

# Narodowy Bank Polski

## Rada Polityki Pieniężnej

# RAPORT O INFLACJI

## w 2001 roku

Warszawa, maj 2002 r.

***Projekt graficzny:***

Ryszard Piwowar  
Piotr Chodorek  
Ed Polinski

***Skład i druk:***

Drukarnia NBP

***Wydawca:***

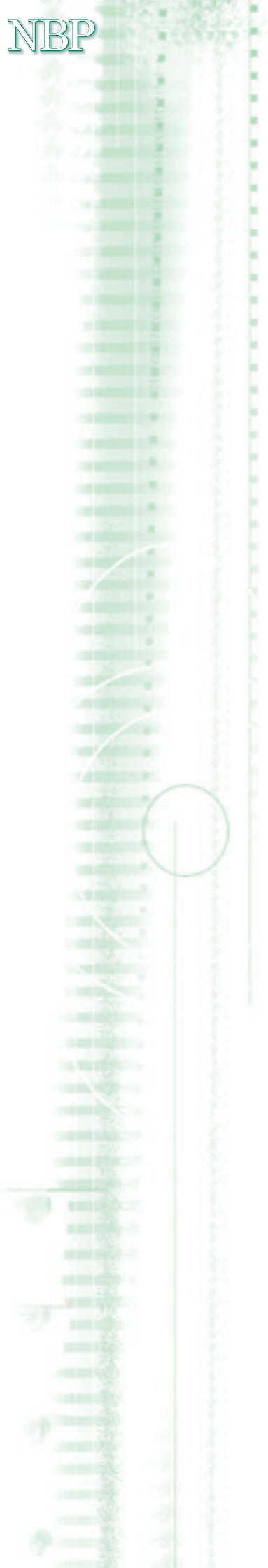
Narodowy Bank Polski  
Departament Komunikacji Społecznej  
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21  
Tel.: (0-22) 653 2335, Fax: (0-22) 653 1321

© *Narodowy Bank Polski*, 2001

ISSN 1640 - 0747

## SPIS TREŚCI

<b>SYNTEZA</b>	<b>5</b>
<b>1. Popyt krajowy i podaż</b>	<b>11</b>
1.1. Uwagi ogólne	11
1.2. Popyt krajowy	14
1.2.1. Akumulacja i nakłady inwestycyjne	14
1.2.2. Spożycie indywidualne	15
1.2.3. Deficyt sektora finansów publicznych	17
1.3. Podaż krajowa	22
<b>2. Handel zagraniczny, bilans płatniczy</b>	<b>24</b>
<b>3. Rynek pracy</b>	<b>44</b>
<b>4. Inne czynniki podażowe</b>	<b>50</b>
4.1. Czynniki strukturalne	50
4.2. Ceny zewnętrzne	56
<b>5. Przebieg procesów inflacyjnych w 2001 r.</b>	<b>62</b>
5.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	62
5.2. Inflacja bazowa	72
5.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej	74
<b>6. Polityka pieniężna a realizacja     celu inflacyjnego</b>	<b>78</b>
6.1. Polityka pieniężna w 2001 r.	78
6.2. Podaż pieniądza	86
6.3. Transmisja polityki pieniężnej	101
6.3.1. Stopa procentowa	101
6.3.2. Kurs walutowy	121
6.3.3. Oczekiwania inflacyjne	130
6.3.4. Efekt majątkowy	140
<b>7. Perspektywy inflacji w 2002 r.</b>	<b>143</b>
<b>ZAŁĄCZNIK 1</b>	
Bilans inwestycji i oszczędności w 2001 r.	146
<b>ZAŁĄCZNIK 2</b>	
Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad uchwałami podjętymi w 2001 r.	151



## SYNTEZA

Rok 2001 był okresem systematycznego pogarszania się koniunktury światowej. W strefie euro tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się z 2,8% w IV kwartale 2000 r. do 0,6% w IV kwartale 2001 r., a w najważniejszej dla Polski gospodarce niemieckiej – z 2,5% do 0%.

Dekoniunktura w gospodarce światowej, dodatkowo pogłębiona w konsekwencji wrześniowego ataku terrorystycznego na Stany Zjednoczone, spowodowała zmniejszenie nakładów inwestycyjnych podmiotów zagranicznych – także w Polsce. Nałożył się na to spadek inwestycji krajowych, który nastąpił po ich bardzo dynamicznym wzroście w latach 1995-1998. Dodatkowo gospodarka odczuwała też opóźnione efekty wzrostu restrykcyjności polityki monetarnej w 2000 r. oraz niekorzystne skutki zmian relacji kursów dolara i euro w 2000 r. (mimo deprecjacji naszej waluty wobec dolara doszło w tym okresie do jej nominalnej aprecjacji względem euro). Nasilenie konkurencji zewnętrznej wymusiło działania dostosowawcze przedsiębiorstw, polegające na obniżaniu kosztów produkcji przede wszystkim poprzez redukcję zatrudnienia i zmniejszanie nominalnego tempa podwyżek wynagrodzeń, co wraz z wysokim kosztem kredytu osłabiło dynamikę popytu konsumpcyjnego. Choć czynnikiem łągającym popytowe skutki stagnacji funduszu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw był silny wzrost wydatków budżetowych, to towarzyszący temu wzrost deficytu budżetowego ograniczał dostępność kredytu dla sektora prywatnego. W efekcie dynamika globalnego popytu konsumpcyjnego obniżyła się z 2,4% w 2000 r. do 1,8%.

Niższa niż przed rokiem dynamika popytu konsumpcyjnego przy występującym od czasu kryzysu rosyjskiego niskim poziomie wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle, zmusiła przedsiębiorstwa do poszukiwania zbytu na rynkach zagranicznych. Mimo stopniowego pogarszania się koniunktury światowej polski eksport w 2001 r. rósł szybko – znacznie szybciej niż import, hamowany przez niski popyt

wewnętrzny. Dzięki temu kontynuowany był proces redukcji deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Na koniec 2001 r. obniżył się do 4,1% PKB – wobec 6,3% PKB rok wcześniej.

Trudne uwarunkowania zewnętrzne i niska dynamika popytu krajowego pogarszały oceny możliwości zbytu. W tych warunkach – wobec relatywnie niskiego i nadal malejącego stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych, uzyskanych z nakładów poniesionych w poprzednich latach – słabła aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw i następował dalszy spadek dynamiki produkcji.

Kumulacja negatywnych czynników wystąpiła w IV kwartale, doprowadzając do zmniejszenia dynamiki eksportu oraz spadku produkcji przemysłowej o 2,5% i budowlanej o 8%. Dynamika PKB obniżyła się w tym okresie do 0,3%. Tak silne spowolnienie wzrostu gospodarczego znacznie odbiegało od wszystkich prognoz makroekonomicznych publikowanych w 2000 r. i na początku 2001 r. Podobny spadek dynamiki procesów gospodarczych odnotowano w krajach strefy euro, a w przypadku największego naszego partnera handlowego – Niemiec – spowolnienie gospodarcze było nawet silniejsze niż w Polsce.

Inny, niż oczekiwano, rozwój sytuacji makroekonomicznej, w tym m.in. dobre plony w rolnictwie, przyspieszył tempo spadku inflacji, które daleko odbiegło od oczekiwań analityków i ośrodków badawczych. Dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się z 8,5% w grudniu 2000 r. do 3,6% w grudniu 2001 r. Spadkowi CPI towarzyszył w ub.r. spadek wszystkich miar inflacji bazowej. Wskazywało to, że obniżenie się tempa wzrostu ogólnego wskaźnika inflacji nie było jedynie efektem czynników o charakterze przejściowym. Czynniki te jednak istotnie przyspieszyły ten proces. Gdyby np. nie zmiany cen żywności i paliw, to spadek CPI byłby mniejszy o około 1,5 punktu procentowego.



Równie szybki był spadek dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu: w IV kwartale spadły one poniżej poziomu z analogicznego okresu sprzed roku. Był to efekt znacznych obniżek cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe (związanych ze słabnącym popytem konsumpcyjnym w kraju i za granicą, wzrostem konkurencyjności importu, m.in. wskutek aprecjacji złotego, oraz spadkiem aktywności inwestycyjnej w gospodarce), w tym w przetwórstwie ropy naftowej (efekt spadkowych tendencji cen ropy na rynkach światowych). Należy przy tym zaznaczyć, że spadek PPI był w ub.r. zjawiskiem powszechnym na świecie (w strefie euro dwunastomiesięczny PPI obniżył się w grudniu 2001 r. do  $-1,1\%$  z  $5,5\%$  w grudniu 2000 r., w USA odpowiednio do  $-1,8\%$  z  $3,6\%$ , w Czechach do  $0,8\%$  z  $5,0\%$ , na Węgrzech do  $-0,4\%$  z  $12,4\%$ ).

W 2001 r. doszło do gwałtownego wzrostu nierównowagi sektora finansów publicznych. Złożyły się na to trzy główne przyczyny. Po pierwsze, zaplanowano bardzo szybki wzrost wydatków. Po drugie, zbyt optymistycznie – nawet w stosunku do przyjętych założeń makroekonomicznych – prognozowano dochody budżetu. Po trzecie, założenia makroekonomiczne – stosunkowo optymistyczne, choć zgodne z „głównym nurtem” oczekiwań rynkowych – znacznie różniły się od rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych. Trudna sytuacja dochodowa budżetu państwa skłoniła rząd do jego dwukrotnej nowelizacji – w lipcu i w grudniu. W rezultacie stopień restrykcyjności polityki fiskalnej uległ w ub.r. znaczącemu zmniejszeniu: deficyt budżetu państwa wyniósł  $4,5\%$  PKB (wobec pierwotnie przyjętego w ustawie budżetowej poziomu  $2,6\%$  PKB), a deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych osiągnął poziom około  $4,8\%$  PKB (wobec zakładanego  $1,8\%$  PKB).

Wzrostowi deficytu budżetowego towarzyszył spadek wpływów z prywatyzacji i w efekcie znaczny wzrost emisji skarbowych papierów wartościowych, kupowanych głównie przez banki krajowe i inwestorów zagranicznych. Miało to istotny negatywny wpływ na stabilność kursu

walutowego oraz na dynamikę kreacji pieniądza, a także strukturę jego przyrostu i cenę kredytu.

W IV kwartale ub.r. wystąpił spadek skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania w bankach, połączony ze zmianą struktury terminowej depozytów (w kierunku wzrostu udziału lokat na dłuższe terminy). Obok niskiego nominalnego tempa wzrostu dochodów ogółem ludności i malejącego w ciągu roku oprocentowania depozytów bankowych był to efekt zapowiedzi opodatkowania odsetek od lokat bankowych. Część środków z tych lokat została przesunięta na inne aktywa finansowe (obligacje, jednostki funduszy inwestycyjnych).

Wobec niepowodzenia wcześniejszych prób zwiększenia elastyczności rynku pracy spadek popytu wewnętrznego, osłabienie koniunktury gospodarczej na świecie i wejście na rynek pracy wyżu demograficznego doprowadziły do dalszego pogorszenia sytuacji na tym rynku. Liczba pracujących w gospodarce narodowej oraz przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyły się, a stopa bezrobocia wzrosła do  $17,4\%$  z  $15,1\%$  rok wcześniej. W tych warunkach utrzymał się jednak wzrost płac nominalnych, a znaczny spadek inflacji spowodował, że w ujęciu realnym ich wzrost był większy niż przed rokiem. Złagodziło to spadek siły nabywczej globalnych dochodów z pracy, wynikający ze spadku zatrudnienia.

\* \* \*

W warunkach wysokiej niepewności co do trwałości spadkowych tendencji inflacji obserwowanych od III kwartału 2000 r. oraz powszechnych oczekiwań utrzymania się w 2001 r. wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, RPP zdecydowała się – począwszy od lutego – na rozpoczęcie procesu stopniowych obniżek stóp procentowych. Do końca marca zostały one obniżone o 200 punktów bazowych. Głównymi czynnikami przemawiającymi w tym okresie przeciwko dokonywaniu głębszych obniżek stóp procentowych – bez narażania gospodarki na zahamowanie procesu dezinflacji – były:

- stosunkowo optymistyczne prognozy, przewidyujące znacznie wyższy wzrost gospodarczy niż faktycznie zrealizowany,
- utrzymywanie się w pierwszych miesiącach ub.r. ryzyka dalszego dynamicznego wzrostu cen żywności,
- negatywne doświadczenia z okresu poprzedniego cyklu zmniejszania stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej z przełomu lat 1998-1999 (dynamiczne przyspieszenie inflacji i niebezpieczne powiększenie się deficytu bilansu obrotów bieżących), świadczące o stosunkowo słabym wpływie instrumentów polityki monetarnej na rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce – w porównaniu ze wstrząsami zewnętrznymi i zmianami sytuacji fiskalnej.

Zapoczątkowany w II kwartale 2001 r. szybki, nieoczekiwany spadek dynamiki wzrostu gospodarczego i inflacji, leżący u podstaw powszechnych korekt prognoz makroekonomicznych, skłonił RPP do dokonania kolejnych obniżek stóp procentowych. Na decyzje o obniżaniu stóp procentowych miało także wpływ odsunięcie groźby dalszego, przyspieszonego wzrostu deficytu budżetowego w 2002 r. W sumie Rada Polityki Pieniężnej dokonała w ub.r. sześciu obniżek podstawowych stóp procentowych NBP – łącznie o 750 punktów bazowych.

Decyzje podjęte w II półroczu nie mogły jednak mieć większego wpływu na rozwój sytuacji makroekonomicznej w 2001 r., gdyż maksymalny wpływ zmian stóp procentowych na inflację i na wzrost gospodarczy obserwuje się dopiero po kilku kwartałach. Wynikające z przyczyn pozamonetarnych przyspieszenie tempa spadku inflacji (m.in. wskutek korzystnych dla obniżania inflacji wstrząsów podaźowych na rynku żywności i paliw) spowodowało, że realne stopy procentowe NBP spadały wolniej niż nominalne. Jeszcze wolniejsze – z powodu niekorzystnych uwarunkowań makroekonomicznych – było tempo spadku oprocentowania kredytów w bankach komercyjnych. Z jednej strony banki musiały bowiem w swojej polityce stóp procentowych uwzględnić rosnące ryzyko kredytowe. Z drugiej strony narastające potrzeby pożyczko-

we budżetu zapewniały im bezpieczne źródło alokacji aktywów. Ta sytuacja nie sprzyjała udzielaniu kredytów przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym.

W rezultacie w grudniu 2001 r. roczna stopa inflacji spadła do 3,6%. Zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na 2001 r.* krótkookresowy cel inflacyjny został ustalony na poziomie 6-8%. Jednak RPP zastrzegła, że jeśli oddziaływanie czynników podaźowych będzie przebiegać w 2001 r. w sposób odmienny od jej przewidywań, doprowadzając do spadku inflacji poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego, to będzie ona kształtować stopień restrykcyjności polityki pieniężnej kierując się dążeniem do realizacji celu średniookresowego. W takiej sytuacji głębsze niż przeprowadzone obniżki stóp procentowych groziłyby bowiem ponownym wzrostem inflacji po ustąpieniu ww. czynników, a tym samym koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów jej obniżania w następnych latach.

\* \* \*

Właściwa ocena procesów inflacyjnych w 2001 r. wymaga perspektywy wykraczającej poza ostatni rok. Odbiegający od oczekiwań, pozostający pod wpływem niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych i słabnącej dyscypliny fiskalnej rozwój sytuacji makroekonomicznej w latach 1998-2001 spowodował, że proces dezinflacji okazał się w tym okresie wolniejszy, niż można było przypuszczać. Średnioroczna inflacja w 2001 r. była zaledwie o 1,8 punktu procentowego niższa niż dwa lata wcześniej. Dwunastomiesięczny wskaźnik inflacji w grudniu 2001 r. był natomiast tylko o 2 punkty procentowe niższy niż w lutym 1999 r., kiedy osiągnięte zostało poprzednie minimum procesu dezinflacyjnego. Spadek dynamiki wzrostu gospodarczego był nieunikniony w sytuacji dramatycznego pogorszenia koniunktury zagranicznej. Silne wahania kursu złotego, związane i ze zmianami sytuacji zewnętrznej, i z narastaniem nierównowagi fiskalnej, pogłębiły jednak tendencje spadkowe – zarówno bezpośrednio, w okresach nominalnej aprecjacji, jak i pośrednio.

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	1999				2000				2001			
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał
	realny wzrost											
PIB	4,1	5,0	3,1	2,3	4,0	2,3	0,9	0,8	0,3	1,1		
Popr. krajowy	4,8	3,3	1,3	1,7	2,8	-1,3	-1,8	-2,0	-2,9	-2,0		
Spżycie ogółem	4,4	2,7	1,2	1,6	2,4	1,2	1,3	1,8	2,8	1,8		
Spżycie indywidualne	5,2	3,0	1,1	1,6	2,6	1,5	1,6	2,1	3,2	2,1		
Akumulacja brutto	6,1	10,4	5,7	1,7	3,9	-13,1	-12,5	-14,2	-13,5	-13,8		
Nakłady brutto na środki trwałe	6,8	5,4	2,8	2,1	2,7	1,5	-8,4	-13,6	-14,3	-10,2		
	realny wzrost											
Stopa oszczędzania gospodarstw domowych (%) <sup>1</sup>	11,3	9,0	10,9	11,3	11,4	14,0	11,4	10,4	11,7	11,0		
Stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych (%) <sup>2</sup>	5,2	5,7	10,8	0,2	5,6	5,8	9,5	5,2	4,9	5,9		
Stopa bezrobocia (%)	13,1	14,0	13,6	14,0	15,1	15,1	16,1	16,3	17,4	17,4		
Dochoły do dyspozycji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)	102,2	101,8	101,1	99,6	101,4	103,1	103,7	100,7	100,1	101,1		
Zadłużenie Skarbu Państwa (w mln zł, nom.) <sup>3</sup>	264 370,3	270 144,9	279 507,8	287 984,3	266 816,8	273 192,9	271 584,9	291 795,1	283 939,5	283 939,5		
Deficyt budżetu państwa (w mln zł) <sup>4</sup>	-12 479,0	-6 977,4	-10 650,2	-14 041,9	-15 391,0	-14 992,5	-18 805,5	21 865,0	-32 352,2	-32 352,2		
Zadłużenie zagraniczne (w mln USD)	65 397,0	65 702,0	66 882,0	65 607,0	69 610,0	70 977,0	70 098,0	72 375,0	70 160,0	70 160,0		

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

<sup>2</sup> 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 papierzy wartościowe pomniejszonej o przyrost kredytów gospodarstw domowych).

<sup>3</sup> Stan w końcu okresu.

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

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



## Podstawowe wskaźniki monetarne

	1999				2000				2001			
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał
	<b>2000</b>											
	<b>analogiczny okres poprzedniego roku = 100</b>											
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych <sup>1</sup>	109,8	110,3	110,2	110,3	108,5	108,5	106,2	104,3	103,6	103,6	103,6	103,6
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu <sup>2</sup>	108,1	107,3	108,9	108,3	105,6	105,6	103,8	100,9	99,7	99,7	99,7	99,7
	<b>dynamika nominalna stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)</b>											
M0	98,4	83,9	87,7	110,7	92,4	92,4	106,8	93,6	122,4	122,4	122,4	122,4
M1	122,0	105,1	108,1	99,6	94,3	94,3	100,8	95,1	110,8	110,8	110,8	110,8
M2	119,3	113,8	120,6	114,1	111,7	111,7	114,9	108,0	113,7	113,7	113,7	113,7
Zobowiązania wobec osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	118,3	115,5	123,3	116,1	115,5	115,5	116,8	109,1	113,9	113,9	113,9	113,9
osób prywatnych	115,2	114,2	118,5	117,3	120,9	120,9	120,1	116,3	112,0	112,0	112,0	112,0
podmiotów gospodarczych	125,5	119,1	136,0	113,0	103,7	103,7	108,3	92,5	118,8	118,8	118,8	118,8
Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	127,1	123,9	130,6	122,0	117,3	117,3	114,6	105,0	107,6	107,6	107,6	107,6
od osób prywatnych	153,1	152,1	179,4	140,9	131,7	131,7	125,7	98,7	114,7	114,7	114,7	114,7
od podmiotów gospodarczych	121,6	118,1	119,7	117,4	113,5	113,5	111,7	107,1	105,4	105,4	105,4	105,4
	<b>dynamika realna stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)</b>											
M0	89,7	76,0	79,6	100,4	85,1	85,1	100,6	88,2	118,1	118,1	118,1	118,1
M1	111,1	95,3	98,1	90,3	87,0	87,0	94,9	89,5	107,0	107,0	107,0	107,0
M2	108,7	103,2	109,4	103,4	103,0	103,0	108,2	101,7	109,8	109,8	109,8	109,8
Zobowiązania wobec osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	107,7	104,7	111,9	105,3	106,5	106,5	110,0	102,8	110,0	110,0	110,0	110,0
osób prywatnych	104,9	103,5	107,5	106,4	111,5	111,5	113,1	109,6	108,1	108,1	108,1	108,1
podmiotów gospodarczych	114,3	108,0	123,4	102,4	95,7	95,7	102,0	87,1	114,7	114,7	114,7	114,7
Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	115,7	112,3	118,5	110,6	108,1	108,1	107,9	98,9	103,8	103,8	103,8	103,8
od osób prywatnych	139,4	137,9	162,8	127,7	121,4	121,4	118,4	93,0	110,7	110,7	110,7	110,7
od podmiotów gospodarczych	110,8	107,1	108,6	106,5	104,6	104,6	105,2	100,8	101,7	101,7	101,7	101,7
Stopa referencyjna (%) <sup>2</sup>	16,5	17,5	17,5	19,0	19,0	19,0	17,0	15,5	11,5	11,5	11,5	11,5
Stopa kredytu restrykcyjnego (%) <sup>3</sup>	19,0	20,0	20,0	21,5	21,5	21,5	19,5	18,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Stopa kredytu lombardowego (%) <sup>3</sup>	20,5	21,5	21,5	23,0	23,0	23,0	21,0	19,5	15,5	15,5	15,5	15,5

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

Źródło: Dane GUS, NBP.

W drugim przypadku wiązało się to z koniecznością utrzymywania wysokiego poziomu restrykcyjności polityki monetarnej wobec stale istniejącego ryzyka gwałtownego osłabienia kursu i wynikającego stąd zagrożenia wzrostem inflacji. Z kolei pozamonetarne źródła wahań inflacji prowadziły do nieprzewidywalnych zmian realnych stóp procentowych, osłabiając skutki podwyżek stóp procentowych w 2000 r. i wzmacniając je w 2001 r. Prowokowało to polityczne naciski na rozluźnienie polityki monetarnej w stopniu, który zagrażałby realizacji celów inflacyjnych.

\* \* \*

Dokonane w 2001 r. obniżki stóp procentowych w warunkach niskiej inflacji i wyraźnej poprawy równowagi zewnętrznej będą sprzyjać stopniowemu ożywieniu gospodarczemu w 2002 r. i 2003 r. Ponieważ długofalowy wzrost gospodarczy możliwy jest wyłącznie pod warunkiem utrzymania równowagi makroekonomicznej, polityka RPP nadal musi być bardzo wyważona. Doświadczenia ostatnich lat wskazują, że w przypadku Polski siła oddziaływania instrumentów polityki monetarnej na sferę realną jest bardzo umiarkowana w porównaniu z czynnika-

mi pozamonetarnymi. Radykalne zmniejszenie stopnia restrykcyjności tej polityki miałyby więc niewielki wpływ na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w krótkim okresie, a podkopałyby fundamenty wzrostu długofalowego.

Osiągnięty poziom inflacji to efekt nie tylko prowadzonej polityki monetarnej, ale także wstrząsów podażowych i popytowych, których kierunek ulegnie prawdopodobnie odwróceniu w drugiej połowie 2002 r. lub na początku 2003 r. Gdyby na te wstrząsy, podobnie jak to miało miejsce w 1999 r., nałożyły się opóźnione skutki zbyt luźnej polityki monetarnej, proces dezinflacji ponownie uległby odwróceniu, a powrót na ścieżkę stabilnego wzrostu wymagałby dodatkowych kosztów. Uwarunkowania monetarne muszą więc działać stabilizująco na ceny.

Poza polityką stóp procentowych NBP istotnym czynnikiem kształtującym procesy monetarne w 2002 r. i 2003 r. będą potrzeby pożyczkowe sektora publicznego. W przypadku braku poprawy w sferze finansów publicznych będą one czynnikiem drastycznie ograniczającym możliwość wzrostu kredytu dla sektora prywatnego. Z tego względu tempo dalszego łagodzenia polityki monetarnej będzie ściśle uzależnione od tempa równoważenia finansów publicznych.

## I. Popyt krajowy i podaż<sup>1</sup>

### I.1. Uwagi ogólne

W 2001 r. popyt krajowy ukształtował się poniżej poziomu z poprzedniego roku. Spadek popytu wynikał ze znacznego ograniczenia akumulacji. Spożycie wzrosło, choć w tempie niższym niż w poprzednim roku. Spadek popytu krajowego wpłynął na ograniczenie aktywności gospodarczej. Jednak w ujęciu bezwzględny popyt krajowy był nadal większy od PKB. Uzyskanie wzrostu PKB mimo spadku popytu krajowego było możliwe dzięki dalszej poprawie eksportu netto. Dynamikę PKB, popytu krajowego oraz relacje między nimi w latach 1996 – 2001 przedstawia tabela 1.

Spadek akumulacji wynikał zarówno z ograniczenia nakładów na środki trwałe, jak i ze znacznie mniejszego przyrostu zapasów rzeczowych środków obrotowych. Ograniczenie nakładów inwestycyjnych stanowiło kontynuację obserwowanej już od 1999 r. tendencji do spad-

<sup>1</sup> Wszystkie dynamiki w tym rozdziale, jeżeli nie zaznaczono inaczej, są podawane realnie i w ujęciu rocznym.

*Tabela 1*  
*PKB i popyt krajowy w latach 1996 - 2001*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>poprzedni rok = 100, ceny stałe</b>						
PKB	106,0	106,8	104,8	104,1	104,0	101,1
Popyt krajowy	109,7	109,2	106,4	104,8	102,8	98,0
Różnica dynamiki w pkt.	-3,7	-2,4	-1,6	-0,8	+1,2	+3,1
Spożycie	107,2	106,1	104,2	104,4	102,4	101,8
Akumulacja	119,5	120,8	113,8	106,1	103,9	86,2
Eksport	112,0	112,2	114,3	97,4	123,2	.
Import	128,0	121,4	118,5	101,0	115,6	.
<b>procent PKB w cenach bieżących</b>						
Popyt krajowy	101,6	104,3	105,2	106,4	106,9	103,5
Spożycie	79,7	79,7	79,0	80,0	80,8	81,8
Akumulacja	21,9	24,6	26,2	26,4	26,1	21,7
Eksport netto	-1,6	-4,3	-5,2	-6,4	-6,9	-3,5

Źródło: GUS, szacunki NBP.

ku ich dynamiki i w części mogło być związane z ich bardzo wysokim wzrostem w latach 1995-1998. Osłabienie działalności inwestycyjnej w przemyśle wystąpiło już w 1999 r., a w handlu – w 2000 r. Jednocześnie nasiliły się oceny, że możliwości zbytu na rynku krajowym są mniejsze, przy relatywnie niskim i malejącym stopniu wykorzystanych zdolności produkcyjnych uzyskanych z nakładów poniesionych w poprzednich latach. Wobec wysokiego kosztu kredytu ograniczająco na działalność inwestycyjną wpływał też niski poziom środków własnych przedsiębiorstw, wynikający z pogorszenia ich sytuacji finansowej w 1999 r. Mimo że w 2000 r. sytuacja ta znacznie się poprawiła, to jednak tendencja do ograniczania nakładów inwestycyjnych pogłębiła się w 2001 r. Towarzyszyło jej ograniczenie wydatków inwestycyjnych sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Notowany od II kwartału 2001 r. spadek nakładów inwestycyjnych ogółem wiązał się z ich zmniejszeniem również w pozostałych sekcjach gospodarki narodowej oraz z dalszym pogłębieniem skali ich spadku w przemyśle i handlu. Ocenia się, że nastąpiło też znaczne zmniejszenie – rosnących w poprzednich latach – inwestycji podmiotów zagranicznych. Wiązało się to z coraz wyraźniejszym osłabieniem koniunktury w gospodarce światowej i spadkiem możliwości zbytu produkcji realizowanej w ramach wielkich międzynarodowych organizacji gospodarczych.

Mimo pogorszającej się sytuacji na rynku pracy i drugiego z kolei roku realnego spadku globalnych dochodów z pracy najemnej nastąpiło tylko niewielkie zmniejszenie tempa wzrostu spożycia indywidualnego. Wynikało to ze zwiększenia siły nabywczej innych składników dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych, a zwłaszcza świadczeń z ubezpieczeń społecznych. Silniejsze niż w przypadku spożycia indywidualnego było ograniczenie tempa wzrostu spożycia zbiorowego.

Spadek popytu krajowego przyczynił się do ograniczenia wzrostu importu. Jednocześnie nadal wysoki był, zwłaszcza w I półroczu, wzrost eksportu. W rezultacie znacząco zmniejszył się ujemny eksport netto. Szacuje się, że jego relacja do PKB była o połowę mniejsza od notowanej w 2000 r.

Efektorem korzystniejszego salda obrotów handlu zagranicznego było wyraźne zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej. Relacja deficytu obrotów bieżących na bazie płatności do PKB obniżyła się w ub.r. do 4,1%

z 6,3% w 2000 r. Zmniejszenie zapotrzebowania na oszczędności zagraniczne, czego wyrazem jest obniżenie deficytu obrotów bieżących, nastąpiło w wyniku spadku akumulacji i niewielkiego spadku oszczędności brutto w gospodarce narodowej.

W kolejnych kwartałach 2001 r. obserwowano obniżanie się dynamiki wzrostu PKB i popytu krajowego oraz zmiany ich struktury. Wobec zwiększenia nakładów na środki trwałe i bardzo wysokiego wzrostu eksportu w I kwartale ub.r., tempo wzrostu PKB w tym kwartale było zbliżone do notowanego w IV kwartale 2000 r.; wzrosła również wartość dodana w przemyśle. W następnych kwartałach wraz ze słabnącą dynamiką eksportu i pogłębiającym się spadkiem nakładów inwestycyjnych obniżało się tempo wzrostu PKB, m.in. w wyniku

Tabela 2

*Dynamika PKB i popytu krajowego w latach 2000-2001 wg kwartałów*

	rok	I	II	III	IV	I - IV
		kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał
		analogiczny okres poprzedniego roku = 100				
Wartość dodana brutto	2000	105,7	104,8	102,9	102,2	103,7
	2001	102,1	100,8	100,6	100,1	100,9
Przemysł	2000	110,2	109,1	106,0	102,3	106,8
	2001	103,3	98,7	98,5	97,5	99,4
Budownictwo	2000	104,3	100,7	97,7	97,6	99,3
	2001	94,8	92,0	91,8	92,0	92,4
Usługi rynkowe	2000	105,4	104,8	103,1	104,0	104,2
	2001	103,5	103,7	104,1	104,2	103,8
Produkt krajowy brutto	2000	106,0	105,0	103,1	102,3	104,0
	2001	102,3	100,9	100,8	100,3	101,1
Popyt krajowy	2000	105,1	103,3	101,3	101,7	102,8
	2001	98,7	98,2	98,0	97,1	98,0
Spożycie ogółem	2000	104,1	102,7	101,2	101,6	102,4
	2001	101,2	101,3	101,8	102,8	101,8
Spożycie indywidualne	2000	104,8	103,0	101,1	101,6	102,6
	2001	101,5	101,6	102,1	103,2	102,1
Akumulacja	2000	110,4	105,7	101,6	101,7	103,9
	2001	86,9	87,5	85,8	86,5	86,2
Nakłady na środki trwałe brutto	2000	105,4	102,8	102,0	102,1	102,7
	2001	101,5	91,6	86,4	85,7	89,8

Źródło: dane GUS, szacunki NBP.



spadku wartości dodanej przemysłu. W II półroczu w wyniku wyższego wzrostu dochodów gospodarstw domowych szybsze było tempo wzrostu spożycia indywidualnego, co przyczyniło się do przyspieszenia tempa wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych. Dynamikę PKB i popytu krajowego przedstawia tabela 2.

## **I.2. Popyt krajowy**

### **I.2.1. Akumulacja i nakłady inwestycyjne**

Według wstępnego szacunku GUS, w 2001 r. akumulacja brutto była o 13,8% niższa niż przed rokiem, w tym nakłady brutto na środki trwale zmniejszyły się o 10,2%, a przyrost rzeczowych środków obrotowych stanowił tylko około 10% zanotowanego w 2000 r.

Niskie inwestycje w środki obrotowe wiązały się z dostosowaniem zapasów w przedsiębiorstwach do obniżającego się w ciągu roku poziomu aktywności gospodarczej. W tzw. dużych przedsiębiorstwach (zatrudniających powyżej 49 osób) stan zapasów w końcu roku był nominalnie tylko nieco wyższy niż przed rokiem. Zmniejszyły się zwłaszcza zapasy produktów gotowych oraz materiałów i surowców. Należy jednak zwrócić uwagę, że na nominalny spadek wartości zapasów materiałów wpłynęły również obniżki ich cen, w tym m.in. ropy naftowej. Znaczący spadek zapasów zanotowano w przemyśle przetwórczym, a zwłaszcza w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej oraz w produkcji pojazdów mechanicznych, przyczep i naczep.

Spadek nakładów na środki trwale brutto wynikał głównie z ograniczenia aktywności inwestycyjnej w sektorze przedsiębiorstw. Nastąpił również spadek wydatków inwestycyjnych sektora rządowego i samorządowego. W 2001 r. nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw zatrudniających więcej niż 49 osób były o około 18% mniejsze niż przed rokiem. Nakłady na budynki i budowle zmniejszyły się o około 26%, a na maszyny i urządzenia techniczne i narzędzia – o około 13%. Spadek nakładów na maszyny i urządzenia wystąpił drugi rok z rzędu. Wiązało się to m.in. z dalszym zmniejszeniem inwestycji w przetwórstwie przemysłowym, charakteryzujących się wysokim udziałem zakupów inwestycyjnych w nakładach ogółem.

Rok 2001 był trzecim z rzędu rokiem spadku nakładów inwestycyjnych w przemyśle przetwórczym. Jednak

w związku z bardzo wysoką dynamiką inwestowania w latach 1996-1998 obecny poziom nakładów w niektórych działach przetwórstwa znacznie przekracza wielkość nakładów z 1995 r. (m.in. w przemyśle motoryzacyjnym, produkcji sprzętu RTV). Utrzymała się relatywnie wysoka dynamika nakładów w niektórych przemysłach o nadal korzystnych wynikach produkcyjnych (m.in. w przemyśle papierniczym, produkcji drewna i wyrobów z drewna). Przy ogólnym spadku liczby i wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych inwestycji w tych przemysłach odnotowano dalsze wzrosty. Na podstawie dynamiki rozpoczynanych inwestycji można spodziewać się wzrostu nakładów również w produkcji wyrobów chemicznych oraz we włókiennictwie. Natomiast w szybko rozwijającym się w poprzednich latach dziale – handlu – nastąpił spadek wartości kosztorysowej nowych inwestycji, co zapowiada utrzymanie się obserwowanego w latach 2000 – 2001 spadku nakładów.

### 1.2.2. Spożycie indywidualne

W 2001 r. realny wzrost spożycia był wolniejszy niż w latach poprzednich (wyniósł 1,8% wobec 2,4% w 2000 r. i ponad 4% w latach 1998-1999). W związku z napięciami w sektorze finansów publicznych silniejsze było przy tym ograniczenie wzrostu spożycia zbiorowego. Jak się wstępnie szacuje, było ono tylko o 0,3% większe niż w 2000 r. (w latach 1998 – 2000 tempo wzrostu spożycia zbiorowego wynosiło około 1,5%). Tempo wzrostu spożycia indywidualnego obniżyło się w ub.r. do 2,1% z 2,6% w 2000 r.

Obniżenie się dynamiki wzrostu spożycia indywidualnego w ub.r. było stosunkowo niewielkie – mimo pogarszającej się sytuacji gospodarczej i wzrastającego bezrobocia. Wynikało to ze znacznego wzrostu dochodów ze świadczeń społecznych. Jak się wstępnie szacuje, w 2001 r., po raz drugi z rzędu, nastąpił spadek siły nabywczej globalnych dochodów z pracy najemnej. Był to efekt znacznego spadku zatrudnienia (w sektorze przedsiębiorstw – o 3,3%), przy wyższym niż w 2000 r. wzroście przeciętnych wynagrodzeń realnych. Siła nabywcza przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej wzrosła w ub.r. o 3,3% wobec 1,0% w 2000 r. Przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń realnych mimo pogarszającej się sytuacji na rynku pracy było rezultatem silnego spadku tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. W następstwie zbyt niskiej – w stosunku

do rzeczywistego wzrostu cen – waloryzacji emerytur i rent w 2000 r. bardzo wysoki był w ub.r. również wzrost wypłat świadczeń z ubezpieczeń społecznych (przeciętna realna emerytura i renta zwiększyła się o 4,7%). Szacuje się, że po pięciu latach spadku, w wyniku wzrostu produkcji rolniczej, realnie zwiększyły się także dochody rolników indywidualnych. Wyższy od inflacji był również wzrost dochodów z własności. Łącznie szacuje się, że realny wzrost dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych przekroczył 1,5%.

Szybszy od dochodów do dyspozycji był wzrost przychodów ogółem gospodarstw domowych. Było to rezultatem znacznego zwiększenia udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych. Według wstępnych szacunków NBP, w 2001 r. zarówno stopa oszczędności brutto gospodarstw domowych, jak i stopa oszczędności finansowych netto utrzymały się na poziomie podobnym jak w 2000 r. i wyniosły, odpowiednio, około 11% oraz ponad 5,5%.

W następstwie obserwowanych w latach 1999-2001 zmian struktury i dynamiki poszczególnych składników dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych wzrósł udział sektora finansów publicznych w kształtowaniu popytu konsumpcyjnego. Po wzroście w latach 1999-2000, w 2001 r. zmniejszył się udział dochodów z pracy w sferze budżetowej w dochodach ogółem. W całym tym okresie natomiast szybciej od innych składników dochodów rosły dochody z pieniężnych świadczeń w ramach pomocy społecznej. Było to wynikiem zmian zasad wypłat niektórych świadczeń<sup>2</sup> oraz pogarszającej się sytuacji na rynku pracy. W 2001 r. bardzo wysoki był wzrost wypłat świadczeń z ubezpieczeń społecznych. Jak się wstępnie szacuje, udział dochodów gospodarstw domowych bezpośrednio lub pośrednio wiążących się z wydatkami sektora jednostek rządowych i samorządowych (świadczenia społeczne i wynagrodzenia w sferze budżetowej) w całości ich dochodów w 2001 r. przekroczył 34% wobec 30-32% w latach 1999-2000. Spadek zatrudnienia oraz tempa wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw przyczynił się natomiast do zmniejszenia udziału dochodów z pracy najemnej w tym sektorze w dochodach ogółem (do około 26%

<sup>2</sup> M.in. podniesienia kwot bazowych do obliczeń niektórych zasiłków, wydłużenia urlopu macierzyńskiego, rozszerzenia uprawnień do pobierania świadczeń przedemerytalnych.

dochodów do dyspozycji brutto w 2001 r. z odpowiednio 29% w 2000 r. i 27% w 1999 r.).

Zmiana struktury dochodów i zmniejszenie roli kredytu w finansowaniu spożycia znalazły odzwierciedlenie w strukturze sprzedaży detalicznej. Chociaż najwyższy wzrost sprzedaży detalicznej odnotowano w przedsiębiorstwach sprzedających meble, RTV i AGD, to z powodu załamania sprzedaży w branży motoryzacyjnej zmniejszyła się wartość sprzedaży kredytowanej. Wolumen sprzedaży detalicznej, obejmujący sprzedaż artykułów żywnościowych i towarów nieżywnościowych nabywanych przez gospodarstwa domowe, był w ub.r. wyższy o 0,7% (w cenach stałych) w stosunku do roku poprzedniego (w 2000 r. – odpowiednio o 1,5%). W porównaniu z 2000 r. zmniejszyła się sprzedaż w przedsiębiorstwach sprzedających pojazdy mechaniczne, motocykle, części oraz w grupie tzw. przedsiębiorstw pozostałych, sprzedających m.in. wyroby jubilerskie, dzieła sztuki współczesnej, wyposażenie biurowe i komputery.

### 1.2.3. Deficyt sektora finansów publicznych

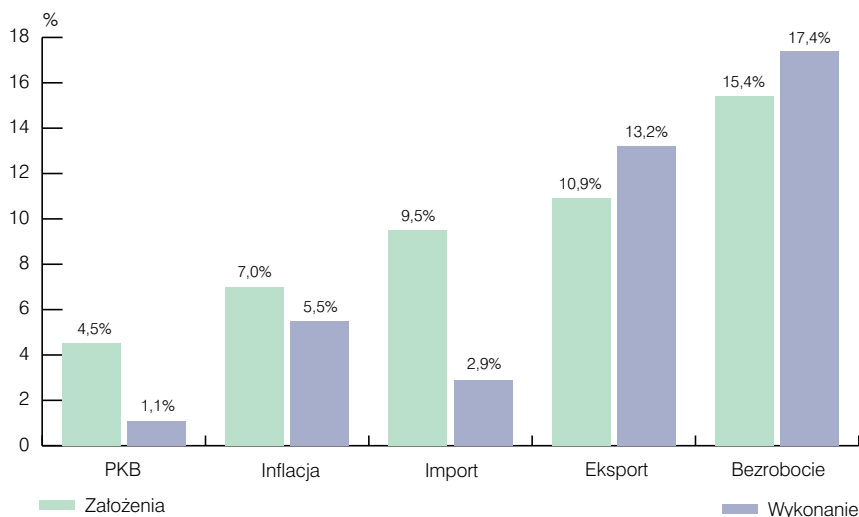
W 2001 r. nastąpiło znaczące zmniejszenie stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej. Deficyt budżetu państwa wzrósł do około 4,5% PKB wobec przyjętego w ustawie budżetowej poziomu 2,6% PKB oraz odnotowanego w 2000 r. 2,2% PKB. Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych zwiększył się natomiast, według wstępnych szacunków, do 4,8% PKB – wobec odpowiednio 1,8% PKB i 2,1% PKB.

Dochody budżetu państwa według założeń ustawy budżetowej na 2001 r. miały wynieść 161,1 mld zł, a tymczasem ich wykonanie było o ponad 20 mld zł niższe. Duży wpływ miał na to niekorzystny i daleki od przewidywań rozwój sytuacji makroekonomicznej (wykres 1), ale także założenia przyjęte przy konstrukcji budżetu, m.in. przeszacowanie bazy PKB w 2000 r. oraz nadmierny optymizm co do możliwości poprawy ściągальności podatków i celi w ub.r.<sup>3</sup> Sytuację dochodową poprawiały w pewnym stopniu wyjątkowo wysokie dochody jednorazowe

<sup>3</sup> W ustawie budżetowej założono wzrost dochodów podatkowych o około 2 mld zł z tytułu poprawy ich ściągальności, tymczasem wg danych Ministerstwa Finansów kwota niezapłaconych podatków wyniosła na koniec ub.r. ponad 4,5 mld zł i była o 33,3% wyższa od zaległości z 2000 r.

Wykres 1

Podstawowe założenia makroekonomiczne ustawy budżetowej na rok 2001 a ich wykonanie



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Tabela 3

Realizacja dochodów budżetu państwa w 2001 r.

	2001		Dynamika 2001/2000		Wykonanie /plan	
	ustawa	wykonanie	ustawa	wykonanie		
	budżetowa*		budżetowa*			
	mld zł		nominalna	realna		
			%			
<b>DOCHODY OGÓŁEM</b>	<b>161,1</b>	<b>140,5</b>	<b>118,7</b>	<b>103,5</b>	<b>98,1</b>	<b>87,2</b>
<b>Dochody podatkowe, w tym:</b>	<b>137,7</b>	<b>119,1</b>	<b>115,0</b>	<b>99,5</b>	<b>94,3</b>	<b>83,6</b>
Podatki pośrednie	94,5	82,5	118,6	103,5	98,1	87,3
Podatek dochodowy od osób prawnych	17,6	13,2	104,8	78,6	74,5	75,0
Podatek dochodowy od osób fizycznych	25,6	23,4	110,8	101,3	96,0	91,4
<b>Dochody niepodatkowe, w tym:</b>	<b>21,8</b>	<b>20,2</b>	<b>137,1</b>	<b>127,0</b>	<b>120,4</b>	<b>92,7</b>
Wpłata z zysku NBP	4,9	4,9	222,7	222,7	211,1	100,0
Cła	4,8	4,1	94,1	80,4	76,2	85,4
Dochody z UMTS	3,1	2,7				87,1
<b>Dochody zagraniczne</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>				<b>78,2**</b>

\* Ustawa budżetowa na rok 2001, z dnia 1 marca 2001 r.

\*\* Wskaźniki procentowe wyliczone na podstawie danych liczbowych w mln zł.

Źródło: Ministerstwo Finansów.



i nieregularne (opłaty koncesyjne UMTS, wpływy ze sprzedaży collateral, wpłata z zysku NBP). Gdyby odliczyć te dochody, łączne wpływy budżetowe ukształtowałyby się poniżej poziomu z poprzedniego roku.

Po stronie wydatków ustawa budżetowa przewidywała nominalny wzrost o ponad 20% w stosunku do 2000 r. Nawet po odliczeniu najbardziej sztywnych pozycji wydatków budżetu, tj. kosztów obsługi długu oraz dotacji dla ZUS i KRUS na wypłaty emerytur, nominalny wzrost pozostałych wydatków miał łącznie wynieść 13,5%, a więc około 6,1% w ujęciu realnym.

Jednak w ciągu roku, wobec załamania strony dochodowej, konieczne stało się ograniczenie wydatków budżetowych. Ostatecznie zostały one zrealizowane w wysokości 172,9 mld zł, były zatem realnie wyższe o 8,5% niż w 2000 r. Zmniejszeniu, w stosunku do planu, wydatków budżetu państwa towarzyszył jednak sankcjonowany ustawowo wzrost deficytu budżetowego. Wyniósł on na koniec roku 32,4 mld zł, wobec zakładanego pierwotnie poziomu 20,5 mld zł i był ponad dwukrotnie wyższy niż odnotowano w 2000 r.

**Tabela 4**  
*Realizacja wydatków budżetu państwa w 2001 r.*

	2001		Dynamika 2001/2002			Wykonanie /plan**
	ustawa	wykonanie	ustawa	wykonanie		
	budżetowa*		budżetowa*	nominalna	realna	
	mld zł		%			
<b>WYDATKI OGÓŁEM</b>	<b>181,6</b>	<b>172,9</b>	<b>120,2</b>	<b>114,5</b>	<b>108,5</b>	<b>95,2</b>
Dotacje i subwencje	102,8	98,5	123,1	118,0	111,9	95,9
Świadczenia na rzecz osób						
fizycznych	14,9	14,6	113,1	111,1	105,3	98,2
Wydatki bieżące jednostek						
budżetowych	31,6	29,1	117,5	108,1	102,5	92,1
Rozliczenia z bankami	1,8	3,3	86,3	161,6	153,2	187,2
Obsługa długu publicznego	21,7	20,9	120,6	115,9	109,9	96,1
Wydatki majątkowe	8,8	6,4	118,6	86,6	82,0	73,0

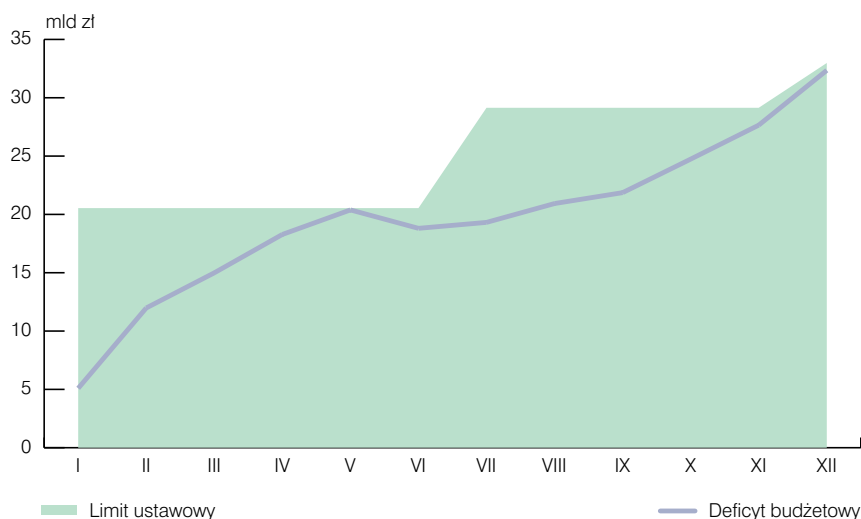
\* Ustawa budżetowa na rok 2001, z dnia 1 marca 2001 r.

\*\* Wskaźniki procentowe wyliczone na podstawie danych liczbowych w mln zł.

Źródło: Ministerstwo Finansów.

## Wykres 2

## Wykorzystanie limitu deficytu budżetowego w 2001 r.



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Problemy budżetu państwa oraz niekorzystny rozwój uwarunkowań makroekonomicznych wpłynęły na pogorszenie sytuacji innych jednostek sektora finansów publicznych. Ograniczenie dotacji budżetowych odbiło się negatywnie także na sytuacji Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, który mimo stosunkowo dobrej ściągalności składek ubezpieczeniowych był zmuszony do korzystania z kredytów bankowych. Co więcej, wbrew założeniom ustawy budżetowej, przewidującym całkowitą spłatę zaległości FUS wobec otwartych funduszy emerytalnych, zobowiązania te uległy dalszemu zwiększeniu, przekraczając poziom 6 mld zł (bez należnych odsetek). Wysokie deficyty odnotowały również inne fundusze celowe, m.in. Fundusz Pracy i Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych, które w wyniku znacznego pogorszenia się sytuacji na rynku pracy zostały obciążone dynamicznie rosnącymi wydatkami.

Mimo dokonanej w ciągu roku redukcji wydatków budżetowych w stosunku do założeń ich poziom w porównaniu z wcześniejszym rokiem był bardzo wysoki. W relacji do PKB wyniosły one 23,9% wobec 22,0% w 2000 r. Można zatem szacować, że w 2001 r. wydatki całego sektora finansów publicznych ukształtowały się na poziomie wyraźnie wyższym od zarejestrowanego

**Ramka 1****Realizacja budżetu w 2001 r.**

1 marca 2001 r.	Uchwalenie ustawy budżetowej na 2001 r.
maj 2001 r.	Ministerstwo Finansów prognozuje, że dochody budżetowe będą o około 6 mld zł niższe, niż zakłada ustawa. Wprowadzone zostają ograniczenia w przekazywaniu środków dysponentom.
lipiec 2001 r.	Ministerstwo Finansów prognozuje, że niedobór po stronie dochodów może sięgnąć 13 mld zł. W związku z tym parlament przegłosowuje nowelizację ustawy budżetowej, zwiększającą deficyt budżetowy o 8,6 mld zł, przy jednoczesnym zmniejszeniu dochodów o tę kwotę i pozostawieniu wydatków bez zmian. Rozwiązanie to, zakładające ograniczenie środków przekazywanych dysponentom, bez prawnego usankcjonowania tej redukcji, prowadziło do powstawania zobowiązań budżetu państwa. Doraźne cięcia dotacji przyczyniły się także do zwiększenia deficytu jednostek samorządu terytorialnego, a tym samym całego sektora finansów publicznych.
październik 2001 r.	Rząd dokonuje blokady wydatków budżetowych na kwotę 8,5 mld zł, sankcjonując bieżące cięcia w wydatkach w stosunku do wcześniej zaplanowanych kwot oraz wprowadzając zakaz dysponowania rezerwami celowymi.
grudzień 2001 r.	Rząd przedkłada, a parlament przegłosowuje drugą nowelizację budżetową, zwiększającą wydatki i deficyt budżetowy o kwotę 3,8 mld zł, przeznaczając ją na spłatę zaległości budżetu państwa, m.in. wobec Funduszu Pracy oraz banków z tytułu dodatków mieszkaniowych. Dochody pozostają zapisane na nierealnie wysokim poziomie 152,5 mld zł.

w poprzednim roku. W odniesieniu do PKB stanowiły one – według wstępnych szacunków – około 44,5%, wobec 42,7% zrealizowanych w 2000 r. Z uwagi na konsumpcyjny charakter wydatków publicznych działały one stymulująco na wzrost spożycia. Ograniczanie wydatków rządowych na inwestycje pogłębiało natomiast regres aktywności inwestycyjnej. W ubiegłym roku dalszemu pogorszeniu uległa struktura wydatków publicznych. Można wstępnie szacować, że wydatki majątkowe stanowiły około 5,6% łącznych wydatków sektora finansów publicznych, podczas gdy w 2000 r. wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 6,8%, a w 1999 r. wyniósł 7,2%.

Następstwem zbyt luźnej polityki budżetowej w 2001 r. był niekorzystny, przyczyniający się do spowolnienia wzrostu gospodarczego układ polityki pieniężnej i fiskalnej. Wysoki deficyt sektora finansów publicznych, przy jednocześnie niskich wpływach z prywatyzacji, powodował znaczny wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu i zwiększenie udziału sektora bankowego w ich finansowaniu. Przyczyniało się to do utrzymywania przez część banków wysokiego oprocentowania kredytów.

Ubiegłoroczne doświadczenia szczególnie wyraźnie uwidoczniły słabość polskiego systemu finansów publicznych, którego głębsze reformy zostały zablokowane. W rezultacie okazał się on nieprzystosowany do funkcjonowania w warunkach spowolnienia aktywności gospodarczej i – dodatkowo – niskich przychodów z prywatyzacji. Wysoki poziom deficytu budżetowego rodzi w takiej sytuacji niebezpieczeństwo przekroczenia ustawowych limitów długu publicznego oraz wejścia w pułapkę zadłużenia. W celu uniknięcia tych zagrożeń niezbędne jest przeprowadzenie głębokich reform, ograniczających udział sztywnych wydatków w budżecie państwa i pozwalających na redukcję deficytu budżetowego w średnim okresie.

### 1.3. Podaż krajowa

W 2001 r. wartość dodana brutto wzrosła o 0,9%. Spadek jej tempa wzrostu wiązał się z osłabieniem dynamiki popytu krajowego, a zwłaszcza popytu inwestycyjnego. W ub.r. po raz drugi z kolei zmniejszyła się wartość dodana budownictwa, a dodatkowo także przemysłu. Zwiększyła się natomiast – po dwóch latach spadku – produkcja rolnictwa oraz utrzymał się relatywnie wysoki wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych.

Produkcja sprzedana przemysłu ukształtowała się na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego (spadek o 0,2%), przy czym wzrost zanotowano w 15 spośród 29 działów przemysłu. Wzrosła produkcja sprzedana sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię, gaz i wodę, a zmniejszyła się w górnictwie oraz w przemyśle przetwórczym. Zmiany w poziomie i strukturze popytu wpłynęły na zróżnicowanie sytuacji poszczególnych działów. Wzrost spożycia indywidualnego przyczynił się do zwiększenia produkcji przedsiębiorstw przemysłu przetwórczego, wytwarzających głównie dobra konsumpcyjne (o około 3%). Obniżenie nakładów na środki trwałe spowodowało natomiast spadek sprzedaży przedsiębiorstw wytwarzających dobra inwestycyjne (o około 7%). W związku z ogólnym zahamowaniem wzrostu aktywności gospodarczej zmniejszyła się sprzedaż przemysłów wytwarzających dobra zaopatrzeniowe (o około 1%). Prawie we wszystkich działach, w których nastąpił wzrost produkcji, obserwowano również wysoką dynamikę eksportu.

Do utrzymania relatywnie wysokiej dynamiki usług rynkowych przyczynił się przekraczający 10% wzrost sprzedaży usług łączności oraz dalszy rozwój usług finansowych i ubezpieczeniowych, a także usług w działach obsługa nieruchomości, wynajem, nauka oraz usług związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej. Wysoka była dynamika obrotów handlu hurtowego, co można wiązać z szybkim wzrostem eksportu. Niewielki był natomiast wzrost sprzedaży detalicznej, co wskazuje, że nastąpił spadek marż przedsiębiorstw handlu detalicznego. Sprzedaż usług transportu tylko nieznacznie przekroczyła poziom z 2000 r.

W 2001 r. pogłębił się notowany już w 2000 r. spadek produkcji budownictwa. Większy był przy tym spadek robót budowlanych o charakterze inwestycyjnym, a mniejszy – robót remontowych. Zmniejszyła się produkcja wszystkich grup przedsiębiorstw budowlanych, przy czym największy spadek odnotowano w zakresie przygotowywania terenów pod budowę. W 2000 r. przedsiębiorstwa prowadzące ten rodzaj działalności zanotowały wysoki wzrost produkcji, który wyniósł 23,6%.

Po dwóch latach spadku wzrosła globalna produkcja rolnicza. Zanotowano wzrost zarówno produkcji roślinnej, jak i zwierzęcej. Na wzrost produkcji roślinnejłożyły się znacznie wyższe niż przed rokiem zbiory zbóż i owoców, przy jednoczesnym spadku produkcji ziemniaków, buraków cukrowych i warzyw. W produkcji zwierzęcej odnotowano spadek produkcji żywca wołowego i wieprzowego oraz znaczny wzrost produkcji żywca drobiowego. Poziom z ub.r. przekroczyła produkcja mleka.



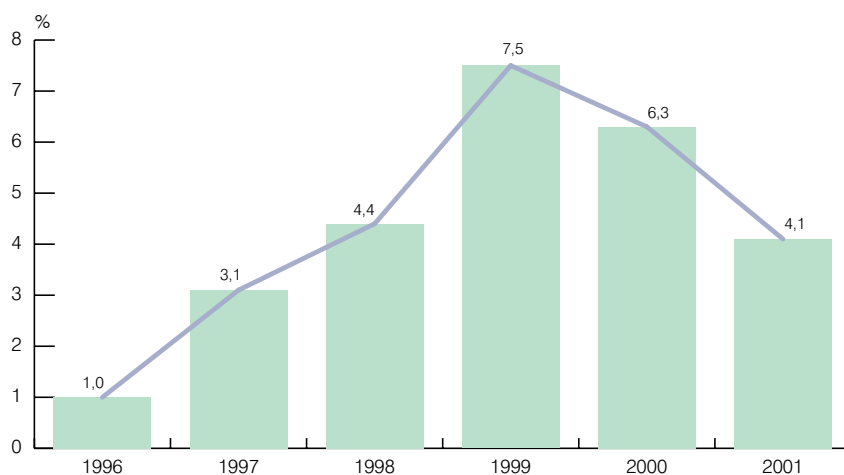
## 2. Handel zagraniczny, bilans płatniczy

W ubiegłym roku był kontynuowany – rozpoczęty w 2000 r. – proces przywracania równowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce (wykres 3). W 2000 r. umożliwiły go jednocześnie dwa zjawiska: poprawa relacji między inwestycjami a oszczędnościami krajowymi oraz korzystne dla wzrostu polskiego eksportu warunki popytowe i kursowe w 1999 r. W 2001 r. relacja inwestycje – oszczędności uległa dalszej poprawie<sup>4</sup>. Jednocześnie jednak pogarszały się możliwości zbytu na rynkach zagranicznych (wykres 4). Obniżała się bowiem dynamika popytu importowego państw strefy euro (tabela 5), a także konkurencyjność polskiego eksportu wobec tego obszaru – w wyniku nominalnej i realnej aprecjacji kursu złotego (wykres 6). Z uwagi jednak na opóźnienia reakcji eksportu na zmiany popytu zewnętrznego oraz kursu złotego – odpowiednio o 2 i 3 kwartały – dynamikę wywozu w I połowie ub.r. nadal

<sup>4</sup> Patrz załącznik 1 – Bilans inwestycji i oszczędności w 2001 r.

Wykres 3

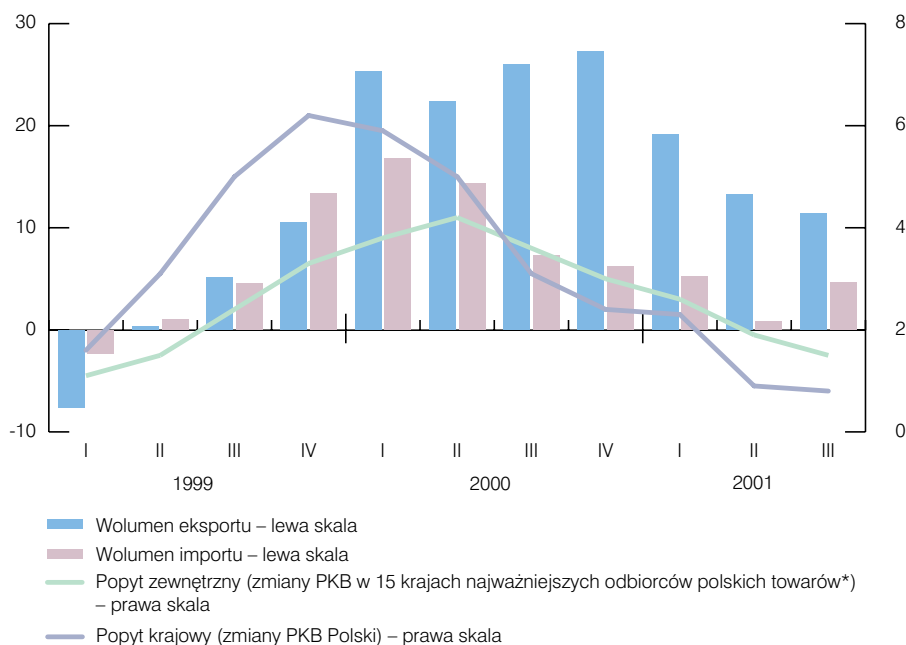
Relacja deficytu bilansu obrotów bieżących do PKB w latach 1996-2001



Źródło: dane NBP.

Wykres 4

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



\* Ważone strukturą polskiego eksportu.

Źródło: dane GUS i Bloomberg, obliczenia NBP.

Tabela 5

*Dynamika PKB i jego składowych w strefie euro i w Niemczech*

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

	Strefa euro					Niemcy				
	2000		2001			2000		2001		
	IV	I	II	III	IV	IV	I	II	III	IV*
Produkt krajowy brutto	2,8	2,4	1,6	1,4	0,6	2,5	1,8	0,6	0,4	0,0
Popyt krajowy	2,2	1,7	1,1	0,8	-0,1	2,1	1,1	-0,2	-1,3	-2,0
Spożycie indywidualne	1,9	2,0	1,7	1,7	1,6	0,7	1,5	1,2	1,3	1,0
Spożycie zbiorowe	1,6	2,0	1,9	2,1	1,8	0,9	1,5	1,6	1,4	1,8
Nakłady brutto na środki trwałe	3,2	1,8	0,3	-1,1	-1,9	1,7	-1,7	-3,5	-5,1	-6,6
Zmiany zapasów**	0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	1,0	-0,2	-0,3	-1,1	-1,6
Eksport	12,0	8,6	5,6	1,8	-1,8	14,3	9,0	7,3	4,9	-0,1
Import	10,7	7,4	4,0	-0,3	-3,6	13,4	7,2	5,2	0,0	-6,0

\* Dane Bundesbank.

\*\* Jako % PKB.

Źródło: Eurostat.

## Ramka 2

### Synchronizacja cykli koniunkturalnych w skali gospodarki światowej

Charakterystyczną cechą koniunktury międzynarodowej w 2001 r. było jednoczesne, silne osłabienie aktywności ekonomicznej w najważniejszych regionach gospodarki światowej. W odróżnieniu od sytuacji z I połowy lat 90. cykl koniunkturalny w USA i strefie euro jest w ostatnich latach bardziej zsynchronizowany (wykres A). W 2001 r. synchronizacja ta – najsilniejsza w zakresie popytu inwestycyjnego – wyraźnie pogłębiła się i objęła większą grupę gospodarek (wykres B). Nie sprawdziły się prognozy rozwoju koniunktury międzynarodowej z 2000 r.\*, a przewidywania z 2001 r. były dla wszystkich krajów systematycznie korygowane w dół (wykres C).

Przyczyną synchronizacji zjawisk w koniunkturze światowej jest większa integracja gospodarek i rosnący stopień ich upodabniania się\*\*. Wyrazem tego jest m.in. obniżająca się amplituda wahań PKB w grupie o największych gospodarkach świata. Na zjawisko to, obserwowane w ostatnich 20 latach, wpływają czynniki strukturalne, w tym:

- relatywny wzrost znaczenia usług w tworzeniu PKB (sektor ten charakteryzuje niższa zmienność produkcji);
- obniżenie poziomu zapasów w przedsiębiorstwach, w dużym stopniu dzięki rozwojowi sektora technologii informatycznych i telekomunikacyjnych (tzw. IT), co istotnie osłabiło wpływ zapasów na wahania PKB;
- obniżenie zmienności (zjawisko tzw. wygładzania) popytu konsumpcyjnego, wyraźniej widoczne w gospodarkach zachodnio-europejskich;
- poprawa efektywności polityki makroekonomicznej, przejawiająca się w lepszej koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej w ramach cyklu.

Globalizację cyklu koniunkturalnego umożliwiają także pogłębiające się powiązania handlowe oraz inwestycyjne między krajami i regionami. Przejawia się to we wzroście udziału handlu realizowanego w ramach firm międzynarodowych, które finansują swoje inwestycje na światowym rynku kapitałowym\*\*\*. Procesy te ułatwiają transmisję wstrząsów poza granice danej gospodarki czy regionu. Istotną rolę w tym zakresie odgrywa też coraz silniejsza współzależność oczekiwań przedsiębiorstw i konsumentów w największych gospodarkach świata.

Na przebieg koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki w 2001 r. wpłynęło oddziaływanie wstrząsów z lat 1999-2000, które doprowadziły najpierw do silnego spadku popytu w Stanach Zjednoczonych. Były to: wzrost światowych cen ropy naftowej, załamanie boomu w sektorze teleinformatycznym i towarzysząca temu silna korekta cen na światowym rynku akcji (wykres D) oraz zaostrzenie restrykcyjności polityki pieniężnej, a we wrześniu 2001 r. – dodatkowo atak terrorystyczny na USA. Dalszą transmisję tych wstrząsów wzmacniały dodatkowo uwarunkowania specyficzne dla poszczególnych regionów. Przykładowo, w Europie Zachodniej na osłabienie wzrostu wpłynęły także efekty choroby szalonych krów, w Japonii recesję pogłębiały czynniki strukturalne, a w gospodarkach Azji Południowo-Wschodniej do załamania koniunktury przyczynił się drastyczny spadek eksportu wyrobów sektora IT.

Recesja w Stanach Zjednoczonych wywarła najsilniejszy wpływ na gospodarkę niemiecką (wykres E), która jest dla Polski największym rynkiem zbytu (wykres F). Popyt inwestycyjny w Niemczech obniżył się w 2001 r. o 4,1% wobec wzrostu o 2,3% w 2000 r.\*\*\*\* Był to efekt szybko pogłębiających się w drugiej połowie lat 90. powiązań handlowych i inwestycyjnych między gospodarkami USA i Niemiec (wykres G) oraz silnej korelacji w zakresie oczekiwań podmiotów gospodarczych (wykres H i I). Skalę tego zjawiska zbadano za pomocą modeli z rozkładem opóźnień. Analiza dotyczyła czterech mierników: dynamiki PKB, dynamiki produkcji przemysłowej, CLI (wskaźnika wyprzedzającego OECD) oraz wskaźnika zaufania konsumentów w okresie 1996-2001\*\*\*\*\*.

Współczynnik determinacji  $R^2$  (tabela) wskazuje, że ewolucja PKB w Stanach Zjednoczonych objaśnia w 36% zmienność PKB w Niemczech. Dla produkcji przemysłowej, indeksu CLI oraz wskaźnika zaufania konsumentów miernik ten wyniósł odpowiednio 55%, 59% i 82%. Wynik badania dowodzi, że zmiany w Stanach Zjednoczonych wyprzedzają o około 1 – 2 kwartały zmiany zachodzące w Niemczech\*\*\*\*\*.

\* Przykładowo, prognozy MFW z października 2000 r. i z grudnia 2001 r. wskazywały, że wzrost PKB wyniesie w 2001 r. odpowiednio: w USA 3,2% i 1,0%, w Japonii 1,8% i -0,4%, w Niemczech 3,3% i 0,5%, w strefie euro 3,4% i 1,5%. Rzeczywisty wzrost wyniósł w 2001 r.: w USA 1,1%, w Japonii -0,4%, w Niemczech 0,6%, w strefie euro 1,4%.

\*\* Por. World Economic Outlook, October 2001, IMF; OECD Economic Outlook, November 2001; Economic Survey of Europe, 2001 No. 2, ECE UN.

\*\*\* Procesy te pogłębiła rewolucja teleinformatyczna, czego wyrazem jest między innymi wzrost udziału produktów IT w handlu światowym (z 7,5% w 1990 r. do 11% w 1999 r.), zagraniczna ekspansja inwestycyjna przedsiębiorstw sektora IT (przykładem mogą być tu: Intel, Cisco,

Compaq, IBM, Motorola, Sony, Ericsson czy Nokia) oraz rosnąca korelacja wartości akcji tych przedsiębiorstw na giełdach, która od połowy lat 90. jest większa niż w innych sektorach.

\*\*\*\* Jeszcze bardziej spadły w tym okresie inwestycje w sektorze maszyn i urządzeń – o 3,4% wobec wzrostu o 8,7% w 2000 r.

\*\*\*\*\* W pierwszym etapie – odpowiednio zróżnicowano zmienne, aby były zintegrowane w stopniu zerowym. W drugim etapie – badano zależności zgodnie z metodologią modelowania „od ogólnego do szczególnego” (*from general to specific*), przyjmując jako maksymalne opóźnienie 3 kwartały.

\*\*\*\*\* Na podobne wyniki wskazują też badania instytutu DIW w Berlinie; Por. „Wochenbericht des DIW Berlin” nr 1-2/2002).

**Tabela**

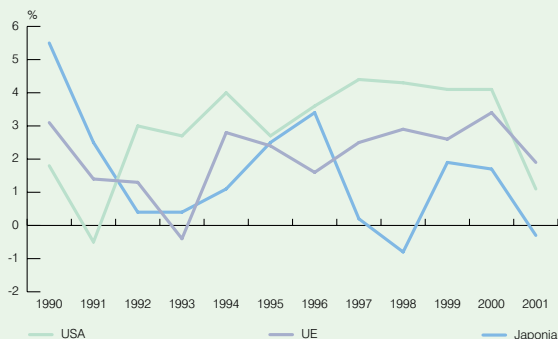
**Zależność koniunktury w gospodarkach Niemiec i USA**

	PKB	Produkcja przemysłowa	CLI	Zaufanie konsumentów
Opóźnienia (w kwartale)	0 i 2	I	0 i 1	2 i 3
R <sup>2</sup> (%)	36,4	54,9	58,7	81,6

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z Bloomberg.

**Wykres A**

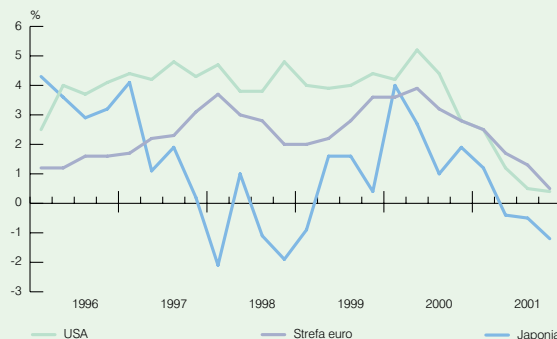
**Zmiany PKB największych gospodarek świata**  
(w porównaniu z poprzednim rokiem)



Źródło: Bloomberg.

**Wykres B**

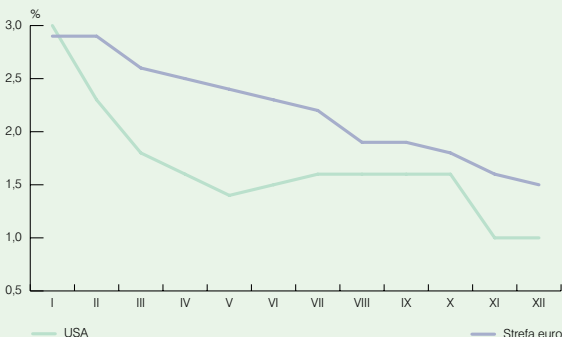
**Zmiany PKB największych gospodarek świata**  
(w porównaniu z odpowiednim kwartałem poprzedniego roku)



Źródło: Bloomberg.

**Wykres C**

**Ewolucja consensusu prognoz PKB w USA i strefie euro w 2001 r.**  
(w porównaniu z 2000 r.)



Źródło: Bloomberg.

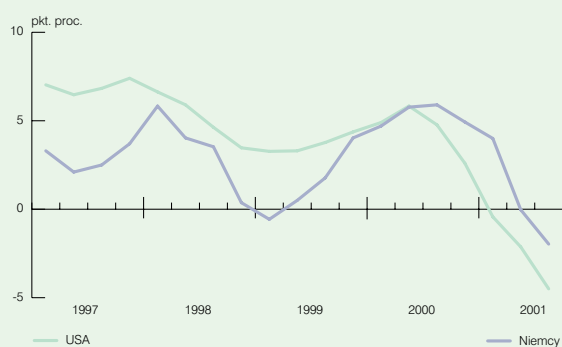
**Wykres D**

**Synchronizacja indeksów giełdowych**



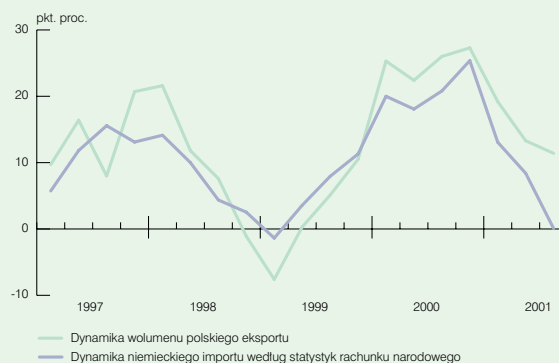
Źródło: Bloomberg.

**Wykres E**  
*Roczna dynamika produkcji przemysłowej*



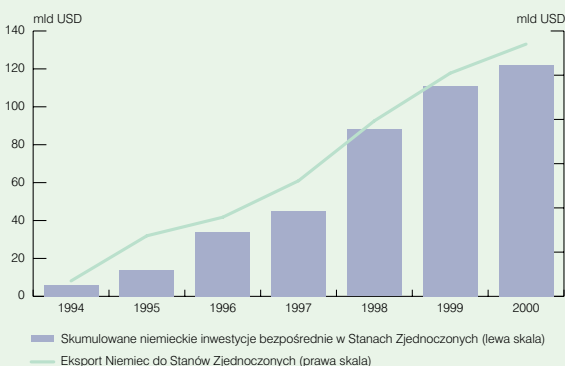
Źródło: Bloomberg.

**Wykres F**  
*Dynamika importu Niemiec a eksport Polski*



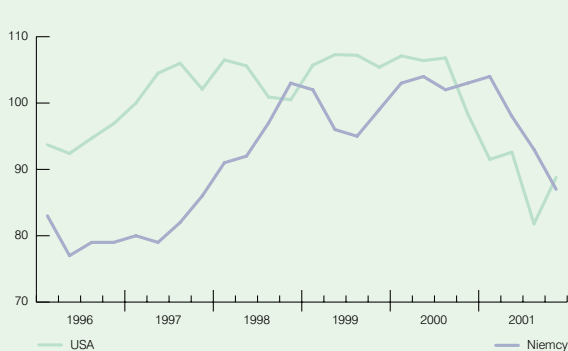
Źródło: GUS, Statistisches Bundesamt.

**Wykres G**  
*Powiązania kapitałowo-handlowe Niemiec i Stanów Zjednoczonych*



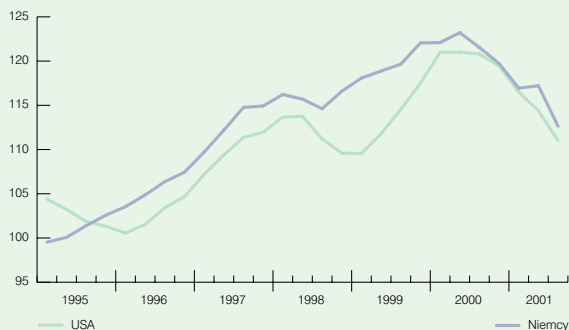
Źródło: Bloomberg.

**Wykres H**  
*Wskaźnik zaufania konsumentów*



Źródło: Bloomberg.

**Wykres I**  
*Wskaźnik wyprzedzający OECD*



Źródło: OECD.



kształtowały bardziej korzystne warunki istniejące 2000 r. Podtrzymywały ją też branże zdominowane przez kapitał zagraniczny. Ponadto wzrost eksportu, w tym także nierejestrowanego, stymulowany był przez nadal wysoki popyt rynków Europy Środkowo-Wschodniej.

Dynamika importu strefy euro – po wyraźnym przyspieszeniu w 2000 r. – od początku ub.r. stopniowo się obniżała. W dużym stopniu spadek wpłynął na to poziomu inwestycji i zapasów w Niemczech (tabela 5).

Oslabienie popytu importowego obszaru euro było największe w zakresie maszyn i sprzętu transportowego; w III kwartale ub.r. wartość importu tej grupy zmniejszyła się o 13%. Obniżenie poziomu produkcji przemysłowej i budowlanej redukowało także import zaopatrzeniowy krajów UGW. Nastąpił bezwzględny spadek eksportu polskiego drewna i jego wyrobów, a dynamika eksportu krajowych wyrobów metalurgicznych uległa wyraźnemu osłabieniu.

Na ważniejszych rynkach eksportowych regionu Europy Środkowo-Wschodniej koniunktura kształtowała się korzystniej, choć w ciągu roku także uległa pogorszeniu. W pierwszych trzech kwartałach ub.r. PKB Rosji zwiększył się o 5,4%, a wartość importu (w USD) wzrosła w tym okresie o 21,2% (podczas gdy w całym 2000 r. o 8%)<sup>5</sup>. W tym samym okresie w Czechach PKB zwiększył się o 3,6%, czemu towarzyszył wzrost importu o 14,8%<sup>6</sup>. Wzrost zdolności importowych obu rynków wpłynął na zdynamizowanie polskiego eksportu do tego regionu. Eksport Polski do Rosji zwiększył się w ciągu 11 miesięcy ub.r. o 22,1%, a do Czech – o 19,5%. Poprawa koniunktury w Rosji, stymulując wzrost popytu w na Ukrainie i w Białorusi<sup>7</sup>, w dużym stopniu przyczyniła się do wzrostu dodatniego salda niesklasyfikowanych obrotów bieżących bilansu płatniczego.

Na wysoką, choć słabnącą, dynamikę eksportu w okresie 2000-2001 wpływały efekty poprawy pozycji konkurencyjnej polskiej gospodarki w latach 1999-2000 – szczególnie w zakresie jednostkowych kosztów pracy (tabela 6).

<sup>5</sup> Źródło: Ministerstwo Rozwoju Gospodarczego Federacji Rosyjskiej.

<sup>6</sup> Rosja i Czechy są dla Polski największymi rynkami zbytu i zaopatrzenia w grupie krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

<sup>7</sup> Dla Ukrainy i Białorusi Rosja jest nadal głównym rynkiem zbytu i zaopatrzenia; jej udział w handlu tych krajów wynosił w 2000 r. w przypadku Ukrainy 35%, a Białorusi 59%.

**Tabela 6**  
**Efektywny kurs złotego w latach 1999-2001**

Indeks kursu złotego	1999	2000	2001
Nominalny	-8,8	2,2	8,8
Deflowany CPI	-3,2	10,1	12,1
Deflowany PPI	-4,3	5,8	7,8
Deflowany jednostkowymi kosztami pracy	-7,6	-3,8	10,6
Deflowany cenami eksportu	-1,5	1,5	4,2
Relacja kursu realnego deflowanego cenami eksportu do kursu realnego korygowanego jednostkowymi kosztami pracy	6,7	5,4	-5,5

„+” oznacza aprecjację kursu złotego.

Źródło: dane NBP.

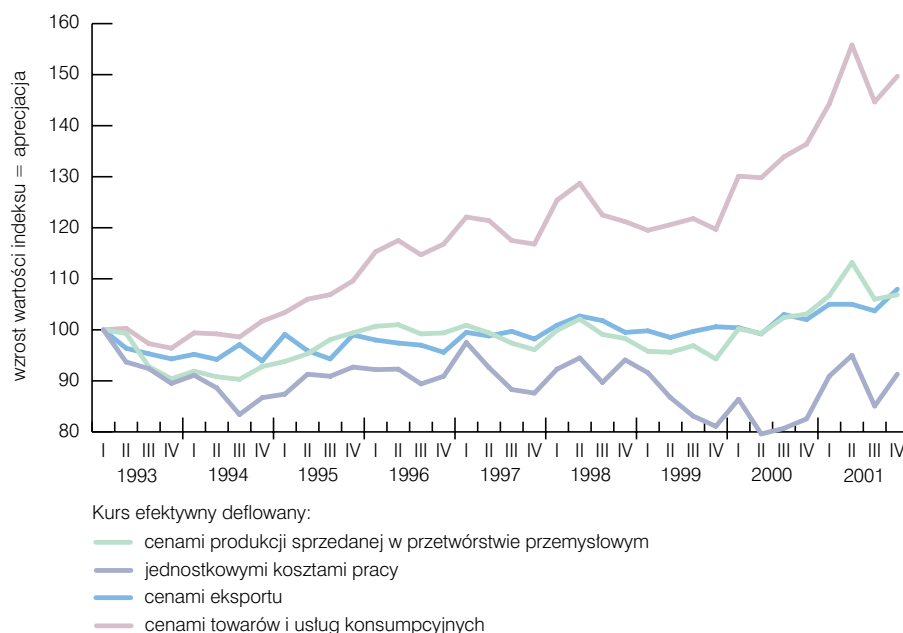
W 2000 r. jednostkowe koszty pracy w Polsce obniżyły się średnio w roku o 7%, podczas gdy za granicą pozostały stabilne. Przyczyną ich spadku była przede wszystkim redukcja zatrudnienia przy wysokiej dynamice produkcji sprzedanej, czemu towarzyszyło obniżenie tempa wzrostu wynagrodzeń. W ub.r. skutek utrwalenia się tendencji dezinflacyjnych w Polsce ceny w naszej gospodarce rosły już w podobnym tempie jak za granicą, a w przypadku cen produkcji nawet wolniej. W porównaniu z zagranicą niewiele (o 1,5%) zwiększyły się wówczas w kraju jednostkowe koszty pracy. Ich wzrost w stosunku do 2000 r. wynikał ze spadku dynamiki PKB w Polsce<sup>8</sup>. Silna aprecjacja nominalnego kursu złotego w ub.r. zniwelowała jednak pozytywne tendencje w zakresie cen relatywnych i realny kurs złotego – obliczany przy użyciu wszystkich deflatorów – umocnił się (wykres 5).

Indeks kursu złotego, mierzący relatywną zyskowność produkcji eksportowej w stosunku do zyskowności produkcji eksportowej naszych partnerów handlowych<sup>9</sup>, uległ pogorszeniu w 2001 r. w stosunku do roku poprzedniego. Obniżenie tego indeksu wskazuje, że zmniejszyło się tempo wzrostu nadwyżki wpływów z eksportu w porównaniu z tempem wzrostu kosztów

<sup>8</sup> Należy zwrócić uwagę, że jednostkowe koszty pracy są wrażliwe na zmiany aktywności gospodarczej.

<sup>9</sup> Relatywna zyskowność liczona jest jako relacja realnego efektywnego kursu walutowego, deflowanego cenami eksportowymi, do realnego efektywnego kursu walutowego deflowanego jednostkowymi kosztami pracy.

Wykres 5  
 Realny efektywny kurs złotego w latach 1993 - 2001  
 (dane kwartalne, styczeń 1993 = 100)



Źródło: dane NBP.

ponoszonych przez producentów. W 2001 r. tempo wzrostu cen transakcyjnych w eksporcie było niższe niż tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy – o 6,4 pkt. proc. Informacje o zmniejszającej się rentowności przedsiębiorstw eksportowych w 2001 r. potwierdzają analizy ich sytuacji finansowej, przeprowadzane przez GUS na podstawie kwartalnych sprawozdań F-01.

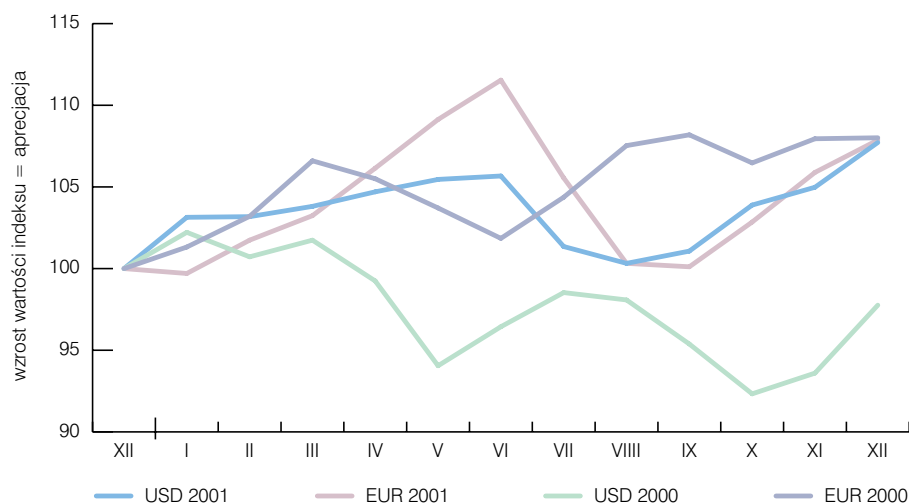
Na pogarszanie się warunków konkurencji polskich eksporterów silnie wpływał pogłębiający się od początku istnienia euro spadek jego kursu wobec dolara. W styczniu 1999 r. kurs euro wobec dolara wynosił średnio 1,16, w całym 1999 r. 1,07, w 2000 r. 0,92, a w 2001 r. 0,90, co oznacza ponad 20% osłabienie w ciągu trzech lat. Jednocześnie coraz silniejsza była zależność kursu złotego wobec euro od relacji euro/dolar (por. rozdział *Kurs walutowy*).

W 2001 r. kurs złotego wobec euro, deflowany cenami produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym, wzmożił się o 4,5% wobec 5,4% w poprzednim roku. Dla porównania, ten sam indeks wo-

## Wykres 6

## Realny kurs złotego\* wobec walut głównych partnerów handlowych w latach 2000 - 2001

(grudzień poprzedniego roku = 100)



\* deflowany PPI

Źródło: dane NBP.

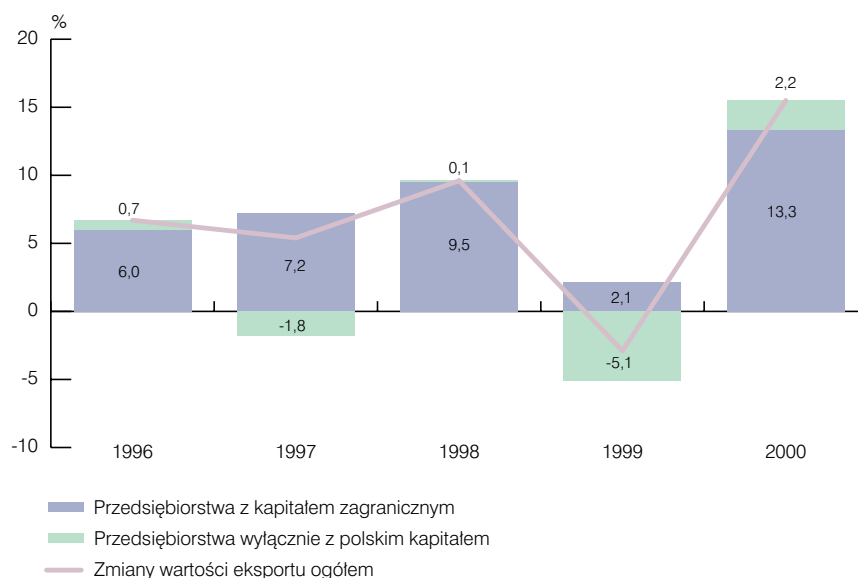
bec dolara wzrósł o 3,8%, a w 2000 r. spadł o 2,5% (wykres 6). Presję aprecjacyjną łagodziło w 2000 r. przyspieszenie tempa wzrostu cen za granicą kontynuowane w I połowie ub.r. Jednak w drugim półroczu ub.r. ceny produkcji zaczęły spadać także za granicą, co pogłębiło – szczególnie w IV kwartale – realną aprecjację złotego.

W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2001 r. korzystnie kształtowały się warunki cenowe w polskim handlu zagranicznym (por. rozdział *Ceny zewnętrzne*). Wzrost dolarowych cen węgla o 25% wpłynął na zwiększenie wartości eksportu w grupie paliw mineralnych, przyczyniając się do wzrostu dynamiki eksportu ogółem o 1,5 pkt. proc. Niższe ceny ropy naftowej na rynku światowym, przy jednoczesnym spadku wolumenu importu ropy, spowodowały natomiast obniżenie się tempa wzrostu importu ogółem o 0,7 pkt. proc.

Za wysoką dynamiką eksportu zarówno w 2000 r., jak i w 2001 r. stał także wzrost udziału w polskim handlu zagranicznym spółek z kapitałem zagranicznym. O ile w połowie lat 90. kreowały one przede wszystkim wzrost importu, o tyle w latach 2000-2001 przyczyniały się

Wykres 7

Udział wzrostu eksportu spółek z kapitałem zagranicznym we wzroście polskiego eksportu ogółem  
(w porównaniu z poprzednim rokiem)



Źródło: dane IKCHZ, obliczenia NBP.

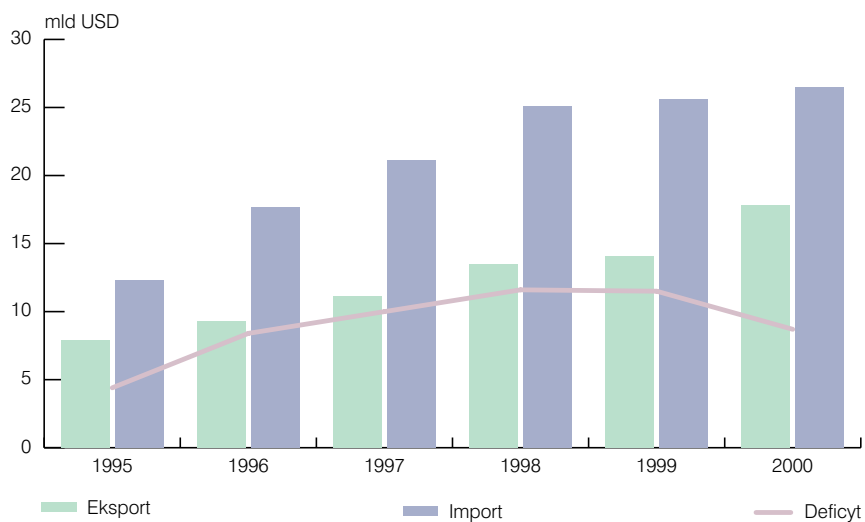
w dużym stopniu do dynamizowania eksportu (wykresy 7, 8, 9)<sup>10</sup>. W 2000 r. przedsiębiorstwa te zrealizowały 56% wartości polskiego eksportu, przyczyniając się do jego przyspieszenia w 86%. W ciągu 11 miesięcy 2001 r. utrzymała się wysoka dynamika eksportu w branżach zdominowanych przez kapitał zagraniczny, do których należały: produkcja odbiorników telewizyjnych oraz silników i części samochodowych. Zwiększenie eksportu tylko w tych trzech grupach spowodowało wzrost dynamiki globalnego eksportu w tym okresie o 3 pkt. proc.

Przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym stosunkowo słabiej niż przedsiębiorstwa z wyłącznie polskim kapitałem odczuwają pogorszenie warunków cenowych i kursowych wymiany handlowej, a ponadto są bardziej odporne na spadek popytu zewnętrznego.

<sup>10</sup> Silny wzrost eksportu przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym począwszy od 2000 r. wynikał z faktu pojawienia się w Polsce dużych koncernów międzynarodowych, nastawionych wyłącznie na eksport, m.in. Isuzu Motors Ltd w Tychach, Volkswagen Motor Polska w Polkowicach Dolnych.

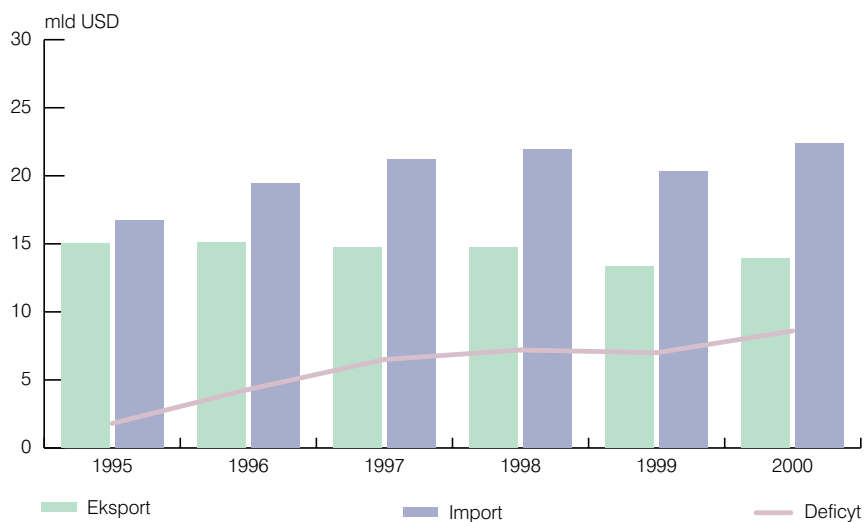


Wykres 8

*Handel zagraniczny spółek z kapitałem zagranicznym w latach 1995-2000*

Źródło: dane IKCHZ.

Wykres 9

*Handel zagraniczny przedsiębiorstw z wyłącznie polskim kapitałem w latach 1995-2000*

Źródło: dane IKCHZ.

Mają one bowiem z reguły zapewniony zbytek swoich produktów, gdyż albo są podwykonawcami części, które trafiają do innych filii tego samego koncernu, albo dostarczają gotowe wyroby bezpośrednio do sieci sprzedaży centrali. Ewentualne straty, jakie ponoszą z tytułu spadku cen swoich produktów, mogą zostać zrekompensovane przez zyski innych filii koncernu. Spółki z udziałem kapitału zagranicznego mają również większe możliwości zaciągania tańszych kredytów dewizowych, a przedsiębiorstwa działające w specjalnych strefach ekonomicznych korzystają z relatywnie szerszego zakresu ulg, w tym przede wszystkim podatkowych.

W ubiegłym roku eksport dynamizowały także branże o niewielkim udziale bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Grupą towarową, w której odnotowano największy przyrost wartości sprzedaży eksportowej w ub.r., były statki. Wzrost ich sprzedaży o ponad 800 mln USD (a więc blisko dwukrotny w porównaniu z poprzednim rokiem), przyczynił się do wzrostu eksportu ogółem o 2,8 pkt. proc. W eksporcie statków obserwowane są w ostatnich latach znaczące wahania wartości sprzedaży, wpływające na zmiany dynamiki eksportu ogółem. Wynika to ze specyfiki branży stoczniowej, w której wartość pojedynczego zamówienia jest bardzo duża. Eksport statków reaguje z opóźnieniem na wahania bieżącej koniunktury, co wynika ze znacznie dłuższego – w porównaniu z innymi branżami – czasu realizacji zamówienia. Zmianom koniunktury podlega natomiast portfel zamówień zagranicznych armatorów w polskich stocznicach.

Spadek poziomu popytu wewnętrznego (por. rozdział *Popyt krajowy i podaż*) spowodował silne zmniejszenie tempa wzrostu importu towarów i usług<sup>11</sup>, nasilając jednocześnie – widoczne już w 2000 r. – zjawisko „wypychania” produkcji z rynku krajowego na eksport. Zwiększyła się też dysproporcja między dynamiką importu przeznaczonego na cele produkcji eksportowej a dynamiką importu kierowanego na ry-

<sup>11</sup> Opóźnienie reakcji importu na zmiany popytu krajowego oraz kursu wynosi mniej niż jeden kwartał. Wpływ aprecjacji złotego oraz relatywnie wysokiej jeszcze dynamiki eksportu w 2001 r. na wzrost importu był niwelowany przez spadek popytu krajowego.

nek wewnętrzny. O dodatniej dynamice importu w ub.r. zdecydowała wysoka importochłonność produkcji eksportowej oraz aprecjacja złotego. Wyraźnie zwiększył się bowiem import w branżach o wysokim udziale inwestycji zagranicznych (przykładowo: wzrostowi eksportu telewizorów towarzyszył wzrost importu kineskopów, eksportowi silników – import ich części itp.). Czterokrotny (o ponad 500 mln USD) przyrost importu w grupie obejmującej statki wiązał się ze zwiększeniem ich eksportu i przyczynił się do wzrostu globalnego importu o 1,1 pkt. proc.<sup>12</sup> W reakcji na niski popyt krajowy wyraźnie natomiast obniżył się przywóz dla branż zaopatrujących przede wszystkim rynek krajowy. Na przykład import części samochodowych w porównaniu z 2000 r. zmniejszył się o 8,5%, co znalazło odzwierciedlenie w spadku produkcji sprzedanej branży motoryzacyjnej<sup>13</sup>.

Wskutek przedstawionych wyżej czynników w 2001 r. obniżenie dynamiki obrotów handlowych było zdecydowanie silniejsze w imporcie niż w eksporcie. Najwyraźniej pokazują to dane statystyki rzeczowej (wykresy 4, 10). Tempo wzrostu wolumenu importu obniżyło się w pierwszych trzech kwartałach 2001 r. prawie czterokrotnie w stosunku do analogicznego okresu sprzed roku, natomiast eksportu – niepełna dwukrotnie<sup>14</sup>.

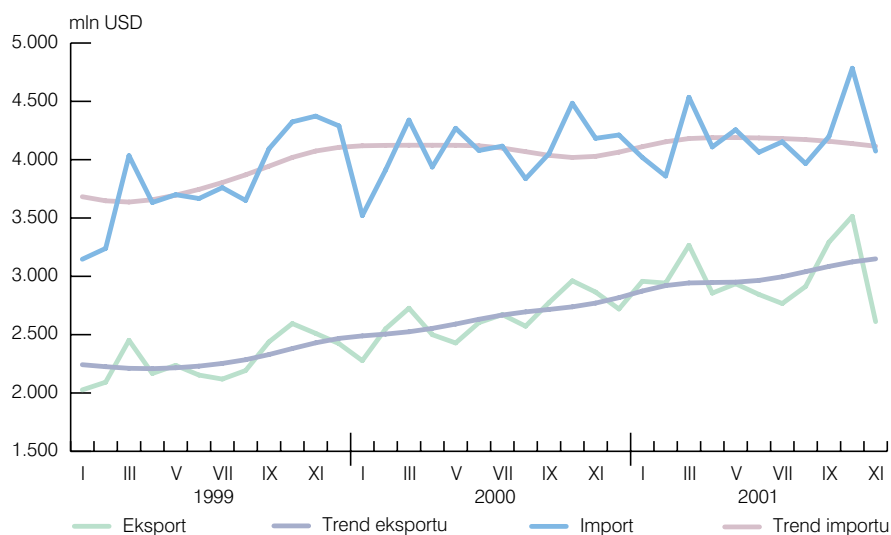
Według danych statystyki płatniczej (wykres 11), wzrost wpływów z eksportu w ub.r. utrzymał się na poziomie 2000 r. (7,1%), natomiast wypłaty za import zwiększyły się o 1,3% (wobec wzrostu o 1,7% w 2000 r.). Należy przy tym podkreślić, że dynamika eksportu systematycznie obniżała się w ciągu roku, podczas gdy w I kwartale ub.r. wpływy z eksportu (w USD) wzrosły o 17,6% w stosunku do analogicznego okresu sprzed roku, to w IV kwartale natomiast odnotowano ich spadek (w USD) o 0,7%.

<sup>12</sup> Zjawisko to było prawdopodobnie związane z zakwalifikowaniem remontów statków do obrotów handlu zagranicznego.

<sup>13</sup> Należy zaznaczyć, że w ub.r. osłabienie popytu – zarówno krajowego, jak i zagranicznego – dotyczyło podobnych sektorów wytwórczości, co przyspieszało spadek ich produkcji.

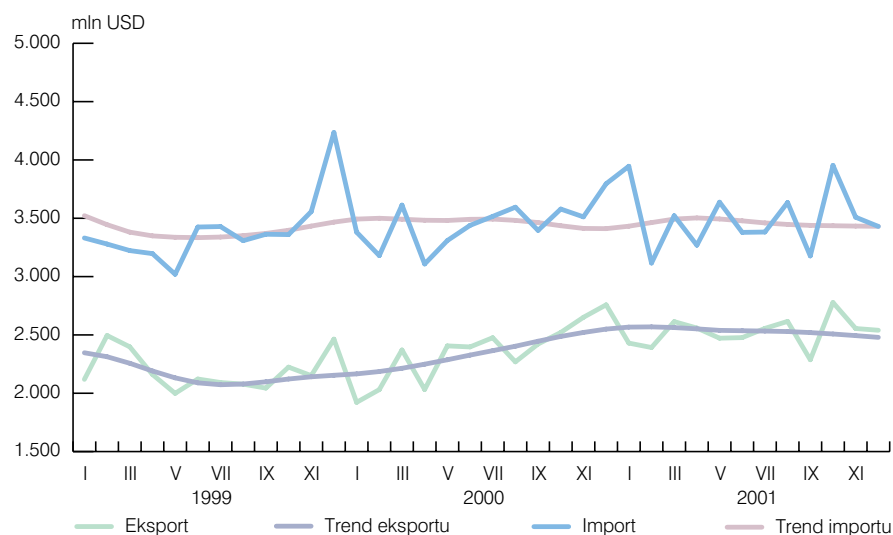
<sup>14</sup> Na wysoką dynamikę polskiego eksportu wskazują także dane Eurostatu. W okresie styczeń – wrzesień 2001 r. import UE z Polski (wyrażony w USD) zwiększył się o 10,5%, podczas gdy eksport do Polski wzrósł zaledwie o 0,8%. Dynamika importu z Polski była zbliżona do dynamiki importu Unii z innych krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Przykładowo, import z Czech wzrósł o 12,9%, a z Węgier o 9%.

Wykres 10  
Obroty handlu zagranicznego wg statystyki celnej (dane miesięczne)



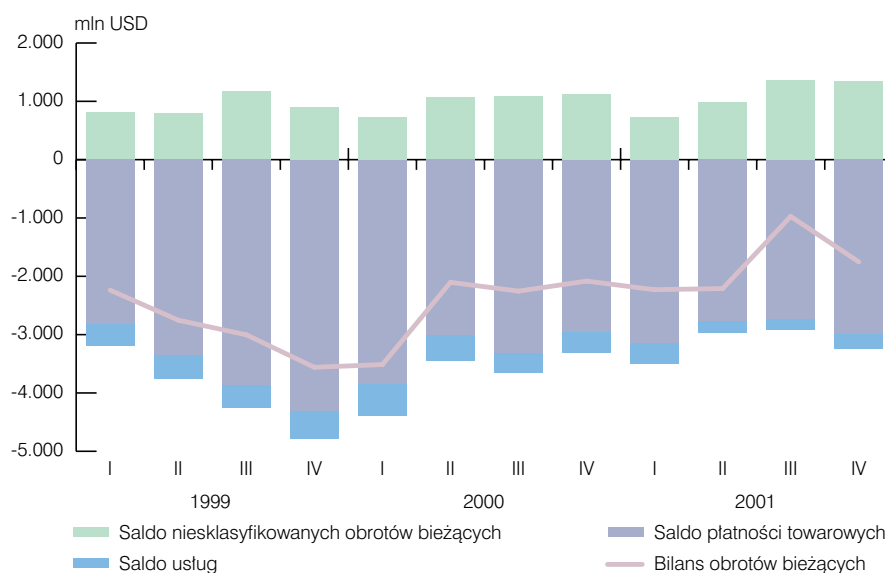
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 11  
Obroty handlu zagranicznego na bazie płatności (dane miesięczne)



Źródło: dane NBP.

Wykres 12  
Bilans obrotów bieżących w latach 1999-2001 (dane kwartalne)



Źródło: dane NBP.

Tendencję tę jeszcze silniej odzwierciedlają dane statystyki rzeczowej. O ile bowiem wolumen eksportu w I połowie 2001 r. zwiększył się o 16,1% w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, o tyle w okresie styczeń – listopad ub.r. jego wzrost obniżył się do 11,6% w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku (na znaczące obniżenie dynamiki wolumenu eksportu w tym okresie wpłynął jego spadek w listopadzie ub.r. o 12,9%).

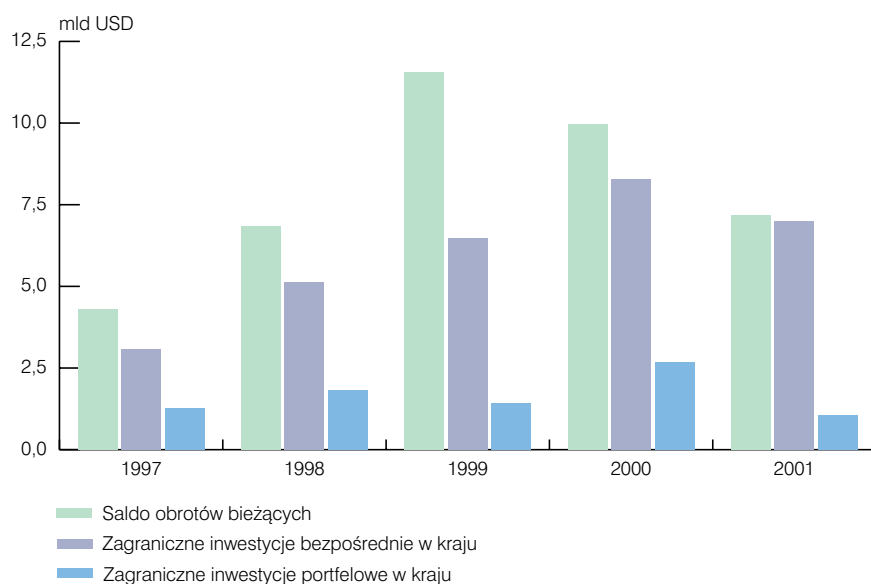
Jak wskazuje wykres 12, do obniżenia się poziomu deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego w ub.r. przyczyniły się wszystkie pozycje płatniczych obrotów handlowych: w zakresie towarów (w 54%), usług (w 25%) oraz niesklasyfikowanych obrotów bieżących (w 15%)<sup>15</sup>. Do poprawy wyniku na rachunku bieżącym przyczynił się także wzrost (o 18%) nadwyżki w transferach bieżących<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> Należy zaznaczyć, że obroty handlowe (tzw. handel nierejestrowany) stanowią tylko część tej pozycji bilansu płatniczego.

<sup>16</sup> Było to związane z napływem walut z tytułu wypłat odszkodowań dla robotników przymusowych III Rzeszy.

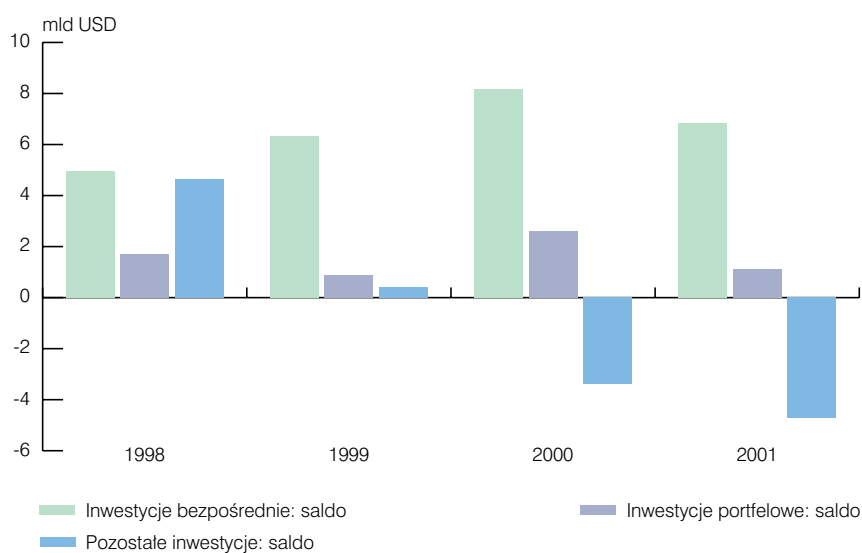


Wykres 13  
Deficyt obrotów bieżących a wpływ inwestycji zagranicznych



Źródło: dane NBP.

Wykres 14  
Struktura rachunku finansowego bilansu płatniczego



Źródło: dane NBP.

W rezultacie deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego osiągnął w 2001 r. 7,2 mld USD i był o prawie 30% niższy niż w 2000 r. Jego relacja do PKB obniżyła się do 4,1% wobec 6,3% w 2000 r. Wyraźnie poprawiło się finansowanie nierównowagi w obrotach bieżących. Pokrycie deficytu obrotów bieżących napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich wzrosło z 82,2% w 2000 r. do 96,7% w 2001 r. (wykres 13 i 14). Poprawił się także wskaźnik finansowania deficytu obrotów bieżących wniesieniem kapitału<sup>17</sup> – z 72,9% do 81,1%.

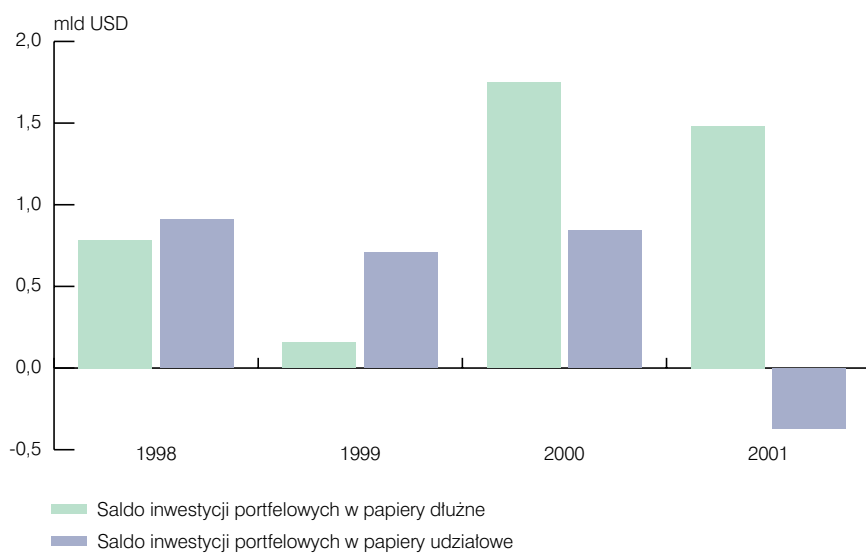
Napływ kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich zmniejszył się w ub.r. porównaniu z 2000 r. do 7,0 mld USD z 8,3 mld USD. Wynikało to przede wszystkim ze spadku wpływów z prywatyzacji do poziomu stanowiącego 1/4 wpływów w 2000 r. i 1/2 wpływów w 1999 r.<sup>18</sup> Kredyty otrzymane od zagranicznych inwestorów bezpośrednich utrzymały się w 2001 r. na poziomie sprzed roku, tj. około 1,0 mld USD. Jednak ich udział w inwestycjach bezpośrednich ogółem wzrósł w ub.r. do 16,8% z 12,2% w 2000 r.

W 2001 r. nastąpiła zmiana struktury inwestycji portfelowych w stosunku do lat poprzednich (wykres 15). Saldo inwestycji portfelowych w papiery udziałowe wyniosło -0,4 mld USD, co stanowiło wartość o ponad 1 mld USD niższą od średniej z lat 1998-2000. Spadek ten wynikał przede wszystkim z dekonjunkury na rynkach papierów udziałowych oraz ogólnoswiatowej tendencji do lokowania kapitału w bezpiecznych papierach skarbowych. Wartość salda inwestycji portfelowych w papiery dłużne obniżyła się z 1,7 mld USD w 2000 r. do 1,5 mld USD. Inwestycje netto w skarbowe papiery wartościowe utrzymały się w 2001 r. na wysokim poziomie z poprzedniego roku, tj. około 1 mld USD: dla porównania w 1998 r. wyniosły 6 mln USD, a w 1999 r. 56 mln USD (wykres 16). Był to efekt wzrostu emisji obligacji Skarbu Państwa na rynku krajowym, spowodowany rosnącym poziomem deficytu budżetowego oraz utrzymującym się dysparytetem krajowych i zagranicznych stóp procentowych.

<sup>17</sup> Napływ netto kapitału z tytułu inwestowania w udziały i akcje oraz dopłat do kapitału.

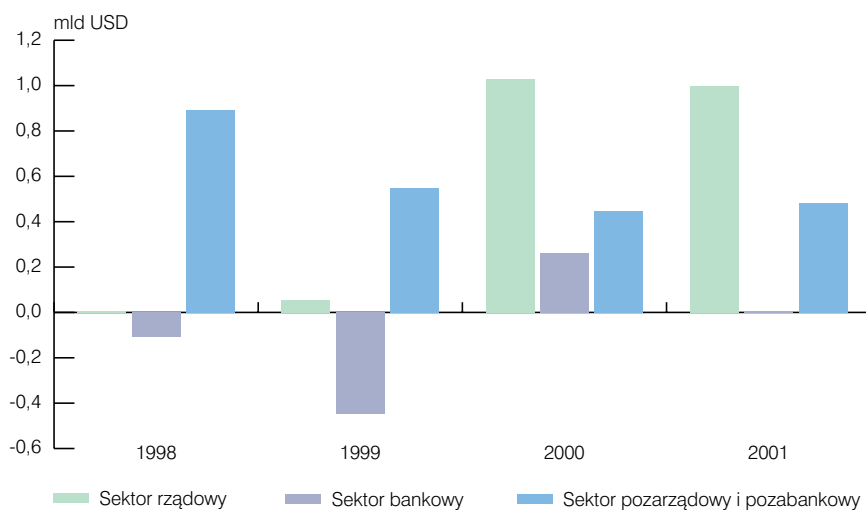
<sup>18</sup> Wstępnie ocenia się, że z 6,8 mld zł uzyskanych z prywatyzacji 5,1 mld zł przekazano w walutach obcych, co stanowiło równowartość około 1,2 mld USD.

Wykres 15  
Struktura inwestycji portfelowych



Źródło: dane NBP.

Wykres 16  
Sektorowa struktura salda inwestycji portfelowych w papiery dłużne



Źródło: dane NBP.

W 2001 r. – podobnie jak rok wcześniej – zwiększyły się aktywa zagraniczne polskich banków w bankach zagranicznych. Lokowanie przez polskie banki środków w bankach zagranicznych było następstwem napływu kapitału zagranicznego związanego z zakupem papierów skarbowych na polskim rynku oraz z procesem prywatyzacji – w warunkach braku możliwości dokonywania transakcji z NBP.

Zadłużenie zagraniczne – mimo wzrostu w stosunku do grudnia 2000 r. o 0,6 mld USD – nie stanowiło zagrożenia dla stabilności finansowej kraju. Przyrost zadłużenia, który zarejestrowano przede wszystkim w sektorze pozarządowym i pozabankowym (o 3,6 mld USD), był w znacznej mierze spowodowany efektywnym finansowaniem przedsiębiorstw za granicą. Udział zadłużenia krótkoterminowego w zadłużeniu zagranicznym ogółem utrzymywał się na stabilnym poziomie (około 14%).

Wartość wybranych wskaźników bezpieczeństwa (tabela 7), sygnalizujących prawdopodobieństwo zaburzeń na rynkach finansowych związanych ze skalą nierównowagi zewnętrznej i sposobem jej finansowania, poprawiła się w 2001 r. Wyjątkiem był udział zadłużenia krótko-

**Tabela 7**  
**Wskaźniki bezpieczeństwa**

Wskaźnik bezpieczeństwa	1998	1999	2000	2001
Saldo obrotów bieżących/PKB (%)	- 4,3	- 7,6	- 6,3	-4,1
Saldo płatności towarowych/PKB (%)	- 8,7	- 9,4	- 8,4	-6,6
Inwestycje bezpośrednie/saldo obrotów bieżących* (%)	74,8	55,9	82,2	96,7
Wniesienie kapitału/saldo obrotów bieżących* (%)	49,1	37,5	72,9	81,1
(Saldo obrotów bieżących-inwestycje bezpośrednie)/PKB* (%)	-1,2	-3,4	-1,1	-0,1
Inwestycje portfelowe/oficjalne aktywa rezerwowe (%)	4,9	5,7	9,4	4,2
Saldo obrotów bieżących/oficjalne aktywa rezerwowe (lata)	4,0	2,2	2,8	3,7
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport (%)	.	39,0	41,7	59,3
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/zadłużenie zagraniczne ogółem (%)	14,2	17,1	13,7	14,3
Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw/zadłużenie zagraniczne ogółem (%)	31,1	38,1	43,2	48,0
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu	7,5	7,5	8,0	7,6

\* Należy zwrócić uwagę, że w 2000 r. poprawa wskaźników wykorzystujących kategorię inwestycje bezpośrednie była w pewnym stopniu związana z napływem kapitału zagranicznego w wyniku prywatyzacji, zwłaszcza TP SA.

Źródło: dane NBP

terminowego i zadłużenia przedsiębiorstw w zadłużeniu zagranicznym ogółem oraz stopień zabezpieczenia importu oficjalnymi aktywami rezerwowymi.

Pogorszenie relacji obsługi zadłużenia zagranicznego do wpływów z eksportu ma charakter przejściowy. Spowodowane zostało bowiem zwiększeniem wielkości obsługi w związku z wcześniejszą spłatą zobowiązań wobec Brazylii w ramach Klubu Paryskiego.



### 3. Rynek pracy

W 2001 r. nastąpił dalszy spadek zatrudnienia i znaczny wzrost liczby bezrobotnych, w tym osób wchodzących po raz pierwszy na rynek pracy. Złożyło się na to wiele przyczyn, w tym nieelastyczny rynek pracy, czynniki demograficzne, spowolnienie wzrostu gospodarczego.

W 2001 r. nadal nie przeprowadzono kompleksowych reform uelastyczniających rynek pracy i wspierających drobnych przedsiębiorców w tworzeniu miejsc pracy. Wysokie pozapłacowe koszty pracy w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego przyczyniały się z kolei do redukcji zatrudnienia w przedsiębiorstwach jako podstawowej strategii obniżania kosztów.

Uelastyczenie Kodeksu pracy oraz wprowadzenie niższego poziomu płacy minimalnej<sup>19</sup> dla ludzi młodych, rozpoczynających pracę oraz absolwentów stworzyłoby system zachęcający przedsiębiorców do wzrostu zatrudnienia. Zwiększeniu liczby miejsc pracy, przede wszystkim nisko opłacanych, nie wymagających specjalnych kwalifikacji sprzyjałoby także zróżnicowanie płacy minimalnej w zależności od poziomu bezrobocia w regionie oraz jej obniżenie w relacji do przeciętnego wynagrodzenia.

Na skutek wolniejszej w ostatnich latach waloryzacji najniższego wynagrodzenia obniżyły się relacje między przeciętną płacą w gospodarce narodowej a najniższym wynagrodzeniem, a w ubiegłym roku ten proces uległ zatrzymaniu (wykres 18). W dalszym ciągu najniższa płaca jest zbyt wysoka w porównaniu z ceną rynkową pracy prostej.

Obowiązujące nadal regulacje (przede wszystkim, wciąż jeszcze silnie scentralizowane ponadzakładowe układy zbiorowe), gwarantujące wysoką ochronę pracy, stanowią zarazem główną barierę restrukturyzacji i optymalizacji zatrudnienia na szczeblu przedsiębiorstwa. Koncentrując się na ochronie zatrudnionych, nie sprzyjają one przyjmowaniu nowych pracowników.

W latach 2000-2001 na rynek pracy weszło wielu młodych ludzi z wyżu demograficznego lat osiemdziesiątych.

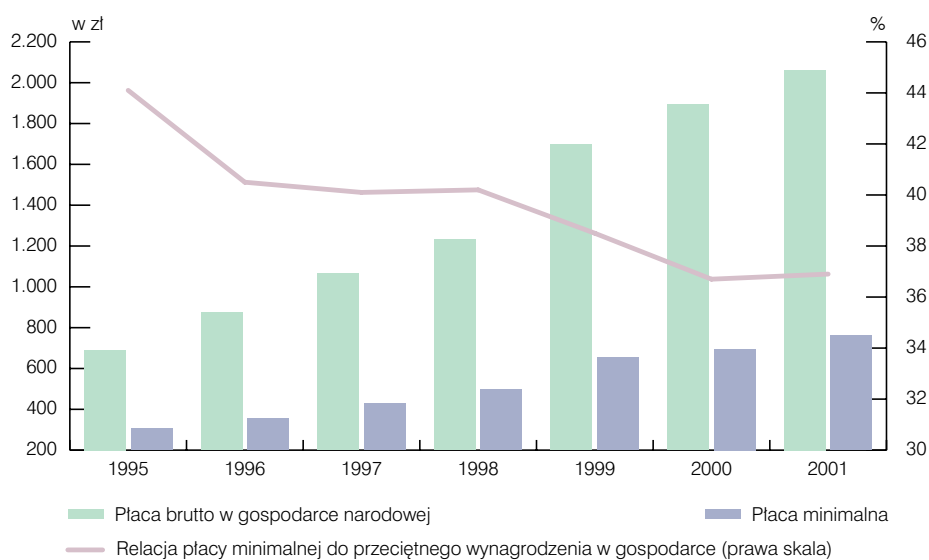
<sup>19</sup> Obowiązek określenia i sposób ustalenia wysokości płacy minimalnej w drodze ustawy wynika z art. 65 ust. 4 Konstytucji. Trwają prace nad projektem odnośnej ustawy; rozważana jest opcja negocjowania wysokości płacy minimalnej na forum Komisji Trójstronnej. Najniższe wynagrodzenie natomiast obecnie jest ustalane na podstawie art. 774 k.p., w drodze rozporządzenia Ministra Pracy i Polityki Społecznej.

Wykres 17  
Dynamika liczby pracujących (poprzedni rok = 100) i stopa bezrobocia



Źródło: dane GUS, roczniki statystyczne.

Wykres 18  
Przeciętne a najniższe wynagrodzenie w gospodarce narodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 8  
Stopa bezrobocia według wieku i poziomu wykształcenia

Wyszczególnienie	IV kwartał 2000	IV kwartał 2001
<b>stopa bezrobocia według wieku w %</b>		
Do 24 lat	34,1	41,1
25 – 34	16,2	18,0
35 – 44	13,2	16,0
45 lat i więcej	10,7	11,8
<b>stopa bezrobocia według poziomu wykształcenia w %</b>		
Wyższe	4,8	6,4
Średnie zawodowe łącznie ze szkołami policealnymi	13,6	16,1
Średnie ogólnokształcące	19,6	22,9
Zasadnicze zawodowe	19,2	22,4
Podstawowe i niepełne podstawowe	20,2	22,6

Źródło: dane BAEL.

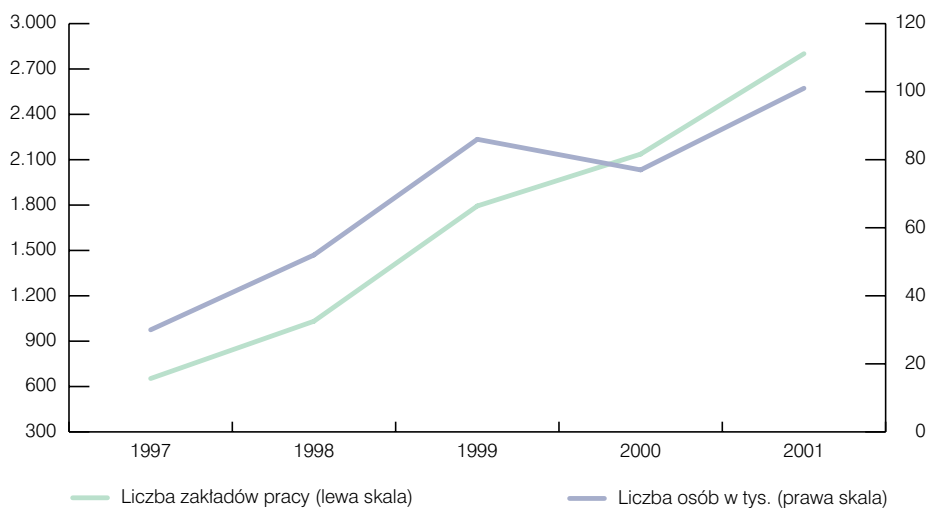
Taka sytuacja będzie się utrzymywać w ciągu najbliższych 3 – 4 lat. Fakt, że coraz większy odsetek młodych osób kontynuuje naukę, łagodzi nieco i przesuwa w czasie narastający problem bezrobocia wśród młodzieży (tabela 8).

Na zmniejszenie zatrudnienia i wzrost bezrobocia w 2001 r. miało również wpływ **spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego** w Polsce i u naszych głównych partnerów handlowych. Ilustracją siły oddziaływania tego czynnika może być szacowane odchylenie faktycznej stopy bezrobocia od tzw. naturalnej stopy bezrobocia. Zmiany stopy bezrobocia zachodzące w gospodarce mogą bowiem wynikać z dwóch źródeł: z przesunięć naturalnej stopy bezrobocia, będącej odzwierciedleniem procesów zachodzących po stronie podaży, oraz z odchylenia od danej naturalnej stopy bezrobocia odzwierciedlających wahania globalnego popytu.

Przeprowadzone w NBP szacunki wskazują, że w latach 1999-2001 naturalna stopa bezrobocia wzrosła z około 12% przed 1999 r. do około 15% w 2001 r.<sup>20</sup>,

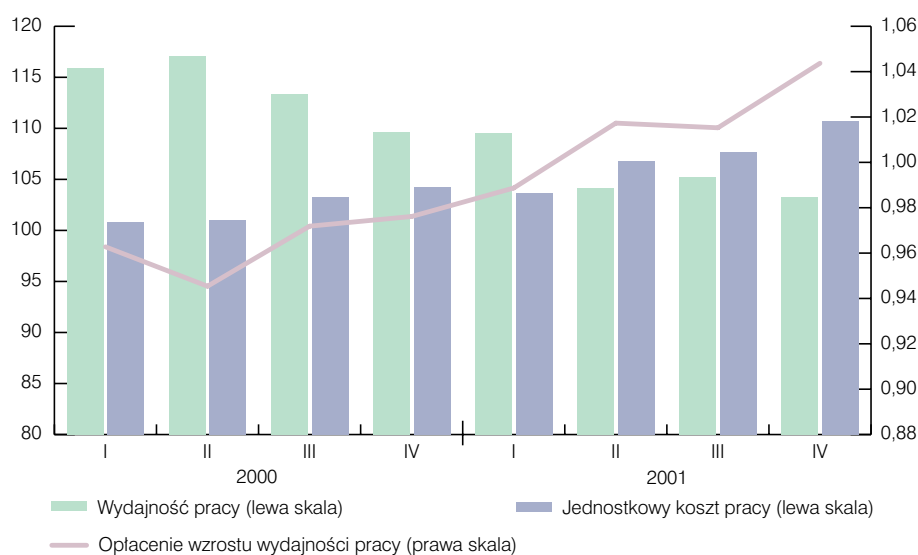
<sup>20</sup> M. Dudek, NBP, Departament Analiz i Badań, mimeo. Wynik ten, uzyskany przy zastosowaniu innej metody, potwierdza również badanie A. Kocięckiego, patrz *Informacja na temat naturalnej stopy bezrobocia w Polsce*. NBP Departament Statystyki, mimeo.

**Wykres 19**  
**Zgłoszone zwolnienia grupowe**  
 (według stanu na koniec IV kwartału)



Źródło: dane BAEL

**Wykres 20**  
**Zmiany wydajności pracy, jednostkowego kosztu pracy oraz opłacenia wzrostu wydajności pracy**  
 w przemyśle (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

m.in. z powodu wchodzenia na rynek pracy osób z wyżu demograficznego lat osiemdziesiątych. Odchylenie stopy bezrobocia od stopy naturalnej wyniosło w 2001 r. około 2,4 pkt. proc., co było wynikiem zaburzeń o charakterze popytowym, zmniejszających presję inflacyjną.

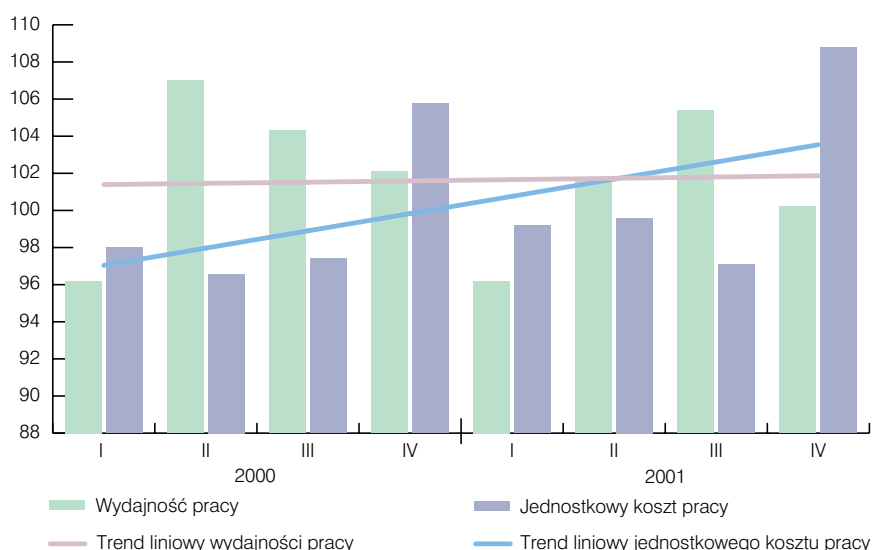
Struktura zmian w zatrudnieniu odzwierciedlała w 2001 r. zróżnicowaną sytuację ekonomiczną poszczególnych sektorów gospodarki. Głębsze niż przed rokiem spadki zatrudnienia odnotowano przede wszystkim w budownictwie, ale także w wielu działach przemysłu, o mniejszym udziale w zatrudnieniu. Zmniejszenie zatrudnienia nastąpiło nawet w sektorze usług rynkowych, gdzie jeszcze do 2000 r. znajdowały zatrudnienie osoby zwalniane z innych działów gospodarki. Zwolnienia pracowników deklarowało coraz więcej zakładów (wykres 19).

Wobec pogorszenia koniunktury w Polsce i jej otoczeniu gospodarczym, przy wysokich pozapłacowych kosztów pracy, przedsiębiorstwa zmuszone były w 2001 r. do zmniejszenia zatrudnienia w celu obniżenia kosztów. W rezultacie tych działań, mimo spowolnienia tempa

Wykres 21

Zmiany wydajności pracy i jednostkowego kosztu pracy

(poprzedni kwartał = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wzrostu produkcji przemysłowej, dynamika jednostkowych kosztów pracy w przedsiębiorstwach w ciągu 2001 r. wzrosła stosunkowo nieznacznie (wykres 20). Nie doszło jednocześnie w tym okresie do spadku tempa wzrostu wydajności pracy. Mimo wysiłków ze strony przedsiębiorstw relacje te uległy jednak pewnemu pogorszeniu w porównaniu z początkiem 2000 r. (wykres 21).

Tabela 9

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw według sekcji i działów w latach 2000–2001

Wyszczególnienie	I-XII 2000			I-XII 2001		
	przeciętne zatrudnienie w tys. osób	zmiany* w porównaniu z poprzednim rokiem w tys. osób	w %	przeciętne zatrudnienie w tys. osób	zmiany w porównaniu z poprzednim rokiem w tys. osób	w %
<b>Sektor przedsiębiorstw ogółem z tego:</b>	<b>5.312</b>	<b>-181</b>	<b>-3,3</b>	<b>5.138</b>	<b>-174</b>	<b>-3,3</b>
<b>Przemysł ogółem</b>	<b>2.770</b>	<b>-186</b>	<b>-6,3</b>	<b>2.629</b>	<b>-141</b>	<b>-5,1</b>
Górnictwo węgla kamiennego i brunatnego	190	-30	-13,8	176	-14	-7,4
Przetwórstwo przemysłowe	2.300	-147	-6,0	2.181	-119	-5,2
w tym:						
Produkcja artykułów spożywczych i napojów	433	-30	-6,4	411	-22	-5,1
Produkcja wyrobów chemicznych	109	-9	-7,9	103	-6	-6,1
Produkcja metali	99	-22	-18,5	83	-15	-15,4
Produkcja wyrobów z metali	159	-4	-2,3	158	-1	-0,2
Produkcja maszyn i urządzeń	212	-24	-10,2	195	-17	-8,0
Produkcja pojazdów mechanicznych, przyczep i naczep	95	-4	-3,7	85	-10	-9,8
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	185	-8	-4,1	179	-6	-3,3
<b>Budownictwo</b>	<b>523</b>	<b>-23</b>	<b>-4,2</b>	<b>481</b>	<b>-42</b>	<b>-8,0</b>
<b>Handel i naprawy</b>	<b>839</b>	<b>+18</b>	<b>+2,2</b>	<b>828</b>	<b>-11</b>	<b>-1,2</b>
<b>Hotele i restauracje</b>	<b>82</b>	<b>+2</b>	<b>+2,1</b>	<b>83</b>	<b>+1</b>	<b>+2,1</b>
<b>Transport, gospodarka magazynowa i łączność</b>	<b>578</b>	<b>-24</b>	<b>-4,0</b>	<b>550</b>	<b>-28</b>	<b>-4,9</b>
w tym poczta i telekomunikacja	182	-2	-0,8	181	-1	-0,5
<b>Obsługa nieruchomości i firm</b>	<b>379</b>	<b>+37</b>	<b>+10,7</b>	<b>404</b>	<b>+25</b>	<b>+6,6</b>

\* Od 2000 r. sprawozdawczością GUS objęte zostały podmioty, w których liczba zatrudnionych przekracza 9 osób (poprzednio – 5 osób). W związku z tym w celu obliczenia spadku zatrudnienia w liczbach bezwzględnych w 2000 r. w porównaniu z 1999 r., poziom zatrudnienia w 1999 r. przeliczono przy wykorzystaniu podanych przez GUS wskaźników dynamiki, obliczonych w porównywalnych warunkach.

Źródło dane GUS, obliczenia NBP.



## 4. Inne czynniki podaźowe

### 4.1. Czynniki strukturalne

Procesy prywatyzacji, demonopolizacji i restrukturyzacji, niezbędne do skutecznego obniżania kosztów dezinflacji w polskiej gospodarce przebiegały w 2001 r. z trudnościami i opóźnieniami w stosunku do wcześniej przyjętych harmonogramów. Dotyczyło to przede wszystkim takich sektorów, jak energetyczno-paliwowy, górnictwa węglowego, hutnictwa żelaza i stali, transportu kolejowego czy usług telekomunikacyjnych. Sytuacja ekonomiczna tych sektorów i niedokończone reformy strukturalne wywierają istotny wpływ zarówno na możliwości rozwojowe gospodarki, jak i na kształtowanie się procesów inflacyjnych.

W sektorze produkcji metali, transportu kolejowego i paliw gazowych odnotowano w ub.r. ujemną rentowność (związaną m.in. z wysokimi kosztami produkcji, konkurencją międzynarodową, stosowaniem przestarzałych technologii) (tablica 10). Natomiast w sektorze węgla kamiennego, którego restrukturyzacja od wielu lat nie przynosiła spodziewanych efektów, wynik finansowy brutto i netto był w 2001 r. dodatni. Stało się to możliwe dzięki prowadzonej od drugiego kwartału restrukturyzacji finansowej (kopalnie podpisały z Zakładem Ubezpieczeń Społecznych i urzędami skarbowymi umowy odroczeniowe, które polegały głównie na umorzeniach zaległych zobowiązań). Do poprawy rentowności kopalń przyczynił się również wzrost cen węgla kamiennego.

Większość z analizowanych sektorów nie spełniała kryterium bezpiecznego poziomu płynności, którego miarą jest wskaźnik płynności I stopnia<sup>21</sup>. W trzech z nich (w wytwarzaniu paliw gazowych, w górnictwie węgla brunatnego i w działalności poczty) wskaźniki te przewyższały poziom uznawany za bezpieczny.

W działalności poczty, transporcie kolejowym i górnictwie węgla kamiennego zobowiązania krótkoterminowe przekroczyły wartość majątku obrotowego (w górnictwie węgla kamiennego aż 3,5-krotnie – podobnie jak w 2000 r.). W krótkoterminowych zobowiązaniach górnictwa węgla

<sup>21</sup> Relacja sumy środków pieniężnych i papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu – do zobowiązań krótkoterminowych. Wskaźnik ten jest uznawany za bezpieczny, jeśli wynosi około 20%.

kamiennego dominowało zadłużenie w stosunku do budżetu (z tytułu podatków i ceł) oraz wobec ZUS (z tytułu ubezpieczeń społecznych). W pozostałych sektorach największą pozycję zobowiązań stanowiły natomiast zobowiązania wobec dostawców dóbr i usług. Rola kredytów krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego była w tych sektorach na ogół stosunkowo nieduża i zmniejszyła się w porównaniu z 2000 r. Udział kredytów w finansowaniu majątku z reguły nie przekraczał średniego udziału dla przemysłu, który w 2001 r. wynosił 21,3% (tabela 11).

Przedsiębiorstwa sektorów: paliw płynnych, węglowego, wytwarzania i dystrybucji energii elektrycznej, gazowego oraz usług pocztowych i telekomunikacyjnych, działały w 2001 r. nadal na nie w pełni konkurencyjnych rynkach, ponieważ:

Tabela 10

*Rentowność obrotu netto i wskaźnik poziomu kosztów w wybranych sektorach (w %)*

Wyszczególnienie		1999	2000	2001
a) wskaźnik rentowności obrotu netto				
b) wskaźnik poziomu kosztów				
<b>Przemysł ogółem</b>	<b>a</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>
	<b>b</b>	<b>99,5</b>	<b>98,7</b>	<b>99,4</b>
Górnictwo i wzbogacanie węgla kamiennego	a	-16,3	-7,0	1,0
	b	117,9	107,0	98,4
Górnictwo i wzbogacenie węgla brunatnego	a	1,7	0,8	3,0
	b	97,2	98,0	95,2
Wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej	a	3,5	2,8	0,9
	b	95,6	96,3	98,7
Produkcja metali	a	-8,8	-4,3	-11,4
	b	108,5	104,0	111,1
Wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej	a	0,4	0,3	0,3
	b	98,6	98,9	98,8
Wytwarzanie paliw gazowych	a	-3,7	-7,0	-3,0
	b	103,6	106,9	102,6
Produkcja i dystrybucja ciepła	a	0,4	0,3	0,5
	b	98,6	99,0	98,4
<b>Transport kolejowy</b>	<b>a</b>	<b>-24,4</b>	<b>-21,7</b>	<b>-8,3</b>
	<b>b</b>	<b>124,3</b>	<b>121,6</b>	<b>107,9</b>
<b>Poczta i telekomunikacja</b>	<b>a</b>	<b>0,7</b>	<b>3,5</b>	<b>0,1</b>
	<b>b</b>	<b>96,5</b>	<b>92,3</b>	<b>97,6</b>

Źródło: dane GUS ze sprawozdań finansowych sporządzanych na formularzach F-01 przez przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 49 osób.

Tabela 11

Podstawowe źródła finansowania majątku obrotowego w wybranych sektorach (w %)

Wyszczególnienie		1999	2000	2001
a) zobowiązań krótkoterminowych ogółem, w tym:				
b) bankowych kredytów krótkoterminowych				
c) zobowiązań z tytułu dostaw i usług				
d) zobowiązań z tytułu podatków, cel i ubezpieczeń				
<b>Przemysł ogółem</b>	<b>a</b>	<b>97,3</b>	<b>93,6</b>	<b>92,6</b>
	<b>b</b>	<b>20,6</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>
	<b>c</b>	<b>42,2</b>	<b>41,0</b>	<b>39,5</b>
	<b>d</b>	<b>15,0</b>	<b>14,7</b>	<b>12,8</b>
Górnictwo i wzbogacanie węgla kamiennego	a	322,9	358,9	352,3
	b	7,9	5,1	4,7
	c	48,6	48,3	56,1
	d	154,8	191,2	143,5
Górnictwo i wzbogacenie węgla brunatnego	a	37,3	37,4	36,2
	b	0,2	0,8	0,1
	c	12,4	10,0	13,1
	d	14,0	15,8	12,8
Wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej	a	79,4	71,8	72,1
	b	20,3	20,6	20,5
	c	36,9	32,4	26,4
	d	17,1	14,7	16,4
Produkcja metali	a	125,7	150,8	182,8
	b	21,8	21,8	27,5
	c	68,8	84,0	91,5
	d	12,5	14,8	24,7
Wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej	a	90,6	93,1	84,8
	b	19,9	22,7	17,6
	c	54,5	52,5	51,2
	d	7,1	6,3	6,9
Wytwarzanie paliw gazowych	a	135,2	173,7	58,1
	b	51,6	68,9	7,3
	c	72,6	82,0	21,0
	d	3,4	8,7	6,1
Produkcja i dystrybucja ciepła	a	74,8	81,0	92,3
	b	11,2	17,3	15,9
	c	46,4	43,0	53,5
	d	9,4	9,1	11,0
<b>Transport kolejowy</b>	<b>a</b>	<b>131,1</b>	<b>209,7</b>	<b>138,9</b>
	<b>b</b>	<b>6,1</b>	<b>17,4</b>	<b>29,5</b>
	<b>c</b>	<b>42,2</b>	<b>35,8</b>	<b>53,0</b>
	<b>d</b>	<b>66,6</b>	<b>119,1</b>	<b>19,7</b>

<b>Poczta i telekomunikacja</b>	<b>a</b>	<b>67,1</b>	<b>66,6</b>	<b>67,3</b>
	<b>b</b>	<b>5,8</b>	<b>10,0</b>	<b>9,9</b>
	<b>c</b>	<b>30,8</b>	<b>23,3</b>	<b>23,5</b>
	<b>d</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>

Źródło: dane GUS jak w tabeli 10.

- spowolniono bądź całkowicie wstrzymano w tych sektorach przekształcenia własnościowe;
- wystąpiły opóźnienia legislacyjne (np. we wprowadzaniu aktów wykonawczych do ustawy Prawo telekomunikacyjne);
- utrzymywanie części monopolu było gwarantowane prawem (Telekomunikacja Polska SA w zakresie telefonii międzynarodowej, Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo SA – decyzja Ministra Skarbu wstrzymująca działalność spółek wydzielonych z PGNiG);
- pojedyncze firmy miały siłę kapitałową, zapewniającą utrzymywanie dominującej pozycji na rynku (ORLEN SA w zakresie przetwórstwa ropy naftowej i dystrybucji paliw płynnych);
- nie opracowano powszechnie akceptowanego rozwiązania problemu kontraktów długoterminowych na dostawy energii (co blokowało wprowadzenie rynku energii i prywatyzację sektora);
- nasiliły się oddolne inicjatywy regionalnej konsolidacji wytwórców i dystrybutorów energii;
- blokowano prywatyzację małych spółek, uzależniając je od prywatyzacji dużych (sprzedaż małych rafinerii uzależniono od prywatyzacji Rafinerii Gdańskiej);
- zwiększyły się opóźnienia likwidacji kopalń w stosunku do założonych w programach restrukturyzacji (do około 2-7 lat);
- utrzymywał się silny lobbting na rzecz protekcji sektora węglowego.

Pod wpływem powyższych czynników ceny produkcji w wymienionych sektorach rosły w 2001 r. zdecydowanie szybciej niż ceny produkcji sprzedanej przemysłu, a szczególnie przetwórstwa przemysłowego (tabela 12).

W 2001 r. znacząco zwiększyła się rola dynamiki cen w wytwarzaniu i dystrybucji energii elektrycznej oraz w górnictwie węglowym w kształtowaniu PPI. Szacuje się, że wpływ na PPI dynamiki cen produkcji sprzedanej w wytwarzaniu i dystrybucji energii elek-

Tabela 12

Średnioroczne ceny produkcji sprzedanej w wybranych sektorach (poprzedni rok = 100; w %)

Wyszczególnienie	1999	2000	2001
<b>Przemysł ogółem</b>	<b>105,7</b>	<b>107,8</b>	<b>101,6</b>
Przetwórstwo przemysłowe	105,0	107,5	99,8
Górnictwo i wzbogacanie węgla kamiennego	101,4	107,9	109,0
Górnictwo i wzbogacanie węgla brunatnego	109,1	111,7	113,1
Wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej	124,5	138,2	88,7
Produkcja metali	102,5	107,9	99,8
Wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej	110,7	108,3	113,0
Wytwarzanie paliw gazowych	109,0	110,3	109,1
Produkcja i dystrybucja ciepła	108,3	106,8	107,2
<b>Transport kolejowy</b>	<b>103,5</b>	<b>108,4</b>	<b>108,7</b>
<b>Poczta i telekomunikacja</b>	<b>102,4</b>	<b>107,7</b>	<b>105,1</b>

Źródło: dane GUS.

trycznej wzrósł do około 68% z około 9% w 2000 r., a dynamiki cen w górnictwie węglowym – odpowiednio do 27% z około 5%.

Ceny nośników energii z jednej strony wpływają na koszty wytwarzania dóbr i usług, a z drugiej – stanowią istotny element kosztów utrzymania gospodarstw domowych. Porównania międzynarodowe cen energii elektrycznej i gazu dla różnych odbiorców wskazują, że pod koniec 2001 r.:

Tabela 13

Relacje średnich cen nośników energii dla przemysłu i dla gospodarstw domowych w wybranych krajach (stan w grudniu 2001 r., ceny dla gospodarstw domowych = 100; %)

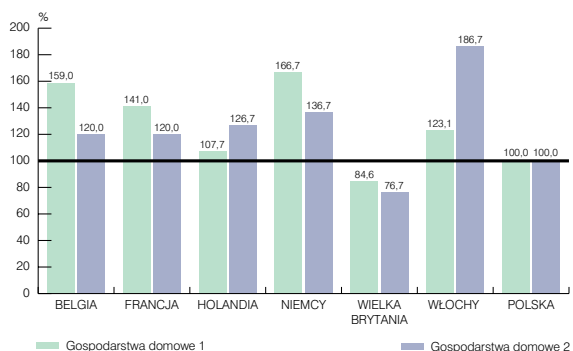
Wyszczególnienie	Gaz ziemny	Energia elektryczna
Belgia	30,6	43,6
Francja	36,3	45,2
Holandia	40,0	41,8
Niemcy	46,2	47,5
Wielka Brytania	53,6	58,6
Włochy	33,7	40,0
<b>Polska</b>	<b>55,1</b>	<b>78,6</b>
Węgry	.	74,6 <sup>a</sup>
Czechy	.	74,1 <sup>a</sup>

<sup>a</sup> Dane dla IV kwartału 2001 r.

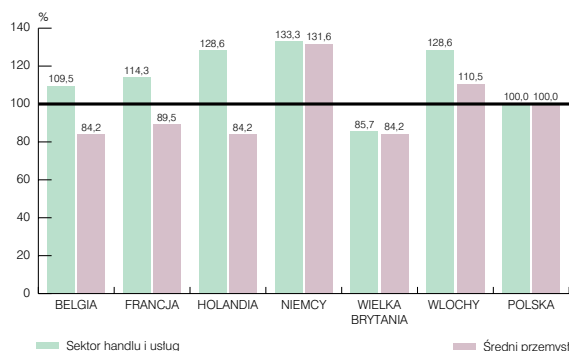
Źródło: Agencja Rynku Energii; obliczenia NBP.

**Wykres 22**  
**Porównanie cen gazu ziemnego w Polsce oraz w wybranych krajach Unii Europejskiej**  
 (stan w grudniu 2001 r., ceny w Polsce = 100)

a) dla gospodarstw domowych

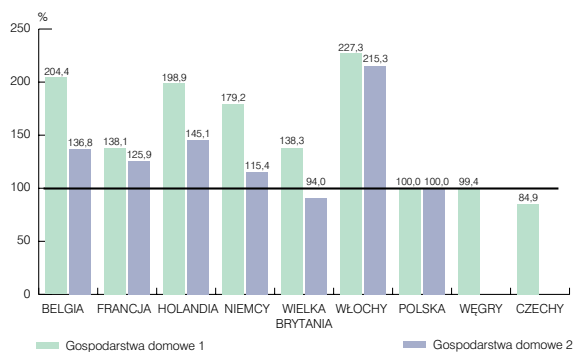


b) dla handlu, usług i przemysłu

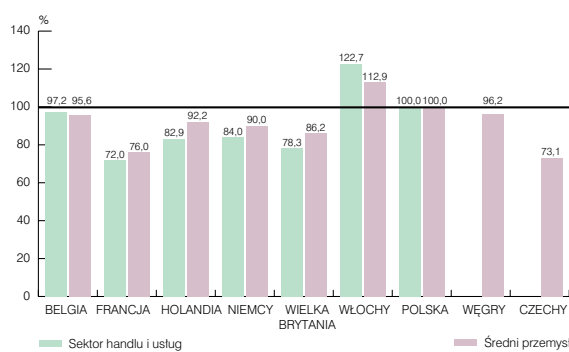


**Wykres 23**  
**Porównanie cen energii elektrycznej w Polsce, na Węgrzech i w Czechach oraz w wybranych krajach Unii Europejskiej**  
 (stan w grudniu 2001 r., ceny w Polsce = 100)

a) dla gospodarstw domowych



b) dla handlu, usług i przemysłu



Źródło: Agencja Rynku Energii.

- Ich ceny dla gospodarstw domowych (zarówno dla tych o niskim zużyciu danego nośnika energii, jak i dla tych, które korzystają z niego do celów grzewczych) były w krajach Unii zdecydowanie wyższe niż w Polsce (z wyjątkiem Wielkiej Brytanii – w przypadku gazu) – wykresy 22a i 23a. Na Węgrzech i w Czechach ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych były natomiast zbliżone do polskich.



- Ceny obydwu nośników energii dla przemysłu były w Polsce na ogół relatywnie wyższe niż w innych krajach (wykresy 22b i 23b).
- Sektor handlu i usług w krajach UE korzystał z regulacji z tańszej energii elektrycznej niż w Polsce, ale z droższego gazu.
- W Polsce, na Węgrzech i w Czechach relacje cen energii elektrycznej dla przemysłu do cen dla gospodarstw domowych były znacznie wyższe niż w krajach UE (gospodarstwa domowe korzystały z działań osłonowych). W przypadku cen gazu analogiczna relacja w Polsce w mniejszym stopniu odbiegała od relacji notowanych w krajach UE (tabela 13).

Porównania cen energii elektrycznej i gazu w Polsce oraz w krajach Unii Europejskiej wskazują, że ceny tych podstawowych dla gospodarstw domowych nośników energii będą w Polsce nadal wykazywały tendencję do wzrostu. Należy zatem się liczyć z utrzymaniem ich proinflacyjnego oddziaływania.

## 4.2. Ceny zewnętrzne

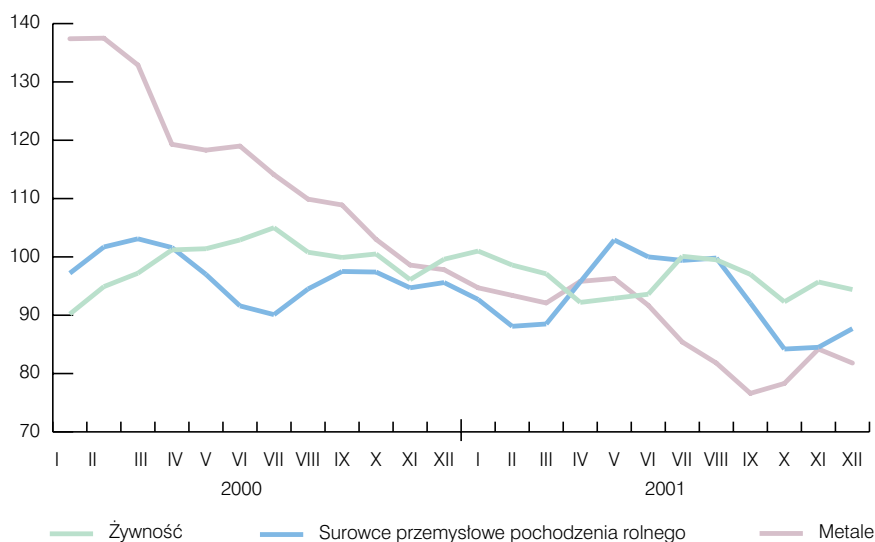
W warunkach silnego osłabienia popytu i obniżenia poziomu produkcji przemysłowej w głównych gospodarkach świata w 2001 r. (por. rozdział 2 *Handel zagraniczny, bilans płatniczy*) istotnie pogłębił się – zapoczątkowany w II połowie 2000 r. – spadek cen najważniejszych surowców na rynku światowym. Zjawisko to zaostrzyło się w II półroczu ub.r. (szczególnie po ataku terrorystycznym na Stany Zjednoczone) i w największym stopniu dotknęło ceny ropy naftowej i metali (tabela 14). Natomiast ceny żywności i surowców przemysłowych pochodzenia rolnego obniżały się w 2001 r. stosunkowo wolniej<sup>22</sup> (wykres 24).

Po wzroście cen ropy w latach 1999-2000 w ub.r. średnia cena ropy Brent była o ponad 4 USD za baryłkę niższa niż w 2000 r. Na osłabienie popytu na ropę wpłynęło – obok spadku koniunktury światowej – silne ograniczenie ruchu lotniczego po zamachach terrorystycznych w USA. W konsekwencji w 2001 r. światowy popyt na ropę zwiększył się średnio zaledwie o 30 tys. ba-

<sup>22</sup> Na zahamowanie spadkowej tendencji cen żywności w latach 2000–2001 wpłynęło zmniejszenie się nadwyżki podaży nad popytem, co najwyraźniej uwidoczniło się na rynku pszenicy.

Wykres 24

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



Źródło: dane „The Economist”.

Tabela 14

Zmiany cen podstawowych surowców (w %, w stosunku do poprzedniego roku)

Wyszczególnienie	1998	1999	2000	2001
<b>Surowce nieenergetyczne</b>	<b>-18,3</b>	<b>-9,2</b>	<b>3,5</b>	<b>-6,6</b>
w tym:				
Żywność	-16,3	-17,5	-1,0	-3,8
Surowce przemysłowe	-20,6	0,6	7,1	-10,1
w tym:				
Surowce pochodzenia rolnego	-20,2	-1,4	-3,2	-7,0
Metale	-20,9	2,2	15,0	-12,4
<b>Ropa naftowa (Brent)</b>	<b>-33,7</b>	<b>40,3</b>	<b>59,6</b>	<b>-14,1</b>

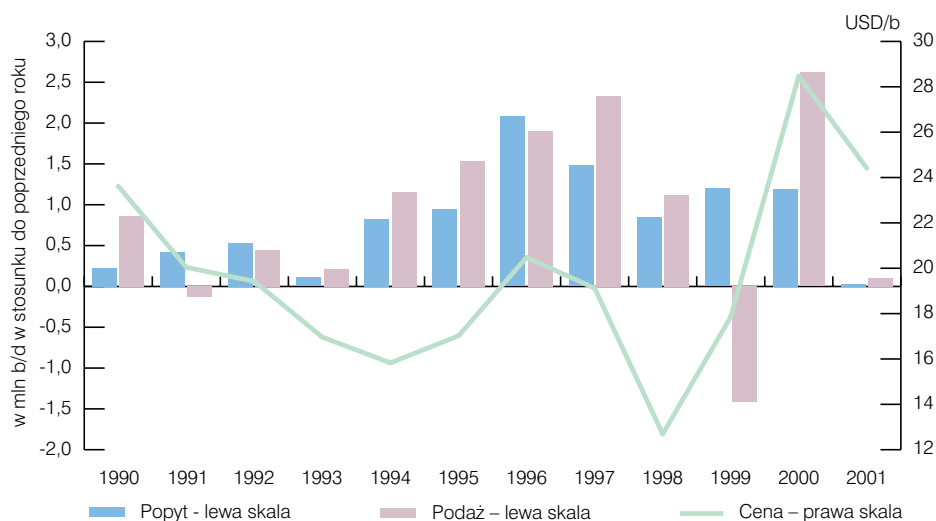
Źródło: „The Economist” i Bloomberg.

ryłek dziennie<sup>23</sup> w porównaniu z rokiem poprzednim, podczas gdy w 2000 r. wzrósł odpowiednio o 1,2 mln baryłek. Był to najniższy wzrost popytu na ropę od początku lat dziewięćdziesiątych (wykres 25).

<sup>23</sup> Monthly Oil Market Report, OPEC, January 2002.

## Wykres 25

## Zmiany popytu i podaży ropy naftowej oraz ceny ropy Brent w latach 1990-2001



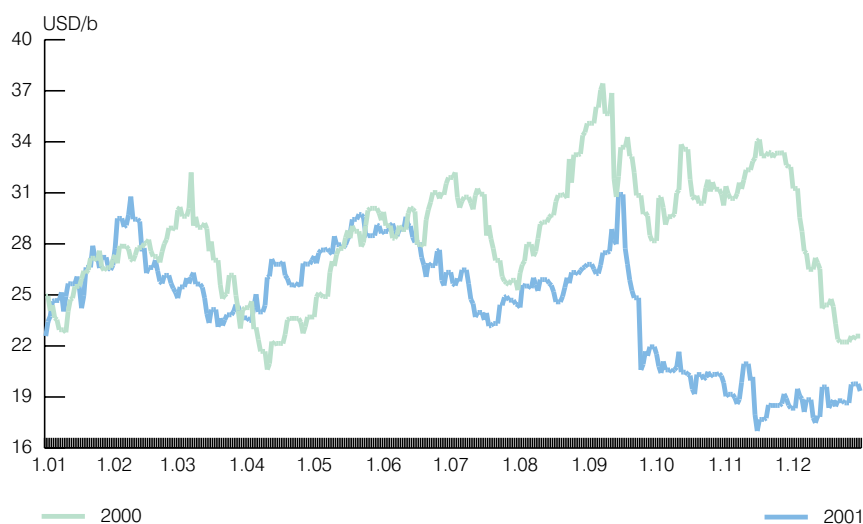
Źródło: International Energy Agency – Monthly Oil Market Report oraz Bloomberg.

Silniejszemu osłabieniu cen ropy zapobiegła polityka podażowa OPEC. W reakcji na zmniejszającą się dynamikę popytu OPEC trzykrotnie deklarował redukcje limitów wydobycia, łącznie o 3,5 mln baryłek dziennie. Jednak brak dyscypliny w przestrzeganiu zobowiązań podażowych spowodował, że kraje OPEC dostarczyły w 2001 r. zaledwie o 600 tys. baryłek ropy dziennie mniej niż w 2000 r. Natomiast podaż z krajów nie należących do kartelu zwiększyła się w ub.r. o 700 tys. baryłek dziennie<sup>24</sup>, w czym największy udział miała Rosja<sup>25</sup>. Łącznie podaż ropy wzrosła więc w ub.r. o 100 tys. baryłek dziennie (w 2000 r. – o 2,6 mln baryłek), co było jednym z najniższych przyrostów podaży odnotowanych w ostatnich latach.

<sup>24</sup> Oil Market Report, International Energy Agency, January 2002.

<sup>25</sup> Dzięki zwiększeniu wydobycia ropy w krajach nie należących do OPEC ich udział w światowej podaży tego surowca zwiększył się do prawie 61%. Tendencja ta, przeważająca w 2000 r., obserwowana jest od II połowy lat dziewięćdziesiątych. Zmiany zachodzące w rosyjskim sektorze paliwowo-energetycznym, a szczególnie zniesienie cła eksportowego na ropę, dają podstawy do przypuszczeń, że znaczenie Rosji na światowym rynku ropy w najbliższym czasie znacząco wzrośnie. Osłabiając wpływ OPEC na światową podaż ropy, może to zmniejszyć prawdopodobieństwo silnych wahań cen ropy, jakie miały miejsce w przeszłości.

Wykres 26  
Cena ropy naftowej (Brent) w latach 2000 i 2001  
(notowania dzienne)



Źródło: dane Bloomberg.

Utrzymująca się drugi rok z rzędu nadwyżka podaży nad popytem (800 tys. baryłek dziennie) pozwoliła na odbudowanie bardzo uszczuplonych w latach 1999-2000 światowych zapasów ropy. Czynnikiem ten – obok słabego popytu – wpływał na obniżanie się cen ropy<sup>26</sup> (wykres 26).

Spadek cen surowców przyczynił się do obniżenia poziomu cen produkcji przemysłowej i spowolnienia wzrostu cen konsumpcyjnych na największym dla polskiej gospodarki rynku – w strefie euro (wykres 27). Wskaźnik cen produkcji przemysłowej obniżył się tam z 5,5% w grudniu 2000 r. do -1,1% w grudniu 2001 r.<sup>27</sup>, a zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych – odpowiednio z 2,6% do 2,0%<sup>28</sup>.

Niższe ceny w handlu międzynarodowym oraz utrzymująca się przez większą część 2001 r. aprecjacja złotego

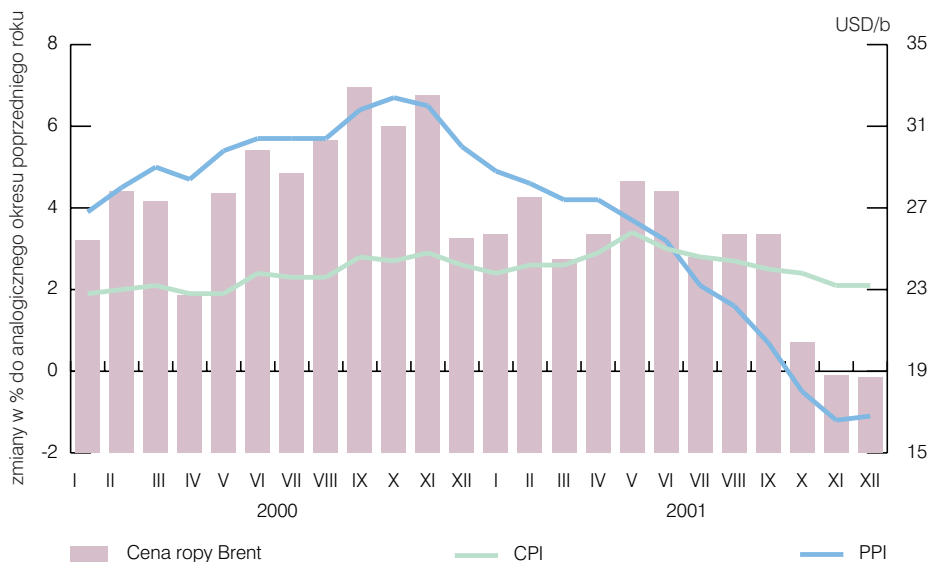
<sup>26</sup> Tendencja ta była w 2001 r. zakłócana krótkookresowo czynnikami sezonowymi i politycznymi (m.in. zamach z 11.09).

<sup>27</sup> Euro-Indicators, News Release, nr 39/2002 – 3 April 2002, Eurostat.

<sup>28</sup> Euro-Indicators, News Release, nr 34/2002 – 18 March 2002, Eurostat.

Wykres 27

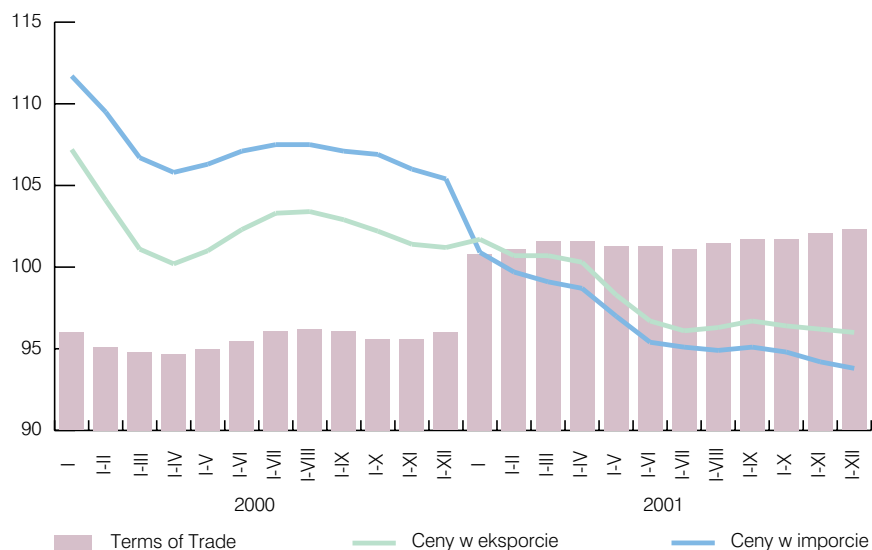
Wskaźnik CPI i PPI w strefie euro oraz ceny ropy naftowej



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 28

Wskaźniki narastające cen transakcyjnych w polskim handlu zagranicznym  
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

wpłynęły na obniżenie cen transakcyjnych w polskim handlu zagranicznym. W 2001 r. złotowe ceny w imporcie były o 6,2% niższe niż przed rokiem, natomiast w eksporcie niższe o 4%<sup>29</sup>. Na podstawie cząstkowych wskaźników *pass-through* wyliczonych dla kursu i cen zewnętrznych (por. punkt 6.3.2.) oceniamy, że aprecjacja złotego w 2001 r. wpłynęła w 65% na obniżenie cen transakcyjnych w polskim handlu zagranicznym. Głębszy spadek cen transakcyjnych w imporcie niż w eksporcie sprawił, że nastąpiła poprawa cenowych warunków wymiany. W 2001 r. wskaźnik *terms of trade* wyniósł 102,3 wobec 96 w całym 2000 r. (wykres 28).

We wszystkich najważniejszych grupach towarowych w imporcie ceny transakcyjne były w 2001 r. niższe niż w poprzednim roku. Do spadku cen transakcyjnych o 6,2% najbardziej przyczyniły się następujące grupy: maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy, które wpłynęły na obniżenie wskaźnika ogółem o 1,7 pkt. proc. (co stanowiło 28% jego spadku); towary przemysłowe sklasyfikowane wg surowca (w tym głównie metale i wyroby metalurgiczne) – odpowiednio o 1,6 pkt. proc. (25%); paliwa mineralne – o 1,2 pkt. proc. (20%) oraz produkty chemiczne – o 0,8 pkt. proc. (12%). Stosunkowo niewielki wpływ na poziom wskaźnika cen transakcyjnych w imporcie miały natomiast artykuły rolne. Na powstrzymanie spadku cen w imporcie artykułów rolnych (do 0,1%) wpłynął wzrost cen importowych zbóż.

Do spadku cen transakcyjnych w eksporcie w największym stopniu przyczyniło się obniżenie cen towarów w grupach „maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy” (o 1,6 pkt. proc.) oraz „towary przemysłowe sklasyfikowane wg surowca” (o 1,3 pkt. proc.). Wzrost cen węgla (o 18% w porównaniu z 2000 r.) spowodował natomiast, że jedyną grupą w eksporcie, w której nastąpił wzrost cen, były paliwa mineralne (4,5% w porównaniu z 2000 r.). Zadecydowało to o poprawie *terms of trade* w 2001 r.

<sup>29</sup> Por. Handel zagraniczny styczeń – grudzień 2001, GUS. Warszawa 2002.



## 5. Przebieg procesów inflacyjnych w 2001 r.

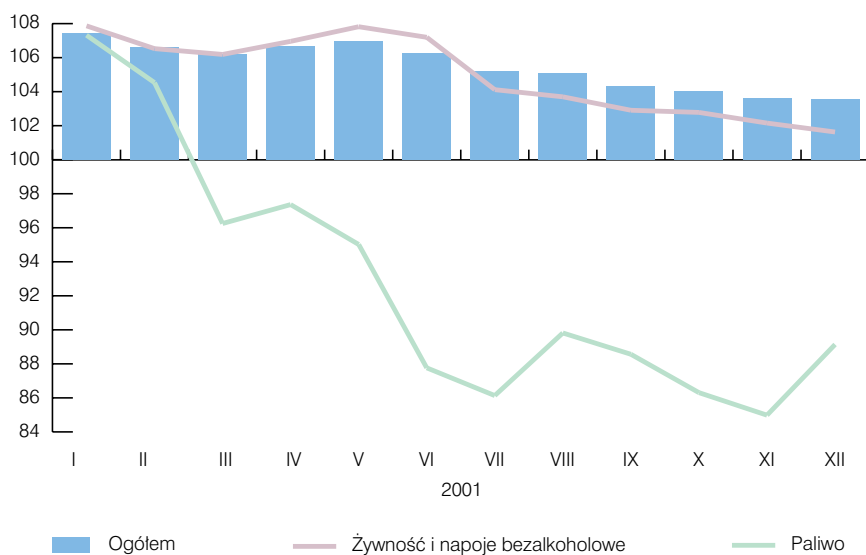
### 5.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Dwunastomiesięczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) w grudniu 2001 r. wyniósł 3,6%, tj. był o 4,9 pkt. proc. niższy niż w grudniu 2000 r. i zarazem najniższy od początku okresu transformacji. Najwyższy w ciągu ubiegłego roku poziom inflacji osiągnęła w styczniu (7,4%), a w kolejnych miesiącach – poza kwietniem i majem – systematycznie spadała. Średnioroczny wskaźnik inflacji wyniósł w 2001 r. 5,5% wobec 10,1% w poprzednim roku.

Nieoczekiwanie szybki spadek inflacji w ub.r. wynikał z działania kilku czynników. Przede wszystkim bardzo korzystnie kształtowały się w ub.r. ceny żywności i napojów bezalkoholowych (wykres 29). Tempo ich wzrostu szczególnie silnie spadało w drugim półroczu, schodząc wyraźnie poniżej tempa wzrostu CPI. Był to efekt wcześniejszego niż przed rokiem sezonowego spadku cen żywności, który ponadto okazał się głębszy i trwał dłużej, niż prognozowano przy wyznaczaniu celu inflacyjnego. Kolejnym czynnikiem wspomagającym proces dezinflacji w 2001 r. był spadek cen paliw. Dokonując prognoz inflacji w trakcie prac nad *Założeniami polityki pieniężnej na 2001 r.*, zakładano przeciętnie wyższy o 1 USD poziom światowych cen (baryłki) ropy, niż było w rzeczywistości. Zakładano również, że w 2001 r. nastąpi deprecjacja złotego wobec dolara USA, a faktycznie złoty wzmocnił się wobec tej waluty o 5,8%. Gdyby wyłączyć z CPI ceny żywności i paliw, to ogólny wskaźnik inflacji byłby na koniec roku o 1,5 pkt. proc. wyższy. Wyłączenie wpływu aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego na CPI spowodowałoby natomiast wzrost inflacji o 0,9 pkt. proc. Powyższe zmiany cenowe zbiegły się w ubiegłym roku ze spadkiem popytu krajowego. Pod wpływem wszystkich tych czynników dwunastomiesięczny wskaźnik CPI, który w całym 2000 r. znajdował się powyżej linii trendu, w ub.r. został zepchnięty poniżej tej linii (wykres 30).

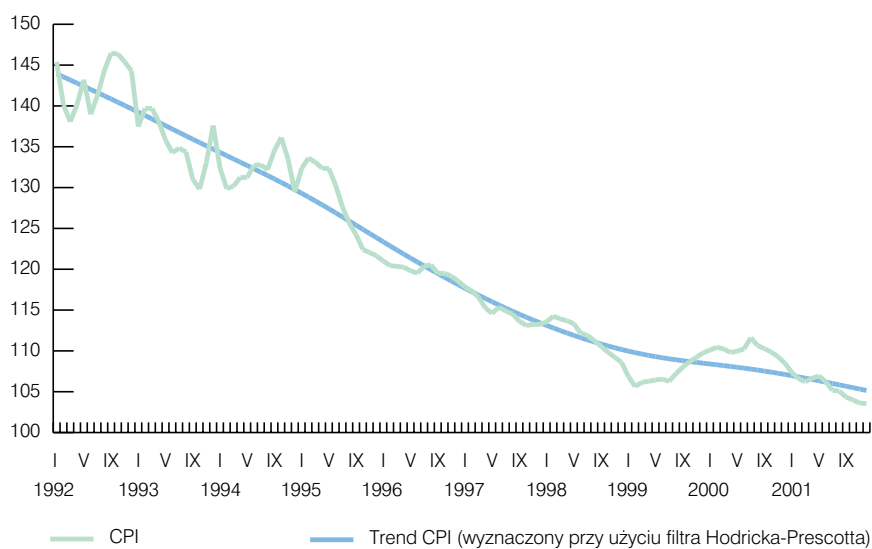
Kształtowanie się CPI oraz poszczególnych kategorii cen w ujęciu dwunastomiesięcznym i narastającym w latach 2000–2001 przedstawiają wykresy 31 i 32, a wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wskaźniki podstawowych grup cen w latach 1999–2001 – tabela 15.

**Wykres 29**  
**Dynamika CPI, cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw w 2001 r.**  
*(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)*



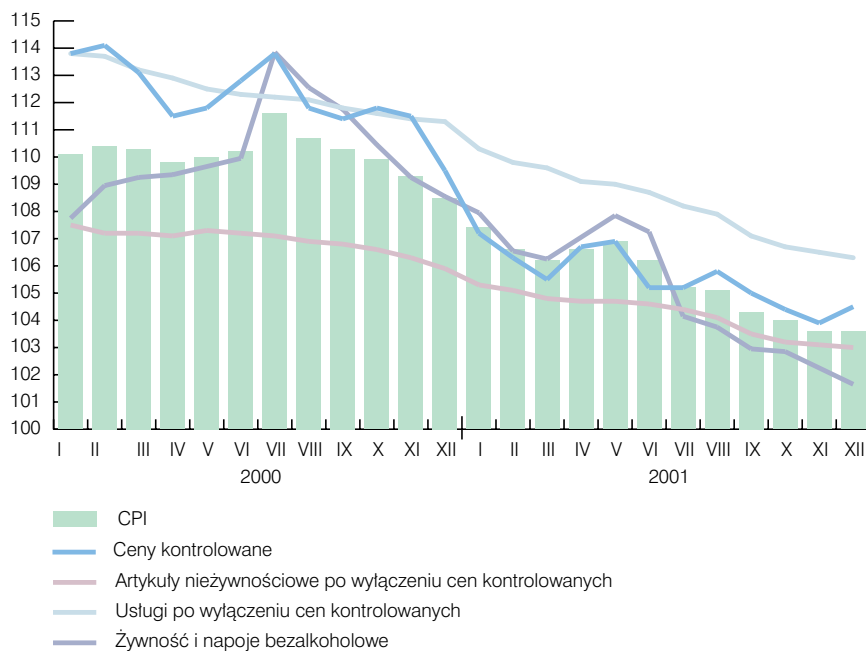
Źródło: dane GUS.

**Wykres 30**  
**CPI oraz trend CPI w latach 1992-2001**  
*(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)*



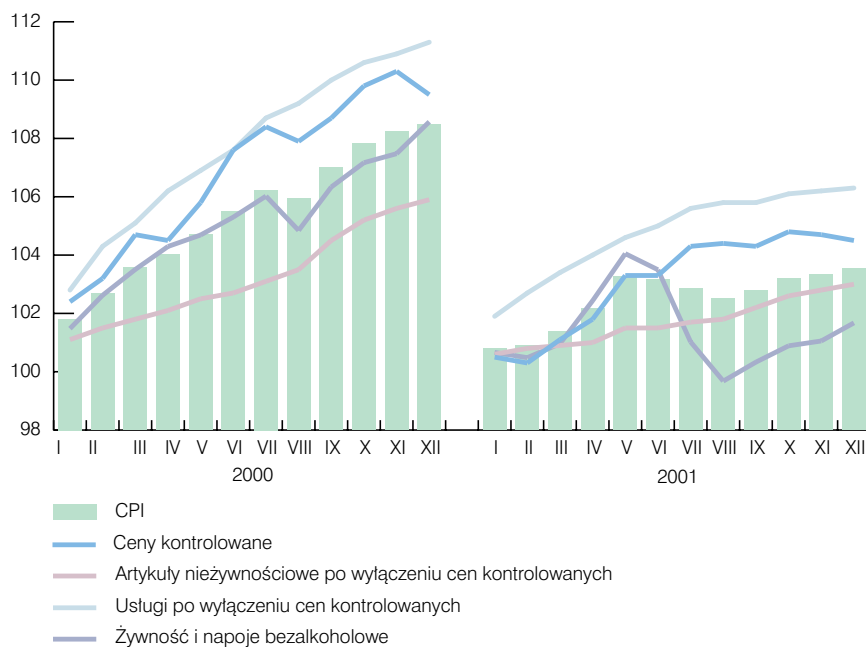
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 31**  
**CPI i główne kategorie cen w latach 2000-2001**  
*(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)*



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 32**  
**CPI oraz główne kategorie w latach 2000-2001**  
*(grudzień poprzedniego roku = 100)*



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 15  
Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

Wyszczególnienie	1999		2000		2001		
	XII	XII	III	VI	IX	XII	I-XII
analogiczny okres poprzedniego roku = 100							
<b>Ceny towarów i usług konsumpcyjnych</b>	<b>109,8</b>	<b>108,5</b>	<b>106,2</b>	<b>106,2</b>	<b>104,3</b>	<b>103,6</b>	<b>105,5</b>
Ceny kontrolowane	114,7	109,5	105,5	105,2	105,0	104,5	105,5
w tym paliwo	152,7	111,0	96,2	87,8	88,6	89,1	92,5
Żywność i napoje bezalkoholowe	106,0	108,5	106,2	107,2	102,9	101,6	105,0
Artykuły niezwywnościowe							
(po wyłączeniu cen kontrolowanych)	107,1	105,9	104,8	104,6	103,5	103,0	104,2
Usługi (po wyłączeniu cen kontrolowanych)	114,0	111,3	109,6	108,7	107,1	106,3	108,3

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wzrost CPI o 3,6% w końcu 2001 r. był wynikiem wzrostu następujących grup cen:

- kontrolowanych o 4,5%, co spowodowało zwiększenie CPI o 1,2 pkt. proc.,
- usług po wyłączeniu z nich grup o cenach kontrolowanych o 6,3% – wzrost CPI o 1,1 pkt. proc.<sup>30</sup>,
- artykułów niezwywnościowych po wyłączeniu z nich grup o cenach kontrolowanych o 3,0% – zwiększenie ogólnego wzrostu cen o 0,8 pkt. proc.,
- żywności i napojów bezalkoholowych o 1,6% – zwiększenie CPI o 0,5 pkt. proc.

Spadkowi inflacji w 2001 r. towarzyszyły istotne – w porównaniu z ub.r. – zmiany w jej strukturze (tabela 16 i wykres 33). Udział wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych we wzroście CPI obniżył się o przeszło połowę (do 14% z blisko 31% przed rokiem). Zwiększył się natomiast znacząco – z około 22% do niemal 31% – udział w CPI cen usług po wyłączeniu z nich grup o cenach kontrolowanych. Zmiany udziałów dwóch pozostałych grup cen były mniejsze: udział cen kontrolowanych w CPI wzrósł z 28% do 33%, a cen artykułów niezwywnościowych po wyłączeniu z ich grup o cenach kontrolowanych zwiększył się z około 20% do około 23%. Ceny pa-

<sup>30</sup> W tej grupie cen na szczególną uwagę zasługuje dynamiczny wzrost opłat za użytkowanie mieszkania, które wpłynęły na wzrost CPI w około 45%.

Tabela 16

Wpływ zmian cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych na CPI w ujęciu dwunastomiesięcznym

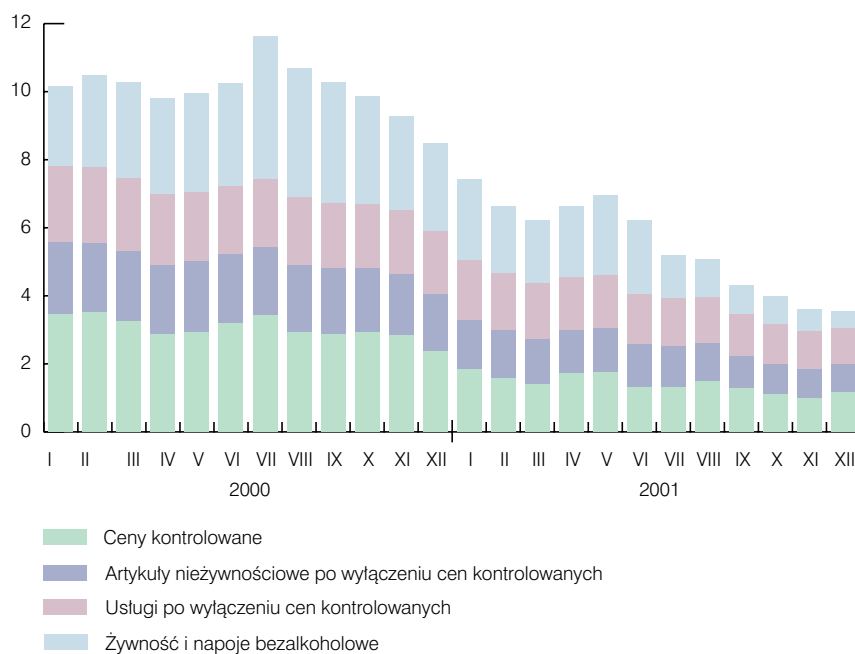
Wyszczególnienie	1999	2000		2001			
	XII	XII	III	VI	IX	XII	I-XII
<b>udział w przyroście CPI (w pkt. proc.)</b>							
<b>CPI</b>	<b>9,8</b>	<b>8,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>4,3</b>	<b>3,6</b>	<b>5,5</b>
Ceny kontrolowane	3,6	2,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,4
w tym paliwo	1,3	0,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Żywność i napoje bezalkoholowe	1,9	2,6	1,9	2,2	0,9	0,5	1,5
Artykuły nieżywnościowe bez cen kontrolowanych	2,0	1,7	1,3	1,2	0,9	0,8	1,2
Usługi bez cen kontrolowanych	2,3	1,8	1,7	1,5	1,2	1,1	1,4
<b>struktura przyrostu CPI (w %)</b>							
<b>CPI</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Ceny kontrolowane	36,9	28,0	22,6	21,4	29,8	33,0	26,0
w tym paliwo	13,1	3,6	-2,1	-6,8	-9,2	-10,7	-4,8
Żywność i napoje bezalkoholowe	19,5	30,6	29,9	34,8	20,3	13,8	27,3
Artykuły nieżywnościowe bez cen kontrolowanych	20,4	19,7	21,0	20,0	21,7	22,7	20,8
Usługi bez cen kontrolowanych	23,2	21,7	26,5	23,8	28,2	30,5	25,9

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

liw, które w 2000 r. oddziaływały proinflacyjnie (choć miały wówczas najmniejszy udział we wzroście CPI), w ub.r. przyczyniły się do spadku inflacji.

W 2001 r., podobnie jak przed rokiem, najsilniej wzrosły *cenę usług oczyszczonych z cen kontrolowanych*. Wyższy wzrost cen usług konsumpcyjnych niż CPI utrzymuje się ze zmiennym nasileniem od początku okresu transformacji. Zjawisko to, wynikające m.in. z tzw. efektu Balassy-Samuelsona, jest charakterystyczne dla krajów szybko rozwijających się. Spośród usług po wyłączeniu cen kontrolowanych w 2001 r. najsilniej wzrosły opłaty za: zaopatrywanie w wodę i inne usługi związane z zamieszkiwaniem, użytkowanie mieszkania, opiekę socjalną, ich dynamika w skali rocznej kształtowała się w przedziale 8-14%. Należy przy tym zaznaczyć, że popyt na wiele rodzajów silnie drożących usług jest sztywny. Kształtowanie się cen usług w tej grupie nie jest wrażliwe na poziom restrykcyjności polityki pieniężnej i stanowi czynnik spowalniający proces dezinflacji.

Wykres 33  
*Udział poszczególnych kategorii cen w CPI w latach 2000-2001*  
*(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)*



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wzrost *cen kontrolowanych* (gdzie mechanizmy rynkowe działają w ograniczonym zakresie) w 2001 r., podobnie jak w latach poprzednich, przewyższał ogólne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych. Jednak w porównaniu z 2000 r. tempo wzrostu tej grupy cen wyraźnie osłabło. Był to przede wszystkim efekt spadku cen paliw. Średnioroczny spadek cen paliw wyniósł w 2001 r. 7,6%, podczas gdy w 2000 r. wzrosły one o 36,8%. Od grudnia 2000 r. do grudnia 2001 r. ceny paliw obniżyły się natomiast o 10,9%, wobec wzrostu o 11,0% w poprzednim roku. Zmiany cen paliw w 2001 r. były wypadkową: zmian cen światowych, podwyżek stawek podatku akcyzowego oraz polityki cenowej krajowych rafinerii i sprzedawców detalicznych (tabela 17). W końcu 2001 r. spadkowi światowych cen benzyny towarzyszył spadek kursu dolara, co było dodatkowym impulsem obniżającym krajowe ceny paliw.

Śród innych grup towarów i usług o cenach kontrolowanych w 2001 r. najsilniej zdrożały: gaz sieciowy,



Tabela 17

## Struktura ceny detalicznej brutto benzyny Eurosuper 95 (w %)

Miesiąc	Cena importowa	Podatki	Czynniki rynkowe
Styczeń 2001 r.	27,2	62,5	10,4
Czerwiec 2001 r.	25,8	61,3	12,8
Grudzień 2001 r.	17,2	65,3	17,5

Źródło: dane Nafta Polska SA, obliczenia NBP.

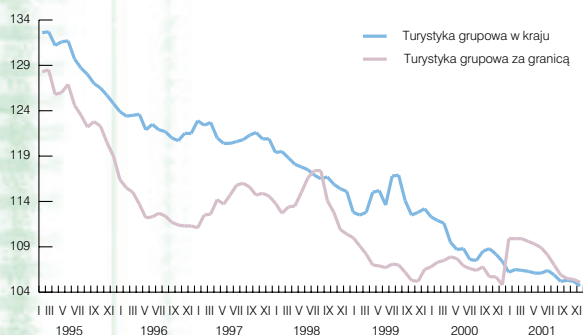
energia elektryczna, przewozy autobusami miejskimi, ciepła woda, abonament RTV, centralne ogrzewanie, napoje alkoholowe; roczny wzrost cen w tych grupach wahał się w granicach 5-15%. Na tym tle drastycznie wysoki skokowy wzrost (o 131%) wystąpił w przypadku opłat za usługi administracji państwowej (które wzrosły w związku z podwyżką opłat skarbowych od zaświadczeń wydawanych z akt ewidencji ludności) oraz abonamentu telefonicznego TP SA, za który opłata jednorazowo zwiększyła się o 40%.

*Ceny żywności i napojów bezalkoholowych* wykazały w 2001 r. niewielki wzrost (rok wcześniej był on pięciokrotnie silniejszy) – o 2,0 pkt. proc. niższy od wzro-

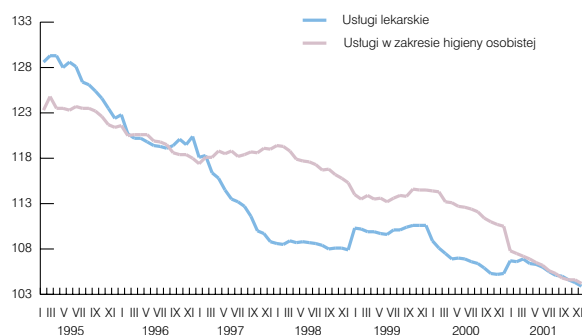
Wykres 34.1

## Wskaźniki z grupy cen usług (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

## a) Wskaźniki cen turystyki krajowej i zagranicznej



## b) Wskaźniki cen usług lekarskich oraz w zakresie higieny osobistej

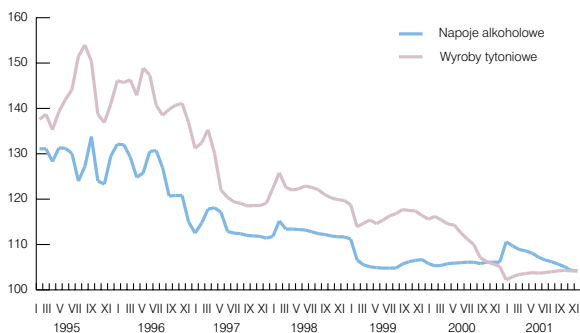


Źródło: dane GUS.

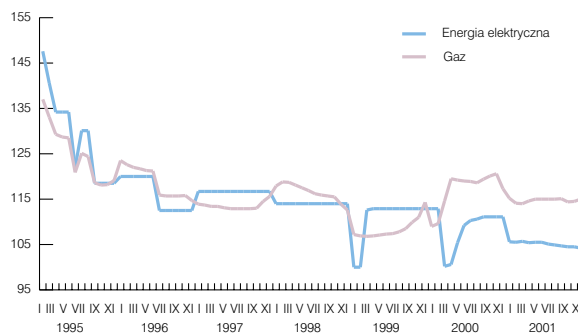
Wykres 34.2

Wskaźniki z grupy cen kontrolowanych (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

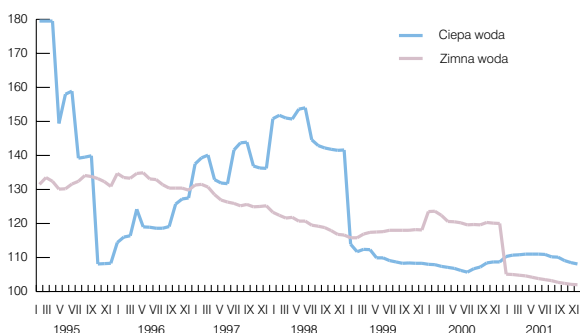
a) Wskaźniki cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych



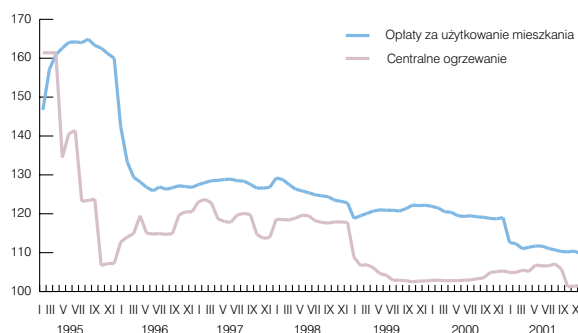
b) Wskaźniki cen energii elektrycznej i gazu



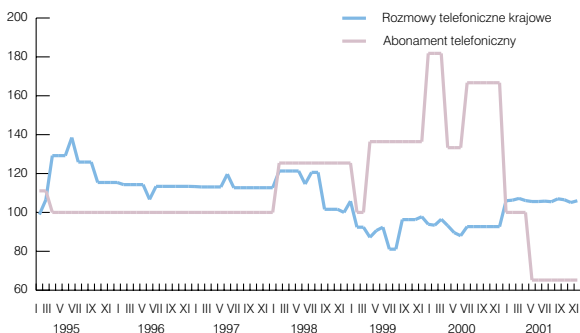
c) Wskaźniki cen ciepłej i zimnej wody



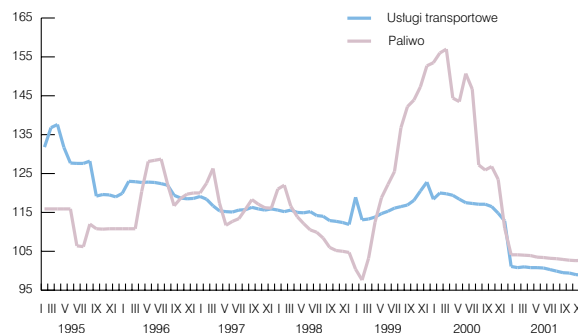
d) Wskaźniki cen opłat za użytkowanie mieszkania i centralnego ogrzewania



e) Wskaźniki cen rozmów telefonicznych krajowych i abonamentu telefonicznego



f) Wskaźniki cen usług transportowych i paliwa

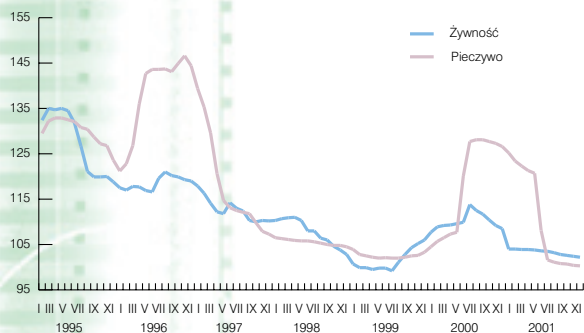


Źródło: dane GUS.

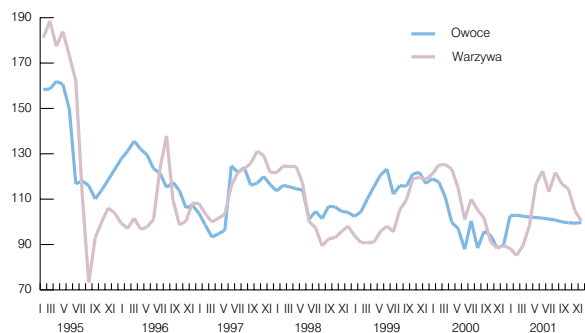
Wykres 34.3

Wskaźniki z grupy cen żywności (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

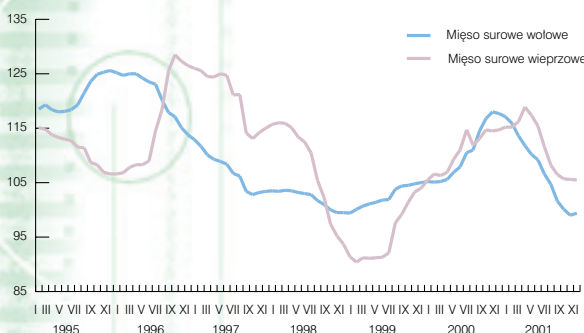
a) Wskaźniki cen żywności i pieczywa



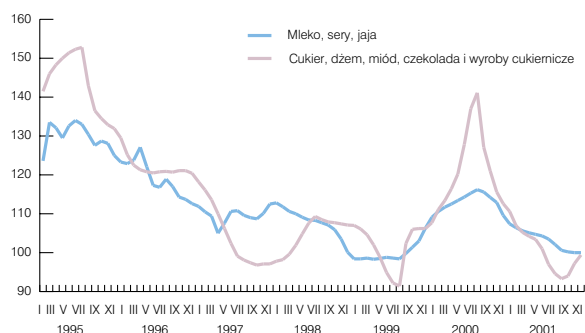
b) Wskaźniki cen owoców i warzyw



c) Wskaźniki cen mięsa wieprzowego i wołowego



d) Wskaźniki cen mleka, serów i jaj oraz cukru, dżemu, miodu, czekolady i wyrobów cukierniczych



Źródło: dane GUS.

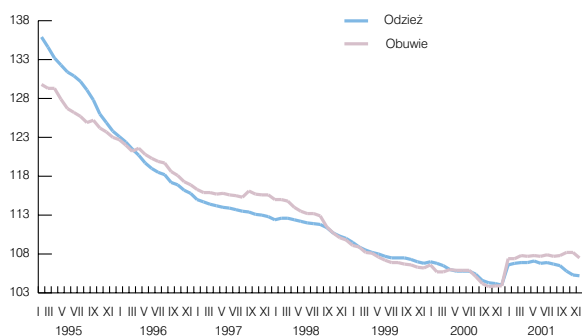
stu CPI. Spośród podstawowych grup żywności relatywnie najbardziej podrożały ryby oraz warzywa. Obniżyły się natomiast ceny drobiu, mięsa wołowego, cukru, olejów i tłuszczów.

Podstawowym czynnikiem kształtującym ceny na rynku rolnym w 2001 r. były znacznie większe niż przed rokiem zbiory zbóż (o 20,7%), co spowodowało w II połowie 2001 r. spadek ich cen, a także cen mieszanek paszowych. Ceny skupu pszenicy obniżyły się o 15%, a żyta o 14% (w ujęciu grudzień do grudnia). Wpłynęła na to m.in. sytuacja podażowa, w tym duży import zbóż

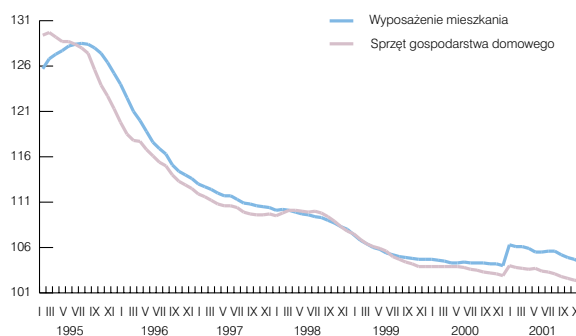
Wykres 34.4

Wskaźniki z grupy cen towarów nieżywnościowych (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

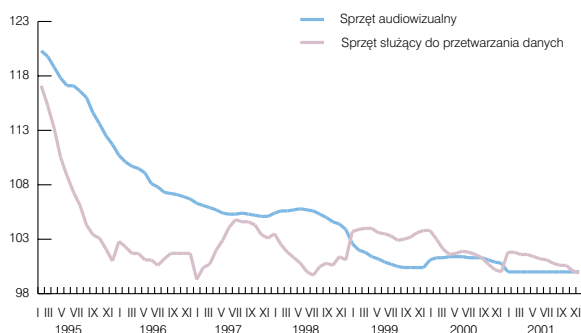
a) Wskaźniki cen odzieży i obuwia



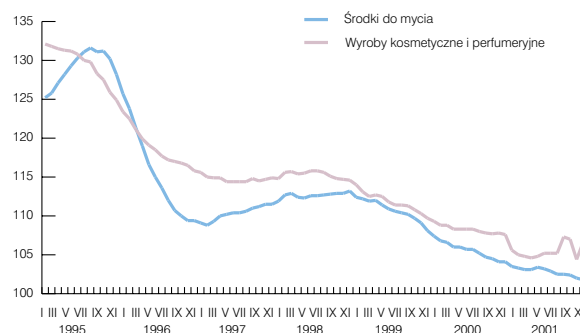
b) Wskaźniki cen wyposażenia mieszkania i sprzętu gospodarstwa domowego



c) Wskaźniki cen sprzętu audiowizualnego i służącego do przetwarzania danych



d) Wskaźniki cen środków do mycia i wyrobów perfumeryjnych



Źródło: dane GUS.

w I i II kwartale roku oraz większe niż przed rokiem dostawy w ramach skupu interwencyjnego. Na rynku produktów zwierzęcych odnotowano w omawianym okresie mniejszą podaż trzody chlewnej i bydła rzeźnego, a większą – drobiu rzeźnego i mleka krowiego.

Ceny artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych są grupą najbardziej wrażliwą na wahania popytu i poddaną silnej konkurencji zagranicznej. Stąd też ceny te charakteryzują się relatywnie słabszym wzrostem w porównaniu z innymi grupami cen. Spadek popytu krajowego w 2001 r. oraz obniżenie dynamiki popytu ze-

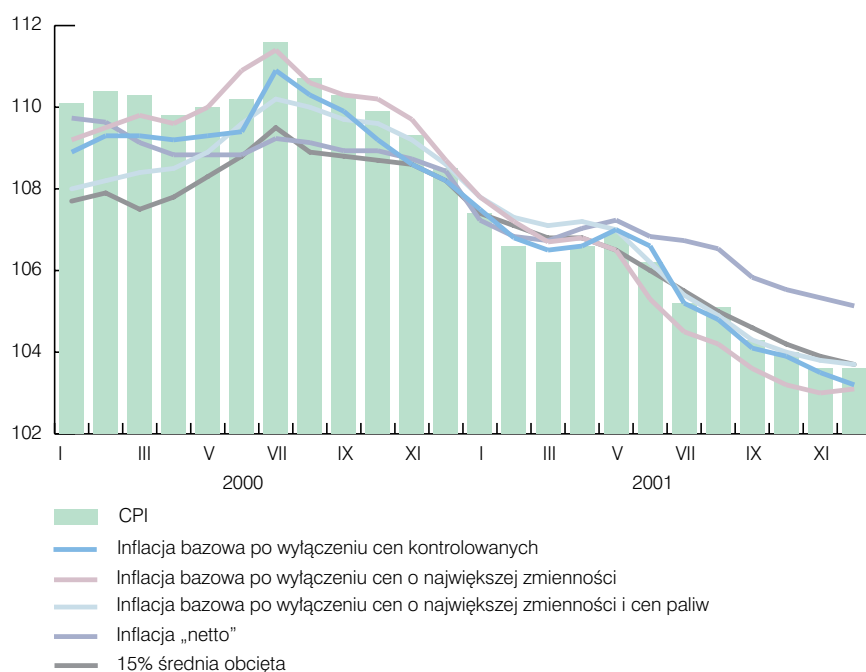
wnętrznego spowodowały nasilenie systematycznej redukcji skali wzrostu tej grupy cen. W końcu 2001 r. ceny artykułów niezwywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych wzrosły o 3,0% w porównaniu z końcem 2000 r., kształtując się o 0,6 pkt. proc. poniżej CPI. Był to wzrost niemal dwukrotnie niższy niż w analogicznym okresie 2000 r.

## 5.2. Inflacja bazowa

W 2001 r. zarówno wszystkie miary inflacji bazowej, jak i CPI cechowała tendencja spadkowa, zapoczątkowana w sierpniu 2000 r. (wykres 35) Tylko w kwietniu i maju tendencja ta uległa przejściowemu odwróceniu i nastąpił wzrost większości wskaźników, po czym powróciły one do trendu spadkowego. Na koniec 2001 r. zarówno wskaźnik CPI, jak i wszystkie miary inflacji bazowej osiągnęły najniższy poziom od początku okresu transformacji (z wyjątkiem inflacji bazowej po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych, która w grudniu nieznacznie wzrosła w stosunku do listopada).

Wykres 35

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dwunastomiesięczne wskaźniki inflacji bazowej kształtowały się na koniec ub.r. w przedziale 3,1-5,1% (w 2000 r. 8,2-8,7%). Szczególnie silny wpływ cen paliw i żywności na obniżenie się inflacji w 2001 r. jest ilustrowany przez wskaźnik inflacji „netto”, powstały po wyeliminowaniu tych cen z CPI. Od lutego ub.r. jedynie on kształtował się powyżej ogólnego wskaźnika inflacji. Systematyczne zmniejszanie się w ciągu ub.r. wszystkich miar inflacji bazowej wskazuje, że spadek inflacji dotyczył większości grup towarów i usług konsumpcyjnych i nie był wyłącznie efektem działania czynników o charakterze przejściowym.

Do obniżenia inflacji w ub.r. w największym stopniu przyczynił się spadek cen paliw, krajowych rozmów telefonicznych oraz artykułów żywnościowych (drobiu, jaj, mąki, cukru, masła). Do najbardziej dynamicznie rosnących cen należały natomiast ceny usług komunalnych oraz nośników energii (opłaty za użytkowanie mieszkania, zimna woda, energia elektryczna, gaz, centralne ogrzewanie, węgiel kamienny), a także leków, abonamentu telefonicznego, gazet i czasopism.

**Tabela 18**  
*Tempo zmian różnych miar inflacji bazowej*

Wyszczególnienie	1999 2000 2001			2001											
	średnioroczne	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII		
	zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku														
<b>CPI</b>	<b>7,3</b>	<b>10,1</b>	<b>5,5</b>	<b>7,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>
Wskaźniki inflacji bazowej:															
Po wyłączeniu cen															
kontrolowanych	6,3	9,4	5,5	7,5	6,8	6,5	6,6	7,0	6,6	5,2	4,8	4,1	3,9	3,5	3,2
Po wyłączeniu cen															
o największej zmienności	7,2	10,0	5,1	7,8	7,2	6,7	6,8	6,5	5,3	4,5	4,2	3,6	3,2	3,0	3,1
Po wyłączeniu cen															
o największej zmienności															
i cen paliw	6,7	9,1	5,7	7,8	7,3	7,1	7,2	7,0	6,2	5,4	4,9	4,3	4,0	3,8	3,7
Po wyłączeniu cen															
żywności i paliw															
(tzw. inflacja „netto”)	9,3	9,0	6,4	7,2	6,8	6,7	7,0	7,2	6,8	6,7	6,5	5,8	5,5	5,3	5,1
15% średniej obciętej	6,9	8,4	5,6	7,4	7,1	6,8	6,8	6,5	6,0	5,5	5,0	4,6	4,2	3,9	3,7

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.



Tabela 19

Porównanie struktury wag grup towarów i usług wchodzących w skład poszczególnych miar inflacji bazowej

Wyszczególnienie	Ceny	Ceny najbardziej	Ceny najbardziej	Ceny żywności
	kontrolowane	zmiennie	zmiennie i paliwa	i paliw
Ceny kontrolowane	25,7*	8,0	11,5	3,5
Ceny najbardziej zmienne	8,0	15,9*	15,9	4,3
Ceny najbardziej zmienne i paliwa	11,5	15,9	19,4*	7,8
Ceny żywności i paliw	3,5	4,3	7,8	33,6*

\* Udział danej grupy cen w CPI (w %).

Pozostałe liczby – udział w CPI (w %) wspólnego składnika dwóch grup cenowych.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

### 5.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej

W 2001 r., po raz pierwszy od początku okresu transformacji, odnotowano spadek *cen produkcji sprzedanej przemysłu*. Po trzech kwartałach słabnącej dynamiki wzrostu w IV kwartale spadły one poniżej poziomu z analogicznego okresu sprzed roku (tabela 20). Spadek PPI<sup>31</sup> był w 2001 r. zjawiskiem powszechnym na świecie (np. w strefie euro dwunastomiesięczny PPI obniżył się w grudniu 2001 r. do -1,1%, a w USA do -1,8%).

Obniżanie się dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu dokonywało się w Polsce w ub.r. wyłącznie wskutek znacznych obniżek cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe. W sekcji tej dynamika wzrostu cen w porównaniu z poprzednim rokiem zaczęła się zmniejszać już od połowy 2000 r., ale dopiero od czerwca 2001 r. poziom cen w tej sekcji obniżył się w porównaniu z cenami z analogicznego okresu poprzedniego roku (wykres 36). W żadnym miesiącu 2001 r. poziom cen produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym nie przekroczył przy tym poziomu cen z grudnia 2000 r. (wykres 37b).

<sup>31</sup> Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu.

*Tabela 20*  
*Dynamika cen produkcji sprzedanej wybranych dziedzin gospodarki w latach 2000-2001*  
*(analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100; w %)*

Wyszczególnienie	2000					2001				
	I	II	III	IV	średnio- roczna	I	II	III	IV	średnio- roczna
<b>Przemysł, w tym:</b>	<b>107,9</b>	<b>108,1</b>	<b>108,5</b>	<b>106,9</b>	<b>107,8</b>	<b>104,2</b>	<b>102,2</b>	<b>100,8</b>	<b>99,4</b>	<b>101,6</b>
górnictwo i kopalnictwo	109,4	110,3	112,2	111,0	110,7	108,9	105,3	104,5	102,0	105,1
przetwórstwo										
przemysłowe	107,6	108,1	108,2	106,2	107,5	102,7	100,4	98,8	97,3	99,8
wytwarzanie										
i zaopatrywanie										
w energię elektryczną,										
gaz, wodę	108,1	106,5	109,1	109,9	108,4	111,5	111,7	111,5	110,8	111,3
<b>Budownictwo</b>	<b>107,7</b>	<b>108,6</b>	<b>108,5</b>	<b>107,3</b>	<b>107,9</b>	<b>106,3</b>	<b>104,4</b>	<b>103,4</b>	<b>102,5</b>	<b>103,8</b>

Źródło: „Biuletyny Statystyczne” GUS.

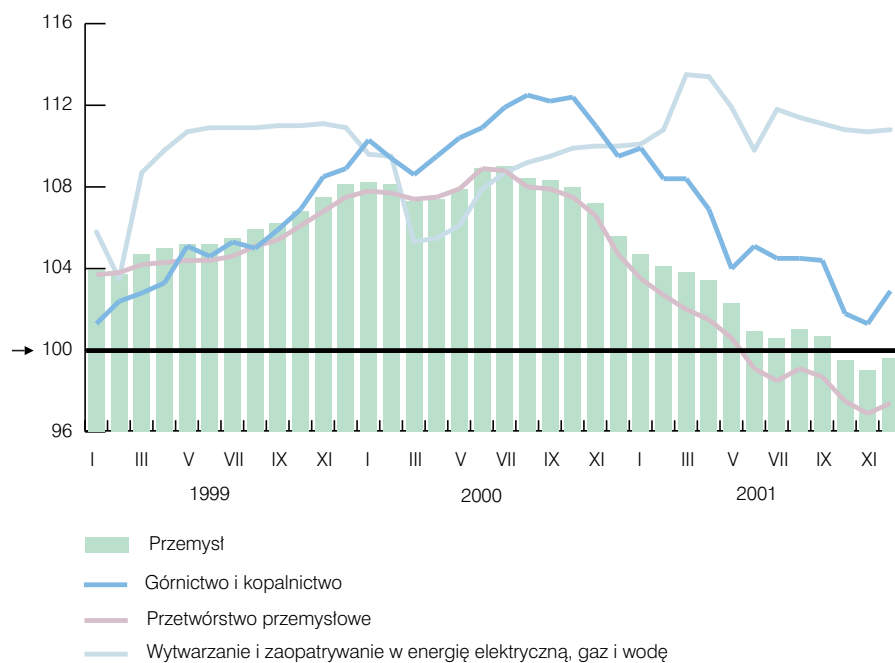
Takie kształtowanie się cen w przetwórstwie przemysłowym w 2001 r. było wynikiem przede wszystkim słabnącego popytu konsumpcyjnego na rynku krajowym i zagranicznym, konkurencji ze strony importu (który relatywnie potaniał, m.in. na skutek aprecjacji złotego i spadku cen zewnętrznych) oraz obniżenia aktywności inwestycyjnej w gospodarce<sup>32</sup>.

Ceny w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz, wodę – w przeciwieństwie do cen w przetwórstwie przemysłowym – wykazały w 2001 r. dynamiczny wzrost o charakterze skokowym (największe miesięczne przyrosty odnotowano w marcu – o 3,5% – i w lipcu – o 2,8%). Na przełomie I i II kwartału dwunastomiesięczny wskaźnik tych cen osiągnął najwyższy w roku poziom 13,5%, a w grudniu wynosił on 10,8% (wykres 36).

Podwyżki cen produkcji w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz, wodę następowały w 2001 r. – podobnie jak w latach poprzednich – w pewnym cyklu, wyznaczanym przez wzrost kosztów produk-

<sup>32</sup> Przyczynił się do tego także spadek cen w przetwórstwie ropy naftowej związany ze spadkiem cen tego surowca na rynkach światowych.

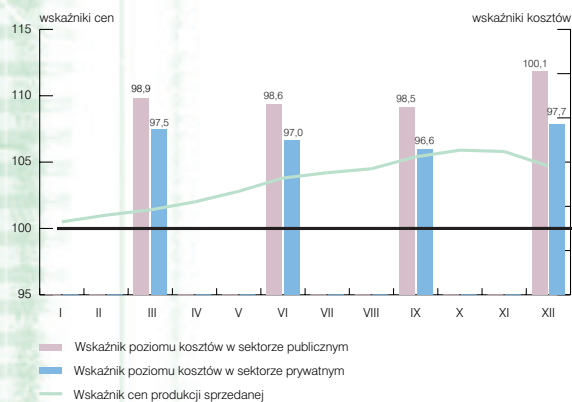
**Wykres 36**  
**Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu i jego sekcji**  
 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



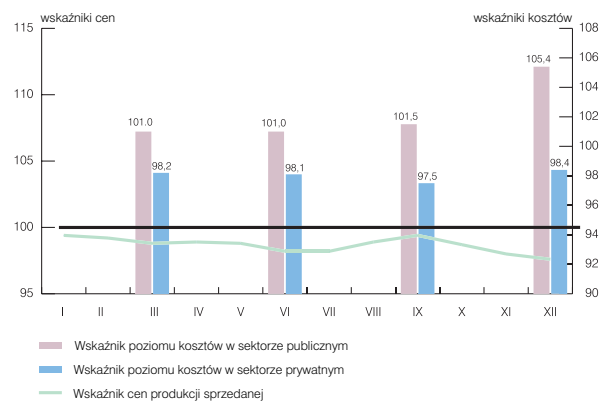
Źródło: dane GUS.

**Wykres 37**  
**Wskaźniki cen produkcji sprzedanej (grudzień poprzedniego roku = 100) oraz poziomu kosztów w przetwórstwie przemysłowym**

a) 2000



b) 2001



Źródło: dane GUS.

cji, co umożliwiła uprzywilejowana pozycja producentów związanych z rynkiem energetycznym. W przeciwieństwie do przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego funkcjonowały one w warunkach monopolu naturalnego, przy stosunkowo sztywnym popycie na energię, gaz, ciepło i wodę na rynku lokalnym, regulowanym ponadto wieloletnimi umowami z dostawcami. W związku z tym spadek rentowności nie wywoływał w tych przedsiębiorstwach dążenia do obniżki kosztów, lecz zachęcał do kolejnej podwyżki cen.

W górnictwie i kopalnictwie dynamika cen, choć wykazywała w ciągu 2001 r. tendencję malejącą, także była wysoka. Średnioroczny wskaźnik wzrostu tych cen w ub.r. osiągnął poziom 5,1%, wobec 10,7% w 2000 r. Jednak w ramach tej sekcji ceny w klasach: górnictwo i wzbogacanie węgla kamiennego oraz górnictwo i wzbogacanie węgla brunatnego kształtowały się odmiennie. W przypadku węgla kamiennego nastąpił wzrost dynamiki cen z 7,9% w 2000 r. do 9% w 2001 r., a w przypadku węgla brunatnego – z 11,7% do 13,1%.

Średnioroczne tempo wzrostu *cen produkcji budowlano-montażowej* w 2001 r. było wolniejsze niż przed rokiem i wyniosło 3,8% (wobec 7,9% w 2000 r.). Produkcja budowlano-montażowa (w cenach stałych) spadła w tym okresie o 10,6%. We wszystkich grupach robót budowlanych ceny rosły znacznie wolniej niż w 2000 r. W 2001 r. najbardziej wzrosły ceny robót specjalistycznych, a w szczególności wykonywania instalacji budowlanych – średnio o 6,1% (wobec 9,7% przed rokiem).

Spadająca dynamika wzrostu cen produkcji sprzedanej budownictwa była wynikiem z jednej strony zmniejszenia się popytu na usługi budowlane, związanego ze słabnącą aktywnością inwestycyjną w gospodarce, a z drugiej – rosnącej konkurencji na rynku tych usług. W porównaniu z PPI dynamika cen w produkcji budowlano-montażowej była stosunkowo wysoka. Wiąże się to z charakterem produkcji budowlanej (długie cykle realizacji i rozliczania obiektów wg cen umownych z poprzedniego okresu), z relatywnie wysoką dynamiką cen materiałów zużywanych w budownictwie (dynamika cen działu produkującego na potrzeby budownictwa wyniosła w 2001 r. 2,6%, wobec spadku o 0,2% cen w przetwórstwie przemysłowym) oraz ze znaczną dynamiką cen wyspecjalizowanych firm dysponujących ciężkim sprzętem budowlanym, którego obsługa wymaga wysokich kwalifikacji.

## 6. Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego

### 6.1. Polityka pieniężna w 2001 r.

Stopniowe obniżanie się rocznej stopy wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w ciągu 2001 r. oraz przewidywania osłabienia presji inflacyjnej zdecydowały o wyraźnym obniżeniu podstawowych stóp procentowych NBP. Rada Polityki Pieniężnej dokonała w ub.r. sześciu obniżek stóp, redukując je łącznie o 750 punktów bazowych (tabela 21). W efekcie nominalne stopy procentowe NBP znalazły się na najniższym poziomie od początku transformacji. Spadły również stopy realne; od pierwszej obniżki stóp procentowych dokonanej pod koniec lutego do końca ub.r. stopa referencyjna NBP obniżyła się w ujęciu realnym o 3,5 pkt. proc. Obliczany w NBP indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI), który uwzględnia zarówno zmiany krótkookresowej realnej stopy procentowej, jak i zmiany realnego efektywnego kursu złotego, od połowy 2001 r. zdecydowanie się zmniejszał i w grudniu spadł poniżej poziomu z grudnia 2000 r.

Wykres 38

Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej\*



\* Podstawa – grudzień 1994 r.

## Ramka 3

## Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI)

Indeks MCI wyznaczany względem stałej bazy jest średnią ważoną (kombinacją liniową) realnej, rynkowej stopy procentowej oraz rocznego tempa zmian realnego kursu walutowego:

$$MCI_t = [w_1 \times (r_t - rb) + w_2 \times (q_t - qb)]$$

gdzie:

$r_t$  – realna stopa procentowa w okresie  $t$

$rb$  – realna bazowa stopa procentowa

$q_t$  – roczne tempo zmian realnego kursu walutowego

$qb$  – roczne tempo zmian realnego kursu walutowego w okresie bazowym

$w_1$  – waga dla realnej stopy procentowej

$w_2$  – waga dla realnego kursu walutowego

Zmienną odzwierciedlającą realną stopę procentową stanowi tu trzymiesięczna stopa WIBOR, deflowana wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI).

Realny kurs walutowy reprezentowany jest natomiast przez realny efektywny kurs walutowy, tj. indeks nominalnego efektywnego kursu walutowego, skorygowany zmianami cen (CPI) w kraju i za granicą, z uwzględnieniem udziałów poszczególnych krajów w wymianie handlowej z Polską. Realny efektywny kurs walutowy jest wyznaczany według następującej formuły:

$$REER = E \frac{P}{P^*},$$

gdzie:

$E$  – zmiany nominalnego efektywnego kursu walutowego, gdzie jednostka waluty krajowej równa jest  $x$  jednostkom waluty zagranicznej

$P$  – indeks cen krajowych

$P^*$  – indeks cen zagranicznych

Konstrukcja indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej wymaga zastosowania odpowiednich wag dla poszczególnych zmiennych indeksu. Na podstawie modelu wiążącego następujące zmienne: różnicę między potencjalną a rzeczywistą realną wartością produkcji sprzedanej przedsiębiorstw (zmienna zależna), realną rentowność 26-tygodniowych bonów skarbowych, realny kurs dolara i wskaźnik inflacji (zmienne niezależne), wykazano, że do wyznaczenia omawianego indeksu należy przyjąć wagi w relacji 2:1 (tj. realna stopa procentowa: 2; roczne tempo zmian realnego kursu walutowego: 1).

Zmniejszaniu stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej sprzyjała zdecydowana poprawa sytuacji na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Deficyt na rachunku obrotów bieżących udało się obniżyć z ponad 8% na początku 2000 r. do 6,3% pod koniec 2000 r. i 4,1% w końcu 2001 r. Była ona możliwa z jednej strony dzięki ostrożnej polityce pieniężnej, z drugiej zaś – w następstwie utrzymującego się w UE do połowy 2001 r. stosunkowo wysokiego wzrostu gospodarczego oraz popytu na polski eksport. W efekcie znacznie zmniejszyło się prawdopodobieństwo gwałtownej deprecjacji kursu złotego i wzrostu inflacji w przyszłości.



Pomimo znacznego obniżenia podstawowych stóp procentowych NBP roczna stopa inflacji w końcu 2001 r. była niższa, niż oczekiwano, i wyniosła 3,6%. Złożyło się na to zarówno oddziaływanie czynników natury podażowej – wyjątkowo korzystne dla obniżania inflacji kształtowanie się sytuacji na rynku żywności i paliw – jak również popytowej – silniejsze, niż przewidywano, spowolnienie tempa wzrostu popytu zewnętrznego i spadek krajowej absorpcji (szerzej tendencje te omówiono we wcześniejszych rozdziałach *Raportu*). Obniżeniu tempa wzrostu cen sprzyjała również aprecjacja złotego.

Zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na 2001 rok*, krótkookresowy cel inflacyjny został ustalony na poziomie 6-8%. Jednak w związku z dużą niepewnością co do kształtowania się w 2001 r. czynników warunkujących realizację tego celu, a pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej, RPP zastrzegła, że nie będzie automatycznie zmniejszała stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, gdyby spadek inflacji poniżej tego poziomu został spowodowany wstrząsami podażowymi.

Tymczasem takie właśnie, korzystne dla obniżania inflacji wstrząsy odnotowano w Polsce w 2001 r. na rynku żywności i paliw. W ich wyniku tzw. wskaźnik inflacji netto, obliczany przez wyłączenie z CPI cen żywności i paliw, ukształtował się na poziomie 5,1%. Oznacza to, że gdyby wyeliminować zmiany cen żywności i paliw, to spadek CPI na koniec 2001 r. byłby mniejszy o 1,5 pkt. proc. Należy też zaznaczyć, że wyeliminowanie wpływu aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego spowodowałoby wzrost CPI o 0,9 pkt. proc. W tych warunkach „dopuszczenie” do spadku CPI poniżej przedziału celu inflacyjnego wynikało z dążenia Rady do ustabilizowania inflacji na niskim poziomie – zgodnie z celem średniookresowym. Dokonanie ewentualnych głębszych obniżek stóp procentowych groziło bowiem ponownym wzrostem inflacji w przypadku ustąpienia wspomnianych wstrząsów podażowych, a tym samym koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów jej obniżania w następnych latach.

Obniżki stóp procentowych NBP – poza dwiema redukcjami po 100 punktów bazowych, o których decyzje zapadły na posiedzeniach RPP w lutym i marcu – zostały skoncentrowane w II połowie 2001 r.<sup>33</sup> Jak wynika

<sup>33</sup> Ekonomiczne skutki oddziaływania decyzji z 27 czerwca 2001 r. o obniżce podstawowych stóp NBP o 1,5 pkt. proc. dotyczyły już II półrocza.

z badań NBP, maksymalny wpływ zmian stóp procentowych na inflację dokonuje się z opóźnieniem 7 – 9 kwartałów<sup>34</sup>, natomiast na wzrost gospodarczy z opóźnieniem 4 – 6 kwartałów. Oznacza to, że decyzje RPP z 2001 r. nie mogły znacząco wpłynąć na ubiegłoroczne kształtowanie się tych dwóch wielkości.

O realizowanej w I połowie ubiegłego roku polityce ostrożnych obniżek stóp procentowych przesądziło kilka argumentów.

- Według większości prognoz dostępnych w pierwszych miesiącach 2001 r., wzrost PKB w Polsce miał wynieść w ub.r. około 4-4,5%, osiągając najwyższy poziom w III kwartale. Nawet najbardziej pesymistyczne ówczesnie prognozy (CASE) wskazywały na możliwość znacznie wyższego wzrostu (3%) niż faktycznie zrealizowany w ub.r. (1,1%). Przewidywano, że w wyniku znacznego wzrostu świadczeń społecznych (wysoka waloryzacja rent i emerytur) i dochodów z pracy istotnie wzrosną dochody do dyspozycji ludności. Oczekiwano również przełamania spadkowej dynamiki inwestycji, notowanej od ostatniego kwartału 1999 r., w związku z prognozami niewielkiego tylko obniżenia wzrostu gospodarczego w krajach Unii Europejskiej i przy założeniu poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw.
- W pierwszych miesiącach 2001 r. utrzymywało się ryzyko kontynuacji szybkiego wzrostu cen żywności, które były wcześniej jednym z podstawowych czynników przyspieszenia inflacji.
- Doświadczenia poprzedniego cyklu luzowania polityki pieniężnej z przełomu lat 1998-1999 dodatkowo przyczyniły się do ostrożnego obniżania przez RPP stóp procentowych. Głębokie redukcje stóp na początku 1999 r. – w warunkach spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego, spadku inflacji i presji na aprecjację złotego – spowodowały bowiem wyraźne przyspieszenie dynamiki kredytów i osłabienie dynamiki depozytów, co w połączeniu ze wstrząsami podażowymi na rynku żywności i paliw przyczyniło się wówczas do wzrostu inflacji i niebezpiecznego powiększenia się deficytu obrotów bieżących. Pamiętając o tych do-

<sup>34</sup> Chociaż analizy mechanizmu transmisji wskazują, że poszczególne kanały oddziaływania wpływają na inflację z różną siłą i w różnym tempie, to jednak maksymalny wpływ polityki stóp procentowych na inflację kwartalną następuje po 7-9 kwartałach, natomiast na inflację roczną – po 8-10 kwartałach.

świadczeniach, RPP wykazywała zatem szczególną ostrożność, by utrwalić utrzymującą się od lipca 2000 r. tendencję zmniejszania inflacji z wysokiego poziomu 11,6% i umożliwić tym samym osiągnięcie średniookresowego celu polityki pieniężnej, którym jest obniżenie inflacji poniżej 4% do końca 2003 r.<sup>35</sup>

- RPP kierowała się też w swojej polityce dążeniem do obniżenia i stabilizacji oczekiwań inflacyjnych.
- Znaczny wpływ na spadek CPI miały wstrząsy podażowe, których odwrócenie przy bardziej ekspansywnej polityce pieniężnej mogłoby spowodować ożywienie inflacji i zagrożenie realizacji celu średniookresowego.
- W ciągu roku zmniejszała się skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania w systemie bankowym. Spadek ten był związany z jednej strony z niskim nominalnym tempem wzrostu dochodów ogółem ludności, a z drugiej – z malejącym oprocentowaniem depozytów bankowych.

Ostatecznie większość kluczowych wielkości makroekonomicznych ukształtowała się w 2001 r. w sposób niekorzystny dla wzrostu gospodarczego w Polsce. Zarówno dynamika popytu krajowego, jak i zagranicznego obniżyły się, wyraźnie niwelując presję inflacyjną. Głęboki spadek zatrudnienia przyczynił się do spadku siły nabywczej globalnych dochodów z pracy. Pogarszające się perspektywy zbytu, przy stosunkowo niskim stopniu wykorzystania zdolności produkcyjnych (rozbudowanych w wyniku wcześniejszego szybkiego wzrostu inwestycji) i braku poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw, przyczyniały się do spadku inwestycji. Dekoniunktura w gospodarce światowej, dodatkowo pogłębiona w konsekwencji wrześniego ataku terrorystycznego na Stany Zjednoczone, spowodowała zmniejszenie nakładów inwestycyjnych firm zagranicznych także w naszym kraju. Trzeba też dodać, że wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce wystąpiło po raz pierwszy od początku lat dziewięćdziesiątych. Precyzyjne prognozowanie przebiegu procesów gospodarczych było i jest w tych warunkach szczególnie trudne.

<sup>35</sup> Porównując poziom inflacji z początku 1999 r. z inflacją notowaną w styczniu i lutym 2002 r., także w warunkach istotnego pogorszenia popytu na polski eksport, można stwierdzić, że jest ona obecnie tylko o około 2 pkt. proc. niższa.

Tabela 21  
Najważniejsze decyzje Rady Polityki Pieniężnej w 2001 r.

Data <sup>a</sup>	Decyzja
28 lutego	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 19% do 18% w skali roku
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 23% do 22%
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 21,5% do 20,5%
28 marca	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 18% do 17% w skali roku
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 22% do 21%
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 20,5% do 19,5%
27 czerwca	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 17% do 15,5% w skali roku
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 21% do 19,5%
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 19,5% do 18%
22 sierpnia	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 rok</i>
26 października	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	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%)
19 grudnia	Obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej z 5% do 4,5%, zlikwidowanie możliwości zaliczania gotówki w kasie na poczet rezerwy (od 28 lutego 2002 r.)

<sup>a</sup> Data podjęcia decyzji.

Źródło: Narodowy Bank Polski.

### *Instrumenty polityki pieniężnej w 2001 r.*

W 2001 r. podstawowym instrumentem polityki pieniężnej NBP była stopa procentowa. Wpływając na poziom nominalnych krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, RPP dążyła do osiągnięcia takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, który byłby spójny z założonym celem inflacyjnym. W celu



odpowiedniego kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych NBP posługiwał się operacjami otwartego rynku, operacjami kredytowo-depozytowymi oraz rezerwą obowiązkową.

**Operacje otwartego rynku** były podstawowym instrumentem umożliwiającym bankowi centralnemu eliminowanie wahań stóp procentowych na rynku i utrzymywanie ich na poziomie pożądanym z punktu widzenia prowadzonej polityki pieniężnej. Z uwagi na utrzymującą się nadpłynność NBP prowadził tylko operacje absorbujące płynność. Wykorzystywał w tym celu emisję 28-dniowych bonów pieniężnych, oddziałując bezpośrednio na jednomiesięczne stopy procentowe rynku międzybankowego. Minimalne oprocentowanie absorbujących płynność krótkookresowych operacji otwartego rynku (stopa referencyjna) informowano o bieżącym kierunku polityki pieniężnej, oddziałując bezpośrednio na jednomiesięczne stopy procentowe rynku międzybankowego. Obniżyła się skala operacji otwartego rynku, które NBP prowadził w celu stabilizowania rynkowych stóp procentowych. Wartość nominalna bonów pieniężnych w obiegu wyniosła na koniec 2001 r. 14.271 mln zł wobec 20.475 mln zł na koniec 2000 r.

Jednym z istotnych czynników oddziałujących w kierunku ograniczenia skali nadpłynności była kontynuacja sprzedaży przez NBP skarbowych papierów wartościowych w operacjach *outright*. Na 49 przetargach zorganizowanych w ub.r. zaoferowano do sprzedaży skonwertowane obligacje skarbowe o wartości nominalnej 15.600 mln zł. Globalny popyt zgłoszony przez inwestorów w ciągu ub.r. wyniósł 23.955 mln zł, co stanowiło 153,56% podaży. Łącznie NBP zaakceptował w ub.r. oferty o wartości nominalnej 6.370 mln zł, tj. 40,83% zaoferowanej podaży i 26,59% zgłoszonego popytu.

Z uwagi na to, że NBP prowadził podstawowe operacje otwartego rynku z 28-dniowym terminem zapadalności dochodziło do wahań krótszych, zwłaszcza jednodniowych, stóp rynku międzybankowego. Łagodzeniu tych wahań służyły krótkookresowe (jednodniowe) **operacje kredytowo-depozytowe**, prowadzone z bankami komercyjnymi z ich własnej inicjatywy: **kredyt lombardowy** udzielany pod zastaw skarbowych papierów wartościowych i **depozyt na koniec dnia** (lokata terminowa banków w NBP).

Stopa kredytu lombardowego pełniła funkcję stopy maksymalnej, określającej krańcowy koszt pozyskania pieniądza na najkrótszy termin na rynku międzybankowym. W niektórych okresach stopy rynku międzybankowego przekraczały jednak poziom oprocentowania kredytu lombardowego. Wiązało się to z niemożnością zaciągnięcia kredytu lombardowego przez niektóre banki z uwagi na brak odpowiedniego zabezpieczenia.

W celu ograniczenia od dołu wahań stóp procentowych rynku międzybankowego o najkrótszym terminie zapadalności NBP wprowadził w grudniu 2001 r. stopę depozytową banku centralnego. Stopa depozytowa wyznacza cenę, jaką bank centralny oferuje bankom komercyjnym za złożenie przez nie jednodniowego depozytu. Dzięki temu od grudnia 2001 r. stopy wykorzystywane w operacjach kredytowo-depozytowych wyznaczały korytarz wahań jednodniowych stóp rynku pieniężnego. Wprowadzenie depozytu na koniec dnia jest zgodne z długofalowym planem dostosowania instrumentarium NBP do systemu Europejskiego Banku Centralnego.

Instrumentem, którego podstawową rolą było łagodzenie wpływu bieżących zmian płynności systemu bankowego na zmiany stóp procentowych rynku międzybankowego, była **rezerwa obowiązkowa**. Ułatwiała ona utrzymanie wybranej stopy rynkowej na pożądanym przez NBP poziomie. Po obniżeniu stóp rezerwy obowiązkowej w 1999 r. zmniejszyło się jej znaczenie jako instrumentu trwałej absorpcji płynności z banków. Faktyczną kwotę rezerwy obowiązkowej za okres jej utrzymywania liczone nadal jako sumę średnich arytmetycznych stanów dziennych na rachunku bieżącym banku lub rachunku rezerwy obowiązkowej oraz stanów dziennych zapasu gotówki w kasach banków, w wysokości nie większej niż deklarowane. Wartość rezerwy obowiązkowej zmieniała się w zależności od wartości gromadzonych środków stanowiących podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej oraz od wielkości środków zwolnionych z tego obowiązku na podstawie decyzji Zarządu NBP.

Stopa rezerwy obowiązkowej w 2001 r. wynosiła 5% od wszystkich rodzajów depozytów. Do 10% wymaganej rezerwy obowiązkowej banki mogły zadeklarować do utrzymania w formie gotówki w kasach banków. Zasady i tryb naliczania i utrzymywania rezerwy obowiązkowej określała uchwała nr 10/98 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 5 czerwca 1998 r.



W celu wzmocnienia roli rezerwy obowiązkowej jako instrumentu stabilizującego rynkowe stopy procentowe NBP zwiększył dostęp banków do informacji dotyczącej płynności sektora bankowego. Poczynając od grudnia 2001 r., NBP rozpoczął codzienną publikację danych na temat wielkości wymaganej rezerwy obowiązkowej oraz stanu środków banków na rachunkach bieżących w NBP i rachunkach rezerwy obowiązkowej w dniu poprzednim.

W grudniu 2001 r. NBP wprowadził możliwość refinansowania się przez banki komercyjne w ciągu dnia operacyjnego – w formie **kredytu technicznego** (*intra-day credit*). Celem wprowadzenia tego instrumentu było uelastycznienie systemu rozrachunku międzybankowego oraz ułatwienie zarządzania płynnością przez banki w ciągu dnia operacyjnego. Kredyt w ciągu dnia służy łagodzeniu wahań stóp procentowych wynikających z zaburzeń płynnościowych. Formą prawną zabezpieczenia spłaty tego kredytu jest przeniesienie praw ze skarbowych papierów wartościowych na rzecz NBP. Jego wprowadzenie jest pożądane w warunkach rosnącego znaczenia rozrachunku międzybankowego na bazie brutto. Funkcjonowanie tego instrumentu będzie także warunkiem koniecznym włączenia NBP do systemu TARGET, a co za tym idzie także do Eurosystemu.

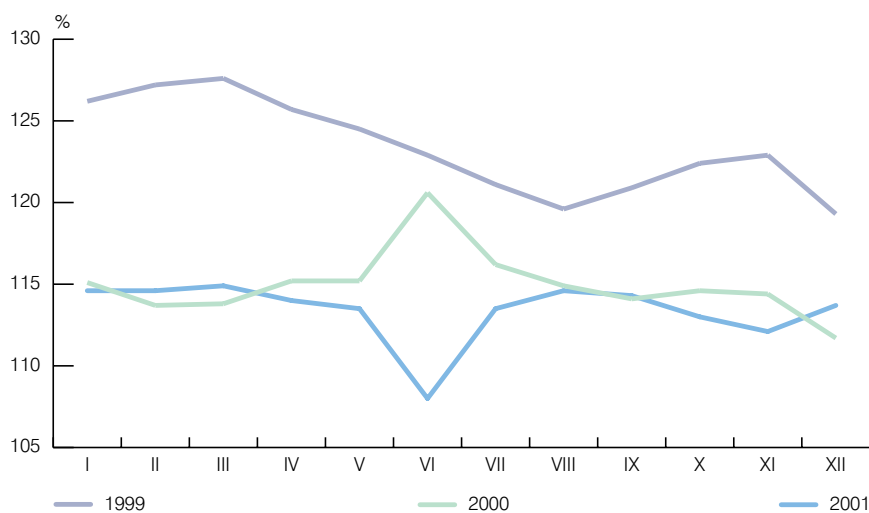
## 6.2. Podaż pieniądza

Podaż pieniądza (M2) na koniec grudnia 2001 r. osiągnęła poziom 334,7 mld zł, a więc w porównaniu ze stanem na koniec 2000 r. zwiększyła się o 40,4 mld zł, tj. o 13,7%<sup>36</sup>. Realnie jej wzrost wyniósł 9,8% i był nieco niższy od średniej dla lat 1997-2000, która wynosiła 10,3%.

Spowolnienie przyrostu PKB, przy stosunkowo wysokiej dynamice podaży pieniądza, spowodowało wzrost monetyzacji gospodarki. Szacuje się, że w ub.r. relacja zasobu pieniądza (średniego stanu M2 w ciągu roku) do PKB wyniosła 43,0% wobec 40,0% w 2000 r. Z kolei monetyzacja mierzona relacją średniego stanu pieniądza

<sup>36</sup> Przyrost podaży pieniądza w 2001 r. ukształtował się więc na poziomie dolnej granicy przedziału prognozowanego w *Założeniach polityki pieniężnej na 2001 rok*, tj. 40 – 46 mld zł.

Wykres 39  
*Dynamika podaży pieniądza ogółem – nominalnie*  
*(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)*



Źródło: dane NBP.

dza krajowego<sup>37</sup> do PKB wyniosła w ub.r. 36,4% (33,7% w 2000 r.). Relacja pieniądza ogółem do PKB na koniec ub.r. ukształtowała się natomiast na poziomie 46,3 % (43,0% w końcu 2000 r.).

Roczna dynamika podaży pieniądza w ciągu 2001 r. była niższa niż w ubiegłych latach i stosunkowo stabilna (wykres 39). Jej wskaźniki w kolejnych miesiącach tylko nieznacznie odchyłały się od średniej dla całego roku, wynoszącej 13,4%. Wyraźnie niższe tempo wzrostu M2 w czerwcu wynikało z wysokiej bazy odniesienia w czerwcu 2000 r. Nastąpił wówczas skokowy przyrost depozytów i kredytów sektora niefinansowego, a tym samym podaży pieniądza, związany z ofertą sprzedaży akcji PKN Orlen.

Kierunki zmian podaży pieniądza krajowego w ub.r. w znacznym stopniu pokrywały się z kierunkami zmian podaży pieniądza mierzonej agregatem M2. Dwunastomiesięczne tempo wzrostu tej katego-

<sup>37</sup> Definiowanego jako suma podaży pieniądza gotówkowego w obiegu (poza kasami banków) oraz depozytów złotych osób prywatnych i podmiotów gospodarczych.

Tabela 22

Struktura podaży pieniądza ogółem w latach 1999-2001 (w %, stan na koniec roku)

Wyszczególnienie	1999	2000	2001
Pieniądz gotówkowy	14,5	11,6	11,4
Zobowiązania złotowe	70,5	73,8	72,8
Zobowiązania walutowe	15,0	14,6	15,8

Źródło: dane NBP.

rii przez dziewięć miesięcy 2001 r. nieznacznie wahało się wokół poziomu 15%. Jedynym większym zaburzeniem był wspomniany spadek dynamiki w czerwcu. W IV kwartale ub.r. dynamika tej kategorii obniżyła się do około 12%.

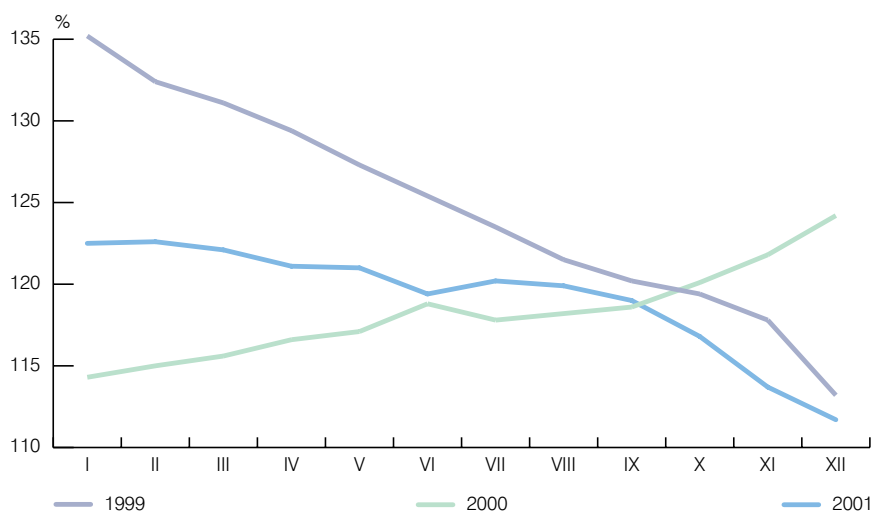
Udział pieniądza krajowego w podaży pieniądza M2 na koniec 2001 r. wyniósł 84,2%, podczas gdy w 2000 r. 85,4%. W poszczególnych miesiącach roku oscylował on w wąskim przedziale 84,2 – 85,5% (przed rokiem 83 – 85,4%).

Nieznaczne zmniejszenie udziału pieniądza krajowego w podaży pieniądza M2 w ub.r. wiązało się również ze zmianami w strukturze M2 na koniec 2001 r., a mianowicie zmniejszeniem udziału depozytów złotych na rzecz depozytów walutowych.

Depozyty złotowe osób prywatnych i podmiotów gospodarczych ogółem na koniec 2001 r. wyniosły 243,5 mld zł. Wzrosły więc w ciągu roku o 26,2 mld zł, tj. o 12,1%, a więc o 5 pkt. proc. mniej niż w 2000 r. Był to efekt znacznie niższej niż przed rokiem dynamiki depozytów osób prywatnych, przy wyższej dynamice depozytów podmiotów gospodarczych.

Stan depozytów podmiotów gospodarczych na koniec 2001 r. wyniósł 71,5 mld zł, czyli w ciągu roku zwiększył się o 8,3 mld zł, tj. o 13,1%. Był to więc przyrost znacznie szybszy niż w 2000 r. (2,8%), lecz jednocześnie dużo wolniejszy niż w latach 1998-1999 (odpowiednio 26,5% i 30,1%). Na takie ukształtowanie się tej kategorii wpłynął bardzo wysoki – aż o 11,2 mld zł – przyrost depozytów złotych w IV kwartale ub.r. W listopadzie ub.r. na kontach niebankowych instytucji finansowych zdeponowano 4,7 mld zł, przeznaczonych na zakup jednostek funduszy inwestycyjnych i papierów skarbowych. Z kolei w ostatniej deka-

Wykres 40  
*Dynamika depozytów złotych osób prywatnych – nominalnie*  
*(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)*



Źródło: dane NBP.

dzie roku przedsiębiorstwa zdeponowały w bankach około 5 mld zł, tj. ponad 60% rocznego przyrostu depozytów. Było to zjawisko sezonowe, związane z przeksięgowaniem przez przedsiębiorstwa środków z bankowych kont rozrachunkowych na rachunki depozytowe – w związku z zakończeniem roku bilansowego.

Przyrost depozytów złotych osób prywatnych w ub.r. (11,7%) był znacznie mniejszy niż w 2000 r. (24,1%) (wykres 40). W relacji do PKB przyrost ten wyniósł w 2001 r. 2,5% wobec 4,4% w 2000 r. Stan depozytów osób prywatnych na koniec 2001 r. ukształtował się na poziomie 172,0 mld zł, tj. zwiększył się w ciągu roku o 18,0 mld zł, podczas gdy w 2000 r. – o 30 mld zł.

Przyczyn tego zjawiska należy upatrywać w niskim tempie wzrostu nominalnych dochodów ogółem ludności. Ponadto, w wyniku kolejnych obniżek oprocentowania depozytów w bankach komercyjnych w reakcji na spadek stóp procentowych NBP pogarszała się atrakcyjność lokat bankowych. Średnie ważone oprocentowanie terminowych depozytów złotych osób prywatnych zmniejszyło się z 14,4% na początku ub.r. do 7,9% na koniec ub.r., a realnie z 6,5% do 4,1%.

W ostatnich dwóch miesiącach 2001 r., a szczególnie wyraźnie w listopadzie, nastąpił też gwałtowny odpływ środków ludności z lokat bankowych w kierunku takich form oszczędzania, jak jednostki funduszy inwestycyjnych oraz oszczędnościowe obligacje Skarbu Państwa. Potwierdzeniem tego jest fakt, że miesięczny przyrost aktywów funduszy inwestycyjnych z tytułu zakupu nowych jednostek uczestnictwa osiągnął w listopadzie ub.r. nienotowaną dotąd wysokość 3,1 mld zł. Kontynuacją boomu listopadowego był przyrost grudniowy o dalsze 2,2 mld zł. Przyrost wartości skarbowych papierów wartościowych w posiadaniu osób prywatnych w listopadzie ub.r. wyniósł 1 mld zł, a w grudniu 0,1 mld zł.

Powyższa realokacja środków wynikała z chęci uniknięcia zapowiedzianego wówczas opodatkowania odsetek od lokat bankowych. Obligacje i jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych zapewniały też wyższą rentowność w porównaniu z lokatami bankowymi. W rezultacie w listopadzie ub.r., po raz pierwszy od początku okresu transformacji, odnotowano spadek depozytów złotych ludności w systemie bankowym w stosunku do poprzedniego miesiąca.

Dążenie do uniknięcia opodatkowania odsetek bankowych było także przyczyną gwałtownego wzrostu zainteresowania ludności bankowymi lokatami antyopodatkowymi. Lokaty te tworzone nie z nowych środków deponowanych w bankach, lecz w wyniku przekształcenia lokat krótkookresowych w długoterminowe. W efekcie najbardziej zmniejszyły się depozyty z terminem realizacji do 1 miesiąca oraz od 1 do 3 miesięcy, a największy przyrost odnotowano w przypadku depozytów powyżej 2 lat. Znacznemu zwiększeniu uległy też depozyty od 6 miesięcy do 1 roku oraz od 1 roku do 2 lat. W sumie w ciągu listopada i grudnia ub.r. ludność wycofała z rachunków bieżących i lokat krótkoterminowych 26,6 mld zł, powiększając jednocześnie stan swych lokat długoterminowych o 25,6 mld zł.

Stan depozytów walutowych zgromadzonych na rachunkach osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na koniec ub.r. stanowił równowartość 13,3 mld USD. Oznacza to ich przyrost, w porównaniu ze stanem na koniec 2000 r., o 28,2%.

Oszczędności walutowe osób prywatnych na koniec ub.r. osiągnęły poziom 9,3 mld USD, powiększając się w ciągu roku o 18,2%. Najwyższy przyrost na rachunkach walutowych – o 0,5 mld USD – odnotowano



w grudniu. Wiązało się to głównie z wpłatami przez osoby prywatne walut krajów wprowadzających euro.

Depozyty walutowe przedsiębiorstw zwiększyły się w ub.r. aż o 60,2%, do poziomu około 4,0 mld USD. W grudniu umocniła się utrzymująca się od października tendencja do nominalnej i realnej aprecjacji złotego. Wzmocnieniu polskiej waluty sprzyjały oczekiwania dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej, wzrastające wraz z pogłębiającą się dezinflacją oraz naciskami politycznymi na RPP. Czynniki te mogły skłaniać przedsiębiorstwa do zwiększonego angażowania wolnych środków w waluty obce w oczekiwaniu na deprecjację złotego.

Krótkookresowe wahania poziomu depozytów walutowych podmiotów gospodarczych powodowało także lokowanie na rachunkach terminowych środków pochodzących z emisji obligacji nominowanych w euro; w marcu i w październiku były to lokaty po 0,5 mld EUR.

Zobowiązania walutowe banków wobec osób prywatnych i podmiotów gospodarczych w ujęciu złotowym wzrosły w ub.r. o 10 mld zł do poziomu 53 mld zł. Stan depozytów walutowych osób prywatnych na koniec ub.r. stanowił równowartość 37,2 mld zł, tj. wzrósł w ciągu roku o 4,5 mld zł (w 2000 r. przyrost ten wynosił 2,4 mld zł). Depozyty walutowe podmiotów gospodarczych wynosiły natomiast na koniec ub.r. 15,8 mld zł, tj. zwiększyły się w ciągu roku o 5,5 mld zł (w 2000 r. przyrost ten wynosił 0,9 mld zł). Aprecjacja złotego w ub.r. przyczyniła się do zmniejszenia złotej wartości depozytów walutowych o około 1,8 mld zł.

W 2001 r. nastąpiło odwrócenie obserwowanej w 2000 r. spadkowej tendencji pieniądza gotówkowego w obiegu. Tendencja ta utrzymywała się do połowy ub.r., a począwszy od lipca roczne tempo tej kategorii zaczęło stopniowo rosnąć i w grudniu wyniosło już 12,0%. Na koniec grudnia ub.r. stan pieniądza gotówkowego w obiegu wyniósł 38,2 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu roku o 4,1 mld zł (wykres 41).

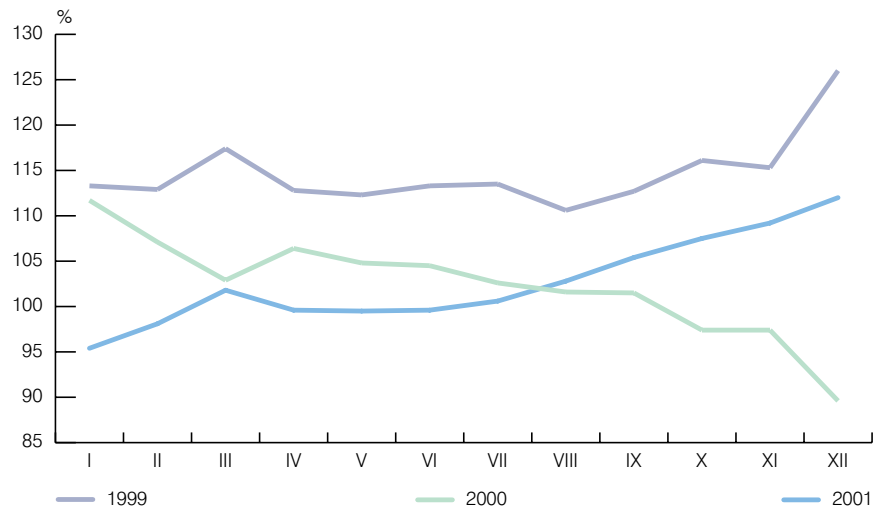
Zmiana ta była wywołana m.in. zmniejszającą się w ciągu 2001 r. atrakcyjnością lokat bankowych oraz malejącymi, wraz ze spadkiem inflacji, alternatywnymi kosztami utrzymywania zasobów pieniądza gotówkowego. Wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu wynikał też z pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw, czego przejawem były trudności w egzekwowaniu należności od klientów. W tej sytuacji firmy, zwłaszcza małe, zabezpieczyły swoją płynność, utrzymując wyższe zasoby gotówki. Wzrost dy-



Wykres 41

## Dynamika podaży pieniądza gotówkowego – nominalnie

(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane NBP.

Tabela 23

## Podaż pieniądza w latach 2000 - 2001

Wyszczególnienie	2000		2001		
	stan		przyrost	dynamika roczna	
	w mld zł			nominalna	realna
				%	
<b>Pieniądz ogółem</b>	<b>294.388</b>	<b>334.753</b>	<b>40.365</b>	<b>113,7</b>	<b>109,8</b>
Pieniądz krajowy	251.417	281.761	30.344	112,1	108,2
Pieniądz gotówkowy w obiegu	34.113	38.213	4.100	112,0	108,1
Depozyty złotowe osób prywatnych					
i podmiotów gospodarczych ogółem	217.305	243.549	26.244	112,1	108,2
Depozyty złotowe osób prywatnych	154.047	172.024	17.977	111,7	107,8
Depozyty złotowe podmiotów					
gospodarczych	63.258	71.525	8.267	113,1	109,2
Depozyty walutowe osób prywatnych					
i podmiotów gospodarczych ogółem	42.971	52.992	10.021	123,3	119,0
Depozyty walutowe osób prywatnych	32.716	37.190	4.474	113,7	109,7
Depozyty walutowe podmiotów					
gospodarczych prywatnych	10.254	15.801	5.547	154,1	148,7

Źródło: dane NBP.

namiki pieniądza gotówkowego mógł być także symptodem poszerzania się „szarej strefy” w gospodarce.

Do wzrostu gotówki w obiegu mógł też przyczynić się wzmożony skup wycofanych z obiegu walut państw Eurolandu w listopadzie i grudniu 2001 r. Skupiono wówczas równowartość 737 mln USD, z czego wg sondażu Pracowni Badań Społecznych w Sopocie – 40% wymieniono na złote. Znaczna część tych środków mogła powiększyć gotówkę w obiegu.

Analizując przebieg procesów pieniężnych w 2001 r. należy stwierdzić, że w IV kwartale ub.r. wystąpiło niekorzystne zjawisko wyraźnego osłabienia tendencji wzrostu oszczędności złotych osób prywatnych w systemie bankowym. Malejąca skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania w bankach była wynikiem z jednej strony niskiego tempa wzrostu nominalnych dochodów ludności, a z drugiej – wyraźnie malejącego w ciągu roku oprocentowania depozytów bankowych. Ponadto zapowiedź opodatkowania od odsetek od lokat bankowych spowodowała, że w IV kwartale ub.r. gospodarstwa domowe powstrzymywały się od powierzania swych oszczędności bankom, przeznaczając wolne środki na zakup obligacji i jednostek funduszy inwestycyjnych, a także nieruchomości.

### *Czynniki kreacji pieniądza*

Struktura kreacji podaży pieniądza istotnie zmieniła się w 2001 r. w porównaniu z poprzednim rokiem. Najważniejsza ze zmian dotyczyła zadłużenia netto sektora budżetowego, które z czynnika zmniejszającego kreację pieniądza w 2000 r., przekształciło się w ub.r. w główne źródło przyrostu podaży pieniądza. Drugie miejsce pod względem udziału w kreacji pieniądza miały w ub.r. należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych, które przed rokiem stanowiły podstawowy czynnik wzrostu podaży pieniądza. Wyraźnie zwiększyło się w ub.r. znaczenie salda pozostałych pozycji netto, a zmniejszyło – aktywów zagranicznych netto (tabela 24).

**Zadłużenie netto sektora budżetowego** w krajowym systemie bankowym w 2001 r. zwiększyło się o 17,1 mld zł, tj. o 33,8%, do poziomu 67,9 mld zł. Dynamiczny wzrost tego zadłużenia wynikał z:

– emisji przez budżet obligacji nominowanych w USD dla Narodowego Banku Polskiego (8,5 mld zł) w związku z przekazaniem środków z rezerw dewizowych na operację wykupu długu wobec Brazylii,

Tabela 24  
Czynniki kreacji pieniądza

Wyszczególnienie	2000		2001	
	przyrost	udział w przyroście	przyrost	udział w przyroście
	w mld zł	w %	w mld zł	w %
<b>Podaż pieniądza ogółem</b>	<b>30,9</b>	<b>100,0</b>	<b>40,4</b>	<b>100,0</b>
Aktywa zagraniczne netto	21,4	69,1	2,6	6,4
Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	30,4	98,3	15,6	38,7
Zadłużenie netto sektora budżetowego	-13,8	-44,7	17,2	42,5
Saldo pozostałych pozycji netto	-7,0	-22,7	5,0	12,4

Źródło: dane NBP – Bankowa Informacja Statystyczna.

– wzrostu zobowiązań sektora budżetowego w ujęciu netto (8,6 mld zł), związanego z bieżącą sytuacją tego sektora: z tytułu przyrostu należności i papierów wartościowych – o 7,3 mld zł oraz spadku depozytów – o 1,3 mld zł.

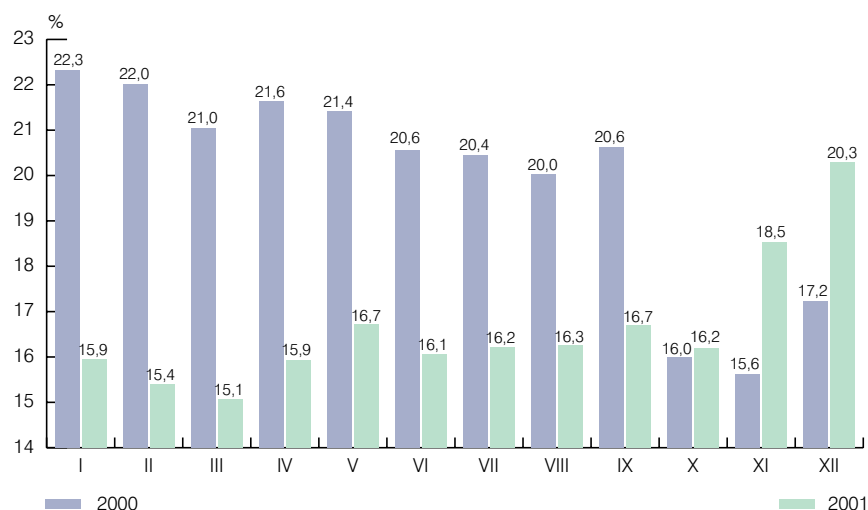
Wykres 42 ilustruje kształtowanie się poziomu zadłużenia netto sektora budżetowego w 2001 r. i 2000 r. w relacji do podaży pieniądza ogółem.

W ubiegłym roku odnotowano zwiększenie roli sektora budżetowego w kreacji pieniądza ogółem. Wzrost zadłużenia netto w poszczególnych segmentach tego sektora był następujący: budżetu państwa – 12,43 mld zł, funduszy celowych – 1,45 mld zł, budżetów terenowych – 3,28 mld zł.

Tak znaczne zwiększenie zadłużenia netto budżetu państwa w ub.r. było efektem wysokich potrzeb pożyczkowych tego segmentu sektora, przy wyraźnie mniejszym dopływie środków z prywatyzacji. Pierwotnie planowano przychody z prywatyzacji w wysokości 18 mld zł, a w rzeczywistości budżet został zasilony z tego tytułu kwotą prawie trzykrotnie mniejszą – 6,5 mld zł. W 2000 r. dzięki wysokim wpływom z prywatyzacji (26,7 mld zł) zadłużenie netto budżetu państwa znacznie się zmniejszyło (o 13,82 mld zł).

Głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w 2001 r. pozostawały zatem środki ze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym oraz przeprowadzonych dwukrotnie w ciągu roku emisji obligacji na rynkach

Wykres 42

*Udział zadłużenia netto sektora budżetowego w podaży pieniądza ogółem*

Źródło: dane NBP.

zagranicznych. Zaangażowanie środków sektora pozabankowego w finansowanie potrzeb budżetowych znacznie wzrosło w stosunku do 2000 r. (o około 37%). Wyższe okazało się również zainteresowanie banków zakupem skarbowych papierów wartościowych (bezpieczne inwestycje), na co dodatkowo wpłynęła ich atrakcyjna cena.

W ub.r. odnotowano gwałtowny wzrost zadłużenia budżetu państwa z tytułu krótkoterminowych papierów wartościowych. W całym 2001 r. wartość bonów skarbowych w posiadaniu banków wyniosła 18,6 mld zł, tj. zwiększyła się o 7,3 mld zł (o 64,2%), podczas gdy w 2000 r. zobowiązania budżetu państwa z tego tytułu spadły i to aż o 4,9 mld zł (30,1%). Jednocześnie w ub.r. odnotowano spadek zadłużenia z tytułu obligacji skarbowych o 3,7 mld zł (o 7,5%, do poziomu 45,5 mld zł), podczas gdy w roku poprzednim nastąpił ich wzrost o 3,4 mld zł (7,4%). Tym samym znacznie zmieniła się w ub.r. struktura skarbowych papierów wartościowych w posiadaniu systemu bankowego: zwiększył się w niej udział bonów skarbowych – do 23,3% (z 16,4% w 2000 r.), a istotnie zmniejszył się udział obligacji złotych – do 56,9% (z 71,2%).

W ub.r. zarówno fundusze celowe, jak i budżety terenowe wykazały wzrost zadłużenia netto w systemie bankowym. Po raz pierwszy w ciągu ostatniego dziesięciolecia należności od budżetów terenowych przewyższyły zobowiązania banków z tytułu depozytów tego segmentu, co wynikało ze znacznego – o 58,3% – przyrostu zaciąganych kredytów i emisji obligacji komunalnych. Znacząco wyższy w porównaniu z 2000 r. był też poziom należności banków od funduszy celowych w związku z kredytem udzielonym Zakładowi Ubezpieczeń Społecznych i Funduszowi Pracy.

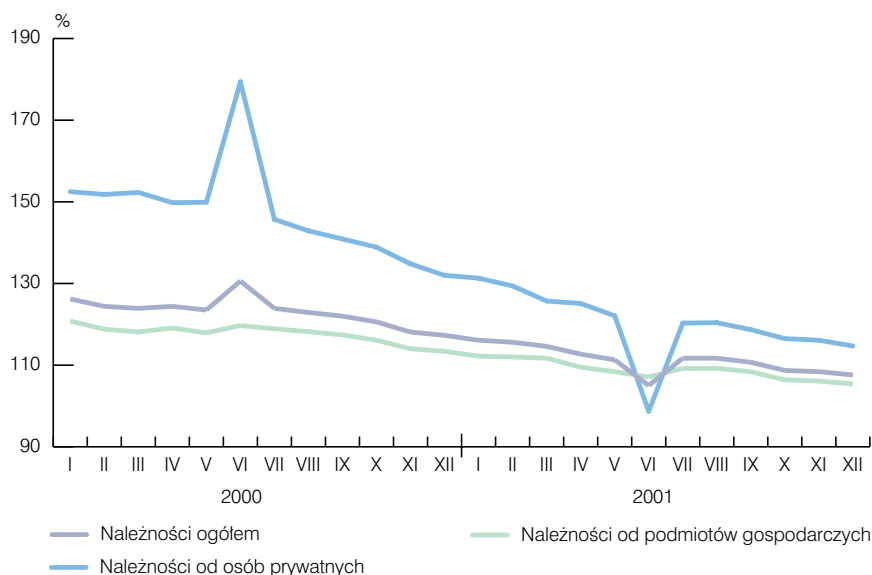
Wylimitowanie obligacji na wykup długu brazylijskiego znacząco zmniejszyło dynamikę wzrostu zadłużenia netto sektora budżetowego, jednak w porównaniu z poprzednim rokiem, w którym odnotowano istotny spadek tej pozycji bilansu systemu bankowego (w ujęciu rocznym o 21,4%), pozostaje ona nadal na wysokim poziomie (przyrost o 17%). Należy dodać, że mimo trudnej sytuacji sektora budżetowego w ub.r. jego zadłużenie netto w systemie bankowym wykazywało do końca III kwartału ujemną dynamikę wzrostu (liczoną w ujęciu rocznym) i dopiero w październiku tendencja ta uległa odwróceniu.

W ub.r. odnotowano szczególnie silny wzrost aktywów krajowych netto – o około 23,3%. Zadłużenie netto sektora budżetowego stanowiło aż 45,4% przyrostu tych aktywów. Po wylimitowaniu efektu operacji związanej z wykupem długu brazylijskiego – wzrost aktywów wyniósłby 18%, a udział zadłużenia netto sektora budżetowego we wzroście aktywów – 29,5%. Konieczność zwiększenia puli papierów skarbowych potrzebnych do sfinansowania zwiększonych potrzeb pożyczkowych sektora budżetowego pośrednio przyczyniała się do utrzymywania wysokiego poziomu oprocentowania kredytów dla sektora niefinansowego.

**Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych**<sup>38</sup> stanowiły na koniec grudnia 2001 r. 66,3% podaży pieniądza ogółem w systemie bankowym. Udział należności od podmiotów gospodarczych

<sup>38</sup> Należności te składają się ze wszystkich kategorii kredytów – niezależnie od ich standardu – jak również ze skupionych wierzytelności, zrealizowanych gwarancji i poręczeń, odsetek oraz należności z tytułu dopłat do oprocentowania kredytów preferencyjnych na cele rolnicze.

**Wykres 43**  
**Dynamika należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych**  
*(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)*



Źródło: dane NBP.

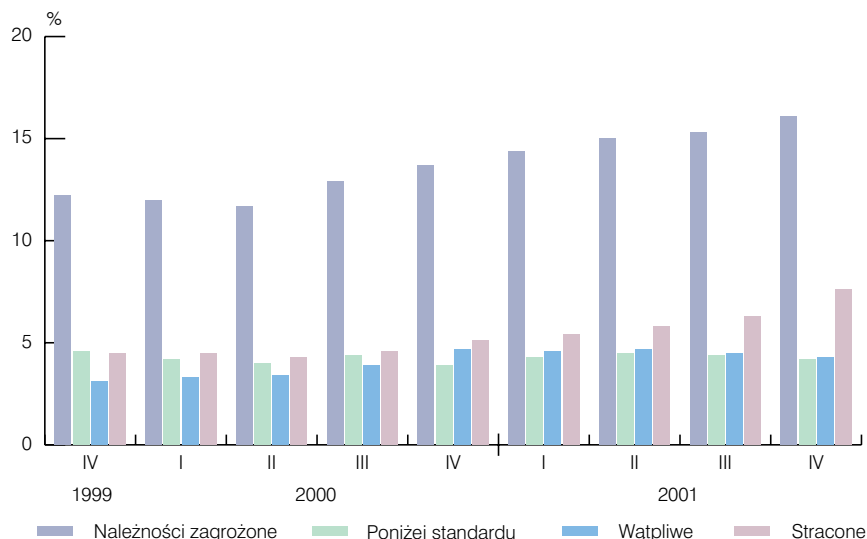
w strukturze podaży pieniądza charakteryzował się przez cały rok tendencją malejącą i na koniec roku wynosił 49,8% (w 2000 r. 53,7%). Udział należności od osób prywatnych był natomiast stabilny i na koniec roku wynosił 16,5% (16,4% w 2000 r.).

W ujęciu nominalnym należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych wzrosły w 2001 r. o 7,6%, w tym należności od podmiotów gospodarczych – o 5,4%, a od osób prywatnych – o 14,7%. Nominalne tempo wzrostu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych zmniejszało się przy tym systematycznie przez cały rok – z wyjątkiem lipca i sierpnia, kiedy nastąpiło lekkie jego zahamowanie (wykres 43). W wyrażeniu realnym<sup>39</sup> wzrost należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na koniec grudnia 2001 r. wyniósł 3,8% (rok wcześniej 8,1%).

<sup>39</sup> Po uwzględnieniu dwunastomiesięcznego wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, wynoszącego 3,6%.



**Wykres 44**  
**Struktura należności zagrożonych od sektora niefinansowego**  
 (stan na koniec kwartałów)



Źródło: dane NBP.

Udział **należności walutowych** w należnościach ogółem w ub.r. charakteryzował się tendencją rosnącą i na koniec roku wynosił 24,4% (rok wcześniej 21,1%). W pierwszych trzech kwartałach ub.r. tempo wzrostu należności walutowych wyprzedzało tempo wzrostu należności nominowanych w złotych, a w IV kwartale trend ten uległ odwróceniu.

W 2001 r. udział **należności zagrożonych** w należnościach ogółem wzrósł do 16,1%, wobec 13,7% w 2000 r. (wykres 44), przy czym szybciej zwiększały się zakwalifikowane do tej kategorii należności osób prywatnych niż należności podmiotów gospodarczych.

Należności zagrożone od podmiotów gospodarczych rosły wskutek zwiększania się poziomu należności straconych. Mogło to wynikać z zamiany znacznej części należności wątpliwych na stracone (w związku z pogorszeniem się sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych i zaleganiem przez nie z zapłatą kolejnych rat kredytowych), przy jednoczesnym zakwalifikowaniu nowych kredytów do kategorii wątpliwych i poniżej standardu.

### *Saldo pozostałych pozycji (netto)*

W IV kwartale 2001 r. ujemne saldo pozostałych pozycji netto (SPPN) zmalało o 9,1 mld zł, tj. o 9,2% i na koniec grudnia wyniosło -89,8 mld zł. W ciągu całego ub.r. ujemne saldo tej pozycji zmniejszyło się natomiast o 5 mld zł, tj. o 5,3%.

O skali i kierunku zmiany tej kategorii – zarówno w IV kwartale ub.r., jak i w całym 2001 r. – zdecydowały głównie *pozostałe aktywa netto w NBP*. W IV kwartale pasywne saldo *pozostałych aktywów netto NBP* zmalało o 8,8 mld zł, tj. o 25,7%, a w ciągu całego 2001 r. zmniejszyło się o 11,8 mld zł, tj. o 31,5%. Spadek ten spowodowany był głównie zmniejszeniem się stanu „rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych” w wyniku wystąpienia ujemnych różnic z wyceny aktywów i pasywów walutowych, przeliczonych na złote w związku z aprecjacją kursu złotego. Zmiany w *pozostałych aktywach netto NBP*, choć znaczące, były związane z technicznymi zapisami na kontach „rezerwy...”. Nie wpłynęły więc na podaż pieniądza ogółem w IV kwartale ub.r., ponieważ nie spowodowały ani kreacji pieniądza ani jego absorpcji.

Składnikiem SPPN, którego ujemne saldo także znacznie spadło, były *rozrachunki międzybankowe i międzyoddziałowe w bankach komercyjnych*. W IV kwartale ub.r. ich ujemne saldo zmniejszyło się o 1,2 mld zł, tj. o 39,4%, a w ciągu całego 2001 r. – o 1,9 mld zł, tj. o 50,5%. Na koniec roku bilansowego banki dążą do rozksięgowania sum zapisanych na kontach rozliczeniowych. Kwoty, które z „rozliczeń...” zostały przeniesione na konta depozytów podmiotów gospodarczych i osób prywatnych, stymulowały wzrost podaży pieniądza ogółem w IV kwartale ub.r. oraz w całym 2001 r.

Kolejnym elementem SPPN, w którym odnotowano spadek ujemnego salda, były *odsetki netto w bankach komercyjnych* od sektora niefinansowego i budżetowego. W IV kwartale ub.r. zmniejszyły się one o 0,6 mld zł, a w ciągu całego 2001 r. – o 1,6 mld zł. Zmiany te są wynikiem dopisywania do depozytów na koniec kwartałów kwot wynikających z oprocentowania. Dopisane odsetki zasilili konta klientów banków i tym samym powiększyły podaż pieniądza ogółem.

Składnikiem, który wpłynął na powiększenie ujemnego salda pozostałych pozycji netto, były *fundusze banków komercyjnych i NBP*. W IV kwartale ub.r. fundusze te

wzrosły o 1,8 mld zł, tj. o 4,4%, a w ciągu całego 2001 r. wzrosły o 7,5 mld zł, tj. o 21,2%. Główną pozycją, która zdominowała ten przyrost były „fundusze własne podstawowe” banków komercyjnych. W IV kwartale ub.r. wzrosły one o 1,5 mld zł, a w ciągu całego 2001 r. – o 6,9 mld zł. Zmiana w funduszach spowodowała absorpcję podaży pieniądza w takiej skali, w jakiej środki przeznaczone na ich zwiększenie zostały pozyskane od sektora pozabankowego.

Zmiany w innych składnikach salda pozostałych pozycji netto bilansu skonsolidowanego systemu bankowego, nie miały w ub.r. znaczącego wpływu na podaż pieniądza ogółem.

### *Aktywa zagraniczne netto*

Aktywa zagraniczne netto<sup>40</sup> systemu bankowego wzrosły w 2001 r. o 2,0%. Było to związane ze wzrostem aktywów zagranicznych (o 3,0% do 172,6 mld zł), przy jednoczesnym zwiększeniu pasywów zagranicznych (o 6,8% do 37,9 mld zł). W wyrażeniu dolarowym aktywa zagraniczne netto na koniec 2001 r. wyniosły 33,8 mld USD.

Rosła nadal rola banków komercyjnych, czego wyrazem był wzrost ich udziału w aktywach (z 28,0% na koniec 2000 r. do 35,3% na koniec 2001 r.) i pasywach zagranicznych systemu bankowego (z 76,1%, odpowiednio, do 79,7%). Ich aktywa zagraniczne wzrosły o 30,1% do 61,0 mld zł, a pasywa zagraniczne – o 11,9% do 30,2 mld zł.

Brak interwencji NBP na rynku walutowym w 2001 r. wpłynął stabilizująco na poziom aktywów i pasywów zagranicznych banku centralnego. Aktywa zagraniczne NBP wyniosły na koniec 2001 r. 111,6 mld zł, co stanowiło 64,7% aktywów zagranicznych systemu bankowego (wobec 72,0% na koniec 2000 r.). Obniżenie aktywów zagranicznych NBP wynikało przede wszystkim z wcześniejszej spłaty zadłużenia zagranicznego Polski wobec Brazylii. Również w pasy-

<sup>40</sup> Aktywa zagraniczne netto systemu bankowego obejmują aktywa zagraniczne (oficjalne aktywa rezerwowe i pozostałe aktywa zagraniczne) pozostające w dyspozycji NBP i aktywa zagraniczne banków komercyjnych pomniejszone o pasywa zagraniczne NBP i banków komercyjnych wobec nierezzydentów w walutach obcych i w walucie krajowej.

Tabela 25

Wyszczególnienie	Stan na koniec	Przyrost do XII 2000 r.	Dynamika
	XII 2001 r. (mld zł)	(mld zł)	XII 2000 = 100
Aktywa zagraniczne netto systemu bankowego	134,7	2,6	102,0
Aktywa zagraniczne netto NBP	103,8	-8,4	92,5
Aktywa zagraniczne netto banków komercyjnych	30,8	10,9	154,8

wach zmniejszył się udział NBP: z 23,9% na koniec 2000 r. do 20,3% na koniec 2001 r. Wartość oficjalnych aktywów rezerwowych, stanowiących główną część aktywów zagranicznych NBP, w wyrażeniu złotowym mieściła się w ciągu ub.r. w przedziale 105,9 – 119,9 mld zł. Największe jej wahania wystąpiły w IV kwartale ub.r., co było spowodowane operacją brazylijską. Wpływy z tytułu prywatyzacji były przekazywane na konto walutowe budżetu. Środki wykorzystano na obsługę zadłużenia zagranicznego, w tym również częściowo na wykupienie długu brazylijskiego.

### 6.3. Transmisja polityki pieniężnej

#### 6.3.1. Stopa procentowa

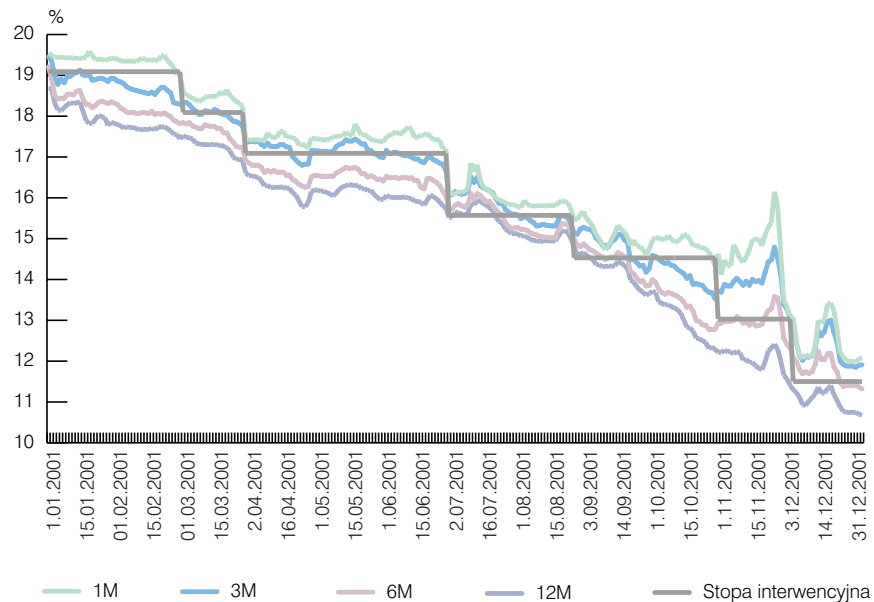
##### *Polityka pieniężna a stopy procentowe na rynku międzybankowym*

W 2001 r. stopa referencyjna banku centralnego była obniżana 6-krotnie, łącznie o 750 punktów bazowych. Stopy procentowe rynku pieniężnego, kształtowane przez oczekiwania na spadek stóp procentowych banku centralnego, wykazywały trend spadkowy. Od stycznia do grudnia oprocentowanie jednomiesięcznej stawki WIBOR obniżyło się o 741 punktów bazowych (p.b.), a dwunastomiesięcznej o 799 p.b. (wykres 45).

Mimo utrzymywania się spadkowego trendu stóp procentowych na rynku międzybankowym, trzykrotnie w ciągu ub.r. miał miejsce ich przejściowy wzrost. Był to wynik:

- silnej deprecjacji złotego na początku lipca,
- zaburzenia o charakterze płynnościowym w listopadzie,
- wtórnego efektu tego zaburzenia w grudniu.

Wykres 45  
Stopy WIBOR w 2001 r.



Źródło: dane Reuters, NBP.

Szczególnie długotrwałe okazało się zaburzenie listopadowe. Pomimo obniżenia przez NBP w dniu 25.10.2001 r. stopy referencyjnej z 14,5% do 13%, w okresie 26.10.2001 r. - 22.11.2001 r. jednodniowe stopy procentowe WIBOR O/N utrzymywały się na średnim poziomie 17,73%, a WIBOR 1M wzrósł w tym samym okresie z poziomu 14,63% do 16,15% (maksimum) w dniu 21.11.2001 r.

Przed posiedzeniem RPP w październiku ub.r. na rynku pojawiły się silne oczekiwania na obniżkę stóp procentowych. Spowodowało to wzrost popytu na bonny pieniężne NBP. W przypadku gdy popyt przewyższa podaż bonów, bank centralny musi proporcjonalnie zredukować oferty. Przewidując taką sytuację, wiele banków – chcąc zakupić jak największą część bonów – zgłosiło dużo wyższy popyt niż suma środków, którymi dysponowały. Taką taktykę (*overbidding*) banki stosowały już wcześniej (np. 22 sierpnia ub.r. zgłosiły popyt w wysokości 23,2 mld zł wobec oferty NBP wynoszącej 5 mld zł). Tym razem jednak nie wszystkie banki



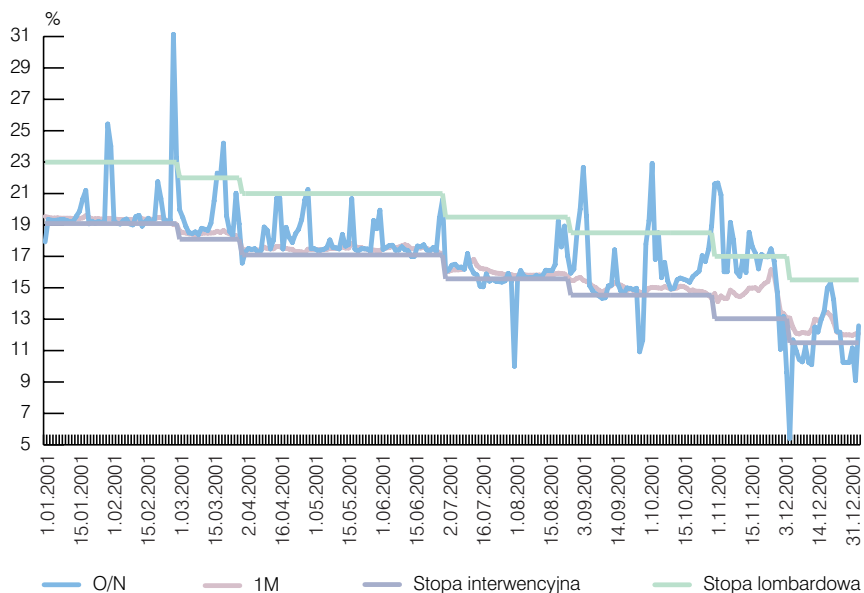
tak postąpiły, co spowodowało, że wiele z nich musiało kupić więcej bonów, niż naprawdę chciało. Zmusiło je to do zaciągnięcia pożyczek na rynku. To z kolei doprowadziło do wzrostu krótkookresowych stóp procentowych do poziomu stopy lombardowej NBP, a nawet powyżej. Przy tym poziomie stóp procentowych banki zaczęły pożyczać środki w NBP.

Jednak na początku nowego okresu rezerwowego banki musiały spłacić zaciągnięty w NBP kredyt lombardowy. W rezultacie środki na rachunkach banków w NBP ukształtowały się na poziomie znacząco niższym, niż wymagany w tym okresie średni poziom rezerwy obowiązkowej. Sytuacja ta utrzymywała się przez dłuższy czas uwagi na wysoki stan rachunków budżetu w NBP (budżet starał się zabezpieczyć finansowanie dużej skali wydatków w końcu roku), a także ze względu na bardzo ograniczone zasilenie banków w płynność pochodzącą z zapadających bonów pieniężnych NBP w pierwszych dwóch tygodniach listopada, a więc już nowego okresu rezerwowego. Spowodowało to, że skumulowana wielkość niedoboru środków banków w stosunku do poziomu wyznaczonego stopą rezerwy obowiązkowej rosła z dnia na dzień. Zwiększało to niepokój banków i prowadziło do wzrostu oprocentowania nawet dłuższych lokat. Od połowy listopada stopniowo zaczęły powracać do banków środki pochodzące z wykupu bonów pieniężnych NBP. Mimo to krótkookresowe stopy procentowe nie spadły, a dłuższe – jak WIBOR 1M – rosły nadal. Banki, choć posiadały na rachunkach duże ilości środków, nie odpożyczały ich na rynku, dążąc do zredukowania bardzo wysokiego niedoboru środków w stosunku do poziomu wymaganego w danym okresie rezerwowym. Stopniowo jednak środki z zapadających bonów pieniężnych pozwoliły bankom odbudować płynne rezerwy na tyle, że 23 listopada stopy jednodniowe O/N spadły pod koniec dnia poniżej stopy referencyjnej NBP.

Narodowy Bank Polski powstrzymał się w całym tym okresie od nadzwyczajnych działań zasilających system bankowy w płynność, ponieważ prognozy płynności wskazywały, że sytuacja samoistnie powróci do stanu normalnego. Ponadto zasilanie systemu bankowego, przy zastosowaniu obniżonej w stosunku do października stopy referencyjnej, mogłoby w dłuższej perspektywie tylko zwiększyć skalę podejmowanych przez banki działań spekulacyjnych. Oczekując obniżenia stóp procentowych, banki dokonywałyby bowiem spekulacyjnych za-

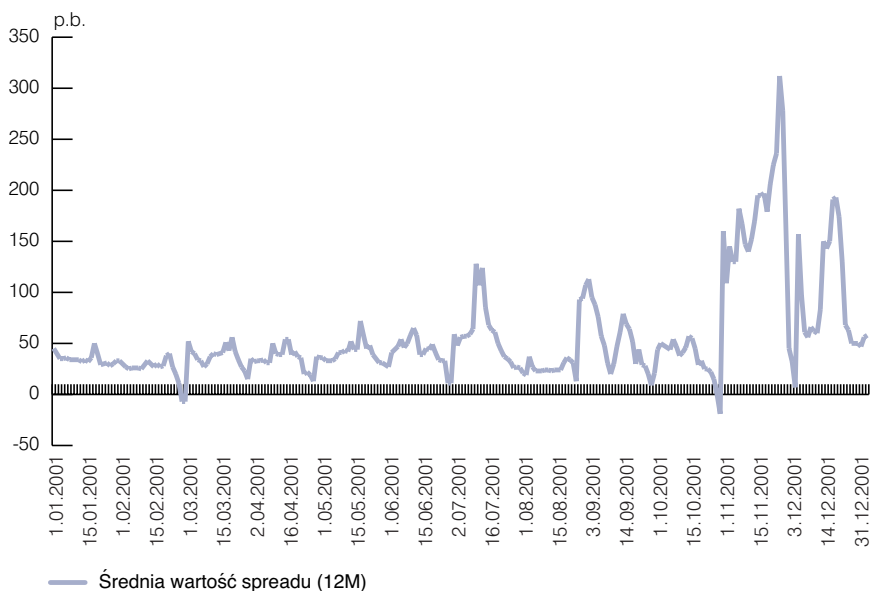


Wykres 46  
Stopy 0/N i 1M WIBOR



Źródło: dane Reuters, NBP

Wykres 47  
Różnica między stawką 1M WIBOR a stopą interwencyjną NBP (w ujęciu jednomiesięcznym)



Źródło: dane NBP

kupów bonów pieniężnych, zakładając że bank centralny przyjdzie im z pomocą przy już nowych, niższych stopach procentowych. Świadomość tego rodzaju zagrożeń spowodowała, że NBP przeprowadził pewne modyfikacje swojego systemu operacyjnego (patrz *Instrumenty polityki pieniężnej w 2001 r.* – w pkt. 6.1.).

W IV kwartale ub.r. krzywa krótkoterminowych stóp procentowych przesunęła się równoległe w dół o około 300 p.b.<sup>41</sup> Spadek oprocentowania jednomiesięcznych swapów walutowych odpowiadał skali obniżek stóp procentowych banku centralnego, dokonanych przez RPP w tym kwartale (o 300 p.b.). Jednak ze względu na pojawienie się opisanego wyżej zaburzenia płynnościowego w systemie bankowym, proces dostosowania się stawek oprocentowania jednomiesięcznych stóp rynku pieniężnego do nowego poziomu stopy referencyjnej nastąpił dopiero pod koniec listopada. Charakter zmian krzywej (równoległe przesunięcie) świadczył o kontynuacji oczekiwań dotyczących obniżek stóp procentowych w 2002 r.

### *Reakcja banków na politykę banku centralnego*

W 2001 r. w polityce cenowej banków komercyjnych zarysowały się dwie główne tendencje: wzrostu – w stosunku do poprzednich lat – tempa dostosowania oprocentowania depozytów do zmian stóp procentowych banku centralnego oraz (przede wszystkim w przypadku osób prywatnych) zmniejszenia skali spadku oprocentowania kredytów w stosunku do depozytów.

Szybkość dostosowania stóp depozytowych wynikała przede wszystkim z dążenia banków do ograniczania kosztów. W 2001 r. bank centralny obniżył oprocentowanie kredytu lombardowego i stopę referencyjną o 7,5 pkt. proc. Banki komercyjne obniżyły natomiast oprocentowanie depozytów złotych osób prywatnych średnio o 6,5 pkt. proc., depozytów podmiotów gospodarczych o 5,9 pkt. proc., kredytów dla podmiotów gospodarczych o 5,5 pkt. proc., a kredytów dla osób prywatnych o 2,1 pkt. proc. Oprocentowanie kredytów dla osób

<sup>41</sup> Krzywa krótkoterminowych stóp procentowych odzwierciedla sytuację na rynku swapów walutowych, ponieważ jest to najbardziej płynny segment rynku międzybankowego, na którym można lokować/pożyczać złotego.



*Tabela 26*  
*Minimalne i maksymalne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw i osób prywatnych\**  
*a średnie stopy procentowe*

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
<b>oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (jednorocznych)</b>												
1. Średnie**	20,73	20,57	19,57	19,31	19,07	18,75	18,21	17,91	17,58	16,93	16,34	15,39
2. Minimalne	19,45	19,50	17,91	17,50	17,50	16,66	16,19	15,79	15,00	14,00	12,97	12,50
3. Maksymalne	24,84	24,43	21,33	21,25	21,25	21,25	21,25	21,75	21,75	21,75	21,75	20,75
4. Różnica (3-2)	5,39	4,93	3,42	3,75	3,75	4,59	5,06	5,96	6,75	7,75	8,78	8,25
<b>oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych (kredyty gotówkowe)</b>												
5. Średnie	22,87	22,87	22,20	21,99	22,12	22,21	22,04	22,18	22,25	22,39	21,86	20,84
6. Minimalne	19,00	19,00	18,42	18,42	18,42	19,70	16,98	16,48	16,33	16,33	14,07	13,58
7. Maksymalne	24,75	24,75	23,40	23,50	23,25	23,25	23,25	23,00	22,75	22,50	22,50	21,50
8. Różnica (7-6)	5,75	5,75	4,98	5,08	4,83	3,55	6,27	6,52	6,42	6,17	8,43	7,92

\* Dane dotyczą 12 największych banków komercyjnych.

\*\* Średnie oprocentowanie byłoby niższe o prawie 2 pkt. proc. po wyłączeniu dwóch banków stosujących oprocentowanie wyraźnie odbiegające w górę od oprocentowania pozostałych uczestników rynku.

szały się zakwalifikowane do tej kategorii kredyty osób prywatnych niż kredyty przedsiębiorstw. Zwraca uwagę fakt, że o obniżeniu jakości portfela kredytów od osób prywatnych przesądziły kredyty konsumpcyjne, w tym ratalne. Wzrost udziału kredytów zagrożonych w portfelach banków zmniejszył relację przychodów z tytułu odsetek do kwoty kredytów.

Reakcje poszczególnych banków na zmiany wysokości stóp podstawowych NBP były zróżnicowane, na co wskazuje duża rozpiętość oprocentowania kredytów. Kilka banków, mających znaczne udziały w rynku kredytowym, przez cały 2001 r. stosowało relatywnie wysokie stopy procentowe. Pozostałe banki obniżały stopy procentowe od kredytów w większym stopniu – zwłaszcza w drugiej połowie roku. Obrazuje to zwiększająca się w tym okresie różnica między maksymalnym i minimalnym oprocentowaniem.

Czynnikiem wpływającym na wysokość oprocentowania kredytów były zwiększone potrzeby pożyczkowe sektora budżetowego. Stopy rynku pieniężnego – jedno- i trzymiesięczny WIBOR, obniżyły się w ciągu roku niemal w takim samym stopniu jak stopy procentowe NBP (różnica wyniosła 0,1 pkt. proc.), podczas gdy rentowność dwunastomiesięcznych bonów skarbowych spadła o 6,9 pkt. proc. W jeszcze mniej-

## Wykres 49

Różnica między oprocentowaniem 3-letnich kredytów dla podmiotów gospodarczych a rentownością bonów skarbowych



Źródło: dane NBP.

szym stopniu obniżyła się rentowność obligacji skarbowych. Oprocentowanie kredytów, przede wszystkim tych o okresach zapadalności dłuższych niż jeden rok, jest silnie uzależnione od rentowności papierów skarbowych, są to bowiem dla banków inwestycje alternatywne. Skala spadku oprocentowania kredytów była mniejsza niż rentowności bonów skarbowych, ale jednocześnie większa niż rentowności obligacji. Zwiększone potrzeby pożyczkowe sektora budżetowego podtrzymywały poziom oprocentowania kredytów w bankach. Istniały jednak także dodatkowe przyczyny, które sprawiły, że banki utrzymywały stopy procentowe na stosunkowo wysokim poziomie. Znaczne zwiększenie się różnicy między oprocentowaniem kredytów dla podmiotów gospodarczych a rentownością bonów skarbowych odnotowano w drugiej połowie roku (wykres 49). Jego przyczyną było rosnące – wraz z pogarszającą się koniunkturą gospodarczą – ryzyko kredytowe oraz systematyczne obniżanie się jakości kredytów. W tych warunkach banki chciały zwiększyć w swoich portfelach udział pozbawionych ryzyka papierów skarbowych.

W rezultacie dostosowań stóp procentowych w bankach oprocentowanie depozytów osób prywatnych o terminie zapadalności do jednego roku obniżyło się od 6,3 pkt. proc. (depozyty jednomiesięczne) do 7 pkt. proc. (depozyty dwunastomiesięczne). Oprocentowanie depozytów 2- i 3-letnich obniżyło się o 6,6 pkt. proc. Oprocentowanie depozytów podmiotów gospodarczych o zapadalności do jednego roku obniżyło się od 5,7 (depozyty jednomiesięczne) do 7,4 pkt. proc. (depozyty dwunastomiesięczne). Depozyty o dłuższych terminach zapadalności nie mają dla przedsiębiorstw większego znaczenia.

Oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych obniżyło się od 1,5 – 2,3 pkt. proc (kredyty samochodowe, gotówkowe i ratalne) do 3,2 pkt. proc. (kredyty hipoteczne). Oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych spadło natomiast – w zależności od terminów ich zapadalności – od 5,5 do 5,8 pkt. proc.

### *Wpływ stóp procentowych na kredyty i depozyty*

Realne tempo wzrostu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych<sup>42</sup> obniżyło się w 2001 r. Był to efekt przede wszystkim zahamowania popytu na kredyty ze strony osób prywatnych (wykres 50).

Roczne realne tempo wzrostu należności od osób prywatnych wyniosło w grudniu ub.r. 10,7%, tj. było o połowę niższe niż przed rokiem. Biorąc pod uwagę fakt, że pod koniec 2000 r. blisko 60% należności od osób prywatnych stanowiły należności o terminie zapadalności przekraczającym dwa lata, wspomniany spadek należy uznać za bardzo znaczny. Nastąpił on mimo nieco wyższego niż w poprzednim roku tempa wzrostu przeciętnego wynagrodzenia realnego brutto w gospodarce<sup>43</sup>. De-

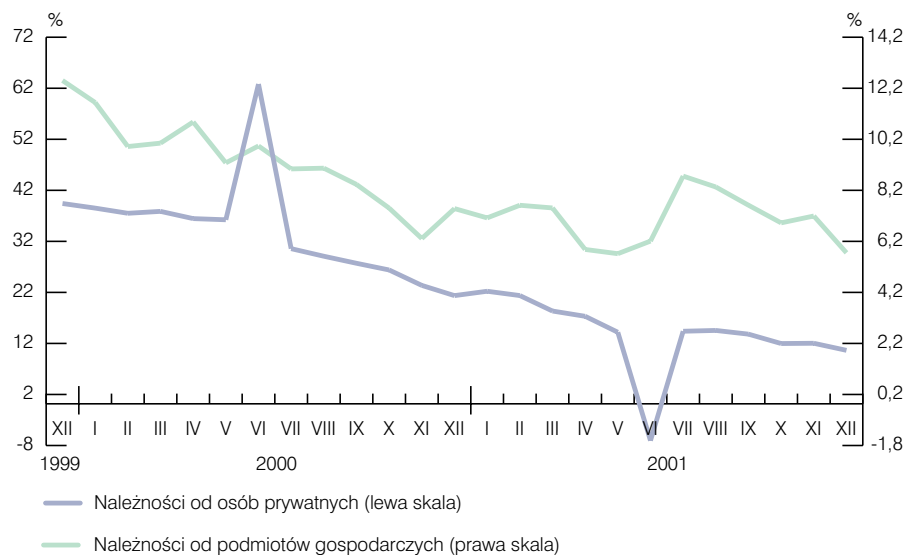
<sup>42</sup> Należności od osób prywatnych obejmują: kredyty i pożyczki, skupione wierzytelności oraz zrealizowane gwarancje i zapadłe odsetki. Około 98% należności osób prywatnych w 2001 r. stanowiły kredyty i pożyczki. Należności od podmiotów gospodarczych obejmują – oprócz ww. pozycji – dłużne papiery wartościowe, operacje z przyrzeczeniem odkupu oraz tzw. pozostałe pozycje. W 2001 r. kredyty i pożyczki stanowiły około 92% należności od podmiotów gospodarczych. Należności od osób prywatnych zostały zdeflowane wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych, a od podmiotów gospodarczych – wskaźnikiem cen produkcji sprzedanej przemysłu.

<sup>43</sup> Siła nabywcza przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej wzrosła w ub.r. o 3,3% wobec 1,0% w 2000 r.



## Wykres 50

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



Źródło: dane NBP.

cydujące znaczenie miało bowiem wysokie realne oprocentowanie kredytów, utrzymywane w warunkach pogarszającej się koniunktury i silnego wzrostu stopy bezrobocia, co negatywnie oddziaływało na nastroje konsumenckie.

Na walutowe kredyty mieszkaniowe przypadają 65% przyrostu należności od osób prywatnych. Do ich zaciągania skłaniała utrzymująca się w ciągu roku znaczna dodatnia różnica stóp procentowych między złotowymi i walutowymi kredytami na cele mieszkaniowe oraz występująca w ciągu niemal całego roku tendencja aprecjacji złotego w stosunku do euro i dolara amerykańskiego. Nie można też wykluczyć, że czynnikiem zachęcającym do zaciągania długookresowych mieszkaniowych kredytów walutowych było oczekiwanie, że w związku z perspektywą wejścia Polski do UE, a następnie do ERM2 zmniejszy się ryzyko kursowe. Znaczny przyrost popytu na kredyty mieszkaniowe nastąpił w grudniu ub.r. i wynikał z zapowiadanych zmian w systemie ulg w podatku dochodowym od osób fizycznych.

Realne tempo wzrostu należności od podmiotów gospodarczych osiągnęło w ub.r. poziom 5,8%, tj. było o 1,7 pkt. proc. niższe niż przed rokiem, a więc stosunkowo stabilne. Popyt przedsiębiorstw na kredyty kształtowały – z jednej strony – ich własna sytuacja finansowa, a z drugiej – oczekiwany popyt na wytwarzane produkty i usługi. Z prowadzonych przez NBP badań koniunktury wynika<sup>44</sup>, że pogarszająca się w ciągu roku zdolność kredytowa przedsiębiorstw ograniczała ich dostęp do kredytów bankowych i w rezultacie w ub.r. zwiększył się udział środków własnych przedsiębiorstw zarówno w finansowaniu działalności bieżącej, jak i inwestycji. Z drugiej strony zatory finansowe sprawiały, że wiele podmiotów gospodarczych było zmuszonych do zaciągania dodatkowego kredytu obrotowego, by zasilić swoją płynność finansową.

Ze wspomnianych wyżej badań ankietowych wynika również, że stopa procentowa była czynnikiem osłabiającym popyt na kredyty ze strony podmiotów gospodarczych. Jednak znaczenie tego czynnika malało w kolejnych kwartałach ub.r. i w IV kwartale przedsiębiorstwa w zasadzie przestały już uznawać poziom stóp procentowych w bankach za jedną z barier rozwoju. Jednocześnie jednak przedsiębiorstwa nie zwiększały swojego zadłużenia w związku z osłabieniem popytu i niepełnym wykorzystaniem istniejących mocy wytwórczych.

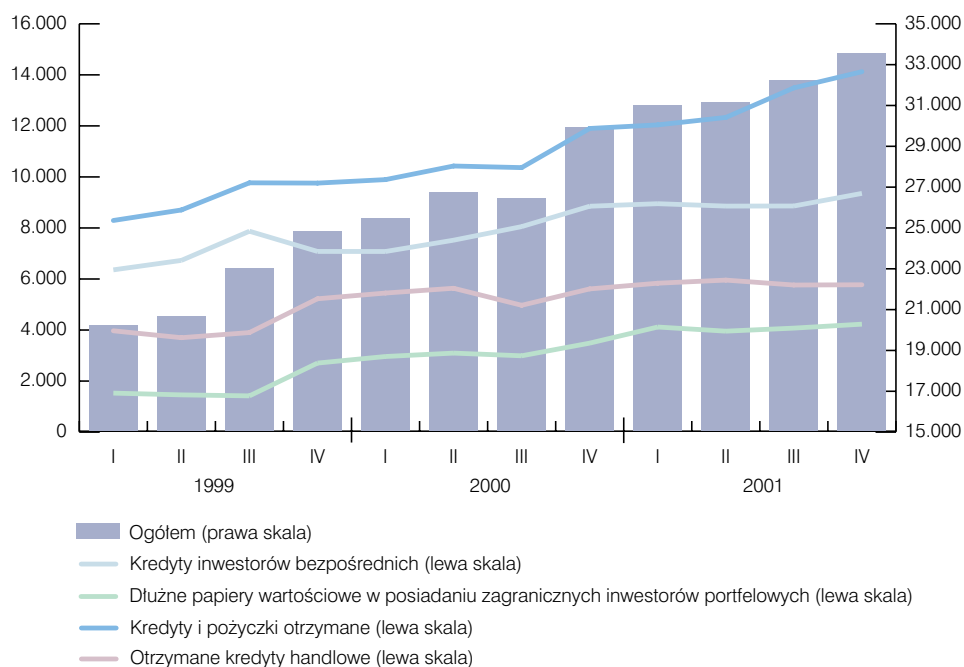
Źródłem finansowania zewnętrznego dla podmiotów gospodarczych jest, obok kredytów zaciąganych na rynku krajowym, emisja papierów wartościowych na rynku krajowym i zagranicznym oraz kredyty zagraniczne. W 2001 r. zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw wzrosło o 3.599 mln USD, tj. o 12%<sup>45</sup> (wykres 51). W stosunku do 2000 r. tempo wzrostu zadłużenia zagranicznego spadło o 8,8 pkt. proc. Największy przyrost zadłużenia przedsiębiorstw nastąpił w drugiej połowie roku, a zatem wtedy, gdy oprocentowanie kredytów złotych zaczęło silniej spadać. Zadłużenie zagraniczne z tytułu kredytów (z wyłączeniem kredytów handlowych) wyniosło na koniec roku 23.667 mln USD i w stosunku

<sup>44</sup> W badaniu wzięło udział 400 podmiotów wybranych z terenu całego kraju. 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 2002 r. ([www.nbp.pl/publikacje/koniunktura](http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura)).

<sup>45</sup> Dane wstępne.

Wykres 51

Zadłużenie zagraniczne sektora pozarządowego i pozabankowego (w mln USD)

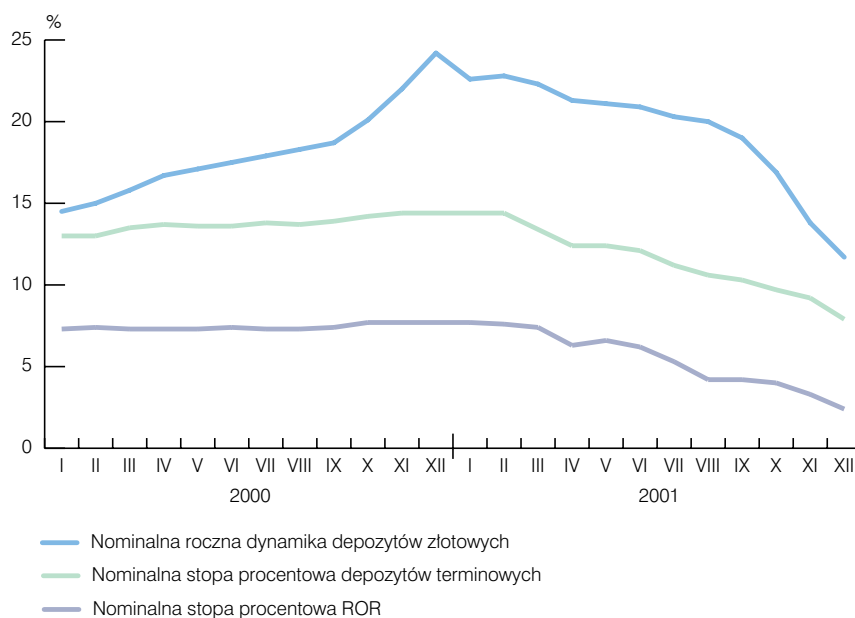


Źródło: dane NBP.

do końca 2000 r. zwiększyło się o 2.694 mln USD, tj. o 13%. Było ono skoncentrowane w wąskiej grupie przedsiębiorstw (około 26% kredytów skupiało się w sześciu przedsiębiorstwach z branży: telekomunikacyjnej, naftowej, transportowej; 50% zadłużenia przypadało na 31 przedsiębiorstw). Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu kredytów handlowych zwiększyło się w 2001 r. tylko o 162 mln USD, czyli o 2,8%, osiągając poziom 5.774 mln USD. Znacznie (aż o 21,3%) zwiększyło się natomiast zadłużenie z tytułu emisji papierów wartościowych, osiągając pod koniec roku poziom 4.230 mln USD. Głównym składnikiem zadłużenia z tytułu emisji papierów dłużnych były obligacje wyemitowane na rynkach zagranicznych. Największymi emitentami były: Telekomunikacja Polska SA i Elektrownia Turów.

Powodem finansowania się przez przedsiębiorstwa za pomocą kredytów zagranicznych i emisji papierów wartościowych jest, oprócz różnicy stóp procentowych, także dostęp do kredytów na warunkach, których nie oferują banki na rynku krajowym (terminy, wielkość kredytu).

Wykres 52

*Depozyty złotowe gospodarstw domowych a nominalna stopa procentowa*

Źródło: dane NBP.

\*\*\*

Ubiegłoroczny spadek dynamiki depozytów złotych gospodarstw domowych (wykres 52), był efektem – obok niskiego nominalnego tempa wzrostu dochodów ogółem ludności – malejącego w ciągu roku oprocentowania depozytów bankowych. W IV kwartale dodatkowym czynnikiem zmniejszającym atrakcyjność lokat bankowych stała się ogłoszona wówczas zapowiedź opodatkowania odsetek od lokat bankowych. Wywołała ona reakcję w postaci przesunięcia przez ludność części środków z tych lokat na inne aktywa finansowe (obligacje, jednostki funduszy inwestycyjnych).

Jak wynika z badań prowadzonych w NBP, poziom depozytów złotych gospodarstw domowych w długim okresie zależy przede wszystkim od dochodów do dyspozycji, a w krótkim – głównie od stóp procentowych. Decydujące znaczenie ma przy tym poziom stóp nominalnych. Reakcje ludności na jego zmiany są jednak trudne do przewidzenia, szczególnie w warunkach niskiej inflacji, jaką mamy obecnie w Polsce, gdy stopy procentowe schodzą poniżej 10%. Polityka pieniężna musi być w tej sytuacji prowadzona ze szczególną ostrożnością.

### Oczekiwane stopy procentowe

#### Oczekiwania krótkookresowe

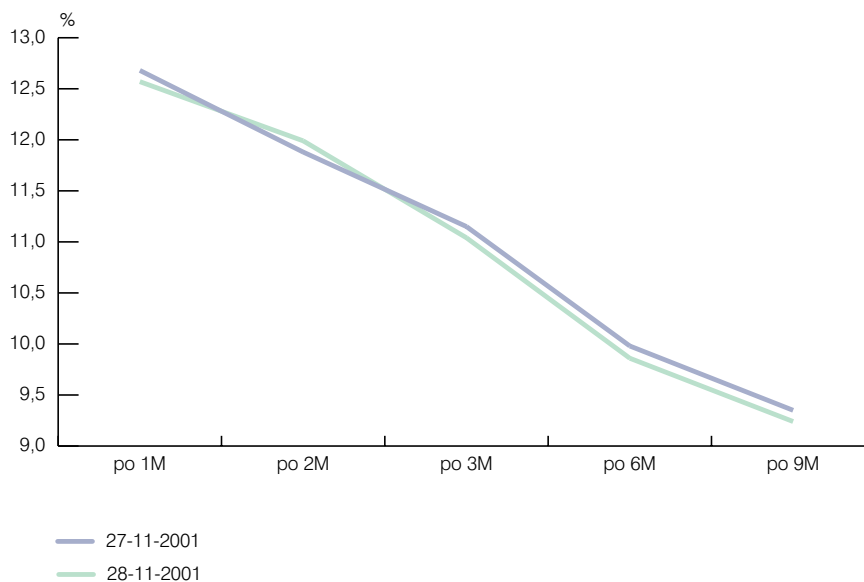
W krótkim okresie (do 12 miesięcy) do obserwacji ewolucji oczekiwań na zmianę stóp procentowych wykorzystuje się rynek kontraktów terminowych na stopę procentową (FRA).

Analiza zmian oprocentowania kontraktów FRA na stawkę WIBOR 3M (3x6, 2x5, 1x4)<sup>46</sup> wskazuje, że dokonane przez RPP w IV kwartale ub.r. dwie kolejne obniżki stóp procentowych – w październiku i listopadzie, każda o 150 p.b. – w dużej mierze były antycypowane przez rynek.

<sup>46</sup> Kontrakty FRA 1x4, 2x5 i 3x6 są kontraktami terminowymi na stopę procentową wystawionymi 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 53

*Zmiana położenia 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych po posiedzeniu RPP w listopadzie 2001 r.*



Źródło: dane Reuters, NBP.

Październikowa obniżka stóp procentowych była powszechnie oczekiwana przez uczestników rynku, zarówno jeśli chodzi o jej termin, jak i skalę.

Obniżka listopadowa stanowiła natomiast częściowe zaskoczenie dla rynku. Świadczy o tym fakt, że w dniu ogłoszenia decyzji o zmianie stopy referencyjnej NBP krzywa oczekiwanych 3-miesięcznych stóp procentowych przesunęła się w dół średnio o 20 p.b. Stosunkowo duża wielkość tego przesunięcia odzwierciedlała zaskoczenie skalą obniżki, jak również – w pewnym zakresie – jej terminem (część uczestników rynku sądziła, że nastąpi ona dopiero w grudniu) – patrz wykres 53.

Ewolucję oczekiwań rynku co do poziomu przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych w IV kwartale ub.r. pokazują zmiany ceny kontraktu FRA 3x6 zawartego na początku października. Na początku października oczekiwano, że na koniec grudnia 2001 r. stawka WIBOR 3M wyniesie 12,68%, po miesiącu spodziewano się 12,30%, a na początku grudnia 12,05%. Z kolei wielkość oczekiwanej stopy NBP (przeliczonej na stopę 3-miesięczną) zmieniła się od początku października do początku grudnia o 63 p.b. – w okresie, gdy bank centralny obniżył stopę referencyjną NBP o 300 p.b. Świadczy to, że rynek oczekiwał obniżki w wysokości o 250 p.b.

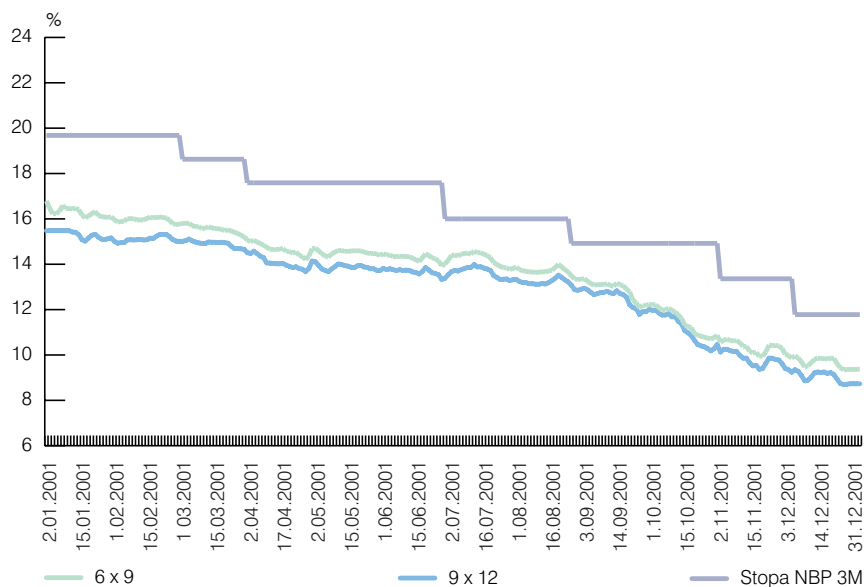
Oprocentowanie kontraktu FRA 9x12, wystawionego w dniu 1 października ub.r., zmieniło się po trzech miesiącach o około 250 p.b. Wskazuje to, że w IV kwartale ub.r. uczestnicy rynku istotnie zrewidowali swoje wcześniejsze oczekiwania co do skali obniżek stóp procentowych w horyzoncie 12 miesięcy (wykres 54).

*Tabela 27*  
*Zmiana ceny kontraktu FRA 3x6 wystawionego 1 października 2001 r.*

	FRA 3x6	Cena FRA 3x6 po miesiącu (FRA 2x5)	Cena FRA 3x6 po 2 miesiącach (FRA 1x4)	3 M WIBOR
1.10.2001	12,68			
2.11.2001		12,30		
1.12.2001			12,05	
31.12.2001				11,91



Wykres 54  
Kontrakt FRA na 3-miesięczny WIBOR



Źródło: dane Reuters, NBP

Tabela 28  
Zmiana ceny kontraktu FRA 9x12 wystawionego 1 października 2001 r.

	FRA 9x12	Cena FRA 9x12 po 3 miesiącach (FRA 6x9)
1.10.2001	11,85	
31.12.2001		9,37

### Oczekiwania długookresowe

Oczekiwania inwestorów dotyczące przyszłej wysokości stóp procentowych odzwierciedla kształt i położenie zerokuponowej krzywej dochodowości rynku papierów skarbowych. Zmiany parametrów zerokuponowej krzywej dochodowości są bowiem powodowane m.in. zmianami w kształtowaniu się terminowych stóp procentowych. Terminowe stopy procentowe informują, przy jakich stopach dochodowości papiery skarbowe mogłyby być sprzedawane z terminami dostawy w przyszłości. Zmiany terminowych stóp procentowych oraz –

w konsekwencji – ewolucja krzywej zerokuponowej mogą więc być traktowane jako źródło informacji o oczekiwaniach rynku dotyczących przyszłej wysokości stóp procentowych.

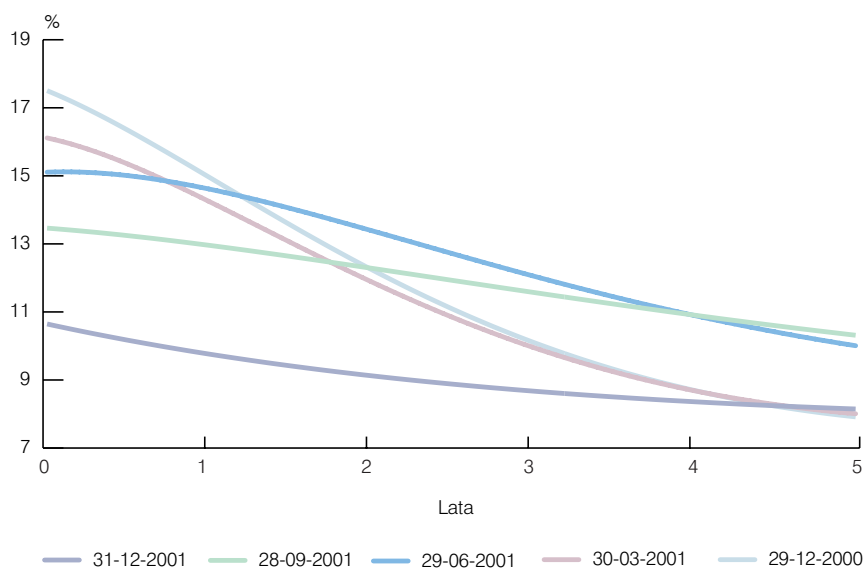
Rok 2001 charakteryzowało stopniowe spłaszczanie się terminowej krzywej dochodowości. Proces ten nie miał jednostajnego przebiegu (wykres 55). W okresie od końca grudnia 2000 r. do końca 2001 r. roczne terminowe stopy procentowe w horyzoncie 2 lat obniżyły się o 309 p.b., podczas gdy roczne stopy w horyzoncie 5 lat wzrosły o 27 p.b.

Wyraźne przyspieszenie procesu spłaszczenia krzywej terminowej nastąpiło w okresie od marca do sierpnia ub.r. Złożyły się na to następujące czynniki:

- rewizja oczekiwań co do czasowego rozkładu obniżek krótkookresowych stóp procentowych,
- wzrost premii za ryzyko, związany z rosnącym ryzykiem korekty kursu złotego oraz ze wzrostem deficytu budżetowego,
- niepewność co do zmiany oczekiwanej skali i struktury podaży skarbowych papierów wartościowych.

Wykres 55

*Wynikowe przyszłe roczne stopy procentowe  
(dane na koniec 2000 r. oraz na koniec poszczególnych kwartałów 2001 r.)*



Źródło: NBP, Reuters.

Pierwszy z wymienionych czynników oddziaływał szczególnie silnie po mniejszych niż oczekiwane obniżkach stóp procentowych w I kwartale ub.r. Część inwestorów (szczególnie tych o krótkim horyzoncie inwestycyjnym) zaczęła wówczas sprzedawać obligacje. Przy relatywnie dużym koszcie finansowania portfeli polskich obligacji skarbowych, związanym z wysokim poziomem oprocentowania pożyczek krótkoterminowych i oddaleniu się w czasie kolejnych obniżek stóp procentowych, utrzymywanie przez inwestorów o krótkookresowym horyzoncie inwestowania polskich obligacji w portfelach handlowych okazało się zbyt drogie.

Wzrost premii za ryzyko, związanej z przewartościowaniem złotego zaznaczył się najsilniej w okresie maj – czerwiec. Oczekiwano wówczas, że prędzej czy później nastąpi korekta kursu złotego.

Obawy przed skutkami cenowymi wzrostu podaży skarbowych papierów wartościowych pojawiły się stosunkowo szybko po otrzymaniu przez rynek sygnałów o zmniejszających się dochodach budżetu i uchwaleniu przez Sejm kolejnych ustaw zwiększających wydatki w następnych latach. Proces spłaszczenia się krzywej dochodowości nasilił się w lipcu – sierpniu 2001 r. Wówczas to oficjalnie potwierdzono, że konieczna będzie nowelizacja ustawy budżetowej na 2001 r. oraz że istnieją poważne zagrożenia związane z konstrukcją budżetu na 2002 r., a tym samym nastąpi znaczące zwiększenie podaży skarbowych papierów wartościowych.

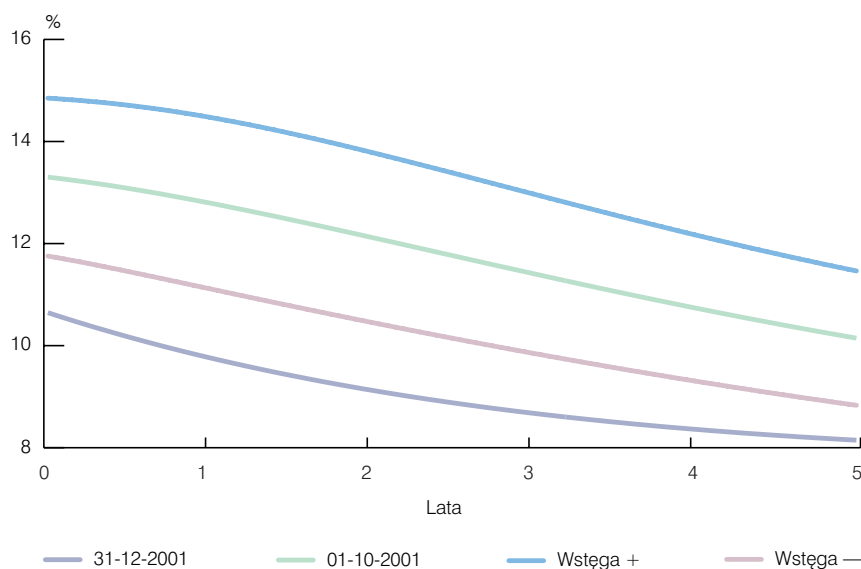
Proces spłaszczenia krzywej dochodowości został zahamowany w III kwartale ub.r., a w IV kwartale nastąpiło równoległe przesunięcie się w dół krzywej jednorocznych terminowych stóp procentowych (wykres 56). Zmiana ta okazała się istotna statystycznie.

Skala obniżki jednorocznych terminowych stóp procentowych w IV kwartale wynosiła średnio 271 p.b. i była zbliżona do skali obniżek stóp procentowych dokonanych przez NBP. Zbieżność ta nie świadczy jednak, że czynnik podażowy przestał oddziaływać i zmiany w wysokości terminowych stóp procentowych adekwatnie odzwierciedlały zmiany oczekiwań, dotyczących przyszłej wysokości jednorocznych stóp procentowych.

W związku z istnieniem czynników podażowych, które utrudniają śledzenie oczekiwań co do poziomu stóp procentowych w przyszłości przy zastosowaniu ana-

Wykres 56

## Wynikowe przyszłe roczne stopy procentowe – wstęga poziomu ufności

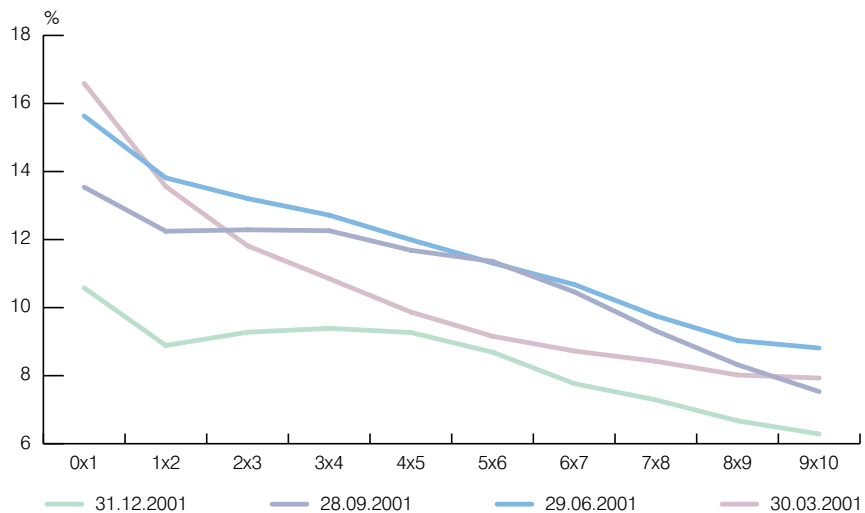


Źródło: NBP, Reuters.

lizej krzywej dochodowości, należy poszukiwać alternatywnych źródeł informacji na ten temat.

Takim źródłem informacji mogłoby być kształtowanie się stóp dochodowości na rynku kontraktów IRS. Przedmiotem rozliczeń na rynku IRS są bowiem tylko różnice między zmieniającą się wysokością krótkoterminowych stóp procentowych i ustaloną w umowie wysokością długoterminowych stóp procentowych. W związku z tym zachodzące na rynku zmiany relacji popytu i podaży nie powinny wywierać bezpośredniego wpływu na stopy dochodowości IRS. Stąd krzywa terminowa, wyznaczona na podstawie struktury stóp dochodowości kontraktów IRS, wydaje się teoretycznie bardziej użyteczna jako narzędzie analizy oczekiwań dotyczących kształtowania się przyszłej wysokości stóp procentowych niż krzywa terminowa wyznaczona z krzywej zerokuponowej. Niestety, w praktyce relacje podaży i popytu na rynku obligacji skarbowych pośrednio oddziałują również na ceny na rynku IRS. Spekulacja na rynku *asset swap* wywołuje bowiem tendencję do wzajemnego dostosowywania się zerokuponowej krzywej dochodowości rynku obligacji i krzywej dochodowości

Wykres 57  
Terminowe roczne stopy procentowe



Źródło: dane Reuters, NBP.

rynku IRS<sup>47</sup>. W związku z tym zmiany kształtu i położenia krzywej dochodowości rynku IRS nie mogą być traktowane wyłącznie jako efekt zmian oczekiwań rynku.

Stopniowe spłaszczanie się w ub.r. krzywej terminowych stóp procentowych wystąpiło również na rynku IRS. W III kwartale 2001 r. pojawiło się zjawisko pozytywnie nachylonej krzywej na odcinku od roku do trzech lat. Można to interpretować zarówno jako utrzymującą się niepewność inwestorów co do skali i struktury przyszłej podaży obligacji, jak również jako objaw niepewności co do skutków dotychczasowych obniżek stóp procentowych. O tym ostatnim może świadczyć fakt, że w IV kwartale ub.r. krzywa terminowa, wyznaczona z krzywej rynku IRS, obniżyła się średnio o 249 p.b., tj. o 50 p.b. mniej niż wynosiły obniżki stóp procentowych banku centralnego (wykres 57). Najsilniej obniżyły się jednoroczne terminowe stopy dla transakcji z hipotetycznymi terminami realizacji za rok (336 p.b.) oraz za dwa lata (301 p.b.).

<sup>47</sup> Transakcje *asset swap* polegają na zakupie albo sprzedaży instrumentu kasowego (np. obligacji) wraz z zabezpieczeniem (np. w postaci IRS).

### 6.3.2. Kurs walutowy

W 2001 r. kurs złotego umocnił się, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym<sup>48</sup>. Nominalny efektywny kurs złotego wobec koszyka najważniejszych dla polskiej gospodarki walut wzrósł w całym roku o 8,8% (średniorocznie) wobec aprecjacji o 2,2% w 2000 r. (wykres 58). Złoty umocnił się zarówno wobec dolara amerykańskiego, jak i euro, przy czym skala jego średniorocznej nominalnej aprecjacji była większa w stosunku do euro (8,5%) niż do dolara (5,8%). Wynikało to z osłabienia euro wobec dolara na rynku światowym, chociaż skala tej deprecjacji była w 2001 r. wyraźnie niższa niż w poprzednim roku (2,2% wobec 13,3% w 2000 r.). Nadal silne było oddziaływanie kursu krzyżowego euro/dolar na kształtowanie się kursu złotego wobec euro (wykres 59)<sup>49</sup>.

Tendencja do aprecjacji polskiej waluty – widoczna już w II połowie 2000 r. – pogłębiała się w I połowie ub.r. Po wyraźnym osłabieniu w III kwartale, w IV kwartale kurs złotego powrócił na ścieżkę aprecjacyjną. Deprecjacja złotego w III kwartale wpłynęła na przejściowy wzrost zmienności jego kursu. Jednak w przeważającej części roku kurs złotego był stosunkowo stabilny. Jego średnia miesięczna zmienność zarówno wobec dolara, jak i euro wzrosła tylko nieznacznie w stosunku do 2000 r. – o 0,1% (wykres 60).

Aprecjacji złotego w 2001 r. sprzyjały przede wszystkim następujące czynniki:

- Wyraźnie obniżyło się ryzyko makroekonomiczne w polskiej gospodarce w związku z istotnym zredukowaniem deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego (por. rozdział 2 *Handel zagraniczny, bilans płatniczy*) oraz inflacji. Zwiększył się także stopień finansowania nierównowagi w obrotach bieżących napływem stabilnego kapitału zagranicznego. Znalazło to odzwierciedlenie w utrzymaniu się w latach 2000-2001 relatywnie wysokich ocen polskiej gospodarki dokonywanych przez międzynarodowe agencje ratingowe.

<sup>48</sup> Kształtowanie się kursu realnego jest przedstawione w rozdziale *Handel zagraniczny, bilans płatniczy*.

<sup>49</sup> Współczynnik korelacji dla kursu euro/dolar i euro/złoty wyniósł 0,83 (wobec 0,66 w 2000 r.), a dla relacji dolar/złoty 0,23 (wobec -0,88 w 2000 r.)

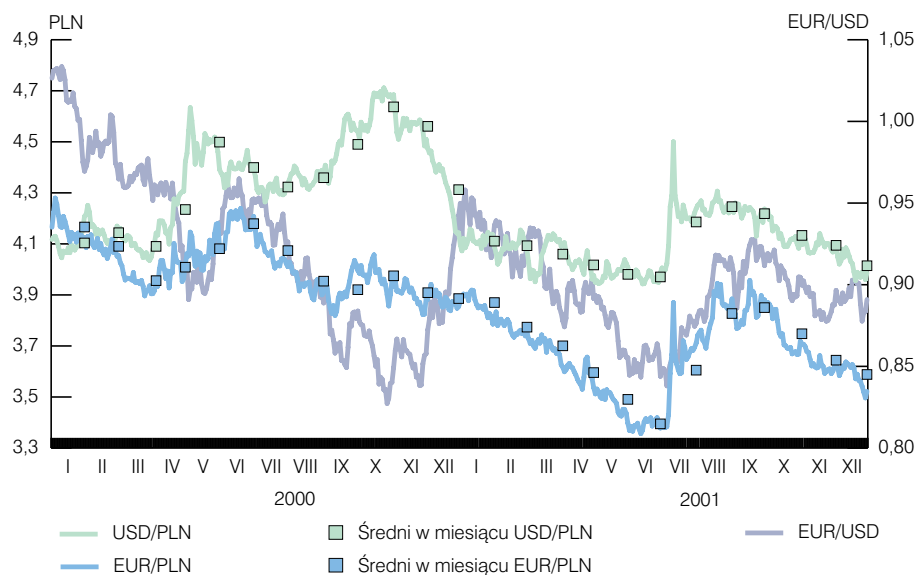


**Wykres 58**  
**Nominalny efektywny kurs złotego w latach 2000-2001**  
 (dane miesięczne, grudzień 1999 = 100)



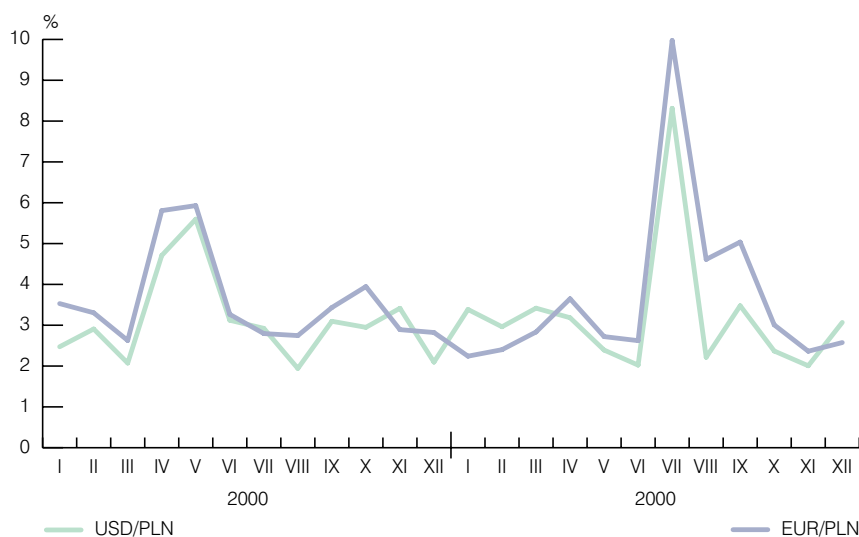
Źródło: dane NBP.

**Wykres 59**  
**Kursy złotego wobec USD i EUR oraz relacja EUR/USD**



Źródło: dane NBP.

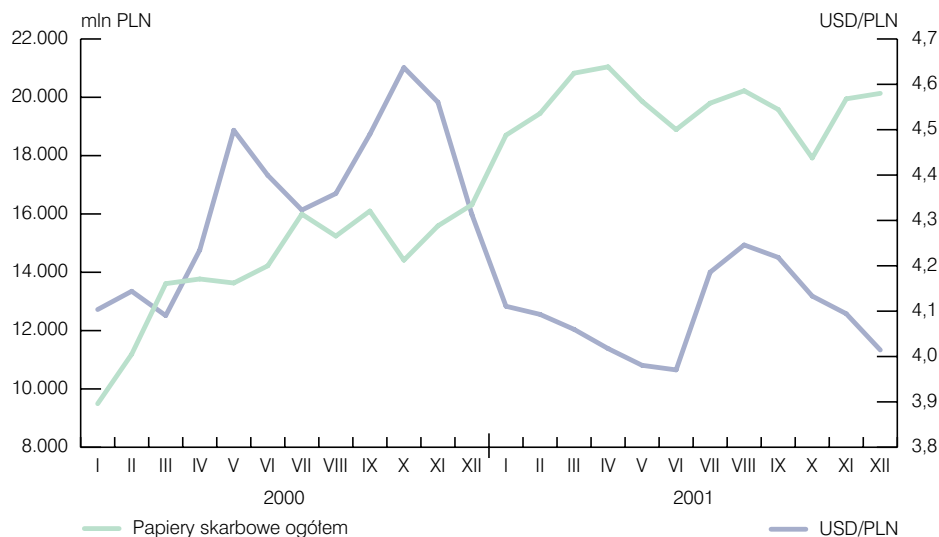
Wykres 60  
Zmienność kursu złotego wobec USD i EUR



Źródło: dane NBP.

- Pomimo zmniejszenia się wpływów z prywatyzacji umacnianiu złotego nadal sprzyjał napływ kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich (por. rozdział 2 *Handel zagraniczny, bilans płatniczy*).
- Wysokiemu popytowi na polską walutę towarzyszył wyraźny wzrost podaży skarbowych papierów wartościowych, kreowanej przez rosnące potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych. Ułatwiało to dostęp nierezydentów do aktywów złotych oraz ograniczało spadek rentowności obligacji. W 2001 r. w porównaniu z poprzednim rokiem odnotowano prawie 20% wzrost sprzedaży skarbowych papierów wartościowych, natomiast ich zasoby w posiadaniu nierezydentów zwiększyły się średnio o 40% (wykres 61). Przyrosty te dotyczyły niemal wyłącznie obligacji; wielkość inwestycji w bony skarbowe pozostała w zasadzie na niezmiennym poziomie.
- Popyt zagranicznych inwestorów długoterminowych na polskie papiery skarbowe wynikał także z postępującego procesu integracji polskiej gospodarki z Unią Europejską i przyszłych perspektyw integracji monetarnej. Na aprecjację złotego oddziaływał

Wykres 61  
Portfel papierów skarbowych niezydentów



Źródło: dane NBP.

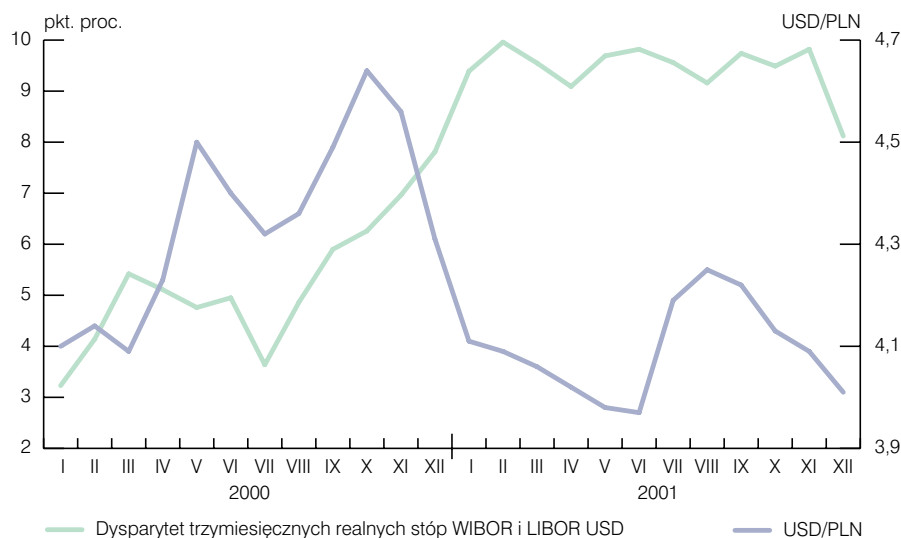
zatem w pewnym stopniu<sup>50</sup> relatywnie stabilny napływ kapitału zagranicznego, wynikający z perspektyw obniżania inflacji w Polsce w długim okresie i dostosowania stóp procentowych do poziomu istniejącego w strefie euro. Proces ten obserwowany jest nie tylko w Polsce, ale także w innych krajach kandydujących, w tym przede wszystkim w Czechach i na Węgrzech. Pozytywne sygnały w sprawie przyjęcia Polski do UE w 2004 r. mogły wzmocnić ten motyw inwestowania w 2001 r.

- W 2001 r. na relatywnie wysokim poziomie utrzymywał się dysparytet stóp procentowych, choć w wyniku ubiegłorocznych obniżek stóp procentowych stopniowo ulegał on zmniejszeniu (wykres 62). Pomimo konsekwentnego obniżania przez RPP stóp procentowych były one, szczególnie w wyrażeniu realnym, wyższe od najważniejszych dla polskiej gospodarki stóp zewnętrznych. Wpływały na to dwa czynniki: silna redukcja inflacji krajowej,

<sup>50</sup> Wyodrębnienie wpływu tego czynnika na wielkość inwestycji na rynku obligacji, a co za tym idzie na umacnianie złotego, wymagałoby dokładnego rozpoznania struktury podmiotowej tego rynku w celu wyodrębnienia inwestorów o długim horyzoncie inwestycyjnym. Posiadane przez NBP informacje nie umożliwiają takiego rozpoznania.

Wykres 62

## Dysparytet realnych stóp procentowych i kurs złotego



Źródło: dane Reuters, NBP.

częściowo wynikająca z niezależnych od polityki pieniężnej czynników podażowych, oraz nasilenie obniżek stóp procentowych za granicą w reakcji na zjawiska recesyjne w gospodarce światowej. Szczególnie dużym zakresem różnic stóp procentowych charakteryzował się krótki odcinek krzywej dochodowości. Było to wykorzystywane przede wszystkim przez nierezydentów inwestujących na rynku swapów walutowych (skala inwestycji w inne instrumenty rynku pieniężnego była bardzo ograniczona). To zjawisko (tzw. *carry trade*<sup>51</sup>) utrzymywało się

<sup>51</sup> Strategia *carry trade* polega na złożeniu dwóch transakcji: transakcji sprzedaży waluty o niskim oprocentowaniu (np. dolarów USA) na rynku kasowym dla pozyskania złotego oraz transakcji swapu walutowego. W transakcji swapu walutowego inwestor sprzedaje złotego na rynku kasowym i jednocześnie dokonuje jego zakupu w transakcji terminowej, po kursie terminowym ustalonym w dniu zawierania transakcji. W efekcie „złożenia” transakcji na rynku kasowym i transakcji swap inwestor otrzymuje otwarty walutowy kontrakt terminowy. Źródłem zysku inwestora jest premia terminowa, wynikająca z różnicy między oprocentowaniem dolara i złotego. Strategia *carry trade* jest opłacalna wtedy, gdy oczekiwana zmiana poziomu kursu złotego nie jest wyższa niż różnica oprocentowania obu walut. Aprecjacja złotego jest skutkiem ubocznym pierwotnej sprzedaży waluty na rynku kasowym w celu pozyskania złotego. Operacja kupna waluty na rynku kasowym realizowana w ramach operacji swap nie oddziałuje w kierunku deprecjacji złotego, ponieważ stanowi swego rodzaju zabezpieczenie operacji „lokowania” złotego na rynku pieniężnym, nie zaś niezależną operację.

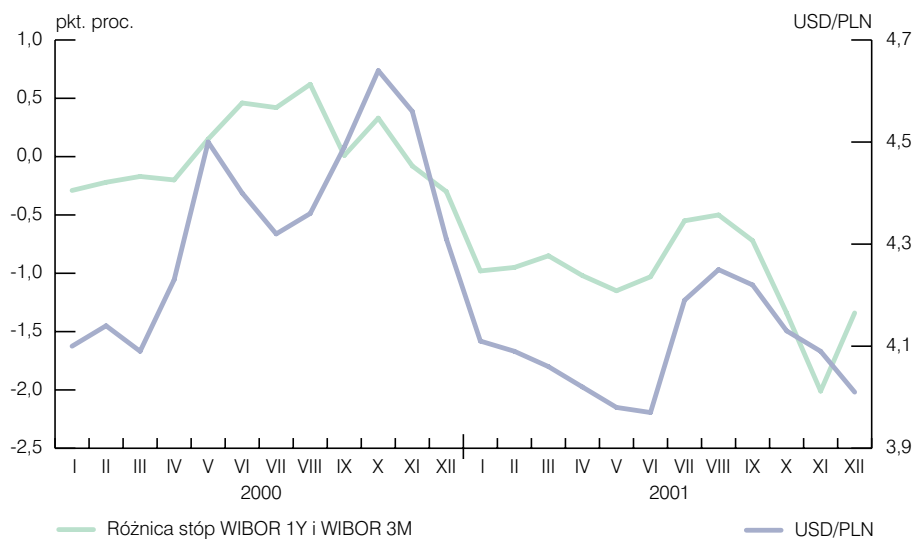
z różnym nasileniem w całym 2001 r., czego potwierdzeniem może być istotny wzrost skali obrotów na rynku swapów<sup>52</sup>. Przykładowo, wyraźniejsze przesunięcie popytu inwestorów z rynku obligacji na rynek swapów, które uwidoczniło się w II kwartale 2001 r., wiązało się przede wszystkim ze wzrostem ryzyka deprecjacji złotego<sup>53</sup>. W II połowie 2001 r. inwestycje nierezydentów na krajowym rynku pieniężnym odgrywały relatywnie mniejszą rolę w kształtowaniu kursu złotego. Po serii obniżek stóp procentowych w Polsce bardziej atrakcyjny stał się dla nich rynek węgierski (od IV kwartału 2001 r. poziom nominalnych stóp referencyjnych banków centralnych Polski i Węgier jest zbliżony).

- Utrzymujące się praktycznie w całym analizowanym okresie oczekiwania rynku na obniżkę stóp procentowych przez RPP (wykres 63). Oczekiwania te były wzmacniane przez informacje o pogarszaniu się koniunktury krajowej i zagranicznej oraz postępujące (szczególnie w II połowie 2001 r.) zmniejszanie restrykcyjności polityki pieniężnej przez główne zagraniczne banki centralne (wykres 64). Sprzyjało to zakupom polskich obligacji oraz spekulacjom nierezydentów na rynku swapów stopy procentowej. Obniżki stop NBP oddziaływały dwojako na zachowanie inwestorów. Z jednej strony zmniejszały koszty finansowania zakupów polskich obligacji, a z drugiej działały hamująco na inwestycje na polskim rynku z uwagi na malejącą w ich wyniku wielkość zabezpieczenia przed skutkami ewentualnego dostosowania kursowego.
- W 2001 r., podobnie jak w latach poprzednich, wpływ na aprecjację polskiej waluty miały też czynniki jednorazowe. Tym razem były to przede wszystkim oczekiwania na napływ walut obcych związane z wypłatami rekompensat dla robotników przymusowych III Rzeszy (I połowa 2001 r.) oraz ze sprzedażą przez rząd licencji na UMTS – III generację telefonii komórkowej (I połowa 2001 r.).

<sup>52</sup> Należy zaznaczyć, że istniejące systemy statystyczne uniemożliwiają oszacowanie skali inwestycji nierezydentów na rynku swapów i udziału operacji swapowej jako instrumentu zabezpieczającego przed ryzykiem kursowym. Dostępne dane obejmują całość transakcji nierezydentów na rynku swapów.

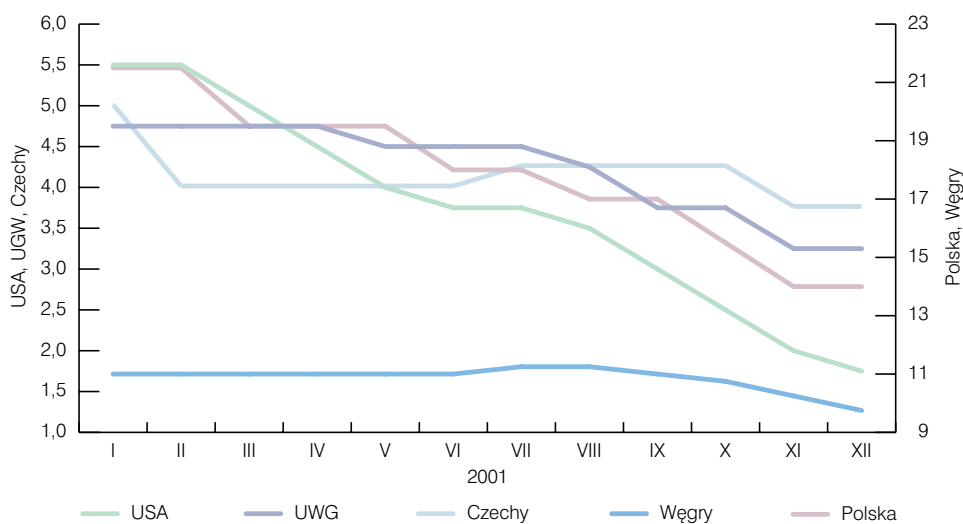
<sup>53</sup> Przyczyną wzrostu tego ryzyka była rosnąca skala przewartościowania kursu złotego. Skala ta, mierzona odchyleniem od trendu realnego efektywnego kursu złotego, deflowanego zmianami cen produkcji, wyniosła w czerwcu 2001 r. 10,9% wobec średniej dla całego roku 4,8%.

Wykres 63  
Oczekiwania dotyczące obniżki stóp procentowych i kurs złotego



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 64  
Oficjalne stopy procentowe



Źródło: Bloomberg.



Deprecjacja złotego w III kwartale ub.r. wiązała się z zaostreniem lokalnych kryzysów finansowych w Argentynie, Brazylii i Turcji, co przejściowo wpłynęło na ograniczenie zaufania do rynków wschodzących. W efekcie tzw. efektu zarażenia spekulację na osłabienie waluty odczuły nie tylko kraje bezpośrednio związane z kryzysem, ale też Polska, Węgry i RPA. Ten zewnętrzny impuls osłabiający złotego nałożył się na informację o problemach polskich finansów publicznych i oczekiwania depreciation złotego. W rezultacie złoty zdeprecjonował się w dniach 5-11 lipca o 14,4% wobec euro i 12% wobec USD. W dalszej części kwartału nastąpiła stabilizacja kursu do dolara na poziomie około 4,23 PLN/USD, natomiast w stosunku do euro złoty nadal stopniowo się osłabiał. Wynikało to ze znacznego umocnienia wspólnej waluty europejskiej wobec USD na rynku światowym w wyniku oznak recesji w gospodarce amerykańskiej.

Bezpośredni wpływ ataków na Stany Zjednoczone na kurs złotego był krótkotrwały i relatywnie niewielki. Ograniczył się praktycznie do zaniku aktywności na krajowym rynku walutowym w ciągu około 4 dni. Średni kurs złotego do USD w tym czasie wynosił 4,24 (wobec średniego poziomu 4,22 we wrześniu). Pośrednio wrześniowe wydarzenia wpłynęły natomiast na umocnienie polskiej waluty w IV kwartale 2001 r. Po lipcowej korekcie kursu złotego oraz ustabilizowaniu się sytuacji politycznej w kraju po wyborach parlamentarnych zmniejszyło się bowiem ryzyko inwestowania na polskim rynku, a aktywa złotowe były nadal dochodowe.

Kurs złotego wpłynął w 2001 r. na osłabienie inflacji na rynku krajowym. Zmiany kursu walutowego, oddziałując na poziom wyrażonych w walucie krajowej cen towarów importowanych, wpływają na zmiany wskaźnika CPI zarówno bezpośrednio (przez ceny importowanych dóbr konsumpcyjnych), jak i pośrednio (przez zmiany cen produkcji sprzedanej przemysłu wywołane wahaniami cen importu zaopatrzeniowego). Z kolei wahania cen wewnętrznych generowane zmianami kursu wpływają na popyt krajowy, zmieniając lukę popytową. Zmiany luki popytowej są bezpośrednio przenoszone na tempo wzrostu CPI. W analogiczny sposób oddziałują na CPI zmiany cen zewnętrznych.

Łączny efekt przenoszenia zmian czynników wewnętrznych na CPI, zawierający w sobie zarówno zmiany cen zewnętrznych (wstrząsy podażowe), kursu, jak

i luki popytowej (wstrząs popytowy), określany jest w literaturze ekonomicznej jako wskaźnik *pass-through*<sup>54</sup>. Oszacowany dla nominalnego efektywnego kursu złotego statystyczny wskaźnik *pass-through* wyniósł w 2001 r. -0,45 (-0,53 w 2000 r.). 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.

Wyliczając wskaźnik *pass-through* z rekurencyjnego modelu typu VAR otrzymano natomiast następujące wyniki:

- Wskaźnik przenoszenia **wyłącznie** zmian kursu na CPI, niezależnie od wybranego do estymacji podokresu z lat 1996-2001, jest stabilny i zawiera się w przedziale (0,09; 0,12). Okres, po którym następuje istotna reakcja CPI na zmiany kursu, wynosi trzy do czterech miesięcy. Biorąc pod uwagę wielkość wskaźnika dla podokresu 2000-2001, wynoszącą 0,11, oraz występujące opóźnienia, można ocenić, że aprecjacja **nominalnego efektywnego kursu złotego** spowodowała zmniejszenie CPI w 2001 r. o 0,9 pkt. proc.
- Wskaźnik przenoszenia zmian cen zewnętrznych na CPI jest mniej stabilny niż wskaźnik przenoszenia zmian kursu. Zawiera się w przedziale (0,07; 0,15) i przybiera niższe wartości w okresach dużej zmienności cen na rynku światowym (0,09 dla podokresu 2000-2001). Opóźnienie reakcji CPI wynosi około 4 miesiące. Szacunki dla 2001 r. wskazują, że wskutek spadku cen zewnętrznych CPI zmniejszył się o około 0,5 pkt. proc.
- Najmniej stabilny jest wskaźnik przenoszenia warunków zewnętrznych i kursu przez zmiany luki popytowej na CPI – zawiera się on w przedziale (0,04; 0,18). Średnie opóźnienie reakcji CPI wynosi 6 miesięcy. Przyczyną zmienności wrażliwości cen na zmiany luki popytowej jest nakładanie się dwóch tendencji, charak-

<sup>54</sup> Statystyczny efekt przenoszenia zmian kursu na CPI jest mierzony następującym wskaźnikiem:

$$PT_{t,t+j} = CPI_{t,t+j} / EXR_{t,t+j}$$

gdzie:

$PT_{t,t+j}$  - skumulowany efekt przenoszenia zmian kursu na CPI po  $j$  miesiącach,

$CPI$  - skumulowany wskaźnik CPI w poszczególnych miesiącach analizowanego roku,

$EXR$  - skumulowany wskaźnik kursu walutowego.

teryzujących jej wielkość i zmienność. Z jednej strony występuje **pozytywna korelacja** między wskaźnikiem *pass-through* a wielkością luki popytowej. Można stwierdzić, że wielkość wskaźnika *pass-through* w istotny sposób zależy od fazy cyklu koniunkturalnego<sup>55</sup>. Z drugiej strony – w krajach o niestabilizowanej gospodarce występuje duża zmienność luki popytowej nie tylko między poszczególnymi fazami cyklu, ale również w poszczególnych fazach. C. Mann<sup>56</sup> twierdzi, że w warunkach niedoskonałej konkurencji **duża zmienność luki popytowej**, połączona z wahaniami kursu waluty krajowej, bardziej wpływa na zmianę marży importerów, niż przenosi się na zmiany cen krajowych, **redukując *pass-through***. W efekcie można ocenić, że w 2001 r. wypadkową tych tendencji było obniżenie CPI o około 0,2 pkt. proc.

Łączny efekt oddziaływania czynników zewnętrznych i kursu wyliczony w sposób analityczny, uwzględniający opisane wyżej zależności i opóźnienia, spowodował w 2001 r. obniżenie CPI o 1,6 pkt. proc., przy pełnym wskaźniku *pass-through* wynoszącym 0,33 – zbliżonym do wskaźnika penetracji importu.

Różnica między statystycznym wskaźnikiem przeniesienia a wskaźnikiem wyliczonym w sposób analityczny (uwzględniającym opóźnienia) wynosi -0,6 pkt. proc. i może być interpretowana jako potencjał spadku CPI przeniesiony na 2002 r.

### 6.3.3. Oczekiwania inflacyjne

Oczekiwania inflacyjne stanowią przedmiot szczególnego zainteresowania współczesnych banków centralnych, zwłaszcza prowadzących politykę pieniężną zgodnie z zasadami strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (*direct inflation targeting*). Kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych jest ważne co najmniej z dwóch względów. Po pierwsze, zmiany przewidywań dotyczących przebie-

<sup>55</sup> Mniejsza luka popytowa w fazie ożywienia i spadku koniunktury powinna powodować zmniejszenie wskaźnika *pass-through*. Natomiast zarówno w fazie stabilizacji koniunktury na wysokim, jak i na niskim poziomie, wskaźnik ten powinien być większy, przy czym w fazie stabilizacji koniunktury na niskim poziomie działa on w kierunku deflacji (ujemna luka popytowa). Potwierdzają tę zależność badania prowadzone w MFW („World Economic Outlook, May 2001” IMF).

<sup>56</sup> C. Mann: *Prices, Profit Margins and Exchange Rates*. „Federal Reserve Bulletin” nr 72/1986.

gu procesów cenowych w przyszłości – zwłaszcza gwałtowne – mogą *ceteris paribus* wywołać istotne dostosowania bieżących zachowań uczestników gry rynkowej w sferze konsumpcji, oszczędności czy żądań płacowych. Oczekiwania inflacyjne są zatem jednym z czynników determinujących tempo wzrostu ogólnego poziomu cen. Po drugie, obserwacja oczekiwań inflacyjnych różnych grup podmiotów (gospodarstw domowych, banków, przedsiębiorstw) pozwala ocenić stopień zaufania, jakim cieszy się bank centralny, wiarygodność celów polityki pieniężnej wyznaczanych przez władze monetarne oraz przekonanie uczestników gry rynkowej co do możliwości realizacji tych celów.

W 2001 r. zaszły istotne zmiany w sposobie formułowania oczekiwań inflacyjnych przez osoby prywatne. Potwierdza to zmiana struktury odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos – Demoskop oraz obniżenie się skwantyfikowanych miar oczekiwań inflacyjnych tej grupy podmiotów. Jednocześnie rozkład oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych, badanych na podstawie ankiet firmy Reuters, stopniowo przesunął się w poszczególnych kwartałach 2001 r. w kierunku niższych stóp inflacji.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, wyznaczająca ramy funkcjonowania Narodowego Banku Polskiego od 1998 r., jest strategią „patrzenia w przyszłość” (*forward-looking*). Oznacza to, że decyzje dotyczące instrumentów polityki pieniężnej podejmowane są na podstawie projekcji przebiegu procesów cenowych w przyszłości. Z punktu widzenia oceny perspektyw inflacji zmiany, które nastąpiły w 2001 r. w zakresie oczekiwań inflacyjnych uczestników gry rynkowej, należy uznać za pozytywne. Świadczą one o wiarygodności średniookresowego celu polityki pieniężnej oraz sprzyjają jego realizacji.

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

#### *Ramka 4*

#### *System badań oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w Narodowym Banku Polskim*

Badanie oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych jest szczególnym wyzwaniem: napotyka bowiem zdecydowanie większe trudności interpretacyjne niż badanie oczekiwań podmiotów wyspecjalizowanych w tym zakresie, takich jak analitycy bankowi. Pytania ankietowe o przewidywania osób prywatnych dotyczące przebiegu procesów cenowych, ze względu na specyfikę rozpatrywanej grupy, są zwykle zadawane w sposób jakościowy, a nie ilościowy. Oznacza to, że ankietowani nie deklarują wprost, jakiego wzrostu cen spodziewają się w przyszłości, lecz wyrażają swoje przewidywania kierunkowo. Taką konstrukcją ma pytanie ankiety



firmy Ipsos – Demoskop, sformułowane w następujący sposób: „*Jak Pan (i) sądzi, patrząc na to, co się obecnie dzieje, czy w ciągu najbliższych 12 miesięcy 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*”. Należy odnotować, że samo pytanie ankiety sugeruje, iż o poziomie oczekiwań inflacyjnych respondentów decyduje nie tylko struktura odpowiedzi na to pytanie, lecz również obecny przebieg procesów cenowych w gospodarce, do którego ankietowani odnoszą swoje przewidywania na przyszłość.

Na badanie oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych prowadzone w NBP składają się dwa elementy: analiza struktury odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos – Demoskop oraz kwantyfikacja oczekiwanej stopy inflacji. Oba wyróżnione aspekty są ze sobą bardzo ściśle związane.

Analiza struktury odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos – Demoskop daje wyobrażenie o nastrojach ankietowanych i sposobie formułowania przez nich oczekiwań inflacyjnych. Jeżeli np. zwiększa się odsetek respondentów deklarujących, że ceny będą rosły szybciej niż dotychczas, i o tyle samo obniża się odsetek respondentów deklarujących, że ceny będą rosły wolniej, to nawet jeżeli wskutek jednoczesnego spadku inflacji bieżącej nastąpi spadek oczekiwań inflacyjnych, mamy do czynienia z pogorszeniem sposobu formułowania tych oczekiwań. Nie każde jednak pogorszenie sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych oznacza wzrost ich poziomu.

Jeżeli badając oczekiwania inflacyjne osób prywatnych ograniczylibyśmy się tylko do analizy zmian struktury odpowiedzi na pytanie ankiety, stanęlibyśmy wobec dwóch istotnych problemów. Po pierwsze, z uwagi na rozbudowany zestaw odpowiedzi dołączonych do pytania dość często zdarzają się sytuacje, kiedy na podstawie samych przesunięć w rozkładzie odpowiedzi trudno jednoznacznie określić kierunek zmian nastrojów osób prywatnych. Po drugie, ze względu na fakt, że pytanie ankiety każe porównywać oczekiwania dotyczące inflacji w przyszłości z obecnym przebiegiem procesów cenowych, taka sama struktura odpowiedzi na pytanie ankiety w różnych okresach może oznaczać zupełnie inne oczekiwane stopy inflacji. Są one bowiem uzależnione zarówno od struktury odpowiedzi na pytanie ankiety, jak również od aktualnego przebiegu procesów cenowych. Rozwiązaniu obu powyższych problemów interpretacyjnych służy metoda kwantyfikacji oczekiwań inflacyjnych.

Kwantyfikacja oczekiwanej przez osoby prywatne stopy inflacji dokonywana jest na podstawie skorygowanej, tj. dostosowanej do formy pytania, metody probabilistycznej Carlsona i Parkina (1975)\*. W metodzie tej przyjmuje się założenie, że oczekiwana stopa inflacji ma rozkład normalny o nieznanych parametrach. W celu obliczenia wartości średniej oraz wariancji tego rozkładu wykorzystuje się fakt, że ankietowani składając deklaracje dotyczące przewidywań inflacyjnych, odnoszą je do aktualnego przebiegu procesów cenowych, który w procedurze kwantyfikacyjnej jest wyrażony tzw. stopą inflacji bieżącej. Ponieważ ankieta firmy Ipsos – Demoskop przeprowadzana jest w pierwszej połowie każdego miesiąca, czyli przed ogłoszeniem przez GUS wskaźników inflacji za poprzedni miesiąc, za bieżącą stopę inflacji przyjmuje się stopę inflacji liczoną rok do roku, znaną respondentom w momencie udzielania odpowiedzi na pytanie ankiety, tj. inflację sprzed dwóch miesięcy.

Przyjęcie założenia, że osoby prywatne postrzegają przebieg procesów cenowych w gospodarce przez pryzmat oficjalnych statystyk inflacji oznacza, że poprzez zastosowanie procedury kwantyfikacyjnej subiektywne odczucia respondentów są niejako tłumaczone na język oficjalnych statystyk. Otrzymujemy więc zobiektywizowane miary oczekiwań inflacyjnych. Przykładowo, wynik kwantyfikacji oczekiwań inflacyjnych w grudniu 2001 r., tj. 3,9%, oznacza, że gdyby respondenci postrzegali przebieg dotychczasowych procesów inflacyjnych przez pryzmat znanej im w momencie udzielania stopy inflacji bieżącej (tj. stopy inflacji rok do roku z października 2001 r., równej 4,0%), wówczas oczekiwana przez nich na najbliższe 12 miesięcy stopa wzrostu cen wyniosłaby 3,9%. Nie oznacza to jednak, że subiektywne oczekiwania respondentów dotyczące wzrostu cen w ciągu najbliższego roku byłyby dokładnie takie same. Postrzeganie przez osoby prywatne procesów cenowych może bowiem – zwłaszcza w gospodarkach, w których istnieje jeszcze pamięć o wysokiej i zmiennej inflacji – istotnie odbiegać od statystyk oficjalnych. Jednak z uwagi na metodę obliczania wskaźników inflacji statystyki te powinny pozostawać w ścisłej korelacji z subiektywnymi odczuciami osób prywatnych. Wyniki kwantyfikacji oczekiwanych stop inflacji należy zatem interpretować w kategoriach „co by było, gdyby” i brać pod uwagę przede wszystkim w celu oceny kierunku zmian poziomu oczekiwań inflacyjnych oraz siły tych zmian.

\* Skorygowana metoda Carlsona i Parkina (1975) należy do metod typu probabilistycznego. Jej wyczerpujący opis przedstawiono w: T. Łyziak: *Badanie oczekiwań inflacyjnych podmiotów indywidualnych na podstawie ankiety jakościowych*. „Bank i Kredyt” nr 6/2000, NBP.

Istnienie punktu odniesienia (wyrażonego stopą inflacji bieżącej), względem którego ankietowani deklarują swoje przewidywania, nie tylko umożliwia kwantyfikację oczekiwań inflacyjnych, lecz przede wszystkim pozwala na jednoznaczną ocenę, czy zmiany w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety są wyrazem poprawy, pogorszenia, czy też pozostania bez zmian nastrojów ankietowanych. Oceny tej można dokonać np. przyjmując, że stopa inflacji bieżącej jest stała i wynosi  $x$ , by następnie na tej podstawie – zgodnie ze stosowaną metodą kwantyfikacji – móc obliczyć syntetyczny wskaźnik, opisujący strukturę odpowiedzi na pytanie ankiety. Wskaźnik taki odpowiadałby na pytanie: „*Jeśli stopa inflacji bieżącej wynosi  $x$  to ile wynoszą oczekiwania inflacyjne na najbliższe 12 miesięcy?*”. Taka procedura nie wymaga subiektywnych założeń dotyczących stopy inflacji bieżącej. Chociaż nie prowadzi do uzyskania miar poziomu oczekiwanych stóp inflacji ani przesądzenia, czy oczekiwania inflacyjne osób prywatnych wzrosły, spadły czy pozostały bez zmian, pozwala jednak jednoznacznie rozstrzygnąć, w jakim kierunku zmieniły się nastroje respondentów wyrażone przesunięciami w strukturze odpowiedzi na pytania ankiety.

Zmiany, które zaszły w 2001 r. w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos – Demoskop dotyczące oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych wskazują na istotną poprawę sposobu formułowania przewidywań przez tę grupę podmiotów (wykres 65).

W 2001 r. udział respondentów najbardziej pesymistycznych – deklarujących, że ceny będą rosły szybciej niż dotychczas – kształtował się przeciętnie na poziomie 19% ankietowanych<sup>57</sup>. Zmniejszył się on o 7,8 pkt. proc. w stosunku do danych z 2000 r. i o 14,8% w stosunku do danych z 1992 r. Jednocześnie nastąpił dość znaczny wzrost odsetka respondentów wybierających odpowiedź, że ceny będą rosły w tym samym tempie (w 2001 r. wyniósł on 55% i był większy o 2,1 pkt. proc. od danych z 2000 r. i o 10,8 pkt. proc. od danych z 1992 r.). Zwiększył się również odsetek ankietowanych, według których ceny pozostaną na tym samym poziomie (w 2001 r. deklarowało to przeciętnie 6% respondentów<sup>58</sup>, co oznacza wzrost o 2,9 pkt. proc. w stosunku do danych z 2000 r. i o 2,5 pkt. proc. w stosunku do danych z 1992 r.).

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w grudniu 2001 r. obniżyły się o 6,6 pkt. proc. w stosunku

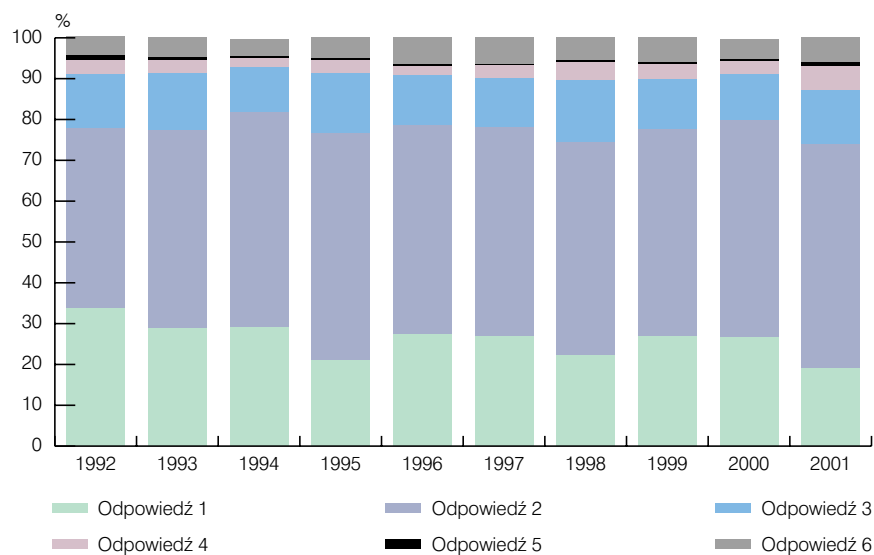
<sup>57</sup> W listopadzie 2001 r. tę opcję odpowiedzi wybrało 13,8% ankietowanych. Był to najmniejszy odsetek respondentów najbardziej pesymistycznych w historii ankiety Demoskopu/Ipsos – Demoskopu.

<sup>58</sup> W listopadzie 2001 r. ten wariant odpowiedzi wybrało 7,8% ankietowanych. Był to największy odsetek respondentów najbardziej optymistycznych w historii ankiety Demoskopu/Ipsos – Demoskopu.



Wykres 65

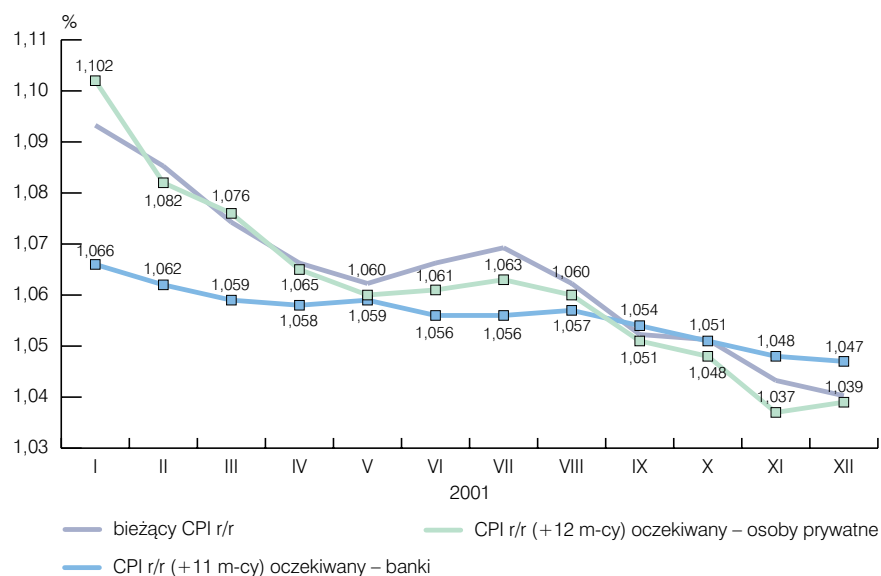
Struktura odpowiedzi na pytanie ankiety Demoskopu/Ipsos-Demoskopu w latach 1992-2001



Źródło: dane Ipsos-Demoskop, Reuters, GUS, obliczenia NBP

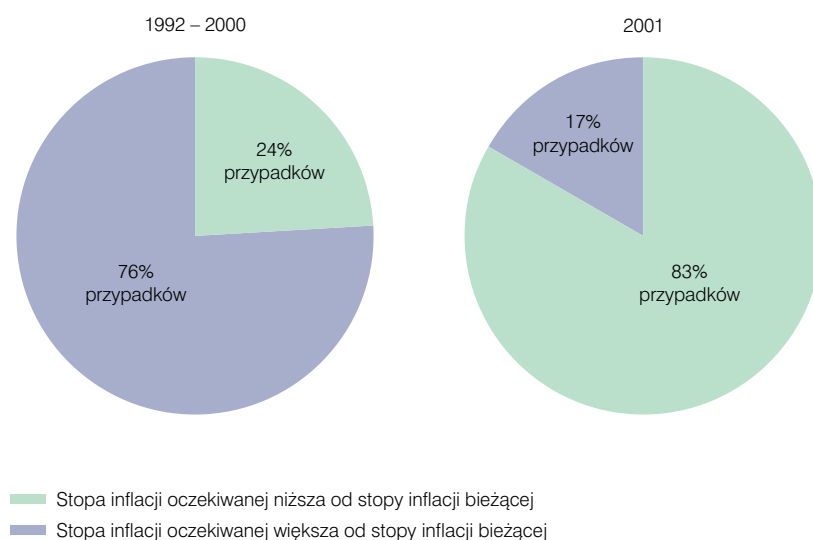
Wykres 66

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz analityków bankowych w 2001 r.



Źródło: dane Ipsos-Demoskop, Reuters, GUS, obliczenia NBP

Wykres 67  
*Stopa inflacji oczekiwanej a stopa inflacji bieżącej*



Źródło: obliczenia NBP.

do oczekiwań z grudnia 2000 r. Na uwagę zasługuje zwłaszcza głęboki spadek przewidywań inflacyjnych osób prywatnych w lutym 2001 r. Wyniósł on 2 pkt. proc. i odzwierciedlał znaczną poprawę struktury odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos – Demoskop oraz obniżenie się stopy inflacji bieżącej.

Warto zauważyć, że aż przez dziesięć miesięcy 2001 r. oczekiwana przez osoby prywatne stopa inflacji pozostawała poniżej stopy inflacji bieżącej. Jak wskazano w poprzednim „Raplocie o inflacji”, była to istotna zmiana w porównaniu z minionym okresem, kiedy sytuacje takie zdarzały się sporadycznie (wykres 67).

Rozróżnienie subiektywnych odczuć i przewidywań respondentów oraz zobiektywizowanych (poprzez zastosowanie procedury kwantyfikacyjnej) miar ich oczekiwań (ramka 4) jest szczególnie istotne przy interpretacji faktu, że począwszy od września 2001 r. skwantyfikowane wskaźniki oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych pozostają poniżej oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych. W związku z tym należy jeszcze raz podkreślić, że zobiektywizowane miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, generowane w ramach procedury kwantyfikacyjnej,

mogą znacznie odbiegać od subiektywnych przewidywań respondentów<sup>59</sup>.

W procedurze kwantyfikacji oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych determinantą ich poziomu jest zarówno struktura odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos – Demoskop, jak również stopa inflacji bieżącej. Interesująca wydaje się dekompozycja zmian oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych wyrażanych w 2001 r. na: zmiany spowodowane przesunięciami w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety oraz na zmiany wynikające ze zmian stopy inflacji bieżącej. Na wykresie 68 przedstawiono rezultaty takiej dekompozycji. Okazuje się, że spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w ub.r. nastąpił przede wszystkim wskutek obniżenia się stopy inflacji bieżącej. Na całkowity spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych między grudniem 2000 r. i grudniem 2001 r. – równy 6,6 pkt. proc. – złożył się spadek o około 5,8 pkt. proc., odzwierciedlający obniżenie się stopy inflacji bieżącej, oraz spadek o około 0,8 pkt. proc., wynikający z poprawy struktury odpowiedzi na pytanie ankiety. Innymi słowy, gdyby stopa inflacji bieżącej w 2001 r. pozostawała na stałym poziomie z grudnia 2000 r. (tj. 9,9%), oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w 2001 r. obniżyłyby się o około 0,8 pkt. proc. i w grudniu 2001 r. wyniosłyby około 9,6%<sup>60</sup>.

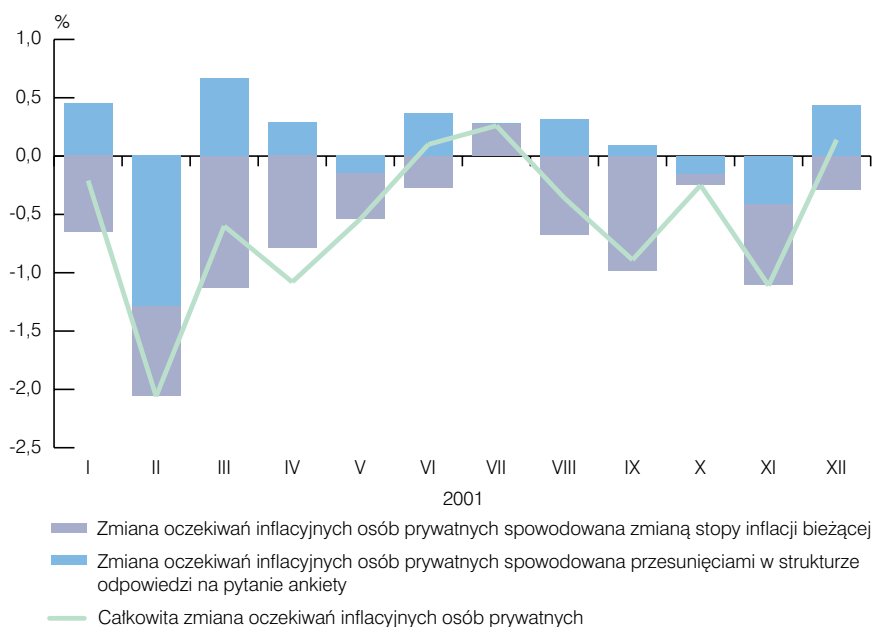
Tylko w dwóch miesiącach 2001 r., tj. w lutym i październiku, dominującym czynnikiem prowadzącym do spadku oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych były przesunięcia w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety. Warto zauważyć, że w ub.r. zdarzały się miesiące, w których oba czynniki kształtujące poziom przewidywań inflacyjnych osób prywatnych, brane pod uwagę w procedurze kwantyfikacyjnej, działały w przeciwnych kierunkach. Tak było w styczniu, marcu, sierpniu, wrześniu i grudniu 2001 r. (pogorszenie struktury odpowiedzi na pytanie an-

<sup>59</sup> 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 roku następnego. Poza tym należy wziąć pod uwagę, że oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są obiektywizowane, tj. kwantyfikowane przy założeniu, że respondenci postrzegają przebieg procesów cenowych przez pryzmat oficjalnych statystyk inflacji.

<sup>60</sup> Warto zaznaczyć, że nawet w sytuacji pozostania stopy inflacji bieżącej w 2001 r. na poziomie z grudnia 2000 r., oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w grudniu 2001 r. znajdowałyby się poniżej stopy inflacji bieżącej.

Wykres 68

## Zmiany oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w 2001 r.



Źródło: obliczenia NBP.

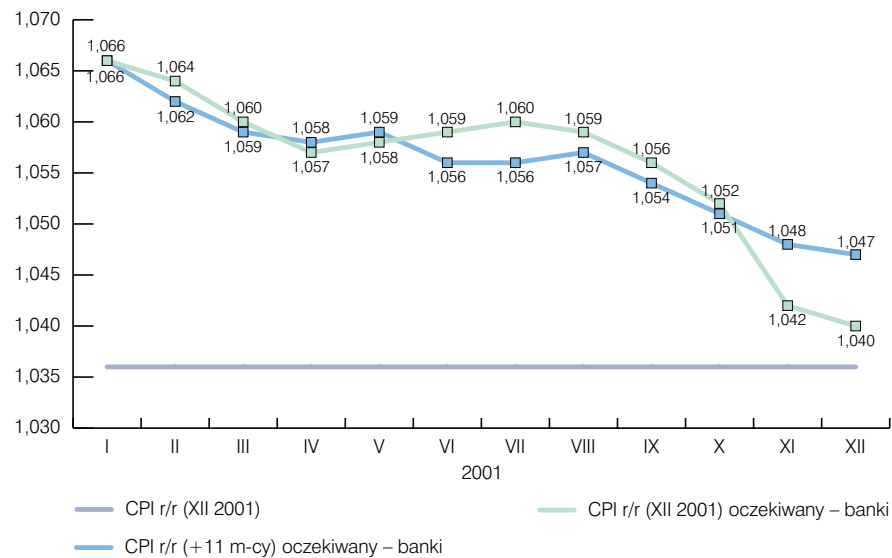
kiety, przy jednoczesnym spadku stopy inflacji bieżącej), a także w czerwcu oraz lipcu 2001 r. (poprawa struktury odpowiedzi na pytanie ankiety przy jednoczesnym wzroście stopy inflacji bieżącej).

### Oczekiwania inflacyjne analityków bankowych

Oczekiwania inflacyjne podmiotów mających duży zasób informacji na temat funkcjonowania gospodarki można traktować nie tylko w kategoriach przewidywań, lecz również jako rezultat sformalizowanych analiz ilościowych. Wydaje się, że dobrym wskaźnikiem skali niepewności, którą napotyka prowadzenie takich analiz, jak również ograniczonej przewidywalności procesów inflacyjnych w ub.r. są wyniki ankiety firmy Reuters. Dotyczą one oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych, formułowanych w odniesieniu do stopy inflacji rocznej w grudniu 2001 r. Jak wynika z danych przedstawionych na wykresie 69, na początku ub.r. oczekiwania te kształtowały się na poziomie 6,6%, a następnie po względnej stabili-

## Wykres 69

## Oczekiwania inflacyjne analityków bankowych w 2001 r.



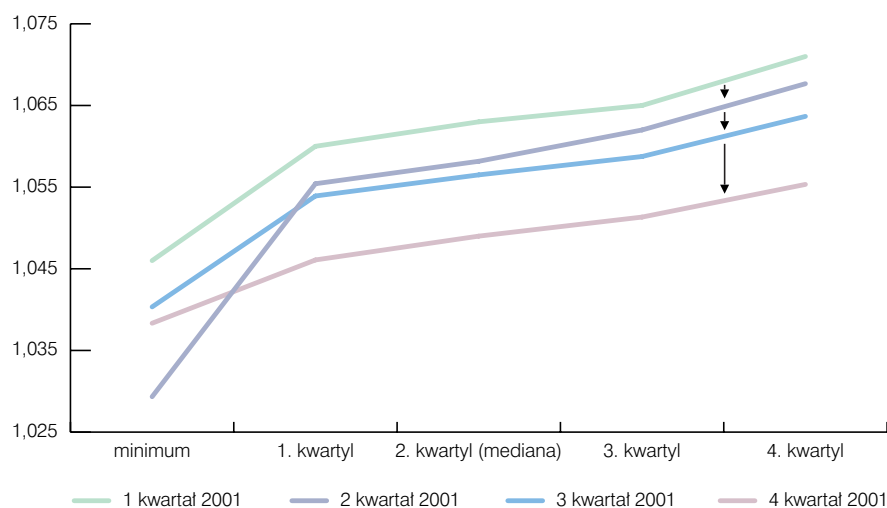
Źródło: dane Reuters, GUS.

zacji w przedziale od 5,5% do 6% w okresie od marca do września 2001 r., zaczęły gwałtownie spadać. Nawet na początku grudnia ub.r. oczekiwania inflacyjne banków były o 0,4 pkt. proc. wyższe od rzeczywistej inflacji odnotowanej na koniec 2001 r. Dopiero w styczniu br., na kilka dni przed publikacją przez Główny Urząd Statystyczny oficjalnych danych dotyczących wzrostu cen w 2001 r., przewidywania inflacyjne analityków bankowych zbliżyły się do rzeczywistych danych i wyniosły 3,7%.

W 2001 r. nastąpił spadek oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych co do inflacji rocznej w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku. Obniżały się one niemal monotonicznie – z wyjątkiem wzrostów o 0,1 pkt. proc. w maju i sierpniu 2001 r. – z poziomu 6,6% w styczniu 2001 r. do 4,7% w grudniu 2001 r. Warto zauważyć, że spadkowi średniej wartości deklaracji poszczególnych banków towarzyszyło przesunięcie się całego rozkładu oczekiwań inflacyjnych banków w kierunku niższych stóp wzrostu cen. Świadczą o tym wyniki analizy kwartyłowej zaprezentowane na wykresie 70.

Wykres 70

## Cechy rozkładu oczekiwań inflacyjnych banków w 2001 r.



Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

W okresie od pierwszego do czwartego kwartału 2001 r. wartość minimalna rozkładu oczekiwanej przez analityków bankowych stopy inflacji rocznej (na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc poprzedniego roku) obniżyła się o 0,8 pkt. proc. W przeciwieństwie do przesunięć poszczególnych kwartyli w analizowanym okresie pierwsze trzy kwartyły obniżyły się o 1,4 pkt. proc., natomiast czwarty kwartył (wartość maksymalna rozkładu) o 1,5 pkt. proc. Spadek wartości minimalnej rozkładu nie miał więc charakteru monotonicznego. Niemonotoniczny charakter zmian wartości minimalnej rozkładu należy przypisać przede wszystkim zmianom liczby banków uczestniczących w comiesięcznych ankietach firmy Reuters, która w 2001 r. wahała od 13 do 22. Dość znaczne wahania liczby banków biorących udział w comiesięcznych ankietach firmy Reuters utrudniają interpretację ich wyników. W dużym stopniu tłumaczą również zmiany miar niepewności analityków bankowych co do przebiegu procesów cenowych w przyszłości, takich jak: szerokość przedziału między minimalną a maksymalną deklaracją, odchylenie standardowe, współczynnik zmienności (w szczególności ich wzrost w drugim kwartale 2001 r.).



Tabela 29

Miary zmienności rozkładu oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych w 2001 r.  
(średnie kwartalne)

	2001			
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał
Rozpiętość przedziału deklaracji				
banków (pkt. proc.)	2,4	3,8	2,3	1,7
Odchylenie standardowe (pkt. proc.)	0,6	0,9	0,6	0,5
Współczynnik zmienności (%)	9,3	14,8	10,7	9,5

Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

#### 6.3.4. Efekt majątkowy

W 2001 r. nastąpił wzrost relacji między oszczędnościami osób fizycznych lokowanymi na rynku kapitałowym i w sektorze bankowym. Wiązało się to głównie ze wzrostem pośrednich inwestycji portfelowych ludności. Nastąpiło też przesunięcie preferencji inwestycyjnych ludności w stronę instrumentów dłużnych. Tendencje te obrazują dane tabeli 30.

Podstawowe trendy dotyczące oszczędności osób fizycznych w 2001 r. były następujące:

- Zdecydowany spadek wielkości aktywów tej grupy inwestorów w segmencie akcji. Wynikał on głównie z dekonjunktury giełdowej będącej efektem:
  - spadku notowań akcji w skali globalnej, związane go z załamaniem się hossy bazującej na spółkach nowej technologii,
  - osłabienia tempa wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce,
  - efektu 11 września, który spowodował znaczące zmiany na wszystkich światowych rynkach papierów wartościowych.
- Wzrost aktywów w segmencie papierów skarbowych, szczególnie obligacji oszczędnościowych, oferujących atrakcyjną dochodowość przy niskim poziomie ryzyka. Proces ten uległ przyśpieszeniu w IV kwartale ub.r. po ogłoszeniu projektu wprowadzenia podatku od dochodów z tytułu lokat kapitałowych. W tym okresie wzrost lokat w obligacje oszczędnościowe w stosunku do końca III kwartału ub.r. wyniósł ponad 25%, osiągając poziom 6 mld zł.

*Tabela 30*  
*Bezpośrednie i pośrednie formy inwestowania osób fizycznych na rynku kapitałowym*  
*(w mld złotych)*

Rodzaj uczestnictwa w inwestycjach	Stan	Stan na koniec	Stan
kapitałowych	na koniec 2000	III kwartału 2001	na koniec 2001
<b>I. Bezpośrednie inwestycje portfelowe – papiery</b>			
<b>wartościowe na rachunkach osób fizycznych</b>			
<b>(łącznie)</b>	<b>23,5</b>	<b>20,6</b>	<b>22,7</b>
Akcje*	16,6	9,0	9,9
Papiery skarbowe (łącznie)	6,9	11,6	12,8
a) obligacje rynkowe	3,1	3,3	3,5
b) obligacje oszczędnościowe	1,9	4,8	6,0
c) bony skarbowe**	1,9	3,5	3,3
<b>2. Pośrednie inwestycje portfelowe (łącznie)</b>	<b>17,1</b>	<b>21,5</b>	<b>31,5</b>
Fundusze inwestycyjne otwarte (aktywa netto)***	7,2	6,1	12,1
Otwarte fundusze emerytalne (aktywa netto)	9,9	15,4	19,4
<b>Razem (1+2)</b>	<b>40,6</b>	<b>42,1</b>	<b>54,2</b>
<i>Relacja ww. form inwestycyjnych (łącznie) do zobowiązań</i>			
<i>złotowych i walutowych wobec osób prywatnych</i>			
w systemie bankowym (w %)	21,7	21,0	25,9

\* Papiery będące własnością krajowych osób fizycznych.

\*\* Na podstawie sprawozdań banków dealerskich.

\*\*\* W niniejszej tabeli przyjęto całość aktywów netto funduszy inwestycyjnych jako oszczędności osób fizycznych. Okresowo jednak, np. z uwagi na korzystne rozwiązania podatkowe, znacząca część środków finansowych ulokowanych w tych funduszach może stanowić własność osób prawnych (głównie przedsiębiorstw), tak jak w końcu 2000 r.

Źródło: materiały Ministerstwa Finansów, NBP, GUS, OFE, TFI.

- Silny wzrost wielkości środków finansowych, którymi zarządzały otwarte fundusze emerytalne. Ich aktywa netto w ciągu 2001 r. podwoiły się, osiągając poziom 19,4 mld zł na koniec roku<sup>61</sup>. Proces ten będzie miał charakter stały i w istotny sposób przyczyni się do rozwoju polskiego rynku kapitałowego.
- Zmiany wielkości aktywów funduszy inwestycyjnych w IV kwartale 2001 r. Wiązały się one głównie z tzw. lokatami antypodatkowymi, w których efekcie w analizowanym okresie nastąpiło podwojenie aktywów

<sup>61</sup> Faktyczna kwota aktywów tych funduszy powinna być powiększona o ponad 7 mld zł, należnych tym instytucjom z tytułu nieprzekazanych składek emerytalnych i należnych odsetek.

funduszy. Ich dynamiczny wzrost bazował głównie na środkach finansowych osób fizycznych.

Wykorzystanie przez osoby fizyczne rynku kapitałowego jako miejsca lokowania swoich środków finansowych było w 2001 r. – w porównaniu z sektorem bankowym – nadal niewielkie. Przewidywane osłabienie koniunktury gospodarczej w kraju w naturalny sposób przesunęło zainteresowanie inwestorów w kierunku instrumentów dłużnych. Należy też zaznaczyć, że możliwości generowania nadwyżek finansowych przez społeczeństwo były w ub.r. ograniczone, co determinowało jego możliwości popytowe na rynku kapitałowym.

## 7. Perspektywy inflacji w 2002 r.

Od sierpnia 2000 r. do stycznia 2002 r. dynamika inflacji, mierzonej zarówno indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych, jak i różnymi wskaźnikami inflacji bazowej, wykazywała spadek. Analiza danych ekonomicznych wskazuje jednak, że w końcu 2002 r. ta spadkowa tendencja może zostać zahamowana, a dwunastomiesięczny wskaźnik inflacji – nieznacznie wzrosnąć.

Za zachowaniem niskiego poziomu inflacji w 2002 r. przemawia bardzo niska dynamika popytu krajowego. W ujęciu rocznym w IV kwartale 2001 r. popyt krajowy spadł o 2,9%, przy spadku inwestycji o 14,5% i wzroście konsumpcji prywatnej o 3,2%. Szybkie odbudowanie popytu prywatnego wydaje się mało prawdopodobne, co oznacza, że również w 2002 r. nie powinien on stać się istotnym źródłem inflacji.

Nadal utrzymuje się też spadkowa tendencja dynamiki kredytów. W styczniu br. roczna stopa wzrostu należności sektora bankowego od osób prywatnych wynosiła 14,4%, a od podmiotów gospodarczych 5%. Należy jednak spodziewać się w ciągu 2002 r. tendencji wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego, do czego będą się przyczyniać m.in. obniżki stóp procentowych dokonywane od lutego 2001 r.

Czynnikiem, który w 2002 r. powinien umożliwić utrzymanie niskiej dynamiki inflacji, jest kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych. W 2001 r. uległy one znacznej redukcji. Umiarkowany poziom oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, pozostający poniżej bieżącej stopy inflacji, jak również napięta sytuacja na rynku pracy, gdzie stopa bezrobocia przekroczyła 18%, powinny ograniczać żądania płacowe w br., a przez to niwelować presję inflacyjną.

Przyczyną wzrostu presji inflacyjnej nie powinna też być wyważona polityka pieniężna, jaką NBP prowadził w 2001 r. Pomimo wyraźnego – o 750 punktów bazowych – spadku stóp procentowych banku centralnego w 2001 r. stopy realne spadły bowiem w mniejszym stopniu. Należy jednak pamiętać, że w Polsce wciąż istnieje niebezpieczeństwo wystąpienia tzw. iluzji nominalnej, polegającej na reagowaniu przedsiębiorstw i gospodarstw domowych nie na zmiany stóp realnych, lecz nominalnych. Gdyby takie zjawisko pojawiło się obecnie, mogłoby dojść do wzrostu popytu i inflacji. Trzeba jednocześnie pamiętać, że w II połowie 2002 r. powinien już być widoczny skumulowany wpływ dokonanych od lutego 2001 r. obniżek stóp procentowych.

W kierunku nasilenia procesów inflacyjnych może też oddziaływać ustabilizowanie się stopy wzrostu podaży pieniądza M2 w przedziale 12-15%, co przy spadającej inflacji oznacza zdecydowany wzrost jego dynamiki realnej. Agregat monetarny M1 wzrastał w ubiegłym roku zdecydowanie szybciej niż w 2000 r., przy niższym niż przed rokiem wzroście PKB; jego dynamika zwiększyła się do 10,7% w grudniu 2001 r. Wyraźnie szybszy przyrost podaży pieniądza niż poziomu cen świadczy o utrzymującym się wzroście realnego popytu na pieniądź. Jeśli zjawisko to okazałoby się trwałe, prowadziłoby wyłącznie do wzrostu monetyzacji gospodarki. Nie można jednak wykluczyć, że wzrost popytu na pieniądź może okazać się przejściowy, co nakazuje zachowanie ostrożności w ocenie presji inflacyjnej, która może pojawić się w 2002 r. w następstwie wzrostu podaży pieniądza.

Kolejnym czynnikiem o potencjalnym działaniu proinflacyjnym jest deficyt sektora finansów publicznych. Deficyt ten prawdopodobnie przekroczy w bieżącym roku 5% PKB, co zwiększy krajową presję popytową. Ostateczny efekt będzie jednak zależał od tego, w jakim stopniu zwiększone potrzeby pożyczkowe budżetu będą wypierały konsumpcję i inwestycje prywatne. Od trzeciego kwartału ub.r. coraz szybciej rosło bowiem zadłużenie sektora budżetowego w bankach. Oznacza to, że w coraz większym stopniu do kreacji kredytu przyczyniał się deficyt sektora finansów publicznych. Już w ubiegłym roku sektor budżetowy był podstawowym źródłem kreacji kredytu, a w bieżącym roku sytuacja pod tym względem może ulec dalszemu pogorszeniu. W przypadku pogłębienia problemów budżetowych wzrosłoby ryzyko deprecjacji złotego.

Znaczące źródło niepewności stanowić też będą w br. ceny żywności i ropy naftowej. Prawdopodobieństwo powtórzenia się sytuacji z 2001 r., w którym zbiegły się udane zbiory w rolnictwie i spadek cen ropy na rynkach światowych, wydaje się bowiem niewielkie. Jeżeli warunki atmosferyczne nie będą sprzyjające, to można się spodziewać spadku podaży żywności krajowej w stosunku do ub.r. i, co za tym idzie, szybszego wzrostu jej cen. Z kolei kraje OPEC będą zapewne próbowały ograniczyć podaż ropy, tak aby doprowadzić do wzrostu cen do około 25 USD za baryłkę. Gdyby takiemu scenariuszowi towarzyszyła silna deprecjacja złotego, mogłoby to przyczynić się do wzrostu inflacji w końcu 2002 r.

Badania empiryczne pokazują, że kanał kursowy jest najszybszym kanałem transmisji monetarnej; zmiana kursu wywiera wpływ na inflację krajową już po upływie miesiąca. Tak więc również ewentualna deprecjacja bądź aprecjacja złotego – zjawiska całkowicie normalne w systemie płynnego kursu walutowego – mogą szybko doprowadzić do wzrostu lub spadku stopy inflacji. Wydaje się jednak, że przy zachowaniu odpowiedzialnej polityki makroekonomicznej i prognozowanym na 2002 r. deficycie obrotów bieżących nieznacznie przekraczającym 4% PKB ryzyko silnej deprecjacji złotego nie jest duże.

W sumie bilans czynników, które mogłyby w bieżącym roku prowadzić do zwiększenia bądź zmniejszenia presji inflacyjnej, nie jest jednoznaczny. Najprawdopodobniej dojdzie w ciągu roku do umiarkowanego wzrostu dwunastomiesięcznego wskaźnika inflacji, nie zagrażającego jednak realizacji celu inflacyjnego. Cel ten został wyznaczony przez Radę Polityki Pieniężnej na poziomie 5% z granicą tolerancji +/- 1 punkt procentowy.

Należy też zaznaczyć, że analiza czynników makroekonomicznych wskazuje – jak dotąd – na brak poważniejszych zagrożeń dla realizacji średniookresowego celu polityki pieniężnej, wyznaczonego na poziomie poniżej 4% w 2003 r.



## **ZAŁĄCZNIK I**

### **Bilans inwestycji i oszczędności w 2001 r. (na podstawie wstępnych i szacunkowych danych o gospodarce)**

W latach 1998-2000 rozwój kraju (około 5% PKB rocznie) w istotnym stopniu zależał od zagranicznych środków finansowania, co prowadziło do narastania nierównowagi zewnętrznej. W 2000 r., dzięki wzrostowi wpływów z eksportu (do 29,3% PKB z 26,1% PKB rok wcześniej), nastąpiła poprawa bilansu handlowego, a tym samym polepszył się wynik na rachunku obrotów bieżących. Tendencja ta, choć w osłabionej skali, utrzymała się także w 2001 r., przyczyniając się – wskutek wzrostu dochodów – do wzrostu oszczędności prywatnych.

Oszczędności prywatne bilansują prywatne wydatki inwestycyjne (brutto), nadwyżkę wydatków sektora finansów publicznych na dobra i usługi nad dochodami netto tego sektora oraz saldo na rachunku obrotów bieżących. Oszczędności prywatne stanowią sumę oszczędności gospodarstw domowych i nierozdzielonych zysków firm.

Pomijając przejściowe wahania, w latach 1991-2001 oszczędności prywatne rosły nieco szybciej niż PKB, na co wskazuje wzrost średniej stopy oszczędności w latach 1991-1995 i 1996-2000 (tabela 31). Jak wynika ze wstępnych szacunków, ub.r. w sektorze prywatnym tempo wzrostu oszczędności znacznie przewyższało tempo wzrostu dochodu. Zjawisko to wystąpiło jednak w połączeniu ze spadkiem skłonności przedsiębiorstw do inwestowania, co świadczyło o słabnięciu efektywnego popytu.

Słabnący popyt krajowy oraz pogarszające się oceny zagranicznej sytuacji gospodarczej w minionym roku sprawiły, że gospodarka znalazła się w sytuacji niestabilnej z powodu wzrostu niepewności. Malejący popyt inwestycyjny – zarówno ze strony sektora prywatnego, jak i publicznego – już w 2000 r. doprowadził do spowolnienia wzrostu ogólnospołecznej wydajności pracy i realnego spadku dochodów ogółem z pracy najemnej. W ub.r. tendencja ta nadal się utrzymywała. Wprawdzie wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych rosły szybciej

niż ich dochody do dyspozycji, to jednak związany z tym wzrost produkcji nie spowodował odpowiedniego wzrostu wynagrodzeń. Przedsiębiorstwa ograniczały bowiem koszty pracy, redukując zatrudnienie i – prawdopodobnie – wydłużając czas pracy.

Podstawowe znaczenie dla kształtowania się bilansu inwestycji i oszczędności miała w ub.r. sytuacja w sektorze przedsiębiorstw. Jak wynika z prowadzonych przez NBP badań ankietowych<sup>62</sup>, w ciągu całego roku z powodu pesymistycznych oczekiwań firmy deklarujące spadek zadłużenia kredytowego w sektorze bankowym stanowiły większy odsetek niż firmy deklarujące wzrost kredytu. Według *Rocznika Statystycznego Przemysłu 2001*, już w 2000 r. nastąpiła redukcja długoterminowego zadłużenia przedsiębiorstw przemysłowych w bankach i pogorszenie ogólnej sytuacji płynnościowej, czego wyrazem był wzrost zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz podatków, ceł i ubezpieczeń społecznych. Nie bez znaczenia dla tej sytuacji była, sygnalizowana przez przedsiębiorstwa w badaniach ankietowych, bariera w postaci oprocentowania kredytów. Można sądzić, że w 2001 r. wystąpiły warunki, w których alternatywne zyski z aktywów finansowych mogły przewyższać stopę zwrotu z nowych inwestycji. Spadek skłonności do inwestowania przy wzroście skłonności do oszczędzania świadczy o tym, że (przy danym stanie technologii i nakładach pracy) inwestorzy oczekiwali wyższej stopy zysku z kapitału, a duże koszty jego reprodukcji hamowały bieżącą produkcję dóbr inwestycyjnych.

Głównym źródłem zasilania inwestycyjnego w 2001 r., podobnie jak w ubiegłych latach, były środki własne firm. Jak wynika z ankiet, w ub.r. wzrosło relatywne znaczenie tego źródła finansowania inwestycji. Niemniej jednak gorsza sytuacja dochodowa przedsiębiorstw automatycznie przekładała się na ograniczanie ich działalności inwestycyjnej.

Na obniżenie poziomu inwestycji w ub.r. mogła mieć też pewien wpływ bariera modernizacyjna. Utrzymująca się w gospodarce od lat tradycyjna struktura inwestowania w gałęzie przemysłu o niskim stopniu przetwarzania

<sup>62</sup> W badaniu bierze udział około 400 podmiotów wybranych z terenu całego kraju. 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 2002 r. ([www.nbp.pl/publikacje/koniunktura](http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura)).

nie zapewnia dostatecznych podstaw wzrostu. Inwestycje w przemysł produkujący maszyny, urządzenia i komputery ciągle stanowią niewielki procent (3,2% w 2000 r.) nakładów inwestycyjnych w przemyśle. Mimo ogólnej poprawy struktury rodzajowej inwestycji w latach 90., nakłady na maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia (około 1/3 wszystkich nakładów inwestycyjnych) spadły już w 2000 r. realnie o 2,4%, a ich spadek w ub.r. był prawdopodobnie znacznie większy. Stopa inwestycji prywatnych (inwestycje ogółem minus inwestycje sektora finansów publicznych w relacji do PKB), która w latach 1996-2000 wynosiła średnio 21,2%, w ub.r. spadła do poziomu 18,6% z 22,9% PKB w 2000 r.

Sektor finansów publicznych w minionym roku cechowało znaczne niedopasowanie planowanej struktury budżetu do wpływu czynników koniunkturalnych na dochody i wydatki. Słabnące tempo dochodów bieżących oraz konieczność indeksacji rosnących wydatków socjalnych spowodowały gwałtowny wzrost deficytu budżetowego do poziomu 4,5% PKB. Sytuacja ta nie odpowiada warunkom klasycznego „wypychania”, które następuje wówczas (w warunkach pełnego zatrudnienia), gdy ekspansja fiskalna hamuje wzrost innych składników zagregowanego popytu. W 2001 r. szacowana wielkość wydatków sektora finansów publicznych na dobra i usługi (razem spożycie ogólnospołeczne i inwestycje) w relacji do PKB obniżyła się z 10,8% do 10,4%. Wzrost tej składowej popytu mógłby świadczyć o wystąpieniu wspomnianego efektu w klasycznej postaci. Jednak wzrostowi deficytu budżetowego w 2001 r. towarzyszył spadek zarówno stopy inwestycji sektora finansów publicznych (do około 3,4% PKB), jak i stopy spożycia zbiorowego (po podziale wtórnym – do około 7% PKB).

Jak wynika z równania tożsamościowego dochodu brutto, nierównowaga na rachunku obrotów bieżących oznacza import kapitału netto w celu uzupełnienia poziomu oszczędności w sektorze prywatnym i państwowym (tabela 32). W 2001 r. – według wstępnych szacunków – do zmniejszenia się tej nierównowagi<sup>63</sup> do 3,3% PKB (z 6,3% PKB rok wcześniej) przyczyniło się – obok wzrostu eksportu – także zahamowanie importu.

<sup>63</sup> Bilans płatniczy liczony na bazie transakcji.

**Tabela 31**  
**Oszczędności i inwestycje brutto w gospodarce w % PKB**  
*(obliczenia własne na podstawie dostępnych rachunków narodowych wg sektorów instytucjonalnych)*

	Oszczędności ogółem	Oszczędności sektora finansów publicznych	Oszczędności prywatne	Inwestycje ogółem	Inwestycje prywatne	Inwestycje sektora finansów publicznych
	<i>S</i>	<i>S<sub>g</sub></i>	<i>S<sub>p</sub>=S-S<sub>g</sub></i>	<i>I</i>	<i>I<sub>p</sub>=I-I<sub>g</sub></i>	<i>I<sub>g</sub></i>
1991-1995	17,7	-0,6	18,2	17,6	14,2	3,4
1996-2000	21,0	2,2	18,8	25,1	21,2	3,9
1998	22,0	2,6	19,4	26,2	22	4,2
1999	20,9	2,5	18,3	26,4	22,7	3,7
2000*	20,2	1,8	18,3	26,5	22,9	3,6
2001*	18,7	-1,8	20,5	22,0	18,6	3,4

\* Szacunki własne oszczędności i inwestycji prywatnych.

**Tabela 32**  
**Nierównowaga na rachunku obrotów bieżących jako suma deficytu/nadwyżki oszczędności  
w sektorze prywatnym i w sektorze finansów publicznych\*\* w % PKB**

	Sektor prywatny ( <i>I<sub>p</sub>-S<sub>p</sub></i> )	Sektor finansów publicznych ( <i>I<sub>g</sub>-S<sub>g</sub></i> )	Import kapitału netto (-CA)
1991-1995	-4,0	4,0	-0,1
1996-2000	2,4	1,7	4,1
1998	2,6	1,6	4,2
1999	4,4	1,2	5,5
2000*	4,6	1,8	6,3
2001*	-1,9	5,2	3,3

\* jw.

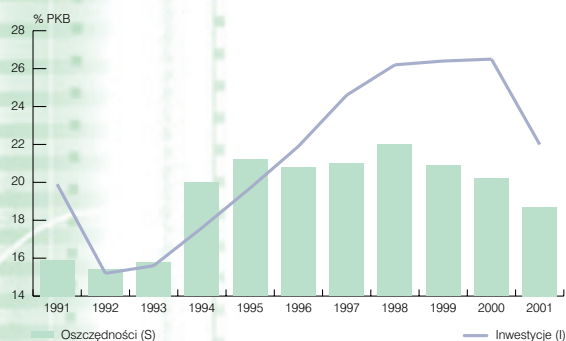
\*\* na podstawie tabeli 31.

Według wstępnych szacunków, stopa oszczędności prywatnych była w ub.r. wyższa o ponad 2 pkt. proc. niż w 2000 r. i wyniosła 20,5% PKB. Była też wyższa od średniej z okresu 1996-2000, równej 18,8% PKB. Wzrostowi stopy oszczędności towarzyszył spadek inwestycji. Świadczy to, że nastąpiło zawężenie efektywnego popytu.

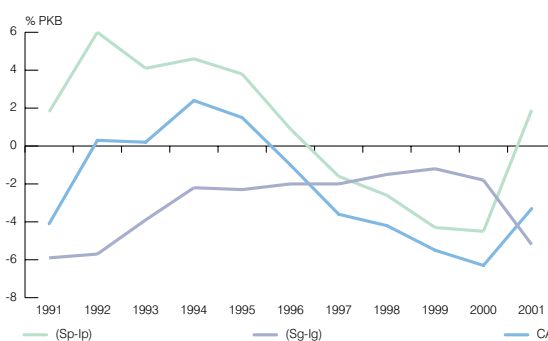
Stopa oszczędzania w sektorze gospodarstw domowych w ciągu ostatnich trzech lat nie ulegała większym zmianom. Jednak z uwagi na szybszy wzrost spożycia w stosunku do dochodów, stopa ta w 2001 r. była o 0,8

**Wykres 71**  
**Oszczędności i inwestycje brutto w % PKB**

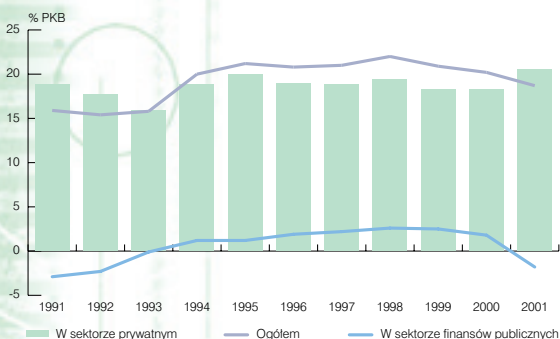
a) Oszczędności i inwestycje brutto



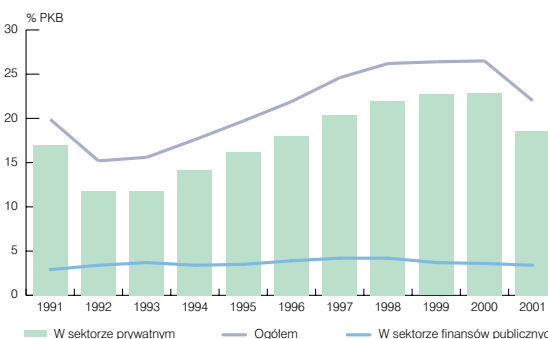
b) Saldo na rachunku obrotów bieżących (CA) jako suma deficytu/nadwyżki oszczędności i inwestycji w sektorach: prywatnym i finansów publicznych



c) Oszczędności ogółem oraz oszczędności w sektorach: prywatnym i finansów publicznych



d) Inwestycje ogółem oraz inwestycje w sektorach: prywatnym i finansów publicznych



pkt. proc. niższa niż średnia z lat 1996-2000. Według wstępnych szacunków, wyniosła ona 8% PKB.

Oszczędności sektora finansów publicznych (tj. dochody podatkowe skorygowane o transfery socjalne minus spożycie ogólnospołeczne) w 2001 r. spadły i były ujemne – wyniosły – 1,8% PKB. W latach 1996-2000 stopa oszczędności państwa była równa 2,2% PKB.

Stopa oszczędności ogółem (oszczędności prywatne i państwowe razem) w 2001 r. wyniosła około 18-19% PKB, tj. była niższa zarówno w porównaniu z rokiem ubiegłym, jak i ze średnią z lat 1996-2000, równą 21% PKB (wykres 71).

## ZAŁĄCZNIK 2

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

Data	Przedmiot uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania
podjęcia			Członków Rady
uchwały			
28.02.2001	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 1,5 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b> J. Krzyżewski
			D. Rosati
			G. Wójtowicz
			W. Ziółkowska
			<b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz
			M. Dąbrowski
			B. Grabowski
			C. Józefiak
			W. Łączkowski
			J. Pruski
28.02.2001	w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka podstawowych stóp procentowych o 1 pkt proc.	<b>Za:</b> L. Balcerowicz
			B. Grabowski
			C. Józefiak
			J. Krzyżewski
			W. Łączkowski
			J. Pruski
			G. Wójtowicz
			<b>Przeciw:</b> M. Dąbrowski
			D. Rosati
			W. Ziółkowska
28.02.2001	w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1 pkt proc.	<b>Za:</b> L. Balcerowicz
			B. Grabowski
			C. Józefiak
			J. Krzyżewski
			W. Łączkowski
			J. Pruski
			G. Wójtowicz
			<b>Przeciw:</b> M. Dąbrowski
			D. Rosati
			W. Ziółkowska



28.03.2001	w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka podstawowych stóp procentowych o 1 pkt proc.	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
				J. Krzyżewski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			<b>Przeciw:</b>	M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
28.03.2001	w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1 pkt proc.	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
				J. Krzyżewski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			<b>Przeciw:</b>	M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
25.04.2001	w sprawie przyjęcia Sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego na dzień 31 grudnia 2000 r.		<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
				<b>Nieobecny</b>
	<b>w czasie</b>			
	<b>głosowania:</b>	M. Dąbrowski		
30.05.2001	w sprawie przyjęcia Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 r. oraz oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji tych założeń		<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska

<b>30.05.2001</b>	w sprawie zatwierdzenia Sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2000 r.		<b>Za:</b> L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska
<b>30.05.2001</b>	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 2 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b> J. Krzyżewski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska <b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak W. Łączkowski J. Pruski
<b>30.05.2001</b>	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 1 pkt proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b> J. Krzyżewski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska <b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak W. Łączkowski J. Pruski
<b>27.06.2001</b>	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 2 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b> J. Krzyżewski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska <b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak W. Łączkowski J. Pruski

27.06.2001	w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka podstawowych stóp procentowych o 1,5 pkt. proc.	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
			B. Grabowski	
			C. Józefiak	
			J. Krzyżewski	
			W. Łączkowski	
			J. Pruski	
			<b>Przeciw:</b>	M. Dąbrowski
			D. Rosati	
			G. Wójtowicz	
			W. Ziółkowska	
27.06.2001	w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1,5 pkt. proc.	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
			B. Grabowski	
			C. Józefiak	
			J. Krzyżewski	
			W. Łączkowski	
			J. Pruski	
			<b>Przeciw:</b>	M. Dąbrowski
			D. Rosati	
			G. Wójtowicz	
			W. Ziółkowska	
22.08.2001	w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka podstawowych stóp procentowych o 1 pkt. proc.	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
			B. Grabowski	
			C. Józefiak	
			J. Krzyżewski	
			W. Łączkowski	
			J. Pruski	
			D. Rosati	
			G. Wójtowicz	
			W. Ziółkowska	
			<b>Przeciw:</b>	M. Dąbrowski
22.08.2001	w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1 pkt. proc.	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
			B. Grabowski	
			C. Józefiak	
			J. Krzyżewski	
			W. Łączkowski	
			J. Pruski	
			D. Rosati	
			G. Wójtowicz	
			W. Ziółkowska	
			<b>Przeciw:</b>	M. Dąbrowski

<b>26.09.2001</b>	w sprawie ustalenia Założeń polityki pieniężnej na 2002 rok		<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
<b>24.10.2001</b>	uchwała w sprawie zatwierdzenia korekty planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na 2001 r.		<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
<b>25.10.2001</b>	wniosek o obniżenie stóp procentowych o 2 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b>	J. Krzyżewski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
				<b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz
	M. Dąbrowski			
	B. Grabowski			
	C. Józefiak			
	W. Łączkowski			
	J. Pruski			
<b>25.10.2001</b>	wniosek o obniżenie stóp procentowych o 1 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b>	B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				<b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz
	M. Dąbrowski			
	J. Krzyżewski			
	D. Rosati			
	G. Wójtowicz			
	W. Ziółkowska			

25.10.2001	uchwała w sprawie stopy	obniżka wszystkich stóp	<b>Za:</b> L. Balcerowicz
	redyskontowej weksli	procentowych	J. Krzyżewski
	i oprocentowania kredytów	o 1,5 pkt. proc.	D. Rosati
	refinansowych		G. Wójtowicz
			W. Ziółkowska
			<b>Przeciw:</b> M. Dąbrowski
			B. Grabowski
			C. Józefiak
			W. Łączkowski
			J. Pruski
25.10.2001	uchwała w sprawie zasad prowadzenia	obniżka stopy referencyjnej	<b>Za:</b> L. Balcerowicz
	operacji otwartego rynku	o 1,5 pkt. proc.	J. Krzyżewski
			D. Rosati
			G. Wójtowicz
			W. Ziółkowska
			<b>Przeciw:</b> M. Dąbrowski
			B. Grabowski
			C. Józefiak
			W. Łączkowski
			J. Pruski
28.11.2001	uchwała w sprawie stopy	obniżka stopy redyskontowej	<b>Za:</b> L. Balcerowicz
	redyskontowej weksli,	weksli i oprocentowania kredytów	B. Grabowski
	oprocentowania kredytów	refinansowych o 1,5 pkt. proc.	C. Józefiak
	refinansowych oraz oprocentowania	i ustalenie oprocentowania lokaty	J. Krzyżewski
	lokaty terminowej w Narodowym	terminowej w NBP	W. Łączkowski
	Banku Polskim	w wysokości 7,5%	J. Pruski
			D. Rosati
			G. Wójtowicz
			W. Ziółkowska
			<b>Przeciw:</b> M. Dąbrowski
28.11.2001	uchwała w sprawie zasad prowadzenia	obniżka stopy referencyjnej	<b>Za:</b> L. Balcerowicz
	operacji otwartego rynku	o 1,5 pkt. proc.	J. Krzyżewski
			D. Rosati
			G. Wójtowicz
			W. Ziółkowska
			<b>Przeciw:</b> M. Dąbrowski
			B. Grabowski
			C. Józefiak
			W. Łączkowski
			J. Pruski

<b>18.12.2001</b>	uchwała w sprawie zatwierdzenia		<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
	planu finansowego Narodowego			M. Dąbrowski
	Banku Polskiego na rok 2002			B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
<b>19.12.2001</b>	uchwała w sprawie stopy rezerwy	obniżka stopy rezerwy	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
	obowiązkowej banków	obowiązkowej do 4,5%		M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska