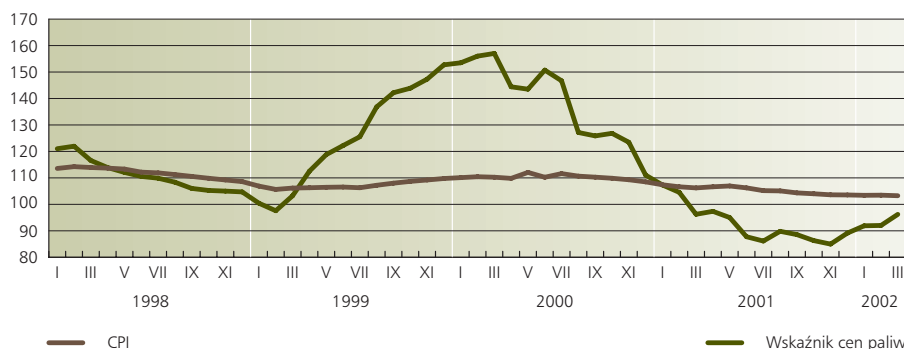
znacząco zaburzyć tempo wzrostu cen żywności. Był to głównie efekt czterokrotnie wyższego niż przed rokiem wzrostu cen warzyw (o ponad 21%), który wynikał ze znacznie gorszych ich zbiorów, w tym w szczególności ziemniaków. Inne grupy cen żywności nie wykazały znaczących zmian. Ceny mięsa, cukru i wyrobów cukierniczych wzrosły tylko nieznacznie – po niewielkim spadku przed rokiem, a ceny ryb, mleka, serów i jaj zwiększyły się wolniej niż przed rokiem. Ceny pieczywa i przetworów zbożowych wzrosły w takiej samej skali jak rok temu.

Ceny kontrolowane zwiększyły się w I kwartale br., od grudnia 2001 r. do marca 2002 r., o 0,8%, tj. mniej niż CPI, oraz o 0,3 pkt. proc. mniej niż przed rokiem. Do 2000 r. I kwartał był okresem koncentracji podwyżek cen kontrolowanych. Począwszy od 2001 r. podwyżki w różnych grupach cen kontrolowanych są rozłożone bardziej równomiernie w roku. W I kwartale br. podwyższono opłaty za: radio i telewizję (wzrost cen o 12%), usługi pocztowe (wzrost o ponad 4%) oraz transport pasażerski. Wśród nośników energii najbardziej wzrosły ceny ciepłej wody oraz centralnego ogrzewania – regulowane na szczeblu lokalnym. Zwiększyły się również ceny niektórych podstawowych artykułów objętych podatkiem akcyzowym, w tym napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych – łącznie o 0,8%. Niewielki spadek odnotowano tylko w przypadku cen gazu – o 0,4%²³ (przed rokiem w tej grupie cen wystąpił wzrost).

Zaliczane do grupy cen kontrolowanych **ceny paliw** stanowią kategorię o dużej zmienności cen, zaburzającą w okresach silnych skokowych zmian kształtowanie się ogólnego wskaźnika CPI. Jednak w analizowanym okresie ceny paliw nie przyczyniły się do wzrostu inflacji, ponieważ zwiększyły się o 0,3%, podczas gdy rok wcześniej spadły o 7,1%. W marcu br. ceny paliw były niższe o 3,8% niż przed rokiem (wykres 18).

Wykres 18

CPI i wskaźniki cen paliw (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Jak wynika z danych Nafty Polskiej dotyczących struktury cen paliw na przykładzie benzyny EU 95 (tabela 10), główną przyczyną wzrostu krajowych cen paliw w I kwartale br. był wzrost cen ropy na rynkach światowych, wzrost kursu dolara do złotego oraz styczniowa podwyżka stawek podatku akcyzowego o około 2,2% dla produktów naftowych i paliw (w przypadku benzyny EU 95 wzrost stawki podatku akcyzowego wyniósł 2,7%). W kierunku obniżenia cen paliw oddziaływał natomiast w tym okresie spadek marży producentów i dystrybutorów (obliczanej jako różnica między ceną detaliczną a ceną zbytu) o 42%.

Najślabszy wzrost spośród wszystkich kategorii cen w I kwartale br. wykazały **ceny artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych**, które zwiększyły się o 0,2%, tj. czterokrotnie wolniej niż w analogicznym okresie ub.r. Najsilniej w tej grupie zdrożały gazo-

²³ Nowe taryfy opłat za gaz zostały zatwierdzone przez Urząd Regulacji Energetyki w połowie marca i zaczęły obowiązywać od 1 kwietnia 2002 r.

Tabela 10

Wpływ wybranych czynników na zmiany cen detalicznych benzyny EU 95
w I kwartale 2002 r. (w %)

Okres	Cena światowa	Kurs dolara	Cena importowa	Wpływ ceny importowej na cenę detaliczną w pkt. proc.	Czynniki krajowe	Wpływ czynników krajowych na cenę detaliczną w pkt. proc.
Styczeń	7,7	0,5	8,2	1,4	-18,0	-3,1
Luty	1,8	3,0	4,8	0,9	-9,5	-1,4
Marzec	23,4	-0,2	23,2	4,6	-21,8	-2,9
I kwartał	35,3	3,3	39,7	8,3	-42,0	-5,3

Źródło: dane Nafta Polska SA, obliczenia NBP.

ty i czasopisma (o 2,0%) oraz samochody osobowe (o 2,2%, w tym nowe o 1,2%, a używane o 2,7% – wskutek podniesienia akcyzy na importowane używane samochody). Jednocześnie potaniała odzież (o 1,1%) i obuwie (o 2,0%), których łączny udział w tej grupie cen wynosi 21,0%. Takie ukształtowanie się cen artykułów nieżywnościowych świadczy o utrzymującym się słabym popycie konsumpcyjnym.

5.2. Inflacja bazowa

Tabela 11

Wskaźniki inflacji bazowej

	2001												2002		
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku = 100															
CPI	7,4	6,6	6,2	6,6	6,9	6,2	5,2	5,1	4,3	4,0	3,6	3,6	3,4	3,5	3,3
wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu															
Cen kontrolowanych	7,5	6,8	6,5	6,6	7,0	6,6	5,2	4,8	4,1	3,9	3,5	3,2	3,2	3,1	3,0
Cen o największej															
zmienności	7,8	7,2	6,7	6,8	6,5	5,3	4,5	4,2	3,6	3,2	3,0	3,1	2,9	2,8	2,6
Cen o największej															
zmienności i cen paliw	7,8	7,3	7,1	7,2	7,0	6,2	5,4	4,9	4,3	4,0	3,8	3,7	3,4	3,3	2,9
Cen żywności i cen paliw															
(inflacja „netto”)	7,2	6,8	6,7	7,0	7,2	6,8	6,7	6,5	5,8	5,5	5,3	5,1	4,7	4,7	4,1
15% średnia obciąża	7,4	7,1	6,8	6,8	6,5	6,0	5,5	5,0	4,6	4,2	3,9	3,7	3,5	3,2	2,9

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W I kwartale 2002 r. dwunastomiesięczne tempo wzrostu wszystkich miar inflacji bazowej cechowała tendencja spadkowa (tabela 11, wykresy 19-25). Ich zmiany były zgodne co do kierunku ze zmianami CPI. O ile jednak w ciągu I kwartału br. CPI zmniejszył się o 0,3 pkt. proc., to większość miar inflacji bazowej obniżyła się o 0,5 – 1,0 pkt. proc. Wyjątkiem była inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych, która spadła w tym okresie tylko o 0,2 pkt. proc.

Utrzymujący się nieprzerwanie od maja ub.r. systematyczny spadek wszystkich wskaźników inflacji bazowej wskazuje, że spadek wskaźnika CPI w tym okresie był nie tylko efektem

czynników o charakterze przejściowym, ale również konsekwencją bardziej trwałych tendencji deflacyjnych w gospodarce.

W marcu br. prawie wszystkie wskaźniki inflacji bazowej – poza tzw. inflacją „netto”, nie uwzględniającą cen żywności i paliw – ukształtowały się poniżej wskaźnika CPI. Oznacza to, że tempo wzrostu towarów i usług konsumpcyjnych, których ceny nie podlegają kontroli administracyjnej, czy też nie wykazują skokowych zmian, było w I kwartale br. mniejsze niż ogólny wskaźnik inflacji. Nastąpiła więc pod tym względem wyraźna zmiana w porównaniu z końcem 2001 r., kiedy niższe od ogólnego wskaźnika inflacji były tylko dwa z pięciu wskaźników inflacji bazowej.

Inflacja bazowa otrzymana poprzez wyeliminowanie z CPI cen o największej zmienności, ukształtowała się w marcu br. na najniższym poziomie spośród wszystkich analizowanych wskaźników. Miara ta obejmuje grupy towarów i usług o bardziej ustabilizowanej dynamice cen, które zarazem cechuje duża wrażliwość na zmiany dynamiki dochodów do dyspozycji ludności. Stąd też obniżenie się tempa wzrostu tej miary inflacji od grudnia ub.r. do marca br. o 0,5 pkt. proc., świadczy o braku presji popytowej na rynku dóbr i usług. Potwierdza to jeszcze głębszy spadek w ciągu I kwartału br. – o 0,8 pkt. proc. – zbliżonej miary inflacji bazowej, w której oprócz cen najbardziej zmiennych dodatkowo wyłączane są z CPI ceny paliw. Utrzymujący się na rynku słaby popyt konsumpcyjny spowodował w I kwartale br. niski wzrost cen, m.in. w takich grupach, jak odzież, obuwie, sprzęty trwałego użytkowania w gospodarstwie domowym, usługi w zakresie rekreacji i kultury, restauracji i hoteli.

Inflacja bazowa, tzw. 15% *średnia obcięta*, z której eliminuje się po 15% skrajnie wysokich i skrajnie niskich zmian cen, również obniżyła się w ciągu I kwartału br. o 0,8 pkt. proc. Stanowi to potwierdzenie utrzymywania się wyraźnej tendencji ograniczania tempa wzrostu w grupach charakteryzujących się relatywnie niewielką amplitudą wahań cen.

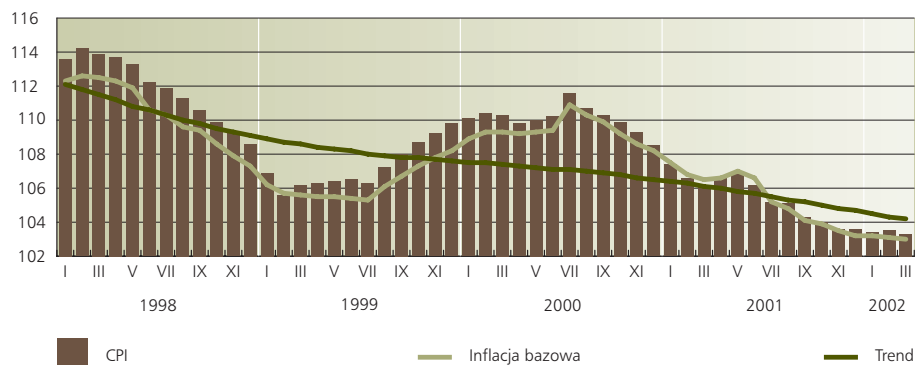
Inflacja „netto”, tj. miara powstała przez wyłączenie z CPI cen żywności i cen paliw, które od ponad roku szczególnie silnie wpływają na spadek inflacji, ukształtowała się w I kwartale br. na najwyższym poziomie spośród wszystkich miar inflacji bazowej. Wskaźniki inflacji netto, począwszy od lutego ub.r. utrzymywały się niezmiennie na poziomie znacznie przekraczającym wskaźnik CPI. Dynamizował je wzrost opłat za użytkowanie mieszkania (wzrost cen zimnej wody, energii elektrycznej, centralnego ogrzewania), wzrost cen artykułów farmaceutycznych oraz abonamentu telefonicznego. Mimo to w marcu br. inflacja netto obniżyła się w porównaniu z grudniem ub.r. aż o 1,0 pkt. proc. Oznacza to, że obok obniżania się tempa wzrostu cen żywności i spadku cen paliw, w I kwartale br. wyraźnemu ograniczeniu uległ łączny wzrost w pozostałych grupach cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych przez cały 2001 r. i w I kwartale br. kształtowała się na poziomie najbardziej zbliżonym do CPI. Wskazuje to na coraz niższą skalę podwyżek cen kontrolowanych w stosunku do innych cen konsumpcyjnych oraz na odmienny niż w poprzednich latach rozkład podwyżek w ciągu roku. Mimo to obserwuje się stosunkowo dużą sztywność tej grupy cen (spadek od grudnia ub.r. do marca br. zaledwie o 0,2 pkt. proc.). Wyłączenie cen kontrolowanych nie spowodowało widocznego zmniejszenia tempa wzrostu tej miary inflacji bazowej, ponieważ pozostały w niej zarówno grupy istotnie dynamizujące inflację (takie jak nośniki energii czy abonament telefoniczny), jak i spowalniające jej wzrost (np. paliwa).

Niska stopa inflacji w I kwartale br. była w znacznej mierze wynikiem wyjątkowo korzystnych tendencji cenowych na rynku żywności (spadek cen drobiu, jaj, mąki, cukru, masła) i paliw (spadek światowych notowań cen ropy naftowej). Obie grupy w bardzo dużym stopniu wpływają na kształtowanie się inflacji. Stwarza to ryzyko odwrócenia trendu w przypadku zaniku pozytywnych impulsów w tych dwóch obszarach. Ponadto, do obniżenia inflacji przyczynił się spadek cen krajowych rozmów telefonicznych. Natomiast najbardziej dynamicznie w I kwartale br. rosły ceny usług komunalnych oraz nośników energii (opłaty za użytkowanie mieszkania, zimna woda, energia elektryczna, gaz, centralne ogrzewanie), a także artykułów farmaceutycznych i abonamentu telefonicznego.

Wykres 19

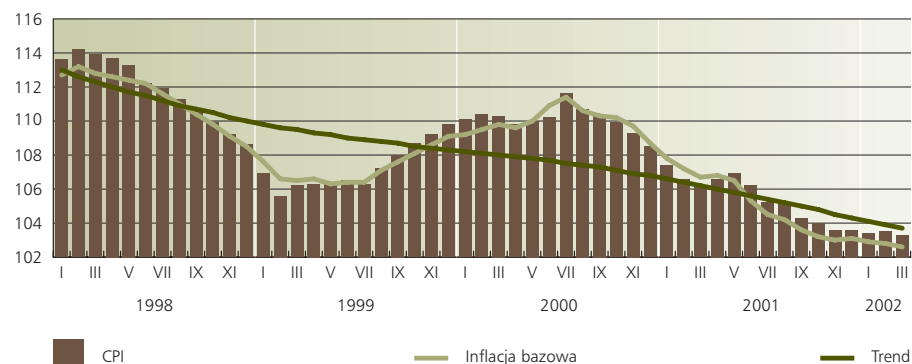
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 20

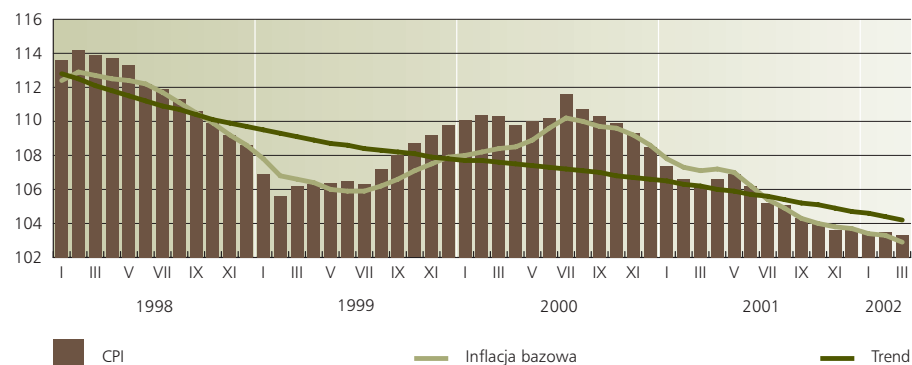
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 21

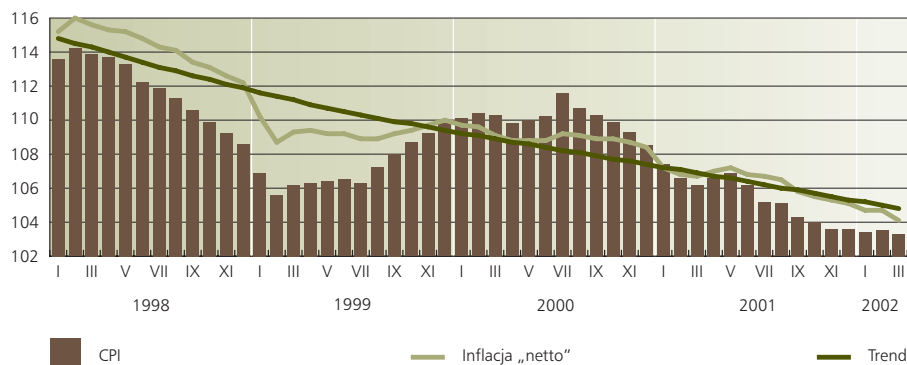
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 22

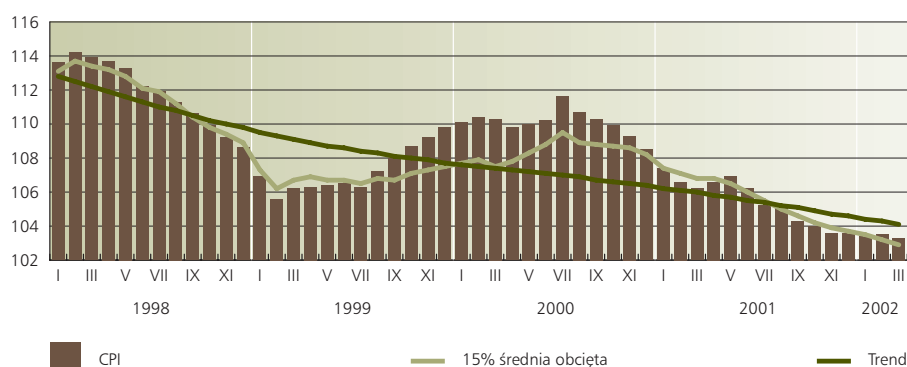
Wskaźniki inflacji „netto” po wyłączeniu cen żywności i paliw
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 23

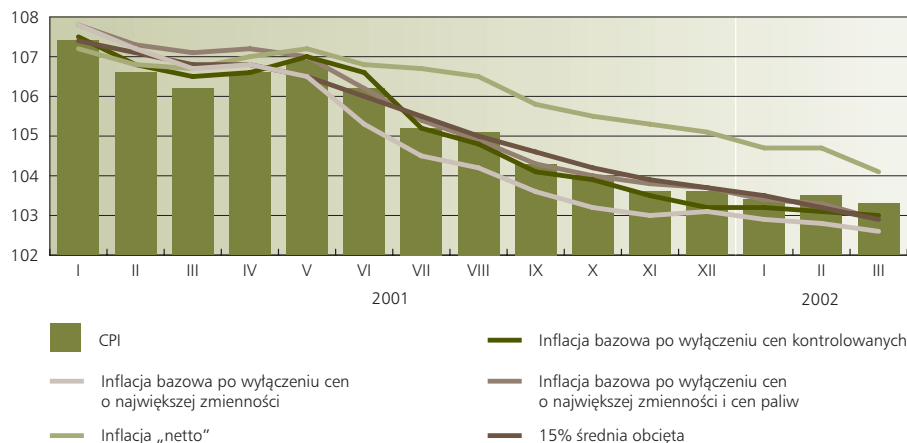
Wskaźniki inflacji bazowej - 15% średnia obciążona
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 24

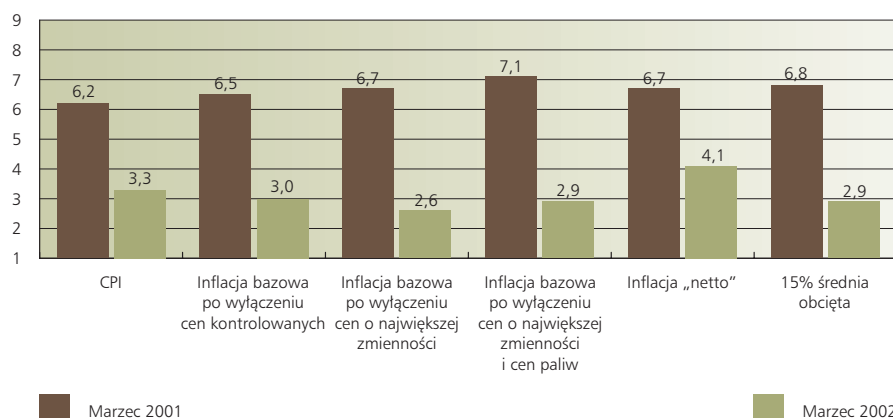
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 25

CPI oraz inflacja bazowa (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

5.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w I kwartale 2002 r. tylko nieznacznie różniły się od cen sprzed roku i od cen w IV kwartale 2001 r. Do utrzymania niskiej dynamiki PPI²⁴ w największym stopniu przyczyniła się dynamika cen produkcji sprzedanej przetwórstwa przemysłowego²⁵. Była ona ujemna – zarówno w stosunku do cen z I, jak i z IV kwartału 2001 r. (tabela 12).

Tabela 12

Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle i w budownictwie w I kwartale 2001 r. i 2002 r.

Wyszczególnienie	I kwartał		
	2001	2002	
	I kwartał poprzedniego roku = 100	poprzedni kwartał = 100	
PRZEMYSŁ	104,2	100,2	99,9
w tym:			
– górnictwo i kopalnictwo	108,9	103,6	101,6
– przetwórstwo przemysłowe	102,7	98,4	99,5
– wytwarzanie i zaopatrywanie			
w energię elektryczną, gaz, wodę	111,5	109,0	100,8
BUDOWNICTWO	106,3	102,0	100,6

Źródło: dane GUS.

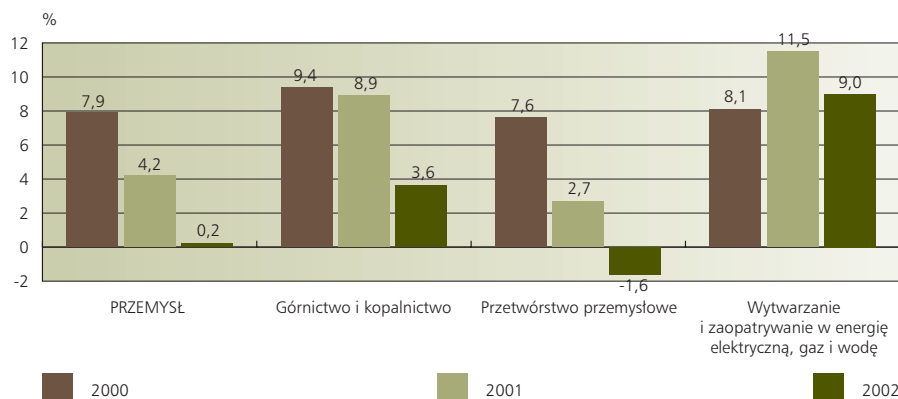
W dwóch pozostałych sekcjach zanotowano wzrosty kwartalnych wskaźników cen produkcji sprzedanej, choć mniejsze niż w I kwartale poprzedniego roku. Szczególnie duży wzrost cen wystąpił w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę, co było związane z wysokim stopniem zmonopolizowania rynku energii.

Wskaźniki wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu, przetwórstwa oraz górnictwa i kopalnictwa w I kwartale br. były wyraźnie mniejsze niż w analogicznym kwartale w dwóch poprzednich latach (wykres 26).

²⁴ Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu.²⁵ Udział produkcji sprzedanej sekcji przetwórstwo przemysłowe w produkcji przemysłu ogółem wyniósł w I kwartale 2002 r. 78,4%.

Wykres 26

**Wskaźniki wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu i trzech jego sekcji
w I kwartale lat 2000-2002 (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)**



Źródło: dane GUS.

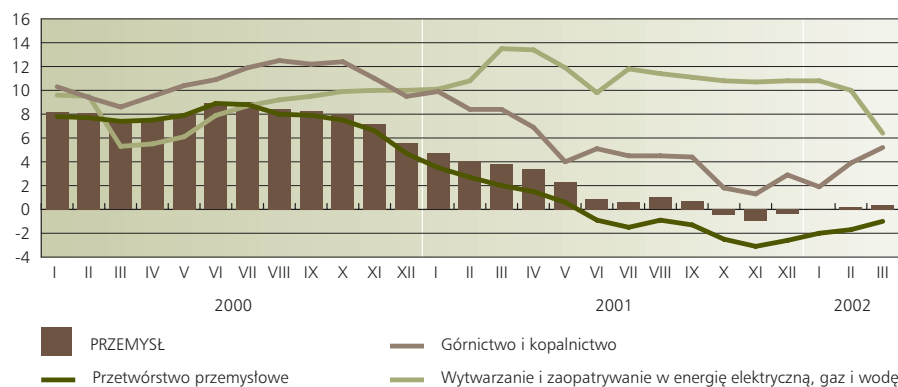
Dwunastomiesięczne wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu w kolejnych miesiącach I kwartału br. wykazywały nieznaczną tendencję wzrostową (wykres 27). Zaznaczyła się ona po utrzymującej się przez cały IV kwartał 2001 r. spadkowej tendencji tych cen. W marcu br. ceny te były wyższe o 0,4% w porównaniu z marcem 2001 r.

W większości działów przetwórstwa przemysłowego dwunastomiesięczne wskaźniki cen w kolejnych miesiącach I kwartału br. wykazywały spadek. Wyjątek stanowiły takie działy, jak: produkcja wyrobów tytoniowych, działalność wydawnicza, poligrafia i reprodukcja, produkcja pozostałego sprzętu transportowego, produkcja artykułów spożywczych i napojów oraz produkcja wyrobów z surowców niemetalicznych, w których wskaźniki te rosły.

W marcu br. odnotowano duży miesięczny wzrost cen produkcji sprzedanej w dziale związanym z przetwórstwem ropy naftowej (o 6%). Szacuje się, że dynamika cen tego działu wpłynęła na miesięczny wskaźnik dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w około 70%.

Wykres 27

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



Źródło: dane GUS.

W I kwartale br. utrzymała się – obserwowana od połowy 2000 r. – spadkowa tendencja dynamiki cen produkcji sprzedanej budowlano-montażowej. W marcu br. były one wyższe o 2% niż w marcu 2001 r. (a rok wcześniej – o 5,7%). Niska dynamika wzrostu cen produkcji sprzedanej budownictwa odzwierciedlała malejący popyt na usługi budowlane w związku z osłabieniem aktywności inwestycyjnej w gospodarce oraz rosnącą konkurencją na rynku usług budowlanych.

6

POLITYKA PIENIĘŻNA A REALIZACJA CELU INFLACYJNEGO

6.1. Polityka pieniężna w I kwartale 2002 r.

W I kwartale br. – w dniu 30 stycznia br. – Rada Polityki Pieniężnej dokonała jednej obniżki stóp procentowych. Stopa rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku, kluczowa z punktu widzenia oceny stopnia restrykcyjności polityki monetarnej, została obniżona o 150 punktów bazowych (p.b.), stopa lombardowa i redyskontowa o 200 p.b., a stopa depozytowa o 100 p.b. Zróżnicowanie skali redukcji tych stóp wynikało z dążenia do zachowania symetrycznej różnicy między stopą referencyjną a pozostałymi stopami NBP. Rada utrzymała przy tym neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

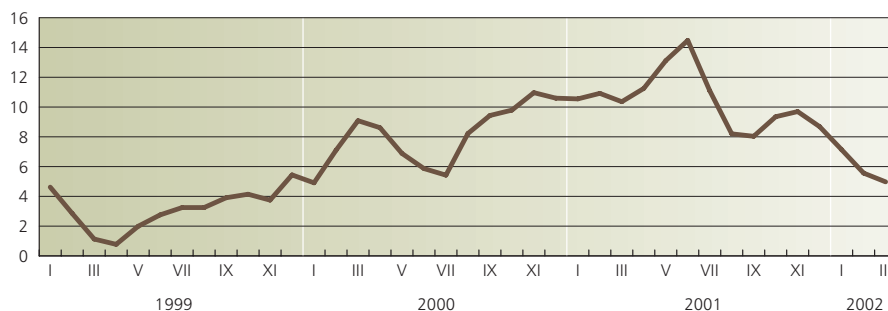
Tabela 13

Najważniejsze decyzje Rady Polityki Pieniężnej w drugiej połowie 2001 r. i w I kwartale 2002 r.

Data ^a	Decyzja:
22 sierpnia 2001	– Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 15,5% do 14,5% w skali roku
	– Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 19,5% do 18,5%
	– Obniżenie stopy redyskonta weksli z 18% do 17%
	– Przyjęcie <i>Założeń polityki pieniężnej na 2002 r.</i>
26 października 2001	– Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 14,5% do 13% w skali roku
	– Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 18,5% do 17%
	– Obniżenie stopy redyskonta weksli z 17% do 15,5%
28 listopada 2001	– Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 13% do 11,5% w skali roku
	– Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 17% do 15,5%
	– Obniżenie stopy redyskonta weksli z 15,5% do 14%
	– Wprowadzenie stopy depozytowej (7,5%)
30 stycznia 2002	– Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 11,5% do 10% w skali roku
	– Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 15,5% do 13,5%
	– Obniżenie stopy redyskonta weksli z 14% do 12%
	– Obniżenie stopy depozytowej z 7,5% do 6,5%

^a Data podjęcia decyzji.

Jednym z argumentów przemawiających za zmniejszeniem stopnia restrykcyjności polityki monetarnej był zaobserwowany w grudniu ub.r. spadek większości wskaźników inflacji bazowej w ujęciu rocznym. Nieznacznie wzrosła wówczas tylko inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności. Spadkowa tendencja wszystkich wskaźników inflacji bazowej utrzymała się również w I kwartale br. Począwszy od grudnia ub.r. systematycznie malała także różnica między tzw. inflacją netto a wskaźnikiem CPI. Ozna-

Wykres 28**Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej***

* Podstawa = grudzień 1994 r.
Źródło: dane NBP.

czało to, że zmniejszał się wpływ niskich cen żywności i paliw na stopę inflacji, która mimo to pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Obniżenie się większości miar inflacji bazowej oraz zmniejszenie różnicy między wskaźnikiem inflacji netto a ogólnym wskaźnikiem inflacji wskazywało, że spadek CPI nie dokonał się tylko w wyniku oddziaływania czynników potencjalnie przejściowych. Wpływało to korzystnie na perspektywę trwałego ustabilizowania się inflacji na niskim poziomie w kolejnych kwartałach br.

Obniżenie stóp procentowych uzasadniała również utrzymująca się w IV kwartale ub.r. spadkowa tendencja bieżącej stopy inflacji, która sprzyjała systematycznemu obniżaniu się oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, kształtowanych w głównej mierze pod wpływem zaobserwowanego w przeszłości i bieżącego poziomu inflacji. Wyniki badań ankietowych, przeprowadzanych w kolejnych miesiącach I kwartału br., wskazywały na dalszy spadek oczekiwań inflacyjnych tej grupy podmiotów. W warunkach wysokiego i nadal rosnącego bezrobocia sprzyjało to ograniczeniu presji płacowej w przedsiębiorstwach, co w połączeniu z brakiem waloryzacji płac w sferze budżetowej wskazywało na dalszą poprawę perspektyw inflacyjnych w 2002 r. Potwierdzały to także prognozy kształtowania się sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, wskazujące na małe prawdopodobieństwo wystąpienia zewnętrznego impulsu inflacyjnego.

Przesłanką zmniejszenia stopnia restrykcyjności polityki monetarnej w I kwartale br. było również zmniejszenie dynamiki kredytów zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla osób prywatnych. Roczne tempo przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw obniżyło się z 13,5% w grudniu 2000 r. i 6,5% w listopadzie ub.r. do 5,0% w grudniu ub.r. Natomiast roczne tempo przyrostu kredytów dla osób prywatnych zmniejszyło się w tym okresie odpowiednio z 31,7% i 16,1% do 14,6%.

Styczeniowa decyzja RPP stanowiła kolejny etap w procesie zmniejszania stopnia restrykcyjności polityki monetarnej. Proces ten, zapoczątkowany w lutym ub.r., doprowadził do głębokiego spadku nominalnych stóp procentowych. W okresie styczeń 2001 r. – styczeń 2002 r. stopa referencyjna została obniżona łącznie o 900 p.b., a stopy lombardowa i redyskontowa – o 950 p.b. Tak znacząca obniżka przyczyniła się również do spadku realnych stóp procentowych. Przykładowo, w okresie marzec 2001 r. – marzec 2002 r. realne oprocentowanie rocznych kredytów dla przedsiębiorstw zmniejszyło się o 270 p.b. Natomiast realne oprocentowanie rocznych depozytów złotych osób prywatnych spadło w tym czasie o 370 p.b., a po uwzględnieniu opodatkowania dochodów z oszczędności spadek ten wyniósł 500 p.b. Wskutek złagodzenia polityki monetarnej w 2001 r. oraz w I kwartale 2002 r., poziom realnych stóp procentowych w marcu 2002 r. wyraźnie zbliżył się do ich poziomu z 1999 r., tj. z okresu poprzedzającego wprowadzenie przez RPP restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej.

Złagodzenie polityki monetarnej w I kwartale br. znalazło również odzwierciedlenie w obniżeniu wartości indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI), który uwzględnia poziom realnych stóp procentowych i realnego efektywnego kursu walutowego. W marcu br. indeks ten osiągnął poziom zbliżony do obserwowanego w styczniu 2000 r.

Instrumenty polityki pieniężnej

W I kwartale br. Narodowy Bank Polski kontynuował działania prowadzące do zbliżenia polskiego systemu instrumentów polityki pieniężnej do standardów Eurosystemu. Było to zgodne z długofalowym kierunkiem zmian procedur operacyjnych polityki pieniężnej. W tym celu zmodyfikowane zostały zasady i tryb naliczania i utrzymywania przez banki rezerwy obowiązkowej²⁶ oraz system operacji otwartego rynku²⁷.

W wyniku przeprowadzanych zmian nałożony został na banki wymóg utrzymywania rezerwy obowiązkowej na rachunkach bieżących w pełnej kwocie. Zniesiono możliwość utrzymywania do 10% wymaganej rezerwy w postaci zadeklarowanej gotówki w kasach banków. Jednocześnie dokonano obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej z 5% do 4,5% w stosunku do wszystkich rodzajów depozytów (złotowych i walutowych, a vista i terminowych). Dokonane zmiany były neutralne dla banków z punktu widzenia ich obciążenia rezerwą obowiązkową. Nie miały one również wpływu na wynik finansowy NBP. Banki nadal muszą utrzymywać zapasy gotówki prawie trzykrotnie wyższe od dotychczas deklarowanego poziomu w celu zabezpieczenia bieżących płatności gotówkowych. Wielkość rezerwy utrzymywanej na rachunkach bieżących i rachunkach rezerwy obowiązkowej nie uległa przy tym większym zmianom.

Przesłanką zmian w systemie operacji otwartego rynku była chęć wyeliminowania pojawiających się incydentalnych zaburzeń płynności. W tym celu wprowadzono regularne (raz w tygodniu – w piątek²⁸) emisje bonów pieniężnych o terminie zapadalności 28 dni. Regularność przeprowadzania podstawowych operacji otwartego rynku powinna stymulować rozwój rynku międzybankowego oraz przyczynić się do usprawnienia zarządzania płynnością przez banki komercyjne. W dniach między regularnymi operacjami NBP banki komercyjne będą zmuszone do domykania pojawiających się luk płynności²⁹, prowadząc operacje na rynku międzybankowym.

Wprowadzenie regularnych operacji otwartego rynku wymagało rozszerzenia instrumentarium NBP o prowadzone doraźnie (bez określania regularnych terminów) operacje dostrajające (*fine-tuning*), takie jak:

- emisja bonów pieniężnych NBP o terminie zapadalności od 1 do 7 dni,
- transakcje typu „repo”, czyli zasilanie systemu bankowego w płynność, w drodze zakupu od banków (w trybie przetargowym) skarbowych papierów wartościowych na okresy wynoszące od 1 do 7 dni,
- przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP.

Podstawowym celem operacji dostrajających ma być łagodzenie wpływu zmian sytuacji płynnościowej na rynkowe stopy procentowe. Rentowność tych operacji (podobnie jak operacji podstawowych) nie może być niższa od poziomu stopy referencyjnej ustalonego przez Radę Polityki Pieniężnej. Operacje dostrajające mają być stosowane w sytuacjach wyjątkowych, gdy dostępne dla banków operacje depozytowo-kredytowe NBP będą – w ocenie banku centralnego – niewystarczające do eliminacji zaburzeń płynnościowych.

Występujące w I kwartale br. zaburzenia płynnościowe były konsekwencją nierównomierniej zapadalności bonów pieniężnych wcześniej wyemitowanych przez NBP oraz konieczności dostosowania się banków do nowego systemu. Pomimo to skala zaburzeń płynności była na tyle umiarkowana, że nie wystąpiła konieczność wykorzystania przez NBP operacji dostrajających.

²⁶ Zasady i tryb naliczania i utrzymywania przez banki rezerwy obowiązkowej regulują obecnie Uchwała RPP nr 10/2001 z dnia 19 grudnia 2001 r. (Dz.Urz. NBP nr 23 z 2001 r., poz. 48) oraz Uchwała Zarządu NBP nr 64/2001 z dnia 21 grudnia 2001 r. (Dz.Urz. NBP nr 23 z 2001 r., poz. 50). Uchwały te po raz pierwszy miały zastosowanie do rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu począwszy od 28 lutego 2002 r.

²⁷ Uchwała nr 1/2002 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 29 stycznia 2002 r. w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku (Dz.Urz. NBP nr 2 z 2002 r., poz. 2).

²⁸ W przypadku, gdy jest to dzień wolny od pracy ustalany jest inny dzień i podawany bankom do wiadomości w odpowiednim terminie.

²⁹ Tj. lokowania nadwyżek lub uzupełniania niedoborów środków.

6.2. Podaż pieniądza M3³⁰

Podaż pieniądza M3 wg stanu na koniec marca 2002 r. wyniosła 319,4 mld zł i zmniejszyła się w porównaniu ze stanem na koniec grudnia 2001 r. o 6,8 mld zł (-2,1%). Jej roczne tempo wzrostu na koniec marca br. wyniosło natomiast nominalnie 3,5%, a w ujęciu realnym 0,2%.

DEFINICJA M3

Począwszy od danych na koniec marca 2002 r. Narodowy Bank Polski w miejsce dotychczasowej miary podaży pieniądza M2 wprowadził nową miarę M3, której definicja dostosowana została do standardów obowiązujących w krajach zrzeszonych w Europejskim Systemie Banków Centralnych. Zgodne ze standardami europejskimi (ESA95) są również zasady klasyfikacji sektorowej podmiotów.

Z podaży pieniądza wyłączone zostały instrumenty (depozyty i papiery dłużne) z terminem pierwotnym powyżej 2 lat. Kategoria „depozyty” obejmować będzie depozyty bieżące oraz depozyty terminowe z terminem pierwotnym do 2 lat włącznie oraz tzw. depozyty zablokowane. Do podaży pieniądza zaliczone zostały dodatkowo środki zdeponowane w bankach przez instytucje samorządowe oraz fundusze ubezpieczeń społecznych – dotychczas zaliczane do zadłużenia netto sektora budżetowego. Oprócz pieniądza gotówkowego w obiegu oraz depozytów, do pieniądza M3 zaliczone są również dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do 2 lat włącznie wyemitowane przez banki, a zakupione przez podmioty niebankowe oraz zobowiązania banków z tytułu operacji z przyrzeczeniem odkupu przeprowadzanych przez banki z podmiotami niebankowymi.

Składniki podaży pieniądza M3 prezentowane są obecnie w układzie sektorowym dostosowanym do standardów europejskich:

- **gospodarstwa domowe** – obejmują dotychczasowy podsektor „osoby prywatne” oraz rolników indywidualnych i przedsiębiorców indywidualnych zatrudniających do 9 osób włącznie, zaliczanych dotychczas do „podmiotów gospodarczych”,
- **niemonetarne instytucje finansowe** – obecnie niebankowe instytucje finansowe zaliczane dotychczas do „podmiotów gospodarczych”,
- **przedsiębiorstwa** – przedsiębiorstwa i spółki państwowe i prywatne oraz spółdzielnie, zaliczane dotychczas do „podmiotów gospodarczych”,
- **instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych** – zaliczane dotychczas do „podmiotów gospodarczych”, obejmują podmioty nie nastawione na zysk, m.in. instytucje dobroczynne, związki zawodowe, towarzystwa naukowe, partie polityczne, kościoły itp.
- **instytucje samorządowe** – obejmują jednostki samorządu terytorialnego (do tej pory: „budżety terenowe” i „fundusze celowe budżetów terenowych”) – operacje dokonywane z nimi przez system bankowy zaliczane były do tej pory do „zadłużenia netto sektora budżetowego”,
- **fundusze ubezpieczeń społecznych** – obejmują ZUS i KRUS oraz zarządzane przez nie fundusze oraz kasy chorych – podmioty te zaliczane były odpowiednio do „funduszy celowych budżetu państwa” oraz do „budżetu państwa”.

³⁰ Patrz Ramka „Definicja M3”.

Tabela 14

Podaż pieniądza w I kwartale 2002 r.

Wyszczególnienie	Stan na 31 marca		Zmiana w stosunku		Zmiana w stosunku do	
	2002 r.		do 31 marca 2001 r.		31 grudnia 2001 r.	
	mld zł		mld zł	%	mld zł	%
I. Podaż pieniądza M1	114,5		12,1	11,8	-2,7	-2,3
II. Podaż pieniądza M2 (wg starej definicji)	326,4		25,4	8,4	-8,4	-2,5
III. Podaż pieniądza M3 ogółem	319,4		10,8	3,5	-6,8	-2,1
1. Pieniądz gotówkowy						
(poza kasami banków)	38,8		5,2	15,6	0,6	1,5
2. Depozyty złotowe i inne zobowiązania	280,2		5,5	2,0	-7,5	-2,6
2.1 Gospodarstwa domowe	207,7		6,5	3,2	4,3	2,1
2.2 Niemonetarne instytucje						
finansowe	5,8		-1,1	-15,5	-3,1	-35,1
2.3 Przedsiębiorstwa	46,2		2,0	4,5	-8,4	-15,4
2.4 Instytucje niekomercyjne działające						
na rzecz gospodarstw domowych	8,9		-0,3	-2,8	-0,9	-9,0
2.5 Instytucje samorządowe	9,6		-0,1	-1,4	1,9	24,5
2.6 Fundusze ubezpieczeń społecznych	2,0		-1,5	-41,7	-1,2	-36,8
3. Pozostałe składniki M3	0,4		-0,04	-10,0	0,1	30,3

Źródło: dane NBP.

Analizując poszczególne miesiące I kwartału br. należy stwierdzić, że o ile kształtowanie się podaży pieniądza M3 w styczniu i lutym było zgodne z tendencjami obserwowanymi w latach ubiegłych, to w marcu br. zmiany poszczególnych składowych podaży pieniądza odbiegały od dotychczasowych trendów sezonowych.

Podaż pieniądza ogółem M3 zmniejszyła się w marcu br. o 3,7 mld zł, tj. o 1,1% (wobec wzrostu o 1,9% rok wcześniej), w tym depozyty i inne zobowiązania zmniejszyły się o 4,7 mld zł, tj. o 1,6% (wobec wzrostu o 1,7% przed rokiem). Spadki dotyczyły depozytów przedsiębiorstw, niemonetarnych instytucji finansowych i instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych. Wynikały one w dużej mierze z realokacji środków z rachunków bankowych w inne aktywa finansowe, m.in. w bony i obligacje skarbowe.

Spadek podaży pieniądza M3 w ciągu I kwartału br. wynikał ze zmniejszenia kategorii depozyty i inne zobowiązania o 7,5 mld zł, tj. o 2,6%. Największy spadek depozytów (o 8,4 mld zł, tj. o 5,4%) odnotowały w tym czasie przedsiębiorstwa. Zmniejszyły się także depozyty niemonetarnych instytucji finansowych, funduszy ubezpieczeń społecznych i instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych – łącznie o około 5,3 mld zł. Zwiększyły się natomiast depozyty instytucji samorządowych (o 1,9 mld zł) i gospodarstw domowych (o 4,3 mld zł). Przyrost depozytów gospodarstw domowych wynikał wyłącznie ze zwiększenia oszczędności osób prywatnych o 5,4 mld zł, przy spadku depozytów rolników i prywatnych przedsiębiorców. Mimo zwiększenia stanu depozytów osób prywatnych, dwunastomiesięczna dynamika tej kategorii nadal obniża się i ze 105,6% w grudniu ub.r. spadła do 102,2% w marcu br.

Spadek depozytów przedsiębiorstw oraz niemonetarnych instytucji finansowych w ciągu I kwartału br. wynikał z pogarszającej się sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych w warunkach stagnacji gospodarczej, a także ze zmiany struktury ich aktywów finansowych i zwiększenia w nich udziału papierów skarbowych (o czym może świadczyć ogromne zainteresowanie tych podmiotów zakupem bonów i obligacji skarbowych w I kwartale br.). Niepokojące zjawisko słabnącego tempa wzrostu depozytów gospodarstw domowych w I kwartale br. było natomiast związane

z niskim tempem wzrostu dochodów oraz obniżając się opłacalnością lokowania środków w systemie bankowym.

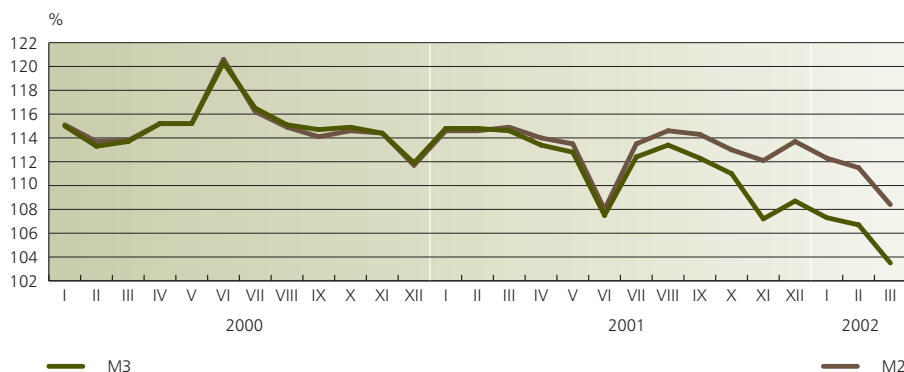
Pieniądz gotówkowy w obiegu w ciągu I kwartału br. zwiększył się o 0,6 mld zł, tj. o 1,5%. Natomiast jego dwunastomiesięczna dynamika na koniec marca br. nieznacznie spadła, lecz utrzymała się na wysokim poziomie 115,6%.

Zwiększanie się pieniądza gotówkowego w obiegu było związane przede wszystkim ze spadkiem oprocentowania lokat bankowych i zmniejszającymi się wraz z tym alternatywnymi kosztami utrzymywania zasobów pieniądza gotówkowego. Udział pieniądza gotówkowego w tzw. wąskim pieniądzu – agregacie M1 – wzrastał od I kwartału ub.r. i na koniec marca br. wynosił 33,9%. Spadał natomiast udział depozytów bieżących w M1. Oznacza to, że nastąpiła zamiana środków z rachunków bieżących na gotówkę. Roczne tempo wzrostu agregatu M1 w I kwartale br. utrzymywało się przy tym na wysokim poziomie – ponad 10%.

Porównanie miar podaży pieniądza M2 (wg starej definicji) i M3 w I kwartale br. wykazuje, że charakteryzowała je podobna tendencja spadkowa – (wykres 29). Notowany od listopada ub.r. wyraźny niższy poziom agregatu M3 niż M2 był następstwem ogłoszonej wówczas zapowiedzi opodatkowania odsetek od lokat bankowych. Spowodowała ona, że ponad 10 mld zł zostało zdeponowanych na lokatach z pierwotnym terminem ponad 2 lata, nie wchodzących w skład M3. Stan depozytów złotych od 2 lat, po nieznacznym spadku w styczniu br., w lutym i marcu br. utrzymał się na poziomie około 13,5 mld zł, a stan ponad 2-letnich depozytów walutowych wynosił na koniec marca około 1,5 mld zł.

Wykres 29

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



Źródło: dane NBP.

Analiza podstawowego komponentu podaży pieniądza M3, tj. kategorii depozyty i inne zobowiązania wykazuje, że jej struktura jest w dłuższym okresie stabilna. Podstawowy udział mają w niej depozyty gospodarstw domowych – około 71% (w tym w 99% osoby prywatne) i depozyty przedsiębiorstw – około 19%. Udział pozostałych czterech pozycji to łącznie około 10%. Roczna dynamika depozytów i innych zobowiązań, a także większości ich składowych wykazywała w I kwartale br. tendencję malejącą.

Analiza przebiegu procesów monetarnych wskazuje, że w I kwartale br. były kontynuowane dwie niekorzystne tendencje. Po pierwsze, na wysokim poziomie utrzymywało się dwunastomiesięczne tempo wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu. Zwiększanie się pieniądza gotówkowego w obiegu związane było przede wszystkim, jak już wspomniano, z malejącym oprocentowaniem lokat bankowych i zmniejszającymi się wraz z tym alternatywnymi kosztami utrzymywania zasobów pieniądza gotówkowego (wykres 30).

Po drugie, nadal utrzymywała się spadkowa tendencja rocznego tempa wzrostu depozytów osób prywatnych w systemie bankowym. Spadek dynamiki tych depozytów był efektem z jednej

Tabela 15

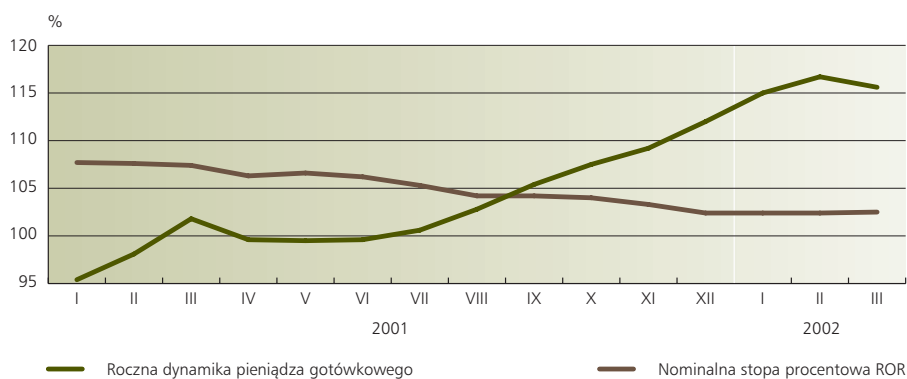
Dynamika depozytów i innych zobowiązań – nominalnie
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)

Okres	Depozyty i inne zobowiązania						
	ogółem	gospodarstwa domowe	niemonetarne instytucje finansowe	przedsiębiorstwa	instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	instytucje samorządowe	fundusze ubezpieczeń społecznych
XII 2001	108,3	106,4	120,8	116,7	109,9	98,7	88,5
I 2002	106,4	105,9	88,7	116,0	110,5	96,0	70,5
II 2002	105,5	104,6	96,5	114,2	112,5	96,5	75,7
III 2002	102,0	103,2	84,5	104,5	97,2	98,6	58,3

Źródło: dane NBP.

Wykres 30

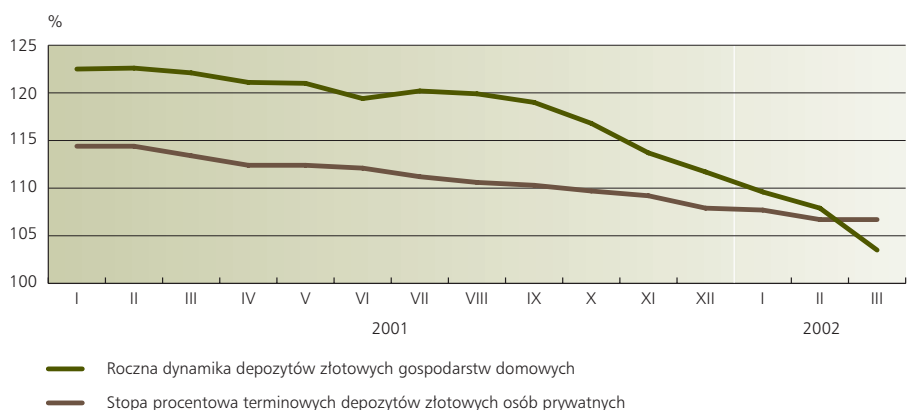
Dynamika nominalna pieniądza gotówkowego a nominalna stopa procentowa ROR



Źródło: dane NBP.

Wykres 31

Dynamika nominalna depozytów osób prywatnych a nominalna terminowa stopa procentowa



Źródło: dane NBP.

strony niższego oprocentowania lokat terminowych, dodatkowo zmniejszonego naliczanym od 1 marca br. 20% podatkiem od odsetek bankowych (wykres 31), z drugiej – niskiego tempa wzrostu dochodów gospodarstw domowych związanego z niskim poziomem aktywności gospodarczej.

Niski poziom dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, w połączeniu z wprowadzonym od marca br. opodatkowaniem dochodów z kapitałów pieniężnych, może powodować dalszy spadek skłonności do oszczędzania, wzrost popytu na pieniądź gotówkowy i orientację na wzrost konsumpcji, a w konsekwencji – pojawienie się presji inflacyjnej.

Czynniki kreacji pieniądza

W I kwartale 2002 r. nastąpił spadek przyrostu podaży pieniądza, a struktura jego kreacji znacznie się zmieniła w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Czynnikiem kreującym pieniądź w I kwartale br. były tylko aktywa zagraniczne netto, natomiast zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego, saldo pozostałych pozycji netto i należności – zmniejszały ją.

Tabela 16

Czynniki kreacji pieniądza

Wyszczególnienie	2001		2002	
	przyrost	udział	przyrost	udział
	w I kwartale	w przyroście	w I kwartale	w przyroście
	w stosunku do	w %	w stosunku do	w %
	końca ub.r.		końca ub.r.	
	w mld zł		w mld zł	
Podaż pieniądza ogółem	8,4	100,0	-6,8	100,0
Aktywa zagraniczne netto	5,0	59,6	4,4	-64,3
Należności	3,9	45,8	-0,8	11,3
Zadłużenie netto instytucji				
rządowych szczebla centralnego	-2,8	-33,7	-6,0	88,5
Saldo pozostałych pozycji netto	2,4	28,3	-4,4	64,5

Źródło: dane NBP – Bankowa Informacja Statystyczna.

Aktywa zagraniczne netto³¹ systemu bankowego wzrosły w ciągu I kwartału br. o 3,2% do poziomu 139,0 mld zł na koniec marca br. Wynikało to ze wzrostu aktywów zagranicznych (o 3,0% do 177,8 mld zł) przy jednoczesnym wzroście pasywów zagranicznych (o 2,4% do 38,8 mld zł). W wyrażeniu dolarowym aktywa zagraniczne netto na koniec I kwartału br. wyniosły 33,7 mld USD, tj. spadły w ciągu kwartału o 0,1 mld USD.

W I kwartale br. udział aktywów zagranicznych netto banków komercyjnych w aktywach zagranicznych netto systemu bankowego obniżył się z 22,9% na koniec IV kwartału ub.r. do 20,8%. Wartość aktywów zagranicznych netto banków komercyjnych zmniejszyła się o 6,2% do 28,9 mld zł.

Aktywa zagraniczne netto NBP wyniosły na koniec I kwartału br. 110,2 mld zł, co oznaczało wzrost o 6,2% w porównaniu ze stanem na koniec IV kwartału ub.r. Oficjalne aktywa rezerwowe, stanowiące główną część aktywów zagranicznych netto NBP, wzrosły w tym okresie w wyrażeniu złotowym o 12,2% do 111,8 mld zł, co stanowiło równowartość 27,1 mld USD (wzrost o 0,5 mld USD). Na zmianę ich wartości wpłynęły przede wszystkim następujące czynniki: zmiana salda transakcji dokonanych przez rząd i inne podmioty na rachunkach w NBP,

³¹ 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 tym głównie przekazanie w marcu br. na rachunek Ministerstwa Finansów w NBP środków pochodzących z emisji euroobligacji na rynkach zagranicznych, zmiany różnic kursowych oraz zmiany z wyceny złota i papierów wartościowych.

Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego w krajowym systemie bankowym osiągnęło na koniec marca br. poziom 62,5 mld zł, tj. w stosunku do grudnia ub.r. zmniejszyło się o 6 mld zł. Spadek zadłużenia netto w I kwartale roku jest zjawiskiem typowym, jednak w br. skala tego spadku była znacznie głębsza (8,8%) niż w analogicznym okresie ub.r. (5%).

Zmniejszenie zadłużenia netto w I kwartale br. było wypadkową:

- znaczącego przyrostu (o 10,9 mld zł, tj. o 79%) środków budżetowych na rachunkach bankowych, zarówno złotych, jak i walutowych,
- wzrostu należności – o 4,9 mld zł (o 5,9%) – z tytułu kredytów i papierów dłużnych.

O spadku zadłużenia netto w I kwartale br. zadecydowała głównie bieżąca sytuacja finansowa budżetu państwa oraz źródła finansowania jego potrzeb pożyczkowych. Choć potrzeby te były w omawianym okresie bardzo wysokie, to nie wystąpiły trudności w ich sfinansowaniu. W związku z nadal dużą atrakcyjnością inwestowania w skarbowe papiery wartościowe, popyt na nie w I kwartale br. przewyższał ponad dwukrotnie i tak bardzo wysoką ich podaż. W warunkach niewielkich przychodów z prywatyzacji (0,7 mld zł, tj. ok. 10% planu rocznego) wysoka emisja skarbowych papierów wartościowych pozwoliła w I kwartale br. zapewnić w postaci lokat odpowiednie środki na bieżące i przyszłe potrzeby budżetu państwa.

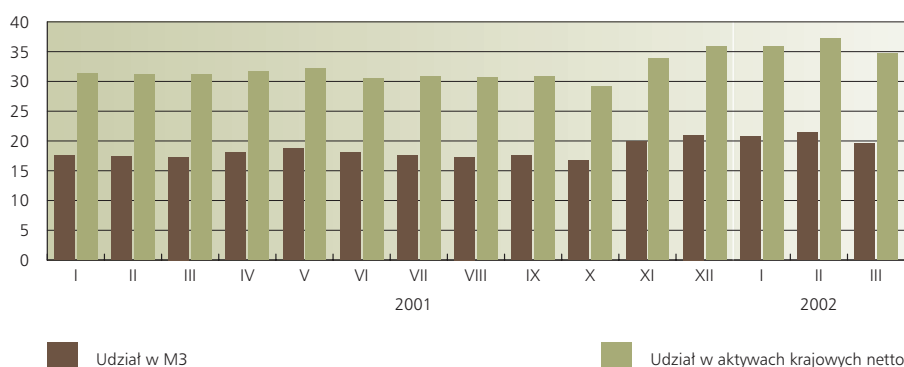
Dodatkowym źródłem środków finansujących zobowiązania budżetu była dokonana w lutym br. emisja dziesięcioletnich obligacji nominowanych w euro na rynkach zagranicznych. Kwota nominalna emisji stanowiła 750 mln euro, a ich rentowność wyniosła 5,73% i była wyższa o 75 p.b. od rentowności obligacji niemieckich o zbliżonym terminie zapadalności. Wpływy ze sprzedaży euroobligacji zasilły rachunek walutowy Ministerstwa Finansów w marcu br. z przeznaczeniem na obsługę zobowiązań zagranicznych skarbu państwa.

Spadek zadłużenia netto instytucji rządowych w końcu marca br. odwrócił zapoczątkowaną w październiku ub.r. wzrostową tendencję tej kategorii. Jej roczna dynamika pozostała jednak nadal na wysokim poziomie i wyniosła marcu br. 117,1% wobec 122,0% w grudniu ub.r. i 86,9% w marcu ub.r.

W rezultacie w I kwartale br. w porównaniu z poprzednim kwartałem znaczenie zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego jako czynnika kreacji pieniądza zmniejszyło się. Jednak w stosunku do analogicznego okresu ub.r. jego rola w kształtowaniu się podaży pieniądza wyraźnie się zwiększyła (wykres 32).

Wykres 32

Udział zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego w podaży pieniądza (M3) oraz w aktywach krajowych netto



Źródło: dane NBP.

W I kwartale 2002 r. ujemne **saldo pozostałych pozycji netto** (SPPN) wzrosło o 4,4 mld zł, tj. o 4,0%, i na koniec marca wyniosło –113,5 mld zł.

O skali i kierunku zmiany tej kategorii zdecydowały w I kwartale br. *pozostałe aktywa netto* w NBP. W ciągu I kwartału br. pasywne saldo *pozostałych aktywów netto* NBP wzrosło o 3,9 mld zł, tj. o 15,3%. Wzrost ten spowodowany był głównie zwiększeniem się stanu „*rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych*” w wyniku wystąpienia dodatnich różnic z wyceny aktywów i pasywów walutowych, przeliczonych na złote w związku z deprecjacją kursu złotego. Zmiany w *pozostałych aktywach netto* NBP, związane z technicznymi zapisami na kontach „*rezerwy...*”, nie wpłynęły więc na podaż pieniądza ogółem w I kwartale br., ponieważ nie spowodowały ani kreacji pieniądza, ani jego absorpcji.

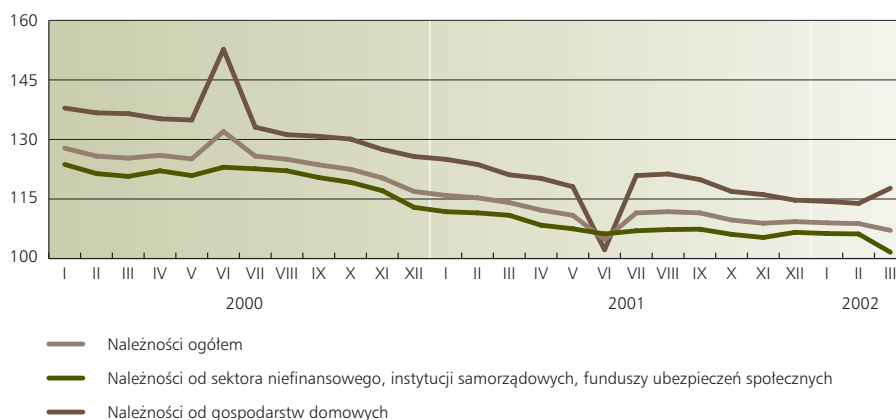
Należności (od gospodarstw domowych, sektora niefinansowego oraz sektora instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych)³² stanowiły na koniec marca br. 72,4% podaży pieniądza ogółem w systemie bankowym wobec 69,6% rok wcześniej. Spadek należności w I kwartale br. w stosunku do IV kwartału ub.r. wynikał ze zmniejszenia należności od przedsiębiorstw, niemonetarnych instytucji finansowych i instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych, przy jednoczesnym wzroście należności od gospodarstw domowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych.

Udział należności od gospodarstw domowych³³ w należnościach ogółem wyniósł na koniec marca br. 26,9% (przed rokiem 23,5%), podmiotów sektora niefinansowego 42,3% (przed rokiem 44,5%), a instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych 3,2% (przed rokiem 1,7%).

W ujęciu nominalnym należności wzrosły na koniec marca br. w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku o 7,1%, w tym należności od gospodarstw domowych – o 17,7%, a od sektora niefinansowego, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych – o 1,6%. W kolejnych miesiącach I kwartału br. nominalne roczne tempo wzrostu należności systematycznie zmniejszało się (wykres 33). W wyrażeniu realnym³⁴ roczny wzrost należności na koniec marca br. wyniósł 3,6% (przed rokiem 7,5%).

Wykres 33

Dynamika należności – nominalnie (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane NBP.

³² Należności składają się z należności od gospodarstw domowych, niemonetarnych instytucji finansowych, przedsiębiorstw, instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych, instytucji samorządowych, funduszy ubezpieczeń społecznych. Obejmują one wszystkich kategorie kredytów i pożyczek, skupione wierzytelności, zrealizowane gwarancje i poręczenia, odsetki zapadłe i niespłacone, należności z tytułu zakupionych papierów wartościowych z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu, dłużne papiery wartościowe i inne należności. Należności nie uwzględniają papierów wartościowych z prawem do kapitału i udziałów.

³³ Kategorię gospodarstwa domowe stanowią osoby prywatne, rolnicy indywidualni i przedsiębiorcy indywidualni zatrudniający do 9 osób włącznie.

³⁴ Po uwzględnieniu dwunastomiesięcznego wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wynoszącego 3,3%.

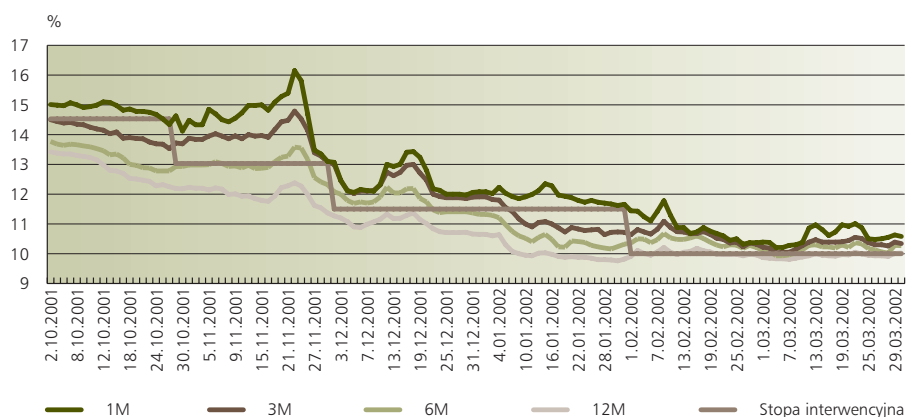
6.3. Transmisja polityki monetarnej

6.3.1. Stopa procentowa

Polityka pieniężna a stopy procentowe na rynku międzybankowym

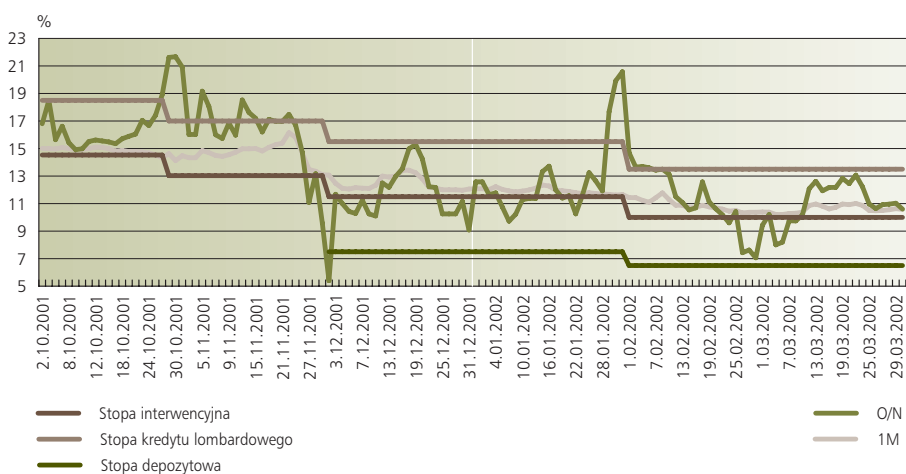
Rozwój sytuacji na rynku pieniężnym w I kwartale 2002 r. odzwierciedlał ugruntowujące się wśród jego uczestników przekonanie, że rozpoczęty w lutym 2001 r. cykl obniżania stóp procentowych przez NBP stopniowo zbliża się ku końcowi. Świadczyły o tym wyraźne zmiany zachodzące w położeniu krzywej dochodowości rynku pieniężnego. Krzywa ta uległa wyraźnemu spłaszczeniu, a roczna stopa procentowa zaczęła od połowy stycznia rosnąć (wykres 34 i 35). *Spread* między stopą 12M i 3M zmniejszył się ze 122 punktów bazowych w styczniu do 22 punktów bazowych w końcu marca br.

Wykres 34
Stopy WIBOR 1, 3, 6, 12M



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 35
Stopy O/N i 1M WIBOR

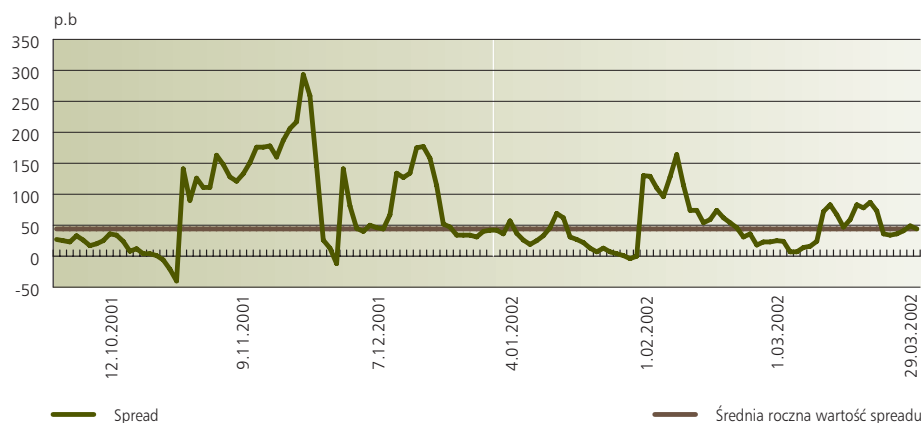


Źródło: dane Reuters, NBP.

Największe w I kwartale br. spadki krótkoterminowych stóp procentowych wystąpiły przed styczniowym posiedzeniem RPP, gdy uczestnicy rynku spodziewali się znaczącej redukcji stóp NBP. Po obniżce stóp procentowych 30 stycznia spadkowy trend krótkoterminowych stóp procentowych uległ odwróceniu w wyniku wystąpienia przejściowego niedoboru płynności w systemie bankowym, który trwał do połowy lutego. Podobnie jak w listopadzie ub.r., niedobór płynności był konsekwencją wcześniejszego spekulacyjnego popytu banków na bony pieniężne NBP (wykres 36).

Wykres 36

Różnica między stawką 1M WIBOR a stopą interwencyjną NBP (w ujęciu jednomiesięcznym)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Najniższy w I kwartale br. poziom stóp procentowych na rynku pieniężnym (z wyjątkiem stopy WIBOR 12M) zanotowano na początku marca, po czym krótkoterminowe stopy procentowe zaczęły stopniowo rosnąć. Stopa WIBOR 12M osiągnęła natomiast najniższy poziom (9,75%) pod koniec stycznia, oscylując następnie wokół 10%.

W sumie sytuacja na rynku pieniężnym w I kwartale br. była podobna do sytuacji z I kwartale 1999 r., gdy obniżka stopy referencyjnej o 250 punktów bazowych w lutym 1999 r. również została odebrana jako zbliżająca ku końcowi serię cięć stóp procentowych rozpoczętych w 1998 r.

Reakcja banków na politykę banku centralnego

W I kwartale 2002 r., w reakcji na styczniową obniżkę podstawowych stóp procentowych NBP, banki znacznie zmniejszyły oprocentowanie depozytów i kredytów. Większość banków pierwsze obniżki stóp procentowych przeprowadziła w ciągu dwóch tygodni od ogłoszenia decyzji RPP. W lutym br. najbardziej zmniejszyło się oprocentowanie produktów depozytowych i kredytowych dla osób prywatnych. Natomiast w marcu br. dominowały obniżki oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych oraz kredytów przeznaczonych dla osób prywatnych³⁵.

W lutym br. największe zmiany na rynku depozytów, zarówno pod względem skali redukcji, jak i szybkości dostosowań, dotyczyły oprocentowania depozytów osób prywatnych. Najbardziej obniżyło się wówczas średnie oprocentowanie depozytów 24-miesięcznych (o 130 p.b.) oraz depozytów jednomiesięcznych (o 120 p.b.), a najmniej – średnie oprocentowanie ROR-ów (o 4 p.b.). Jednocześnie znacznie zmniejszyło się też średnie oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych. Stopy procentowe kredytów konsumpcyjnych (gotówkowych) dla osób prywatnych spadły o 160 p.b. Natomiast średnie oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych – w zależności od terminu zapadalności – spadło o 50-60 p.b.

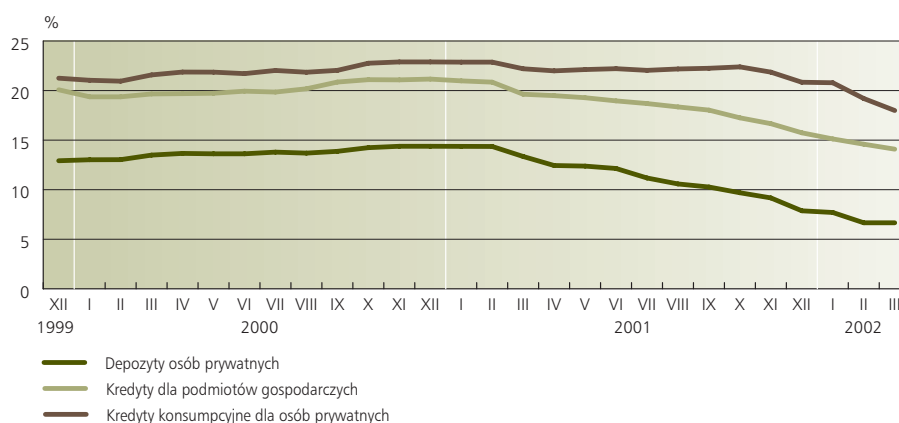
³⁵ Analiza zmian oprocentowania została przeprowadzona na podstawie danych o stopach procentowych przysyłanych do NBP przez 11 największych banków. Przy obliczaniu średnich ważonych depozytowych i kredytowych stóp procentowych tych banków jako wagi przyjęto ich udziały w rynku depozytowym bądź kredytowym.

W marcu br. banki obniżyły głównie oprocentowanie kredytów, a oprocentowanie depozytów uległo niewielkim zmianom. W większym stopniu zmniejszono przy tym oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla osób prywatnych niż kredytów dla podmiotów gospodarczych. O ile średnie stopy procentowe od kredytów udzielanych podmiotom gospodarczym zmniejszyły się o około 50 p.b., to od kredytów przeznaczonych dla osób prywatnych o 120 p.b.

Mimo to utrzymały się znaczne dysproporcje między oprocentowaniem kredytów dla obu grup klientów banków. Średnie ważone oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla osób prywatnych przewyższało w marcu br. oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych o 390 p.b. (w grudniu ub.r. – o 510 p.b.). Wynikało to z odmiennej pozycji konkurencyjnej obu grup podmiotów na rynku kredytów. Pozycja przedsiębiorstw, które zaciągają większe kredyty niż osoby prywatne i mają w związku z tym możliwość indywidualnego negocjowania warunków kredytów, a ponadto niektóre z nich dysponują alternatywnym źródłem finansowania w postaci emisji krótkoterminowych papierów dłużnych³⁶, jest bowiem silniejsza niż osób prywatnych.

Wykres 37

Średnie ważone nominalne oprocentowanie depozytów terminowych i kredytów



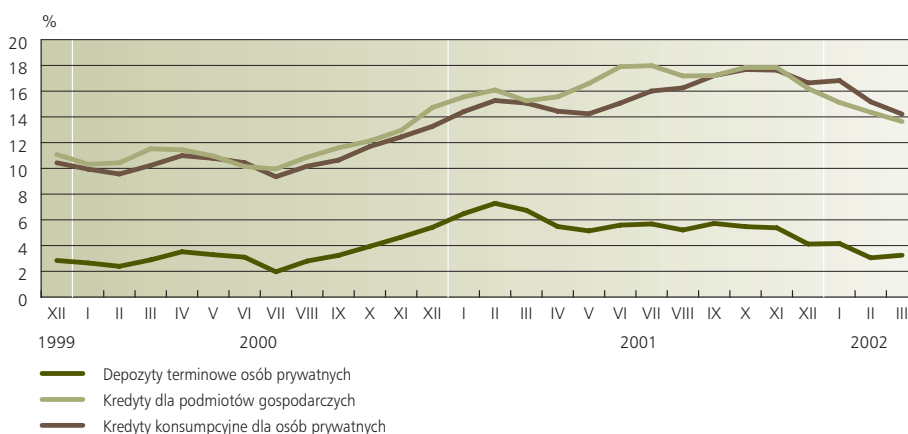
Źródło: dane NBP.

Obserwuje się rosnące zróżnicowanie podstawowych stóp procentowych w bankach od kredytów dla podmiotów gospodarczych. W rezultacie tendencje kształtowania się tych stóp są w coraz mniejszym stopniu odzwierciedlane przez ich wielkości średnie. Przykładowo, z analizy rozkładu stóp kredytów o terminie zapadalności do 1 roku wynika, że ich mediana z poziomu 15% w grudniu ub.r. spadła do 11,9% w marcu br. W tym samym czasie rozpiętość stóp procentowych w badanych bankach wzrosła nieznacznie: z 8,25 pkt. proc. do 8,75 pkt. proc.

W I kwartale br. stopę referencyjną NBP obniżono o 150 p.b. Natomiast skumulowana obniżka średniego oprocentowania depozytów terminowych osób prywatnych wyniosła 120 p.b., oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych 165 p.b., a oprocentowania kredytów konsumpcyjnych dla osób prywatnych 285 p.b.

W ujęciu realnym średnie ważone oprocentowanie depozytów terminowych osób prywatnych spadło w I kwartale br. o 0,9 pkt. proc. Zwraca przy tym uwagę fakt, że w marcu br. oprocentowanie to – po raz pierwszy od września ub.r. – nieznacznie wzrosło. Był to efekt większego w tym okresie spadku inflacji niż nominalnych stóp procentowych. Natomiast średnie realne oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych oraz kredytów konsumpcyjnych dla osób prywatnych spadło w I kwartale br. odpowiednio o 257 p.b. i o 242 p.b.

³⁶ Wartość emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw stanowi obecnie około 25% wartości ich zadłużenia krótkoterminowego w bankach.

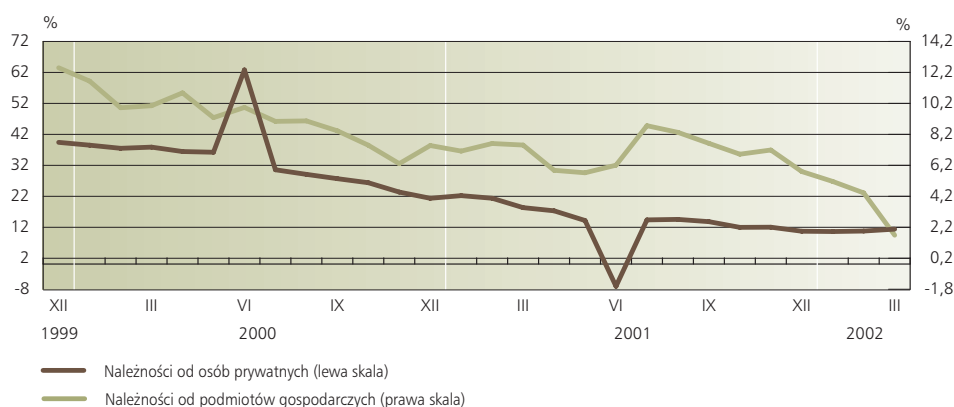
Wykres 38**Średnie ważone realne oprocentowanie depozytów osób prywatnych i kredytów***

* Nominalne stopy procentowe depozytów i kredytów osób fizycznych zostały zdeflowane CPI, a dla podmiotów gospodarczych – PPI.
Źródło: dane NBP.

Stopy procentowe a popyt na kredyty

W I kwartale 2002 r. realne tempo wzrostu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych³⁷ obniżyło się. Odmienne niż w poprzednich kwartałach był to wynik znacznego spadku realnej dynamiki należności od podmiotów gospodarczych. Dynamika należności od osób prywatnych osiągnęła swoje minimum w styczniu, a następnie zaczęła lekko rosnąć (wykres 39).

Podobnie jak w 2001 r., w I kwartale br. wzrost popytu osób prywatnych na kredyty złotowe był znacznie mniejszy niż na kredyty walutowe³⁸. Popyt osób prywatnych kierował się przede wszyst-

Wykres 39**Tempo wzrostu należności prywatnych i podmiotów gospodarczych w wyrażeniu realnym (w stosunku do analogicznego miesiąca ub.r.)**

Źródło: dane NBP.

³⁷ Należności od osób prywatnych obejmują kredyty i pożyczki, skupione wierzytelności oraz zrealizowane gwarancje i zapadłe odsetki. Około 98% należności osób prywatnych w 2001 r. stanowiły kredyty i pożyczki. Należności od podmiotów gospodarczych obejmują wymienione już pozycje oraz dłużne papiery wartościowe, operacje z przyrzeczeniem odkupu oraz tzw. pozostałe pozycje. W pierwszych dwóch miesiącach 2002 r. kredyty i pożyczki stanowiły około 92% należności od podmiotów gospodarczych. Należności od osób prywatnych zostały zdeflowane wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych, zaś od podmiotów gospodarczych – wskaźnikiem cen produkcji sprzedanej przemysłu.

³⁸ Z uwagi na zmianę definicji pieniądza od marca 2002 r. i błędy, które zostały popełnione przez instytucje nadsyłające dane do NBP, nie dysponujemy jak dotąd wiarygodnymi informacjami dotyczącymi struktury terminowej i walutowej należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych.

kim na kredyty walutowe przeznaczone na cele mieszkaniowe. W lutym wzrosły również kredyty walutowe zakwalifikowane do kategorii „pozostałe”. Z uwagi na znaczny w tym okresie wzrost importu używanych samochodów, można przypuszczać, że były one przeznaczone na ich zakup. W należnościach od podmiotów gospodarczych w I kwartale br. zwiększył się także udział kredytów walutowych.

Mimo spadku oprocentowania kredytów złotych utrzymywała się znaczna różnica między oprocentowaniem kredytów złotych i walutowych. Z badań ankietowych, prowadzonych przez NBP na próbie liczącej ponad 400 podmiotów gospodarczych³⁹ wynika, że zmniejszyła się ona z 11,8-12,7 pkt. proc. w II kwartale 2001 r. do 6,8-9,1 pkt. proc. w I kwartale 2002 r., w zależności od terminu kredytu oraz jakości kredytobiorcy (przy obliczaniu tej różnicy pominięto oczekiwaną zmianę kursu walutowego).

Do zaciągania kredytów walutowych skłaniała utrzymująca się, mimo okresowych wahań kursu walutowego, tendencja aprecjacji złotego w stosunku do euro i dolara amerykańskiego przy niższej stopie procentowej. Nie można też wykluczyć, że czynnikiem zachęcającym do zaciągania długookresowych kredytów walutowych było oczekiwanie, że w związku z perspektywą wejścia Polski do UE, a następnie do ERM2, zmniejszy się ryzyko kursowe. Ze wspomnianych wcześniej badań koniunktury gospodarczej wynika, że znaczna część przedsiębiorstw posiadająca kredyty walutowe (blisko 69%) liczy się z niebezpieczeństwem poważnych konsekwencji zmian kursu walutowego. Zabezpieczenie przed ryzykiem kursowym stanowią dla przedsiębiorstw przede wszystkim przychody z eksportu i w – znacznie mniejszej skali – zakup odpowiednich instrumentów finansowych. Osobom prywatnym banki komercyjne oferują możliwość przewalutowania kredytu.

Realne tempo wzrostu należności od podmiotów gospodarczych osiągnęło w marcu br. 1,7%, tj. było o 4,1 pkt. proc. niższe niż w grudniu ub.r. Z badań koniunktury wynika, że zwiększył się udział środków własnych przedsiębiorstw w finansowaniu działalności. Dotyczyło to przede wszystkim wydatków inwestycyjnych, a w mniejszym stopniu działalności bieżącej.

Podobnie jak w poprzednim kwartale, zmniejszyła się liczba ankietowanych przedsiębiorstw wymienających poziom stóp procentowych jako czynnik stanowiący barierę dla ich dalszego rozwoju. Jednocześnie jednak przedsiębiorstwa nie zwiększały swojego zadłużenia w związku z brakiem wyraźnych sygnałów ożywienia gospodarczego za granicą, słabym wzrostem krajowego popytu konsumpcyjnego oraz malejącym stopniem wykorzystywania istniejących mocy wytwórczych.

Źródłem finansowania zewnętrznego dla podmiotów gospodarczych jest, obok kredytów zaciąganych na rynku krajowym, emisja papierów wartościowych na rynku krajowym i zagranicznym oraz kredyty zagraniczne⁴⁰. Zadłużenie podmiotów gospodarczych z tytułu emisji krótkoterminowych papierów wartościowych na koniec I kwartału br. wyniosło 12.514,1 mln zł i w stosunku do stanu z końca ub.r. obniżyło się o 2,5%. W stosunku do marca ub.r. wzrosło ono natomiast o 8,6%. Zadłużenie z tytułu emisji papierów o zapadalności powyżej jednego roku na koniec omawianego kwartału wyniosło 5.661,6 mln zł, co oznacza spadek o 17,5% w porównaniu ze stanem z końca ub.r. W porównaniu z marcem ub.r. ich stan był niższy o 35,6%. Relacja zadłużenia podmiotów gospodarczych z tytułu emisji krótko- i długoterminowych papierów wartościowych do zadłużenia wobec systemu bankowego spadła w tym okresie o 1,9 pkt. proc. i wyniosła 10,9%. Należy podkreślić, że część wyemitowanych przez przedsiębiorstwa papierów dłużnych – według danych NBP jest to około 30% – znajduje się w posiadaniu banków komercyjnych, tzn. stanowią one należności od sektora niefinansowego.

Wpływ stóp procentowych na depozyty

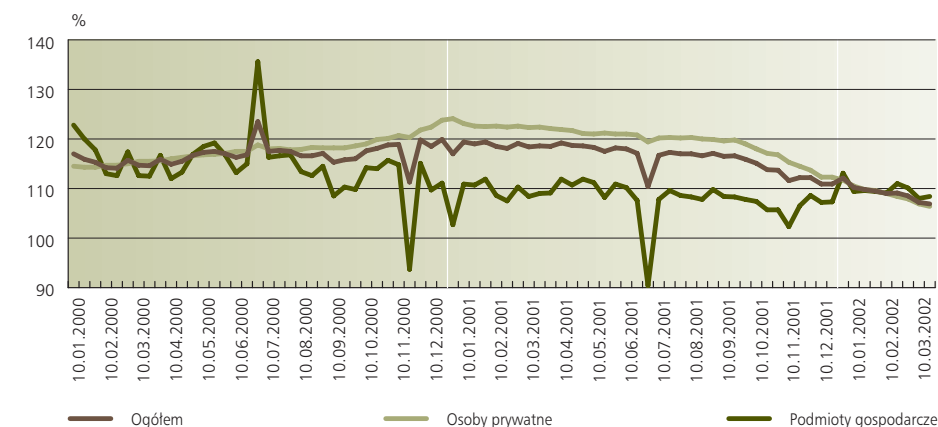
W I kwartale 2002 r. utrzymywała się spadkowa dynamika depozytów złotych gospodarstw domowych. W rezultacie, mimo rosnącej od listopada ub.r. dynamiki depozytów złotych podmiotów gospodarczych, dynamika depozytów złotych sektora niefinansowego ogółem spadała.

³⁹ Próba ta nie jest w pełni reprezentatywna i odwzorowuje głównie sytuację dużych przedsiębiorstw krajowych. Pełna analiza wyników badań ankietowych znajduje się w materiale: „Koniunktura”, NBP (www.nbp.pl/publikacje/koniunktura).

⁴⁰ W chwili oddawania do druku niniejszego *Raportu* nie dysponujemy danymi dotyczącymi zadłużenia zagranicznego w I kwartale br.

Wykres 40

**Dynamika depozytów złotych sektora niefinansowego w wyrażeniu nominalnym
(w stosunku do analogicznego miesiąca ub.r.)**



Źródło: dane NBP.

Spadek w I kwartale br. wykazała również dynamika depozytów walutowych sektora niefinansowego, przy czym dynamikę depozytów podmiotów gospodarczych cechowały w tym okresie znaczne wahania.

Depozyty gospodarstw domowych stanowią około 70% depozytów bankowych sektora niefinansowego zarówno w złotych, jak i walutach obcych. Stąd tendencje występujące na rynku depozytów gospodarstw domowych w istotny sposób wpływają na wielkość zobowiązań banków wobec całego sektora niefinansowego.

W wyniku rozpoczętego w lutym ub.r. cyklu obniżek podstawowych stóp procentowych NBP oraz będących ich konsekwencją obniżek oprocentowania depozytów, znacznie zmniejszyła się atrakcyjność lokat bankowych. Tendencję tę pogłębiło opodatkowanie, począwszy od marca br., zysków kapitałowych. Zwiększyło ono zainteresowanie ludności korzystniejszymi formami lokowania oszczędności. W rezultacie spadkowi dynamiki depozytów bankowych towarzyszył szybki wzrost aktywów funduszy inwestycyjnych – w I kwartale br. – o 1,6 mld zł, tj. o 14%. Dalsze obniżanie się realnego oprocentowania depozytów może prowadzić do głębszych zmian w strukturze oszczędności społeczeństwa.

Oczekiwane stopy procentowe

Oczekiwania krótkookresowe

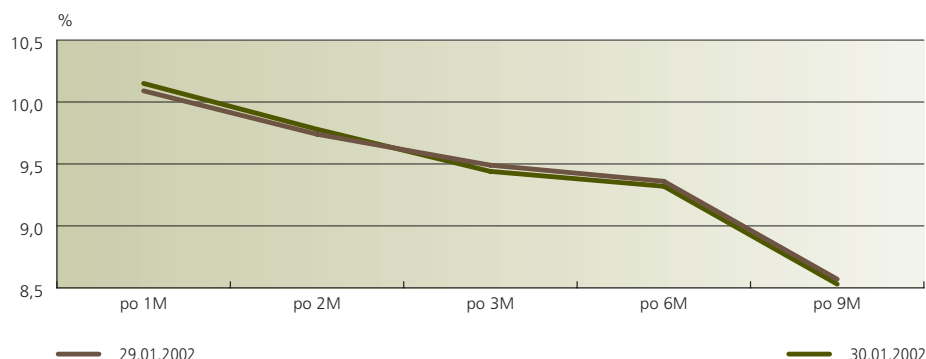
Po styczniowej obniżce stóp procentowych NBP krzywa oczekiwanych w kolejnych miesiącach 3-miesięcznych stóp procentowych przesunęła się nieznacznie w dół w horyzoncie powyżej 3 miesięcy⁴¹. Brak istotnej zmiany położenia tej krzywej świadczył o tym, że moment i skala obniżki stóp NBP były zgodne z oczekiwaniami rynku (wykres 41).

Przed posiedzeniami RPP w lutym i marcu rynek oczekiwał stosunkowo niewielkich zmian stóp NBP. Wynikało to z dużej skali wcześniejszych obniżek i wyrażanego przez RPP przekonania, że przyniosą one pozytywne efekty. Najsilniej osłabły oczekiwania na obniżki stóp w horyzoncie rocznym. Od połowy stycznia do marca oprocentowanie kontraktów terminowych FRA (9x12) wzrosło o około 80 p.b., a w ostatnich dniach marca – o dalsze 20 p.b. (wykres 42).

⁴¹ Krzywa jest oparta na oprocentowaniu terminowych kontraktów FRA na stopę procentową (1x4, 2x5, 3x6 itd.) wystawionych na 3-miesięczny WIBOR, których data rozliczenia została uzgodniona za miesiąc (1x4), za dwa miesiące (2x5) i za 3 miesiące (3x6), licząc od daty zawarcia kontraktu.

Wykres 41

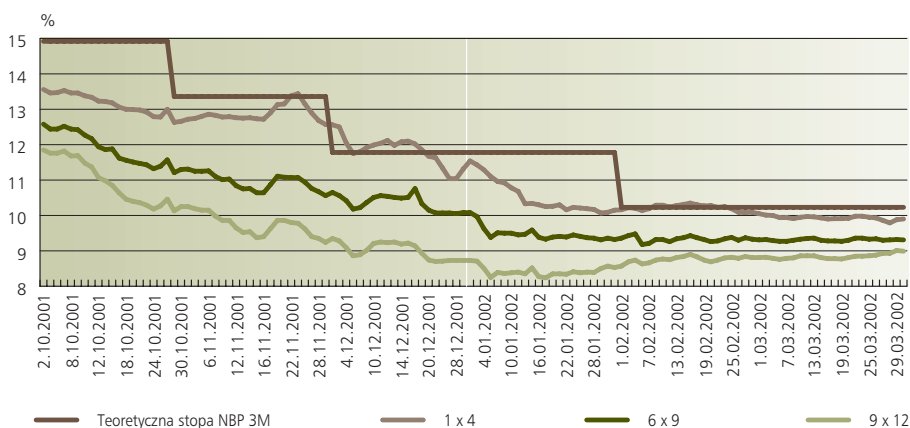
Zmiana położenia 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych po posiedzeniu RPP w styczniu 2002 r.



Źródło: dane NBP.

Wykres 42

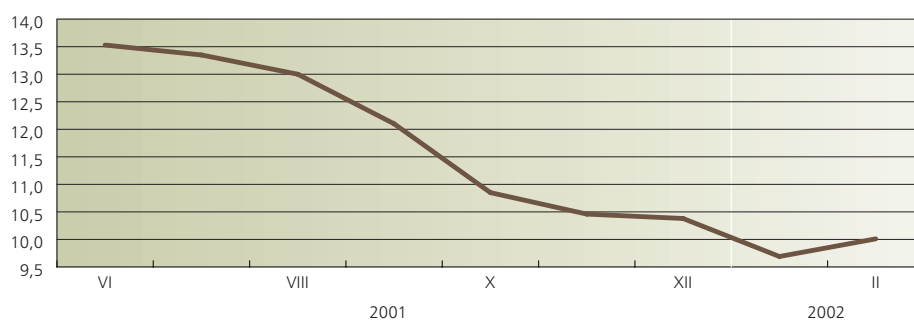
Kontrakty FRA na 3-miesięczny WIBOR



Źródło: dane NBP, Reuters.

Wykres 43

Zmiana oprocentowania kontraktów zapadających 29 marca 2002 r. (stopa terminowa 3M na dzień 29 marca 2002 r. w kolejnych miesiącach)



Źródło: dane NBP.

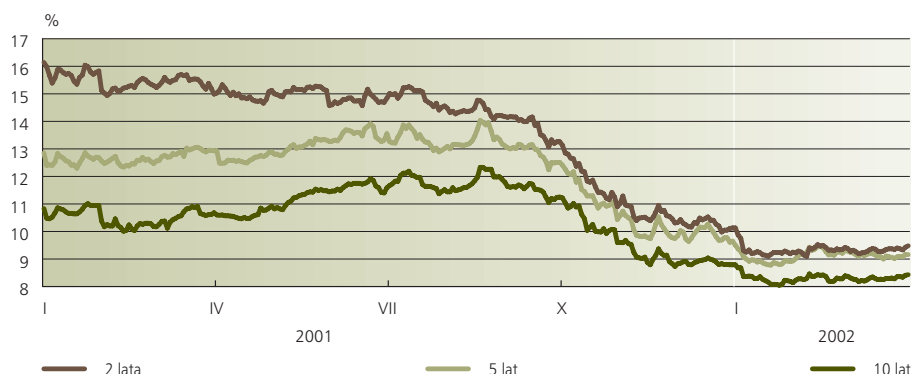
Tabela 17**Zmiana oprocentowania kontraktów FRA na WIBOR 3M zapadających 30 września 2002**

W dniu	9x12	8x11	7x10	6x9
30.09.2002	8,64	8,55	8,89	9,04
	(28/12/2001)	(30/01/2002)	(27/02/2002)	(28/03/2002)

Jak ilustruje to tabela 17, najsilniejsze oczekiwania na obniżkę stóp NBP wystąpiły w styczniu, po czym oczekiwania te stopniowo słabły.

Oczekiwania długookresowe

W I kwartale br. zmniejszenie się oczekiwań na dalszy spadek stóp procentowych wystąpiło również wśród uczestników rynku obligacji. W połowie stycznia br. zanikł występujący od sierpnia ub.r. spadkowy trend dochodowości obligacji (wykres 44). Zmiana ta odzwierciedlała rewizję wcześniejszych oczekiwań rynku dotyczących długości rozpoczętego w lutym 2001 r. cyklu obniżek stóp procentowych. Skalę rewizji oczekiwań rynku ilustruje tabela 18.

Wykres 44**Stopy dochodowości obligacji o terminach zapadalności 2, 5, 10 lat**

Źródło: dane Reuters, NBP.

Tabela 18**Skala oczekiwanej zmiany rocznej stopy procentowej na podstawie krzywej zerokuponowej oraz krzywej IRS***

	Za rok		Koniec 2003 r.	Za 2 lata		Za 5 lat	
	krzywa	krzywa		krzywa	krzywa	krzywa	krzywa
	zerokuponowa	IRS		zerokuponowa	IRS	zerokuponowa	IRS
31.12.2001	-255	-342	-318	-318	-303	-416	-362
15.01.2002	-334	-399	-377	-379	-355	-448	-366
29.03.2002	-139	-165	-179	-189	-176	-268	-239

* Skala oczekiwanej zmiany rocznej stopy procentowej na podstawie krzywej zerokuponowej (krzywej IRS) jest obliczona jako różnica między poziomem stopy referencyjnej NBP w ujęciu rocznym a poziomem rocznej terminowej stopy procentowej za rok, wyznaczonej na podstawie modelu Svenssona (danych z rynku IRS).

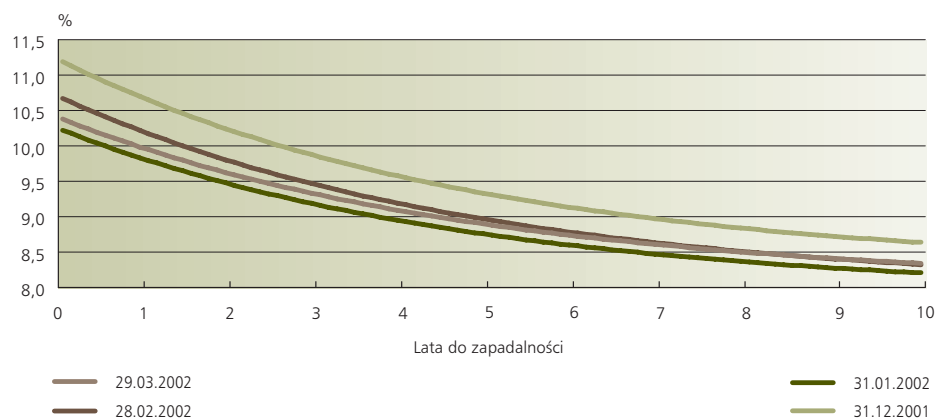
Źródło: dane Reuters, NBP.

Obniżka stóp NBP, dokonana 30 stycznia 2002 r., nie spowodowała przesunięcia w dół krzywej zerokuponowej. Świadczy to o tym, że zmiana stóp NBP była już wcześniej zdyskontowana w cenach obligacji.

Wraz ze słabnięciem oczekiwań na kontynuację polityki obniżania stóp procentowych rosła niepewność inwestorów. W konsekwencji zwiększyła się zmienność stóp dochodowości skarbowych papierów wartościowych (wykres 44). Wahaniom podlegała również zerokuponowa krzywa dochodowości (wykres 45).

Wykres 45

Zerokuponowa krzywa dochodowości



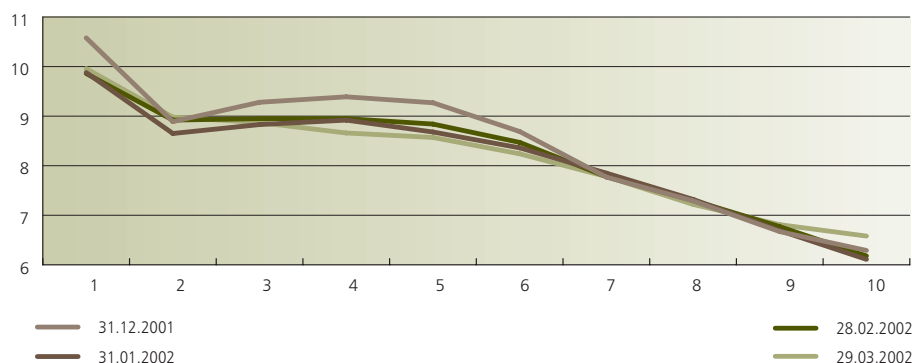
Źródło: dane Reuters, NBP.

W sytuacji, gdy osłabły oczekiwania na kolejne cięcia stóp procentowych, uwaga inwestorów skupiła się na makroekonomicznej sytuacji Polski oraz na informacjach dotyczących podaży obligacji skarbowych na kolejnych przetargach. Nie potwierdziły się utrzymujące się od II kwartału ub.r. obawy, że nastąpi duży wzrost podaży obligacji i wywoła to znaczący spadek cen papierów skarbowych. Podaż obligacji skarbowych, oferowanych na comiesięcznych przetargach, nie przewyższała wcześniejszych prognoz analityków. Co więcej, wydaje się, iż inwestorzy pozytywnie odebrali konsekwencję Ministerstwa Finansów w dążeniu do realizacji założeń strategii zarządzania długiem publicznym; w tym zwłaszcza dążenie do systematycznego powiększania emisji papierów cieszących się największym zainteresowaniem poprzez oferowanie transakcji zamiany już istniejących papierów.

Zmniejszenie się obaw dotyczących skutków zwiększonej podaży obligacji odzwierciedlają zmiany, jakie w I kwartale br. nastąpiły w środkowym segmencie krzywej wynikowych rocznych stóp terminowych, wyznaczonej na podstawie kontraktów IRS (wykres 46). Dodatnie nachylenie tej krzywej, obserwowane jeszcze w grudniu ub.r., zanikło w końcu lutego br. W marcu br. środkowy odcinek krzywej przyjął ujemne nachylenie.

Wykres 46

Krzywa wynikowych rocznych stóp terminowych na podstawie kontraktów IRS



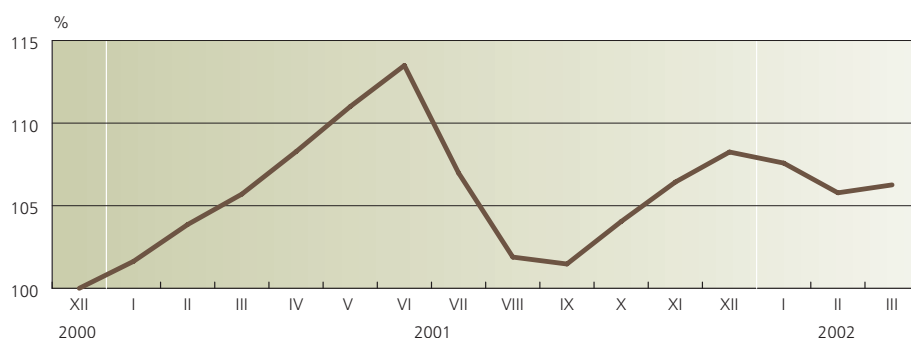
Źródło: dane Reuters, NBP.

6.3.2. Kurs złotego

W I kwartale 2002 r. kurs złotego, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym deprecjonował się w styczniu i w lutym, a w marcu powrócił na ścieżkę aprecjacji. W rezultacie nominalny efektywny kurs złotego wobec koszyka walut najważniejszych partnerów handlowych Polski pozostał w I kwartale br. na poziomie zbliżonym do wielkości z IV kwartału ub.r. (wykres 47). Wobec dolara USA złoty osłabił się w ciągu I kwartału br. o 1,2%. Wzmocnił się natomiast o 0,9% wobec euro. Wynikało to z pogłębienia się deprecjacji kursu euro na światowym rynku walutowym. W I kwartale br. wzmocniło się oddziaływanie kursu krzyżowego euro/dolar na kształtowanie się kursu złotego wobec dolara⁴² (wykres 48).

Wykres 47

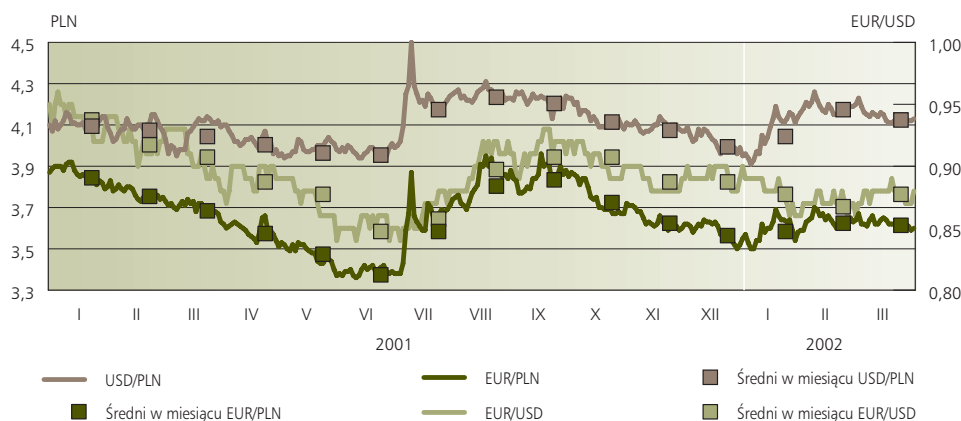
Nominalny efektywny kurs złotego w latach 2001-2002
(dane miesięczne; grudzień 2000 = 100)



Źródło: dane NBP.

Wykres 48

Kursy złotego wobec USD i EUR oraz relacja EUR/USD



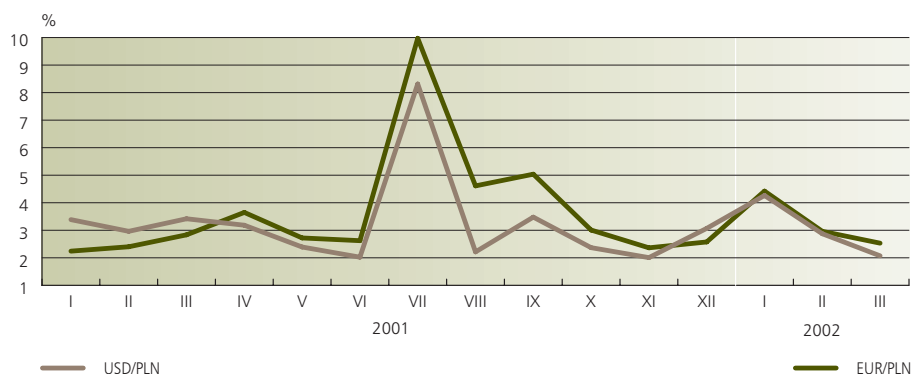
Źródło: dane NBP.

W całym I kwartale br. kurs złotego był relatywnie stabilny – jego średnia zmienność wyniosła ok. 3% (wobec ok. 3,5% w ub.r.) (wykres 49).

⁴² Współczynnik korelacji w I kwartale 2002 r. dla kursu dolar/złoty i euro/dolar wyniósł -0,74 (wobec 0,47 w IV kwartale 2001 r.), a dla relacji euro/złoty -0,40 (wobec 0,81 w IV kwartale 2001 r.).

Wykres 49

Zmienność kursu złotego wobec USD i EUR



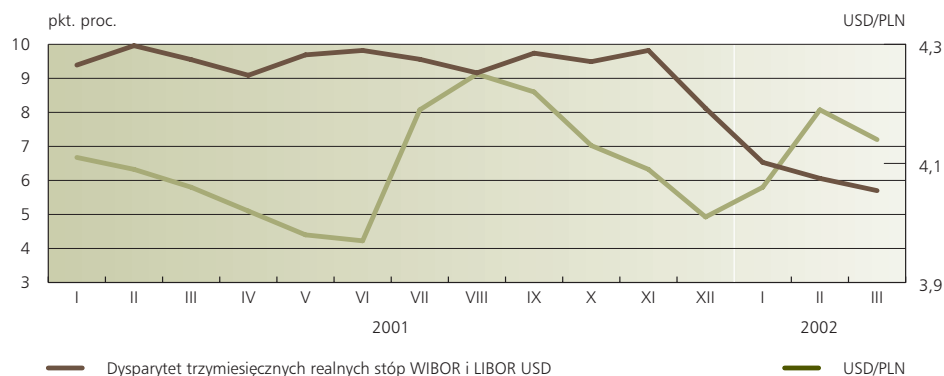
Źródło: dane NBP.

W I kwartale 2002 r. układ czynników kształtujących kurs złotego zmienił się w stosunku do sytuacji sprzed roku:

- Nastąpiło pogłębienie, zapoczątkowanych w grudniu ub.r., korzystnych zmian w dysparytecie realnych stóp procentowych (wykres 50). Obniżanie stóp procentowych w 2001 r. i w I kwartale 2002 r. w Polsce, przy utrzymywaniu ich w br. na stabilnym poziomie w USA i krajach strefy euro, spowodowało już znaczne zmniejszenie atrakcyjności polskich papierów wartościowych. Analitycy rynkowi wskazywali w analizowanym okresie na przewagę w tym zakresie rynku węgierskiego po znacznej redukcji różnicy między stopami procentowymi w Polsce i na Węgrzech.

Wykres 50

Dysparytet realnych stóp procentowych i kurs złotego

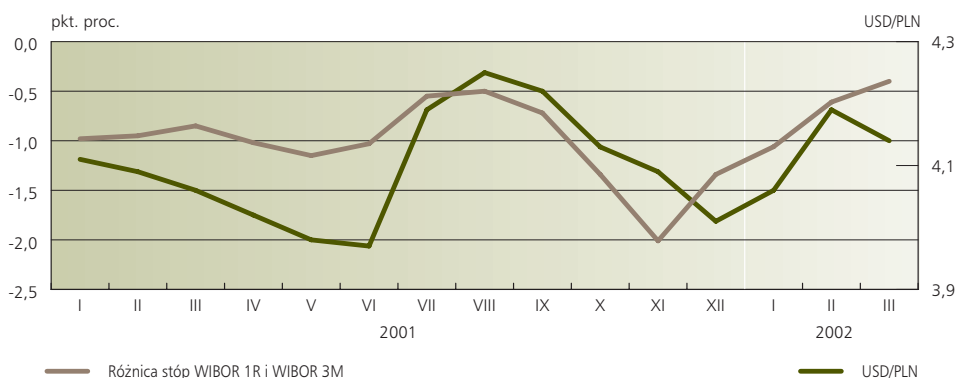


Źródło: dane Reuters, NBP.

- Seria obniżek stóp procentowych przez bank centralny spowodowała zmniejszenie oczekiwań rynku na ich dalsze redukcje (wykres 51). Oczekiwaniom tym nie sprzyjało też pozostawienie na niezmiennym poziomie stóp procentowych największych banków centralnych (wykres 52). Jednakże opinia rynku, że cykl rozluźniania polityki pieniężnej nie dobiegł jeszcze końca, przyczyniała się do aprecjacji złotego.
- Najsilniejszym czynnikiem umacniającym złotego była jednak w tym okresie wysoka podaż polskich papierów skarbowych. Związane to było z sezonowo zwiększonymi potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa w warunkach braku wpływów z prywatyzacji. W I kwartale br. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. odnotowano wzrost sprzedaży skarbowych papierów wartościowych o 40%, w tym przede wszystkim obligacji, natomiast ich zasoby w po-

Wykres 51

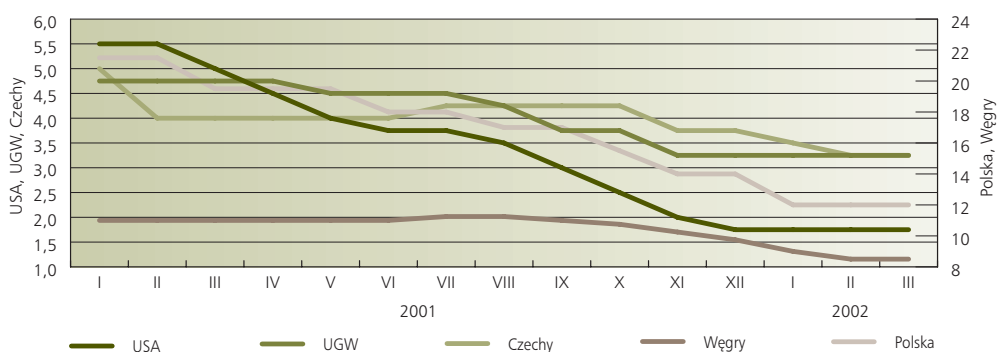
Oczekiwania dotyczące obniżki stóp procentowych i kurs złotego



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 52

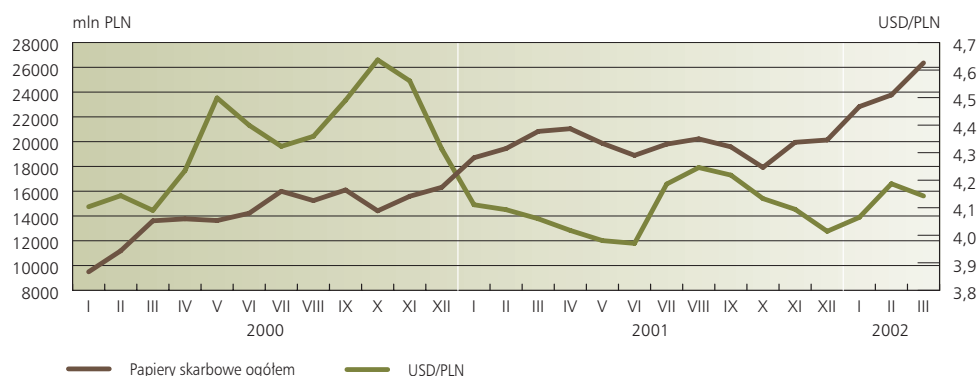
Oficjalne stopy procentowe



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 53

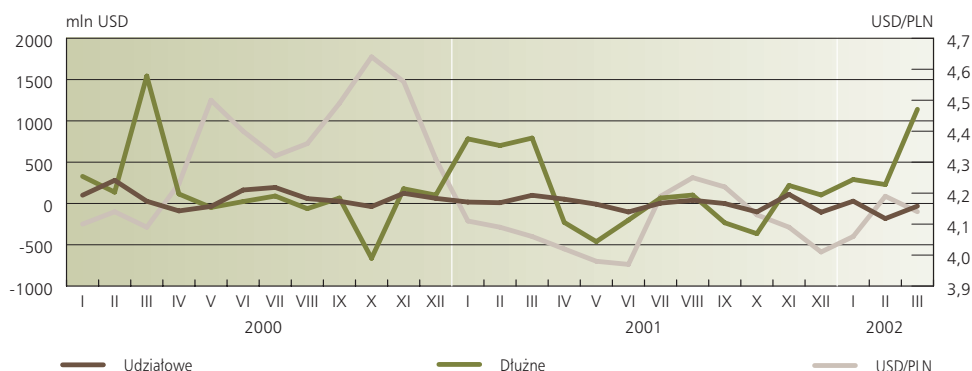
Portfel papierów skarbowych niezydentów



Źródło: dane NBP.

siadaniu niezydentów zwiększyły się średnio o 24% (wykres 53). Zjawisko to znalazło swoje odzwierciedlenie w statystyce bilansu płatniczego (wykres 54, por. rozdział **Handel zagraniczny, bilans płatniczy**).

Wykres 54
Zagraniczne inwestycje portfelowe



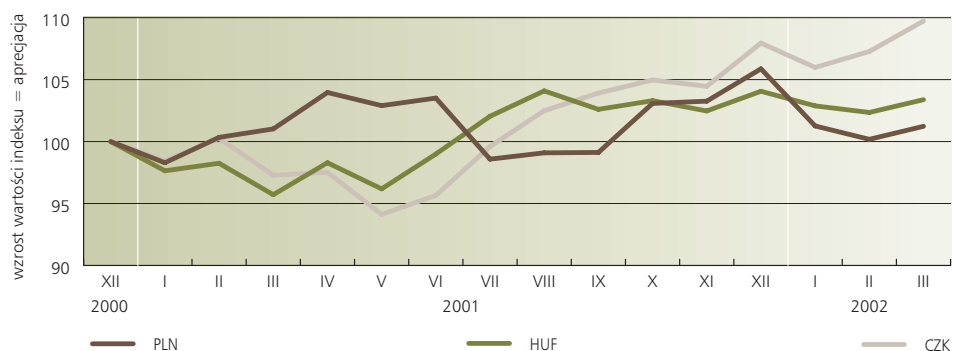
Źródło: dane NBP.

- Okresowo na kurs złotego wpływały też czynniki polityczne, które w omawianym okresie sprzyjały przede wszystkim deprecjacji kursu. W I kwartale br. nasiliły się ataki na RPP, zmierzające do ograniczenia niezależności banku centralnego. Silnie zaznaczyły się również powtarzane werbalne interwencje głównie ze strony Ministerstwa Finansów, mające na celu osłabienie kursu złotego. Ich wpływ na kurs złotego był zgodny z oczekiwaniami, lecz krótkotrwały.

W I kwartale br. dla kursu złotego nie miały istotnego znaczenia wydarzenia zewnętrzne, w tym eskalacja kryzysu finansowego w Argentynie.

Jak wynika z porównania realnych kursów wybranych krajów naszego regionu kandydujących do UE, polska waluta wykazywała w tym okresie najmniejszą aprecjację (wykres 55 i 56).

Wykres 55
Realny kurs złotego, forinta i czeskiej korony wobec USD (deflowany PPI; grudzień 2000 = 100)



Źródło: dane NBP.

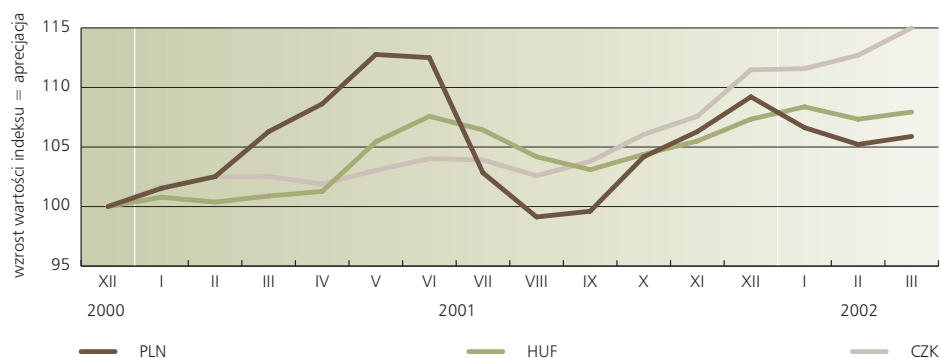
W 2001 r. statystyczny wskaźnik *pass-through* oszacowany dla nominalnego efektywnego kursu złotego wyniósł -0,45 (-0,53 w 2000 r.)⁴³. Oznacza to, że **czynniki zewnętrzne oraz aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego** spowodowały w 2001 r. zmniejszenie CPI liczonego grudzień do grudnia o 2,2 pkt. proc.

Natomiast łączne oddziaływanie czynników zewnętrznych i kursu na wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych, wyliczone z rekurencyjnego modelu typu VAR identyfikującego występujące opóźnienia między tymi zmiennymi, spowodowało w 2001 r. obniżenie CPI o 1,6 pkt. proc., przy pełnym wskaźniku *pass-through* wynoszącym 0,33 – zbliżonym do wskaźnika penetracji importu.

⁴³ Patrz *Raport o inflacji w 2001 roku*.

Wykres 56

Realny kurs złotego, forinta i czeskiej korony wobec EUR (deflowany PPI; grudzień 2000 = 100)



Źródło: dane NBP.

Różnica między efektem oddziaływania statystycznego wskaźnika przenoszenia a wskaźnika wyliczonego w sposób analityczny (uwzględniającego opóźnienia) wynosi -0,6 pkt. proc. i, wydaje się, że może być interpretowana jako potencjał spadku CPI przeniesiony na 2002 r.

W I kwartale br. nie odnotowano zmian nominalnego efektywnego kursu złotego w stosunku do IV kwartału ub.r. Jednak biorąc pod uwagę opóźnienia w reakcji cen na zmiany kursu, aprecjacja złotego w IV kwartale ub.r. o 2,7% spowodowała w I kwartale br. obniżenie CPI o blisko 0,3 pkt. proc. Efekt oddziaływania cen zewnętrznych był mniejszy i wyniósł -0,1 pkt. proc.

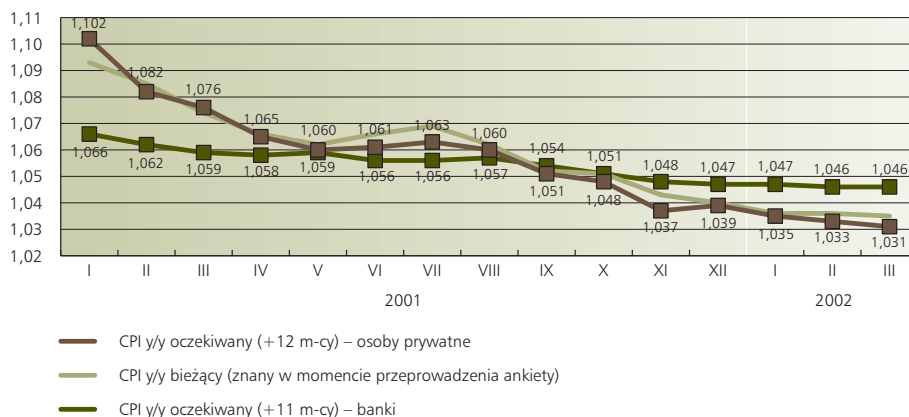
Można więc szacować, że:

- 2/3 (0,4 pkt. proc.) potencjału spadku CPI przeniesionego na 2002 r. zostało skonsumowane w I kwartale br.;
- przy neutralnym zachowaniu kursu złotego i cen zewnętrznych, inflacja w I kwartale br. byłaby o około 0,1 pkt. proc. wyższa niż na koniec grudnia ub.r.

6.3.3. Oczekiwania inflacyjne

Wykres 57

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i analityków bankowych w 2001 r. i w I kwartale 2002 r.



Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz analityków bankowych nie są w pełni porównywalne ze względu na odmienny horyzont czasowy: analitycy bankowi deklarują swoje przewidywania na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku, natomiast osoby prywatne na analogiczny miesiąc następnego roku. Poza tym należy wziąć pod uwagę fakt, iż oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są obiektywizowane, tj. kwantyfikowane przy założeniu, że respondenci postrzegają przebieg procesów cenowych przez pryzmat oficjalnych statystyk inflacji (więcej informacji na ten temat zawarto w *Raporcie o inflacji w 2001 roku*).

Źródło: Reuters, GUS, obliczenia własne na podstawie danych firmy Ipsos-Demoskop.

Kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych i analityków bankowych w I kwartale br. należy uznać za korzystne z punktu widzenia perspektyw inflacji.

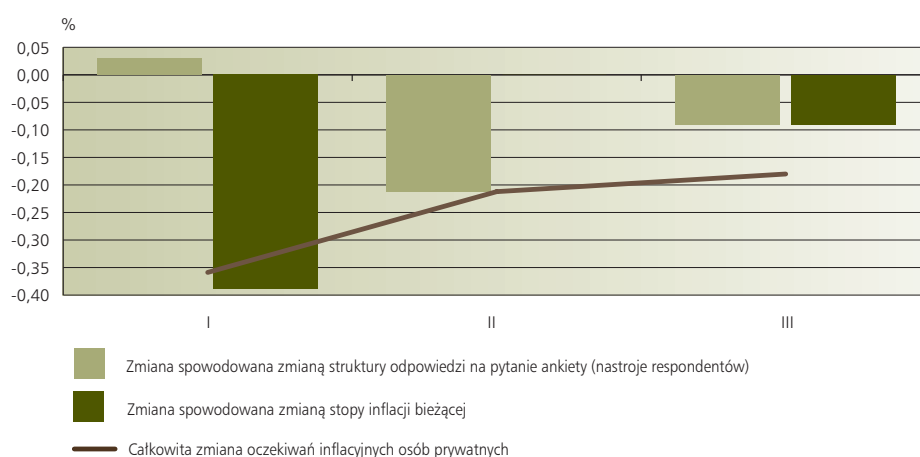
Oczekiwanie inflacyjne osób prywatnych

W I kwartale br. zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych obniżyła się w sumie o 0,8 pkt. proc. (w stosunku do grudnia ub.r.). Miara ta jest kwantyfikowana z wykorzystaniem metody probabilistycznej na podstawie danych uzyskiwanych z ankiety firmy Ipsos-Demoskop⁴⁴. W metodzie kwantyfikacyjnej bierze się pod uwagę zarówno strukturę odpowiedzi na pytanie tej ankiety, jak i stopę inflacji bieżącej, do której respondenci odnoszą swoje przewidywania na przyszłość, odpowiadając na zadawane im pytanie⁴⁵. Wyniki kwantyfikacji są zobiektywizowaną miarą oczekiwanego przez osoby prywatne tempa wzrostu cen w ciągu najbliższych 12 miesięcy w tym sensie, że za stopę inflacji bieżącej przyjmuje się oficjalną miarę inflacji obliczaną przez GUS, znaną respondentom w momencie udzielania odpowiedzi na pytanie ankiety. Ponieważ ankieta jest przeprowadzana w pierwszej połowie miesiąca, czyli przed ogłoszeniem przez GUS wskaźników inflacji za poprzedni miesiąc, za bieżącą stopę inflacji przyjmuje się stopę inflacji rok do roku sprzed dwóch miesięcy.

Spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w pierwszym kwartale br. spowodowany był w około 60% obniżeniem się stopy inflacji bieżącej, a w około 40% przesunięciami w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety. Na wykresie 58 przedstawiono rezultaty dekompozycji miesięcznych zmian skwantyfikowanej miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych na wyróżnione składowe. O ile w styczniu br. sposób formułowania oczekiwań inflacyjnych uległ nieznacznemu pogorszeniu, a spadek ich poziomu przypisać można było w całości spadkowi stopy inflacji bieżącej, o tyle zmniejszenie przewidywań inflacyjnych osób prywatnych w lutym br. odzwierciedlało w całości poprawę sposobu formułowania oczekiwań, wyrażoną przesunięciami w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety. W marcu br. spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych wynikał w przybliżeniu w równym stopniu z obniżenia stopy inflacji bieżącej oraz poprawy struktury odpowiedzi na pytanie ankiety.

Wykres 58

Dekompozycja zmian poziomu oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w I kwartale 2002 r.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS, Ipsos-Demoskop.

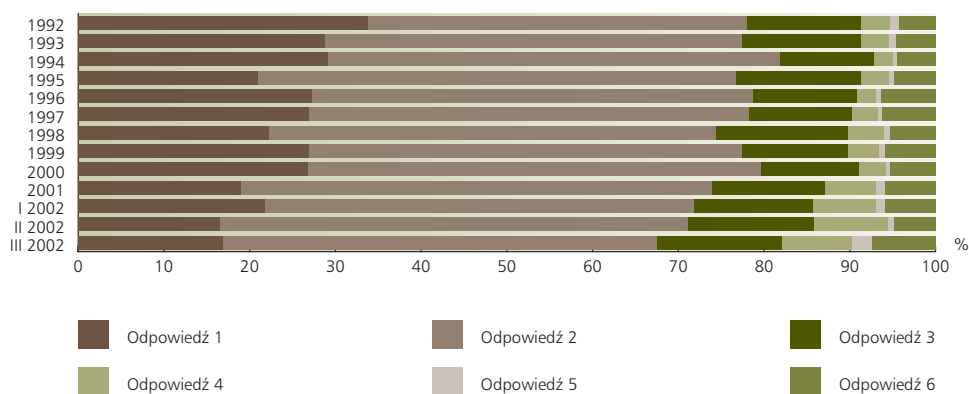
⁴⁴ Stosowana jest skorygowana metoda Carlsona i Parkina (1975). Jej opis przedstawiono w: T. Łyziak: *Badanie oczekiwań inflacyjnych podmiotów indywidualnych na podstawie ankiet jakościowych*. „Bank i Kredyt” nr 6/2000. Bieżące informacje na temat oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych znajdują się na internetowych stronach Narodowego Banku Polskiego: www.nbp.pl, w sekcji: Statystyka/Szeregi czasowe.

⁴⁵ Pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop sformułowane jest w sposób następujący: „Jak Pan (i) sądzi, patrząc na to, co się obecnie dzieje, czy w ciągu najbliższych 12 m-cy ceny: (1) będą rosły szybciej niż teraz; (2) będą rosły w tym samym tempie; (3) będą rosły wolniej; (4) będą takie same jak teraz; (5) będą niższe; (6) trudno powiedzieć”.

Analizując strukturę odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop w I kwartale br. należy podkreślić utrzymanie się pozytywnych tendencji z 2001 r. O dalszej poprawie sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych przez osoby prywatne świadczy m.in. odnotowany w lutym br. gwałtowny spadek odsetka respondentów najbardziej pesymistycznych przewidujących, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny będą rosły jeszcze szybciej niż dotychczas, przy jednoczesnym wzroście do poziomu najwyższego w historii ankiety frakcji ankietowanych przewidujących, że ceny za rok będą takie same, jak teraz. Z kolei w marcu br. największy w historii ankiety odsetek respondentów zadeklarował, iż ceny za rok będą niższe niż obecnie.

Wykres 59

Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Demoskop/Ipsos-Demoskop w latach 1992-2001 oraz w I kwartale 2002 r.



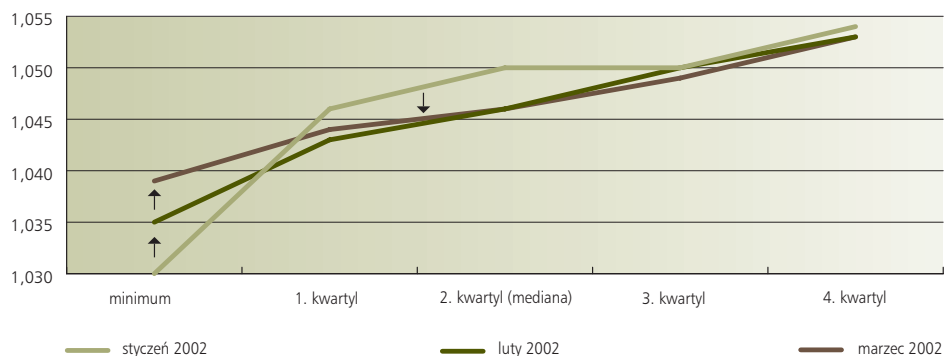
Źródło: Ipsos-Demoskop, obliczenia własne.

Oczekiwania inflacyjne analityków bankowych

W I kwartale br. nastąpiła stabilizacja oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych. W styczniu br. oczekiwana na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku stopa inflacji rocznej ukształtowała się na poziomie z grudnia ub.r., tj. 4,7%, w lutym obniżyła się do 4,6% i pozostała na tym poziomie w marcu. Z kolei oczekiwania analityków bankowych formułowane w stosunku do stopy inflacji rocznej na grudzień 2002 r. zarówno w lutym, jak i marcu br. wynosiły 4,6%.

Wykres 60

Rozkład oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych w poszczególnych miesiącach I kwartału 2002 r.



Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

W styczniu br. nastąpił istotny wzrost niepewności analityków bankowych co do przebiegu procesów cenowych w przyszłości, czego przejawem był silny spadek minimalnej wartości rozkładu oczekiwanej stopy inflacji rocznej na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku (z 3,7% w grudniu 2001 r. do 3% w styczniu br.), wzrost wartości maksymalnej rozkładu (z 5,2% do 5,4%) oraz wynikający z tego wzrost współczynnika zmienności rozkładu (z 9,5% do 13,4%). W pozostałych miesiącach I kwartału br. sytuacja uległa odwróceniu. Zawężanie się przedziału deklaracji analityków bankowych następowało przede wszystkim wskutek wzrostu minimalnych deklaracji analityków bankowych (z 3% w styczniu do 3,9% w marcu br.), a w mniejszym stopniu wskutek spadku wartości maksymalnej rozkładu (z 5,4% w styczniu do 5,3% w marcu br.).

Należy podkreślić, że wzrost wartości minimalnej rozkładu oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych obserwowany od lutego br. oraz towarzyszący mu spadek miar zmienności rozkładu (m.in. zmniejszenie współczynnika zmienności z 13,4% w styczniu do 8,4% w marcu br.) były w głównej mierze spowodowane zmianami liczebności próby banków biorących udział w ankiecie firmy Reuters.

6.3.4. Efekt majątkowy

W I kwartale 2002 r. depozyty osób prywatnych na bankowych rachunkach złotych i dewizowych wzrosły o 2,8% w porównaniu ze stanem na koniec ub.r. Był to efekt z jednej strony zmniejszenia możliwości generowania nadwyżek finansowych przez ludność w warunkach niskiego tempa wzrostu gospodarczego w Polsce, a z drugiej – zmniejszenia się atrakcyjności lokat bankowych w związku z serią obniżek podstawowych stóp procentowych NBP oraz opodatkowaniem dochodów z tytułu odsetek bankowych.

W tym samym okresie zwiększyły się oszczędności ludności lokowane w sektorze kapitałowym. Dynamikę wzrostu wybranych sektorów rynku kapitałowego w I kwartale br. przedstawia tabela 19.

Tabela 19
Dynamika wzrostu wybranych sektorów rynku kapitałowego

Sektor rynku kapitałowego	Stan na	Stan na koniec	Dynamika
	koniec 2001 r.	I kwartału 2002 r.	
	(w mld zł)	(w mld zł)	(w %)
Skarbowe obligacje oszczędnościowe	6,0	6,6	10,0
Fundusze inwestycyjne	12,1	13,5	11,5
OFE	19,4	22,8	17,5

Źródło: MF, SFI, KNUiFE.

Spadek atrakcyjności lokat bankowych spowodował następujące zmiany na rynku kapitałowym w I kwartale br.:

- Największym beneficjentem procesów zachodzących w sektorze bankowym w I kwartale br. był rynek średnio- i długoterminowych obligacji skarbowych, na który była kierowana w sposób bezpośredni (zakup obligacji skarbowych) lub pośredni (przez fundusze inwestycyjne i OFE) większość środków finansowych ludności związanych z rynkiem kapitałowym.
- Rynek akcji, mimo obowiązujących dogodnych rozwiązań podatkowych, w stosunkowo niewielkim stopniu skorzystał z obniżenia atrakcyjności lokat bankowych. W badanym okresie utrzymywało się stosunkowo małe zainteresowanie bezpośrednimi inwestycjami ludności na tym rynku, a inwestorzy instytucjonalni, zarządzający tego rodzaju środkami, tylko około 1/3 swoich aktywów lokowali w papiery udziałowe. Wystarczyło to do stabilizowania rynku, ale stanowiło zbyt słaby impuls do wywołania jego znaczącego wzrostu. Zmiany na rynku akcji w I kwartale br. przedstawia tabela 20.
- Rynek papierów pozaskarbowych tylko w niewielkim stopniu był wykorzystywany przez ludność jako miejsce inwestycji kapitałowych. Wynikało to z niskiego stopnia jego rozwoju. Łączna wartość obligacji przedsiębiorstw, banków i obligacji komunalnych wynosiła na koniec marca br. tylko około 5 mld zł, przy czym obligacje te na ogół nie mają charakteru publicznego.

Tabela 20**WIG i WIG20 w I kwartale 2002 r. (w punktach)**

Wskaźnik	Koniec 2001	Koniec I kwartału 2002
WIG	13 858,3	15 026,4
WIG20	1 208,3	1 339,1

Źródło: dane GPW w Warszawie.

7

Perspektywy inflacji

W okresie od listopada ub.r. do marca br. nastąpiło spowolnienie procesu obniżania inflacji. CPI spadło w tym czasie z 3,6% do 3,3%. W II kwartale br. spodziewany jest dalszy spadek inflacji, a w drugiej połowie br. jej stopniowy wzrost. Analiza czynników determinujących procesy inflacyjne nie wskazuje, że nie należy oczekiwać dużych wahań stopy inflacji.

Utrwaleniu się niskiej inflacji będzie nadal sprzyjała słaba dynamika popytu krajowego, który w I kwartale br. utrzymał się na poziomie z analogicznego okresu ub.r. Można oczekiwać, że tempo wzrostu popytu krajowego, a wraz z nim tempo wzrostu PKB będzie od trzeciego kwartału br. stopniowo wzrastać. Do końca 2002 r. nie powinno to jednak wywołać presji popytu na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Na utrzymanie się w br. niskiej inflacji wskazuje także bardzo umiarkowany, jak dotąd, wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI w ujęciu rocznym wzrosło w marcu br. o 0,4%) oraz niska dynamika wszystkich miar inflacji bazowej. Miary te pokazują, że obserwowany ostatnio spadek inflacji nie wynikał wyłącznie z korzystnego dla spadku inflacji kształtowania się czynników kosztowych. Majowe dane na temat wzrostu cen żywności wskazują, że ich dynamika w br. może być niższa niż w ub.r. Obecna sytuacja na rynku ropy naftowej, jak i oczekiwania dotyczące kształtowania się popytu i podaży na tym rynku, pozwalają przypuszczać, że obniżyło się ryzyko silniejszego wzrostu cen ropy. W związku z tym oceniamy, że czynniki podażowe mogą w br. przyczynić się do pogłębienia spadku inflacji. Za sprzyjające obniżaniu inflacji należy też uznać kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, które w I kwartale br. spadły do najniższego w historii ankiety Demoskopu poziomu (tzw. zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych tej grupy podmiotów wyniosła 3,1% na koniec br.).

Szybki spadek rocznej dynamiki szerokich agregatów monetarnych (M2 i M3) w I kwartale br. także powinien przyczynić się do dalszego obniżania inflacji w średnim horyzoncie czasowym. Wobec trudnej sytuacji na rynku pracy można oczekiwać umiarkowanego wzrostu płac i osłabienia ich roli w transmisji ewentualnych impulsów inflacyjnych.

W tej sytuacji widoczne w I kwartale br. zjawiska, które mogłyby skłaniać do zachowania ostrożności w ocenie perspektyw kształtowania się inflacji, nie powinny skutkować silnym wzrostem cen do końca b.r. Mimo że roczne tempo wzrostu agregatu pieniężnego M1 było w tym okresie wysokie (w marcu br. przekroczyło 11%), wiele wskazuje, że może to być tylko zjawisko przejściowe. Wąskie miary pieniądza cechuje bowiem duża zmienność. W I kwartale br. bardzo szybko zwiększała się też sprzedaż detaliczna (jej roczna stopa wzrostu osiągnęła w marcu br. 9,9%), a jednocześnie obniżyło się tempo wzrostu depozytów bankowych gospodarstw domowych. Zwiększenie zakupów było jednak związane z czynnikami sezonowymi (Święta Wielkanocne).

W warunkach słabego popytu krajowego i stosunkowo niskiego wzrostu gospodarczego wysoki deficyt sektora finansów publicznych, który może wynieść w br. około 5% PKB, w krótkim okresie nie powinien skutkować wzrostem cen. Jego utrzymanie na tym poziomie może natomiast mieć inne negatywne skutki dla gospodarki. Wobec małych przychodów z prywatyzacji sfinansowanie tak wysokiego deficytu wymaga bowiem emitowania przez rząd znacznej ilości papierów skarbowych. W I kwartale br. suma nowych emisji bonów skarbowych była o 116% większa niż w analogicznym okresie ub.r., a obligacji skarbowych – o blisko 130%. Sprzyjało to utrzymywaniu wysokiego poziomu długoterminowych rynkowych stóp procentowych oraz ograniczało możliwości finansowania przedsiębiorstw. Ponadto duży napływ zagranicznego kapitału portfelowego, lokowanego w obligacje rządowe, był czynnikiem oddziałującym w kierunku aprecjacji złotego.

Ewentualne zakłócenia w realizacji zakładanego na br. deficytu budżetowego i jego finansowania mogłyby natomiast powodować zaburzenia na rynku walutowym. Zgodna z założeniami realizacja deficytu w I kwartale br. nie wskazuje jednak na niebezpieczeństwo powtórzenia się sytuacji z poprzedniego roku, kiedy to nastąpił jego nieoczekiwany, szybki wzrost.

Kolejny element niepewności w prognozowaniu inflacji stanowi zachowanie banków komercyjnych. W okresie od lutego ub.r. do stycznia br. NBP obniżył podstawowe stopy procentowe o 900 punktów bazowych. Tymczasem oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych spadło w tym czasie tylko o 210 punktów bazowych. Można więc sądzić, że w miarę poprawiania się sytuacji gospodarczej banki mogą dokonać obniżek oprocentowania – nawet przy braku dalszych redukcji stóp podstawowych NBP.

Do ostrożności w prognozowaniu inflacji skłania również niepewność co do skutków opodatkowania dochodów kapitałowych. Prawdopodobnie doprowadzi ono do spadku skłonności do oszczędzania w bankach. Trudno jednak obecnie przewidzieć, w jakim stopniu uwolnione w ten sposób środki zasilą popyt konsumpcyjny, a w jakim – pozabankowe formy oszczędzania (akcje, fundusze emerytalne).

Trudno jest także przewidzieć kształtowanie się w bieżącym roku najważniejszych w ostatnim okresie czynników podażowych wpływających na wzrost cen. Prawdopodobieństwo powtórzenia się sytuacji z 2001 r., kiedy udane zbiory w rolnictwie zbiegły się ze spadkiem cen ropy na rynkach światowych, wydaje się niewielkie. Wzrost cen żywności będzie prawdopodobnie szybszy niż w ubiegłym roku, nawet przy stosunkowo korzystnych warunkach atmosferycznych w sezonie letnim. Z kolei kraje OPEC będą zapewne próbowały ograniczyć podaż ropy, by doprowadzić do ustabilizowania jej cen na poziomie około 25 USD za baryłkę. Czynniki podażowe mogą więc w bieżącym roku przyczynić się do wzrostu inflacji, jednak nie powinno to uniemożliwić realizacji średniookresowego celu polityki pieniężnej.

Rada Polityki Pieniężnej wyznaczyła tegoroczny cel inflacyjny na poziomie 5%, z granicą tolerancji ± 1 pkt proc. Zdecydowana większość prognoz wskazuje obecnie, że dwunastomiesięczny wskaźnik inflacji znajdzie się na koniec br. poniżej dolnej granicy przedziału tego celu. Mimo wystąpienia pewnych sygnałów mogących skutkować silniejszym wzrostem cen w perspektywie wykraczającej poza 2002 r. i niepewności związanej z prognozowaniem inflacji w tych warunkach, analiza czynników makroekonomicznych nie wskazuje, jak dotąd, na pojawienie się zagrożeń dla realizacji średniookresowego celu polityki pieniężnej, wyznaczonego na poziomie poniżej 4% w końcu 2003 r.

Załącznik A

Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad uchwałami podjętymi w I kwartale 2002 r.

Data podjęcia uchwały	Przedmiot uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady
29.01.2002	w sprawie zasad	wprowadzono nową	Za: L. Balcerowicz
	prowadzenia operacji	wersję procedur operacji	M. Dąbrowski
	otwartego rynku	otwartego rynku	B. Grabowski
			C. Józefiak
			J. Krzyżewski
			W. Łączkowski
			J. Pruski
			D. Rosati
			G. Wójtowicz
			W. Ziółkowska
30.01.2002	wniosek o obniżenie stopy	wniosek nie uzyskał	Za: D. Rosati
	referencyjnej o 2 pkt. proc.	większości głosów	G. Wójtowicz
	i stopy lombardowej		W. Ziółkowska
	o 2,5 pkt. proc.		Przeciw: L. Balcerowicz
			M. Dąbrowski
			B. Grabowski
			C. Józefiak
			J. Krzyżewski
			W. Łączkowski
			J. Pruski
30.01.2002	wniosek o obniżenie stopy	wniosek nie uzyskał	Za: B. Grabowski
	referencyjnej o 1 pkt. proc.	większości głosów	C. Józefiak
			W. Łączkowski
			Przeciw: L. Balcerowicz
			M. Dąbrowski
			J. Krzyżewski
			J. Pruski
			D. Rosati
			G. Wójtowicz
			W. Ziółkowska

30.01.2002	w sprawie stopy	obniżka stopy referencyjnej	Za:	L. Balcerowicz
	redyskontowej weksli,	o 1,5 pkt. proc., stopy		J. Krzyżewski
	stopy referencyjnej,	lombardowej o 2 pkt. proc.		D. Rosati
	oprocentowania kredytów	i oprocentowania lokaty		G. Wójtowicz
	refinansowych oraz	terminowej w NBP		W. Ziółkowska
	oprocentowania lokaty	o 1 pkt proc.	Przeciw:	M. Dąbrowski
	terminowej w NBP			B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
27.03.2002	wniosek o obniżenie	wniosek nie uzyskał	Za:	D. Rosati
	wszystkich stóp	większości głosów		G. Wójtowicz
	procentowych			W. Ziółkowska
	o 1 pkt proc.		Przeciw:	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski