



Warszawa, marzec 2004 r.

Projekt graficzny i grafika na okładce:

Oliwka s.c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydał:

Narodowy Bank Polski

Departament Komunikacji Społecznej

ul. Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa

Tel.: (0-22) 653 2335, Fax: (0-22) 653 1321

www.nbp.pl, www.nbportal.pl

© Narodowy Bank Polski, 2004

ISSN 1640 – 0747

Spis treści

SYNTEZA	4
1. Popyt krajowy i podaż	9
1.1. Popyt krajowy	9
1.1.1. Akumulacja i nakłady inwestycyjne	10
1.1.2. Spożycie	13
1.1.3. Sytuacja finansów publicznych	14
1.2. Podaż krajowa	17
1.2.1. Produkcja i PKB	17
1.2.2. Rynek pracy	18
1.2.3. Procesy prywatyzacji	20
1.2.4. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej	21
2. Czynniki zewnętrzne	26
2.1. Handel zagraniczny, bilans płatniczy	26
2.2. Ceny zewnętrzne	33
3. Przebieg procesów inflacyjnych	37
3.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	37
3.2. Inflacja bazowa	41
4. Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego	45
4.1. Polityka pieniężna w 2003 r.	45
4.2. Podaż pieniądza	51
4.3. Transmisja polityki monetarnej	54
4.3.1. Stopa procentowa	54
4.3.2. Kurs walutowy	68
4.3.3. Oczekiwania inflacyjne	70
4.3.4. Efekt majątkowy	74
5. Perspektywy inflacji	77
 ZAŁĄCZNIK A Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad uchwałami podjętymi w 2003 r.	 78

SYNTEZA

1. Rok 2003 był ostatnim rokiem realizacji *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003*. Zgodnie z celem tej strategii dwunastomiesięczny wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI) został zredukowany do poziomu poniżej 4% w grudniu ub.r.

Przez pierwsze cztery miesiące 2003 r. inflacja wykazywała tendencję spadkową: z 0,8% w grudniu 2002 r. obniżyła się do najniższego historycznie poziomu 0,3% w kwietniu ub.r. W kolejnych miesiącach zaczęła wzrastać, osiągając 1,7% w skali rocznej w grudniu, tj. ukształtowała się nieco poniżej krótkookresowego celu inflacyjnego wyznaczonego na 2003 r. (3,0% +/- 1 pkt proc.). Poziom inflacji niższy o 0,3 pkt. proc. od dolnej granicy przedziału rocznego celu inflacyjnego został osiągnięty przy zgodnym z przewidywaniami przyspieszeniem tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz znacznie niższym od przewidywanego wzrostem cen kontrolowanych.

2. Roczna dynamika podaży pieniądza, mierzona wskaźnikiem M3, utrzymywała się w 2003 r. na umiarkowanym poziomie i w grudniu wyniosła 5,6%. Na zmiany poziomu M3 w ub.r. złożył się silny wzrost depozytów przedsiębiorstw i pieniądza gotówkowego w obiegu oraz niewielki spadek depozytów gospodarstw domowych.

Dynamika kredytu w gospodarce była w 2003 r. stosunkowo niska i w skali rocznej wahała się w przedziale 4,9%–8,7%. Najszybciej wzrosły w ub.r. kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych (w ujęciu grudzień do grudnia o 47,5%). Natomiast dynamika pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw pozostała słaba (odpowiednio 3,7% i 2,6%).

3. Sytuacja finansów publicznych w 2003 r. pogorszyła się. Deficyt kasowy sektora finansów publicznych, który wyniósł około 6,0% PKB oraz deficyt ekonomiczny (około 5,1% PKB) ukształtowały się na poziomie zbliżonym do zrealizowanego w 2002 r. W warunkach znacznego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w ub.r. zwiększył się jednak kasowy deficyt strukturalny sektora finansów publicznych o około 0,3% PKB, tj. do poziomu około 5,5% PKB.

4. W 2003 r. utrzymała się, zapoczątkowana w I kwartale 2002 r., tendencja stopniowego przyspieszania tempa wzrostu PKB. Według wstępnych szacunków GUS w całym 2003 r. przyrost PKB powinien wynieść 3,7%.

Popyt krajowy wzrósł w 2003 r. o 2,4% wobec 0,8% w 2002 r. Przyspieszenie wzrostu popytu krajowego było wynikiem odwrócenia spadkowego trendu akumulacji, przy nieco niższej niż przed rokiem dynamice spożycia ogółem. Ponadto czwarty rok z rzędu odnotowano poprawę eksportu netto. W rezultacie jego udział we wzroście PKB zwiększył się do około 1,3 pkt. proc.

Przyrost akumulacji w 2003 r. o 1,8% wynikał ze wzrostu rzeczowych środków obrotowych w porównaniu z 2002 r. Natomiast nakłady na środki trwałe spadły trzeci rok z rzędu, przy czym skala spadku była niższa niż przed rokiem, a w III kwartale zanotowano po raz pierwszy od dziewięciu kwartałów niewielki wzrost nakładów (o 0,4% w stosunku do analogicznego okresu ub.r.). Wyraźne ożywienie popytu inwestycyjnego nastąpiło w sektorze przedsiębiorstw, szczególnie przemysłu przetwórczego.

Najszybciej rosła w ub.r. wartość dodana w przemyśle. Szybszy niż przed rokiem był też wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych. Natomiast w budownictwie wartość dodana nadal spadała.

5. Ożywienie gospodarcze w 2003 r. nie spowodowało zwiększenia zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, a tylko niewielkie spowolnienie jego spadku. Przyrost produkcji w ub.r., analizowany na poziomie całego agregatu, dokonał się więc wyłącznie w rezultacie wzrostu wydajności pracy. Jedną z ważnych barier dla tworzenia nowych miejsc pracy nadal stanowiły wysokie obciążenia pozapłacowe (w tym podatkowe) i usztywnienie rynku pracy. Choć liczba zarejestrowanych bezrobotnych zmniejszyła się, to stopa bezrobocia w grudniu 2003 r. pozostała taka sama jak przed rokiem, tj. 20% (po uwzględnieniu korekty GUS).

6. Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego w 2003 r. po raz czwarty z kolei obniżył się i w relacji do PKB zmniejszył się do 1,9% z 7,5% w 1999 r. Poprawa salda obrotów bieżących w ub.r.

wynikała głównie ze zmniejszenia się deficytu obrotów towarowych oraz ze wzrostu nadwyżki obrotów niesklasyfikowanych. Pozostałe pozycje rachunku obrotów bieżących oddziaływały natomiast w kierunku pogorszenia się jego salda: pogłębiły się ujemne salda dochodów i usług, a dodatnie saldo transferów uległo obniżeniu.

* * *

Zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na 2003 rok* Rada Polityki Pieniężnej ustaliła krótkookresowy cel inflacyjny (mierzony dwunastomiesięcznym wzrostem cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 2003 r.) na poziomie 3% z granicą tolerancji $\pm 1\%$ pkt proc. Cel ten miał charakter pomocniczy w stosunku do celu średniookresowego określonego w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, uchwalonej w 1998 r., a mianowicie obniżenia do końca 2003 r. stopy inflacji do poziomu poniżej 4%.

Z punktu widzenia przebiegu realizacji polityki pieniężnej w 2003 r. można wyodrębnić dwa okresy. W I półroczu RPP dokonała sześciu ostrożnych, po 0,25 pkt. proc., obniżek stopy referencyjnej. W II półroczu natomiast parametry polityki pieniężnej pozostały niezmienione.

Decyzje RPP o obniżkach stóp procentowych w I półroczu 2003 r. wynikały w znacznym stopniu z ocen perspektyw wzrostu aktywności gospodarczej jako czynnika wpływającego na przyszłą inflację.

Mimo utrzymujących się słabych perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, w tym przede wszystkim w Niemczech, w kraju zaczęły umacniać się symptomy ożywienia gospodarczego (przyspieszenie produkcji sprzedanej przemysłu, wysoka dynamika eksportu, wyhamowanie spadku produkcji w budownictwie, poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw). Jednak w ocenie Rady, początkowa faza ożywienia gospodarczego nie powodowała jeszcze, mimo słabnięcia kursu złotego, wzrostu presji inflacyjnej, która mogłaby stanowić zagrożenie realizacji celu inflacyjnego w 2004 r.

Argumentem za obniżkami stóp procentowych w I półroczu 2003 r. było dodatkowo utrwalanie się niskiego poziomu inflacji oraz utrzymywanie się czynników ograniczających jej wzrost w przyszłości: silnej dyscypliny płac w przedsiębiorstwach, dalszego spadku nakładów inwestycyjnych.

RPP dostrzegała też jednak w I półroczu 2003 r. czynniki stanowiące potencjalne źródło presji inflacyjnej, w tym przede wszystkim niepewną sytuację w sektorze finansów publicznych. Niepewność dotyczyła skali deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych w 2003 r. oraz kształtu polityki fiskalnej w 2004 r. i w latach następnych. Czynnikiem traktowanym jako zagrożenie inflacyjne były też wysoka i rosnąca dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu oraz wysokie ceny ropy na rynkach światowych i możliwość ich dalszego wzrostu.

Zmiany, jakie nastąpiły w sytuacji i prognozach gospodarczych w II półroczu 2003 r., przemawiały – w opinii RPP – za zwiększoną ostrożnością w polityce pieniężnej.

Zgodnie z oczekiwaniami, roczne wskaźniki cen konsumpcyjnych stopniowo rosły, czemu towarzyszył wzrost wskaźników inflacji bazowej oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu. Zwiększyły się też, szczególnie wyraźnie pod koniec roku, oczekiwania inflacyjne osób prywatnych.

Trendy wzrostowe w gospodarce, wywołane w dużej mierze wzrostem eksportu stymulowanego spadkiem kursu złotego, stopniowo umacniały się, mimo utrzymującej się niskiej dynamiki popytu zewnętrznego. Tempo wzrostu PKB w III kwartale wyniosło 4,0%, a w IV kwartale 4,7%; w rezultacie w całym 2003 r. przyrost PKB wyniósł 3,7%.

W ocenie Rady, związana z tym stopniowo zwiększająca się presja inflacyjna nie stanowiła – sama w sobie – zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego w 2004 r. Jednocześnie jednak w II półroczu 2003 r. rosło znaczenie czynników mogących utrudnić stabilizację inflacji na niskim poziomie, które występowały już w I i II kwartale ub.r. Najważniejszym z nich pozostała niepewność dotycząca bieżącej i przyszłej sytuacji finansów publicznych. Problemy płynności budżetu, rosnąca relacja długu publicznego do PKB, stwarzająca możliwość przekroczenia ustawowych progów ostrożnościowych, a także niepewność dotycząca perspektywy szybkiego i skutecznego uzdrowienia finansów publicznych spowodowały w drugiej połowie roku dalszy spadek kursu złotego wobec euro. Istotnym czynnikiem pogłębiającym ten spadek było silne wzmocnienie euro wobec dolara USA w tym okresie.

Podejmując decyzje o utrzymaniu stóp procentowych w II półroczu 2003 r. na niezmiennym poziomie, RPP brała też pod uwagę skalę dotychczas dokonanych obniżek, które z opóźnieniem powinny wpływać na stopniowy wzrost popytu krajowego.

W grudniu 2003 r. roczna stopa inflacji wyniosła 1,7%. Ukształtowała się więc w zakresie wyznaczonym w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, a zarazem nieco poniżej krótkookresowego celu inflacyjnego przyjętego na 2003 r. Poziom inflacji, niższy o 0,3 pkt. proc. od dolnej granicy przedziału celu inflacyjnego, został osiągnięty przy zgodnym z przewidywaniami przyspieszeniem tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych (2,1%), jednak znacznie niższym od przewidywanego wzrostem cen kontrolowanych (2,3%).

* * *

Polska gospodarka znajduje się obecnie w fazie ożywienia, stymulowanego przez dynamicznie rosnący eksport. W sektorach eksportowych obserwuje się już ożywienie inwestycyjne. Przy utrzymywaniu się tempa wzrostu spożycia na poziomie zbliżonym do 2003 r. w najbliższych latach można się spodziewać kontynuacji wzrostowych tendencji gospodarki.

W gospodarce światowej również obserwuje się stopniowe ożywienie. Oczekujemy jego kontynuacji w najbliższych dwóch latach.

Tendencje wzrostowe w polskiej gospodarce zależą od poprawy dynamiki inwestycji. Jednak skala ich wzrostu będzie w znacznej mierze uwarunkowana postępem reform sektora finansów publicznych. Ustalenie możliwie największego zakresu realizacji programu naprawy finansów publicznych i jego szybkie wprowadzenie mogłyby pozytywnie wpłynąć na procesy inwestycyjne. Jednakże rozwiązania proponowane w programie są niewystarczające, by całkowicie oddalić ryzyko przekroczenia drugiego progu ostrożnościowego dla długu publicznego (55% PKB). Niepewność co do perspektyw sektora publicznego pozostanie, a wysokie potrzeby pożyczkowe państwa będą ograniczać dostęp sektora prywatnego do finansowania. Tak więc sytuacja finansów publicznych nadal będzie czynnikiem spowalniającym tempo wzrostu gospodarczego.

Pomimo tego ograniczenia przewidujemy w 2004 r. szybszy wzrost PKB niż w roku 2003, a w 2005 r. utrzymanie się go na poziomie zbliżonym do 2004 r.

Wyższe tempo wzrostu gospodarczego nie przyniesie jednak najprawdopodobniej istotnego zwiększenia zatrudnienia, gdyż wymagałoby to obniżenia kosztów pracy dla przedsiębiorcy oraz stworzenia korzystniejszych niż obecnie warunków dla nowo powstających przedsiębiorstw. Możliwości produkcyjne gospodarki będą się stopniowo zwiększać, jednak nastąpi to głównie poprzez akumulację kapitału, zwiększenie wydajności pracy oraz efektywności wykorzystania czynników produkcji.

Projekcja inflacji wskazuje, że w przypadku realizacji przedstawionego scenariusza uwarunkowań zewnętrznych i wewnętrznych w latach 2004–2005 oraz przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie, w roku 2004 i na początku 2005 r. inflacja będzie stopniowo rosnąć. W połowie 2005 r. ustabilizuje się w pobliżu górnej granicy przedziału celu inflacyjnego, z możliwością okresowego przekroczenia granicy celu.

Powyższa projekcja obciążona jest niepewnością wynikającą z kilku czynników. Najważniejszym z nich jest sytuacja finansów publicznych. Impuls fiskalny wynikający ze wzrostu deficytu sektora finansów publicznych w 2004 r. może oddziaływać w kierunku zwiększenia konsumpcji i presji inflacyjnej. Zaniechanie lub istotne opóźnienie reform fiskalnych może spowodować odpływ kapitału, dalsze osłabienie złotego i wynikający stąd wzrost inflacji w 2004 i 2005 r. Z drugiej strony sukces planu Hausnera i jego pozytywny wpływ na sytuację na rynku walutowym może istotnie ograniczyć presję inflacyjną.

Drugim najważniejszym źródłem niepewności są perspektywy ożywienia gospodarczego. Wolniejszy od zakładanego w projekcji wzrost popytu wewnętrznego także byłby czynnikiem osłabiającym wzrost cen. Jednak oceniamy, że bardziej prawdopodobnym odchyleniem od założeń projekcji jest silniejsze ożywienie, a także możliwość większego od zakładanego wpływu ożywienia gospodarczego na wzrost liczby pracujących, szczególnie w 2005 r.

W ocenie ekspertów czynnikami zwiększającymi ryzyko szybszego wzrostu inflacji mogą też być wyższe niż wcześniej oczekiwano wzrosty cen żywności i ropy naftowej.

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	2001				2002				2003						
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2001	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2002	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2003
realny wzrost															
PKB	2,2	0,9	0,8	0,3	1,0	0,6	0,9	1,8	2,2	1,4	2,3	3,9	4,0	4,7	3,7
Popyt krajowy	-1,0	-1,6	-1,4	-2,2	-1,6	-0,1	1,0	1,1	1,2	0,9	2,4	2,1	2,4	2,7	2,4
Spożycie ogółem	1,3	1,2	1,8	2,8	1,7	2,7	2,5	2,8	3,1	2,8	1,1	2,8	2,9	3,3	2,5
Spożycie indywidualne	1,5	1,5	2,1	3,2	2,1	3,6	3,0	3,2	3,6	3,3	1,4	3,8	3,5	3,9	3,1
Akumulacja brutto	-12,6	-12,2	-12,5	-13,0	-12,6	-17,5	-5,5	-5,7	-3,7	-6,8	12,7	-1,6	-0,3	0,9	1,8
Nakłady brutto na środki trwałe	2,1	-8,0	-11,7	-12,0	-8,8	-11,9	-7,0	-5,0	-2,7	-5,8	-3,6	-1,7	0,4	0,1	-0,9
Stopa oszczędzania gospodarstw domowych (%) ¹	12,0														
Stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych (%) ²	3,6														
Stopa bezrobocia na koniec okresu (%) ³	17,8	17,7	18,1	19,4	19,4	20,1	19,4	19,5	20,0	20,0	20,6	19,7	19,4	20,0	20,0
Realny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych ⁴	0,9														
Zadłużenie Skarbu Państwa (w mln zł, nom.) ⁵	273.192,9	271.584,9	291.795,1	283.939,5	283.939,5	309.388,4	320.880,1	331.205,4	327.904,2	327.904,2	353.421,4	362.639,2	367.856,8	378.945,0	378.945,0
Deficyt budżetu państwa (w mln zł)	-14.992,5	-18.805,5	-21.865,0	-32.358,3	-32.358,3	-16.436,8	-24.922,5	-29.146,7	-39.112,5	-39.112,5	-15.495,5	-23.818,4	-33.081,5	-36.516,9	-36.516,9
Zadłużenie zagraniczne (w mln EUR)	80.839	83.558	80.263	81.380	81.380	84.642	80.808	81.696	80.502	80.502	82.065	80.754	79.936		

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

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

³ Wielkości skorygowane przez GUS.

⁴ Deflowany CPI.

⁵ Stan w końcu okresu.

Źródło: dane GUS, Ministerstwa Finansów, NBP, szacunki NBP (PKB i popyt krajowy w IV kwartale 2003 r., stopa oszczędności brutto, stopa oszczędności finansowych, dochody do dyspozycji).

Podstawowe wskaźniki monetarne

	2001				2002				2003						
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2001	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2002	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2003
analogiczny okres poprzedniego roku = 100															
CPI ¹	106,2	106,2	104,3	103,6	103,6	103,3	101,6	101,3	100,8	100,8	100,6	100,8	100,9	101,7	101,7
PPI ¹	103,8	100,9	100,7	99,6	99,6	100,3	101,2	101,1	102,2	102,2	103,6	102,0	101,9	103,7	103,7
dynamika nominalna stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)															
Podaż pieniądza (M3)	114,7	107,8	112,6	109,2	109,2	103,2	102,5	98,5	98,0	98,0	100,5	101,3	103,1	105,6	105,6
Depozyty i inne zobowiązania	116,4	108,9	113,6	108,9	108,9	101,7	100,5	96,5	95,7	95,7	97,7	98,1	99,8	103,7	103,7
w tym:															
depozyty gospodarstw domowych	119,9	115,9	117,0	106,7	106,7	103,3	100,1	95,2	96,1	96,1	94,2	93,2	93,8	98,0	98,0
depozyty przedsiębiorstw	105,4	99,8	105,3	116,4	116,4	104,9	113,7	110,8	101,4	101,4	111,2	116,0	121,1	124,1	124,1
Należności ²	114,1	104,8	111,4	109,3	109,3	107,0	109,4	105,1	105,2	105,2	108,7	106,1	105,5	107,9	107,9
w tym:															
należności od gospodarstw domowych	121,1	102,2	119,9	114,7	114,7	117,7	115,6	108,4	108,6	108,6	107,2	108,5	110,3	113,6	113,6
należności od przedsiębiorstw	111,2	106,8	106,0	103,7	103,7	98,2	102,1	101,2	101,4	101,4	108,3	103,3	101,6	101,9	101,9
dynamika realna ³ stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)															
Podaż pieniądza (M3)	108,0	101,5	108,0	105,4	105,4	99,9	100,9	97,3	97,1	97,1	99,9	100,5	102,1	103,8	103,8
Depozyty i inne zobowiązania	109,6	102,5	108,9	105,1	105,1	98,5	98,9	95,3	95,0	95,0	97,1	97,4	98,9	102,0	102,0
w tym:															
depozyty gospodarstw domowych	112,9	109,1	112,2	103,0	103,0	100,0	98,5	94,0	95,4	95,4	93,6	92,4	93,0	96,4	96,4
depozyty przedsiębiorstw	101,6	99,0	104,6	116,9	116,9	104,6	112,4	109,6	99,2	99,2	107,4	113,6	118,8	119,7	119,7
Należności	107,5	98,6	106,8	105,5	105,5	103,6	107,6	103,8	104,4	104,4	108,1	105,2	104,6	106,1	106,1
w tym:															
należności od gospodarstw domowych	114,0	96,2	114,9	110,7	110,7	114,0	113,7	107,0	107,7	107,7	106,6	107,7	109,3	111,7	111,7
należności od przedsiębiorstw	107,2	105,9	105,3	104,1	104,1	97,9	100,9	100,1	99,2	99,2	104,6	101,2	99,7	98,3	98,3
Stopa referencyjna (%) ⁴	17,00	15,50	14,50	11,50	11,50	10,00	8,50	7,50	6,75	6,75	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25
Stopa kredytu lombardowego (%) ⁴	21,00	19,50	18,50	15,50	15,50	13,50	11,50	10,00	8,75	8,75	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75

¹ W ostatnim miesiącu kwartału.² Należności składają się z należności od: gospodarstw domowych, niemonetarnych instytucji finansowych, przedsiębiorstw, instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych, instytucji samorządowych, funduszy ubezpieczeń społecznych. Obejmują one wszystkie kategorie kredytów i pożyczek, skupione wierzytelności, zrealizowane gwarancje i poręczenia, odsetki zapadłe-niezapłacone, należności z tytułu zakupionych papierów wartościowych z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu, dłużne papiery wartościowe, papiery z prawem do kapitału oraz inne należności.³ Deflowane wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych, depozyty i należności od przedsiębiorstw deflowane wskaźnikiem cen produkcji sprzedanej przemysłu.⁴ Stan w końcu okresu.

Źródło: dane GUS, NBP.

1

Popyt krajowy i podaż

1

1.1. Popyt krajowy¹

W 2003 r., według szacunków GUS, popyt krajowy wzrósł o 2,4% wobec 0,8% w 2002 r. Przyspieszenie wzrostu popytu krajowego było wynikiem odwrócenia spadkowego trendu akumulacji, przy nieco niższej dynamice spożycia ogółem. Czwarty rok z rzędu odnotowano poprawę eksportu netto, przy czym tempo zmniejszania się jego ujemnego salda było większe niż w 2002 r. W rezultacie dynamika PKB przewyższyła dynamikę popytu krajowego o 1,3 pkt. proc.

Dynamikę PKB, popytu krajowego oraz relacje między nimi w latach 1996–2002 przedstawia tabela 1, a udział poszczególnych składników popytu we wzroście PKB wykres 1.

Wzrost akumulacji w 2003 r. wynikał z odbudowania poziomu rzeczowych środków obrotowych po ich głębokim spadku w 2002 r. Natomiast nakłady na środki trwałe spadły trzeci rok z rzędu. Skala spadku była jednak niższa niż przed rokiem, a w III kwartale zanotowano po raz pierwszy od dziewięciu kwartałów niewielki wzrost nakładów. Wyraźne ożywienie popytu inwestycyjnego nastąpiło w sektorze przedsiębiorstw, szczególnie przemysłu przetwórczego.

Tabela 1
PKB i popyt krajowy w latach 1996 – 2003

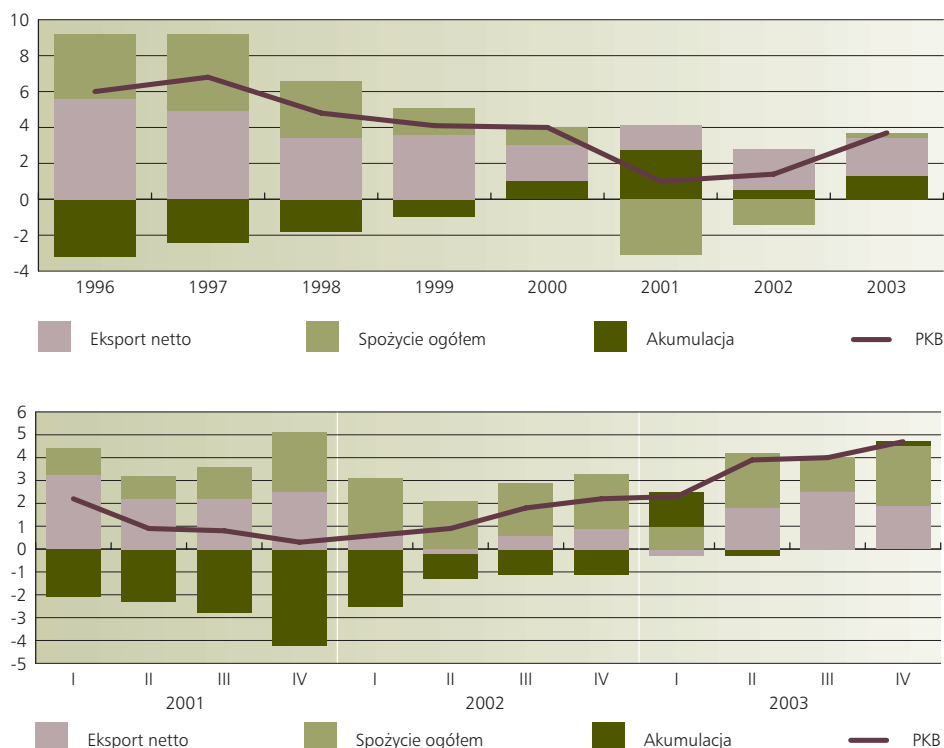
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
poprzedni rok = 100, ceny stałe								
PKB	106,0	106,8	104,8	104,1	104,0	101,0	101,4	103,7
Popyt krajowy	109,7	109,2	106,4	104,8	102,8	98,3	100,8	102,4
Spożycie	107,2	106,1	104,2	104,4	102,5	101,7	102,8	102,5
Spożycie indywidualne	108,7	106,9	104,8	105,2	102,7	102,0	103,3	103,1
Akumulacja	119,5	120,8	113,8	106,1	103,9	87,4	93,2	101,8
Nakłady brutto na środki trwałe	119,7	121,7	114,2	106,8	102,7	91,2	94,2	99,1
Eksport	112,0	112,2	114,3	97,4	123,2	103,1	104,8	113,0
Import	128,0	121,4	118,5	101,0	115,6	94,7	102,6	107,9
Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt. proc.	-3,2	-2,4	-1,8	-1,0	1,0	2,7	0,5	1,3
w procentach PKB w cenach bieżących								
Popyt krajowy	101,5	104,0	104,9	106,0	106,5	103,7	103,3	102,5
Spożycie	81,0	81,0	80,3	81,1	81,9	82,9	84,5	83,7
Akumulacja	20,5	23,0	24,6	24,9	24,7	20,7	18,9	18,8
Eksport netto	-1,5	-4,0	-4,9	-6,0	-6,5	-3,7	-3,3	-2,5

Źródło: dane GUS.

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

Wykres 1

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB (w pkt. proc.)



Źródło: dane GUS.

Tempo wzrostu spożycia indywidualnego w 2003 r. było nieznacznie wolniejsze niż przed rokiem i nadal przewyższało dynamikę siły nabywczej dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Mimo dalszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy, realne dochody z pracy najmniej były wyższe niż przed rokiem. Stosunkowo silniej wzrosły też świadczenia społeczne. Oprócz wyższych dochodów do dyspozycji, podstawowymi źródłami finansowania przyrostu konsumpcji w ub.r. był wzrost nierjestrowanych składników dochodów oraz dalszy, choć słabszy niż w 2002 r., spadek oszczędności gospodarstw domowych. Wzrost spożycia zbiorowego był niższy niż przed rokiem.

Dynamika eksportu była w 2003 r. wysoka mimo nadal słabego popytu zagranicznego. Przyspieszeniu eksportu i zahamowaniu spadku inwestycji towarzyszył wzrost importu. Był on jednak wolniejszy od przyrostu eksportu i w rezultacie ujemny eksport netto w ub.r. zmniejszył się. Nastąpiło dalsze ograniczenie nierównowagi zewnętrznej. Oszczędności zagraniczne w relacji do PKB zmniejszyły się do około 2,1% z 2,6% w 2002 r. Spadek zapotrzebowania na oszczędności zagraniczne wynikał ze zwiększenia stopy oszczędności brutto w gospodarce narodowej wskutek wzrostu oszczędności w sektorze przedsiębiorstw, przy niezmiennym poziomie stopie akumulacji.

1.1.1. Akumulacja i nakłady inwestycyjne

Według szacunków GUS, akumulacja brutto w 2003 r. wzrosła o 1,8% wobec spadku o 6,8% w 2002 r. Był to efekt zahamowania spadku nakładów na środki trwałe oraz odbudowy stanu rzeczowych środków obrotowych w gospodarce.

Wysoki wzrost akumulacji w I kwartale 2003 r. wynikał z tzw. efektu bazy statystycznej: głębokiego spadku zapasów w I kwartale 2002 r. i niewielkiego ich przyrostu rok później (por. wykres 2). Znaczna różnica przyrostu zapasów w obu latach odzwierciedlała stopniowe dostosowanie

Tabela 2

Dynamika PKB i popytu krajowego wg kwartałów

	Rok	I	II	III	IV	I-IV
kwartały						
analogiczny okres poprzedniego roku = 100						
Wartość dodana brutto	2002	100,5	100,8	101,8	101,9	101,3
	2003	102,0	103,8	103,9	104,3	103,5
Przemysł	2002	96,7	97,9	101,7	102,8	99,8
	2003	104,1	108,1	108,0	109,7	107,6
Budownictwo	2002	85,6	87,9	95,5	93,0	91,4
	2003	80,4	92,6	98,0	99,9	94,9
Usługi rynkowe	2002	104,5	103,9	103,9	103,6	104,0
	2003	103,4	104,6	104,2	104,2	104,1
Produkt krajowy brutto	2002	100,6	100,9	101,8	102,2	101,4
	2003	102,3	103,9	104,0	104,7	103,7
Popyt krajowy	2002	99,9	101,0	101,1	101,2	100,9
	2003	102,4	102,1	102,4	102,7	102,4
Spożycie ogółem	2002	102,7	102,5	102,8	103,1	102,8
	2003	101,1	102,8	102,9	103,3	102,5
Spożycie indywidualne	2002	103,6	103,0	103,2	103,6	103,3
	2003	101,4	103,8	103,5	103,9	103,1
Akumulacja	2002	82,5	94,5	94,3	96,3	93,2
	2003	112,7	98,4	99,7	100,9	101,8
Nakłady brutto na środki trwałe	2002	88,1	93,0	95,0	97,3	94,2
	2003	96,4	98,3	100,4	100,1	99,1

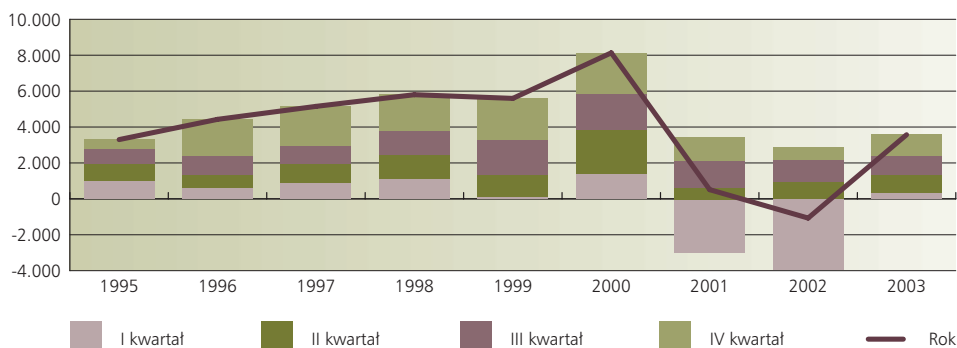
Źródło: dane GUS.

środków obrotowych do rosnącego poziomu aktywności gospodarczej. W istotnym stopniu wynikała też ona z późniejszej niż w 2002 r. daty Świąt Wielkanocnych i związanego z tym wzrostu zapasów w przedsiębiorstwach handlowych.

Ożywienie popytu inwestycyjnego nastąpiło w II połowie 2003 r. i było skoncentrowane w sektorze przedsiębiorstw (por. wykres 4), szczególnie przemysłu przetwórczego. Wysokie wzro-

Wykres 2

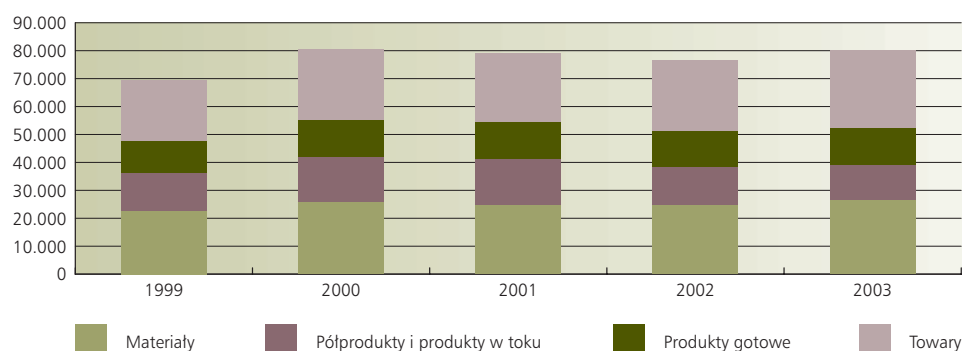
Przyrost rzeczowych środków obrotowych (mln zł, ceny bieżące)



Źródło: dane GUS.

Wykres 3

Stan zapasów w przedsiębiorstwach (na koniec III kwartału, mln zł, ceny bieżące)

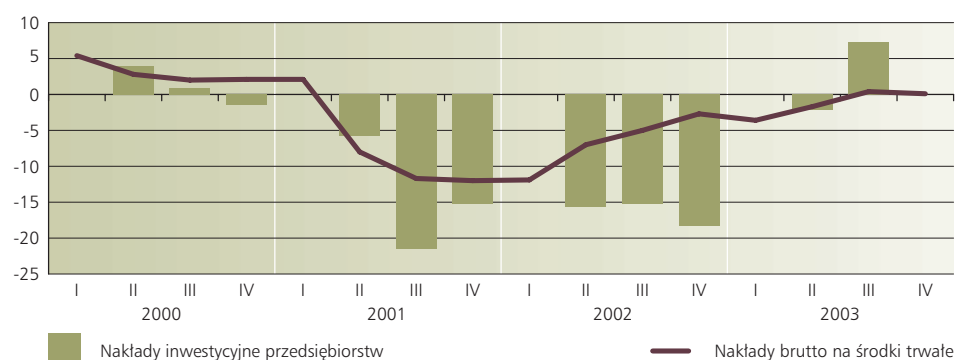


Źródło: dane GUS.

Wykres 4

Tempo zmian nakładów inwestycyjnych

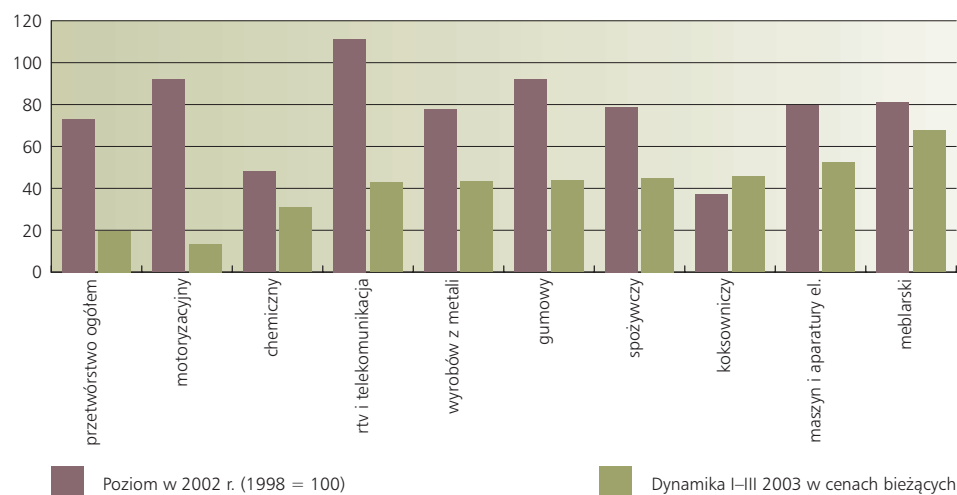
(w porównaniu z analogicznym kwartałem* poprzedniego roku)



* dla przedsiębiorstw I półrocze, III i IV kwartał.
Źródło: dane GUS.

Wykres 5

Nakłady inwestycyjne w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego



Źródło: dane GUS.

sty nakładów inwestycyjnych w niektórych działach wynikały częściowo z niskiej aktywności inwestycyjnej w poprzednich latach (maksymalny ich poziom w przetwórstwie ogółem odnotowano w 1998 r.). Jednak np. w motoryzacji i produkcji sprzętu radiowo-telewizyjnego 2003 r. był drugim kolejnym rokiem wysokiego wzrostu nakładów inwestycyjnych, co w najbliższych latach powinno zaowocować zwiększeniem produkcji sprzedanej w tych działach (wykres 5).

W pozostałych branżach ożywienie popytu inwestycyjnego opóźniało się, co można tłumaczyć utrzymującą się dekoniunkturą w gospodarce światowej oraz wzrostem niepewności w kraju związanej ze stanem i planami naprawy finansów publicznych. Silnie rosnąca od początku 2003 r. wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczynanych w energetyce, transporcie i handlu zwiastuje wzrost nakładów w tych sekcjach. Na możliwość dynamizacji nakładów w najbliższych kwartałach wskazują ponadto poprawiające się wyniki finansowe przedsiębiorstw, obniżka podatku dochodowego od osób prawnych oraz rosnący poziom wykorzystania mocy produkcyjnych, szczególnie w branżach eksportowych. Korzystnie na aktywność inwestycyjną będzie też wpływać postępujące ożywienie gospodarcze w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski oraz oczekiwany wzrost napływu inwestycji zagranicznych.

1.1.2. Spożycie

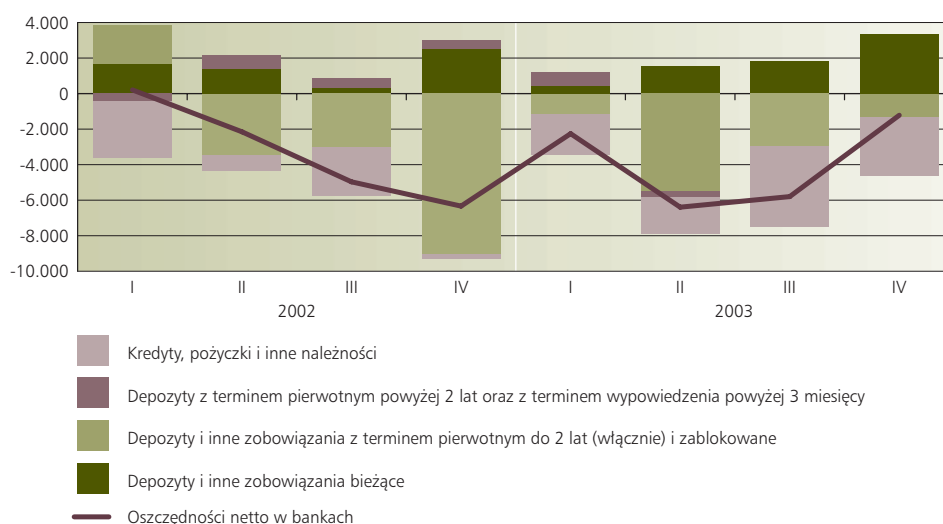
W 2003 r. tempo wzrostu spożycia było nieco niższe niż w 2002 r. w rezultacie słabszej niż przed rokiem dynamiki zarówno spożycia indywidualnego, jak i zbiorowego (por. tabela 2).

Podobnie jak w 2002 r., dynamika spożycia indywidualnego przewyższała dynamikę rejestrowanych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Ocenia się, że po spadku w poprzednim roku, realne dochody z pracy najemnej w 2003 r. wzrosły. Złożył się na to wzrost funduszu wynagrodzeń w jednostkach budżetowych oraz mniejszy niż przed rokiem spadek funduszu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło mniej niż w ub.r. (o 3,8% wobec 4,4% w 2002 r.), a wzrost przeciętnego wynagrodzenia był realnie większy (o 2% wobec 1,5% w 2002 r.). Utrzymał się silny wzrost wypłat świadczeń z ubezpieczeń społecznych. Fundusz emerytur i rent wzrósł w 2003 r. realnie o 3,9%, o czym zdecydował wcześniejszy termin rewaloryzacji rent i emerytur, mimo zmniejszonej jej skali. W sumie szacuje się, że dochody do dyspozycji gospodarstw domowych w 2003 r. były realnie wyższe niż w 2002 r. o około 2,4%.

Wobec szybszego wzrostu spożycia indywidualnego niż dochodów do dyspozycji szacuje się, że w 2003 r. spadły oszczędności gospodarstw domowych, choć w mniejszym stopniu niż w 2002 r.

Wykres 6

Oszczędności netto gospodarstw domowych w bankach i ich struktura (mln zł)



Źródło: dane NBP.

Drugi rok z kolei zanotowano ujemne oszczędności netto gospodarstw domowych w bankach (por. wykres 6). Spadek stanu depozytów ogółem wyniósł około 3,5 mld zł (wobec spadku o 6,2 mld zł w 2002 r.), a poziom kredytów wzrósł znacznie silniej niż w 2002 r. (o około 12,2 mld zł wobec 7,1 mld zł w roku poprzednim). Nadal wysokie były pozostałe oszczędności finansowe gospodarstw domowych, w tym lokowane w aktywa funduszy inwestycyjnych, których wartość na koniec 2003 r. wyniosła 30,1 mld zł wobec 20,3 mld zł na koniec 2002 r.

1.1.3. Sytuacja finansów publicznych

W 2003 r. pogorszyła się sytuacja finansów publicznych. Deficyt kasowy sektora finansów publicznych, który wyniósł około 6,0% PKB² oraz deficyt ekonomiczny³ (około 5,1% PKB) ukształtowały się na poziomie zbliżonym do zrealizowanego w 2002 r. W warunkach znacznego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w ub.r. zwiększył się jednak kasowy deficyt strukturalny sektora finansów publicznych o około 0,3% PKB, tj. do poziomu około 5,5% PKB.

Deficyt budżetowy w 2003 r. zmniejszył się do 4,5% PKB z 5,1% w 2002 r. i był też niższy od limitu przyjętego w ustawie budżetowej. Był to głównie efekt ograniczenia wydatków budżetu państwa wobec spodziewanego niewykonania zaplanowanej wielkości wpływów budżetowych. Ubytek dochodów budżetu państwa wyniósł ostatecznie 3,04 mld zł (2,0%) i wynikał z niższej od prognozowanej inflacji oraz odmiennej niż zakładano struktury wzrostu gospodarczego. Największy ubytek (6,0%) dotyczył wpływów z podatku dochodowego od osób fizycznych i był konsekwencją zbyt optymistycznych założeń dotyczących wzrostu płac i zatrudnienia.

Wydatki budżetu państwa wzrosły w 2003 r. w stosunku do poprzedniego roku o około 6,3 mld zł (3,4%), tj. znacznie mniej niż w 2002 r. Złożyło się na to m.in. zmniejszenie dotacji dla Funduszu Emerytalno – Rentowego i jednostek samorządu terytorialnego oraz rozliczeń z bankami. Koszty obsługi długu publicznego charakteryzujące się w poprzednich latach wysoką dynamiką wzrostu, w 2003 r. ukształtowały się na takim samym poziomie jak przed rokiem. Ubiegłoroczne wydatki budżetowe były mniejsze niż planowano (o 5,3 mld zł, tj. o 2,7%). Wynikało to przede wszystkim z niższych od zakładanych kosztów obsługi długu publicznego⁴, a także z niezrealizowania wydatków warunkowych⁵ oraz majątkowych (głównie na cele inwestycyjne).

Wydatki pierwotne budżetu, tj. wydatki po odliczeniu kosztów obsługi długu publicznego, wzrosły w ub.r. o 3,9% (3,1% realnie), a więc szybciej niż wydatki budżetowe ogółem. Oznacza to, że niekorzystna tendencja wzrostu udziału wydatków o charakterze konsumpcyjno-swiadczeniowym w wydatkach ogółem została zachowana. Utrzymanie kosztów obsługi długu na ubiegłorocznym poziomie pozwoliło zmniejszyć pierwotny deficyt budżetu państwa do 12,5 mld zł (1,6% PKB) z około 15,3 mld zł (2,0% PKB) w 2002 r.

Finansowanie deficytu budżetu państwa przebiegało w ub.r. odmiennie niż zakładano w ustawie budżetowej. Wobec znacznie mniejszego od założonego poziomu przychodów z prywatyzacji, konieczne było zwiększenie emisji skarbowych papierów wartościowych. Przyczyniło się to do wzrostu rentowności bonów skarbowych i obligacji oraz osłabienia kursu złotego. Ponadto, niepewność dotycząca bieżącej, a także przyszłej sytuacji finansów publicznych wywołała spadek zainteresowania inwestorów obligacjami o dłuższych terminach zapadalności. W rezultacie od września ub.r. resort finansów emitował na rynek krajowy głównie papiery skarbowe o krótkich terminach zapadalności, co wobec konieczności ich refinansowania oznacza większe emisje w przyszłości.

² Szacunek NBP.

³ Deficyt ekonomiczny to deficyt kasowy sektora finansów publicznych powiększony o wypłaty rekompensat z tytułu niepodwyższania płac oraz emerytur i rent na przełomie lat 1991/1992, a pomniejszony o transfer składki ubezpieczeniowych przekazywanych przez ZUS do otwartych funduszy emerytalnych; szacunek NBP.

⁴ Był to efekt niższego od założonego w budżecie poziomu stóp procentowych na rynku krajowym oraz na rynkach zagranicznych w 2003 r.

⁵ Brak podstaw do realizacji zapisanych w *Ustawie budżetowej na rok 2003* wydatków warunkowych wynikał z tego, że rzeczywiste wpływy z podatku akcyzowego i cel na koniec III kwartału ub.r. były niższe od wielkości pozwalającej na uruchomienie wydatków warunkowych.

Tabela 3

Realizacja budżetu państwa w 2003 r.

	2003		Dynamika 2003/2002		
	ustawa		wykonanie	Wykonanie/plan	
	budżetowa*		nominalna	realna	
	mln zł			%	
DOCHODY:	155.697,7	152.660,1	106,4	105,5	98,0
Podatkowe	138.611,6	135.773,0	105,5	104,6	98,0
– podatki pośrednie	96.861,2	95.942,9	107,1	106,2	99,1
– podatek dochodowy					
od osób prawnych	14.394,7	14.110,5	94,0	93,3	98,0
– podatek dochodowy					
od osób fizycznych	27.355,7	25.717,4	106,5	105,7	94,0
Pozostałe dochody	17.086,1	16.887,1	114,3	113,4	98,8
WYDATKI, w tym:	194.431,7	189.176,9	103,4	102,6	97,3
Dotacje i subwencje	106.260,7	105.304,0	100,9	100,1	99,1
Świadczenia na rzecz osób fizycznych	16.018,6	15.744,1	104,3	103,5	98,3
Wydatki bieżące jednostek					
budżetowych	34.665,8	34.214,0	114,8	113,9	98,7
Wydatki majątkowe	9.062,3	8.515,4	109,0	108,1	94,0
Rozliczenia z bankami	1.573,7	1.348,3	75,0	74,4	85,7
Obsługa długu publicznego	26.850,6	24.051,2	100,0	99,2	89,6
DEFICYT	-38.734,0	-36.516,9	92,7	92,0	94,3
Finansowanie krajowe	33.632,8	30.555,3	85,0	84,3	92,3
Bony skarbowe	1.886,5	6.774,5	84,7	84,1	359,1
Obligacje	27.443,6	27.564,8	97,2	96,4	100,4
Przychody z prywatyzacji	7.400,0	2.962,9	150,3	149,1	40,0
Finansowanie zagraniczne	5.101,2	5.961,6	172,9	171,5	116,9

*Ustawa budżetowa na rok 2003 z dnia 18 grudnia 2002 r. oraz plan po zmianach.

** Sprawozdanie operatywne z wykonania budżetu państwa I–XII 2003 r., luty 2004.

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Dodatkowym źródłem pokrycia potrzeb budżetowych było finansowanie zagraniczne. W 2003 r. zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa z tytułu obligacji oraz kredytów wzrosło o 5,8 mld USD, tj. o 20,6%. Ponadto część długu krajowego została w ub.r. w rzeczywistości zaciągnięta u inwestorów zagranicznych (w ich posiadaniu znajduje się około 41,1 mld zł skarbowych papierów wartościowych, tj. o 31% więcej niż w 2002 r.), co oznacza dodatkowy wzrost uzależnienia gospodarki od kapitału zewnętrznego. Dynamiczne narastanie zadłużenia wobec podmiotów zagranicznych wskutek wysokiego deficytu budżetu państwa staje się coraz ważniejszym elementem ryzyka stabilności makroekonomicznej kraju.

Na pogłębienie nierównowagi sektora finansów publicznych w 2003 r. znaczący wpływ wywarł wzrost deficytu pozostałych segmentów sektora finansów publicznych, głównie funduszy i agencji. Według wstępnych szacunków NBP wyniósł on około 1,4% PKB wobec 1,2% PKB przyjętych w planie i 0,9% PKB odnotowanych w poprzednim roku. Ze względu na niedobór środków na pokrycie wydatków Fundusz Pracy oraz Fundusz Ubezpieczeń Społecznych zmuszone były do zaciągania kredytów bankowych, zwiększając tym samym poziom długu publicznego. Do dynamicznego wzrostu zadłużenia przyczynił się również sektor ochrony zdrowia, którego sytuacja finansowa w 2003 r. uległa dalszemu pogorszeniu.

Utrzymywanie kolejny rok z rzędu wysokiego deficytu sektora finansów publicznych spowodowało, że – jak się szacuje – dług publiczny przekroczył w 2003 r. pierwszy próg ostrożnościowy zapisany w ustawie o finansach publicznych i na koniec 2003 r. (liczony łącznie z przewidywanymi wypłatami poręczeń i gwarancji) ukształtował się na poziomie około 51% PKB.

Ramka 1. Polityka fiskalna w 2004 r.

W dniu 23 stycznia br. Sejm zakończył prace nad *Ustawą budżetową na rok 2004*. Zakłada ona dochody budżetu państwa w wysokości 154,6 mld zł, wydatki na poziomie 199,9 mld zł oraz deficyt 45,3 mld zł. Wbrew oczekiwaniom, deficyt budżetu państwa został przez Sejm zmniejszony w stosunku do przedłożenia rządowego tylko o 0,2 mld zł (wskutek podniesienia dochodów budżetowych o 1,8 mld zł i zwiększenia limitu wydatków o 1,6 mld zł). Oznacza to wzrost deficytu budżetowego do poziomu 5,3% PKB wobec 4,5% PKB w ub.r. Liczony według metodologii stosowanej w ubiegłych latach (zgodnie, z którą dotacja dla FUS z tytułu składek przekazanych do OFE stanowi wydatek budżetu państwa), deficyt budżetu państwa w 2004 r. wyniósłby jednak 56,6 mld zł, tj. 6,6% PKB.

Tak znaczny wzrost deficytu budżetu państwa, a w konsekwencji deficytu sektora finansów publicznych, będzie miał wiele negatywnych konsekwencji dla gospodarki. Wywołany nim silny impuls popytowy, dodatkowo wzmocniony przez napływ środków z Unii Europejskiej wydatkowanych poza budżetem państwa, zwiększy presję inflacyjną. Ponadto wysoki deficyt budżetowy, rosnące potrzeby pożyczkowe państwa oraz niejasne perspektywy finansów publicznych mogą powodować zaburzenia na rynkach finansowych, skutkujące wzrostem rentowności skarbowych papierów wartościowych oraz osłabieniem kursu złotego.

Założony w br. wysoki poziom deficytu budżetowego oznacza również poważne zagrożenie przekroczenia przez dług publiczny II progu ostrożnościowego, tj. poziomu 55% PKB. Oznaczałoby to konieczność przeprowadzenia redukcji deficytu finansów publicznych o ponad 5% PKB w 2007 r. Konsekwencją takiej decyzji byłoby prawdopodobnie znaczne ograniczenie wydatków na podstawowe funkcje państwa oraz podniesienie podatków.

Ramka 2. Program uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych

Program uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych, przyjęty przez Radę Ministrów w styczniu 2004 r., stanowi ważny element poprawy sytuacji finansowej polskiego sektora finansów publicznych. Prawdopodobnie zostały w nim zidentyfikowane główne obszary koniecznych dostosowań fiskalnych, mających na celu zmniejszenie nierównowagi fiskalnej w latach 2004–2007.

Proponuje się w nim rozwiązania prowadzące do:

- ograniczenia wydatków na administrację i gospodarkę,
- zmniejszenia wydatków na cele socjalne,
- wzrostu dochodów budżetowych.

Łączny efekt finansowy proponowanych zmian w okresie 2004 – 2007 szacowany jest na kwotę około 50 mld zł.

Zgodnie z *Programem* zasadnicze działania dostosowawcze mają być rozpoczęte w 2005 r., podczas gdy stan polskich finansów publicznych wymaga podjęcia zdecydowanych kroków już w 2004 r. Istotne jest jak najszybsze ograniczenie poziomu deficytu sektora finansów publicznych, by dług publiczny nie przekroczył II progu ostrożnościowego, tj. 55% PKB. Rozwiązania proponowane w *Programie* są niewystarczające by całkowicie oddalić to ryzyko i zapobiec zaburzeniom na rynku finansowym.

Perspektywy sytuacji finansów publicznych w roku 2004 i w latach następnych nie przedstawiają się korzystnie:

- w 2004 r. zakłada się dalsze zwiększenie deficytu sektora finansów publicznych i gwałtowny wzrost potrzeb pożyczkowych (w stosunku do 2003 r. o 25% brutto i o 47,6% netto)
- istnieje duże zagrożenie niezrealizowania założonych na br. przychodów z prywatyzacji, co jest warunkiem koniecznym, by dług publiczny w 2004 r. nie przekroczył drugiego progu ostrożnościowego, tj. 55% PKB.
- utrzymuje się wysoka niepewność co do ostatecznego kształtu *Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*. Tymczasem każda zmiana programu zmniejszająca skalę oszczędności budżetowych będzie powodować wzrost rentowności skarbowych papierów wartościowych i deprecjację złotego.

- utrzymywanie wysokiej nierównowagi sektora finansów publicznych i w efekcie narastanie długu publicznego sprzyjałoby wzrostowi oczekiwań inflacyjnych, co utrudniłoby utrzymanie inflacji na niskim i stabilnym poziomie.

1.2. Podaż krajowa

1.2.1. Produkcja i PKB⁶

Wartość dodana brutto, według szacunków GUS, wzrosła w 2003 r. o 3,5% wobec 1,3% w 2002 r. W ciągu roku utrzymała się zapoczątkowana w I kwartale 2002 r. tendencja stopniowego przyspieszania tempa wzrostu PKB. Zmiany w strukturze popytu finalnego znalazły odzwierciedlenie w strukturze działowej wartości dodanej. Najszybciej rosła w ub.r. wartość dodana w przemyśle. Szybszy niż przed rokiem był też wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych. Natomiast w warunkach niskiego popytu inwestycyjnego wartość dodana w budownictwie nadal spadała (por. tabela 2).

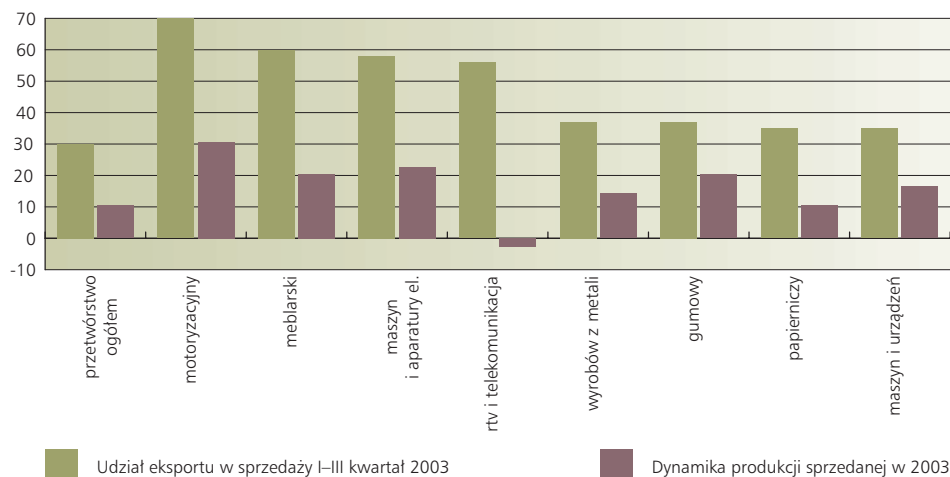
Główną siłą napędową polskiej gospodarki w 2003 r. był przemysł. Największy wzrost produkcji sprzedanej odnotowano w dużych i średnich przedsiębiorstwach (o 8,7%), szczególnie w przetwórstwie (o 10,4%). O wysokiej dynamice produkcji w przemyśle przetwórczym zdecydowały działy produkujące głównie na eksport (por. wykres 7). Udział działów i grup uznawanych za nośniki postępu technicznego w wartości produkcji sprzedanej przemysłu zwiększył się w ub.r. z 12,4% do 13,7%.

Stosunkowo wysoka była w ub.r. dynamika sprzedaży w działach zaliczanych do sektora usług. Sprzedaż usług łączności wzrosła o 5,8%. Wolumen sprzedaży detalicznej zwiększył się o około 4%, przy czym szczególnie silny wzrost odnotowano w dużych i średnich przedsiębiorstwach (7,9%). Duże i średnie jednostki handlu hurtowego zwiększyły obroty w cenach bieżących o 3,6%. Według wstępnych informacji, poprawiły się wyniki finansowe banków, przedsiębiorstw ubezpieczeniowych i pozostałych jednostek pośrednictwa finansowego, a także przedsiębiorstw obsługujących nieruchomości i działalność gospodarczą.

W budownictwie wartość dodana w 2003 r. spadła trzeci rok z rzędu. W dużych i średnich przedsiębiorstwach silniej zmniejszyła się sprzedaż robót o charakterze remontowym (10%) niż inwestycyjnym (4,4%). Na możliwość odwrócenia spadkowego trendu w budownictwie wskazywał wysoki wzrost produkcji jednostek przygotowujących teren pod budowę (56,4%).

Wykres 7

Wzrost produkcji sprzedanej w wybranych działach przemysłu o dużym udziale eksportu (%)



Źródło: dane GUS.

⁶ Wszystkie dynamiki w tym rozdziale, jeśli nie zaznaczono inaczej, są liczone w ujęciu rocznym, realnie.

1.2.2. Rynek pracy

Dane GUS wskazują, że ożywienie gospodarcze w 2003 r. nie spowodowało wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, a tylko niewielkie spowolnienie jego spadku w kolejnych kwartałach (wykres 8). Liczba zarejestrowanych bezrobotnych zmniejszyła się, ale stopa bezrobocia w grudniu 2003 r. była taka sama jak przed rokiem, tj. 20% (po uwzględnieniu korekty GUS).

Słabnące w pierwszych trzech kwartałach 2003 r. tempo spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, w IV kwartale ponownie zaczęło narastać. Odnotowany w skali roku spadek zatrudnienia przy jednoczesnym wzroście produkcji sprzedanej wskazuje, że przedsiębiorstwa zwiększyły w ub.r. wydajność pracy (wykres 9). Skłoniły je do tego wysokie pozapłacowe koszty pracy, zniechęcające do wzrostu zatrudnienia.

Największe spadki zatrudnienia w 2003 r. nastąpiły w tych samych sekcjach i działach co przed rokiem, tj. w budownictwie, górnictwie i kopalnictwie, produkcji sprzętu i urządzeń radiowo-telekomunikacyjnych oraz w produkcji odzieży i wyrobów futrzarskich. Natomiast nowym zjawiskiem były głębokie spadki zatrudnienia w usługach, w sekcjach handel i naprawy oraz hotele i restauracje. Znacznie większy niż przed rokiem spadek nastąpił również w dziale poczta i telekomunikacja. Wzrost zatrudnienia w ostatnich dwóch latach odnotowano tylko w sekcji obsługa nieruchomości i firm, nauka (tabela 4).

Wykres 8

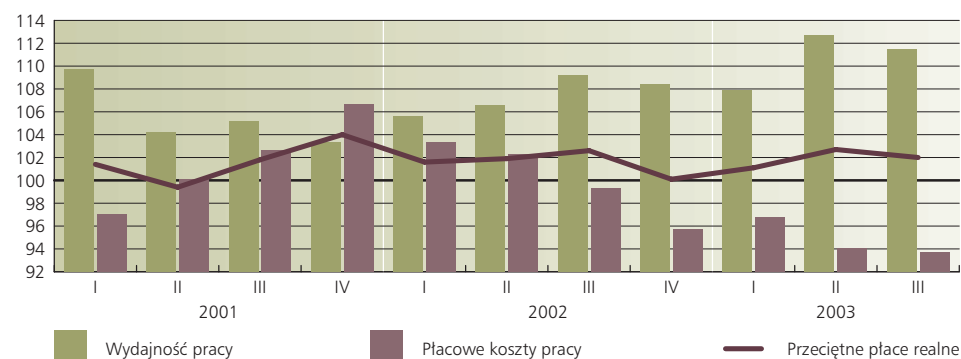
Dynamika zatrudnienia i bezrobocia rejestrowanego w okresie 2002–2003
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 9

Dynamika płacowych kosztów pracy i wydajności pracy
(analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 4

Zmiany zatrudnienia w sekcjach i wybranych działach o znaczącym udziale w zatrudnieniu sektora przedsiębiorstw ogółem

Sekcja/dział	Zmiana zatrudnienia (poprzedni rok = 100)	
	2002	2003
Sektor przedsiębiorstw ogółem	-4,4	-3,8
Przemysł razem	-5,6	-2,9
Górnictwo i kopalnictwo	-5,6	-5,7
Przetwórstwo przemysłowe, w tym:	-6,2	-2,6
Produkcja odzieży i wyrobów futrzarskich	-11,4	-9,7
Produkcja metali	-12,1	-8,1
Produkcja wyrobów z metali	-0,7	2,4
Produkcja maszyn i urządzeń	-9,1	-6,7
Produkcja maszyn i aparatury elektrycznej	-6,9	3,0
Produkcja sprzętu i urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyjnych	-14,3	-13,6
Produkcja pozostałego sprzętu transport	-2,3	-7,4
Budownictwo	-12,3	-16,1
Handel i naprawy, w tym:	0,0	-2,9
handel hurtowy i komisowy	-2,3	-6,4
Hotele i restauracje	3,8	-10,1
Transport, gospodarka magazynowa i łączność, w tym:	-6,5	-3,2
poczta i telekomunikacja	-4,1	-8,3
Obsługa nieruchomości i firm, nauka	2,0	2,3

Źródło: dane GUS.

Stopa bezrobocia w grudniu 2003 r. wynosiła 18,0%, tj. była taka sama jak przed rokiem. Jednak na początku 2004 r. GUS dokonał, na podstawie wyników spisu powszechnego z 2002 r., korekty liczby pracujących w rolnictwie, a tym samym także korekty stopy bezrobocia rejestrowanego. Skorygowana stopa wyniosła w grudniu 2003 r. 20,0% (ramka 3).

Ramka 3. Korekta stopy bezrobocia

Od stycznia 2004 r. GUS będzie podawał stopę bezrobocia uwzględniając korektę liczby pracujących, dokonaną na podstawie wyników Narodowego Spisu Powszechnego (NSP) z 2002 r. Korekta ta dotyczyła głównie liczby osób pracujących w rolnictwie, która okazała się o około 2 mln niższa niż dotychczas zakładana na podstawie spisu rolnego z 1996 r. Spowodowało to, że stopa bezrobocia w grudniu 2003 r. obliczona według starych danych wynosiła 18,0%, a według danych uwzględniających wyniki ostatniego NSP 20,0%. Skorygowane dane dla poprzednich lat przedstawia wykres 10.

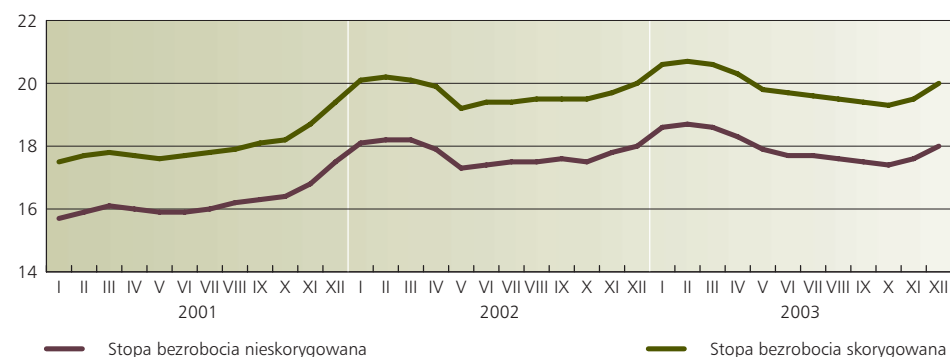
Tak znaczną korektę GUS uzasadnił:

- zmniejszeniem liczby ludności w gospodarstwach domowych użytkujących gospodarstwo rolne,
- wzrostem liczby członków gospodarstw domowych użytkujących gospodarstwo rolne i jednocześnie pracujących poza rolnictwem,
- zmianą postawy osób, które w 2002 r. chętniej niż w 1996 r. deklarowały, że są bezrobotne lub nieaktywne zawodowo, niż że pracują w gospodarstwie rolnym.

Przeprowadzona przez GUS korekta potwierdza, że rzeczywiste wskaźniki rynku pracy (w tym stopa bezrobocia) były w Polsce zbliżone do obliczanych na podstawie danych z BAEL (Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności). Odsetek osób pracujących w rolnictwie wynosi około 17%, a nie jak do tej pory zakładano przy obliczaniu stopy bezrobocia rejestrowanego – około 27%. Wobec niewielkich zmian liczby osób pracujących poza rolnictwem oznacza to, że przeważająca część osób uważanych dotąd za pracujących w rolnictwie jest bezrobotna lub (częściej) nieaktywna zawodowo. Dane te potwierdzają małą skalę aktywizacji zawodowej ludności wiejskiej.

Wykres 10

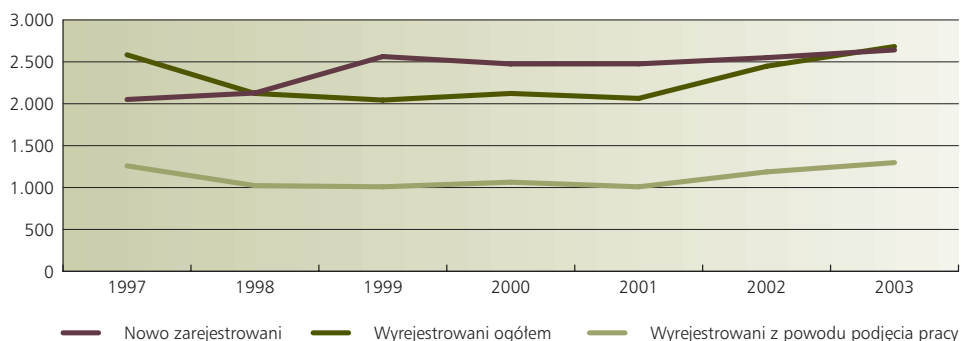
Stopa bezrobocia rejestrowanego przed i po korekcie



Źródło: dane GUS.

Wykres 11

Roczne zmiany stanu bezrobocia rejestrowanego (w tys. osób)



Źródło: dane GUS.

W 2003 r. po raz pierwszy od 1997 r. liczba osób nowo zarejestrowanych w urzędach pracy była niższa niż wyrejestrowanych. Wśród wyrejestrowanych jednak mniej niż połowę stanowiły osoby wyrejestrowane z powodu podjęcia pracy (wykres 11).

Oceniając rozmiary bezrobocia w warunkach spadającego zatrudnienia, nie można pominąć wzrastającej z roku na rok liczby pracujących w szarej strefie. Według szacunków GUS, w 2002 r. było to już 910 tys. osób wobec 895 tys. w 2001 r. Osoby te znajdowały zatrudnienie głównie w budownictwie, handlu i naprawach oraz hotelach i restauracjach, a więc w sekcjach, w których w 2003 r. nastąpił największy spadek zatrudnienia.

1.2.3. Procesy prywatyzacji

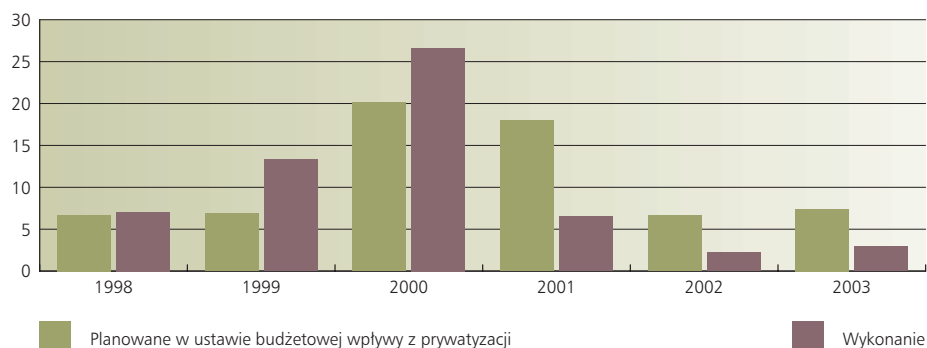
Rok 2003 był trzecim z kolei, w którym odnotowano mniejsze od założonych w ustawie budżetowej wpływy z prywatyzacji (wykres 12). Przyczyniło się to do wzrostu potrzeb pożyczkowych budżetu oraz długu publicznego.

W 2003 r. przychody z prywatyzacji brutto wyniosły 4,1 mld zł, z czego 3,0 mld zł stanowiły wpływy budżetowe z prywatyzacji. Na początku roku planowano wpływy budżetowe z prywatyzacji na poziomie 7,4 mld zł, a po korekcie planu miały one wynieść 3,55 mld zł. Wykonanie pierwotnego planu wyniosło więc 40%, a skorygowanego – 83%.

W latach 2001–2003 udział wpływów z prywatyzacji w finansowaniu deficytu budżetowego znacząco spadł w porównaniu z poprzednimi latami (wykres 13) i w 2003 r. ustabilizował się na poziomie 8%. Dług publiczny wzrósł w tym okresie z 40% do ponad 50% PKB.

Wykres 12

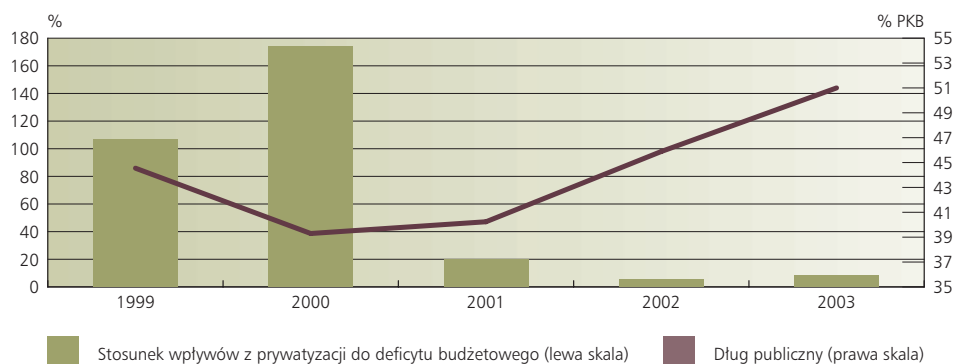
Planowane i wykonane wpływy budżetowe z prywatyzacji w latach 1998–2003 (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Wykres 13

Dług publiczny oraz relacja wpływów z prywatyzacji do deficytu budżetowego w latach 1999–2003



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS.

1.2.4. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej

W 2003 r. średnioroczny wskaźnik cen *produkcji sprzedanej przemysłu* (PPI) zwiększył się o 2,6% w stosunku do poprzedniego roku. W przetwórstwie przemysłowym wzrost cen był wyższy niż przed rokiem, w górnictwie i kopalnictwie zbliżony, a w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną niższy (por. tabela 5).

Największy wpływ na poziom wskaźnika PPI w poszczególnych kwartałach 2003 r. miały zmiany cen w przetwórstwie przemysłowym (por. wykres 14). Wzrost cen w przemyśle był spowodowany czynnikami kosztowymi – wzrostem dolarowych cen surowców przemysłowych (metali przemysłowych, ropy). Ponadto wynikał też z osłabienia złotego wobec euro (wzrost cen uzyskiwanych w eksporcie).

W przetwórstwie przemysłowym najwyższą dynamikę cen w ub.r. odnotowano w dziale produkcja metali (wzrost o około 9,4% w stosunku do grudnia 2002 r.) (por. wykres 16) oraz w dziale wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (wzrost odpowiednio o 7,9%). Był to głównie efekt wzrostu notowań metali przemysłowych na giełdach oraz utrzymywania się wysokich cen ropy naftowej na rynkach światowych (por. wykres 17).

W sekcji górnictwo i kopalnictwo znaczny wzrost cen obserwowano począwszy od III kwartału ub.r., szczególnie w kopalnictwie rud metali. Był on związany m.in. ze wzrostem cen metali przemysłowych na giełdach światowych. Ceny miedzi zwiększyły się w ub.r. o po-

Tabela 5

Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle i w budownictwie

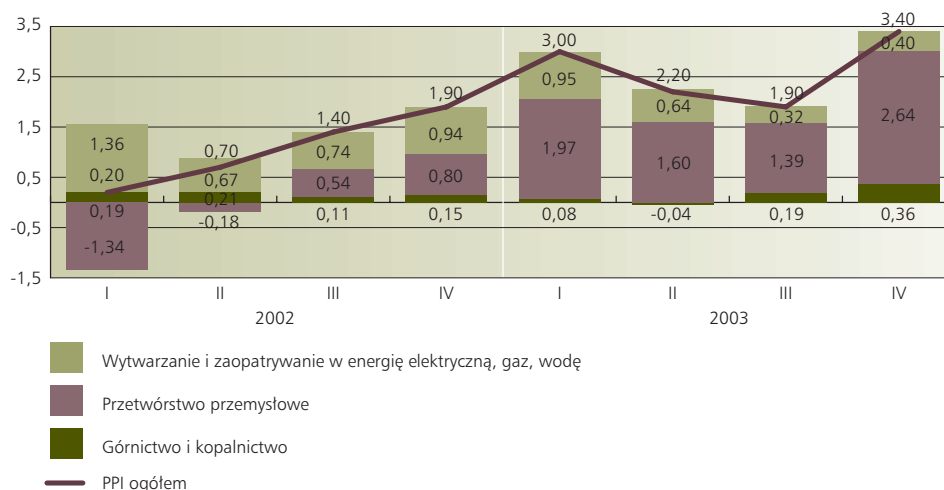
Wyszczególnienie	2002					2003				
	I	II	III	IV	średnio-	I	II	III	IV	średnio-
	analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100					analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100				
PRZEMYSŁ (PPI)										
w tym:	100,2	100,7	101,4	101,9	101,0	103,0	102,2	101,9	103,4	102,6
Górnictwo										
i kopalnictwo	103,6	103,9	101,9	102,8	103,0	101,7	99,2	103,7	107,1	103,0
Przetwórstwo										
przemysłowe	98,4	99,6	100,4	101,0	99,9	102,7	102,0	101,7	103,2	102,4
Wytwarzanie										
i zaopatrywanie										
w energię elektryczną,										
gaz, wodę	109,0	105,5	106,9	106,9	107,0	106,4	105,8	103,2	103,3	104,6
BUDOWNICTWO	102,0	101,4	101,0	100,6	101,2	99,4	99,0	98,8	98,5	98,9

nad 30%, osiągając najwyższe notowania od ponad 5 lat. Wzrost światowych cen metali wywołało postępujące ogólnoswiatowe ożywienie gospodarcze, w tym szczególnie przyrost popytu ze strony gospodarek Chin i USA, a także deprecjacja dolara. Do wzrostu cen w sekcji górnictwo i kopalnictwo przyczynił się też dynamiczny wzrost cen węgla kamiennego na rynkach światowych, notowany od III kwartału 2003 r. W połączeniu z procesem koncentracji w polskim górnictwie węgla kamiennego (utworzenie Kompanii Węglowej) spowodowało to wzrost krajowych cen węgla.

W sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę roczna dynamika cen była w 2003 r. niższa niż w 2002 r. Wynikało to ze znacznie mniejszych w ub.r. podwyżek cen nośników energii (w lipcu 2003 r. miesięczne podwyżki cen wyniosły 1,6% wobec 4,3% w lipcu 2002 r.).

Wykres 14

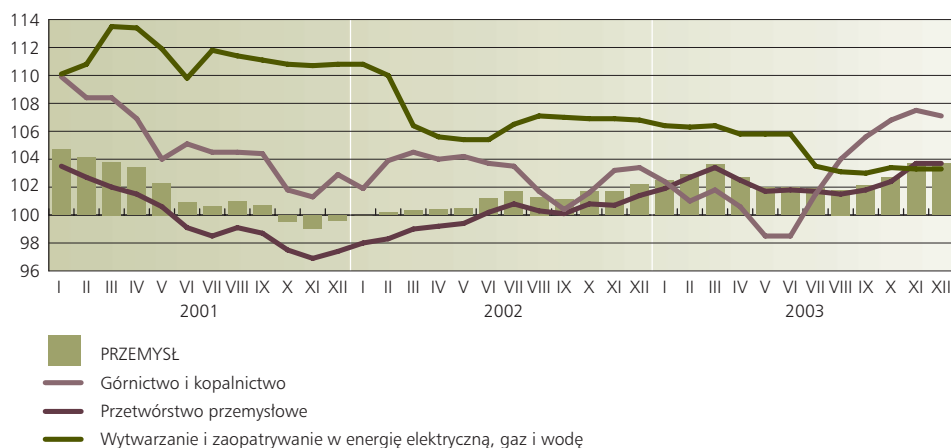
Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej w sekcjach przemysłu we wzroście PPI
(roczne tempo wzrostu) (%)



Źródło: dane GUS.

Wykres 15

Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI) i w jego sekcjach (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Wykres 16

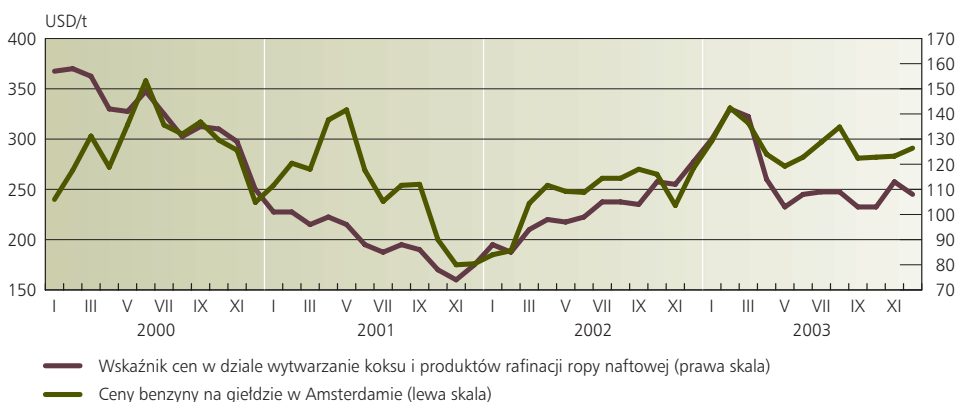
Wskaźniki wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu w dziale produkcja metali (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100) oraz cena miedzi na rynkach światowych



Źródło: dane GUS i NBP.

Wykres 17

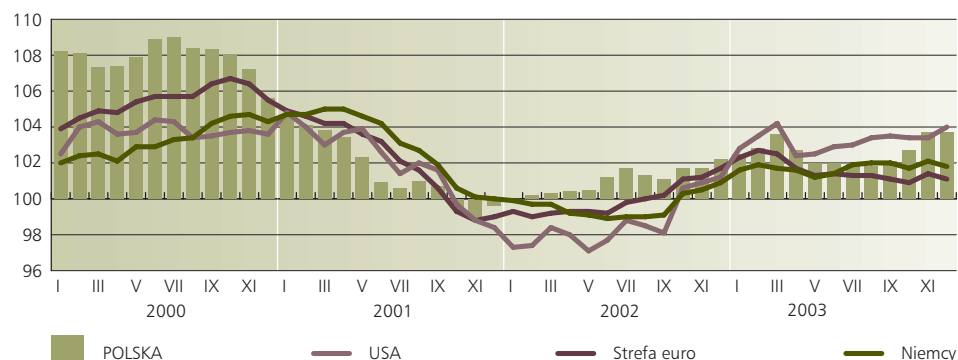
Wskaźniki wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu w dziale wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100) oraz cena benzyny na giełdzie w Amsterdamie



Źródło: dane GUS i Reuters.

Wykres 18

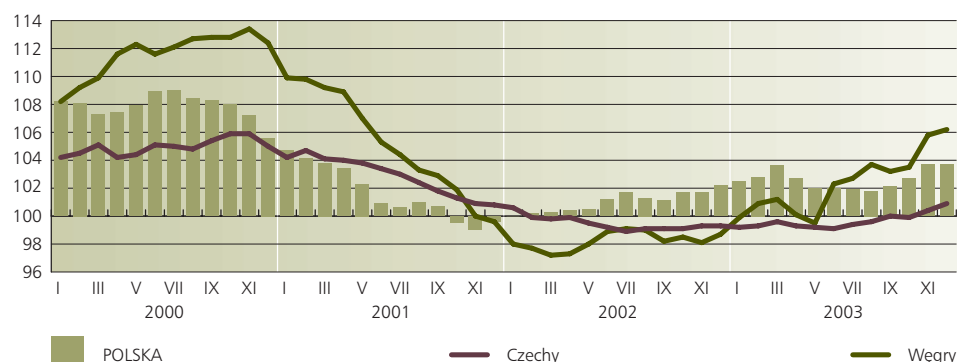
PPI w Niemczech, w strefie euro, w USA i w Polsce
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 19

PPI w Czechach, Polsce i na Węgrzech (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane Bloomberg.

Ceny produkcji budowlano-montażowej wykazywały w 2003 r. tendencję deflacyjną, utrzymując się od początku roku; ich średnioroczny wskaźnik zmniejszył się o 1,1% w stosunku do poprzedniego roku.

Roczny wskaźnik PPI w krajach strefy euro, po wzroście w I kwartale 2003 r., od maja wykazywał dużą stabilność i kształtował się na poziomie poniżej 1,5%. Podobnie zmieniał się indeks cen PPI w Niemczech, który w ciągu roku wynosił około 2,0%. Natomiast roczny wskaźnik cen producentów w USA, po skokowym wzroście w marcu ub.r. (efekt wojny w Iraku) i spadku w kwietniu ub.r., w kolejnych miesiącach wykazywał tendencję rosnącą, osiągając 4,0% w grudniu 2003 r. (por. wykres 18).

W Czechach w kolejnych miesiącach 2003 r. roczny wskaźnik PPI spadał i dopiero pod koniec roku zanotowano jego niewielki wzrost. Natomiast na Węgrzech od połowy ub.r. indeks PPI rósł dynamicznie, głównie wskutek deprecjacji forinta (por. wykres 19).

Jak wynika z ostatnich badań koniunktury przeprowadzonych w NBP⁷, nastąpił nieznaczny wzrost oczekiwanej dynamiki PPI w Polsce w ciągu najbliższych 12 miesięcy w porównaniu z poprzednimi badaniami. Zwiększone oczekiwania inflacyjne potwierdzają również badania koniunktury gospodarczej GUS⁸. Spodziewany wzrost cen dotyczy m.in. działów produkcji metali,

⁷ Syntetyczna ocena kondycji przedsiębiorstw na podstawie wyników szybkiego monitoringu i inne dane statystyki publicznej, I kwartał 2004 r.

⁸ GUS Koniunktura gospodarcza Przetwórstwo Przemysłowe, styczeń 2004.

wyrobów chemicznych oraz produkcji maszyn i aparatury elektrycznej. Jednak ze względu na wysoką bazę odniesienia w ub.r. (wzrost cen wywołany wojną w Iraku) w I kwartale br. roczny indeks cen producentów powinien się ustabilizować na niższym poziomie niż w analogicznym okresie 2003 r. W budownictwie nadal przewiduje się spadek cen, choć nieco wolniejszy niż prognozowany w poprzednim badaniu⁹.

⁹ GUS Koniunktura gospodarcza Budownictwo, styczeń 2004.

2

Czynniki zewnętrzne

2

2.1. Handel zagraniczny, bilans płatniczy

Rok 2003 był czwartym z kolei rokiem spadku deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. W 2003 r. deficyt ten wyniósł 3,5 mld EUR, tj. był o około 3,7 mld EUR mniejszy niż w 2002 r. i o 7,4 mld EUR mniejszy niż w 1999 r. W efekcie relacja deficytu obrotów bieżących do PKB obniżyła się w ciągu czterech ostatnich lat z 7,5% do 1,9%. Poprawa salda obrotów bieżących w 2003 r. wynikała głównie ze zmniejszenia deficytu obrotów towarowych oraz ze wzrostu nadwyżki obrotów niesklasyfikowanych (Wykres 20). Natomiast pozostałe pozycje rachunku obrotów bieżących oddziaływały w kierunku pogarszania się jego salda: pogłębiły się ujemne salda dochodów i usług, a dodatnie saldo transferów obniżyło się.

Zmniejszenie deficytu płatności towarowych w ub.r. (o 2,4 mld EUR) było efektem, podobnie jak w dwóch poprzednich latach, wyższej dynamiki wpływów z eksportu niż wypłat za import (wykres 21).

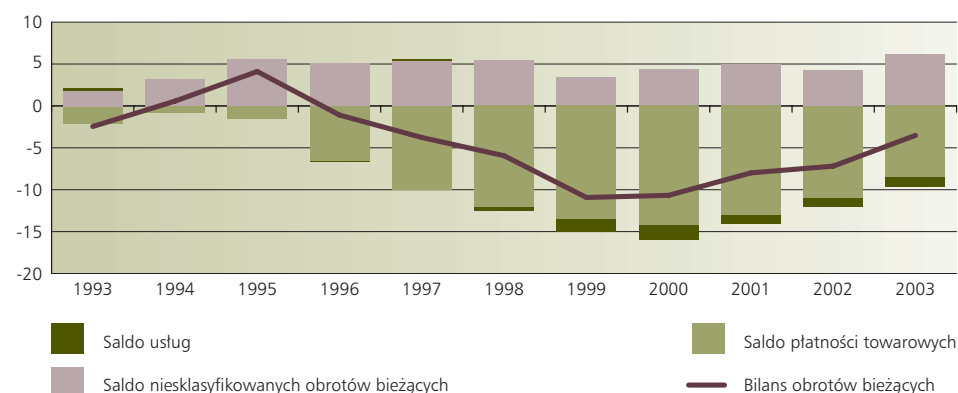
Korzystne tendencje w handlu zagranicznym potwierdzają także dane statystyki celnej. W okresie styczeń–listopad 2003 r. ujemne saldo obrotów handlowych zmniejszyło się o 1,9 mld EUR w porównaniu z poprzednim rokiem. Według danych GUS, dynamika obrotów handlowych liczona w euro była w 2003 r. nieco wolniejsza niż w 2002 r. Wynikało to z aprecjacji euro zarówno wobec dolara USA, jak i wobec złotego. Jeśli jednak wyeliminujemy wpływ zmian cen na dynamikę obrotów handlowych, to wzrost eksportu w ub.r. był znacznie silniejszy niż w 2002 r.: w okresie styczeń–październik 2003 r. wolumen eksportu zwiększył się o 17,6% wobec 6,7% w analogicznym okresie 2002 r. Wzrósł także wolumen importu (o 6,7%), jednak jego dynamika była nieco wolniejsza niż przed rokiem (7,0%).

Do obniżenia ujemnego salda w obrotach handlowych w 2003 r. przyczyniła się poprawa warunków konkurencji cenowej i kosztowej w polskim handlu zagranicznym oraz wzrost popytu na polskie towary ze strony rynku niemieckiego oraz regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

W 2003 r. wyraźnie wzmocniła się pozycja konkurencyjna polskich producentów wobec partnerów zagranicznych (por. wykres 22, tabele 6 i 7). Wpłynęły na to efekty dokonanej w ostatnich

Wykres 20

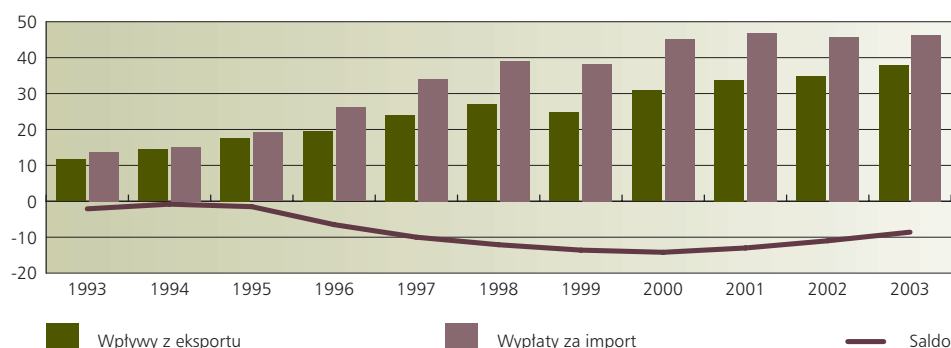
Bilans obrotów bieżących w latach 1993–2003 – dane roczne (w mld EUR)



Źródło: dane NBP.

Wykres 21

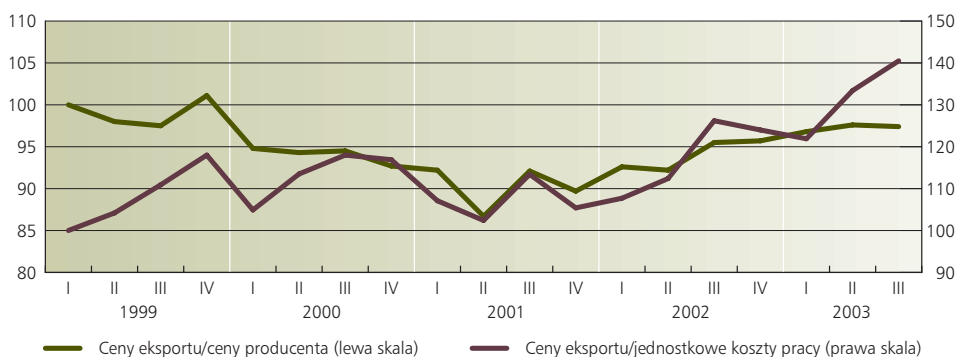
Wpływy z eksportu i wypłaty za import w latach 1993–2003 – dane roczne (w mld EUR)



Źródło: dane NBP.

Wykres 22

Wskaźniki opłacalności eksportu (indeks, I kwartał 1999 = 100)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS.

Tabela 6

Wskaźniki opłacalności eksportu (zmiana w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)

	2002				2003		
	I	II	III	IV	I	II	III
kwartał							
Ceny eksportu / ceny producenta	0,4	6,3	3,7	6,7	4,6	5,7	2,1
Ceny eksportu / jednostkowe koszty pracy*	0,5	9,7	11,3	17,6	13,2	18,7	11,4

* Indeks jednostkowych kosztów pracy został obliczony jako relacja dynamiki kosztu płacowego, przypadająca na jednego zatrudnionego, do dynamiki wydajności pracy – mierzonej za pomocą produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym (wolumen) w odniesieniu do jednego pracującego w tym sektorze.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS.

latach restrukturyzacji przedsiębiorstw, jak również silna deprecjacja złotego wobec euro. Jednostkowe koszty pracy w sektorze przedsiębiorstw wyrażone w złotych zmniejszyły się po 3 kwartałach 2003 r. o około 7,3% w stosunku do analogicznego okresu 2002 r. W połączeniu z osłabieniem złotego wobec euro w tym okresie (odpowiednio o 13,5%) oznaczało to spadek jednostkowych kosztów pracy wyrażonych w euro o około 18,3%.

Największy wpływ na dynamikę polskiego eksportu w 2003 r. miało **zwiększenie sprzedaży do Niemiec** (tabela 8). W okresie styczeń–listopad 2003 r. sprzedaż ta wzrosła o 6,7%, a więc zdecydowanie szybciej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (wykres 23).

Tabela 7

Wskaźniki konkurencyjności importu (zmiana w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)

	2002				2003		
	I	II	III	IV	I	II	III
	kwartał						
Ceny importu / ceny producenta	-5,7	0,9	4,5	5,6	8,8	9,1	3,7

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS.

Tabela 8

Zmiany w eksporcie wg głównych grup krajów (w EUR)

	Struktura (w %)			Dynamika (w % do poprzedniego roku)			Wpływ na dynamikę ogółem (w pkt. proc.)		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
	I-XII	I-XII	I-XI	I-XII	I-XII	I-XI	I-XII	I-XII	I-XI
Ogółem	100,0	100,0	100,0	17,4	8,2	6,8			
Kraje rozwinięte	75,0	75,1	74,8	15,3	8,3	6,1	11,7	6,2	4,6
UE	69,2	68,8	68,7	16,3	7,5	6,5	11,4	5,2	4,5
Niemcy	34,4	32,3	32,5	15,8	1,8	6,7	5,5	0,6	2,2
Francja	5,4	6,0	6,1	22,2	20,6	8,1	1,2	1,1	0,5
Wielka Brytania	5,0	5,2	4,9	30,6	12,4	0,9	1,4	0,6	0,0
Włochy	5,4	5,5	5,5	1,4	10,4	8,0	0,1	0,6	0,4
Kraje Europy Środkowej i Wschodniej	12,3	12,8	13,7	24,2	12,5	15,2	2,8	1,5	1,9
Kraje WNP	7,0	7,2	6,9	23,3	11,2	3,4	1,5	0,8	0,2
Rosja	2,9	3,3	2,8	27,0	19,7	-7,1	0,7	0,6	-0,2
Kraje rozwijające się	5,5	4,8	4,5	25,3	-5,2	0,1	1,3	-0,3	0,0

Źródło: dane CIHZ.

Przyspieszenie dynamiki eksportu do Niemiec nastąpiło mimo pogorszenia koniunktury w niemieckiej gospodarce. Według szacunków Federalnego Urzędu Statystycznego, PKB Niemiec w 2003 r. obniżył się 0,1% w porównaniu z poprzednim rokiem. W okresie styczeń–wrzesień 2003 r. wartość niemieckiego importu z krajów spoza UE wzrosła zaledwie o 2,7% w porównaniu z poprzednim rokiem. Towarzyszyły temu zmiany w jego strukturze geograficznej, polegające na zwiększeniu udziału krajów oferujących tańsze produkty, a więc Chin oraz krajów Europy Środkowej i Wschodniej, w tym również Polski. W analizowanym okresie import z Polski wzrósł o 9,4%. Wyższa dynamika importu z Polski niż całego niemieckiego importu z krajów trzecich przyczyniła się w ostatnich latach do zwiększenia udziału Polski w niemieckim imporcie (wykres 24). W 2003 r. Polska była. piątą dostawcą na rynek niemiecki spoza krajów UE, wyprzedzając pod względem wartości dostaw Japonię¹⁰.

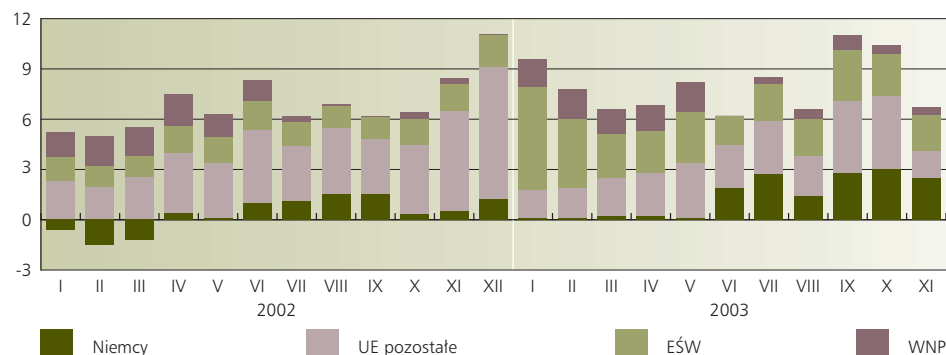
Oslabienie koniunktury w Unii Europejskiej w 2003 r. znalazło odzwierciedlenie w obniżeniu się tempa wzrostu polskiego eksportu do pozostałych krajów Unii do 6,3%, tj. poziomu blisko dwukrotnie niższego niż przed rokiem.

Najwyższą dynamiką w 2003 r., podobnie jak i w 2002 r., odznaczała się sprzedaż do krajów Europy Środkowej i Wschodniej (EŚW). Była to zarazem jedyna grupa krajów, do której dynamika ekspor-

¹⁰ Intra- and extra-EU trade, Monthly data, No 12/2003, Eurostat.

Wykres 23

Udział najważniejszych partnerów w kształtowaniu się dynamiki polskiego eksportu*
(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)

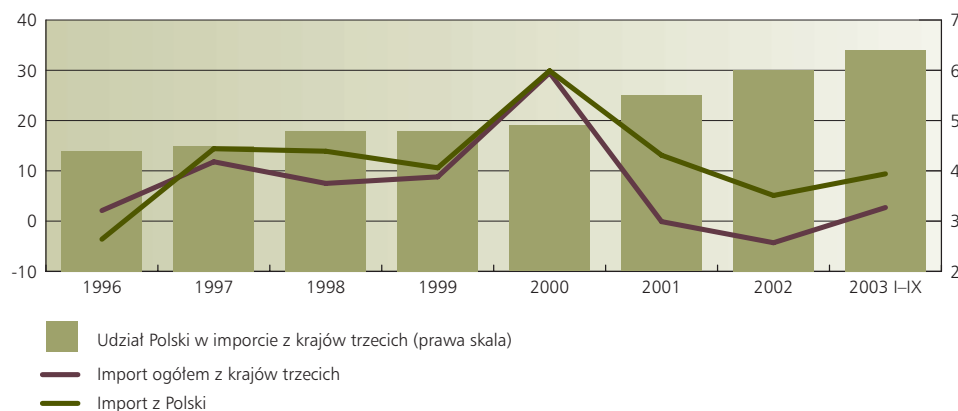


* Trzymiesięczna średnia ruchoma, w cenach bieżących w EUR.

Źródło: dane CIHZ.

Wykres 24

Niemiecki import z krajów trzecich i z Polski (zmiana w % do poprzedniego roku)
oraz udział Polski w imporcie zewnętrznym Niemiec (w %)



Źródło: dane EUROSTAT-Comext.

tu w euro w ub.r. była wyższa w porównaniu z 2002 r. Wysoki wzrost eksportu do EŚW tłumaczy z jednej strony znacznie wyższą niż w Unii Europejskiej dynamikę popytu importowego w tych krajach, a z drugiej strony zmiany zachodzące w strukturze eksportu do tej grupy krajów. Polegały one na zwiększeniu udziału części oraz elementów do maszyn i urządzeń, co wynikało z rosnącej roli wymiany handlowej między filiami wielkich koncernów międzynarodowych zlokalizowanych w tym regionie Europy. Utrzymująca się wysoka dynamika eksportu do krajów EŚW sprawiła, że udział tej grupy krajów w polskim eksporcie zwiększył się w 2003 r. do najwyższego poziomu od czasu rozpadu RWPG.

Wyraźnie obniżyła się natomiast dynamika sprzedaży do krajów WNP, co nastąpiło wskutek spadku eksportu do Rosji – najważniejszego odbiorcy polskich towarów w tej grupie krajów. Tylko częściowo spadek ten został zrekompensowany wzrostem sprzedaży do pozostałych krajów tej grupy.

Zmiany w strukturze popytu importowego najważniejszych partnerów handlowych Polski w 2003 r., w tym przede wszystkim Niemiec, wpłynęły na zmiany struktury towarowej polskiego eksportu. Polegały one na zwiększeniu w nim udziału wyrobów o niższym stopniu przetworzenia. W rezultacie, o ile w poprzednich latach głównym składnikiem dynamizującym polski eksport była grupa maszyny i sprzęt transportowy (tabela 9), to w 2003 r. rolę tę przejęły tzw. pozostałe wyroby przetworzone (zwłaszcza meble, żelazo i stal, wyroby z drewna) oraz produkty nieprzetworzone (głównie artykuły rolne) – wykres 25.

Tabela 9

Zmiany w eksporcie wg głównych grup towarowych SITC (w EUR)

	Struktura			Dynamika			Wpływ na dynamikę		
	(w %)			(w % do poprzedniego roku)			ogółem (w pkt. proc.)		
	2001 I-XII	2002 I-XII	2003 I-XI	2001 I-XII	2002 I-XII	2003 I-XI	2001 I-XII	2002 I-XII	2003 I-XI
Ogółem	100,0	100,0	100,0	17,4	8,2	6,8			
Produkty nieprzetworzone	16,0	15,0	15,0	18,5	1,0	7,5	2,9	0,2	1,1
Artykuły rolno-spożywcze	7,8	7,5	8,0	15,6	4,2	14,8	1,2	0,3	1,1
Surowce	2,6	2,5	2,6	4,7	4,4	12,6	0,1	0,1	0,3
Paliwa mineralne	5,7	5,0	4,4	30,7	-5,1	-5,9	1,6	-0,3	-0,3
Wyroby przetworzone	83,9	85,0	85,0	17,2	9,6	6,6	14,5	8,1	5,6
Produkty chemiczne	6,3	6,3	6,6	8,3	8,8	11,5	0,6	0,6	0,7
Maszyny i sprzęt									
transportowy	36,2	37,6	37,0	24,5	12,5	5,2	8,3	4,5	1,9
Pozostałe wyroby									
przemysłowe	41,5	41,1	41,4	12,9	7,2	7,2	5,6	3,0	3,0

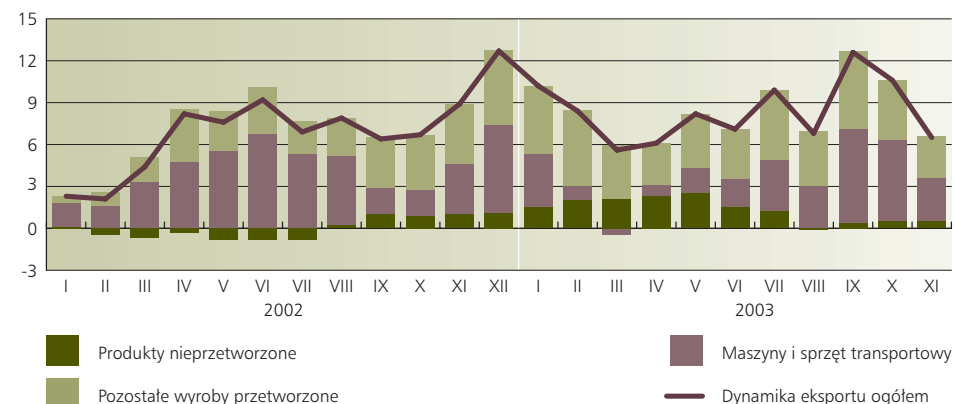
Źródło: dane CIHZ.

Na obniżenie w 2003 r. dynamiki eksportu maszyn i sprzętu transportowego w porównaniu z poprzednim rokiem złożyło się wyraźne spowolnienie sprzedaży gotowych maszyn i urządzeń oraz spadek eksportu towarów konsumpcyjnych trwałego użytku. Stosunkowo wysoką dynamiką odznaczała się natomiast sprzedaż części (wzrost o 14%). W rezultacie w 2003 r. części i podzespoły stanowiły prawie 2/3 wartości eksportu tej grupy, podczas gdy dobra inwestycyjne i towary konsumpcyjne – po 17%. Wzrost udziału części kosztem produktów gotowych w eksporcie maszyn i urządzeń spowodował obniżenie się jednostkowych cen towarów w tej grupie i przyczynił się do obniżenia dynamiki jej eksportu. Można jednak oczekiwać, że wraz z oczekiwaną poprawą koniunktury na najważniejszych rynkach eksportowych ponownie zwiększy się w naszym eksporcie udział gotowych maszyn i urządzeń.

Do wzrostu polskiego eksportu w 2003 r. przyczyniło się zwiększenie sprzedaży branży motoryzacyjnej. Utrzymaniu się wysokiej dynamiki sprzedaży części samochodowych towarzyszył bo-

Wykres 25

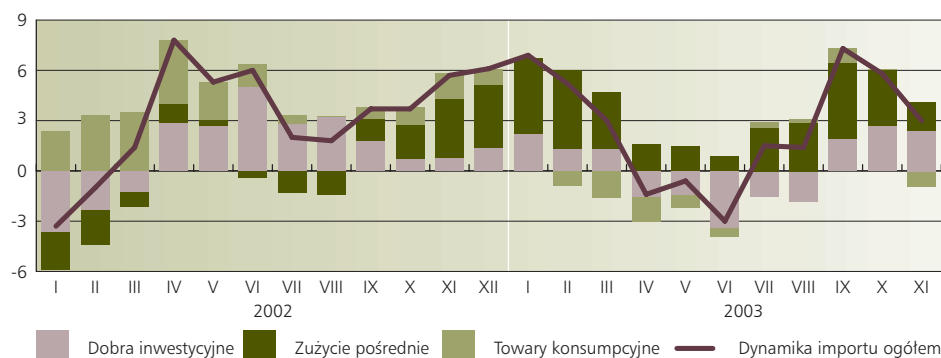
Udział najważniejszych grup towarowych w kształtowaniu dynamiki polskiego eksportu*
(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



* Trzymiesięczna średnia ruchoma, w cenach bieżących w EUR.
Źródło: dane CIHZ.

Wykres 26

Udział najważniejszych grup towarowych w kształtowaniu dynamiki polskiego importu*
(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



* Trzymiesięczna średnia ruchoma, w cenach bieżących w EUR.

Źródło: dane CIHZ.

wiem wzrost o 21% eksportu samochodów osobowych (po spadku o 10% w poprzednim roku). Był to efekt ożywienia na europejskim rynku motoryzacyjnym oraz wprowadzenia do polskiej oferty eksportowej nowych modeli samochodów. Natomiast słaby popyt inwestycyjny w krajach Unii Europejskiej wpłynął na znaczny spadek sprzedaży samochodów ciężarowych.

Na obniżenie dynamiki polskiego importu w 2003 r. złożył się przede wszystkim spadek wartości przywozu towarów konsumpcyjnych (we wszystkich grupach, z wyjątkiem samocho-

Tabela 10

Zmiany w strukturze towarowej importu wg klasyfikacji BEC (w EUR)

	Struktura			Dynamika			Wpływ na dynamikę		
	(w %)			(w % do poprzedniego roku)			ogółem (w pkt. proc.)		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
	I-XII	I-XII	I-XI	I-XII	I-XII	I-XI	I-XII	I-XII	I-XI
Ogółem	100,0	100,0	100,0	5,6	4,4	1,6			
Dobra inwestycyjne	18,2	19,2	18,6	2,9	9,8	-0,2	0,5	1,8	0,0
Dobra inwestycyjne									
z wyjątkiem środków									
transportu	15,1	14,2	13,5	2,1	-1,9	-2,3	0,3	-0,3	-0,3
Środki transportu									
przemysłowe	3,1	4,9	5,1	7,0	66,5	5,6	0,2	2,1	0,3
Zużycie pośrednie	60,7	59,1	60,7	4,0	1,6	4,0	2,5	1,0	2,3
Zużycie pośrednie bez paliw	50,8	50,1	51,5	5,2	3,0	4,0	2,7	1,5	2,0
Paliwa i smary	10,0	9,0	9,1	-1,8	-5,7	3,6	-0,2	-0,6	0,3
Towary konsumpcyjne	20,8	21,5	20,6	13,5	7,8	-3,1	2,6	1,6	-0,7
Żywność i napoje	3,8	3,6	3,3	14,8	-1,0	-7,6	0,5	0,0	-0,3
Samochody osobowe	4,0	4,6	5,0	21,2	20,6	7,5	0,7	0,8	0,4
Towary trwałego użytku	2,8	2,7	2,4	-2,1	0,0	-10,0	-0,1	0,0	-0,3
Towary półtrwałego użytku	3,7	4,0	3,8	14,0	12,8	-4,8	0,5	0,5	-0,2
Towary nietrwałego użytku	6,4	6,5	6,0	16,2	5,6	-5,1	0,9	0,4	-0,3

Źródło: dane CIHZ.

dów osobowych), a także – niewielki – dóbr inwestycyjnych (tabela 10). Należy jednak zaznaczyć, że w II połowie ub.r. nastąpiło przyspieszenie wzrostu importu (o ile w I połowie 2003 r. był on o 0,2% niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, to w okresie lipiec–listopad ub.r. wzrósł o 3,6%). Istotny wpływ na tę zmianę miało ożywienie w imporcie dóbr inwestycyjnych (wykres 26).

Jedyną główną grupą towarową, w której w okresie styczeń–listopad ub.r. odnotowano zwiększenie wartości przywozu były towary zaopatrzeniowe. W I połowie ub.r. był to przede wszystkim efekt wzrostu cen paliw. W przypadku pozostałych towarów zaopatrzeniowych przyspieszenie importu nastąpiło dopiero II połowie ub.r. W sumie jednak wzrost przywozu zaopatrzeniowego w 2003 r. był niewielki, zwłaszcza w porównaniu ze stosunkowo wysoką dynamiką produkcji sprzedanej przemysłu i eksportu w tym okresie. Wynikało to, jak się wydaje, z przedstawionych wyżej zmian w strukturze eksportu (zmniejszenie udziału produktów finalnych na rzecz części).

Niewielki spadek wartości importu dóbr inwestycyjnych w 2003 r. nastąpił mimo jednoczesnego wzrostu jego wolumenu. Wynikało to z obniżenia się jednostkowych cen towarów klasyfikowanych w tej grupie¹¹. Był to efekt zastępowania, w warunkach obniżonego popytu wewnętrzniego, importu z krajów rozwiniętych tańszym przywozem z krajów rozwijających się – przede wszystkim z Chin. W 2003 r. wartość importu inwestycyjnego z Chin wzrosła o 24% w porównaniu z poprzednim rokiem, a z krajów rozwiniętych obniżyła się o 4%. W rezultacie Chiny stały się trzecim, jeśli chodzi o dobra inwestycyjne i piątym w ogóle dostawcą na polski rynek.

Do spadku importu towarów konsumpcyjnych w 2003 r. przyczynił się umiarkowany wzrost popytu konsumpcyjnego w kraju oraz pogłębiająca się deprecjacja złotego. Najbardziej zmniejszył się import dóbr trwałego użytku oraz żywności (zwłaszcza przetworzonej).

W 2003 r. struktura finansowania deficytu obrotów bieżących poprawiła się. Został on w około 92% sfinansowany napływem długoterminowego kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich, wynoszącym 3,2 mld EUR (wobec blisko 55% w 2002 r.) Wzrost wskaźnika sfinansowania deficytu obrotów bieżących napływem kapitału wynika z istotnego zmniejszenia deficytu obrotów bieżących (większego niż jednoczesne obniżenie napływu kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich). Zwiększyło się jednocześnie znaczenie inwestycji portfelowych netto jako źródła finansowania deficytu obrotów bieżących. Powodem był wysoki napływ kapitału zagranicznego w papiery dłużne. Napływ netto kapitału w postaci inwestycji portfelowych w 2003 r. wyniósł 2,2 mld EUR w porównaniu z 1,9 mld EUR w 2002 r.

Na podstawie wybranych wskaźników ostrzegawczych (tabela 11) przeprowadzono ocenę stanu nierównowagi zewnętrznej w 2003 r. Wskaźniki odnoszące się do transakcji bieżących, tj. relacja salda obrotów bieżących i salda płatności towarowych do PKB oraz stopień sfinansowania de-

Tabela 11
Wybrane wskaźniki ostrzegawcze*

Wskaźnik ostrzegawczy	2001	2002	2003
Saldo obrotów bieżących/PKB (%)	-3,9	-3,6	-1,9
Saldo płatności towarowych/PKB (%)	-6,4	-5,5	-4,6
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących (%)	96,9	54,9	92,1
(Saldo obrotów bieżących-inwestycje bezpośrednie)/PKB (%)	-0,1	-1,6	-0,2
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport towarów i usług (%)	47,3	43,1	-
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	6,9	6,7	6,3

* Obliczenia na podstawie bilansu płatniczego na bazie płatności.

¹¹ Wolumen importu dóbr inwestycyjnych w okresie styczeń–wrzesień 2003 r. zwiększył się o 5,6%, a ceny jednostkowe w EUR obniżyły się w tej grupie o 7,5% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.

ficytu obrotów bieżących napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich, kształtowały się korzystniej niż w poprzednim roku. Poprawiła się też relacja nie sfinansowanej przez inwestycje bezpośrednie części deficytu obrotów bieżących do PKB. Natomiast wskaźnik określający wartość rezerw dewizowych w wyrażeniu miesięcy importu towarów i usług pogorszył się w porównaniu z 2002 r., choć nadal pozostał na bezpiecznym poziomie.

W 2004 r. spodziewane jest zwiększenie deficytu obrotów bieżących, wynikające przede wszystkim ze wzrostu deficytu obrotów towarowych, spowodowanego szybszym wzrostem eksportu niż importu. Zwiększą się także wypłaty z tytułu dochodów wskutek wzrostu kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego. Nadal jednak deficyt obrotów bieżących będzie się kształtował na bezpiecznym poziomie. Wobec przewidywanego zwiększenia napływu kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich można też oczekiwać, że będzie on nadal bezpiecznie finansowany.

2.2. Ceny zewnętrzne

W 2003 r. utrzymała się wzrostowa tendencja dolarowych cen na światowych rynkach surowcowych. Wzrost cen surowców nieenergetycznych był w ub.r. przeszło dwukrotnie szybszy niż w 2002 r. (por. tabela 12). Jego wyraźne przyspieszenie nastąpiło w IV kwartale 2003 r. Związane ono było nie tylko z silną deprecjacją dolara, ale także z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w USA oraz w krajach azjatyckich, co znalazło odzwierciedlenie w silnym wzroście cen metali (por. wykres 27). W końcu roku ceny miedzi osiągnęły najwyższego poziom od ponad 6 lat. Z kolei do wzrostu cen żywności przyczyniła się dotkliwa susza w Europie – według szacunków FAO zbiory zbóż były w tym regionie najniższe od 60 lat.

Ceny ropy naftowej także rosły w ub.r. szybciej niż przed rokiem¹². Największy wpływ miały na to czynniki polityczne. Niepewność co do czasu i skali działań wojennych w Iraku, które mogłyby spowodować duże zakłócenia dostaw ropy z Bliskiego Wschodu, wywołała wzrost ceny ropy w I kwartale ub.r. do 31,4 USD/b, a więc do najwyższego poziomu od 1990 r., tj. od czasu pierwszej wojny w Zatoce Perskiej. Szybki przebieg działań wojennych i stosunkowo niewielkie zniszczenia infrastruktury naftowej w Iraku spowodowały przejściowy, znaczący spadek cen ropy. Utrzymująca się po wojnie destabilizacja sytuacji wewnętrznej w kraju i związane z tym znaczne opóźnienie powrotu irackiej ropy na rynki światowe przyczyniło się jednak do ponownego wzrostu jej cen. Do końca ub.r. produkcja ropy w Iraku nie powróciła do poziomu sprzed wojny i w efekcie w ca-

Tabela 12

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

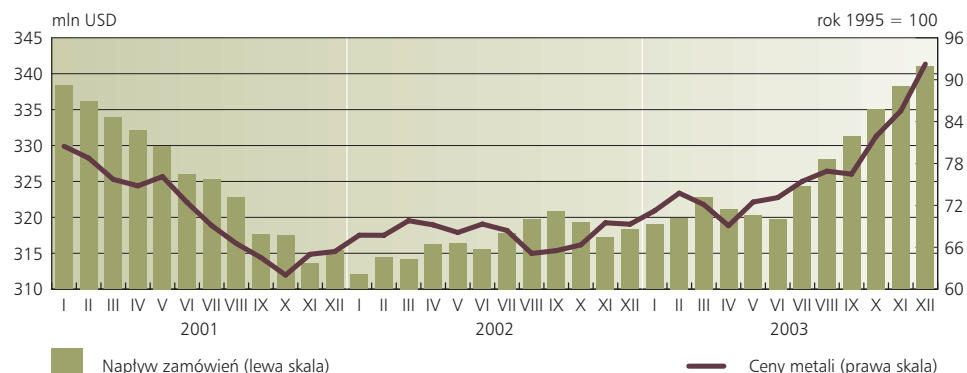
	2000	2001	2002	2003				
	I-IV	I-IV	I-IV	I-IV	I	II	III	IV
Surowce nieenergetyczne	3,5	-6,6	4,9	11,2	13,4	10,2	6,8	14,7
w tym:								
żywność	-1,0	-3,8	8,0	8,7	14,8	12,3	0,7	8,0
surowce przemysłowe	7,1	-10,1	0,8	15,0	11,3	7,3	16,0	24,8
w tym:								
surowce pochodzenia rolnego	-3,2	-7,0	6,8	17,4	18,3	11,1	17,3	22,8
metale	15,0	-12,4	-4,0	12,8	5,7	3,9	14,9	26,6
Ropa naftowa (Brent)	59,6	-14,1	2,3	15,4	48,5	4,0	5,4	9,6

Źródło: dane „The Economist” i Bloomberg.

¹² Średnia cena ropy Brent wyniosła w 2003 r. 28,9 USD/b, podczas gdy rok wcześniej 25,0 USD/b.

Wykres 27

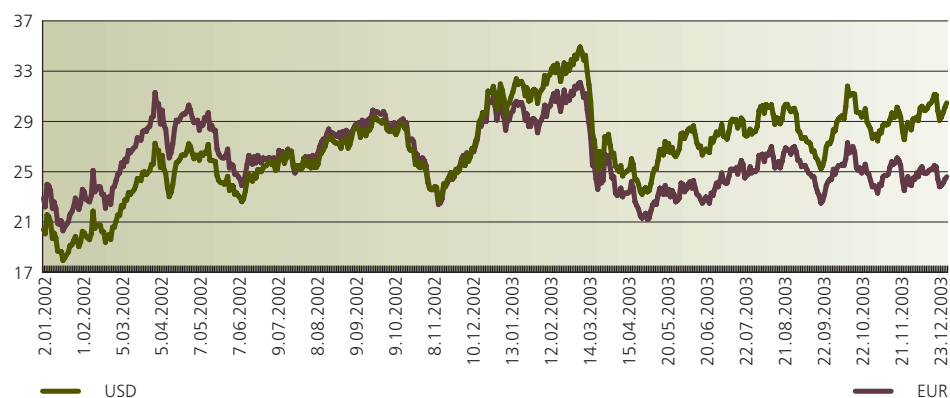
Napływ zamówień do przemysłu przetwórczego w USA i zmiany cen metali
(średnia ruchoma trzymiesięczna)



Źródło: dane Bloomberg i The Economist.

Wykres 28

Ceny ropy naftowej w USD i EUR w latach 2002 i 2003 (za baryłkę)



Źródło: dane Bloomberg.

łym 2003 r. była średnio o 700 tys. b/d niższa niż w 2002 r., co znacząco wpływało na spadek zapasów ropy w krajach uprzemysłowionych¹³.

Produkcja ropy przez kraje OPEC w 2003 r. także była bardzo zmienna. Kartel dwukrotnie podwyższał produkcję (w styczniu i lutym ub.r.) i dwukrotnie ją obniżał (w czerwcu i listopadzie ub.r.). Działania te osłabiły na początku ub.r. presję na dalszy silny wzrost cen ropy, a w II połowie 2003 r. przyczyniły się do utrzymania ich na wysokim poziomie.

Według szacunków Departamentu Stanu ds. Energii, światowy popyt na ropę wzrósł w 2003 r. o 1,4 mln b/d, a więc o 300 tys. b/d mniej niż w poprzednim roku. Jednak w krajach uprzemysłowionych zwiększył się on o 800 tys. b/d, tj. najwięcej od 2000 r. Najszybciej popyt na ropę rósł w I kwartale 2003 r., na co wpłynęła mroźna zima na Północnym-Wschodzie USA oraz zastępowanie ropą innych źródeł energii (w USA – gazu ziemnego, a w Japonii energii atomowej). Natomiast słabszy popyt w krajach rozwijających się wynikał głównie z przejściowego osłabienia aktywności gospodarczej w Azji Południowo-Wschodniej, spowo-

¹³ Szczególnie na poziom zapasów w USA. Według danych Amerykańskiego Departamentu Stanu ds. Energii w końcu 2003 r. obniżyły się one poniżej 270 mln b (najniższego poziomu, od kiedy prowadzi się ich monitoring). Średnio w porównaniu z 2002 r. obniżyły się one o 25 mln b. Niski poziom zapasów przyczyniał się także do utrzymywania się dużej zmienności cen ropy.

Wykres 29

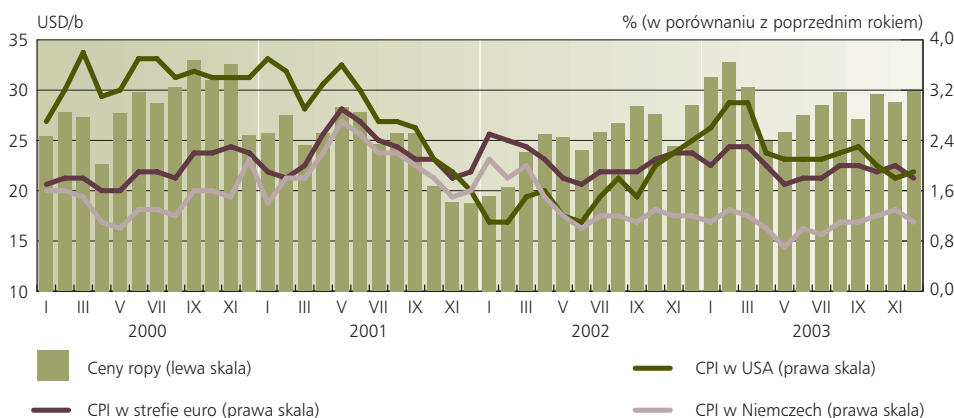
Ceny ropy naftowej oraz wskaźnik PPI w USA, strefie euro i w Niemczech



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 30

Ceny ropy naftowej oraz wskaźnik CPI w USA, strefie euro i w Niemczech



Źródło: dane Bloomberg.

dowanego skutkami epidemii SARS. Jednak w II połowie ub.r. popyt na ropę w tej części świata ponownie znacząco się zwiększył – przede wszystkim wskutek przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Chinach.

Począwszy od II kwartału 2003 r. ważnym czynnikiem wzrostu notowań ropy stała się silna deprecjacja dolara amerykańskiego wobec pozostałych głównych walut (por. wykres 28)¹⁴.

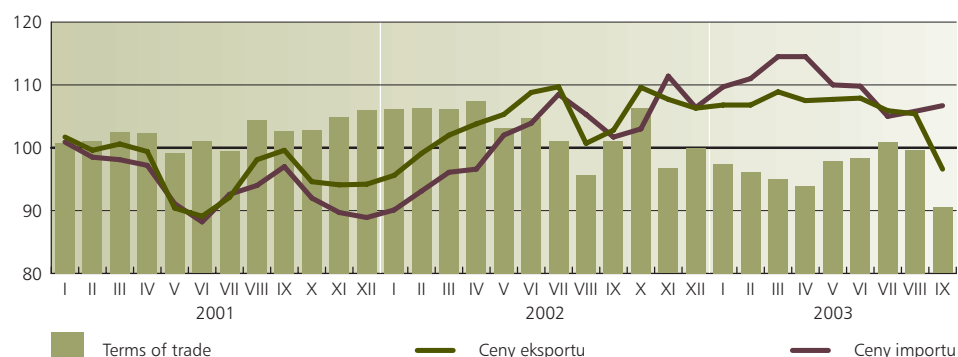
Wzrost cen ropy i surowców przemysłowych znacząco wpłynął na wzrost cen produkcji w Stanach Zjednoczonych. W USA wskaźnik PPI (średnioroczny) zwiększył się z -1,3% w 2002 r. do 3,2% w 2003 r. (por. wykres 29). Natomiast ceny produkcji w strefie euro wzrosły odpowiednio z -0,1% do 1,5%. Znacznie słabszy okazał się natomiast wpływ wyższych cen surowców na ceny konsumpcyjne w ww. gospodarkach (por. wykres 30). Średnioroczny wskaźnik CPI w USA wzrósł z 1,6% do 2,3%, a zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych w strefie euro obniżył się z 2,1% do 2,0%.

Według danych GUS w okresie styczeń–wrzesień 2003 r. nastąpiło pogorszenie warunków cenowych w polskim handlu zagranicznym (por. wykres 31). Wynikało to z szybszego w tym okresie wzrostu złotych cen transakcyjnych w imporcie (o 9,6% w porównaniu z analogicz-

¹⁴ Podczas gdy ceny ropy w USD wyraźnie wzrosły, to w EUR obniżyła się z 26,5 w 2002 r. do 25,7 w 2003 r.

Wykres 31

Wskaźniki cen transakcyjnych (w PLN) w polskim handlu zagranicznym w latach 2001–2003
(odpowiedni okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

nym okresem poprzedniego roku) niż w eksporcie (odpowiednio o 5,7%). W efekcie tych zmian wskaźnik *terms of trade* w okresie styczeń–wrzesień 2003 r. obniżył się do 96,3% z 103,3% w analogicznym okresie przed rokiem.

W porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku na niższą dynamikę cen transakcyjnych w eksporcie wpłynął spadek cen w grupie maszyn i sprzętu transportowego (o 0,3%). Był to efekt zmian struktury klasyfikowanych w tej grupie wyrobów w kierunku większego udziału części i podzespołów. Natomiast do zdynamizowania cen importowych przyczynił głównie wzrost cen surowców.

W 2004 r. oczekiwane jest utrzymanie się wzrostowej tendencji cen surowców nieenergetycznych. W dużej mierze przyczyni się do tego dalszy wzrost cen metali związany z postępującą poprawą koniunktury światowej. Ceny ropy powinny natomiast stopniowo się obniżać. Stabilizacja sytuacji wewnętrznej i wzrost produkcji ropy w Iraku może bowiem przyczynić się do wzrostu zapasów tego surowca w krajach uprzemysłowionych. Jednocześnie na wzrost popytu na ropę bardziej niż w 2003 r. powinno wpłynąć ożywienie gospodarcze w krajach OECD. Według szacunków Departamentu Stanu ds. Energii, popyt na ropę w 2004 r. wzrośnie w podobnej skali, jak podaż ropy w krajach spoza OPEC. W tych warunkach kluczowe znaczenie dla ostatecznego ukształtowania się cen ropy będzie miała polityka kartelu. Chcąc utrzymać ceny na stosunkowo wysokim poziomie OPEC prawdopodobnie będzie działała w kierunku obniżenia wydobywania.

3

Przebieg procesów inflacyjnych

3.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Realizacja *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003* doprowadziła do trwałej dezinflacji. W grudniu 2003 r. dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) osiągnął poziom 1,7%.

Z punktu widzenia przebiegu procesów inflacyjnych w 2003 r. można wyodrębnić dwa podokresy. Przez pierwsze cztery miesiące nadal utrzymywała się spadkowa tendencja dwunastomiesięcznego wskaźnika CPI: z 0,8% w grudniu 2002 r. obniżył się on do najniższego historycznie poziomu 0,3% w kwietniu ub.r. Natomiast w kolejnych miesiącach ub.r. inflacja zaczęła wzrastać i w grudniu ukształtowała się nieco poniżej krótkookresowego celu inflacyjnego wyznaczonego na 2003 r.

W sierpniu 2002 r., gdy były ustalane założenia polityki pieniężnej na 2003 rok i formułowany krótkookresowy cel inflacyjny, mający charakter pomocniczy w stosunku do celu średniookresowego, przyjmowano, że 2003 r. będzie okresem stabilizowania inflacji na niskim poziomie. Projekcja sytuacji makroekonomicznej wskazywała, że w warunkach słabszego niż wcześniej oczekiwano ożywienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych i rysujących się perspektyw wzrostu popytu wewnętrznego, tempo wzrostu PKB w Polsce w 2003 r. może ukształtować się w przedziale 2–3%.

Zakładano wówczas, że w 2003 r. nastąpi niewielkie przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności wskutek m.in. niższych zbiorów zbóż, owoców i warzyw. Przewidywane ograniczenie podaży produktów pochodzenia zwierzęcego miało powodować wzrost cen mięsa.

Zgodnie z założeniami do ustawy budżetowej na 2003 r. przyjęto, że będzie kontynuowany proces dostosowywania stawek podatków pośrednich do poziomów obowiązujących w Unii Europejskiej. Założono też, na podstawie informacji z URE, dalsze podwyżki cen nośników energii. Mimo oczekiwanej stabilizacji cen paliw zakładano możliwość ich znacznego wzrostu w następstwie ewentualnego konfliktu zbrojnego w Iraku.

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz analityków bankowych w 2002 r. stopniowo zmniejszały się. Jak wynika z ankiet Demoskopu, w sierpniu 2002 r. osoby prywatne spodziewały się, że roczna stopa wzrostu cen za 12 miesięcy wyniesie 1,2%. Natomiast według oczekiwań analityków bankowych z sierpnia 2002 r. (formułowanych na 11 miesięcy naprzód) roczna stopa inflacji w lipcu 2003 r. miała wynieść 3,1%.

W tych warunkach uzasadnione było przyjęcie celu inflacyjnego na koniec 2003 r. na poziomie 3 +/- 1% pkt proc.

W ciągu pierwszych czterech miesięcy 2003 r. inflacja obniżała się. Utrzymywaniu się spadku cen żywności w skali rocznej sprzyjała występująca nadal na rynku żywnościowym wysoka podaż głównych surowców rolnych, zarówno pochodzenia roślinnego, jak i zwierzęcego. Tempo wzrostu cen pozostałych grup towarów i usług konsumpcyjnych w dalszym ciągu obniżało się. Nadal stosunkowo wysokie było natomiast tempo wzrostu cen kontrolowanych.

Kolejne miesiące roku potwierdziły, zakładane wcześniej na dalszą część 2003 r., osłabienie dynamiki podaży surowców pochodzenia rolniczego na rynku żywnościowym. Zbiory zbóż w 2003 r. okazały się niższe niż przed rokiem. Nastąpiło też ograniczenie skali wzrostu produkcji zwierzęcej. Jednocześnie spożycie produktów żywnościowych umiarkowanie zwiększyło się. W wyniku działania tych czynników spadek cen żywności w miesiącach letnich był słabszy niż przed rokiem, a w dalszych miesiącach roku nastąpił ich wzrost.

W obszarze cen kontrolowanych okazało się, że zakładane w projekcjach z poprzedniego roku podwyżki taryf wprowadzono w niższej skali niż początkowo przewidywano. Słabsze od zakładanych były też wzrosty w grupach towarów i usług, których ceny podlegają regulacjom na szczeblach lokalnych. Mimo to w ciągu całego 2003 r. wskaźniki wzrostu cen kontrolowanych kształtowały się na stosunkowo wysokim poziomie, znacznie przekraczającym ogólny wzrost CPI.

W ostatnich trzech kwartałach 2003 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych zwiększało się. Największy wzrost nastąpił w IV kwartale wraz z przyspieszeniem dynamiki cen żywności oraz cen kontrolowanych (tabela 13, wykresy 32 i 33).

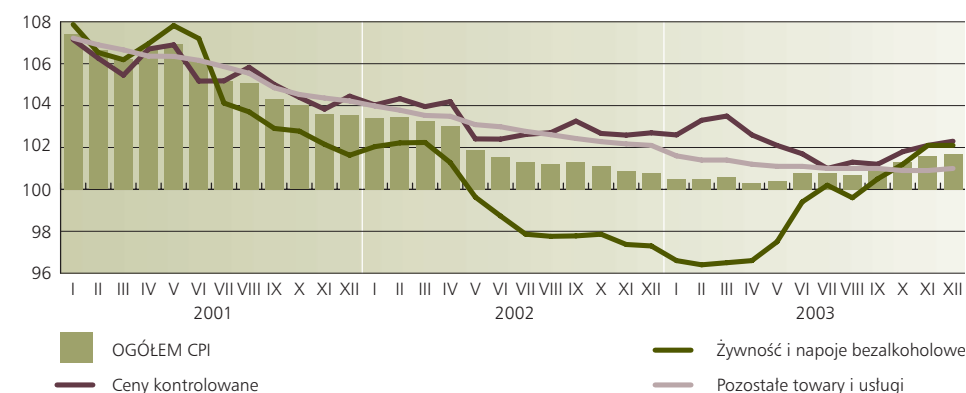
Najsilniejsze tendencje wzrostowe w 2003 r. wystąpiły w grupie *cen żywności i napojów bezalkoholowych*. W grudniu 2003 r., licząc w skali dwunastomiesięcznej, były one o 2,1% wyższe niż przed rokiem. Największe przyrosty cen żywności nastąpiły począwszy od września 2003 r. Wynikało to z sytuacji na rynku rolnym. Niższe niż przed rokiem zbiory – przede wszystkim zbóż – oraz zmniejszająca się produkcja zwierzęca prowadziły, w warunkach umiarkowanego przyrostu spożycia, do wzrostu cen podstawowych produktów rolnych, i w konsekwencji – wzrostu cen detalicznych produktów żywnościowych

Tabela 13
Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

	2001	2002	2003	2001	2002	2003				
	struktura wag			XII	XII	III	VI	IX	XII	I - XII
	w %			analogiczny okres poprzedniego roku = 100						
Ogółem, z tego	100,0	100,0	100,0	103,6	100,8	100,6	100,8	100,9	101,7	100,8
Żywność i napoje										
bezalkoholowe	30,1	29,7	28,2	101,6	97,3	96,5	99,4	100,5	102,1	99,0
Ceny kontrolowane	25,7	27,1	27,2	104,5	102,7	103,5	101,7	101,2	102,3	102,1
w tym paliwo	3,5	3,7	3,7	89,1	107,6	117,4	105,5	105,1	104,4	107,9
Pozostałe towary i usługi,										
z tego	44,2	43,2	44,6	104,2	102,1	101,4	101,1	101,0	101,0	101,1
Towary nieżywnościowe	27,1	26,1	26,7	103,0	101,0	100,5	100,1	99,9	99,9	100,1
Usługi	17,1	17,1	17,9	106,3	103,8	102,7	102,6	102,6	102,6	102,7

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 32
CPI i wskaźniki głównych kategorii cen w latach 2001–2003
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

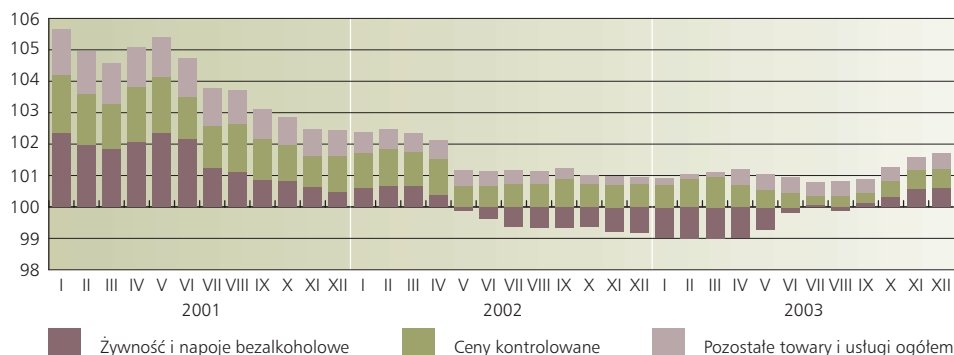


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 33

Dekompozycja CPI w latach 2001–2003

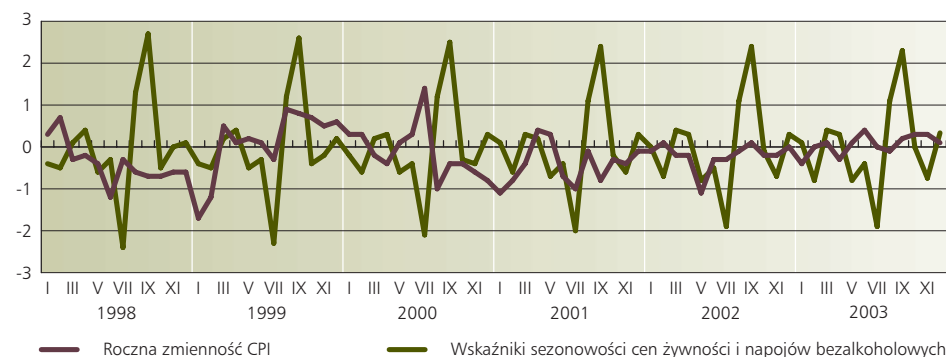
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 34

Roczna zmienność CPI oraz wskaźniki sezonowości cen żywności i napojów bezalkoholowych w latach 1998–2003 (pkt. proc.)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W okresie od stycznia do grudnia 2003 r. przyspieszenie dynamiki cen detalicznych odnotowano we wszystkich podstawowych grupach żywności, z wyjątkiem ryb, cukru, miodu, wyrobów czekoladowych i cukru. Najbardziej wzrosły ceny pieczywa i przetworów zbożowych, mleka, serów, jaj, olejów i owoców.

W 2004 r., wobec mniejszej podaży na rynku zbóż, przewidywanej presji popytowej na rynku mleka oraz wygasającego tempa wzrostu produkcji zwierzęcej (głównie żywca wieprzowego) oczekuje się utrzymania wzrostowej tendencji cen żywności.

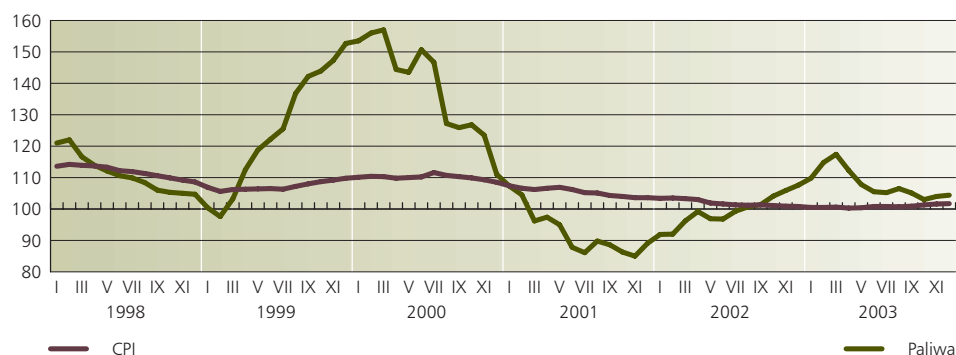
W grudniu 2003 r. dwunastomiesięczne tempo wzrostu *cen kontrolowanych*¹⁵ wyniosło 2,3%. Spośród tzw. głównych grup cen, o dominującym udziale w cenach kontrolowanych (obejmujących ceny nośników energii oraz ceny dóbr i usług obłożonych podatkiem akcyzowym), wyżej

¹⁵ Do cen kontrolowanych zaliczane są ceny towarów i usług, na które mechanizmy rynkowe działają w ograniczonym zakresie ze względu na różne rodzaje ingerencji administracyjnej w proces kształtowania się tych cen. Wyodrębniana dla celów analitycznych kategoria cen kontrolowanych obejmuje ceny:

- regulowane w sposób pośredni poprzez stawki podatku akcyzowego; dotyczy tych grup towarów i usług, w których udział akcyzy w strukturze ceny detalicznej jest znaczący (napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe, paliwa, energia elektryczna),
- podlegające nadzorowi i zatwierdzaniu przez upoważnione urzędy, przede wszystkim przez URE (energia elektryczna, gaz, centralne ogrzewanie, ciepła woda),
- jednolite w skali kraju (usługi pocztowe, transport kolejowy, abonament RTV),
- kontrolowane przez władze lokalne (komunikacja miejska),
- ustalone przez rząd (usługi sądowe, usługi administracji publicznej).

Wykres 35

CPI i wskaźnik cen paliw w latach 1998–2003 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

od przeciętnego w całej grupie i znacznie powyżej ogólnego wskaźnika inflacji kształtowało się w ub.r. tempo wzrostu cen wyrobów tytoniowych, gazu, energii elektrycznej oraz ciepłej wody.

Wzrost cen wyrobów tytoniowych (o 5,2%) był efektem kolejnej podwyżki stawki podatku akcyzowego, dokonanej w ramach procesu dostosowywania jej do poziomu obowiązującego w krajach Unii Europejskiej. Ceny gazu wzrosły o 4,2%, energii elektrycznej o 3,9%, a ciepłej wody o 3,8% w następstwie podwyżek obowiązujących taryf.

Na poziomie sprzed roku utrzymały się natomiast ceny napojów alkoholowych, a spośród tzw. pozostałych grup cen kontrolowanych – ceny usług telekomunikacyjnych i usług administracji państwowej.

Ceny paliw, zaliczane do grupy cen kontrolowanych, zwiększyły się w ub.r. w skali rocznej o 4,4%. Największe ich przyrosty nastąpiły w I kwartale 2003 r., w okresie wojny w Iraku. W dalszych miesiącach roku tempo wzrostu cen paliw w skali rocznej osłabiło się. Jak wynika z danych Nafty Polskiej, dotyczących struktury cen paliw na przykładzie benzyny EU 95, główną przyczyną wzrostu krajowych cen paliw w I kwartale ub.r. był wzrost ich ceny importowej (na skutek wzrostu cen ropy na rynkach światowych), a styczniowa podwyżka podatku akcyzowego przyczyniła się do tego tylko w niewielkim stopniu.

W 2004 r. na zmiany poziomu cen kontrolowanych duży wpływ będzie miało przystąpienie Polski do UE. W obszarze nośników energii konieczna będzie restrukturyzacja taryf, która może wpłynąć na wzrost cen nośników energii dla gospodarstw domowych i ich obniżenie dla dużych odbiorców. Natomiast proces dostosowywania stawek akcyzy do standardów unijnych praktycznie dobiegł końca. Stawki te na większość paliw, wino, piwo oraz wyroby spirytusowe są obecnie w Polsce wyższe niż ich wymagany poziom w UE. Nadal jednak podwyższana będzie akcyza na wyroby tytoniowe.

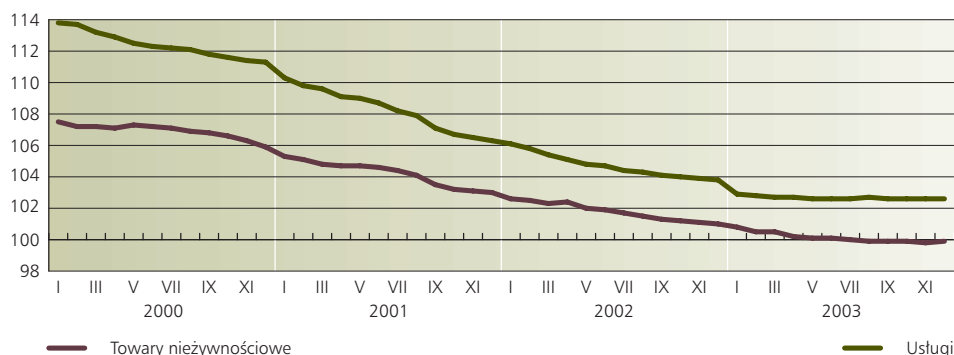
Ceny **pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych** zwiększyły się w 2003 r. w skali rocznej o 1,0%, tj. mniej niż CPI. Wzrost cen w tej grupie utrzymywał się przy tym na poziomie dwukrotnie niższym niż w 2002 r., z tendencją do dalszego niewielkiego osłabiania się w ciągu roku. Stosunkowo silniej na obniżkę ogólnego tempa wzrostu w grupie pozostałych cen oddziaływały ceny towarów nieżywnościowych (wykres 36).

W grupie **cen towarów nieżywnościowych** utrzymała się w 2003 r. spadkowa tendencja ich niewielkiego już tempa wzrostu. Był to efekt niskiej presji popytu na te towary. Najgłębsze osłabienie dynamiki w analizowanej grupie wystąpiło w ub.r. w przypadku cen artykułów gospodarstwa domowego trwałego użytku oraz odzieży i obuwiu, z których większość ukształtowała się na poziomie sprzed roku bądź niższym.

Bezwzględny spadek lub stabilizacja na poziomie sprzed roku cen niektórych towarów z grupy nieżywnościowych przyczyniły się do zwiększenia ogólnego wolumenu sprzedaży detalicznej towarów w 2003 r. średnio o 7,9% (wobec 1,6% przed rokiem).

Wykres 36

Wskaźniki cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wzrost cen usług był w ub.r. najwyższy i najbardziej stabilny spośród wszystkich podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych. Grupa ta obejmuje zarówno usługi, na które popyt jest mało elastyczny lub wręcz sztywny, jak i usługi silnie reagujące na zmiany popytu.

Spośród cen usług o mało elastycznym popycie w 2003 r., podobnie jak przed rokiem, najbardziej wzrosły ceny usług związanych z użytkowaniem mieszkania, w tym ceny usług komunalnych (zaopatrzenie w wodę, wywóz śmieci, usługi kanalizacyjne) oraz opłaty za użytkowanie mieszkań. Mniej niż przed rokiem zwiększyły się natomiast ceny usług o charakterze bytowym, np. obuwniczych, odzieżowych, naprawy sprzętu gospodarstwa domowego.

Z kolei w grupach usług, których ceny cechuje duża wrażliwość na zmiany popytu, wzrost był na ogół niższy. Przykładowo, w skali rocznej ceny w restauracjach i hotelach w 2003 r. zwiększyły się średnio prawie dwukrotnie wolniej niż w przed rokiem, ceny usług turystycznych krajowych i zagranicznych podobnie jak przed rokiem lekko obniżyły się, a ceny pełnopłatnych usług medycznych wzrosły słabiej niż rok temu.

3.2. Inflacja bazowa

Tabela 14

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej w 2003 r.

	2003											
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
	zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku											
CPI	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7
wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	0,4	0,7	0,5	0,8	1,0	1,4	1,5
Cen o największej zmienności	0,5	0,5	0,5	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,7	1,0	1,1
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,6	0,8	1,0
Cen żywności i paliw (inflacja „netto”)	1,6	1,5	1,4	1,2	1,2	1,1	0,8	0,8	0,9	1,2	1,3	1,3
15% średnia obciąża	1,0	0,8	0,8	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	1,2	1,2	1,4	1,5

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W I kwartale 2003 r. wszystkie miary inflacji bazowej, jak również inflację mierzoną wskaźnikiem CPI, cechowała tendencja spadkowa, a w kolejnych miesiącach nastąpiło jej odwrócenie (wykres 37). Tendencja wzrostowa utrzymywała się do końca ub.r. i prawdopodobnie nie zmieni się na początku 2004 r. Wskaźniki inflacji bazowej w grudniu 2003 r. wzrosły o 1,1%–1,5% w ujęciu rocznym (tabela 14).

Wskaźnik *inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych* (wykres 38) w ciągu całego 2003 r. kształtował się poniżej wskaźnika CPI. W I półroczu ub.r. analizowana miara inflacji bazowej w ujęciu dwunastomiesięcznym wykazywała spadki nawet o 0,6%, co wskazywało na proinflacyjny charakter cen kontrolowanych. W II półroczu ub.r. różnica między wskaźnikiem CPI a omawianym wskaźnikiem zaczęła stopniowo zmniejszać się wskutek wzrostu wskaźnika inflacji bazowej, wskazując na mniejszy wpływ cen kontrolowanych na CPI. Wśród wyłączonych grup w ciągu 2003 r. największy wpływ na wzrost wskaźnika CPI miały: ceny wyrobów tytoniowych, paliw, opłaty za gaz, energię elektryczną i centralne ogrzewanie.

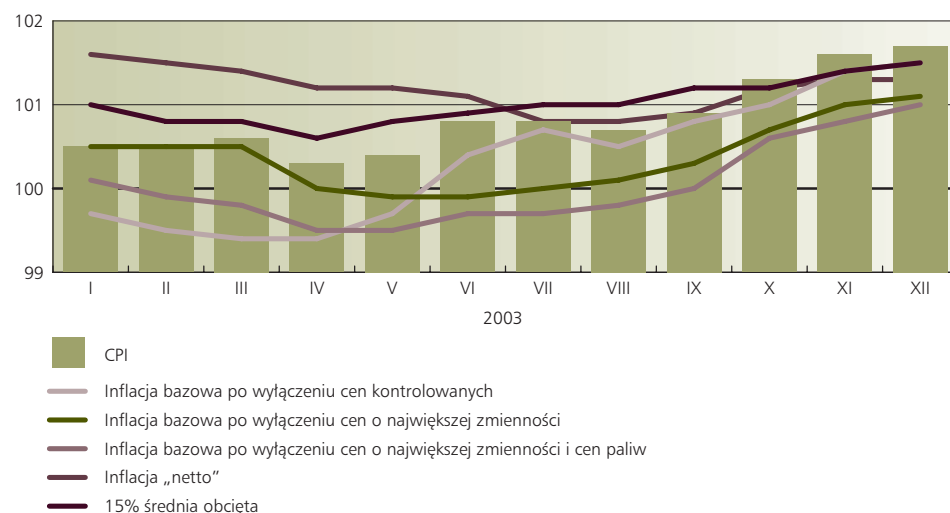
Kształtowanie się obu miar *inflacji bazowej po wyeliminowaniu z CPI cen o największej zmienności* (wykresy 39 i 40) w 2003 r. przebiegało podobnie. Różnica między nimi w ciągu roku stopniowo zmniejszała się, co wynikało ze spowolnienia tempa wzrostu cen paliw. Obie miary kształtowały się znacznie poniżej wskaźnika CPI, przyjmując nawet wartości ujemne, co świadczy o istotnej roli wyłączanych elementów (jaja, owoce, opłaty za użytkowanie mieszkania, energię elektryczną, a w przypadku jednej z miar także ceny paliw) w kształtowaniu się wskaźnika CPI.

Wskaźnik *inflacji „netto”* (wykres 41), który eliminuje z koszyka CPI żywność i paliwa, stanowiące łącznie ponad 30% udziału we wskaźniku CPI, od sierpnia 2001 r. przewyższał ogólny wskaźnik inflacji średnio o 1,3 pkt. proc. Wskazywało to na silny charakter antyinflacyjny wyłączonych grup (zwłaszcza cen żywności). Dopiero w II półroczu ub. r. wskaźnik ten zbliżył się do poziomu CPI, a w IV kwartale ub.r., w związku z przyspieszeniem tempa wzrostu cen żywności, ukształtował się nawet poniżej wskaźnika CPI.

Ostatnia miara inflacji bazowej, tzw. *15% średnia obciążona* (wykres 42), w przeciwieństwie do pozostałych, przez większą część ub.r. kształtowała się powyżej wskaźnika CPI (tylko w IV kwartale nieznacznie poniżej). Miara ta charakteryzuje się najbardziej wyrównanym przebiegiem, co wynika bezpośrednio z jej konstrukcji (powstaje poprzez symetryczne obciążenie po 15% z lewej i prawej strony rozkładu wskaźników cen o największej i najmniejszej dynamice w porównaniu z poprzednim okresem). Po wielomiesięcznym okresie nieprzerwanego spadku (od sierpnia 2000 r. do kwietnia ub.r.) 15% średnia obciążona zaczęła rosnąć, potwierdzając ogólne tendencje inflacyjne.

Wykres 37

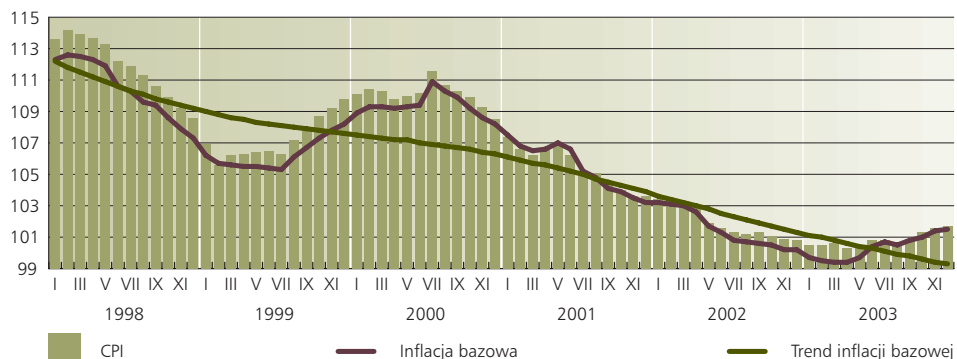
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej w 2003 r. (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 38

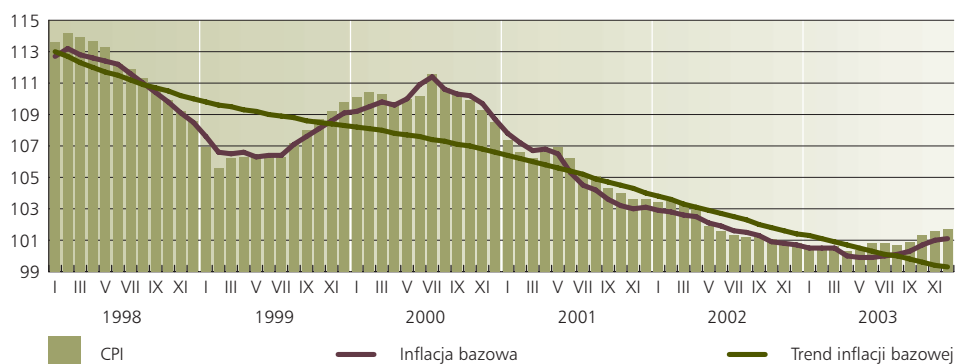
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 39

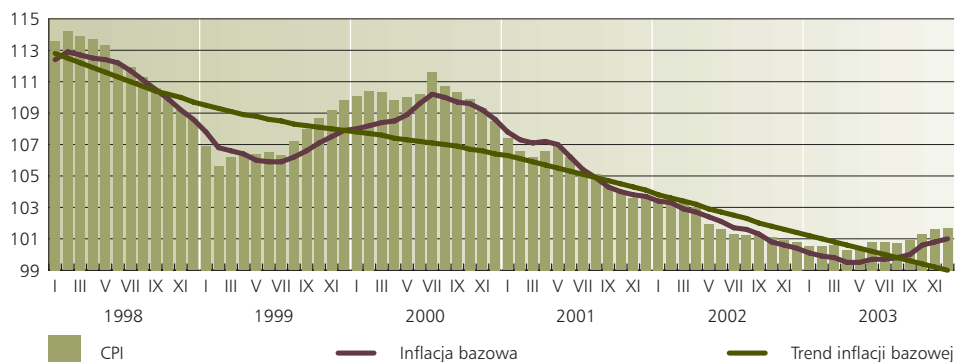
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 40

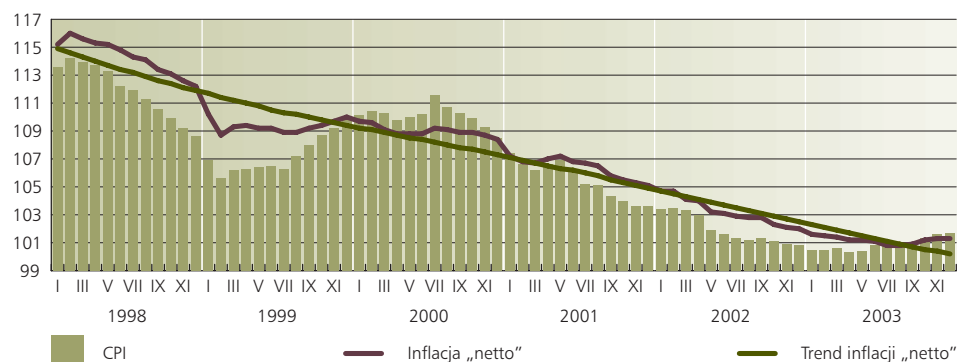
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 41

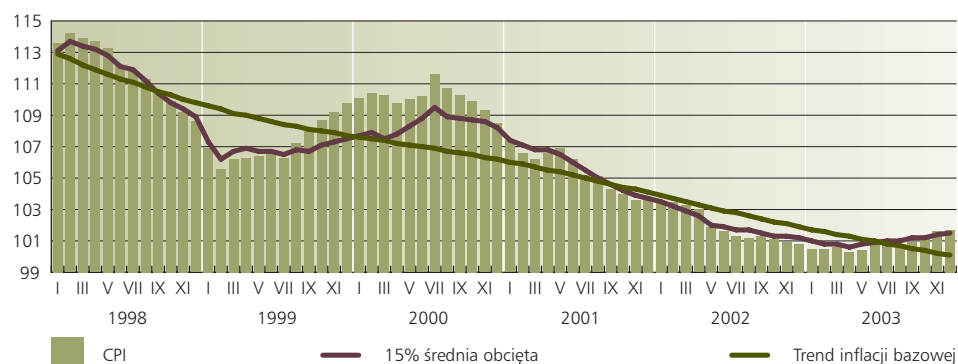
Wskaźniki CPI oraz inflacji „netto” po wyłączeniu cen żywności i paliw
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 42

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej – 15% średnia obciążona
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Utrzymywanie się wzrostowej tendencji wskaźników inflacji bazowej w II połowie 2003 r., a także ich charakter wyprzedzający, potwierdzają przewidywane przez wielu ekonomistów przyspieszenie tempa wzrostu inflacji w ciągu najbliższych miesięcy. Nie należy jednak oczekiwać zbyt dużego wzrostu cen. Tempo wzrostu wskaźników inflacji bazowej jest bowiem bardzo małe (skala wzrostu dwunastomiesięcznych wskaźników inflacji bazowej w grudniu 2003 r. wyniosła 0,1–0,2 pkt. proc. w stosunku do listopada ub.r.). Ponadto wszystkie miary inflacji bazowej w grudniu ub.r. ukształtowały się poniżej CPI (wskaźnik CPI wzrósł o 1,7%, a wskaźniki inflacji bazowej o 1,0%–1,5% w ujęciu rocznym) (wykres 37), co wskazuje na możliwość spowolnienia tempa wzrostu inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI.

4

Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego

4.1. Polityka pieniężna w 2003 r.

Zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na 2003 rok* Rada Polityki Pieniężnej ustaliła krótkookresowy cel inflacyjny (mierzony dwunastomiesięcznym wzrostem cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 2003 r.) na poziomie 3% z granicą tolerancji $\pm 1\%$ pkt proc. Cel ten miał charakter pomocniczy w stosunku do celu średniookresowego określonego w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, uchwalonej w 1998 r., a mianowicie obniżenia do końca 2003 r. stopy inflacji do poziomu poniżej 4%¹⁶.

Z punktu widzenia przebiegu realizacji polityki pieniężnej w 2003 r. można wyodrębnić dwa okresy. W I półroczu RPP dokonała sześciu ostrożnych, po 0,25 pkt. proc., obniżek stopy referencyjnej. W II półroczu natomiast parametry polityki pieniężnej pozostały niezmienione (tabela 15).

Decyzje RPP o obniżkach stóp procentowych w I półroczu 2003 r. wynikały w znacznym stopniu z ocen perspektyw wzrostu aktywności gospodarczej jako czynnika wpływającego na przyszłą inflację.

Na początku 2003 r. oczekiwano, że poprawa koniunktury w gospodarce strefy euro oraz w USA będzie następowała bardzo wolno. W rzeczywistości okazało się, że prognozy światowych ośrodków analitycznych były w ciągu roku dodatkowo systematycznie korygowane w dół. Sytuacja w otoczeniu gospodarczym Polski nie sprzyjała więc szybkiemu ożywieniu gospodarczemu w naszym kraju.

Tymczasem w II kwartale ub.r., mimo utrzymujących się słabych perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz spadku PKB w Niemczech, w kraju zaczęły umacniać się symptomy ożywienia gospodarczego:

- roczna dynamika produkcji sprzedanej przemysłu w I kwartale 2003 r. wyniosła 4,4%, a w II 9,1%;
- mimo niesprzyjającej koniunktury zewnętrznej utrzymywała się wysoka dynamika eksportu (według statystyki płatniczej wpływy z eksportu wyrażone w euro w I półroczu ub.r. wzrosły o 5,1% w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku);
- w II kwartale ub.r. poprawiła się sytuacja w budownictwie, w którym odnotowano wyhamowanie spadku produkcji (wartość dodana w budownictwie w II kwartale ub.r. obniżyła się o 7,4% wobec analogicznego okresu rok wcześniej; w I kwartale odnotowano jej spadek o 19,5%) oraz stopniowe zmiany w jego strukturze działowej, wskazujące na możliwość wzrostu popytu inwestycyjnego w drugim półroczu (zwiększenie produkcji przedsiębiorstw zajmujących się przygotowywaniem terenów pod budowę oraz przyspieszenie wzrostu produkcji przedsiębiorstw wykonujących budowlane roboty wykończeniowe);
- comiesięczne badania koniunktury GUS wskazywały na poprawę klimatu koniunktury w przemyśle przetwórczym oraz w budownictwie;
- poprawiały się też wyniki finansowe przedsiębiorstw.

¹⁶ Analizując decyzje z zakresu polityki pieniężnej podjęte w 2003 r., należy jednak pamiętać, że w związku z opóźnieniami w procesie transmisji monetarnej ich wpływ na inflację zmaterializuje się przede wszystkim w 2004 r. i w 2005 r. Dlatego też na decyzje RPP należy patrzeć przez pryzmat celu inflacyjnego po 2003 r., ustalonego na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem odchyłań ± 1 pkt proc.

Tabela 14

Najważniejsze decyzje Rady Polityki Pieniężnej podjęte w 2003 r.

Data ^a	Decyzja
29 stycznia 2003 r.	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 6,75% do 6,50% w skali roku
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 8,75% do 8,50%
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 7,50% do 7,25%
	Obniżenie stopy depozytowej z 4,75% do 4,50%
26 lutego 2003 r.	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 6,50% do 6,25% w skali roku
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 8,50% do 8,00%
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 7,25% do 6,75%
	Pozostawienie stopy depozytowej na poziomie 4,50%
26 marca 2003 r.	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 6,25% do 6,00% w skali roku
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 8,00% do 7,75%
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,75% do 6,50%
	Obniżenie stopy depozytowej z 4,50% do 4,25%
24 kwietnia 2003 r.	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 6,00% do 5,75% w skali roku
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,75% do 7,25%
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,50% do 6,25%
	Pozostawienie stopy depozytowej na poziomie 4,25%
28 maja 2003 r.	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 5,75% do 5,50% w skali roku
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,25% do 7,00%
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,25% do 6,00%
	Obniżenie stopy depozytowej z 4,25% do 4,00%
25 czerwca 2003 r.	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 5,50% do 5,25% w skali roku
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,00% do 6,75%
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,00% do 5,75%
	Obniżenie stopy depozytowej z 4,00% do 3,25%

^a Data podjęcia decyzji.

Jednak w ocenie Rady, zarysowujące się trendy wzrostowe w gospodarce nie powodowały, mimo słabnięcia kursu złotego, wzrostu presji inflacyjnej, która mogłaby stanowić zagrożenie dla realizacji celu inflacyjnego 2004 r.

Argumentem za obniżkami stóp procentowych w I półroczu 2003 r. było dodatkowo utrwalanie się niskiego poziomu inflacji oraz utrzymywanie się czynników ograniczających jej wzrost w przyszłości:

- roczna dynamika CPI pozostawała na niskim, stosunkowo stabilnym poziomie, a większości miar inflacji bazowej wykazywała lekką tendencję spadkową. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych utrzymały się na niskim poziomie;
- w I półroczu 2003 r. utrzymała się silna dyscyplina płac w przedsiębiorstwach. Nominalna dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw wykazywała w tym

okresie tendencję spadkową i w czerwcu wyniosła 2,0%. W rezultacie, w warunkach dalszego spadku zatrudnienia, dochody z pracy najemnej w tym sektorze były nominalnie mniejsze niż przed rokiem;

- w I połowie 2003 r. nastąpił dalszy spadek nakładów inwestycyjnych. Potwierdzeniem niskiego popytu inwestycyjnego był utrzymujący się spadek produkcji budowlanej. Słaba dynamika inwestycji znajdowała też odzwierciedlenie w niskim tempie przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw.

RPP dostrzegała też jednak w I półroczu 2003 r. czynniki stanowiące potencjalne źródło presji inflacyjnej:

- utrzymywał się silny wzrost wypłat świadczeń z ubezpieczeń społecznych;
- tempo wzrostu spożycia indywidualnego w I półroczu 2003 r. przewyższało tempo wzrostu siły nabywczej rejestrowanych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych i wyniosło w I kwartale 1,4%, a w II kwartale 3,8% w skali rocznej;
- depozyty gospodarstw domowych w I połowie 2003 r. nadal zmniejszały się. Był to wynik utrzymującej się niskiej dynamiki rejestrowanych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz malejącej atrakcyjności lokat bankowych w porównaniu z alternatywnymi formami oszczędzania (fundusze inwestycyjne, obligacje). Natomiast roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych kształtowała się na poziomie około 7–9%. Oszczędności netto gospodarstw domowych w bankach były ujemne.
- utrzymywała się niepewna sytuacja w sektorze finansów publicznych (niepewność dotyczyła skali deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych w 2003 r. oraz kształtu polityki fiskalnej w 2004 r. i w latach następnych),
- wysoka i rosnąca była dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu (w skali rocznej zwiększyła się ona od około 13% w styczniu do około 15% w czerwcu),
- ceny ropy na rynkach światowych były wysokie, a prognozy wskazywały na możliwość ich dalszego wzrostu.

W sumie jednak w I połowie 2003 r. Rada uznała, że istniała przestrzeń do obniżek stóp procentowych, tj. że nie zagrażały one realizacji przyjętego średniookresowego celu polityki pieniężnej po 2003 r.

W II półroczu 2003 r. zmiany, jakie nastąpiły w sytuacji i prognozach gospodarczych, przemawiały, w opinii RPP, za zwiększoną ostrożnością w polityce pieniężnej.

Zgodnie z oczekiwaniami, roczne wskaźniki cen konsumpcyjnych stopniowo rosły, czemu towarzyszył wzrost wskaźników inflacji bazowej oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu. Zwiększyły się też, szczególnie wyraźnie pod koniec roku, oczekiwania inflacyjne osób prywatnych.

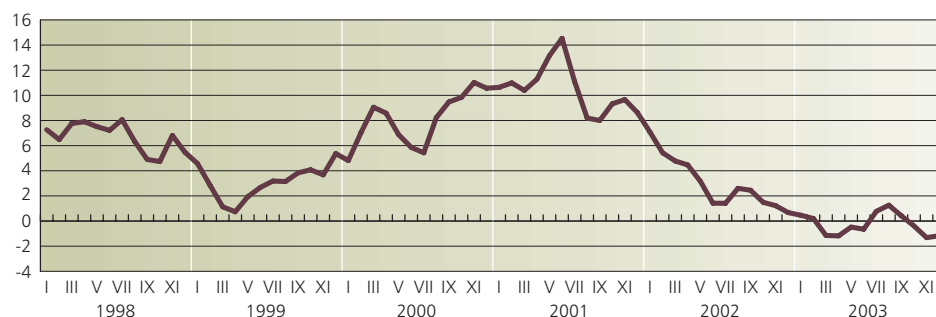
W gospodarce światowej w II połowie 2003 r. następowało stopniowe ożywienie. Poprawiały się zwłaszcza wskaźniki wzrostu w gospodarce USA. Natomiast w strefie euro wskaźniki bieżącej aktywności nadal wskazywały słabość popytu krajowego.

W kraju, mimo utrzymującej się niskiej dynamiki popytu zewnętrznego, trendy wzrostowe w gospodarce stopniowo umacniały się:

- tempo wzrostu PKB w III kwartale wyniosło 4,0%, a w IV kwartale 4,7%; w rezultacie w całym 2003 r. przyrost PKB wyniósł 3,7%;
- roczna dynamika produkcji sprzedanej przemysłu ogółem w III kwartale 2003 r. osiągnęła 8,9%, a w IV kwartale 12,1%;
- w II półroczu 2003 r. utrzymywała się wysoka dynamika wpływów z eksportu; po 12 miesiącach ub.r. w porównaniu z analogicznym okresem 2002 r. odnotowano wzrost eksportu wyrażonego w euro o 8,7% (według statystyki płatniczej);
- badania GUS wskazywały na dalszą poprawę koniunktury w przemyśle przetwórczym;
- nadal poprawiały się też wyniki finansowe przedsiębiorstw.

Wykres 43

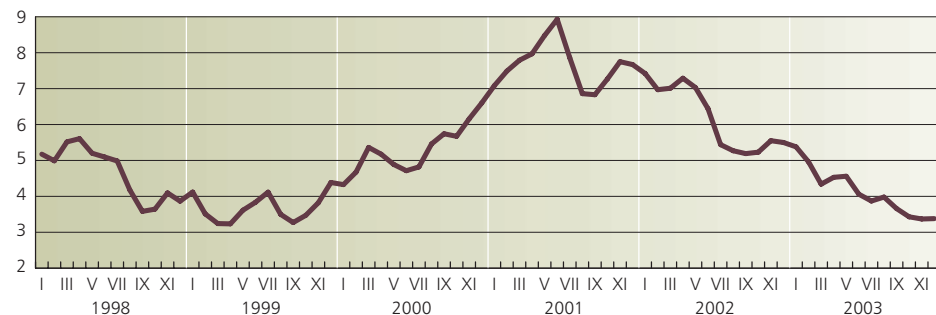
Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (podstawa: grudzień 1994)



Źródło: dane NBP.

Wykres 44

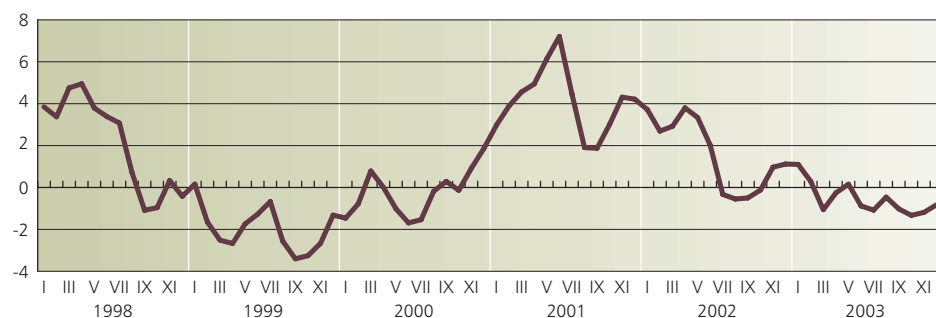
Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej na bazie odchylen od poziomów REER i stóp procentowych (podstawa: grudzień 1994)



Źródło: dane NBP.

Wykres 45

Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej na bazie odchylenia od trendów REER oraz stóp procentowych (podstawa: grudzień 1994)



Źródło: dane NBP.

Nasilające się trendy wzrostowe w gospodarce stopniowo zwiększały presję inflacyjną. Jednak w ocenie Rady nie stanowiła ona jeszcze, sama w sobie, zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego w 2004 r.

Jednocześnie w II półroczu 2003 r. rosło znaczenie czynników mogących utrudnić stabilizację inflacji na niskim poziomie, które występowały już w I i II kwartale ub.r. Najważniejszym z nich pozostała niepewność dotycząca bieżącej i przyszłej sytuacji finansów publicznych. Problemy płynnościowe budżetu, rosnąca relacja długu publicznego do PKB, stwarzająca możliwość przekrocze-

nia ustawowych progów ostrożnościowych, a także niepewność dotycząca perspektywy szybkiego i skutecznego uzdrowienia finansów publicznych spowodowały w drugiej połowie roku dalszy spadek kursu złotego wobec euro. Istotnym czynnikiem pogłębiającym ten spadek było silne wzmocnienie euro wobec dolara USA w tym okresie.

Dodatkowym czynnikiem możliwej presji inflacyjnej w II półroczu 2003 r. pozostała też wysoka i rosnąca dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu (w grudniu ub.r. roczna dynamika tego agregatu wyniosła 17,1%), a także możliwość wzrostu cen ropy na rynkach światowych. Pod koniec ub.r. RPP wskazała też na wynikającą z aktualnych prognoz możliwość wzrostu cen żywności w 2004 r.

Podejmując decyzje o utrzymaniu stóp procentowych w II półroczu 2003 r. na niezmiennym poziomie, RPP brała też pod uwagę skalę dotychczas dokonanych obniżek, które z opóźnieniem powinny wpływać na stopniowy wzrost popytu krajowego w drugiej połowie 2003 r. i w 2004 r.

W grudniu 2003 r. roczna stopa inflacji wyniosła 1,7%. Była więc zgodna z celem przyjętym w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003* i ukształtowała się nieco poniżej krótkookresowego celu inflacyjnego wyznaczonego na 2003 r. Poziom inflacji niższy o 0,3 pkt. proc. od dolnej granicy przedziału celu inflacyjnego został osiągnięty przy zgodnym z przewidywaniami przyspieszeniem tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych (2,1%), jednak znacznie niższym od przewidywanego wzrostem w grupie towarów i usług o cenach kontrolowanych (2,3%).

W połowie 2002 r., gdy opracowywano założenia polityki pieniężnej na 2003 r., zakładano wzrost cen kontrolowanych o 3,6%–4,8%. Założenie to było zgodne z dostępnym wówczas projektem ustawy budżetowej na 2003 r. W rzeczywistości przeniesienie skutków podwyżek akcyzy na ceny finalne dóbr i usług okazało się niższe od prognozowanego. Niżej niż przewidywano ukształtował się też wzrost cen podstawowych nośników energii, w tym energii elektrycznej i ciepłej.

Skalę restrykcyjności polityki pieniężnej obrazują obliczane w NBP indeksy, uwzględniające zmiany zarówno krótkookresowej realnej stopy procentowej, jak i realnego efektywnego kursu złotego (wykresy 43–45). Wskazują one na znaczny spadek restrykcyjności poczynawszy od 2001 r.

Instrumenty polityki pieniężnej w 2003 r.

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej NBP w 2003 r. 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 zestawem instrumentów: 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 polityki pieniężnej. Z uwagi na utrzymującą się nadpłynność NBP prowadził tylko operacje absorbujące płynność. Wykorzystywał w tym celu emisję bonów pieniężnych NBP.

W celu usprawnienia zarządzania płynnością przez bank centralny i banki komercyjne oraz większej stabilności stawek rynkowych, poczynawszy od 1 stycznia 2003 r. zapadalność podstawowych operacji otwartego rynku w postaci emisji bonów pieniężnych NBP została skrócona z 28 do 14 dni. Minimalne oprocentowanie absorbujących płynność krótkookresowych operacji otwartego rynku (stopa referencyjna) informowało o bieżącym kierunku polityki pieniężnej i oddziaływało na krótkoterminowe stopy procentowe rynku międzybankowego.

Wartość nominalna bonów pieniężnych obniżała się wraz ze stopniowym spadkiem płynności z 7,3 mld zł na koniec 2002 r. do 6 mld zł na koniec 2003 r. Operacje podstawowe prowadzone były regularnie w każdy piątek.

Jednym z czynników oddziałujących w kierunku ograniczenia skali nadpłynności była sprzedaż przez NBP skarbowych papierów wartościowych w operacjach strukturalnych typu *outright*¹⁷. Operacja ta zakończona została w kwietniu 2003 r., a wartość nominalna sprzedanych papierów wartościowych wyniosła 1,2 mld zł (1,3 mld zł w ujęciu kasowym).

W wyjątkowych sytuacjach (np. w przypadku znacznych zaburzeń płynności bądź zagrożenia dla funkcjonowania systemu płatniczego), NBP może zastosować operacje dostrajające w postaci:

- emisji bonów pieniężnych NBP z terminem zapadalności od 1 do 7 dni,
- zakupu od banków skarbowych papierów wartościowych lub przedterminowego wykupu bonów pieniężnych NBP, w sytuacjach wymagających doraźnego zasilenia sektora bankowego w płynność.

Operacje dostrajające mogły zatem przyjmować zarówno formę operacji zasilających, jak i absorbujących, zaś ich termin miał być zależny od długości występowania zaburzenia. W ciągu 2003 r. nie wystąpiła konieczność skorzystania z operacji dostrajających.

Łagodzeniu wahań krótkoterminowych stóp procentowych rynku międzybankowego służyły jednodniowe **operacje kredytowo-depozytowe**, prowadzone z bankami komercyjnymi z ich własnej inicjatywy: kredyt lombardowy udzielany pod zastaw skarbowych papierów wartościowych oraz depozyt na koniec dnia (lokaty jednodniowe banku w NBP).

Stopy wykorzystywane w operacjach kredytowo-depozytowych wyznaczały korytarz wahań stóp rynku pieniężnego. Był on symetryczny, tj. różnica między stopą depozytową a stopą referencyjną była równa różnicy między oprocentowaniem kredytu lombardowego a stopą referencyjną. Szerokość korytarza była nadal dostosowywana do poziomu stóp procentowych NBP i w efekcie różnica (*spread*) między stopą depozytową a lombardową została zawężona z 4 pkt. proc. na początku 2003 r. do 3 pkt. proc. od 25 kwietnia 2003 r.

Stopa kredytu lombardowego pełniła funkcję górnej granicy kosztu pozyskania pieniądza na najkrótszy termin na rynku międzybankowym. W niektórych okresach stopy rynku międzybankowego przekraczały jednak poziom oprocentowania kredytu lombardowego. Warunkiem uzyskania kredytu było posiadanie odpowiedniego zabezpieczenia.

Stopa depozytowa wyznaczała cenę, jaką bank centralny oferował bankom komercyjnym za złożenie w NBP depozytu jednodniowego.

Instrumentem, którego podstawową rolę było łagodzenie wpływu bieżących zmian płynności systemu bankowego na zmiany stóp procentowych rynku międzybankowego była **rezerwa obowiązkowa**. Ułatwiała ona utrzymanie stóp rynkowych na pożądanym przez NBP poziomie. W 2003 r. wartość rezerwy obowiązkowej zmieniała się przede wszystkim w zależności od wartości zgromadzonych środków stanowiących podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej oraz wysokości stopy rezerwy obowiązkowej.

Z dniem 31 października 2003 r. stopa rezerwy została obniżona o 1 pkt. proc., tj. do poziomu 3,5%. Począwszy od 30 września 2003 r., banki pomniejszają naliczoną rezerwę obowiązkową o równowartość 500 tys. euro.

Dane dotyczące poziomu wymaganej rezerwy obowiązkowej oraz stanu środków banków na rachunkach bieżących i rachunkach rezerwy obowiązkowej za dzień poprzedni były codziennie publikowane, co ułatwiało bankom zarządzanie bieżącą płynnością.

W celu ułatwienia zarządzania płynnością oraz uelastycznienia systemu rozrachunków międzybankowych banki komercyjne miały możliwość refinansowania się w ciągu dnia w formie **kredytu technicznego**. Kredyt ten służył łagodzeniu wahań stóp procentowych wynikających z zaburzeń płynnościowych. Formą prawną zabezpieczenia spłaty kredytu było przeniesienie praw ze skarbowych papierów wartościowych na rzecz NBP.

¹⁷ Operacje bezwarunkowe polegające na zakupie bądź sprzedaży przez bank centralny papierów wartościowych. Zakup papieru wartościowego przez bank centralny dostarcza płynności sektorowi bankowemu, natomiast sprzedaż tę płynność absorbuje. Absorpcja (zasilenie) płynności następuje na okres równy terminowi zapadalności papierów wartościowych.

4.2. Podaż pieniądza

Zmiany w polityce pieniężnej były jednym z czynników wpływających na kształtowanie się podaży pieniądza.

W 2003 r. procesy pieniężne charakteryzowały się przede wszystkim:

- umiarkowanym wzrostem podaży pieniądza M3,
- znaczącym wzrostem gotówki w obiegu.

Podaż pieniądza M3 zwiększyła się w 2003 r. o 18,1 mld zł (nominalnie 5,6%, realnie 3,9%). Był to (pomijając spadek M3 w 2002 r.) najniższy roczny wzrost M3 w ciągu ostatnich 7 lat (por. wykres 46).

Na zmiany poziomu M3 w 2003 r.łożyły się w głównej mierze: wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu, silny przyrost depozytów przedsiębiorstw oraz spadek depozytów gospodarstw domowych¹⁸.

Umiarkowanej dynamice szerokiego agregatu M3 towarzyszył w 2003 r., podobnie jak w poprzednim roku, dynamiczny wzrost **agregatu M1** (wykres 47). Znaczący przyrost tego agregatu, w skład którego wchodzi pieniądz gotówkowy w obiegu oraz bieżące depozyty w systemie bankowym, był spowodowany utrzymującą się od blisko 2 lat tendencją do przesunięć w strukturze terminowej podaży pieniądza w kierunku komponentów o większym stopniu płynności. Udział pieniądza M1 w agregacie M3 zwiększył się w 2003 r. z 40,9% w styczniu do 46,5% w grudniu. Jednak w znacznej mierze był to wyniki zmiany metodologii liczenia agregatu M1, polegającej na włączeniu depozytów termnext i spotnext do depozytów bieżących.

Przyrost **pieniądza gotówkowego (poza kasami banków)** w ubiegłym roku wyniósł 7,2 mld zł (17,1%) i był znacznie większy niż w poprzednich latach. Zasadniczym czynnikiem, który wpłynął na wysoki przyrost gotówki w 2003 r. było niskie oprocentowanie depozytów bankowych, zmniejsza-

Tabela 16

Podaż pieniądza w 2003 r.

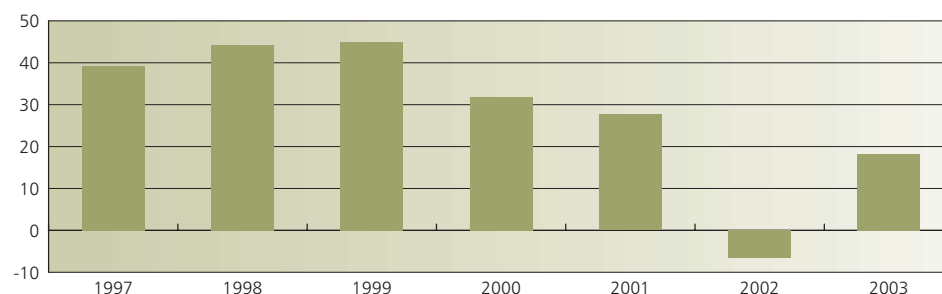
Wyszczególnienie	Stan na	Zmiana		Zmiana	
	31.12.2003	XII 2003/IX 2003	%	XII 2003/XII 2002	%
	w mld zł			mld zł	
I. Podaż pieniądza M1	158,1	6,3	4,2	21,5	15,7
II. Podaż pieniądza M3	340,1	9,2	2,8	18,1	5,6
1. Pieniądz gotówkowy w obiegu (poza kasami banków)	49,4	0,8	1,6	7,2	17,1
2. Depozyty i inne zobowiązania	288,4	10,1	3,6	10,4	3,7
2.1. Gospodarstwa domowe	192,4	2,1	1,1	-3,9	-2,0
2.2. Niemonetarne instytucje finansowe	8,9	1,4	18,2	1,7	23,3
2.3. Przedsiębiorstwa	68,3	7,5	12,3	13,3	24,1
2.4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	8,6	0,1	1,1	0,3	3,7
2.5. Instytucje samorządowe	8,8	-0,9	-9,4	0,4	4,6
2.6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	1,4	0,0	-3,0	-1,4	-50,0
3. Pozostałe składniki M3	2,3	-1,7	-42,1	0,5	29,2

Źródło: dane NBP.

¹⁸ Analizę zmian depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych przedstawiono w rozdziale „Stopy procentowe a oprocentowanie depozytów”.

Wykres 46

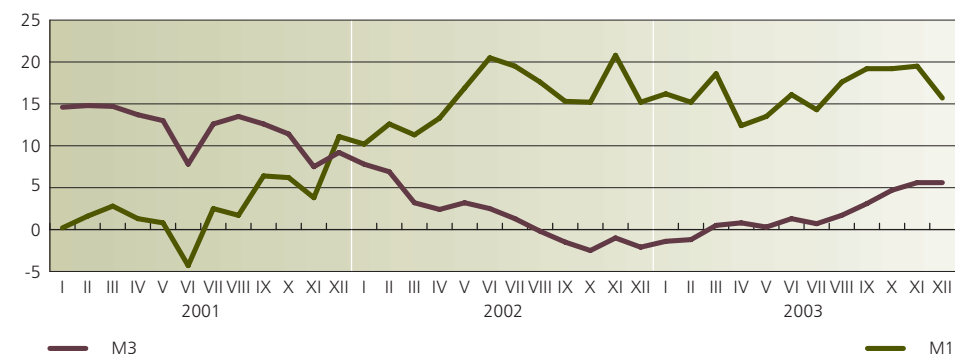
Roczny przyrost podaży pieniądza M3 w latach 1997–2003 (mld zł)



Źródło: dane NBP.

Wykres 47

Roczne nominalne tempo wzrostu M3 i M1 (%)



Źródło: dane NBP.

jące alternatywny koszt utrzymywania pieniądza gotówkowego. Dynamiczny wzrost pieniądza gotówkowego wynikał także z wielkości skupu walut obcych netto przez banki od kantorów oraz osób fizycznych w wysokości 7,4 mld USD (wobec 4,6 mld USD w 2002 r.). Przyrost gotówki można także wiązać z utrzymującym się w ciągu roku wysokim wzrostem wolumenu sprzedaży detalicznej. Obserwowana wysoka dynamika pieniądza gotówkowego mogła być także wynikiem działania innych czynników, których udokumentowanie jest utrudnione (np. rozwój szarej strefy). Roczne tempo wzrostu gotówki utrzymywało się przez cały rok na wysokim poziomie, a w grudniu 2003 r. wyniosło 17,1%. Niskie oprocentowanie depozytów, w tym oprocentowanie w wielu bankach depozytów bieżących stawką 0%, może sprzyjać utrzymaniu dynamiki wzrostu gotówki na wysokim poziomie.

Czynniki kreacji pieniądza

Czynniki kreujące pieniądź oraz ich zmiany w 2003 r. prezentuje tabela 17. Podobnie jak w poprzednim roku głównym czynnikiem kreującym pieniądź były należności. Natomiast zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego, które w 2002 r. stanowiło znaczące źródło absorpcji pieniądza, przekształciło się w czynnik zwiększający podaż pieniądza.

Należności

Wzrost należności systemu bankowego ogółem w 2003 r. wynikał ze zwiększenia poziomu kredytów, pożyczek i innych należności¹⁹ od pozostałych sektorów krajowych²⁰.

¹⁹ Kategoria „inne należności” obejmuje przede wszystkim: skupione wierzytelności, zrealizowane gwarancje i poręczenia, operacje warunkowe, odsetki zapadłe.

²⁰ Pozostałe sektory krajowe obejmują: niemonetarne instytucje finansowe, podmioty sektora niefinansowego, instytucje samorządowe oraz fundusze ubezpieczeń społecznych.

Tabela 17

Czynniki kreacji pieniądza*

Wyszczególnienie	Stan na	Zmiana w stosunku		Zmiana w stosunku	
	31.12.2003	do III kwartału 2003		do IV kwartału 2002	
	mld zł	mld zł	%	mld zł	%
PODAŻ PIENIĄDZA M3 (1+2+3-4+5+6)	340,1	9,2	2,8	18,1	5,6
Czynniki kreacji:					
1. Aktywa zagraniczne netto	135,6	2,2	1,6	3,4	2,6
2. Należności	270,4	4,2	1,6	19,8	7,9
3. Zadłużenie netto instytucji rządowych					
szczebla centralnego	70,1	-4,3	-5,8	4,2	6,3
4. Długoterminowe zobowiązania finansowe	105,9	0,0	0,0	5,8	5,8
5. Aktywa trwałe (bez aktywów finansowych)	30,5	0,6	2,0	1,3	4,5
6. Saldo pozostałych pozycji netto	-60,5	6,6	-9,8	-4,8	8,6

* Po zmianach metodycznych wprowadzonych w marcu 2002 r. w czynnikach kreacji pieniądza ujmowane są długoterminowe zobowiązania finansowe systemu bankowego (ze znakiem ujemnym) oraz aktywa trwałe banków (bez aktywów finansowych).
Źródło: dane NBP.

Tabela 18

Struktura należności w 2003 r.

Wyszczególnienie	Stan na	Zmiana w stosunku		Zmiana w stosunku	
	31.12.2003	do III kwartału 2003		do IV kwartału 2002	
	mld zł	mld zł	%	mld zł	%
Należności ogółem:	270,4	4,2	1,6	19,8	7,9
1. Gospodarstwa domowe	102,0	3,3	3,3	12,2	13,6
2. Niemonetarne instytucje finansowe	16,0	0,9	5,8	1,3	8,5
3. Przedsiębiorstwa	133,9	-2,5	-1,9	2,5	1,9
4. Instytucje niekomercyjne działające					
na rzecz gospodarstw domowych	0,8	-0,1	-15,1	-0,2	-17,6
5. Instytucje samorządowe	12,9	0,9	7,2	1,6	14,0
6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	4,9	1,8	61,0	2,4	99,8

Źródło: dane NBP.

Na koniec 2003 r. udział należności w szerokim pieniądzu M3 wyniósł 79,5% wobec 77,8% rok wcześniej. Najbardziej wzrosły w ub.r. należności od gospodarstw domowych. Natomiast przyrost należności od przedsiębiorstw był jednym z najniższych w ciągu ostatnich lat²¹.

Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego

O ile w 2002 r. zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego (IRSC) stanowiło czynnik absorbujący pieniądz, to w 2003 r. kategoria była czynnikiem kreacji pieniądza. Na koniec 2003 r. poziom zadłużenia netto IRSC wynosił 70,1 mld zł, tj. zwiększył się w ciągu roku o 4,2 mld zł (6,3%). Decydujące znaczenie miały na to wpływy i wydatki budżetu państwa, będącego największym podmiotem tego sektora. Wobec znacznie mniejszych niż założono w ustawie budżetowej na 2003 r. wpływów z prywatyzacji, istotnym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych IRSC były środki pozyskiwane ze sprzedaży skarbowych papierów warto-

²¹ Analizę zmian obu rodzajów należności przedstawiono w rozdziale „Stopy procentowe a wzrost akcji kredytowej”.

ściowych. Wzrost zadłużenia netto IRSC w sektorze bankowym wskazuje na rosnący udział tego sektora w finansowaniu deficytu budżetu państwa.

Przewiduje się, że w 2004 r. budżet państwa w znacznej mierze będzie finansował swoje wydatki wpływami z emisji skarbowych papierów wartościowych. Gros tych papierów zakupią podmioty systemu bankowego, co wpłynie na wzrost zadłużenia IRSC, które stanowić będzie istotny czynnik kreacji pieniądza.

Aktywa zagraniczne netto

Aktywa zagraniczne netto systemu bankowego osiągnęły na koniec grudnia 2003 r. poziom 135,6 mld zł i zwiększyły się w ciągu roku o 3,4 mld zł, tj. o 2,6% (o 1,8 mld USD, tj. 5,3%). Przyrost aktywów zagranicznych netto w złotych był efektem różnic kursowych. Po ich wyeliminowaniu poziom tej kategorii obniżyłby się o około 1,8 mld zł.

4.3. Transmisja polityki monetarnej

4.3.1. Stopa procentowa

4.3.1.1. Polityka pieniężna a stopy procentowe na rynku międzybankowym

W 2003 r. stopy rynku pieniężnego²², po spadku w I półroczu, a następnie ustabilizowaniu się wokół historycznie najniższych poziomów, w IV kwartale zaczęły szybko wzrastać. W rezultacie krzywa dochodowości natychmiastowych stóp procentowych zmieniła kształt z ujemnie nachylonej na dodatnio nachyloną.

Zmniejszanie się oprocentowania depozytów międzybankowych w I połowie 2003 r. następowało stopniowo i było związane z oczekiwaniami rynku na kolejne obniżki stóp NBP. Odzwierciedleniem tego była ujemnie nachylona krzywa dochodowości.

Latem 2003 r., gdy osłabły oczekiwania na kolejne redukcje stóp NBP, krzywa dochodowości rynku pieniężnego zaczęła się stopniowo spłaszczać. Ostatnie spekulacje na obniżkę stóp procentowych NBP w 2003 r. pojawiły się bezpośrednio przed sierpniowym posiedzeniem RPP. W drugiej połowie sierpnia krzywa dochodowości rynku pieniężnego przyjęła najniższe położenie w roku. Był to zarazem okres spadku stóp WIBOR do najniższego poziomu od początku ich kwotowania przez banki (wykres 50).

Jesienią ub.r., gdy okazało się, że budżet państwa może mieć problemy nawet z finansowaniem swych bieżących potrzeb, że w 2004 r. potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych znacznie wzrosną, a ponadto ocena ratingowa Polski może zostać obniżona, dynamika zmiany kształtu krzywej dochodowości na dodatnio nachyloną przybrała na sile. Wzrost rentowności obligacji skarbowych pociągnął za sobą wzrost oprocentowania depozytów międzybankowych, zwłaszcza o dłuższych terminach zapadalności (wykres 52). Na wzrost stóp procentowych dodatkowo wpływały zaburzenia na węgierskim rynku finansowym, w postaci silnego wzrostu rentowności węgierskich obligacji skarbowych. Był to efekt presji na osłabienie forinta węgierskiego oraz podwyższenia podstawowych stóp procentowych Narodowego Banku Węgier o 300 pkt. bazowych.

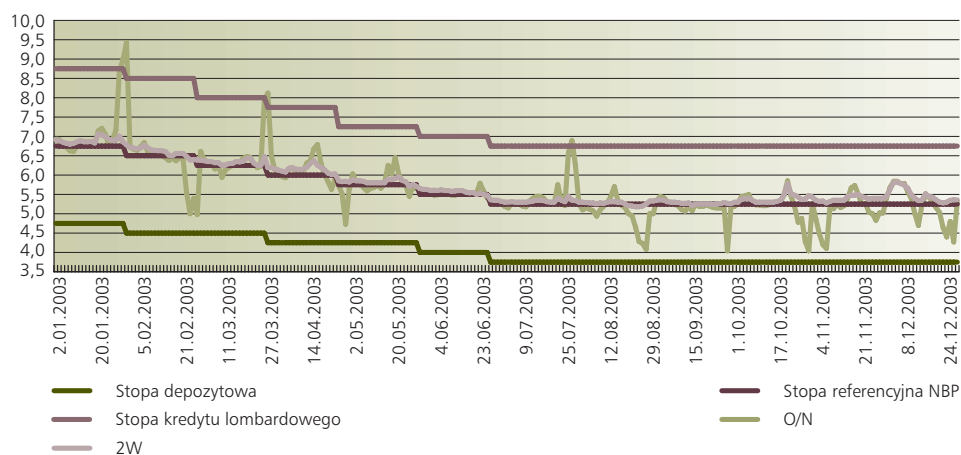
Pod koniec 2003 r. sytuacja na rynku pieniężnym ustabilizowała się. Jednak dodatnie nachylenie krzywej dochodowości utrwaliło się.

W 2004 r. wysokość stóp procentowych rynku pieniężnego będzie zależała w głównej mierze od stopnia realizacji rządowego *Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych* oraz od oczekiwań rynku dotyczących możliwych kierunków zmian stóp procentowych NBP.

²² Stopy rynku pieniężnego to oprocentowanie instrumentów dłużnych (lokaty międzybankowe, bony skarbowe, swapy walutowe) o okresie zapadalności do 1 roku.

Wykres 48

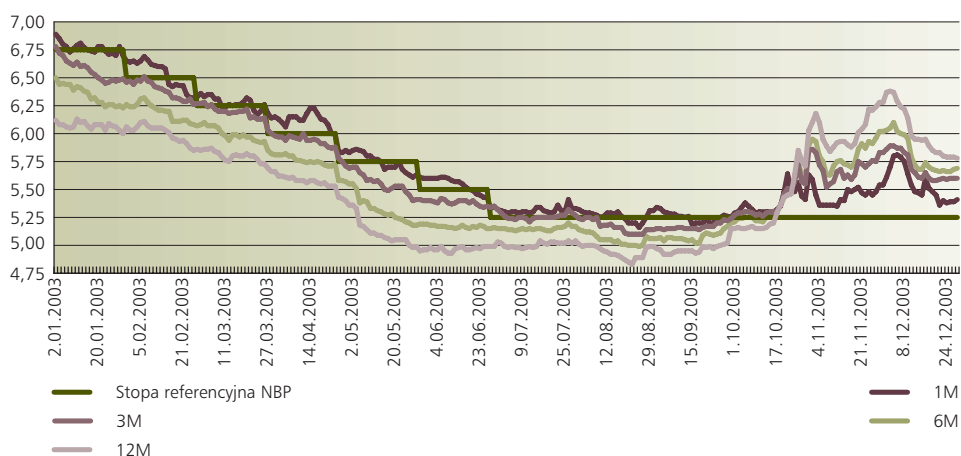
Stopy NBP oraz oprocentowanie depozytów międzybankowych O/N i 2W (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 49

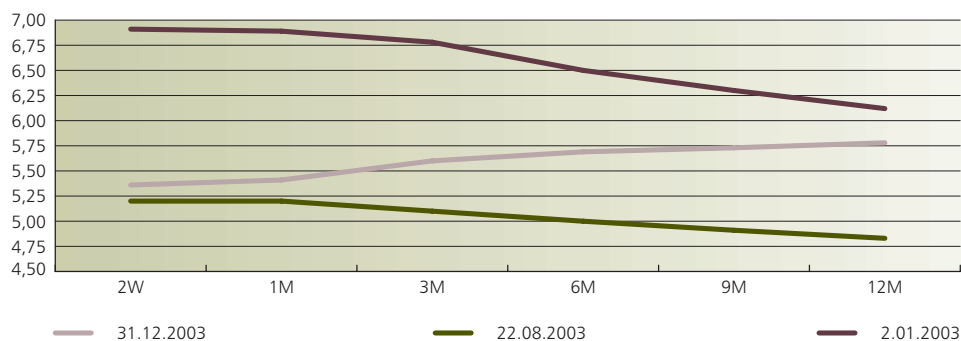
Stopa referencyjna oraz oprocentowanie depozytów międzybankowych 1M, 3M, 6M i 12M (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 50

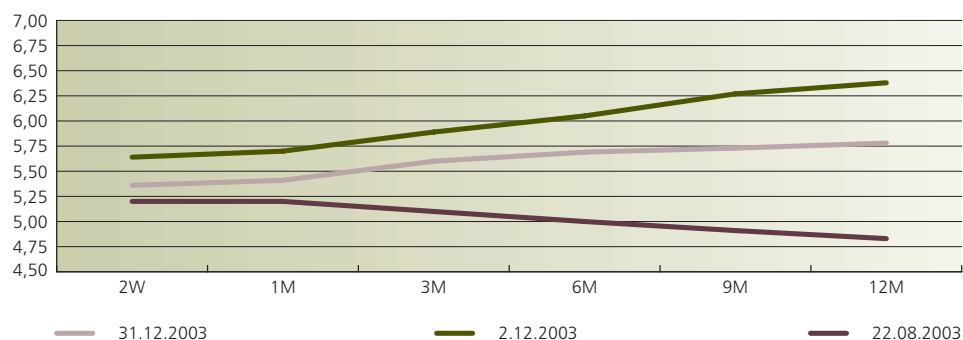
Krzywe dochodowości rynku pieniężnego (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 51

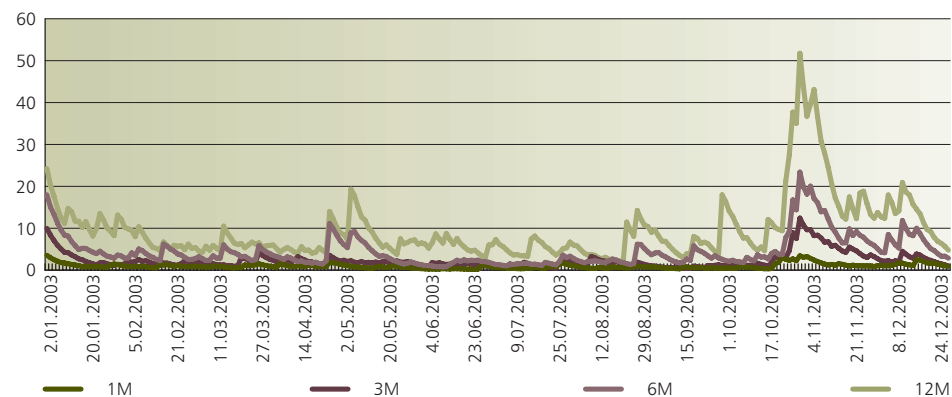
Krzywe dochodowości rynku pieniężnego (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 52

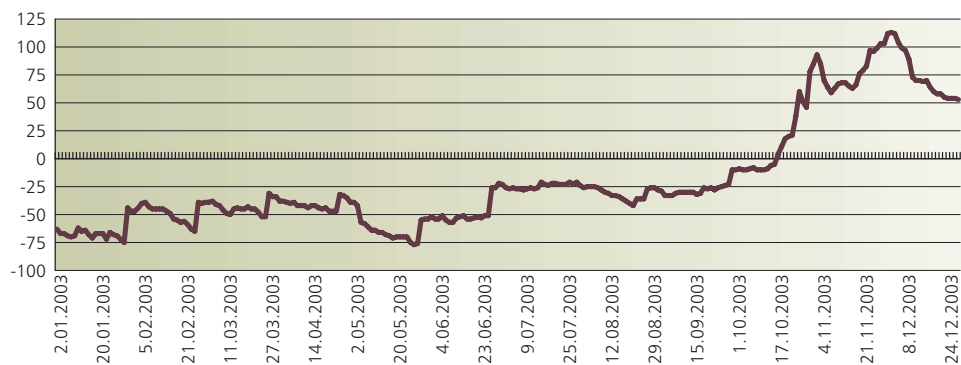
21-dniowa zmienność stóp WIBOR 1M, 3M, 6M i 12M (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 53

Spread między stopą WIBOR 12M i stopą referencyjną NBP (pkt. baz.)



Źródło: dane Reuters, NBP.

4.3.1.2. Reakcja banków na politykę banku centralnego

W 2003 r. trend zmian oprocentowania depozytów i kredytów oferowanych przez banki swoim klientom odzwierciedlał zmiany stóp procentowych NBP i stóp rynku międzybankowego

w tym okresie. W relacji do stóp na rynku międzybankowym tendencje zmian stóp procentowych produktów bankowych kształtowały się jednak w 2003 r. odmiennie niż w 2002 r. (por. tabela 19).

W 2003 r., w przeciwieństwie do 2002 r., oprocentowanie depozytów malało stosunkowo wolno w porównaniu z innymi produktami oferowanymi przez banki. Doprowadziło to m.in. do zmniejszenia różnicy między oprocentowaniem depozytów i kredytów. Istotną przesłanką bardziej konkurencyjnego ustalania ich oprocentowania był obserwowany w ciągu roku systematyczny odpływ depozytów z systemu bankowego. Niskie nominalne stopy procentowe skłoniły bowiem wiele gospodarstw domowych do poszukiwania alternatywnych w stosunku do depozytów bankowych sposobów lokowania oszczędności. Pozbawiło to banki części taniego źródła finansowania i skłoniło do zmniejszenia różnicy między oprocentowaniem depozytów a stawkami rynku pieniężnego (WIBOR 1M). Wzrost zainteresowania banków bardziej konku-

Tabela 19

Wysokość i zmiany średniego* nominalnego oprocentowania depozytów i kredytów (w pkt. proc.)

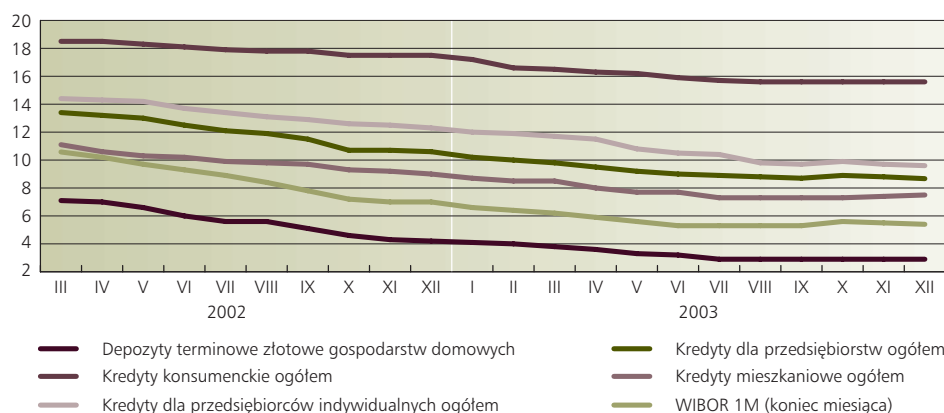
	Stopy w grudniu 2002	Stopy w grudniu 2003	Zmiana od grudnia 2002 do grudnia 2003	Zmiana od marca 2002** do grudnia 2002
3-miesięczne depozyty złotowe				
gospodarstw domowych	3,86	2,54	-1,32	-2,87
6-miesięczne depozyty złotowe				
gospodarstw domowych	4,07	2,74	-1,33	-3,05
12-miesięczne depozyty złotowe				
gospodarstw domowych	4,56	3,37	-1,19	-2,96
Depozyty terminowe gospodarstw				
domowych ogółem	4,21	2,89	-1,32	-2,91
1-letni kredyt złotowy dla przedsiębiorstw	9,94	8,14	-1,80	-3,15
3-letni kredyt złotowy dla przedsiębiorstw	11,70	9,84	-1,87	-2,09
5-letni kredyt złotowy dla przedsiębiorstw	10,89	8,98	-1,91	-2,89
Kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych				
udzielone na okres 1 roku	12,21	9,77	-2,44	-2,24
Kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych				
udzielone na okres 3 lat	12,64	9,14	-3,50	-2,51
Kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych				
udzielone na okres 5 lat	12,19	9,22	-2,97	-1,7
Kredyty konsumenckie ogółem	17,46	15,61	-1,85	-1,01
Kredyty mieszkaniowe udzielone				
na okres 3 lat	8,84	8,12	-0,72	-1,47
Kredyty mieszkaniowe udzielone				
na okres 5 lat	8,92	7,99	-0,93	-1,53
WIBOR 1M	6,98	5,41	-1,57	-3,6
Stopa referencyjna NBP	6,75	5,25	-1,50	-3,25

* Średnie ważone depozytowe i kredytowe stopy procentowe są obliczone na podstawie danych na temat stóp oferowanych dla produktów reprezentatywnych, nadsyłanych do NBP przez 11 największych banków komercyjnych. Wagami są udziały banków w rynku depozytowym bądź kredytowym. Oprocentowanie kredytów podawane jest dla klientów o najlepszej wiarygodności kredytowej.

** W marcu 2002 r. przeprowadzono istotne zmiany w sprawozdawczości stóp procentowych. W rezultacie stopy sprzed 31.03.2002 r. i po tej dacie są nieporównywalne.

Źródło: NBP.

Wykres 54

Wybrane stopy procentowe od marca 2002 r.¹ (%)

¹ W marcu 2002 r. przeprowadzono istotne zmiany w sprawozdawczości stóp procentowych, w rezultacie stopy sprzed 31.03.2002 r. i po tej dacie są nieporównywalne.

Źródło: dane NBP.

rencyjnym ustalaniem stawek oprocentowania depozytów wynikał też, jak się wydaje, z oczekiwań wzrostu akcji kredytowej w bliskiej przyszłości w związku z prognozowanym przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego.

Małe i średnie przedsiębiorstwa są uznawane przez banki za grupę kredytobiorców o dużym ryzyku. Jak wskazują badania empiryczne prowadzone w wielu krajach, ryzyko związane z kredytowaniem niewielkich podmiotów gospodarczych jest w znacznie większym stopniu zależne od zmian cyklu koniunkturalnego niż w przypadku dużych przedsiębiorstw. Głębsze obniżenie oprocentowania kredytów dla przedsiębiorców indywidualnych²³ niż dla przedsiębiorstw²⁴, wskazujące na wzrost gotowości banków do finansowania mniejszych podmiotów, świadczy o poprawie ich oceny ryzyka makroekonomicznego. W 2003 r. przyspieszenie tempa wzrostu PKB i perspektywa utrzymania się tej tendencji w przyszłości, a co za tym idzie również obniżenie ryzyka kredytowego, spowodowały zmniejszenie marż kredytowych ogółem w stosunku do oprocentowania na rynku międzybankowym.

Na rynku kredytów mieszkaniowych wzrost zmienności kursu walutowego w 2003 r. spowodował przesunięcie popytu z kredytów denominowanych (bądź indeksowanych) w walutach obcych na kredyty złotowe. W rezultacie wysokość oprocentowania złotych kredytów mieszkaniowych zaczęła wywierać rosnący wpływ na decyzje potencjalnych kredytobiorców.

Dodatkowym czynnikiem, który mógł znacząco wpłynąć na stosunkowe przyspieszenie tempa obniżania oprocentowania kredytów ogółem, była nasilająca się konkurencja między bankami. Jak wynika z badań przeprowadzonych przez Ipsos, jednym z podstawowych strategicznych celów działalności polskich banków jest zdobywanie nowych klientów. Wydaje się, że obszarem, na którym walka konkurencyjna jest szczególnie intensywna są kredyty mieszkaniowe. Ten segment rynku kredytowego rozwijał się najdynamiczniej nawet w okresie spowolnienia wzrostu gospodarczego w latach 2001–2002. Zwiększanie rozmiarów działalności na nim jest dla banków obciążone względnie niewielkim ryzykiem ze względu na możliwość uzyskania dobrych zabezpieczeń należności.

Analiza przedstawionych wyżej tendencji zmian oprocentowania oferowanego przez banki komercyjne w 2003 r. pozwala przypuszczać, że postępujące ożywienie gospodarcze będzie prowadzić do obniżenia szacowanego przez banki poziomu ryzyka związanego z kredyto-

²³ Grupa „przedsiębiorcy indywidualni” obejmuje osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą i zatrudniające do 9 osób włącznie.

²⁴ Grupa „przedsiębiorstwa” obejmuje: „przedsiębiorstwa i spółki państwowe”, „przedsiębiorstwa i spółki prywatne” oraz spółdzielnie.

niem i dalszego zmniejszania marż kredytowych banków w stosunku do stawek rynku pieniężnego. Z kolei rosnąca z tych samych powodów atrakcyjność dla gospodarstw domowych innych form lokowania oszczędności, a także konieczność refinansowania przez banki rosnącej akcji kredytowej, mogą doprowadzić do ustabilizowania oferowanych stawek oprocentowania depozytów. Będą one również sprzyjać utrzymaniu obserwowanej obecnie tendencji poszerzania oferowanej gamy produktów. Procesy te doprowadziłyby do dalszego zmniejszenia różnic pomiędzy oprocentowaniem kredytów i depozytów.

4.3.1.3. Stopy procentowe a zmiany akcji kredytowej

W 2003 r., wraz ze spadkiem stóp NBP, oprocentowanie kredytów udzielanych przez banki komercyjne również się zmniejszało. Średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw obniżyło się z 10,6% w grudniu 2002 r. do 8,7% w grudniu 2003 r., a średnie oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych z 17,5% do 15,6%. Stosunkowo najtańsze pozostawały kredyty mieszkaniowe, których średnie oprocentowanie zmniejszyło się w analizowanym okresie odpowiednio z 9% do 7,5%. Niski poziom oprocentowania kredytów mieszkaniowych wynikał przede wszystkim z ich dobrego zabezpieczenia oraz ze znacznej konkurencji między bankami w tym segmencie rynku.

Obniżaniu oprocentowania kredytów towarzyszyła umiarkowana dynamika ich wolumenu. Roczne tempo wzrostu kredytów ogółem w 2003 r., będące wypadkową bardzo szybkiego wzrostu stanu kredytów mieszkaniowych, powolnego zwiększania się stanu kredytów dla przedsiębiorstw i niemieszkaniowych kredytów dla gospodarstw domowych, wahało się w przedziale 4,9%–8,7%.

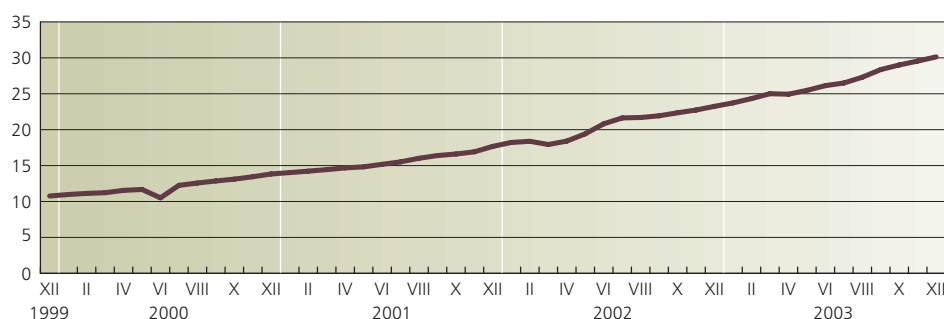
Wartość kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych wzrosła w okresie grudzień 2002 r. – grudzień 2003 r. o 9,5 mld zł (47,5%). Ze względu na wysoki udział kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych w kredytach mieszkaniowych ogółem (w grudniu 2003 r. w sektorze gospodarstw domowych udział ten wyniósł 63%), wahania kursu walutowego mogą mieć znaczny wpływ na nominalne zmiany wartości ogółu kredytów mieszkaniowych. Jednak w 2003 r. zmiany kursu złotego wobec dolara amerykańskiego oraz euro były różnokierunkowe, stąd ich wpływ netto na poziom kredytów mieszkaniowych był stosunkowo niewielki. Po usunięciu wpływu wahań kursowych²⁵ przyrost kredytów mieszkaniowych wyniósł w ub.r. około 8,7 mld zł. Wysoka dynamika kredytów mieszkaniowych była rezultatem działania wielu czynników, wśród których najważniejsze to: spadek oprocentowania tych kredytów, perspektywy zwiększenia obciążeń fiskalnych dotyczących transakcji na rynkach mieszkaniowym i budowlanym od 2004 r. oraz czynniki o charakterze demograficznym. W związku z postępującym spadkiem oprocentowania kredytów złotych, i w wyniku tego zmniejszaniem się różnicy między ceną kredytów złotych i walutowych, w drugiej połowie 2003 r. kredyty złote zyskały na popularności. Udział kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w ich kredytach ogółem wzrósł z 23,2% w grudniu 2002 do 30,1% w grudniu 2003 r. (wykres 55). Wydaje się, że po wejściu w życie zapowiadanych zmian podatkowych dynamika kredytów mieszkaniowych może przejściowo zmaleć, jednak w dalszej perspektywie inne czynniki, takie jak np. niski poziom stóp procentowych oraz przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, powinny działać w kierunku wzmocnienia tempa wzrostu omawianej kategorii kredytów.

Wartość pozostałych kredytów udzielanych gospodarstwom domowym, w skład których wchodziły przede wszystkim kredyty na cele konsumpcyjne, zwiększyła się w 2003 r. o 2,5 mld (3,7%). W pierwszej połowie roku wykazała ona bezwzględny spadek, a w drugiej tendencja ta uległa odwróceniu. Wobec przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w 2003 r. i perspektyw jeszcze szybszego wzrostu w 2004 r., obserwowany w ostatnich miesiącach przyrost pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych może się utrzymać mimo nadal stosunkowo wysokiego poziomu ich oprocentowania.

²⁵ Korekty wpływu różnic kursowych dokonano, przeliczając wartość kredytów walutowych na złote po kursie walutowym z końca czerwca br. Ponadto przyjęto, że udziały kredytów denominowanych w euro i w dolarze w całości walutowych kredytów mieszkaniowych w ujęciu złotowym wynosiły po 50%.

Wykres 55

Udział kredytów mieszkaniowych w kredytach gospodarstw domowych ogółem (%)



Źródło: dane NBP.

Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw pozostawała w 2003 r. słaba, choć ich oprocentowanie było stosunkowo niskie. Roczne tempo wzrostu tej kategorii zwiększyło się z 1,1% w grudniu 2002 r. do 2,6% w grudniu 2003 r. Wyższe wartości rocznego tempa wzrostu obserwowane w marcu, kwietniu i maju 2003 r. miały podłoże czysto statystyczne i wynikały z niedokładności w klasyfikacji sektorowej, dokonywanej w bankach komercyjnych po zmianie metodologii szeregów monetarnych w marcu 2002 r. Badania ankietowe koniunktury w sektorze przedsiębiorstw prowadzone w NBP²⁶ potwierdzają, że w 2003 r. poziom stóp procentowych nie stanowił dla przedsiębiorstw istotnej bariery w dostępności do kredytów. Wyniki tych badań wskazują również, że znacznie większymi przeszkodami dla szybszego wzrostu akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw były: niski popyt na ich produkty i usługi, zatory płatnicze, wahania kursu walutowego oraz niestabilne przepisy podatkowe. Ankietowane przedsiębiorstwa oczekują stabilizacji oprocentowania kredytów. Podobnie jak w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych, w perspektywie przewidywanego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w 2004 r. można się spodziewać, że wartość kredytów dla przedsiębiorstw będzie wzrastać szybciej niż w 2003 r.

4.3.1.4. Stopy procentowe a kształtowanie się depozytów

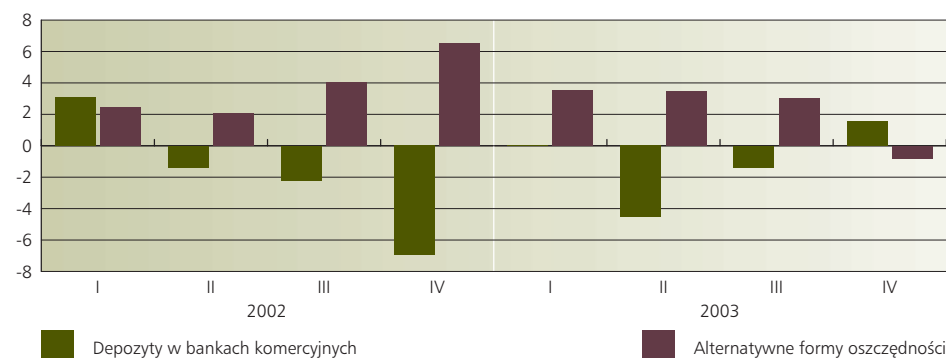
W pierwszej połowie 2003 r., wraz ze spadkiem stóp procentowych NBP, obniżało się również oprocentowanie depozytów w bankach komercyjnych. Tendencja ta utrzymała się również w drugiej połowie roku, choć stopy NBP pozostawały na niezmienionym poziomie. W grudniu 2003 r. średnie stopy oprocentowania depozytów terminowych gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw zrównały się i wyniosły 2,9%, wobec odpowiednio 4,2% oraz 4,3% w grudniu 2002 r.. Oprocentowanie rachunków bieżących było znacznie niższe i wyniosło w grudniu 2003 r. 0,3% dla gospodarstw domowych oraz 0,1% dla przedsiębiorstw (rok wcześniej odpowiednio 1,2% oraz 0,4%). Zmiany oprocentowania depozytów znalazły odzwierciedlenie w zmianach ich wolumenu oraz struktury.

Rok 2003 przyniósł wygaśnięcie spadkowej tendencji depozytów gospodarstw domowych w sektorze bankowym. Co prawda, w całym 2003 r. ich stan zmniejszył się o 4,3 mld zł, ale analiza przyrostów w poszczególnych kwartałach pokazuje, że spadkowa tendencja obserwowana od II kwartału 2002 r. uległa w czwartym kwartale 2003 r. odwróceniu (wykres 56). Roczne tempo wzrostu depozytów bankowych gospodarstw domowych pozostało nadal ujemne, jednak w grudniu 2003 r. było wyższe (-2,0%) niż rok wcześniej (-3,5%). Do głównych przyczyn ponownego zainteresowania się gospodarstw domowych depozytami bankowymi, po ich odejściu w kierunku alternatywnych form oszczędzania, były stosunkowo niskie stopy zwrotu osiągnięte przez fundusze inwestycyjne (szczególnie inwestujące w krajowe obligacje) w drugiej połowie roku. W 2003 r. wygaś efekt „zaskoczenia” gospodarstw domowych szybkim spadkiem oprocentowania depozytów bankowych w 2002 r. Zaakceptowały one fakt, że oprocentowanie lokat bankowych jest znacznie niższe niż to, do którego były przyzwyczajone dwa-trzy lata temu. Wobec spadku cen obligacji krajowych część oszczędności lokowanych poza systemem bankowym zaczęła do niego powracać. Ponadto w IV kwartale ub.r. upłynął termin zapadalności wielu in-

²⁶ Badanie koniunktury prowadzone przez NBP jest badaniem ankietowym na próbie 400 przedsiębiorstw. Pełna analiza wyników badania znajduje się na stronach internetowych NBP www.nbp.pl/publikacje

Wykres 56

Kwartałne przyrosty depozytów bankowych gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw (w mld zł)



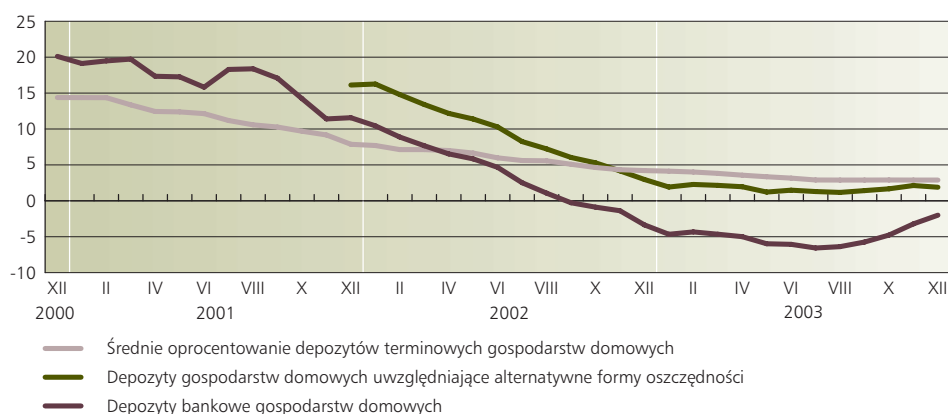
Źródło: dane NBP.

strumentów antypodatkowych, otwieranych w końcu 2001 r. w celu uniknięcia opodatkowania przychodów odsetkowych. Uwolnione środki w znacznej części trafiły do sektora bankowego.

Pierwsze trzy kwartały 2003 r. charakteryzowały się intensywnym wzrostem aktywów finansowych gospodarstw domowych o charakterze alternatywnym wobec depozytów bankowych. W tym okresie wartość depozytów w Spółdzielczych Kasach Oszczędnościowo-Kredytowych oraz jednostek funduszy inwestycyjnych, obligacji i bonów skarbowych w posiadaniu gospodarstw zwiększyła się o około 10,1 mld (23,4%). W czwartym kwartale ub.r. tendencja ta zmieniła się – oszczędności alternatywne zmniejszyły się o 0,8 mld zł. Stosunek wartości aktywów finansowych alternatywnych wobec depozytów bankowych do depozytów bankowych gospodarstw domowych wyniósł na koniec roku około 24,6% i był nieco niższy niż we wrześniu, gdy osiągnął maksimum równe około 25,1%. Zmiany kursowe w 2003 r. oddziaływały w kierunku zwiększenia wartości depozytów gospodarstw domowych. Po usunięciu wpływu wahań kursowych²⁷ spadek wartości depozytów bankowych wyniósł około 5,2 mld zł (wobec 4,3 mld w ujęciu nominalnym).

Wykres 57

Roczne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych oraz średnie oprocentowanie depozytów terminowych gospodarstw domowych (%)



Uwaga 1: Porównywalność oprocentowania depozytów gospodarstw domowych przed i po marcu 2002 r. jest ograniczona ze względu na zmiany w metodologii statystyki stóp procentowych.

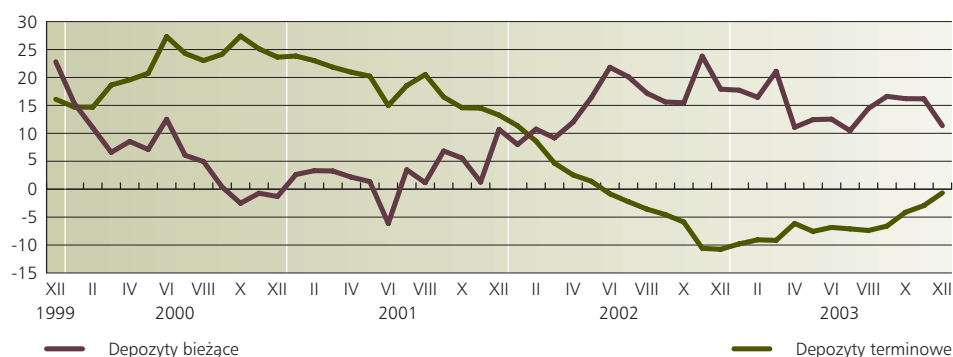
Uwaga 2: Alternatywne w stosunku do depozytów bankowych formy oszczędności gospodarstw domowych obejmują: jednostki funduszy inwestycyjnych, papiery skarbowe oraz depozyty w SKOK.

Źródło: dane NBP.

²⁷ Korekty wpływu różnic kursowych dokonano przeliczając wartość kredytów walutowych na złote po kursie walutowym z końca czerwca br.

Wykres 58

Roczne tempo wzrostu depozytów bieżących oraz terminowych (%)



Źródło: dane NBP.

Depozyty przedsiębiorstw zwiększyły się w 2003 r. o 13,7 mld zł (24,6%). Po usunięciu wpływu wahań kursowych ich przyrost wyniósł około 12,8 mld zł. Choć wartość depozytów przedsiębiorstw podlegała w poprzednich latach znacznym wahaniom, to na ich tle ubiegłoroczny przyrost tej kategorii należy ocenić jako bardzo wysoki. Wynikał on, jak się wydaje, z przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Ponadto rok 2003 przyniósł poprawę wyników finansowych przedsiębiorstw, co jednak nie przekładało się na proporcjonalny wzrost aktywności inwestycyjnej. W 2003 r. stopniowo zwiększało się roczne tempo wzrostu terminowych depozytów przedsiębiorstw, osiągając na koniec grudnia bardzo wysoki poziom 30% (wobec -13% rok wcześniej). Szybki przyrost depozytów terminowych nie ograniczył tempa wzrostu depozytów bieżących przedsiębiorstw, które przez cały ub.r. również pozostawało wysokie (najniższą wartość 16,1% przyjęło w kwietniu 2003 r.).

Spadające oprocentowanie depozytów terminowych przyczyniało się do zmniejszania alternatywnych kosztów utrzymywania pieniądza gotówkowego oraz depozytów bieżących, których oprocentowanie w wielu bankach było zerowe. Znalazło to odzwierciedlenie w zmianach struktury terminowej depozytów w 2003 r. W sektorze gospodarstw domowych nastąpił w ub.r. szybki przyrost depozytów bieżących oraz spadek depozytów terminowych. Natomiast w sektorze przedsiębiorstw stan depozytów terminowych zmniejszył się tylko w I kwartale ub.r., a w kolejnych kwartałach zaczął szybko przyrastać. W sumie jednak nastąpił tylko niewielki wzrost udziału depozytów terminowych w depozytach ogółem tego sektora. W grudniu 2003 r. roczne tempo wzrostu depozytów bieżących ogółem wyniosło 11,4%, a depozytów terminowych -0,7% (wykres 58).

Podsumowując, w pierwszych trzech kwartałach 2003 r. zmiany wielkości i struktury depozytów stanowiły kontynuację procesów zapoczątkowanych w końcu 2001 r. Spadające oprocentowanie depozytów, przewyższające je stopy zwrotu z alternatywnych form lokowania oszczędności oraz możliwość uniknięcia opodatkowania przychodów odsetkowych przyczyniały się do realokacji aktywów finansowych w kierunku zwiększenia stopnia ich płynności oraz maksymalizacji potencjalnych stóp zwrotu. Czwarty kwartał przyniósł zmianę wcześniejszych tendencji – wobec spadku cen papierów dłużnych część środków finansowych ulokowana w funduszach inwestycyjnych powróciła do systemu bankowego. W czwartym kwartale wyraźnie przyspieszyło również tempo wzrostu depozytów terminowych przedsiębiorstw, co jednak nie spowodowało istotnych zmian struktury terminowej depozytów tego sektora. Tendencje w strukturze terminowej depozytów gospodarstw domowych pozostały bez zmian.

W perspektywie spodziewanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego ogół aktywów finansowych powinien wzrastać. Spadek udziału depozytów bankowych w ogóle aktywów finansowych może ulec przejściowemu zahamowaniu wskutek pogorszenia wyników funduszy inwestycyjnych w 2003 r. oraz ograniczenia możliwości oferowania przez nie ucieczki przed opodatkowaniem przychodów odsetkowych. Jednak w dłuższej perspektywie dynamika aktywów alternatywnych wobec depozytów bankowych powinna znów się zwiększyć.

4.3.1.5. Oczekiwane stopy procentowe

Oczekiwania krótkookresowe

Spadek stopy inflacji do historycznie najniższego poziomu 0,3% r/r w kwietniu 2003 r. i brak oczekiwań presji inflacyjnej w kolejnych miesiącach były w pierwszej połowie 2003 r. podstawowymi czynnikami wzmacniającymi oczekiwania rynku na dalsze redukcje stóp procentowych NBP.

Coraz wyraźniejsze sygnały dotyczące procesu ożywienia gospodarczego, stopniowy wzrost stopy inflacji od czerwca 2003 r. oraz narastające obawy o sytuację w sektorze finansów publicznych spowodowały, że oczekiwania rynku na obniżki stóp procentowych NBP stopniowo słabły (wykres 59).

Proces wygasania oczekiwań rynku na obniżki stóp procentowych NBP stał się wyraźny w II połowie 2003 r.

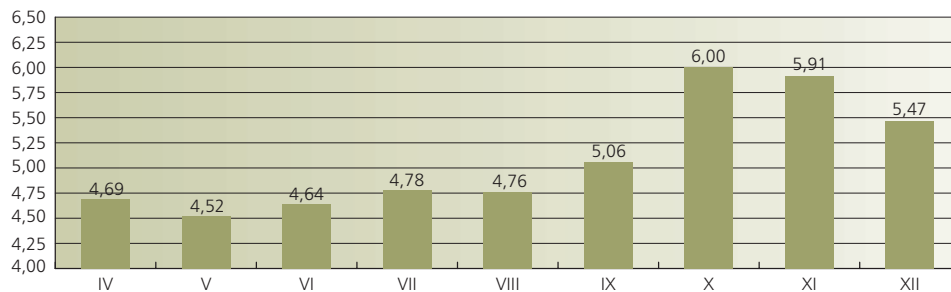
Pierwsza wyraźna korekta oczekiwań inwestorów nastąpiła w sierpniu 2003 r., gdy spekulacja na dalsze obniżenie stóp procentowych okazała się nietrafna.

Coraz silniejsze sygnały dotyczące ożywienia gospodarczego oraz narastające obawy o sytuację budżetu państwa spowodowały, że uczestnicy rynku przestali oczekiwać, iż NBP obniży stopy procentowe jeszcze w 2003 r. Krzywa terminowych stóp procentowych uległa znaczącemu przesunięciu w górę i zmieniła kształt z nachylonej ujemnie na nachyloną dodatnio.

Wysokość stóp terminowych niekoniecznie świadczyła o oczekiwaniach rynku na wzrost stóp procentowych NBP. Ich wzrost odzwierciedlał wygaśnięcie oczekiwań na spadek stóp procentowych

Wykres 59

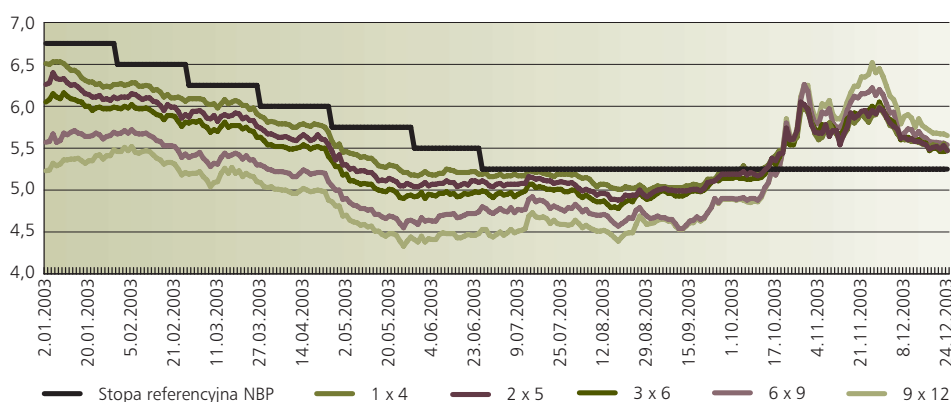
3-miesięczna stopa terminowa na podstawie kontraktów FRA zapadających 31 stycznia 2004 r. (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 60

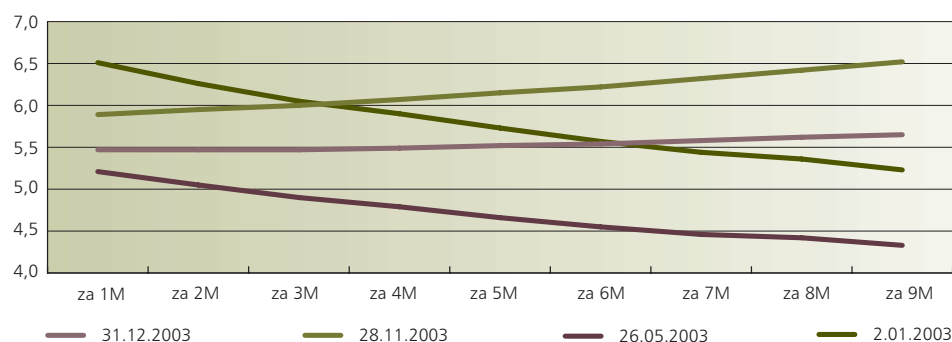
Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie kontraktów FRA na 3M WIBOR (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 61

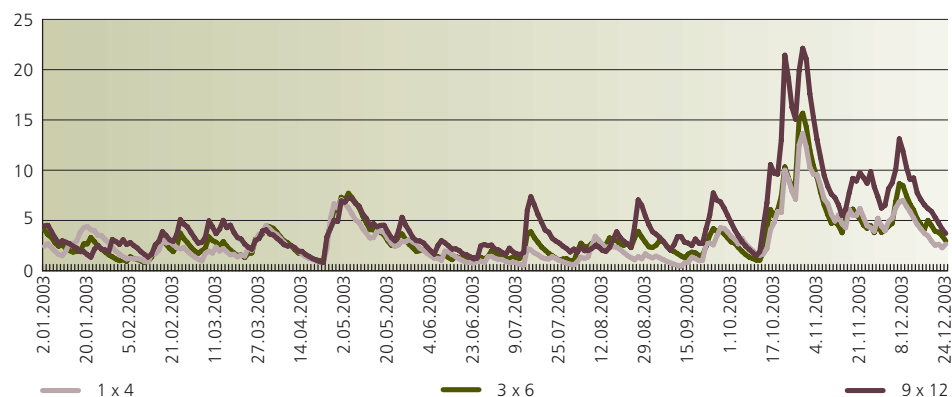
Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 62

21-dniowa zmienność oprocentowania kontraktów FRA na 3M WIBOR (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

w 2003 r. Do utrzymania dodatnio nachylonej krzywej dochodowości przyczynił się czynnik podażyowy – w związku z oczekiwanymi, wysokimi, planowanymi potrzebami pożyczkowymi budżetu w 2004 r. wzrosły znacząco rentowności obligacji. To z kolei oddziaływało na poziom stóp rynku pieniężnego, a ten – na stopy terminowe.

Na wagę czynnika podażowego wskazywała reakcja stóp terminowych na zmniejszenie napięcia na rynku skarbowych papierów wartościowych. Po ustabilizowaniu się sytuacji na rynku stóp natychmiastowych, w pierwszej połowie grudnia krzywa 3-miesięcznych stóp terminowych obniżyła się i spłaszczyła. Dodatkowym czynnikiem sprzyjającym temu procesowi był początek spekulacji rynkowej odnośnie możliwych skutków zmian w składzie RPP na początku 2004 r. dla kierunku polityki pieniężnej.

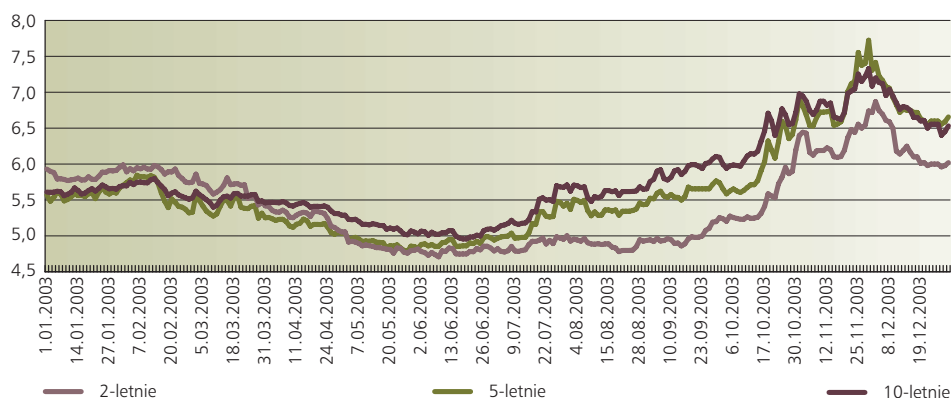
Sytuacja na rynku obligacji

Podobnie jak na rynku pieniężnym, również na rynku obligacji skarbowych w pierwszych miesiącach 2003 r. trwał spadek stóp procentowych. Od maja stopy dochodowości obligacji zaczęły rosnąć. Początkowo było to efektem spadku cen obligacji na rynku międzynarodowym. Z biegiem czasu istotną rolę zaczęły odgrywać czynniki krajowe. Ożywienie w gospodarce, a przede wszystkim rosnące obawy o budżet spowodowały, że ceny obligacji systematycznie spadały (wykres 63).

W październiku i listopadzie 2003 r. obawy o zdolność rządu do zachowania kontroli nad tempem wzrostu długu publicznego wywołały zaburzenia na rynku obligacji, w wyniku których rentowność długoterminowych papierów skarbowych wzrosła skokowo do ponad 7%.

Wykres 63

Stopy rentowności obligacji skarbowych w 2003 r. (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Czynnikiem, który zwiększył skalę spadku cen obligacji były zaburzenia na węgierskim rynku finansowym oraz spadek cen obligacji na rynkach światowych.

Wzrost cen obligacji w ostatnich tygodniach 2003 r. był efektem nadwyżki w obrotach bieżących, która przyczyniła się do stabilizacji kursu złotego, co zachęciło inwestorów do zwiększenia zakupów polskich obligacji. Do wzrostu cen obligacji przyczyniła się także informacja Ministerstwa Finansów o zmniejszeniu planowanej emisji obligacji w I kwartale 2004 r.

Zmiany krzywej dochodowości

W I połowie 2003 r. następował proces systematycznego przesuwania się w dół krzywej dochodowości, co było wynikiem oczekiwań na kolejne obniżki stóp NBP.

Od połowy roku krzywa dochodowości przesuwała się równolegle do góry i towarzyszył temu wzrost zmienności cen obligacji (wykres 64).

Dynamikę zerokuponowej krzywej dochodowości²⁸ w IV kwartale 2003 r. przedstawia wykres 65.

Mimo że w rozpatrywanym okresie nie nastąpiło statystycznie istotne przesunięcie krzywej dochodowości w górę²⁹, to szerokość wstęgi ufności odzwierciedla wysoki poziom zmienności cen obligacji skarbowych. Największy wzrost stóp dochodowości nastąpił w segmencie 1–4 lat, co było reakcją rynku na zmniejszające się prawdopodobieństwo pełnej realizacji planu redukcji wydatków budżetowych w latach 2004–2006.

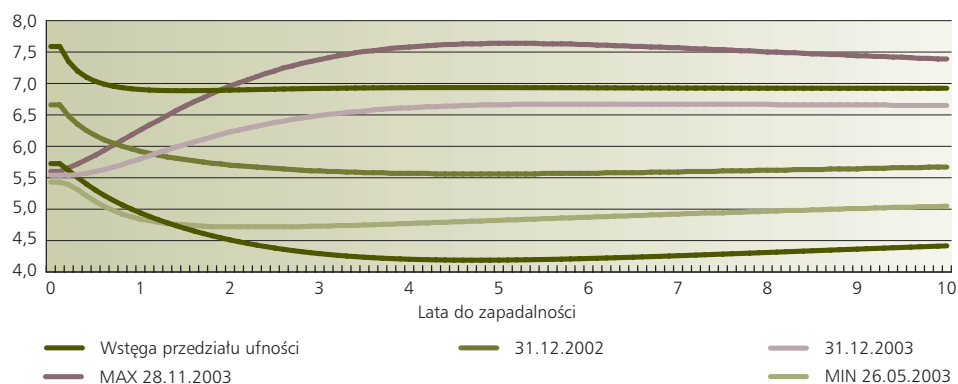
Wzrost rentowności obligacji długoterminowych we wrześniu 2003 r. wynikał głównie z obaw rynku o przesunięcie się terminu przystąpienia Polski do strefy euro z powodu bieżącego i przyszłego kształtu polityki fiskalnej. W ocenie uczestników rynku planowane zwiększenie deficytu budżetowego w 2004 r. istotnie zmniejszało szanse spełnienia fiskalnych kryteriów zbieżności w terminie umożliwiającym wejście przez Polskę do strefy euro w latach 2007–2008. W październiku i listopadzie na zjawisko dekonwergencji obserwowane we wrześniu, mierzone wzrostem spreadu polskiej 10-letniej obligacji skarbowej wobec analogicznej obligacji niemieckiej, nałożyły się obawy o wzrost podaży papierów skarbowych w 2005 r. oraz informacje o niskiej płynności budżetu państwa.

²⁸ Zerokuponowa krzywa dochodowości obrazuje relację pomiędzy stopami rentowności obligacji zerokuponowych a terminami ich zapadalności. Podstawowym modelem wykorzystywanym w Narodowym Banku Polskim, który służy do oszacowania zerokuponowej krzywej dochodowości, jest model Svenssona (1994).

²⁹ Statystyczną istotność przesunięcia krzywej w danym okresie określa jej końcowe położenie względem przedziału ufności (95%), skonstruowanego na podstawie danych o zmienności krzywej. W szczególności, jeżeli krzywa oszacowana na koniec okresu zawiera się w wyznaczonym przedziale ufności, oznacza to, iż z prawdopodobieństwem równym 95% nie wystąpiły istotne zmiany kształtu i położenia krzywej w porównaniu z początkiem okresu.

Wykres 64

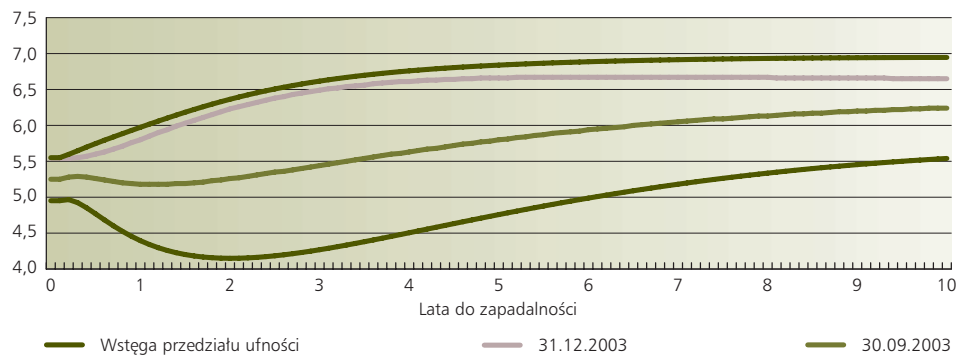
Wahania krzywej zerokuponowej w 2003 r. (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 65

Wahania krzywej zerokuponowej w IV kwartale 2003 r. (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Tabela 20

Zmiany rentowności obligacji w czterech kwartałach 2003 r.*

(koniec danego kwartału w porównaniu z końcem poprzedniego kwartału)

	Termin zapadalności		
	2 lata	5 lat	10 lat
I kwartał 2003	-51	-32	-28
II kwartał 2003	-59	-28	-30
III kwartał 2003	42	68	100
IV kwartał 2003	77	92	44

* W tabeli podano bezwzględne zmiany (w pkt. baz.) stóp rentowności obligacji rynkowych o terminach zapadalności zbliżonych do 2, 5 oraz 10 lat.

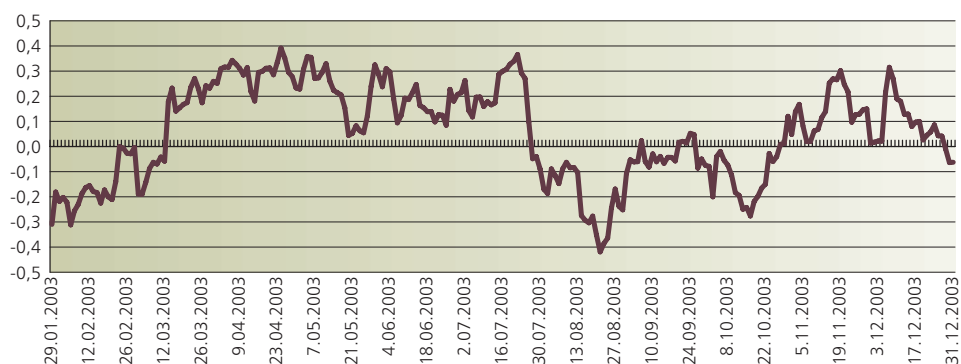
Znaczny spadek cen obligacji krajowych w październiku i listopadzie spowodował zwiększenie się różnicy dochodowości polskich i niemieckich obligacji skarbowych do poziomu 280 pkt. baz. Dopiero w grudniu różnica ta zaczęła maleć w wyniku wzrostu cen obligacji.

Spadek wartości korelacji między rentownością polskich i niemieckich obligacji skarbowych wskazuje na duży wpływ czynników krajowych na kształtowanie się cen polskich obligacji skarbowych.

Zaburzenia na rynku obligacji w ostatnich miesiącach roku były w dużej mierze efektem ubocznym dokonanej przez inwestorów rewizji oczekiwań dotyczących przyszłego kształtowania

Wykres 66

Korelacje rentowności 10-letnich obligacji niemieckich i polskich

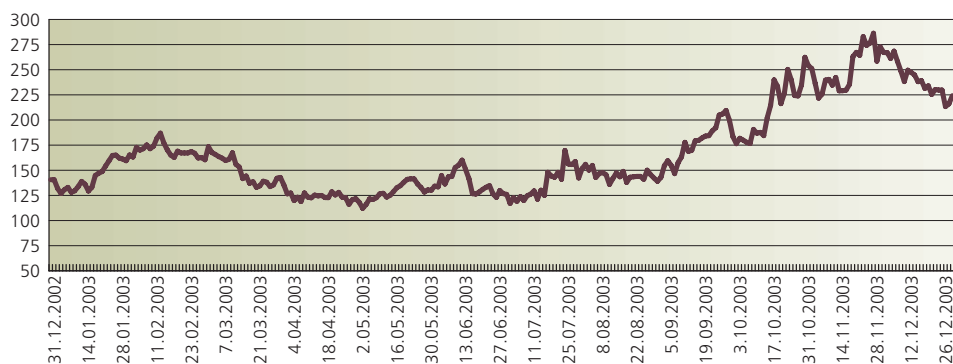


Uwaga: Wskaźniki korelacji obliczone dla dziennych absolutnych zmian stóp rentowności (21 obserwacji). Liniami poziomymi zaznaczono poziomy krytyczne, powyżej których współczynniki korelacji są różne od zera na danym poziomie istotności.

Źródło: dane Reuters, Bloomberg.

4

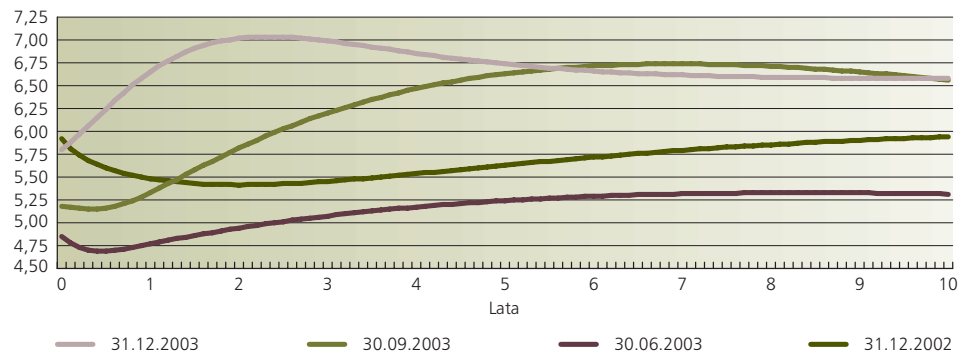
Wykres 67

Różnica rentowności 10-letnich obligacji niemieckich i polskich
(w pkt. baz.)

Źródło: dane Reuters, Bloomberg.

Wykres 68

Roczna wynikowa krzywa terminowa w 2003 r. (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

się stóp procentowych. W czerwcu inwestorzy oczekiwali, że minimalny poziom rocznej stopy procentowej (wynoszący 4,75%) zostanie osiągnięty po 3 miesiącach (poziom stopy procentowej obserwowany w punkcie przegięcia krzywej dochodowości). W końcu września inwestorzy oczekiwali, że poziom ten (wynoszący 5,08%) zostanie osiągnięty po 8 miesiącach. Tymczasem w końcu grudnia rynek przeorientował oczekiwania na systematyczny wzrost stóp procentowych przez najbliższe 2 lata do poziomu 7% (począwszy od stycznia 2004 r.).

Przesunięcie rocznej terminowej krzywej dochodowości w okresie IV kwartału na odcinku powyżej 2 lat odzwierciedla wzrost premii za ryzyko związane z zaburzeniem na rynku kasowym obligacji.

4.3.2. Kurs walutowy

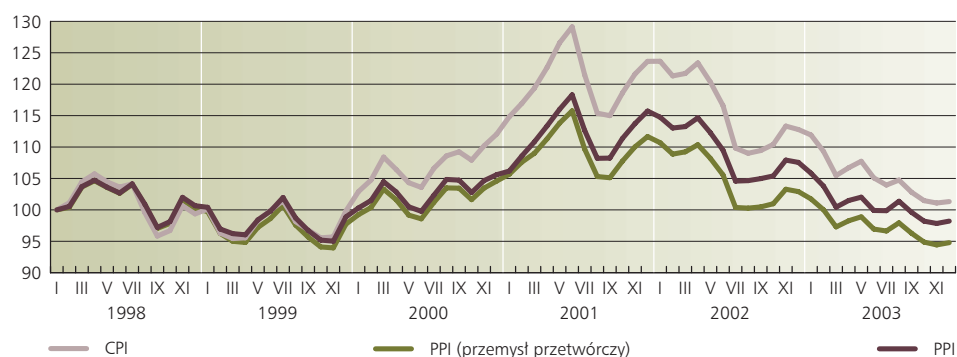
W 2003 r. utrzymywała się deprecyjna tendencja złotego zapoczątkowana w połowie 2001 r. W grudniu 2003 r. realny efektywny kurs złotego (deflowany indeksem CPI) wobec koszyka walut najważniejszych dla polskiej gospodarki był słabszy o 10,2% niż w grudniu 2002 r. i o 21,5% niż w czerwcu 2001 r., gdy osiągnął swoje maksimum. W rezultacie tych zmian realny kurs złotego powrócił do poziomu notowanego pod koniec 1999 r. (wykres 69).

Głównymi czynnikami deprecjacji złotego w 2003 r. były:

- rosnąca niepewność związana z kształtowaniem się przyszłej polityki fiskalnej Polski,
- zmiany kursu EUR/USD³⁰ (dla okresu 1999–2003 współczynnik korelacji liniowej między kursem EUR/PLN i EUR/USD wyniósł 87,3% – por. wykres 70),

Wykres 69

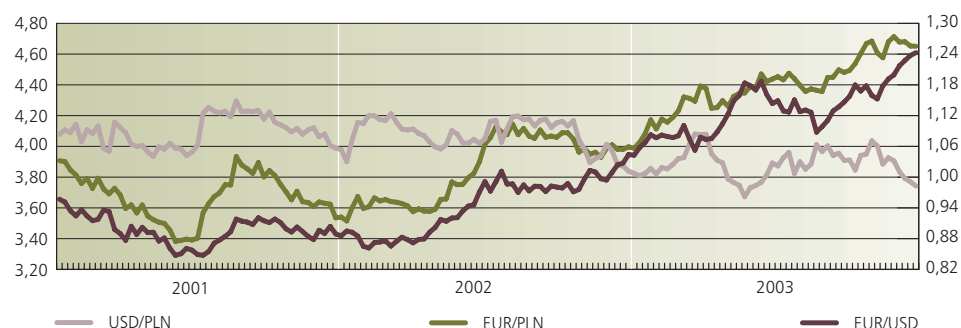
Realny efektywny kurs złotego deflowany CPI, PPI oraz PPI w przemyśle przetwórczym (styczeń 1998 = 100)



Źródło: dane NBP.

Wykres 70

Nominalne kursy walutowe

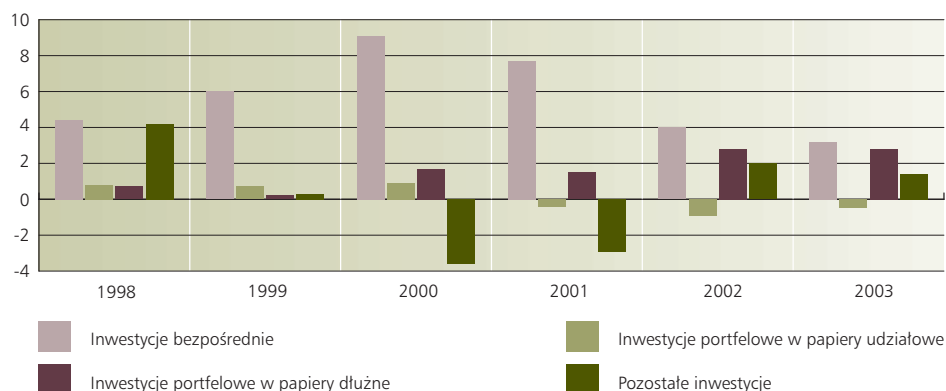


Źródło: dane NBP.

³⁰ W 2003 r. euro umocniło się wobec dolara amerykańskiego o ponad 20%.

Wykres 71

Struktura napływu kapitału netto (mld EUR)



Źródło: dane NBP.

- niestabilna sytuacja na węgierskim rynku walutowym, która zniechęcała inwestorów do lokowania kapitału na rynkach krajów Europy Środkowej.

W latach 1998–2003 tendencje kształtowania się kursu złotego stanowiły w pewnym stopniu odzwierciedlenie zmian w strukturze napływającego do Polski kapitału. W okresie aprecjacji złotego (1998–2000) napływający kapitał netto składał się głównie z zagranicznych inwestycji bezpośrednich, a saldo inwestycji portfelowych było w tym czasie dodatnie, zarówno w kategorii papierów dłużnych, jak i papierów udziałowych³¹. Z kolei w okresie deprecjacji złotego (2001–2003) nastąpił spadek napływu netto inwestycji bezpośrednich, odpływ inwestycji portfelowych w papiery udziałowe i gwałtowny wzrost napływu inwestycji portfelowych w papiery dłużne³² (wykres 71). Zmiany te były związane z pogłębiającą się nierównowagą finansów publicznych.

Wywołany deprecjacją złotego w 2003 r. wzrost konkurencyjności cenowej polskich produktów oraz wyższa rentowność uzyskiwana przez eksporterów wpłynęły na ożywienie eksportu i zmniejszenie deficytu bilansu obrotów bieżących. Czynniki te, podobnie jak i inne wskaźniki makroekonomiczne polskiej gospodarki (coraz wyższa dynamika wzrostu gospodarczego, niska inflacja) nie uzasadniały trwałego utrzymywania się osłabienia kursu złotego. Świadczy to o tym, że główną przyczyną deprecjacji złotego w 2003 r. były obawy o rozwój sytuacji w sektorze finansów publicznych.

W związku z akcesją Polski do Unii Europejskiej i spodziewanym w związku z tym wzrostem napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, w najbliższych latach można spodziewać się lekkiej aprecjacji realnego efektywnego kursu złotego. Należy jednak podkreślić, że będzie to w dużej mierze zależać od sytuacji w sektorze finansów publicznych. W przypadku niepodjęcia koniecznych reform w tym sektorze bardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz dalszego osłabiania kursu złotego.

* * *

Długookresowy wskaźnik **pass-through** (wskaźnik przeniesienia), określający wpływ zmian nominalnego efektywnego kursu złotego na zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych, oszacowany na podstawie danych miesięcznych z okresu 1998–2003, wynosi 0,19 i jest mniejszy o 0,09 od wskaźnika szacowanego dla okresu 1998–2002. Niezmieniona pozostaje struktura czasowa reakcji cen wewnętrznych na zmiany kursu, tj. 54% efektu przeniesienia kumuluje się w pierwszych dwóch kwartałach, a 89% w pierwszym roku.

³¹ Według statystyk bilansu płatniczego na bazie płatności, w okresie 1998–2000 saldo inwestycji bezpośrednich wyniosło 19,5 mld EUR/ECU, saldo inwestycji portfelowych w papiery udziałowe 2,4 mld EUR/ECU, a saldo inwestycji portfelowych w papiery dłużne 2,5 mld EUR/ECU.

³² W okresie 2001–2003, według statystyk bilansu płatniczego na bazie płatności, saldo inwestycji bezpośrednich wyniosło 15,0 mld EUR, saldo inwestycji portfelowych w papiery udziałowe –1,9 mld EUR, a saldo inwestycji portfelowych w papiery dłużne 7,1 mld EUR.

Wskaźnik przeniesienia skorygowany o zmianę oczekiwań inflacyjnych i cykliczne wahania koniunktury³³ zmniejszył się z 0,19 w I kwartale 2003 r. do 0,15 w III kwartale i 0,12 w IV kwartale.

Biorąc pod uwagę skorygowaną wartość wskaźnika pass-through oraz strukturę czasową reakcji cen wewnętrznych na zmiany kursu, można oszacować, że w IV kwartale 2003 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych (liczone w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku) wzrosły z tytułu zmian kursu o 0,23 pkt. proc. Oznacza to, że 15% wzrostu CPI w IV kwartale 2003 r. można przypisać zmianom kursu.

W okresie I–IV kwartał 2003 r. zmiany kursu wyjaśniały 21% zmian wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

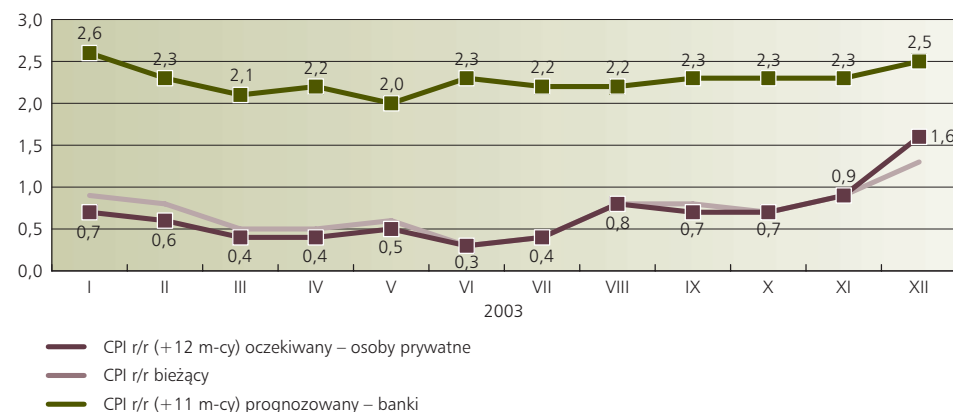
Zmniejszaniu się wskaźnika pass-through sprzyjały stabilne oczekiwania inflacyjne i relatywnie niska dynamika popytu krajowego, osłabiające cenotwórczą siłę przedsiębiorstw. Oczekiwane w 2004 r. ożywienie koniunktury może z jednej strony spowodować wzrost wskaźnika przeniesienia, a więc wzrost wrażliwości inflacji na zmiany kursu złotego, z drugiej strony jest mało prawdopodobne, aby w którymkolwiek kwartale 2004 r. zmiany nominalnego efektywnego kursu złotego były większe niż w III i IV kwartale 2003 r. Oznacza to, że po zaabsorbowaniu w I półroczu br. efektów zmian kursu z roku poprzedniego, w II połowie 2004 r. presja inflacyjna ze strony kursu powinna być mało znacząca.

4.3.3. Oczekiwania inflacyjne

W 2003 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych, po osiągnięciu w czerwcu 2003 r. najniższej z zaobserwowanych dotychczas wartości (0,3%), zaczęły wzrastać, szczególnie silnie pod koniec roku. Prognozy inflacyjne analityków bankowych w 2003 r. zmieniały się w podobny sposób: do maja obniżały się, a w drugiej połowie roku następował ich powolny wzrost.

Wykres 72

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i prognozy inflacyjne analityków bankowych w 2003 r.³⁴ (%)



Źródło: dane Reuters, GUS, obliczenia NBP na podstawie danych Ipsos.

³³ Współczynnik korekty średniego wskaźnika pass-through wyprowadzono, porównując wartości własne autoregresyjnych modeli inflacji zbudowanych dla następujących podokresów: 1998–2000 – wysoka dynamika popytu wewnętrznego oraz stosunkowo wysokie i niestabilizowane oczekiwania inflacyjne, skorelowane z rzeczywistymi zmianami cen; 2001 – marzec 2003 – spadająca dynamika popytu wewnętrznego oraz malejąca inflacja, skorelowana z mniejszymi i stabilizującymi się na niskim poziomie oczekiwaniami inflacyjnymi. Wyliczony współczynnik korekty wynosi 0,68.

³⁴ Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i prognozy analityków bankowych nie są w pełni porównywalne ze względu na odmienny horyzont czasowy: analitycy bankowi deklarują swoje przewidywania na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku, natomiast osoby prywatne – na analogiczny miesiąc następnego roku. Poza tym należy wziąć pod uwagę fakt, że oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są obiektywizowane, tj. kwantyfikowane przy założeniu, iż respondenci postrzegają przebieg procesów cenowych przez pryzmat oficjalnych statystyk inflacji (więcej informacji na ten temat zawarto m.in. w *Raporcie o Inflacji za 2001 r.*).

Pod koniec 2003 r. przewidywania inflacyjne obu grup podmiotów mieściły się jednak w dolnej połowie korytarza celu inflacyjnego RPP (wykres 72). Należy przy tym zaznaczyć, że w najbliższym czasie możliwe są gwałtowne wahania oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych ze względu na silne obawy tej grupy podmiotów przed cenowymi następstwami przystąpienia Polski do Unii Europejskiej.

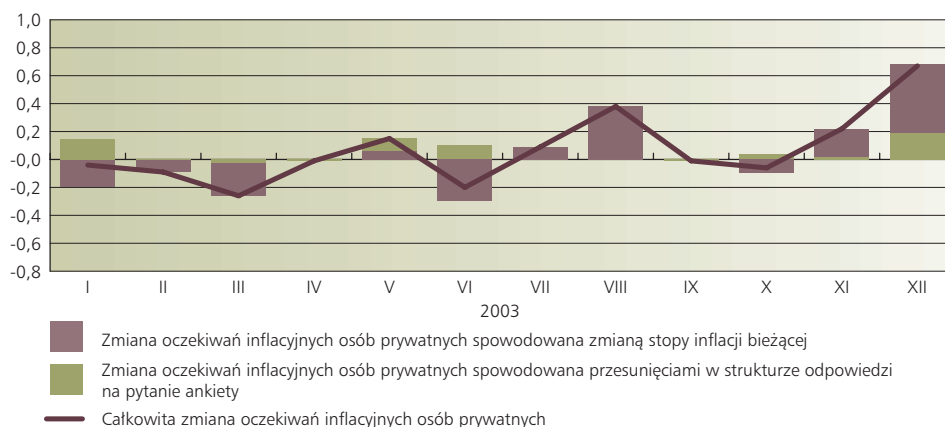
Oczekiwanie inflacyjne osób prywatnych

W 2003 r. zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, obliczana na podstawie metody probabilistycznej, w której argumentami są: struktura odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos (wcześniej: Ipsos-Demoskop) i stopa inflacji bieżącej (służąca ankietowanym jako punkt odniesienia przy deklarowaniu przewidywań inflacyjnych)³⁵ – wzrosła o 0,8 pkt. proc. w stosunku do poziomu z końca 2002 r. i w grudniu 2003 r. osiągnęła poziom 1,6%. Tym samym oczekiwania inflacyjne osób prywatnych po raz pierwszy od marca 2001 r. były wyższe od stopy inflacji bieżącej.

Wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w 2003 r. można przypisać w około 60% zmianie sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych, wyrażonej przesunięciami w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety, a w pozostałej części – przyspieszeniu dynamiki cen obserwowanemu w drugiej połowie ub.r. Przyjmując wpływ struktury odpowiedzi na wynik kwantyfikacji zobiektywizowanej miary oczekiwań inflacyjnych jako kryterium oceny tej struktury, możemy stwierdzić, że rozkład opinii respondentów pomiędzy poszczególne warianty odpowiedzi na pytanie sondażu był we wszystkich miesiącach 2003 r. gorszy niż pod koniec 2002 r. O ile jednak w pierwszej połowie ub.r. obniżająca się stopa inflacji bieżącej powodowała spadek oczekiwanej stopy inflacji, to pod koniec roku wzrost inflacji oddziałował wyraźnie na wzrost oczekiwań (wykresy 73 i 74).

Wykres 73

Dekompozycja zmian poziomu oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w 2003 r. w stosunku do poziomu z poprzedniego miesiąca (pkt. proc.)

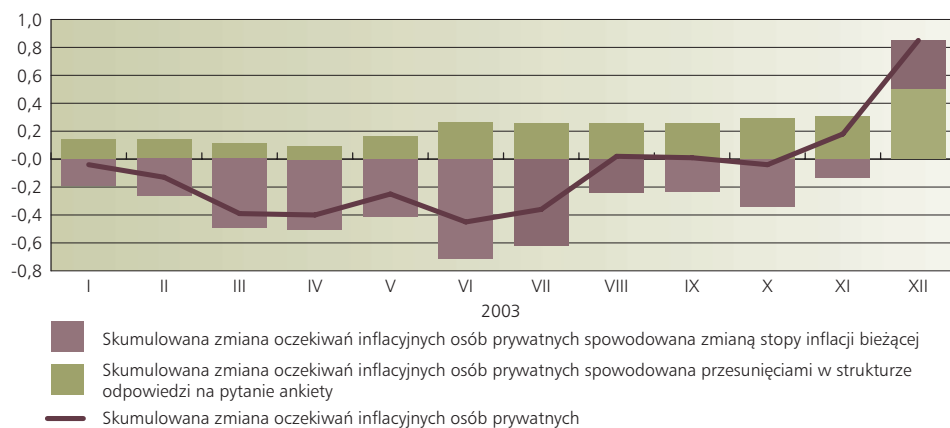


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS oraz Ipsos.

³⁵ W celu obliczenia ilościowych wskaźników oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych stosowana jest metoda probabilistyczna (szczegółowy opis metody przedstawiono w: T. Łyziak (2000), *Badanie oczekiwań inflacyjnych podmiotów indywidualnych na podstawie ankiet jakościowych*, „Bank i Kredyt”, nr 6). Wyniki kwantyfikacji są zobiektywizowaną miarą oczekiwanego przez osoby prywatne tempa wzrostu cen w ciągu najbliższych 12 miesięcy w tym sensie, że w procedurze obliczeniowej za stopę inflacji bieżącej postrzeganą przez respondentów przyjmuje się oficjalną miarę inflacji podawaną przez GUS, znaną w momencie udzielania odpowiedzi na pytanie ankiety. Ponieważ ankieta firmy Ipsos jest przeprowadzana w pierwszej połowie miesiąca, czyli przed ogłoszeniem przez GUS wskaźników inflacji za miesiąc poprzedni, za bieżącą stopę inflacji przyjmuje się stopę inflacji rok do roku sprzed dwóch miesięcy. Bieżące informacje na temat oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych znaleźć można na internetowych stronach Narodowego Banku Polskiego: www.nbp.pl, w sekcji: Statystyka/Szeregi czasowe.

Wykres 74

Dekompozycja zmian poziomu oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w 2003 r. w stosunku do poziomu oczekiwań inflacyjnych pod koniec 2002 r. (pkt. proc.)

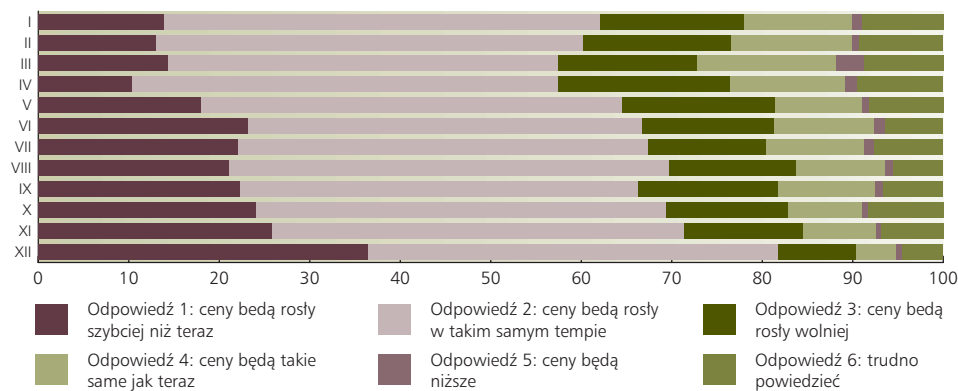


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS oraz Ipsos.

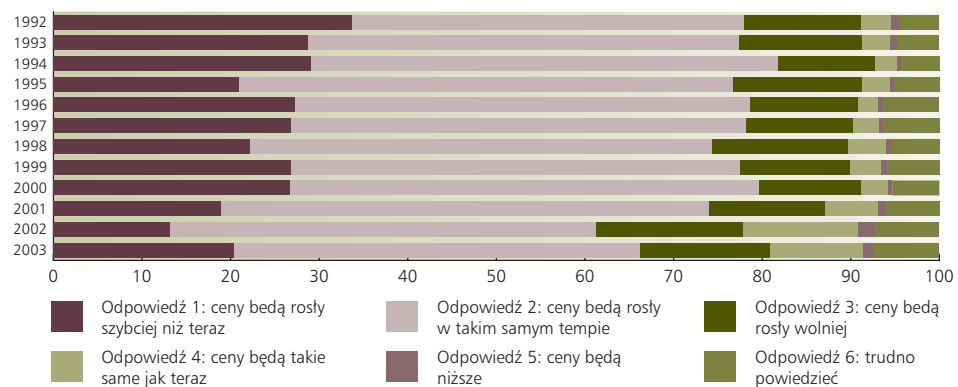
Wykres 75

Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Ipsos

a) dane miesięczne za 2003 r.



b) średnie roczne w latach 1992–2003



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

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Ipsos.

Przyczyn wyraźnego pogorszenia sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych przez osoby prywatne³⁶ (wykres 75) należy upatrywać przede wszystkim w zbliżającym się terminie wstąpienia Polski do Unii Europejskiej. Na znaczenie tego czynnika dla kształtowania przewidywań inflacyjnych osób prywatnych zwracaliśmy już uwagę w *Raporcie o Inflacji w II kwartale 2003 r.* Zaprezentowaliśmy w nim wyniki odrębnego badania ankietowego wskazujące, że obawy przed wzrostem cen różnych towarów i usług konsumpcyjnych po wstąpieniu do Unii Europejskiej są bardzo silne. Najnowsze badania, przeprowadzone przez firmę Ipsos w styczniu 2004 r., wskazują, że w ciągu ostatniego roku obawy te uległy dalszemu pogłębieniu we wszystkich rozpatrywanych grupach towarów i usług³⁷. Wydaje się więc, że w najbliższym okresie zbliżająca się akcesja Polski do UE może wywierać znaczny wpływ na deklaracje osób prywatnych dotyczące oczekiwanej inflacji.

Prognozy inflacyjne analityków bankowych

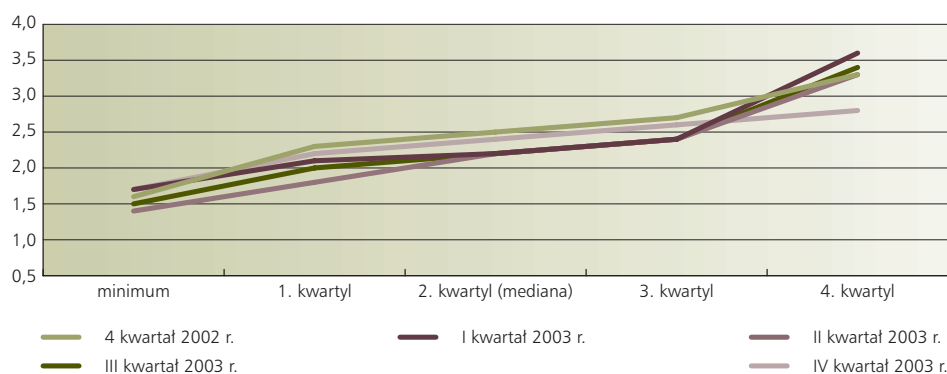
W 2003 r. przewidywania analityków bankowych dotyczące kształtowania się rocznej stopy inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku były względnie stabilne i zawierały się w przedziale od 2% do 2,6%. Według danych z ankiety firmy Reuters, w grudniu 2003 r. formułowana w tym horyzoncie prognoza dynamiki cen wyniosła 2,5%.

Pomijając zmiany maksymalnej wartości rozkładu prognoz inflacyjnych analityków bankowych, można zauważyć, że w pierwszej połowie roku rozkład ich prognoz przesunął się w kierunku niższych stóp wzrostu cen, a w drugiej połowie roku następował proces odwrotny (wykres 76).

W ostatnich dwóch miesiącach 2003 r., przedział prognoz inflacyjnych deklarowanych przez analityków bankowych zawęził się. Wzrost jednorodności rozpatrywanej grupy podmiotów w ocenie przebiegu procesów cenowych w przyszłości znalazł odzwierciedlenie w zmniejszeniu się miar niepewności, takich jak odchylenie standardowe czy współczynnik zmienności (wykresy 77, 78).

Wykres 76

Rozkład prognoz inflacyjnych analityków bankowych formułowanych w odniesieniu do rocznej stopy inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku (%)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

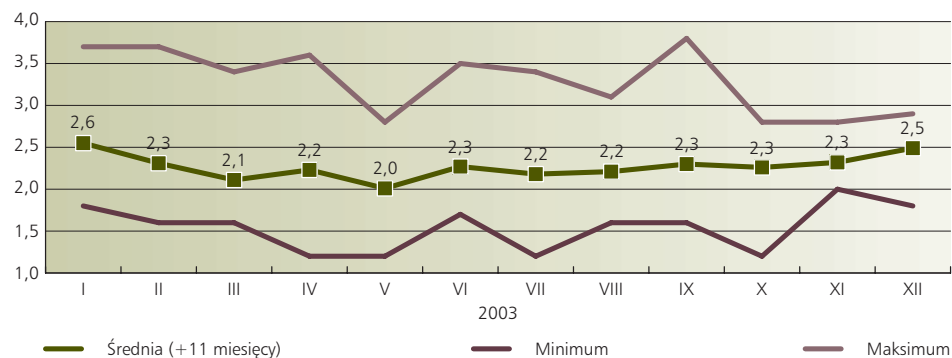
³⁶ Biorąc pod uwagę strukturę odpowiedzi na pytanie ankiety w grudniu 2003 r. i przyjmując za punkt odniesienia rozkład frakcji respondentów z końca 2003 r. okazuje się, że:

- aż o 26,8 pkt. proc. wzrósł odsetek ankietowanych najbardziej pesymistycznych, przewidujących, iż w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny będą rosły szybciej niż dotychczas;
- o 1,3 pkt. proc. zwiększył się odsetek ankietowanych twierdzących, że ceny będą rosły w tym samym tempie;
- o 10,8 pkt. proc. zmniejszył się odsetek respondentów deklarujących, iż ceny będą rosły wolniej niż dotychczas;
- o 12,2 pkt. proc. zmniejszył się odsetek osób prywatnych twierdzących, że w ciągu najbliższego roku ceny pozostaną na tym samym poziomie;
- o 1,3 pkt. proc. spadł odsetek ankietowanych przewidujących, że za 12 m-cy ceny będą niższe niż dotychczas.

³⁷ Wyniki tego sondażu przedstawimy szczegółowo w następnym *Raporcie o Inflacji*.

Wykres 77

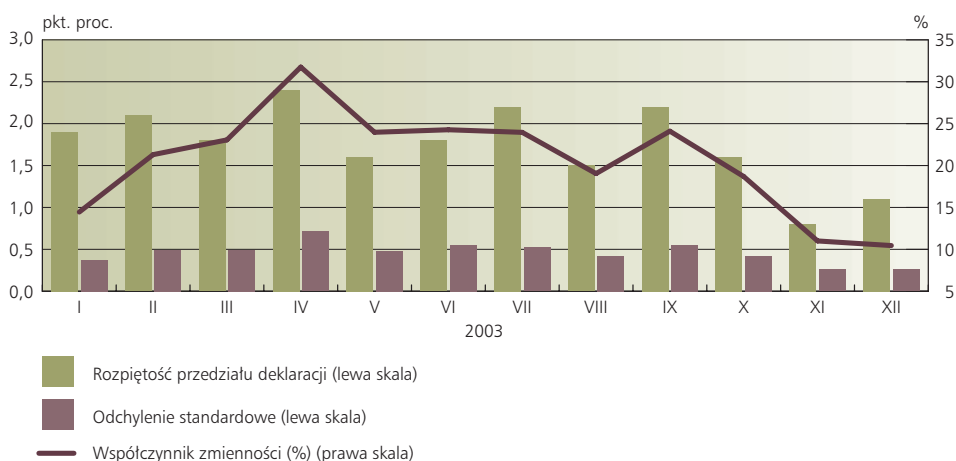
Minimalne, średnie i maksymalne deklaracje analityków bankowych w odniesieniu do rocznej dynamiki cen w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku w poszczególnych miesiącach 2003 r. (%)



Źródło: dane Reuters.

Wykres 78

Miary zmienności rozkładu oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych w 2003 r.



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

4.3.4. Efekt majątkowy

W 2003 r., po utrzymującej się jeszcze w I kwartale słabej koniunkturze na rynkach giełdowych, nastąpił wzrost notowań kursów akcji w skali globalnej. Był to efekt szybkiego zakończenia pierwszej fazy wojny w Iraku oraz poprawy perspektyw wzrostu gospodarki światowej. W połączeniu z umacniającymi się symptomami ożywienia gospodarczego w kraju, w tym stopniową poprawą sytuacji finansowej przedsiębiorstw, spowodowało to również wzrost notowań na polskim rynku giełdowym. W rezultacie zwiększyła się wartość aktywów lokowanych przez gospodarstwa domowe w tym segmencie rynku finansowego (tabela 21).

W ciągu 2003 r. nastąpiła wyraźna zmiana proporcji między wielkością bezpośrednich a pośrednich form oszczędzania gospodarstw domowych. O ile bowiem na początku 2003 r. bezpośrednio inwestycje portfelowe stanowiły 43% w relacji do inwestycji pośrednich, to na koniec III kwartału 2003 r. relacja ta zmniejszyła się do 33%. W związku ze stałym napływem znacznych środków finansowych do segmentu inwestycji pośrednich oraz utrzymującą się wśród gospodarstw domowych niepewnością co do ich sytuacji finansowej, należy oczekiwać, że tendencja ta będzie się utrzymywać. Potwierdzają to wyniki badań dotyczących dochodów oczekiwanych przez gospodarstwa domowe w 2004 r. (tabela 22).

Tabela 21

Bezpośrednie i pośrednie formy inwestowania gospodarstw domowych na rynku kapitałowym
(stany na koniec miesiąca, w mld zł)

Rodzaj uczestnictwa w inwestycjach kapitałowych	Grudzień 2002	Marzec 2003	Czerwiec 2003	Wrzesień 2003
1. Bezpośrednie inwestycje portfelowe – papiery				
wartościowe (łącznie)*	24,3	24,4	25,2	26,6
Akcje	8,1	7,3	8,3	9,1
Papiery skarbowe (łącznie)	16,2	17,1	16,4	17,5
a) obligacje rynkowe	5,9	7,0	7,2	8,3
b) obligacje oszczędnościowe	7,7	7,5	7,2	6,7
c) bony skarbowe	2,6	2,6	2,5	2,5
2. Pośrednie inwestycje portfelowe (łącznie)	55,9	62,1	71,3	79,2
Fundusze inwestycyjne otwarte (aktywa inwestycyjne gospodarstw domowych)**	20,1	24,1	28,6	32,2
Otwarte fundusze emerytalne (aktywa netto)	31,6	33,6	37,8	41,6
Ubezpieczenia na życie (lokaty środków z tytułu ubezpieczeń na życie, gdzie ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający)	4,2	4,4	4,9	5,4
Razem (1+2)	80,2	86,5	96,5	105,8
Relacja ww. form inwestycyjnych (łącznie) do depozytów i innych zobowiązań wobec gospodarstw domowych w systemie bankowym (w %)	37,7	40,5	46,1	50,9

* Papiery wartościowe znajdujące się na rachunkach inwestycyjnych klientów w domach i biurach maklerskich.

** Dane szacunkowe NBP; nie uwzględniono danych z funduszy, o których wiadomo, że skierowane są tylko do osób prawnych.

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

Tabela 22

Zmiany rocznych dochodów oczekiwane przez gospodarstwa domowe w 2004 r.
(w stosunku do dochodów uzyskanych w poprzednim roku, w %)

Oczekiwana zmiana dochodów	Unia Europejska (12 krajów)	Europa Centralna (Czechy, Węgry, Polska)	Stany Zjednoczone
Przyrost	15	4	40
Spadek	38	45	25
Bez zmian	45	34	31
Brak odpowiedzi	2	17	4

Źródło: GfK Ad Hoc Research Worldwide, cyt. za The Wall Street Europe, 16 grudnia 2003 r. Badanie zostało przeprowadzone na jesieni 2003 r.

Jak wynika z tabeli 22, w krajach Europy Centralnej utrzymywały się największe obawy co do możliwości spadku dochodów gospodarstw domowych w 2004 r. Znacznie więcej gospodarstw domowych oczekiwało tam obniżenia dochodów niż ich stabilizacji i wzrostu. Natomiast w USA oraz w krajach Europy Zachodniej zdecydowana większość gospodarstw domowych oczekiwała wzrostu (USA) lub stabilizacji dochodów (Europa Zachodnia). Jeśli oczekiwania te znajdą potwierdzenie w rzeczywistości, będzie to miało bezpośredni wpływ na wielkość aktywów lokowanych na rynkach kapitałowych.

Kolejne badanie dotyczyło preferowanych przez gospodarstwa domowe kierunków inwestycyjnych (tabela 23).

Tabela 23

Kierunki inwestowania preferowane przez gospodarstwa domowe

Preferowane kierunki inwestowania	Unia Europejska (12 krajów)	Europa Centralna (Czechy, Węgry, Polska)	Stany Zjednoczone
Akcje i akcyjne fundusze inwestycyjne	13	10	30
Inne fundusze inwestycyjne	5	2	6
Obligacje	9	10	8
Krótkoterminowe depozyty bankowe	26	32	13
Ubezpieczenia na życie i fundusze emerytalne	13	16	13
Inne inwestycje	13	10	6
Brak preferencji inwestycyjnych	21	20	23

Źródło: GfK Ad Hoc Research World, cyt. za The Wall Street Europe, 16 grudnia 2003 r. Badanie zostało przeprowadzone na jesieni 2003 r. Pytanie zadane respondentom brzmiało: „Gdybyś mógł zainwestować 50 tys. euro, jakie instrumenty finansowe byś wybrał?”.

Dane tabeli 23 wskazują, że gospodarstwa domowe w krajach Europy Centralnej są zdecydowanie bardziej niż w krajach wysoko rozwiniętych zorientowane na inwestycje defensywne, tj. bezpieczne, płynne, ale nisko dochodowe. Należą do nich m.in. depozyty bankowe oraz ubezpieczenia na życie i fundusze emerytalne. Wynika to m.in. z faktu, że społeczeństwa w tych krajach znajdują się dopiero na etapie budowy pierwszego elementu tzw. klasycznej piramidy inwestycyjnej³⁸.

Niskie zainteresowanie polskich gospodarstw domowych inwestowaniem w akcje nie stwarza podstaw do wystąpienia tzw. efektu majątkowego, tj. wykorzystania przez gospodarstwa domowe ewentualnego zwiększenia wartości ich oszczędności, wywołanego wzrostem notowań posiadanych papierów wartościowych, do podniesienia poziomu konsumpcji.

³⁸ Klasyczna piramida inwestycyjna składa się z kilku poziomów, z których najniższy (podstawowy) ukierunkowany jest na bezpieczeństwo, a kolejne na dochodowość i spekulację. Podstawa piramidy zajmuje największy obszar, a jej wierzchołek, zbudowany z instrumentów o charakterze spekulacyjnym, a więc niosących duże ryzyko utraty zainwestowanego kapitału, najmniejszy. Taka struktura inwestycji gwarantuje stabilizację sytuacji finansowej gospodarstw domowych, która nie załamuje się gwałtownie w obliczu niekorzystnych zmian na rynkach finansowych.

5

Perspektywy inflacji

Polska gospodarka znajduje się obecnie w fazie ożywienia, stymulowanego przez dynamicznie rosnący eksport. W sektorach eksportowych obserwuje się już ożywienie inwestycyjne. Przy utrzymaniu się tempa wzrostu spożycia na poziomie zbliżonym do 2003 r. w najbliższych latach można się spodziewać kontynuacji wzrostowych tendencji gospodarki.

W gospodarce światowej również obserwuje się stopniowe ożywienie. Oczekujemy jego kontynuacji w najbliższych dwóch latach. Spodziewamy się przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i Japonii, co w rezultacie powinno przyczynić się również do umiarkowanego ożywienia w strefie euro wynikającego ze wzrostu popytu zewnętrznego oraz odbudowy inwestycji.

Skala wzrostu inwestycji w Polsce będzie w znacznej mierze uwarunkowana postępem reform sektora finansów publicznych. Ustalenie możliwie największego zakresu realizacji programu naprawy finansów publicznych i jego szybkie wprowadzenie mogłyby pozytywnie wpłynąć na procesy inwestycyjne, zmniejszając niepewność związaną z funkcjonowaniem przedsiębiorstw. Jednakże rozwiązania proponowane w programie są niewystarczające by całkowicie oddalić ryzyko przekroczenia drugiego progu ostrożnościowego dla długu publicznego (55% PKB). Niepewność co do perspektyw sektora publicznego pozostanie, a wysokie potrzeby pożyczkowe państwa będą ograniczać dostęp sektora prywatnego do finansowania. Tak więc sytuacja finansów publicznych nadal będzie czynnikiem spowalniającym tempo wzrostu gospodarczego.

Pomimo tego ograniczenia przewidujemy w 2004 r. szybszy wzrost PKB niż w roku 2003, zaś w 2005 r. utrzymanie się go na poziomie zbliżonym do 2004 r.

Wyższe tempo wzrostu gospodarczego nie przyniesie jednak najprawdopodobniej istotnego zwiększenia zatrudnienia, gdyż wymagałoby to obniżenia kosztów pracy dla przedsiębiorcy oraz stworzenia korzystniejszych niż obecnie warunków dla nowo powstających przedsiębiorstw. Możliwości produkcyjne gospodarki będą się stopniowo zwiększać, jednak nastąpi to głównie poprzez akumulację kapitału, zwiększenie wydajności pracy oraz efektywności wykorzystania czynników produkcji. Zwiększenie wydajności pracy w części również przełoży się na wzrost dynamiki płac.

W przypadku realizacji przedstawionego scenariusza uwarunkowań zewnętrznych i wewnętrznych w latach 2004–2005 i przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie projekcja inflacji wskazuje, że w roku 2004 będzie ona stopniowo wzrastać. W roku 2005 inflacja ustabilizuje się i z dużym prawdopodobieństwem pozostanie w pobliżu górnej granicy przedziału ciągłego celu inflacyjnego ustalonego na poziomie 2,5% +/- 1 pkt proc. Można się spodziewać okresowego przekroczenia granicy celu.

Powyższa projekcja obarczona jest niepewnością wynikającą z kilku czynników. Najważniejszym z nich jest sytuacja finansów publicznych. Impuls fiskalny wynikający ze wzrostu deficytu sektora finansów publicznych w 2004 r. może oddziaływać w kierunku zwiększenia konsumpcji i presji inflacyjnej. Zaniechanie lub istotne opóźnienie reform fiskalnych może spowodować odpływ kapitału, dalsze osłabienie złotego i wynikający stąd wzrost inflacji w 2004 i 2005 r. Niepewność dotyczy także możliwości większego od zakładanego wpływu ożywienia gospodarczego na wzrost liczby pracujących, szczególnie w 2005 r.

Inne czynniki niepewności związane są z możliwymi odchyleniami cen żywności i ropy naftowej od zakładanych dotychczas ścieżek. Nie można wykluczyć, że niekorzystne ukształtowanie się warunków agrometeorologicznych spowoduje przejściowe przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności, co odbiłoby się również we wzroście inflacji. Możliwe nasilenie się konfliktów na Bliskim Wschodzie oraz cięcia produkcyjne zapowiedziane przez państwa OPEC oznaczają, że ceny ropy naftowej mogą kształtować się na wysokim poziomie i charakteryzować znacznymi wahaniami.

Załącznik A

Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2003 r.*

Data	Przedmiot wniosku lub uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady	
29.01.2003	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za:	J. Krzyżewski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
29.01.2003	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP	obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	Za:	L. Balcerowicz
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	M. Dąbrowski
				J. Pruski
25.02.2003	uchwała w sprawie „Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku”		Za:	L. Balcerowicz
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
			Przeciw:	M. Dąbrowski
			Nieobecna:	W. Ziółkowska

* Z wyjątkiem uchwały z 30.09.2003 r. w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez NBP pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych.

26.02.2003	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,5 pkt. proc., oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. i pozostawienie oprocentowania lokaty terminowej NBP bez zmian	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za:	D. Rosati G. Wójtowicz
			Przeciw:	L. Balcerowicz M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
			Nieobecna:	W. Ziółkowska
26.02.2003	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP	obniżka stopy referencyjnej o 0,25 pkt. proc., stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 0,5 pkt. proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian	Za:	L. Balcerowicz B. Grabowski J. Krzyżewski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz
			Przeciw:	M. Dąbrowski C. Józefiak W. Łączkowski
			Nieobecna:	W. Ziółkowska
26.03.2003	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP	obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	Za:	L. Balcerowicz B. Grabowski J. Krzyżewski W. Łączkowski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska
			Przeciw:	M. Dąbrowski C. Józefiak J. Pruski
23.04.2003	uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego NBP sporządzonego na dzień 31 grudnia 2002 r.		Za:	L. Balcerowicz M. Dąbrowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska
			Nieobecny:	B. Grabowski

24.04.2003	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,5 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za:	D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
			Nieobecny: B. Grabowski	
24.04.2003	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za:	L. Balcerowicz
				J. Krzyżewski
				G. Wójtowicz
			Przeciw:	M. Dąbrowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				W. Ziółkowska
			Nieobecny: B. Grabowski	
24.04.2003	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,25 pkt. proc., oprocentowanie kredytów refinansowych o 0,5 pkt. proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian	wniosek uzyskał większości głosów	Za:	L. Balcerowicz
				J. Krzyżewski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	M. Dąbrowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
			Nieobecny: B. Grabowski	
24.04.2003	uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w NBP	obniżka stopy referencyjnej o 0,25 pkt. proc., oprocentowania kredytów refinansowych o 0,5 pkt. proc., stopy redyskontowej weksli o 0,25 pkt. proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian	Za:	L. Balcerowicz
				J. Krzyżewski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	M. Dąbrowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
			Nieobecny: B. Grabowski	

27.05.2003	uchwała w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2002 r.	Za:		L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				G. Wójtowicz
				Przeciw: D. Rosati
				W. Ziółkowska
27.05.2003	uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu NBP w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej w 2002 r.	Za:		L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
27.05.2003	uchwała w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności NBP w 2002 r.	Za:		L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
28.05.2003	uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w NBP	obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	Za:	L. Balcerowicz
				J. Krzyżewski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski

25.06.2003	uchwała w sprawie stopy	obniżka wszystkich stóp	Za:	L. Balcerowicz
	referencyjnej, oprocentowania	procentowych o 0,25 pkt. proc.		J. Krzyżewski
	kredytów refinansowych,			D. Rosati
	oprocentowania lokaty			G. Wójtowicz
	terminowej oraz stopy			W. Ziółkowska
	redyskontowej weksli w NBP		Przeciw:	M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
27.08.2003	wniosek o obniżenie wszystkich	wniosek nie uzyskał większości	Za:	J. Czekaj
	stóp procentowych	głosów		D. Rosati
	o 0,25 pkt. proc.			G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	L. Balcerowicz
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
			Nieobecny:	M. Dąbrowski
30.09.2003	uchwała w sprawie ustalenia		Za:	L. Balcerowicz
	założeń polityki pieniężnej			J. Czekaj
	na rok 2004			B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	M. Dąbrowski
			Nieobecny:	D. Rosati
30.09.2003.	uchwała w sprawie stopy		Za:	L. Balcerowicz
	rezerwy obowiązkowej banków			J. Czekaj
				M. Dąbrowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	B. Grabowski
				J. Pruski
			Nieobecny:	D. Rosati

26.11.2003	wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na restrykcyjne	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za:	M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				J. Pruski
			Przeciw:	L. Balcerowicz
				J. Czekaj
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
16.12.2003	uchwała w sprawie zatwierdzenia planu finansowego NBP na rok 2004		Za:	L. Balcerowicz
				J. Czekaj
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
16.12.2003	uchwała w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat NBP		Za:	L. Balcerowicz
				J. Czekaj
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	M. Dąbrowski
16.12.2003	uchwała w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w NBP		Za:	L. Balcerowicz
				J. Czekaj
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska

17.12.2003	wniosek o zmianę nastawienia	głos Przewodniczącego RPP	Za:	M. Dąbrowski
	w polityce pieniężnej z	rozstrzygnął, że wniosek		B. Grabowski
	neutralnego na restrykcyjne	nie przeszedł do dalszego		C. Józefiak
		głosowania		W. Łączkowski
				J. Pruski
			Przeciw:	L. Balcerowicz
				J. Czekaj
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska