



---

# Raport o inflacji

## w II kwartale 2002 roku

---

**Projekt graficzny i grafika na okładce:**

Oliwka s.c.

**Skład i druk:**

Drukarnia NBP

**Wydął:**

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

© Narodowy Bank Polski, 2002  
ISSN 1640 - 0747

# Spis treści

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

## SYNTEZA

1. W II kwartale 2002 r. nastąpił nieoczekiwanie szybki spadek inflacji; 12-miesięczny wskaźnik CPI obniżył się z 3,3% w marcu do 1,6% w czerwcu.

Był to efekt oddziaływania zarówno czynników podażowych, jak i popytowych. Wzrost podaży żywności spowodował wcześniejszy niż zazwyczaj sezonowy spadek jej cen. Jednocześnie brak poważniejszych zaburzeń na światowym rynku ropy sprzyjał stabilizacji na niskim poziomie krajowych cen paliw. Inflację obniżała też słaba dynamika cen z grupy kontrolowanych (efekt innego niż przed rokiem rozkładu ich podwyżek w czasie, a także mniejszej ich skali). Utrzymujący się niski wzrost dochodów do dyspozycji ludności tłumił i tak już słabe tempo wzrostu cen towarów nieżywnościowych i niektórych usług. Ponadto skalę redukcji 12-miesięcznego CPI w II kwartale br. dodatkowo pogłębiał efekt bazy – najbardziej widoczny w grupie cen żywności i cen kontrolowanych, których tempo wzrostu przed rokiem uległo wyraźnemu przyspieszeniu.

Spadkowi CPI towarzyszył w II kwartale br., utrzymujący się od maja ub.r., spadek wszystkich miar inflacji bazowej, co wskazywało na trwałą charakter tendencji dezinflacyjnych w gospodarce.

12-miesięczne wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI), po spadku w IV kwartale ub.r., który został przełamany na początku br., wykazują nieprzerwaną lekką tendencję wzrostową.

2. Mimo braku w I kwartale br. symptomów poprawy koniunktury w gospodarce strefy euro, w tym przede wszystkim w Niemczech, w II kwartale br. nastąpiło przełamanie spadkowej tendencji polskiego eksportu. Wzrostowi wpływów z eksportu towarzyszyło w tym okresie ustabilizowanie się wydatków na import. W rezultacie w II kwartale br. ujemne saldo płatności towarowych zmniejszyło się w stosunku do jego wielkości sprzed roku. Niższe niż przed rokiem były też ujemne salda dochodów i usług, a nadwyżki niesklasyfikowanych obrotów bieżących oraz transferów – wyższe. W efekcie tych korzystnych zmian relacja deficytu bilansu obrotów bieżących do PKB obniżyła się w II kwartale br. do 3,7% (wobec 4,1% w I kwartale br. i 5,3% w II kwartale ub.r.).

3. Przy nadal niskim poziomie popytu krajowego, tempo wzrostu PKB w II kwartale br. było nieco wyższe niż w poprzednim kwartale i wyniosło 0,8%. Tempo wzrostu spożycia indywidualnego obniżyło się do 2,9%. Utrzymała się spadkowa tendencja nakładów inwestycyjnych, choć skala ich spadku zmniejszyła się.

Wartość dodana wzrosła w II kwartale br. o 0,9%. W porównaniu z I kwartałem br. mniejszy był spadek wartości dodanej w przemyśle i w budownictwie. Zmniejszyło się tempo wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych.

4. Na rynku pracy w II kwartale br. nie nastąpiła znacząca poprawa sytuacji; utrzymała się tendencja do spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i wzrostu liczby bezrobotnych. W czerwcu stopa bezrobocia zmniejszyła się do poziomu 17,3% (wobec 18,1% w marcu br.), co jednak w znacznym stopniu było zjawiskiem sezonowym. W lipcowych badaniach koniunktury przedsiębiorcy przewidywali dalsze redukcje zatrudnienia.

Trudna sytuacja na rynku pracy nadal wpływała hamująco na wzrost płac. W I półroczu br. odnotowano znacznie wolniejszy niż przed rokiem wzrost przeciętnych nominalnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Wobec znacznego spowolnienia dynamiki CPI szybszy niż przed rokiem był natomiast wzrost wynagrodzeń realnych.

5. Choć realizacja budżetu państwa przebiegała w II kwartale br. zgodnie z planem, to jednak ze względu na niskie w tym okresie wpływy z prywatyzacji, oznaczała istotny wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu. W rezultacie w analizowanym kwartale wartość netto emisji skarbowych papierów wartościowych na rynek krajowy była o 56% wyższa niż w analogicznym okresie ub.r. Ograniczało to możliwości finansowania przedsiębiorstw.

Niepokojącym zjawiskiem w sektorze finansów publicznych w II kwartale br. było też rosnące zadłużenie innych niż budżet państwa elementów tego sektora, przede wszystkim funduszy ce-

lowych. W połączeniu ze spodziewanym wysokim deficytem budżetów jednostek samorządu terytorialnego oznacza to, że deficyt sektora finansów publicznych może na koniec br. przewyższyć zaplanowany w ustawie budżetowej poziom 5% PKB.

6. W II kwartale br. niewielkiemu spadkowi rocznej dynamiki podaży pieniądza (M3) towarzyszył dalszy szybki wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu poza kasami banków. To ostatnie zjawisko było w głównej mierze następstwem spadku stóp procentowych, obniżającego alternatywne koszty utrzymywania gotówki. Nadal spadała w II kwartale br. roczna dynamika depozytów gospodarstw domowych, co było związane z pogarszaniem się sytuacji dochodowej gospodarstw domowych, a także ze zmniejszaniem się oprocentowania depozytów w systemie bankowym i opodatkowaniem odsetek bankowych.

\* \* \*

W II kwartale br. Rada Polityki Pieniężnej dokonała trzech obniżek stóp procentowych NBP. Zostały one łącznie zredukowane o 100-200 punktów bazowych, w tym stopa referencyjna – kluczowa z punktu widzenia oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej – o 150 punktów bazowych.

Do obniżek stóp procentowych w II kwartale br. skłoniły Radę:

- dalszy systematyczny spadek wartości wszystkich rocznych miar inflacji bazowej, który wskazywał, że obserwowana w tym samym okresie niskowa tendencja rocznego wskaźnika CPI nie miała charakteru przejściowego;
- korzystnie kształtujące się z punktu widzenia perspektyw inflacji oczekiwania inflacyjne, zarówno osób fizycznych, jak i analityków bankowych;
- umiarkowane tempo wzrostu przeciętnej nominalnej płacy w przedsiębiorstwach oraz brak czynników wskazujących na możliwość jego istotnego przyspieszenia w nadchodzących miesiącach;
- ujemna roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i słabnąca roczna dynamika wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych.

Natomiast głównym czynnikiem skłaniającym do ostrożności w obniżaniu stóp procentowych w II kwartale br. była utrzymująca się niepewność co do kształtowania się deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych zarówno w 2002 r., jak i w 2003 r. Choć w analizowanym kwartale nie pojawiły się większe zagrożenia dla realizacji *Ustawy budżetowej na rok 2002*, to jednak istniało niebezpieczeństwo, że deficyt ekonomiczny będzie wyższy niż zakładano w związku z pogarszającą się sytuacją funduszy celowych. Przyszłoroczne plany rządu w zakresie polityki fiskalnej także napawały niepokojem. Zgodnie z *Założeniami projektu budżetu państwa na rok 2003*, przedstawionymi przez Ministerstwo Finansów w czerwcu br., deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych miał wynieść w przyszłym roku 4,9% PKB. Wobec prognozowanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oznaczałoby to utrzymanie luźnej polityki fiskalnej.

Ponadto do ograniczania skali dokonywanych obniżek stóp procentowych skłaniała też Radę:

- utrzymująca się w II kwartale br. wysoka dynamika przyrostu gotówki, której towarzyszyła niepewność co do jej przyczyn i skutków inflacyjnych;
- spadkowa tendencja rocznej dynamiki depozytów gospodarstw domowych;
- świadomość, że pełne skutki dokonanych przez RPP od lutego ub.r. redukcji stóp procentowych jeszcze się ujawniły.

Dalsze złagodzenie polityki monetarnej w II kwartale br. znalazło odzwierciedlenie w postępującym spadku wartości indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI), który uwzględnia poziom realnych stóp procentowych i realnego efektywnego kursu walutowego. W czerwcu br. indeks ten obniżył się do poziomu zbliżonego do odnotowanego w maju 1999 r.

W czerwcu br. RPP obniżyła poziom celu inflacyjnego na 2002 r. do 3% – z dopuszczalnym przedziałem odchyień +/- 1 pkt proc. Uzasadnieniem tej decyzji były znacznie korzystniejsze warunki realizacji celu inflacyjnego w br., niż przewidywano w chwili jego wyznaczenia w sierpniu

2001 r. Niespodziewanie pomyślnie dla przebiegu procesów inflacyjnych ukształtowały się czynniki podażowe (głównie w odniesieniu do cen żywności i paliw), mniejszy niż zakładano był wzrost cen podlegających regulacji administracyjnej i na niższym poziomie ukształtowała się dynamika popytu krajowego.

W tej sytuacji Rada uznała, że (wyłączając niespodziewane niekorzystne wstrząsy podażowe w II półroczu br.) mimo obniżenia stóp procentowych NBP od sierpnia 2001 r. do maja br. łącznie o 6,5 pkt. proc., inflacja na koniec br. będzie prawdopodobnie wyraźnie niższa niż 4%, tj. niż wynosiła dolna granica przyjętego pierwotnie przedziału celu inflacyjnego. Kierując się dążeniem do stabilizacji inflacji na niskim poziomie, a także do zachowania przejrzystości co do priorytetów prowadzonej polityki pieniężnej, RPP podjęła decyzję o rewizji celu inflacyjnego na 2002 r.

Jednocześnie Rada wyznaczyła też na analogicznym poziomie cel inflacyjny na 2003 r., konkretyzując tym samym przyjęty we wrześniu 1998 r. średniookresowy cel polityki pieniężnej obniżenia inflacji do poziomu poniżej 4% w 2003 r. Nowy cel jest spójny ze wskaźnikiem inflacji przyjętym przez rząd w *Założeniach do projektu budżetu państwa na rok 2003*.

\* \* \*

Po nieoczekiwaniu szybkim spadku inflacji w II kwartale br. (o 1,7 pkt. proc.), w drugim półroczu bieżącego roku można oczekiwać większej równowagi sił między czynnikami spowalniającymi i przyspieszającymi tempo wzrostu cen.

Niska w pierwszym półroczu br. dynamika popytu krajowego będzie ulegać stopniowemu zwiększaniu w następnych kwartałach. Przewidywane zmniejszenie tempa spadku inwestycji oraz utrzymywanie się stopy wzrostu popytu konsumpcyjnego na poziomie zbliżonym do zarejestrowanego w pierwszym półroczu br. powinny rozpocząć proces stopniowego zmniejszania się luki popytowej (zwiększy się stopień wykorzystania mocy wytwórczych i tempo wzrostu PKB). Nie powinno to jednak przyczynić się do wzrostu presji inflacyjnej.

Presji inflacyjnej nie należy też spodziewać się ze strony rynku pracy. Zarówno brak w najbliższym czasie perspektyw zdecydowanego zmniejszenia bezrobocia, jak też utrzymujący się spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych pozwalają sądzić, że kształtowanie się płac w ciągu najbliższego roku będzie sprzyjało dalszemu obniżaniu się inflacji.

W pierwszym półroczu br. istotnym czynnikiem dezinflacyjnym była taniejąca żywność. O tym, czy w drugim półroczu ceny żywności także będą oddziaływały w kierunku spadku inflacji zadecydują tegoroczne zbiory. Według aktualnych szacunków będą one mniejsze niż w ub.r. i ukształtują się na przeciętnym poziomie z poprzednich lat.

Jeśli chodzi o ceny ropy, to spodziewane powolne ożywienie w gospodarce światowej nie powinno stwarzać groźby nasilenia ich wzrostu w II półroczu br., a także w przyszłym roku. Utrzymujące się obawy przed kolejną wojną w Zatoce Perskiej nie pozwalają jednak na istotne obniżenie prognoz tych cen w stosunku do ich poziomu z II kwartału br.

Kształtowanie się szerokich agregatów monetarnych także nie stwarza zagrożenia dla realizacji polityki pieniężnej w najbliższym okresie. Nie wydaje się też, by utrzymująca się wysoka roczna dynamika M1 zapowiadała niebezpieczeństwo wzrostu inflacji. Przyrost popytu na pieniądź gotówkowy związany jest bowiem ze spadkiem stóp procentowych oraz prawdopodobnym wzrostem aktywności w szarej strefie gospodarki.

Źródłem dużej niepewności przy prognozowaniu inflacji nadal pozostaje polityka fiskalna. Wprawdzie wykonanie tegorocznego budżetu państwa przebiega zgodnie z planem, to jednak pogarszająca się sytuacja funduszy celowych oraz spodziewany wysoki deficyt jednostek samorządu terytorialnego wskazują, że deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych może na koniec br. przekroczyć zaplanowany w ustawie budżetowej poziom 5% PKB.

Z kolei, jak wynika z przyjętych w lipcu br. przez Radę Ministrów *Założeń do projektu budżetu państwa na 2003 r.*, deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych w przyszłym roku ma wynieść 4,5% PKB. W warunkach prognozowanego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego

jest to informacja niepokojąca, ponieważ oznacza utrzymanie luźnej polityki fiskalnej. Przesądzi o tym w głównej mierze wysoki deficyt budżetu państwa. Jeśli dodać do tego niebezpieczeństwo, że relacja długu publicznego do PKB przekroczy w przyszłym roku próg 50%, to ostrożność zarówno przy prognozowaniu inflacji, jak i przy podejmowaniu decyzji o ewentualnych dalszych obniżkach stóp procentowych, wydaje się konieczna.

Spośród czynników wskazujących na możliwość wzrostu dynamiki cen na uwagę zasługuje też kształtowanie się dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI). Choć nadal znajduje się ona na stosunkowo niskim poziomie, to jednak rośnie (w ujęciu rocznym) nieprzerwanie od początku br. Indeks PPI, który w ostatnich latach znajdował się przeciętnie o około 3 pkt. proc. poniżej indeksu CPI, w czerwcu br. był zaledwie o 0,4 pkt. proc. niższy, co może być zapowiedzią wzrostu PPI w najbliższym czasie i w konsekwencji – presji inflacyjnej mierzonej zmianami indeksu CPI.

Elementem niepewności przy prognozowaniu inflacji nadal pozostaje zachowanie banków komercyjnych, które – w miarę poprawy ogólnej sytuacji gospodarczej – nawet przy braku obniżek stóp podstawowych NBP mogą obniżyć oprocentowanie kredytów ze względu na utrzymujące się duże różnice w poziomach oprocentowania pożyczek na rynku międzybankowym i oprocentowania kredytów.

Reasumując, znaczny spadek inflacji w II kwartale br. spowodowany został przede wszystkim niespodziewanymi, wyjątkowo dużymi obniżkami cen żywności. Nie jest to jednak zjawisko trwałe. Po ustąpieniu tego czynnika stopa inflacji powinna ulegać stopniowej stabilizacji na poziomie nieco wyższym od bieżącego, co oznacza wysokie prawdopodobieństwo realizacji zarówno tegorocznego, jak i przyszłorocznego celu inflacyjnego.

## Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	2000				2001				2002			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał
	realny wzrost											
PKB	5,9	5,0	3,1	2,4	4,0	2,3	0,9	0,8	0,2	1,0	0,5	0,8
Popyt krajowy	5,1	3,3	1,4	1,7	2,8	-1,3	-1,8	-1,7	-2,8	-1,9	0,0	1,0
Spożycie ogółem	4,1	2,6	1,2	1,6	2,4	1,2	1,3	1,8	2,8	1,8	3,2	2,7
Spożycie indywidualne	4,8	2,9	1,1	1,7	2,7	1,5	1,6	2,2	3,3	2,1	3,5	2,9
Akumulacja brutto	10,4	5,7	1,6	1,7	3,9	-13,1	-12,5	-14,2	-14,5	-13,8	-18,4	-6,0
Nakłady brutto na środki trwałe	5,4	2,8	2,0	2,1	2,7	1,2	-8,5	-12,5	-13,5	-9,8	-13,3	-8,4
Stopa oszczędzania gospodarstw domowych (%) <sup>1</sup>	9,2	10,2	10,4	14,7	11,2	12,2	10,9	9,6	11,6	11,1	8,2	9,9
Stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych (%) <sup>2</sup>	5,5	3,6	4,3	8,5	5,5	9,0	5,2	4,1	6,0	6,1	5,2	4,5
Stopa bezrobocia (%)	14,0	13,6	14,0	15,1	15,1	16,1	15,9	16,3	17,4	17,4	18,1	17,3
Dochoły do dyspozycji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)	102,9	102,2	100,9	103,7	102,4	104,7	101,6	101,3	100,1	101,8	98,9	100,1
Zadłużenie Skarbu Państwa (w mln zł, nom.) <sup>3</sup>	270.144,9	279.507,8	287.984,3	266.816,8	266.816,8	273.192,9	271.584,9	291.795,1	283.939,5	283.937,5	309.388,4	
Deficyt budżetu państwa (w mln zł)	6.927,4	10.650,2	14.041,9	15.391,0	15.391,0	14.992,5	18.805,5	21.865,0	32.358,3	32.358,3	16.436,8	24.922,5
Zadłużenie zagraniczne (w mln USD) <sup>3</sup>	65.702	66.882	65.607	69.558	69.558	71.217	70.438	72.758	70.815	70.815	72.061	

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

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

<sup>3</sup> Stan w końcu okresu.

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



**Podstawowe wskaźniki monetarne**

	2000				2001				2002				
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	
	analogiczny okres poprzedniego roku = 100												
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych <sup>1</sup>	110,3	110,2	110,3	108,5	108,5	106,2	106,2	104,3	103,6	103,6	103,6	103,6	101,6
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu <sup>1</sup>	107,3	108,9	108,3	105,6	105,6	103,8	100,9	100,7	99,6	99,6	100,3	100,3	101,2
	dynamika nominalna stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)												
Podaż pieniądza (M3)	114,0	120,3	114,7	111,9	111,9	114,7	107,8	112,6	109,0	109,0	103,2	103,2	102,5
Podaż pieniądza ogółem <sup>2</sup>	113,8	120,6	114,1	111,7	111,7	114,9	108,0	114,3	113,7	113,7	108,6	108,6	107,5
Depozyty i inne zobowiązania	115,6	122,9	116,7	115,5	115,5	116,4	108,9	113,6	108,7	108,7	101,7	101,7	100,5
w tym:													
depozyty gospodarstw domowych	113,8	118,1	116,8	120,0	120,0	119,9	115,9	117,0	106,4	106,4	103,3	103,3	100,1
depozyty przedsiębiorstw	117,5	121,4	110,0	98,5	98,5	105,1	99,8	105,3	116,5	116,5	104,9	104,9	112,9
Należności	125,3	132,0	123,7	116,9	116,9	114,1	104,8	111,4	109,3	109,3	107,0	107,0	109,4
w tym:													
należności gospodarstw domowych	136,5	152,7	130,8	125,7	125,7	121,1	102,2	119,9	114,7	114,7	117,7	117,7	115,6
należności przedsiębiorstw	115,1	117,4	114,5	112,0	112,0	111,2	106,8	106,0	103,7	103,7	98,2	98,2	102,1
	dynamika realna <sup>3</sup> stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)												
Podaż pieniądza (M3)	103,3	109,2	104,0	103,1	103,1	108,0	101,5	108,0	105,2	105,2	99,9	99,9	100,9
Podaż pieniądza ogółem	103,2	109,4	103,4	103,0	103,0	108,2	101,7	109,6	109,8	109,8	105,1	105,1	105,8
Depozyty i inne zobowiązania	104,8	111,5	105,8	106,4	106,4	109,6	102,5	108,9	104,9	104,9	98,5	98,5	98,9
w tym:													
depozyty gospodarstw domowych	103,2	107,1	105,9	110,6	110,6	112,9	109,1	112,2	102,7	102,7	100,0	100,0	98,5
depozyty przedsiębiorstw	106,5	110,1	99,7	90,8	90,8	99,0	94,0	101,0	112,4	112,4	101,6	101,6	111,1
Należności	113,6	119,8	112,1	107,8	107,8	107,5	98,6	106,8	105,5	105,5	103,6	103,6	107,6
w tym:													
należności gospodarstw domowych	123,7	138,6	118,6	115,8	115,8	114,0	96,2	114,9	110,7	110,7	114,0	114,0	113,7
należności przedsiębiorstw	104,3	106,6	103,8	103,2	103,2	104,7	100,6	101,6	100,1	100,1	95,0	95,0	100,5
Stopa referencyjna (%) <sup>4</sup>	17,5	17,5	19,0	19,0	19,0	17,0	15,5	14,5	11,5	11,5	10,0	10,0	8,5
Stopa kredytu redyskontowego (%) <sup>4</sup>	20,0	20,0	21,5	21,5	21,5	19,5	18,0	17,0	14,0	14,0	12,0	12,0	10,0
Stopa kredytu lombardowego (%) <sup>4</sup>	21,5	21,5	23,0	23,0	23,0	21,0	19,5	18,5	15,5	15,5	13,5	13,5	11,5

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

Źródło: dane GUS, NBP.

## 1

Popyt krajowy i podaż<sup>1</sup>

Według wstępnych szacunków GUS w II kwartale br. tempo wzrostu PKB – przy wyższym niż w poprzednich kwartałach popycie krajowym – było nieco wyższe niż w I kwartale br. i wyniosło 0,8%. Zmniejszyło się tempo spadku wartości dodanej w przemyśle i budownictwie. W związku z osłabieniem dynamiki wzrostu obrotów przedsiębiorstw handlowych mniejsze było tempo wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych.

Mniejszy wzrost sprzedaży detalicznej wskazuje, że przy nadal relatywnie niskim nominalnym wzroście dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych, obniżyło się wysokie w I kwartale br. tempo wzrostu spożycia indywidualnego. Szacuje się, że nastąpił dalszy spadek nakładów na środki trwałe, choć był on mniejszy niż w poprzednich kwartałach. Szacunki wzrostu PKB i popytu krajowego przedstawiono w tabeli 1.

**Tabela 1**  
**Dynamika PKB i popytu krajowego**

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

Źródło: GUS, szacunki własne.

### 1.1. Popyt krajowy

Na podstawie danych o nominalnym wzroście wynagrodzeń i świadczeń społecznych szacuje się, że w II kwartale br. realna dynamika **dochodów do dyspozycji brutto** gospodarstw domowych ukształtowała się na poziomie podobnym do notowanego w I kwartale br.

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej wzrosło o 2,7% w porównaniu z II kwartałem 2001 r. (w sektorze przedsiębiorstw o 3,5%). Wobec spadku przeciętnego zatrudnienia o około 4% dochody z pracy najemnej były nominalnie o 1,2% mniejsze niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (w tym w sektorze przedsiębiorstw – o 1,4%).

Nadal wysoka była w II kwartale br. dynamika przeciętnych emerytur i rent. Dochody ze świadczeń z ubezpieczeń społecznych wzrosły w porównaniu z II kwartałem ub.r. o około 9%. Mi-

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

mo założonych w budżecie ograniczeń, wartość świadczeń z pomocy społecznej przekracza wielkości notowane przed rokiem. Szacuje się, że łącznie świadczenia społeczne wzrosły w II kwartale br. nominalnie o około 8%.

Mimo pogorszenia relacji cen w rolnictwie wzrost produkcji przyczynił się do utrzymania wzrostu nominalnych dochodów rolników. Obniżyła się dynamika dochodów z nierolniczej działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochodów z własności. Łącznie szacuje się, że nominalny wzrost dochodów do dyspozycji brutto w porównaniu z II kwartałem ub.r. wyniósł około 2%. Przy spadku kwartalnego wskaźnika wzrostu cen konsumpcyjnych do 2,1%, siła nabywcza dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych ukształtowała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w II kwartale ub.r.

W ciągu II kwartału br. zanotowano spadek depozytów gospodarstw domowych w bankach o 1,3 mld zł<sup>2</sup>, w tym depozytów z terminem pierwotnym do 2 lat o 3,4 mld zł. Mniejszy niż w I kwartale br. był przyrost kredytów (o 0,9 mld zł wobec 3,2 mld zł). Jednocześnie zanotowano bardzo wysoki wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu (2,4 mld zł wobec 0,6 mld zł). Łącznie oszczędności pieniężne netto gospodarstw domowych wyniosły 0,3 mld zł, co stanowiło tylko około 7% wartości z II kwartału ub.r. Szacuje się, że w porównaniu z II kwartałem ub.r. oszczędności finansowe poza systemem bankowym wzrosły ponad dwukrotnie, a oszczędności niefinansowe były o około 5% mniejsze. **Oszczędności brutto gospodarstw domowych** ukształtowały się w II kwartale br. na poziomie około 7% niższym niż przed rokiem, podczas gdy w I kwartale br. były mniejsze odpowiednio o ponad 30%.

W tych warunkach szacuje się, że mimo iż wzrost **spożycia indywidualnego** był nadal wyższy od wzrostu siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych, to jego tempo było niższe niż w I kwartale br. i wyniosło 2,9%. Na spadek tempa wzrostu konsumpcji wskazuje również osłabienie dynamiki wolumenu sprzedaży detalicznej w średnich i dużych przedsiębiorstwach handlowych (z 5,8% w I kwartale br. do 0,8% w II kwartale br.).

Na podstawie danych o produkcji budownictwa i podaży dóbr inwestycyjnych szacuje się, że nastąpiło zmniejszenie skali spadku **nakładów inwestycyjnych**. Poziom zrealizowanych inwestycyjnych robót budowlano-montażowych w średnich i dużych przedsiębiorstwach w I kwartale 2001 r. był o 18,3% niższy niż przed rokiem, a w I półroczu br. – odpowiednio o 15,5%. Spadek produkcji sprzedanej przedsiębiorstw przemysłowych, wytwarzających głównie dobra inwestycyjne, zmniejszył się z około 6% do około 5%. Wzrósł udział importu inwestycyjnego w imporcie ogółem.

Realizacja **budżetu państwa** przebiegała w II kwartale br. zgodnie z planem, jednak – ze względu na bardzo wysoki poziom deficytu – wiązało się to z dużymi potrzebami pożyczkowymi Skarbu Państwa.

Deficyt budżetu państwa w II kwartale br. wyniósł blisko 8,5 mld zł, podczas gdy przed rokiem – 3,8 mld zł. Tak duża różnica w poziomie deficytu wynikała przede wszystkim z braku nadzwyczajnych dochodów niepodatkowych, jakie wystąpiły w II kwartale ub.r.<sup>3</sup>

Wysoką dynamiką charakteryzowały się natomiast dochody podatkowe budżetu państwa, które w II kwartale br. były o 13,5% wyższe niż w analogicznym okresie ub.r. W głównej mierze zdecydowały o tym stosunkowo wysokie wpływy z podatków pośrednich. Szczególnie duże wpływy z tego tytułu odnotowano w kwietniu, do czego przyczyniła się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej w marcu br., a także w czerwcu, na co z kolei wpłynęło wprowadzone w marcu br. wydłużenie okresu realizacji zwrotów podatku przysługujących płatnikom VAT.

Wydatki budżetowe były w II kwartale br. o 6,0% wyższe niż w analogicznym okresie ub.r. Należy przy tym zaznaczyć, że rosnącym od początku br. wydatkom budżetu państwa, towarzyszą niekorzystne zmiany w ich strukturze. Coraz większą rolę odgrywają w niej bowiem wydat-

<sup>2</sup> Liczba ta dotyczy depozytów ogółem. W pozostałych rozdziałach *Raportu* kategoria „depozyty” obejmuje tylko depozyty bieżące oraz depozyty terminowe z terminem pierwotnym do dwóch lat włącznie.

<sup>3</sup> W czerwcu 2001 r. budżet otrzymał 0,8 mld zł z tytułu opłat koncesyjnych UMIS i 4,9 mld zł z tytułu wpłaty z zysku NBP (wyjątkowo wysokiej ze względu na zmianę w systemie rachunkowości). W br. wpłata ta była niemal o połowę niższa i została przekazana w lipcu, a nie w czerwcu.

**Tabela 2**  
**Wykonanie budżetu państwa**

	I półrocze		Dynamika	Dynamika	Zaawansowanie	
	2001	2002	I-VI/I-VI	IV-VI/IV-VI	2001 wykonanie	2002 plan
<b>DOCHODY, w tym:</b>	<b>67.729,7</b>	<b>65.111,1</b>	<b>96,1</b>	<b>93,7</b>	<b>48,2</b>	<b>44,9</b>
Dochody podatkowe	53.783,7	59.314,4	110,3	113,5	45,2	45,0
Podatki pośrednie	38.995,8	43.646,1	111,9	116,6	47,3	47,8
Podatek dochodowy od osób prawnych	5.401,1	6.227,4	115,3	117,7	40,9	45,0
Podatek dochodowy od osób fizycznych	9.386,7	9.440,8	100,6	98,6	40,0	35,6
Dochody niepodatkowe	13.946,0	5.796,7	41,6	34,1	65,0	43,2
<b>WYDATKI, w tym:</b>	<b>86.535,2</b>	<b>90.033,5</b>	<b>104,0</b>	<b>106,0</b>	<b>50,1</b>	<b>48,6</b>
Obsługa zadłużenia	11.081,2	12.426,2	112,1	109,4	53,0	48,4
Dotacja dla Funduszu Pracy	1.673,1	2.128,7	127,2	97,3	63,1	58,6
Dotacja dla FUS	10.460,1	12.190,5	116,5	128,3	48,6	44,7
<b>DEFICYT</b>	<b>-18.805,5</b>	<b>-24.922,5</b>	<b>132,5</b>	<b>222,5</b>	<b>58,1</b>	<b>62,3</b>
Finansowanie	18.805,5	24.922,5	132,5	222,5	58,1	62,3
<b>Finansowanie krajowe</b>	<b>17.818,7</b>	<b>23.179,0</b>	<b>130,1</b>	<b>131,0</b>	<b>40,8</b>	<b>59,7</b>
Bony skarbowe	5.833,4	10.455,9	179,2	136,8	54,0	178,7
Obligacje	7.651,0	16.244,7	212,3	176,6	28,5	61,0
Przychody z prywatyzacji	1.969,9	677,3	34,4	6,3	30,4	10,3
<b>Finansowanie zagraniczne</b>	<b>986,9</b>	<b>1.743,5</b>	<b>176,7</b>	<b>-222,9</b>	<b>-8,7</b>	<b>147,8</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów.

ki socjalne. I tak, w I półroczu br. budżet państwa przekazał o ponad 27% więcej dotacji do Funduszu Pracy niż rok wcześniej i o 16,5% więcej do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Natomiast wydatki majątkowe budżetu były w okresie styczeń-czerwiec br. o 9% niższe niż w analogicznym okresie ub.r.

Wysoki deficyt budżetowy odnotowany w II kwartale br., w połączeniu z niskimi w tym okresie wpływami z prywatyzacji, oznaczał wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu. W istotnej części zostały one zaspokojone ze źródeł zagranicznych. Jednak pomimo sfinansowania ponad 2,2 mld zł z łącznej kwoty deficytu środkami z emisji euroobligacji, wartość netto emisji skarbowych papierów wartościowych na rynek krajowy była w II kwartale br. o 56% wyższa niż w analogicznym okresie ub.r. Tym samym możliwości finansowania przedsiębiorstw przez banki uległy dalszemu ograniczeniu w porównaniu z sytuacją z ub.r.

Kolejnym negatywnym zjawiskiem w sektorze finansów publicznych w II kwartale br. było rosnące zadłużenie innych niż budżet państwa elementów tego sektora, przede wszystkim funduszy celowych. Fundusz Ubezpieczeń Społecznych notuje w br. niższe wpływy ze składek ubezpieczeniowych niż w ub.r., a jednocześnie nadal zwiększają się jego zaległości wobec OFE (w br. fundusze emerytalne prawdopodobnie nie otrzymają zapisanej w ustawie budżetowej kwoty, tj. 11,7 mld zł). Można również oczekiwać wzrostu zadłużenia Funduszu Pracy, któremu – mimo znacznie wyższej niż w ub.r. dotacji z budżetu – brakuje środków na wypłaty świadczeń. Nowym elementem generującym zadłużenie sektora finansów publicznych będzie Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych<sup>4</sup>. Po-

<sup>4</sup> Możliwość zaciągania kredytów bankowych przez FGŚP została wprowadzona w lipcu br. na mocy nowelizacji Ustawy o ochronie roszczeń pracowniczych w razie niewypłacalności pracodawcy z dnia 29.12.1993 r.; w ubiegłych latach fundusz ten nie miał takiej możliwości.

wyższe czynniki, a także spodziewany wysoki deficyt budżetów jednostek samorządu terytorialnego, wskazują że deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych może na koniec br. przewyższyć zaplanowany w ustawie budżetowej poziom 5% PKB.

## 1.2. Podaż krajowa

Według wstępnych szacunków w II kwartale br. wartość dodana wzrosła o 0,9%. W porównaniu z I kwartałem br. mniejszy był spadek wartości dodanej w przemyśle i w budownictwie. Zmniejszyło się tempo wzrostu w usługach rynkowych.

Produkcja sprzedana przemysłu (w dużych i średnich przedsiębiorstwach) w II kwartale br. była o 0,3% mniejsza niż w analogicznym okresie ub.r. (w IV kwartale ub.r. jej spadek wynosił 2,6%, a w I kwartale br. 1,6%). Produkcja przemysłu przetwórczego ukształtowała się na poziomie zbliżonym do notowanego w II kwartale ub.r. (spadek o 0,1%). Utrzymujący się od roku relatywnie niski poziom produkcji przemysłowej wynikał z nadal niskiego popytu krajowego, przy czym zanotowano zmniejszenie skali spadku popytu inwestycyjnego i osłabienie wzrostu popytu konsumpcyjnego. Spadek produkcji w przedsiębiorstwach wytwarzających głównie dobra inwestycyjne zmniejszył się z około 6% w I kwartale br. do około 5% w I półroczu br., a wzrost produkcji przedsiębiorstw wytwarzających dobra konsumpcyjne zmniejszył się odpowiednio z około 3% do około 2%. Poprawiła się sytuacja w działach uznawanych za nośniki postępu technicznego, których znaczna część produkcji sprzedawana jest na rynkach zagranicznych. W I kwartale poziom produkcji tych przemysłów był niższy niż przed rokiem o 6,8%, w I półroczu o 2,9%.

Niższe niż w I kwartale br. było tempo wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych, głównie w wyniku obniżenia dynamiki wzrostu obrotów przedsiębiorstw handlowych oraz obsługi nieruchomości i działalności gospodarczej. Po wzroście o 5,8% w I kwartale br., w II kwartale br. wolumen sprzedaży detalicznej był tylko o 0,7% większy niż przed rokiem. Wyższy niż w I kwartale br. był wzrost sprzedaży usług transportu i łączności. Według wstępnych informacji poprawiła się sytuacja przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, a pogorszyła – pozostałych jednostek pośrednictwa finansowego.

Wzrost skupu żywca i mleka oraz wysoki stan pogłowia trzody na początku br. potwierdzają wcześniejsze prognozy utrzymania się w 2002 r. wzrostu produkcji zwierzęcej. Obecne szacunki wskazują, że zbiory i produkcja roślinna ukształtują się na poziomie przeciętnym z lat poprzednich, tj. będą mniejsze niż w ub.r. Łącznie szacuje się, że w br. utrzyma się wzrost wartości globalnej i dodanej w rolnictwie, choć będzie on mniejszy niż w 2001 r.

W II kwartale br. zmniejszył się spadek wartości dodanej w budownictwie. Produkcja średnich i dużych przedsiębiorstw budowlanych w I kwartale br. była mniejsza niż w analogicznym okresie ub.r. o 15,6%, a w I półroczu br. – odpowiednio o 13,4%. Roboty budowlane o charakterze inwestycyjnym w I półroczu br. zmniejszyły się o 15,5%, a remontowe – o 7,3%. Mniejszy spadek popytu na roboty remontowe, które w przeważającej części wykonywane są przez przedsiębiorstwa małe, powoduje, że spadek produkcji całego budownictwa był mniejszy od zanotowanego w dużych i średnich przedsiębiorstwach.

## 2

## Handel zagraniczny, bilans płatniczy

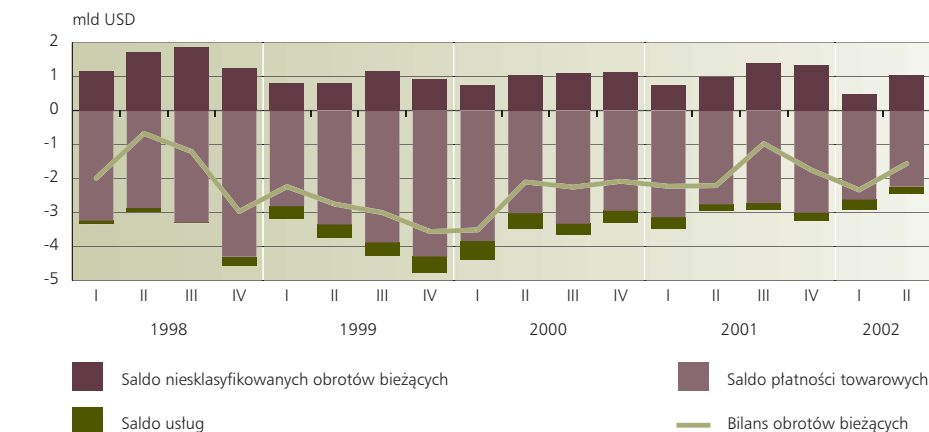
W II kwartale 2002 r. deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego obniżył się o 650 mln USD w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r. (wykres 1). Był to efekt przede wszystkim zmniejszenia się ujemnego salda płatności towarowych. Poprawa tego salda wynikała z jednej strony ze wzrostu wpływów z eksportu, a z drugiej – z ustabilizowania się wypłat za import. Zmiany w pozostałych pozycjach obrotów bieżących także oddziaływały w kierunku obniżenia się deficytu: ujemne salda dochodów i usług były niższe niż przed rokiem, a nadwyżki niesklasyfikowanych obrotów bieżących oraz transferów – wyższe.

W efekcie tych korzystnych zmian relacja deficytu obrotów bieżących do PKB obniżyła się w II kwartale br. do 3,7% (wobec 4,1% w I kwartale br. i 5,3% w II kwartale 2001 r.).

Statystyka płatnicza wskazuje na przełamanie w II kwartale br. spadkowej tendencji polskiego eksportu, obserwowanej w dwóch poprzednich kwartałach (wykres 2). Z uwagi na istotne umocnienie się kursu euro do dolara w II kwartale br. (wzrost o prawie 6% średnio w kwartale) najwyraźniej pokazują to dane w dolarach. Podczas gdy wpływy z eksportu w USD zwiększyły się w II kwartale br. o 6,5% w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r. (w I kwartale br. obniżyły się o 7,3%), to eksport rozliczany w euro wzrósł w tym samym okresie tylko o 1,2% (wobec spadku o 2,4% w I kwartale br.). Wpłynęło to, przy jednoczesnym spadku wypłat za import, na zmniejszenie się ujemnego salda płatności towarowych o ponad 500 mln USD (746 mln euro).

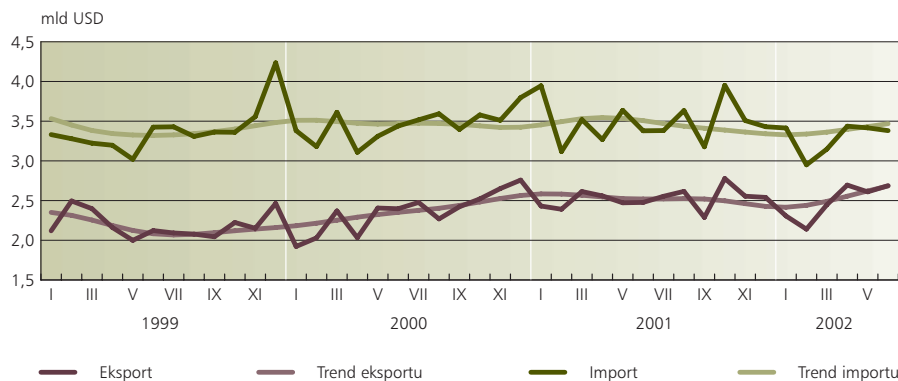
Płatnicze wyniki handlu zagranicznego w całym I półroczu br. wskazują na stagnację wpływów eksportowych (w dolarach spadły one o 0,7% w stosunku do I półrocza ub.r., natomiast w euro wzmocniły się o 0,5%), przy silnym spadku wypłat za import (obniżenie o 5,4% zarówno w dolarach, jak i w euro).

Z kolei według danych GUS (wykres 3) dolarowa wartość obrotów w handlu zagranicznym w okresie kwiecień-czerwiec br. wzrosła o 10,2% w stosunku do analogicznego okresu ub.r. (podczas gdy w I kwartale br. spadła odpowiednio o 1,6%). Podobna tendencja wystąpiła także w imporcie, którego wartość zwiększyła się o 8,5% (w I kwartale br. nastąpił jej spadek o 4,2%).

**Wykres 1****Bilans obrotów bieżących w latach 1998–2002 (dane kwartalne)**

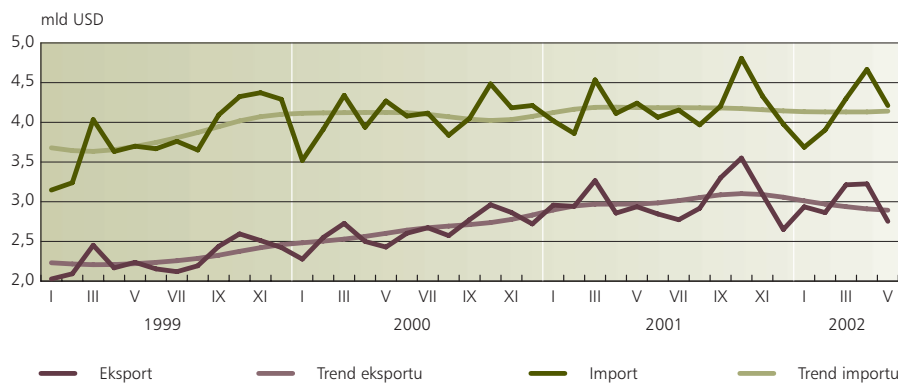
Źródło: dane NBP.

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



Źródło: dane NBP.

**Wykres 3**  
**Obroty handlu zagranicznego wg statystyki celnej (dane miesięczne)**



Źródło: dane GUS.

**Tabela 3**  
**Wybrane wskaźniki ekonomiczne strefy euro i Niemiec**  
**(zmiany w % w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, w cenach stałych)**

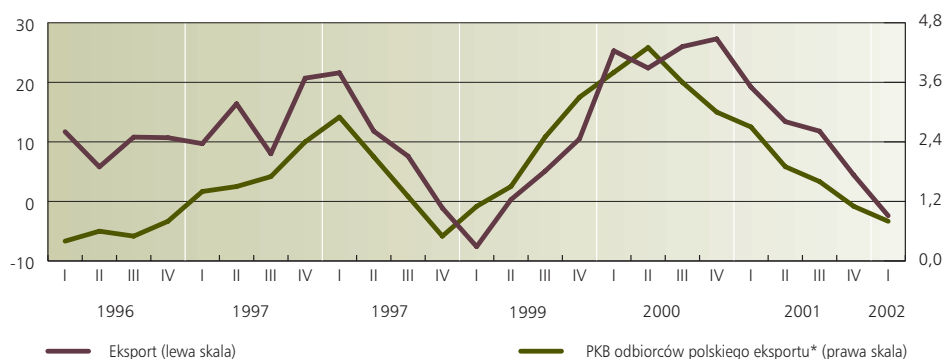
	Strefa euro			Niemcy				
	2001		2002	2001		2002		
	II	III	IV	I	II	III	IV	
	kwartały							
<b>Produkt krajowy brutto</b>	1,6	1,4	0,4	0,3	0,7	0,4	0,0	-0,2
<b>Popyt krajowy</b>	1,2	0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-1,4	-2,0	-2,0
Spożycie indywidualne	1,7	1,7	1,5	0,7	1,2	1,2	1,0	-0,3
Spożycie zbiorowe	2,2	2,4	2,2	2,2	1,7	1,8	1,8	1,1
Nakłady brutto na środki trwałe	0,1	-1,5	-2,0	-1,6	-3,6	-6,3	-6,0	-4,6
Zmiany zapasów*	0,1	-0,2	-0,6	-0,9	-0,6	-1,0	-0,6	-1,7
<b>Eksport</b>	4,3	1,0	-2,7	-2,0	7,2	4,4	-0,1	1,7
<b>Import</b>	3,4	-0,8	-5,1	-4,0	3,8	-1,0	-6,0	-3,5
Wartość dodana w przemyśle	1,2	0,5	-2,1	-2,3	1,1	-1,3	-3,1	-3,7
Wartość dodana w budownictwie	-0,3	-0,6	-0,6	0,0	-6,2	-6,1	-4,7	-1,3

\* w % PKB

Źródło: Eurostat.

**Wykres 4****Polski eksport a PKB w 15 krajach jego głównych odbiorcach**

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

\* ważone strukturą polskiego eksportu.  
Źródło: dane GUS i Bloomberg.

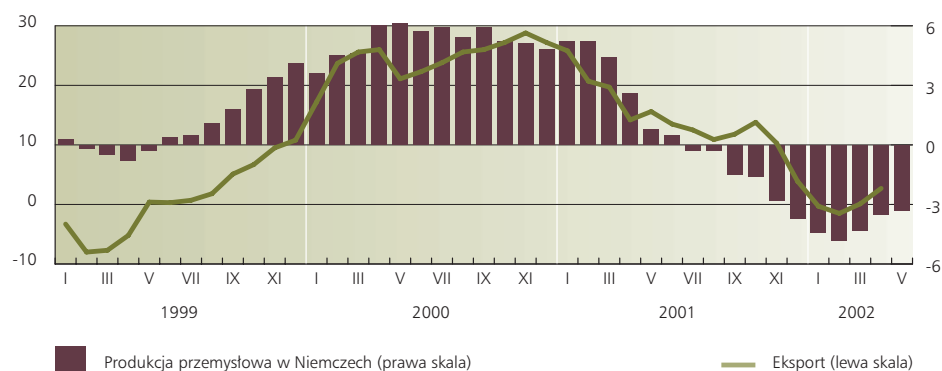
Jak wynika z tabeli 3, praktycznie brak jest symptomów poprawy koniunktury w gospodarce strefy euro. Ze względu na dominujący udział towarów zaopatrzeniowych w polskim eksporcie, najsilniej reaguje on na zmiany produkcji przemysłowej u naszego głównego partnera handlowego, tj. w Niemczech (wykres 5). W I połowie bieżącego roku produkcja niemieckiego przemysłu spadła o 3,2% w stosunku do analogicznego okresu ub.r., co wpłynęło na dalsze obniżenie się popytu importowego Niemiec. W efekcie wartość polskiego eksportu do tego kraju obniżyła się w tym okresie o 3,1% w stosunku do analogicznego okresu ub.r.

Wysoką dynamiką w ciągu pierwszych sześciu miesięcy br. odznaczał się natomiast nadal polski eksport na rynki wschodnie, np. o prawie 40% wzrósł w tym okresie nasz eksport do Rosji. Przyczyniły się do tego przede wszystkim korzystne tendencje w popycie na tym rynku (w I kwartale br. PKB w Rosji zwiększył się o 3,7%).

Wzrost eksportu w II kwartale br. nastąpił przede wszystkim dzięki zwiększeniu sprzedaży wyrobów przetworzonych, w tym zwłaszcza maszyn i urządzeń oraz sprzętu transportowego (tabela 4). Korzystne tendencje utrzymały się w większości sektorów o dużym udziale inwestycji zagranicznych. Dotyczyło to przede wszystkim silników, odbiorników telewizyjnych oraz mebli. Spadek eksportu odnotowano natomiast w grupie produktów nieprzetworzonych i był spowodowany głównie wyraźnym zmniejszeniem sprzedaży węgla.

**Wykres 5****Polski eksport a produkcja przemysłowa w Niemczech**

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



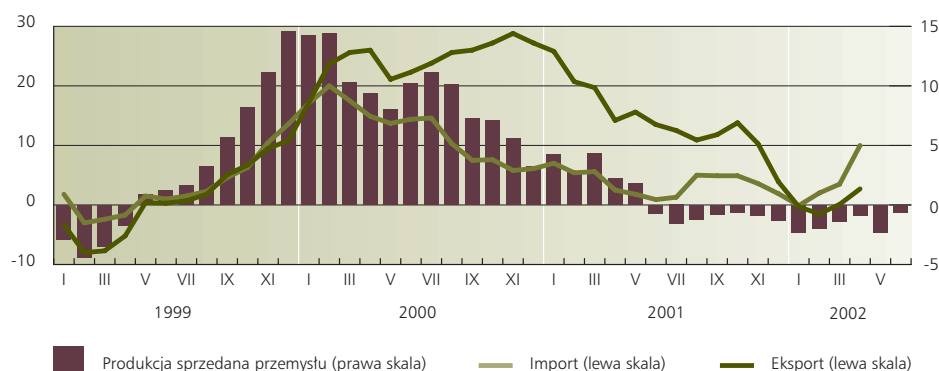
Źródło: dane GUS i Deutsche Bundesbank.



Wykres 6

## Polski eksport, import i produkcja sprzedana przemysłu

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



Źródło: dane GUS.

W imporcie, podobnie jak w eksporcie, w II kwartale br. grupą o najwyższej dynamice wzrostu były maszyny i sprzęt transportowy. W pozostałych sekcjach obejmujących wyroby przetworzone dynamika przywozu była także znacznie wyższa niż w I kwartale br. (tabela 5). Natomiast głęboki spadek importu, podobnie jak w I kwartale br., odnotowano w grupie paliwa mineralne. Znacząco obniżył się też w II kwartale br. import artykułów rolno-spożywczych.

Należy podkreślić, że warunki konkurencyjne w polskim handlu zagranicznym w I półroczu br. wyraźnie się poprawiły (tabela 6). Wskazuje na to w szczególności dalsze powiększenie się w tym okresie (zarówno w stosunku do I kwartału br., jak i do IV kwartału 2001 r.) różnicy między indeksami realnego efektywnego kursu walutowego, mierzonego zmianami jednostkowych kosztów pracy oraz zmianami cen eksportowych. Świadczy to o wyraźnej poprawie warunków cenowych i kosztowych wymiany handlowej z zagranicą. W II kwartale br., w obec umacniania się euro na rynku światowym, wystąpiła zdecydowana tendencja do deprecjacji nominalnego i realnego kursu złotego. Uwzględniając opóźnienie reakcji eksportu na zmiany kursu walutowego (wykres 7) można oczekiwać, że poprawa warunków kursowych wpłynie na dalsze przyspieszenie dynamiki wywozu w II połowie br.

Tabela 4

## Dynamika eksportu wg głównych grup towarowych

(w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, w %)

	2001				2002		2002		
	I	II	III	IV	I	II	kwiecień	maj	czerwiec
	kwartały								
<b>Ogółem</b>	21,3	14,7	12,1	8,8	-1,6	10,2	14,3	3,4	13,0
<b>Nieprzetworzone</b>	21,2	18,6	11,4	11,5	-9,9	-3,1	1,0	-13,0	2,9
Rolno-spożywcze	22,3	14,9	7,9	9,4	-5,8	2,6	10,8	-8,5	5,8
Surowce	0,2	-4,1	8,3	3,6	-10,6	1,9	4,1	-8,2	10,6
Paliwa mineralne	31,3	37,9	19,4	19,3	-14,7	-11,8	-11,3	-20,1	-3,7
<b>Przetworzone</b>	21,4	14,0	12,3	8,3	0,0	12,7	16,8	6,6	15,0
Chemiczne	24,4	10,2	-4,2	-3,2	-11,1	7,4	9,5	0,5	12,3
Maszyny i sprzęt transportowy	33,8	21,1	19,6	10,7	3,0	19,3	23,3	11,6	23,8
Pozostałe przemysłowe	12,0	9,1	9,1	8,1	-0,9	7,9	12,4	3,0	8,2

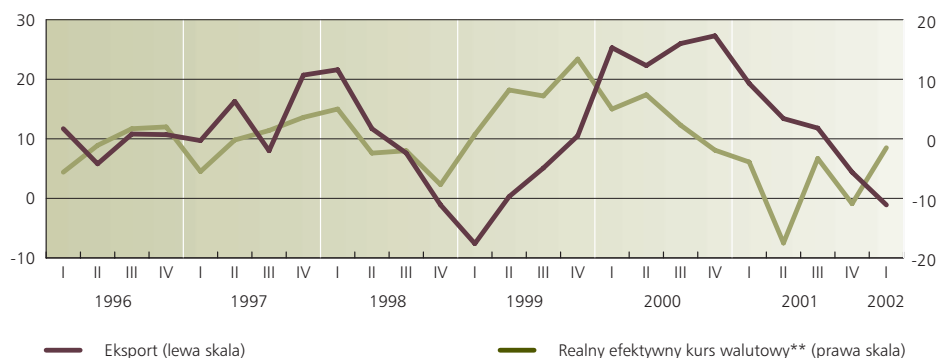
Źródło: dane GUS.

**Tabela 5**  
**Dynamika importu wg głównych grup towarowych**  
 (w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, w %)

	2001				2002		2002		
	I	II	III	IV	I	II	kwiecień	maj	czerwiec
	kwartały								
<b>Ogółem</b>	5,5	1,1	2,7	1,8	-4,2	8,5	13,8	1,8	10,1
<b>Nieprzetworzone</b>	7,0	8,2	-7,9	-8,4	-9,0	-9,1	-7,8	-8,6	-11,0
Rolno-spożywcze	6,5	16,8	-7,0	12,7	3,8	-11,6	-11,7	-7,8	-15,2
Surowce	1,4	-3,1	-9,2	-1,2	-9,2	1,0	2,4	-1,7	2,3
Paliwa mineralne	9,3	7,7	-7,9	-20,4	-16,1	-11,0	-8,7	-11,5	-12,6
<b>Przetworzone</b>	5,1	-0,6	5,5	4,6	-2,9	12,9	19,5	4,2	15,5
Chemiczne	7,2	2,2	5,3	12,2	1,5	9,1	8,9	8,9	9,5
Maszyny i sprzęt transportowy	3,7	-4,8	6,2	0,3	-6,5	18,9	33,8	2,4	22,4
Pozostałe przemysłowe	5,9	3,7	4,7	6,8	-0,6	7,5	8,1	4,2	10,2

Źródło: dane GUS.

**Wykres 7**  
**Eksport (w cenach stałych) a realny efektywny kurs złotego\***  
 (zmiany w % w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku)

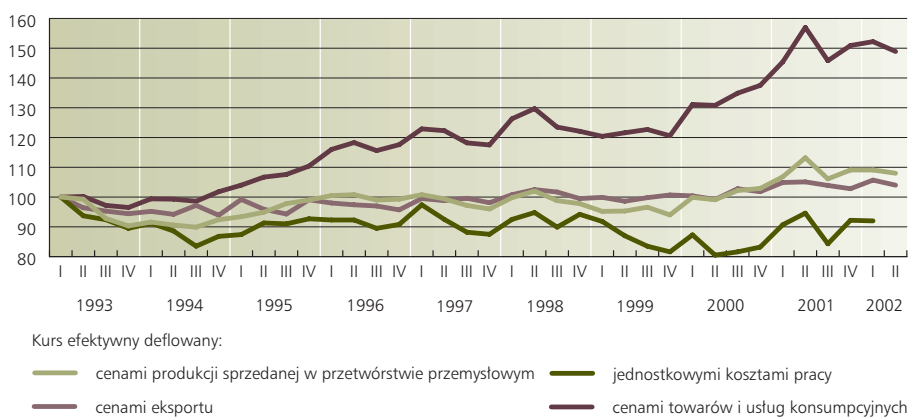


\* deflowany jednostkowymi kosztami pracy

\*\* spadek oznacza aprecjację

Źródło: dane GUS i NBP.

**Wykres 8**  
**Realny efektywny kurs złotego w latach 1993–2002 (dane kwartalne, 1993 = 100)**



Źródło: dane NBP.

Tabela 6

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

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

„+” – oznacza aprecjację kursu złotego

„b. d.” – brak danych

Źródło: dane NBP.

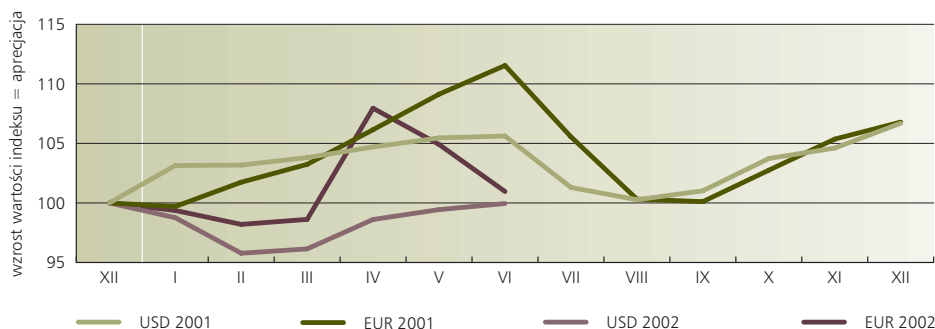
Deficyt obrotów bieżących w II kwartale br. został w 59% sfinansowany napływem długoterminowego kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich (w wysokości blisko 0,9 mld USD) wobec 43% w I kwartale br. i 66% w II kwartale ub.r. Należy jednak zaznaczyć, że wzrost tego wskaźnika w II kwartale br. wynikał z istotnego zmniejszenia się w tym okresie deficytu obrotów bieżących, przy jednoczesnym zmniejszeniu nadwyżki inwestycji bezpośrednich. Struktura kapitału zagranicznego napływającego w postaci inwestycji bezpośrednich była w II kwartale br. mniej korzystna niż w analogicznym kwartale ub.r.: kredyty otrzymane od bezpośrednich inwestorów zagranicznych stanowiły bowiem 24,8% wobec 15,7% rok wcześniej i 25,5% w I kwartale br.

Znaczenie inwestycji portfelowych netto jako źródła finansowania deficytu obrotów bieżących w II kwartale br. zmniejszyło się. Złożył się na to wysoki – w porównaniu z poprzednim kwartałem – odpływ polskiego kapitału, a także odpływ netto kapitału zagranicznego zarówno z lokat w papiery udziałowe (odpływ utrzymywał się w całym kwartale), jak i z lokat w papiery dłużne (wystąpił tylko w czerwcu). W sumie napływ netto kapitału w postaci inwestycji portfelowych w II kwartale br. wyniósł 332 mln USD wobec 1.469 mln USD w poprzednim kwartale oraz odpływu kapitału w II kwartale 2001 r. w wysokości 950 mln USD.

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze, sygnalizujące prawdopodobieństwo zaburzeń na rynkach finansowych związanych ze skalą nierównowagi zewnętrznej i sposobem jej finansowania, kształtowały się w II kwartale br. korzystniej niż w poprzednim kwartale (tabela 7). Jedyny wyjątek stanowił wskaźnik zabezpieczenia importu rezerwami NBP, który jednak mimo pogorszenia nadal utrzymuje się na wysokim poziomie.

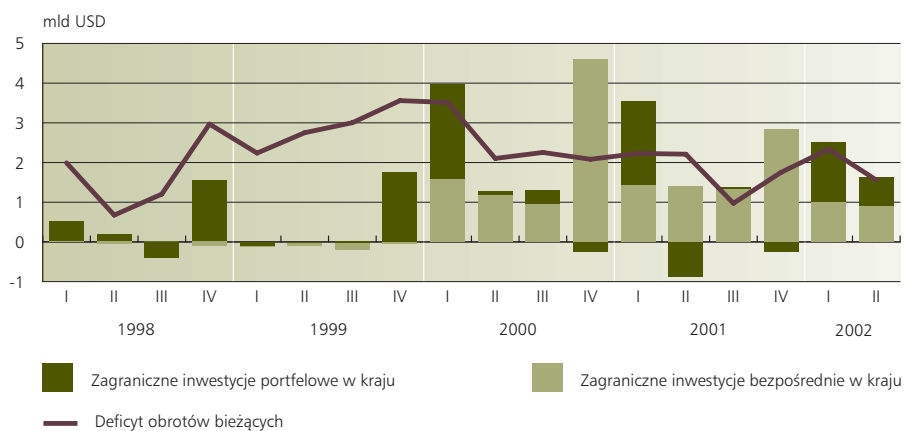
Wykres 9

## Realny kurs złotego wobec euro i dolara USA w latach 2001-2002 (grudzień poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane NBP.

**Wykres 10**  
**Deficyt obrotów bieżących a napływ inwestycji zagranicznych w latach 1998-2002**  
**(dane kwartalne)**



Źródło: dane NBP.

**Tabela 7**  
**Wybrane wskaźniki ostrzegawcze**

Wskaźniki ostrzegawcze	2001				2002	
	I	II	III	IV	I	II
	kwartały					
Saldo obrotów bieżących/PKB (%)	-5,4	-5,3	-4,4	-4,1	-4,1	-3,7
Saldo płatności towarowych/PKB (%)	-7,8	-7,3	-6,8	-6,6	-6,3	-6,0
Inwestycje bezpośrednie/saldo obrotów bieżących (%)	60,4	65,6	134,5	161,0	42,7	58,8
(Saldo obrotów bieżących – inwestycje bezpośrednie)/PKB (%)	-2,2	-1,7	0,8	2,2	-3,2	-1,5
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport (%)	42,0	46,1	40,6	79,1	37,3	-
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu	8,0	8,0	8,3	7,5	8,4	8,1

### 3

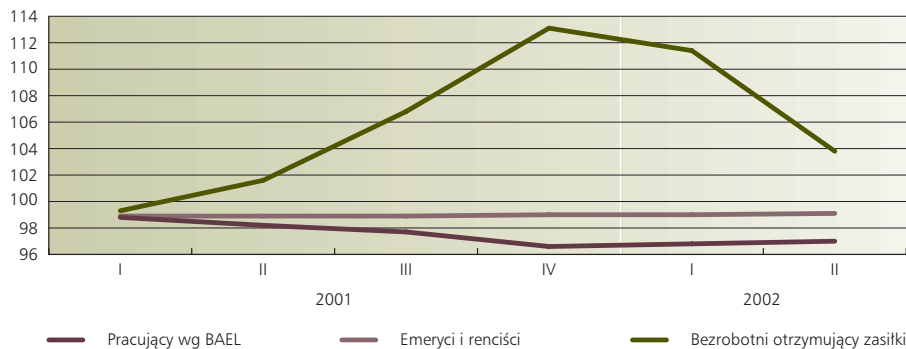
## Rynek pracy

W II kwartale 2002 r. nastąpiło niewielkie osłabienie tempa spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w porównaniu z I kwartałem br. Nadal jednak spadek ten był bardzo głęboki w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.

W ciągu roku (I kwartał 2001-I kwartał 2002) współczynnik aktywności zawodowej<sup>5</sup> zmniejszył się o ponad 1 pkt proc., a wskaźnik zatrudnienia<sup>6</sup> – o blisko 2 pkt. proc.

#### Wykres 11

**Dynamika liczby pracujących, emerytów i rencistów oraz osób otrzymujących zasiłki dla bezrobotnych (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)**



Źródło: dane GUS.

W II kwartale br. – mimo pogorszenia się wskaźnika zatrudnienia i dalszego obniżania się poziomu zatrudnienia – pojawiły się jednak oznaki pewnej poprawy sytuacji na rynku pracy. Należą do nich np.:

- mniejsza niż w poprzednich trzech kwartałach liczba nowych rejestracji bezrobotnych,
- liczba wyrejestrowanych bezrobotnych wyższa o ponad 30% od liczby osób nowo zarejestrowanych,
- fakt, że blisko 55% spośród osób wyrejestrowanych podjęło pracę,
- średnia liczba ofert pracy najwyższa od pięciu kwartałów.

Trudno obecnie ocenić trwałość tych tendencji. Jak wynika z danych GUS, czerwiec br. był pierwszym miesiącem od lutego 2001 r., w którym przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nie obniżyło się w stosunku do poprzedniego miesiąca; jego wzrost w porównaniu z majem wyniósł 2,0 tys. osób. Jednocześnie jednak więcej osób niż w maju zarejestrowano jako bezrobotnych, a mniej wyrejestrowano. Mniej też osób spośród wyrejestrowanych podjęło w tym okresie pracę, a liczba ofert pracy spadła w porównaniu z majem.

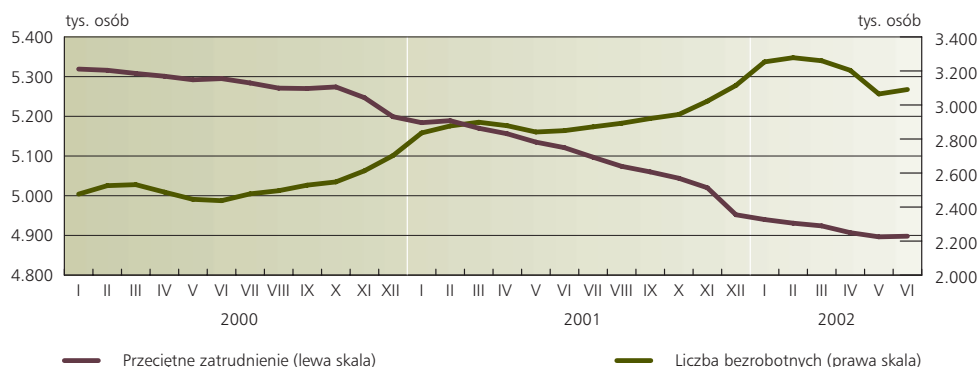
Zmiany zatrudnienia odnotowane w II kwartale br. były zróżnicowane w zależności od branży. W takich restrukturyzowanych działach, jak górnictwo węgla kamiennego i brunatnego, produk-

<sup>5</sup> Udział aktywnych zawodowo w liczbie ludności w wieku 15 lat i więcej ogółem oraz danej grupy.

<sup>6</sup> Udział pracujących w liczbie ludności w wieku 15 lat i więcej ogółem oraz danej grupy.

Wykres 12

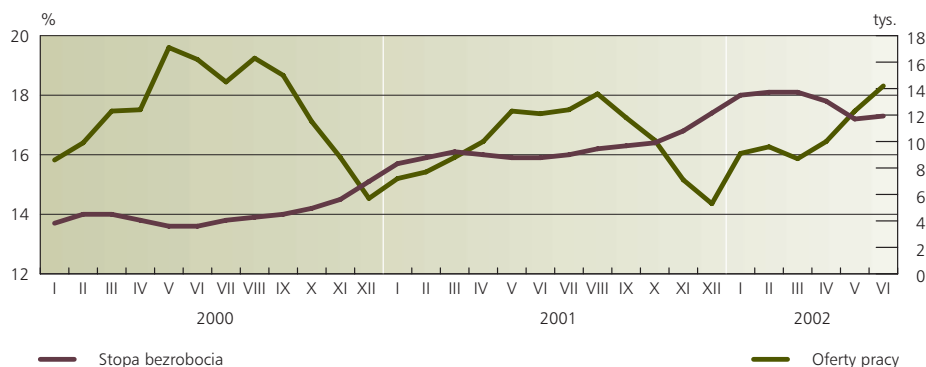
## Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw oraz liczba bezrobotnych



Źródło: dane GUS.

Wykres 13

## Stopa bezrobocia i liczba ofert pracy (stany na koniec miesiąca)



Źródło: dane GUS.

cja metali, produkcja maszyn i urządzeń, spadek zatrudnienia był znacznie wolniejszy niż w poprzednim kwartale i niż w analogicznym kwartale ub.r. Szybciej spadało zatrudnienie w innych branżach restrukturyzowanych, a mianowicie w transporcie (PKP, PKS) oraz w usługach pocztowych i telekomunikacji. Natomiast w sektorze usług rynkowych w całym I półroczu br. występowało ożywienie – wzrost zatrudnienia był tu szybszy niż w analogicznym okresie przed rokiem.

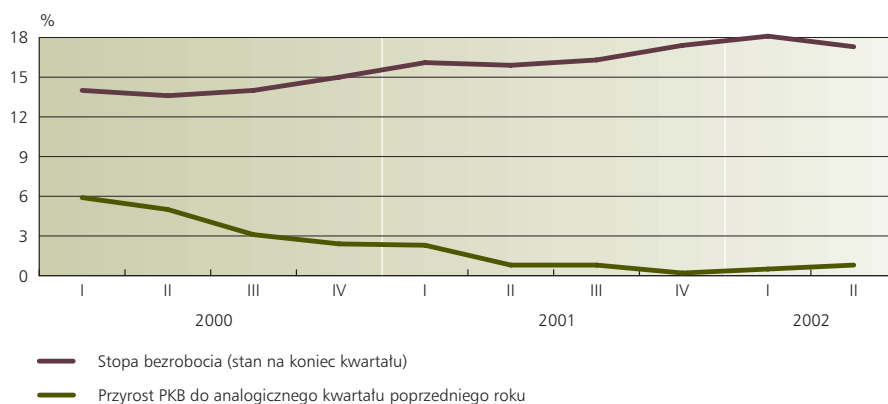
Jak wynika ze wstępnych badań koniunktury GUS<sup>7</sup>, w lipcu 2002 r. przedsiębiorcy przewidywali dalsze redukcje zatrudnienia. O ile w przetwórstwie przemysłowym i w handlu skala zwolnień miała być nieco mniejsza w porównaniu z wcześniejszymi szacunkami (choć zróżnicowana w zależności od branży), to w budownictwie przewidywania były bardziej pesymistyczne niż w czerwcu. Generalnie oczekuje się jednak pozytywnych efektów już realizowanych i przewidzianych do wprowadzenia w życie w najbliższym czasie inicjatyw rządu nakierowanych na wspieranie przedsiębiorczości, aktywizację zawodową oraz zmniejszenie bezrobocia.

Szybki wzrost bezrobocia w Polsce to efekt wieloletnich zaniechań w usuwaniu barier rozwoju przedsiębiorczości, braku głębokich zmian kodeksu pracy i systemu podatkowego, niewprowadzania nowych form edukacji zawodowej. Efekty tych zaniedbań dodatkowo spotęgowały w ostatnich latach czynniki demograficzne (wejście na rynek pracy wyżu demograficznego z lat 80-tych). W tych warunkach do osiągnięcia znacznej i trwałej poprawy sytuacji na rynku pracy nie wystarczy tylko szybszy wzrost gospodarczy.

<sup>7</sup> Koniunktura w przemyśle, budownictwie i handlu w lipcu 2002 r., GUS.

Wykres 14

## Stopa bezrobocia i przyrost PKB



Źródło: dane GUS.

Jak wynika z doświadczeń krajów, którym skutecznie udało się zmniejszyć bezrobocie, w pierwszej kolejności upraszczały one swoje systemy podatkowe i obniżały podatki zarówno dla firm, jak i dla osób prywatnych. Nie stosowały np. żadnych ulg i zwolnień podatkowych poza powszechną kwotą zwolnienia (Niemcy, Wielka Brytania, Holandia, Irlandia). Drugi kierunek zmian to gruntowna reforma i liberalizacja prawa pracy (Holandia, Hiszpania).

Istotnym czynnikiem ograniczania bezrobocia jest właściwe kształtowanie płac. Stosowane w krajach UE negocjowanie płac między partnerami społecznymi dotyczy w zasadzie tylko płacy minimalnej lub gwarantowanej. Pozwala to z dużą swobodą ustalać płace w przedsiębiorstwie – zawsze jednak w powiązaniu z jego wynikami finansowymi.

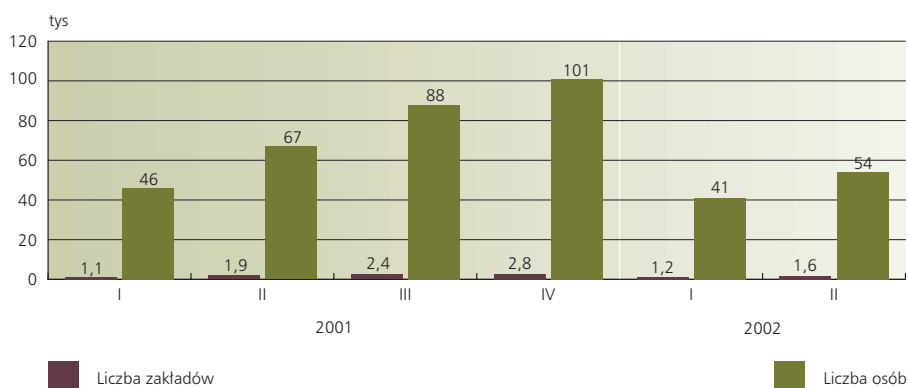
Tabela 8

## Zmiany przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw według sekcji (w tys. osób)

Wyszczególnienie	I-VI 2001		I-VI 2002	
	zmiany w stosunku do I-VI 2000	przeciętne zatrudnienie	przeciętne zatrudnienie	zmiany w stosunku do I-VI 2001
<b>Sektor przedsiębiorstw ogółem</b>	- 139	4928		- 248
Górnictwo i kopalnictwo	- 21	211		- 13
Przetwórstwo przemysłowe	- 102	2045		- 164
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	- 4	228		- 2
Budownictwo	- 34	427		- 57
Handel i naprawy	- 8	837		7
Hotele i restauracje	1	85		3
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	- 23	518		- 41
w tym:				
poczta i telekomunikacja	-	177		- 5
transport lądowy i rurociągowy	- 19	275		- 36
Obsługa nieruchomości i firm	31	410		10
Pozostałe niewymienione	40	167		9

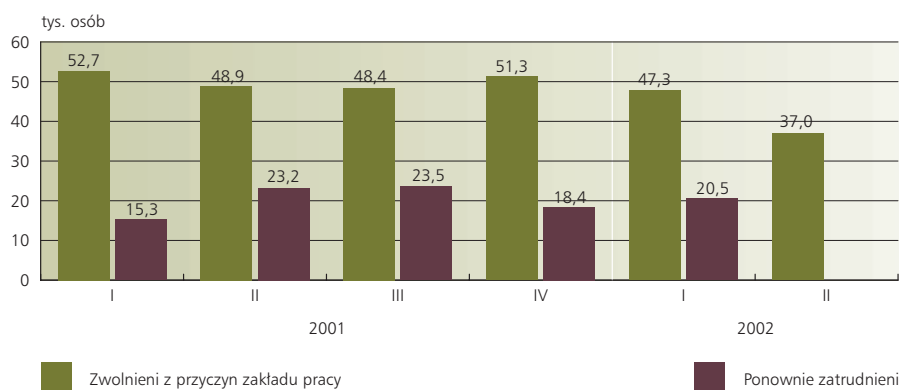
Źródło dane GUS, obliczenia własne.

**Wykres 15**  
Zapowiedzi zwolnień grupowych w kwartałach



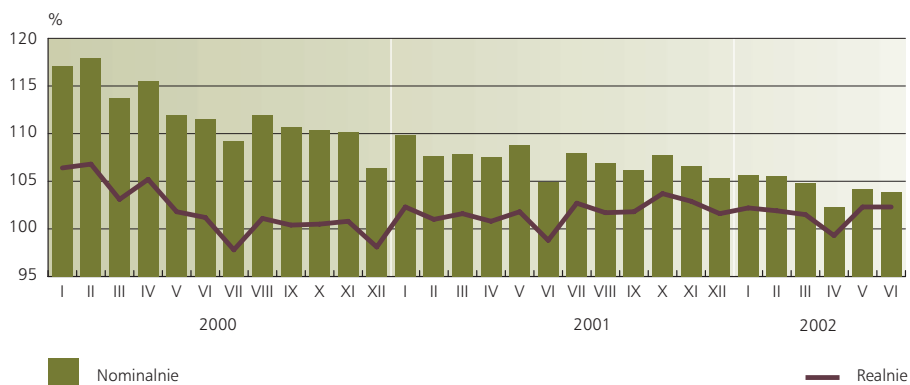
Źródło: dane GUS.

**Wykres 16**  
Zwolnieni z przyczyn zakładu pracy, z tego ponownie zatrudnieni



Źródło: dane GUS.

**Wykres 17**  
Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu nominalnym i realnym (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

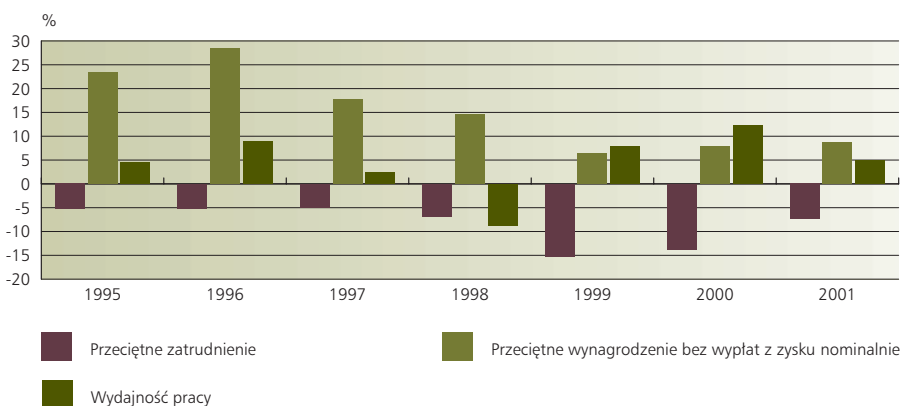


Do końca II kwartału br. w Polsce nie zdołano osiągnąć porozumienia pomiędzy stroną rządową, pracodawcami i związkami zawodowymi w tych kwestiach, co uniemożliwiło przeprowadzenie kompleksowych reform uelastyczniających funkcjonowanie rynku pracy, a tym samym skuteczną walkę z bezrobociem<sup>8</sup>.

Trudna sytuacja na rynku pracy nadal działała hamująco na wzrost płac. W I półroczu br. odnotowano znacznie wolniejszy niż przed rokiem wzrost przeciętnych wynagrodzeń nominalnych. Jednak spowolnienie dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych, spowodowało szybszy niż w analogicznym okresie ub.r. wzrost wynagrodzeń realnych.

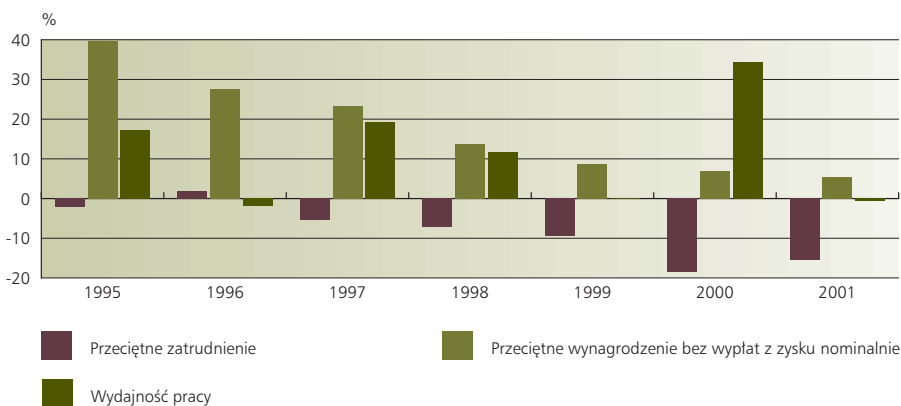
Przeciętne zatrudnienie i wynagrodzenie w wybranych<sup>9</sup> sekcjach i działach sektora przedsiębiorstw (tempo zmian w ujęciu rocznym) przedstawiają wykresy 18 – 23.

**Wykres 18**  
**Górnictwo węgla kamiennego i brunatnego**



Źródło: dane GUS.

**Wykres 19**  
**Produkcja metali**

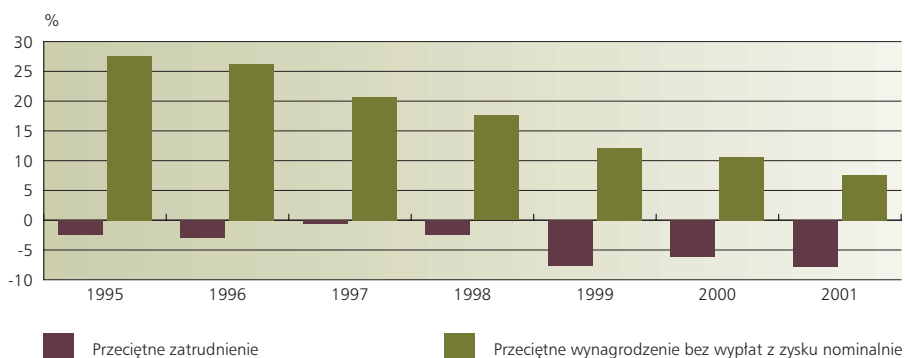


Źródło: dane GUS.

<sup>8</sup> 26 lipca br. Sejm znowelizował Kodeks pracy (Ustawa o zmianie Kodeksu pracy oraz zmianie niektórych innych ustaw, Dz.U. nr 135 z dnia 28.08.2002 r., p. 1146). Nowe przepisy są bardziej elastyczne. Odciążają pracodawców i zachęcają ich do tworzenia nowych miejsc pracy. Zmiany wprowadzone w Kodeksie pracy – w ocenie NBP – przyczynią się do zmniejszenia stopnia ochrony pracownika o około 10%, co wpłynie na osłabienie presji inflacyjnej w długim okresie.

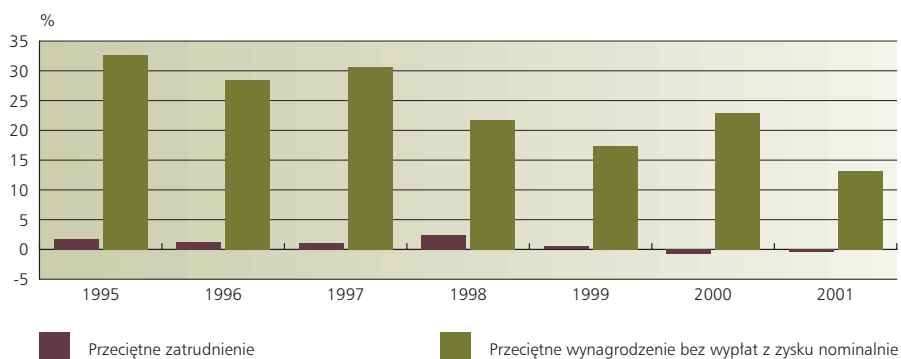
<sup>9</sup> O wyborze tych sekcji i działów zdecydowało ich istotne znaczenie dla rynku pracy, nie tylko z uwagi na ich znaczny udział w zatrudnieniu ogółem w sektorze przedsiębiorstw (łącznie ponad 30%), ale również ze względu na następujące w nich od kilku lat procesy restrukturyzacji i prywatyzacji.

**Wykres 20**  
Transport lądowy i rurociągowy



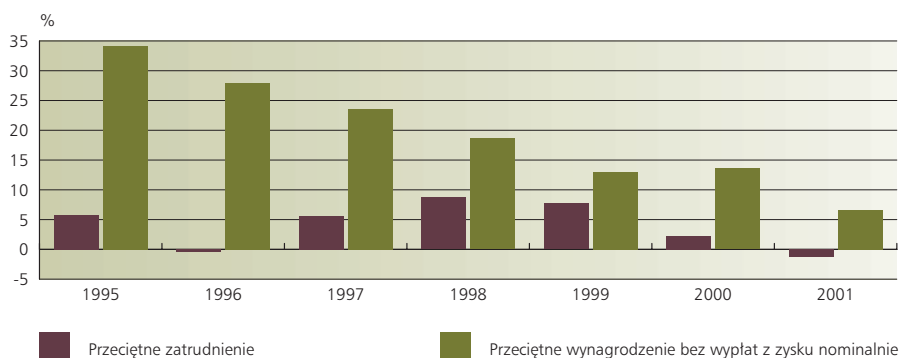
Źródło: dane GUS.

**Wykres 21**  
Poczta i telekomunikacja



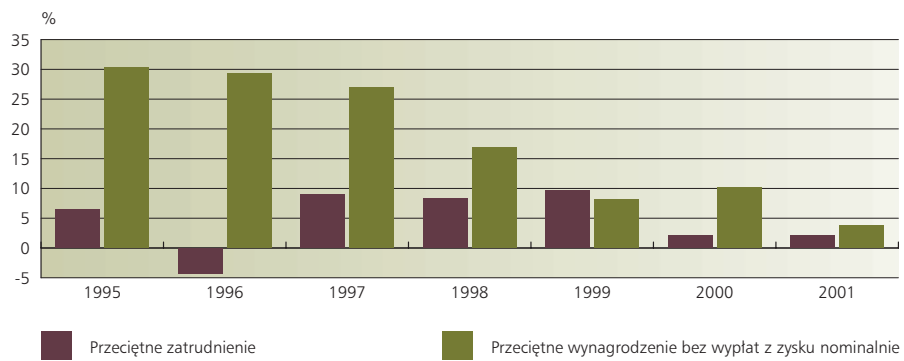
Źródło: dane GUS.

**Wykres 22**  
Handel i naprawy



Źródło: dane GUS.

**Wykres 23**  
**Hotele i restauracje**



Źródło: dane GUS.

## 4

## Inne czynniki podażowe

## 4.1. Czynniki strukturalne

Obecne zamierzenia rządu dotyczące zmian strukturalnych w gospodarce przedstawia tabela 9.

Realizacja koncepcji przekształceń strukturalnych z wykorzystaniem procesów prywatyzacyjnych jest często blokowana wskutek:

- przyjęcia zasady uzależnienia prywatyzacji od przeprowadzenia wcześniej przez państwo restrukturyzacji (co oznacza zmianę dotychczasowego podejścia i znacznie opóźnia prywatyzację),
- dążenia do konsolidacji przedsiębiorstw państwowych bez powiązania z prywatyzacją, co traktowane jest jako sposób na sprostanie konkurencji międzynarodowej,
- trwającej nadal dyskusji na temat pożądanego wielkości sektora publicznego w gospodarce.

Powyższe uwarunkowania powodują, że postęp w procesach restrukturyzacyjnych jest obecnie niewielki, a procesy prywatyzacyjne – po znacznym wyhamowaniu na przełomie lat 2001 i 2002 – w II kwartale br. nadal przebiegały w zwolnionym tempie. Skarb Państwa w pierwszym półroczu br. uzyskał zaledwie 825 mln zł przychodów z prywatyzacji, co stanowi 12,5% zaplanowanej wielkości<sup>10</sup>.

Najbardziej zaawansowane są procesy prywatyzacyjne w sektorach infrastrukturalnych i zaopatrzeniowych, które wymagają zarazem głębokiej restrukturyzacji i określenia niezbędnej wielkości udziału w nich państwa (tabela 10).

Sytuacja finansowa dziedzin gospodarki o najmniejszym stopniu zaawansowania przekształceń własnościowych kształtuje się bardzo niekorzystnie (tabela 11). Nie dotyczy to sektorów elektroenergetycznego i gazowego, które odnoszą korzyści ze swojej monopolistycznej pozycji na rynku. Z kolei poprawa wyników górnictwa węglowego w I półroczu 2002 r. w porównaniu z poprzednimi latami nie odzwierciedla jego rzeczywistej sytuacji finansowej, lecz jest rezultatem uprzywilejowanej pozycji tego sektora, korzystającego z pomocy budżetu państwa. Wystarczy wskazać na wielkość krótkoterminowego zadłużenia górnictwa węgla kamiennego, która ponad trzykrotnie przewyższa wartość jego aktywów obrotowych (tabela 12).

Procesy prywatyzacyjne coraz częściej są hamowane i wypierane przez procesy konsolidacyjne<sup>11</sup>. Dotyczy to głównie branż z większościowym udziałem sektora publicznego i polega na tworzeniu koncernów państwowych, konsolidujących się pionowo, poziomo, produktowo bądź geograficznie. Tendencja ta pojawiła się (lub planowane jest wprowadzenie takich rozwiązań) w:

- energetyce (Południowy Koncern Energetyczny, konsolidacja 32 zakładów energetycznych w pięć grup zajmujących się dystrybucją energii),
- górnictwie (spółka Polski Węgiel),

<sup>10</sup> Kwota wpływów z prywatyzacji zapisana w budżecie na 2002 r. sięga 6,6 mld zł.

<sup>11</sup> W wielu przypadkach konsolidacja jest sposobem na uniknięcie upadłości przez nieefektywne przedsiębiorstwa, które wtapiane są w jedną strukturę z przedsiębiorstwami o wysokiej efektywności. Przykładowo, gdy zrealizowana zostanie koncepcja holdingów górniczo-energetycznych, znikną nieefektywne kopalnie.

**Tabela 9**  
**Główne elementy programów przekształceń strukturalnych w podstawowych sektorach gospodarki**

Sektory	Charakterystyka ogólna
Elektroenergetyczny	Według koncepcji przyjętej w kwietniu 2002 r. zakłada się skonsolidowanie 32 zakładów energetycznych w pięć grup, z których każdej przypadnie 13-15% krajowego rynku dystrybucji. Ma to nastąpić w 2003 r. i będzie możliwe dopiero po prywatyzacji elektrowni i elektrociepłowni. Konsolidacja nie obejmie prywatyzowanych zakładów ze środkowej i północnej Polski, tzw. Grupy G-8 oraz warszawskiej firmy STOEN. Plan przewiduje także połączenie elektrowni w dwa duże koncerny – jeden oparty na węglu kamiennym, a drugi – na węglu brunatnym. Częściowa prywatyzacja Polskich Sieci Elektroenergetycznych SA ma nastąpić najwcześniej po 2005 r.
Gazownictwo	W maju br. Ministerstwo Skarbu przedstawiło harmonogram programu restrukturyzacji sektora, z którego wynika, że w 2002 r. PGNiG SA zostanie podzielone na części wydobywczą i dystrybucyjną. PGNiG SA będzie operatorem sieciowym zapewniającym dostęp do sieci podmiotom zajmującym się obrotem gazem oraz będzie odpowiedzialne za magazynowanie strategicznych rezerw gazu. W latach 2003–2004 nastąpi prywatyzacja przedsiębiorstw dystrybucyjnych wydzielonych ze struktury PGNiG SA.
Paliwowy	W II kwartale 2002 r. prace koncentrowały się nie na zakończeniu planowanej restrukturyzacji, ale na opracowaniu docelowej koncepcji całego rynku naftowego i chemicznego. Losy prywatyzacji PKN ORLEN i Rafinerii Gdańskiej SA nie zostały jeszcze przesądzone wobec dużej zmienności poglądów co do ścieżki ich prywatyzacji.
Górnictwa węgla kamiennego	Propozycje Ministerstwa Gospodarki dla sektora na 2002 r. koncentrują się na oddłużeniu przedsiębiorstw górniczych. Oddłużenie uznaje się za wstępny warunek realizacji przekształceń organizacyjnych górnictwa węgla kamiennego, które mają polegać na utworzeniu dwóch koncernów węglowych i jednego koncernu węglowo-koksowego. Program reformy górnictwa ma doprowadzić w 2006 r. do rentowności sektora (po uwzględnieniu zakładanych umorzeń zobowiązań). Według ostatnich szacunków całkowity koszt reformy górnictwa dla budżetu wyniesie 4,7 mld zł. Natomiast koncerny węglowe mają na ten cel ponieść w okresie najbliższych czterech lat koszty w wysokości 1,7 mld zł.
Hutnictwa żelaza i stali	Zgodnie z przyjętym w marcu 2002 r. kolejnym programem restrukturyzacji hutnictwa, w czerwcu 2002 r. powstał holding Polskie Huty Stali SA (złożony z czterech hut: Katowice, im. Sendzimira, Cedler i Florian; w przyszłości ma do nich zostać dołączona Huta Częstochowa). Pozostałe huty przygotowują programy naprawcze. Proponowany program związany jest z poważną operacją finansową ze względu na krytyczną kondycję sektora hutniczego (długi PHS SA wynoszą obecnie 4,5 mld zł). Niezbędne jest też unowocześnienie asortymentowej struktury produkcji polskich hut w celu zapewnienia jej konkurencyjności na rynkach światowych. Już obecnie odnotowano problemy w funkcjonowaniu holdingu PHS SA na zakładanych warunkach – nie doszło bowiem do zawarcia planowanego układu Huty im. T. Sendzimira z wierzycielami dotyczącego redukcji jej zadłużenia.
Chemii ciężkiej	Nowe podejście do prywatyzacji spółek tego sektora zaprezentowano w czerwcu 2002 r. Prywatyzacja ma się rozpocząć w 2003 r. i będzie poprzedzona konsolidacją produktową. Program konsolidacji produktowej i prywatyzacji opracuje holding Nafta Polska SA. Prywatyzacja całego sektora ma się zakończyć w ciągu 5 lat.
Transportu kolejowego	W wyniku trwającej od 2000 r. reformy rynku usług przewozów kolejowych w 2001 r. ze struktury PKP wydzielono kilkanaście spółek zależnych oraz zrestrukturyzowano zatrudnienie. W bieżącym roku zostały wprowadzone zmiany w programie restrukturyzacji kolei. Zakłada się przyspieszenie prywatyzacji spółek przewozowych PKP, co ma nastąpić w latach 2003-2004. Nie sprecyzowano jednak planów co do dalszych zmian w spółkach infrastrukturalnych – prawdopodobnie nie będą one prywatyzowane. Tymczasem stan infrastruktury kolei pogarsza się. Nie powiodła się restrukturyzacja finansowa. Nie zrealizowano też programu restrukturyzacji gruntów użytkowanych przez PKP.

**Tabela 10**  
**Stan przekształceń struktury własnościowej**

Prywatyzacja zakończona	Prywatyzacja zaawansowana	Restrukturyzacja i prywatyzacja rozpoczęta
– Bankowość	– Ubezpieczenia	-- Górnictwo węgla kamiennego
– Handel i usługi	– Hutnictwo	– Energetyka
– Telekomunikacja	– Sektor stoczniowy	– Sektor gazowy
– Przemysł wyrobów gospodarstwa domowego	– Przemysł farmaceutyczny	– Transport kolejowy
– Przemysł motoryzacyjny	– Przemysł cukrowniczy	– Sektor zbrojeniowy
– Przemysł budowlany	– Przemysł spirytusowy	– Chemia ciężka
– Przemysł elektromaszynowy	– Transport (LOT, PKS)	
– Hutnictwo metali nieżelaznych	– Sektor naftowy	
– Przemysł drzewny	– Uzdrowiska	
– Przemysł spożywczy		
– Przemysł tytoniowy i browarniczy		

Źródło: Ministerstwo Skarbu Państwa.

**Tabela 11**  
**Rentowność obrotu netto i wskaźnik płynności I stopnia w wybranych dziedzinach gospodarki (w %)**

Wyszczególnienie	a) Wskaźnik rentowności obrotu netto*	I półrocze		
		b) Wskaźnik płynności I stopnia**		
		2000	2001	2002
Przemysł ogółem	a	1,2	0,4	0,8
	b	11,7	12,5	14,9
Przetwórstwo przemysłowe	a	1,4	0,3	0,7
	b	11,8	11,6	12,1
Górnictwo i wzbogacanie węgla kamiennego	a	-7,8	-3,9	0,0
	b	1,7	3,3	3,4
Wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej	a	2,2	1,1	1,0
	b	5,3	8,9	5,1
Produkcja podstawowych chemikaliów	a	1,7	0,7	-2,6
	b	7,8	9,9	7,3
Produkcja metali	a	-2,1	-7,2	-7,5
	b	3,2	2,7	3,0
Produkcja i naprawa statków	a	0,0	-2,6	-6,4
	b	33,9	27,2	20,0
Wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej	a	0,6	1,4	1,3
	b	20,9	29,1	21,7
Wytwarzanie i dystrybucja paliw gazowych	a	4,6	2,5	1,3
	b	7,6	9,2	135,1
Transport kolejowy	a	-13,8	-18,0	-12,5
	b	8,5	12,5	4,2
Poczta i telekomunikacja	a	1,5	5,5	0,3
	b	38,7	27,5	19,9

\* Relacja wyniku finansowego netto do przychodów z całokształtu działalności.

\*\* Relacja inwestycji krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych.

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

**Tabela 12**  
**Podstawowe źródła finansowania aktywów obrotowych w wybranych dziedzinach gospodarki (w %)**

Udział w finansowaniu aktywów obrotowych:				
	a) zobowiązań krótkoterminowych ogółem, w tym:	2000	2001	2002
	b) bankowych kredytów krótkoterminowych	na koniec		na koniec
	c) zobowiązań z tytułu dostaw i usług	roku		I półrocza
	d) zobowiązań z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń			
<b>Przemysł</b>	<b>a</b>	<b>93,6</b>	<b>92,6</b>	<b>93,3</b>
	<b>b</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>	<b>22,7</b>
	<b>c</b>	<b>41,0</b>	<b>39,5</b>	<b>39,6</b>
	<b>d</b>	<b>14,7</b>	<b>12,8</b>	<b>14,0</b>
<b>Przetwórstwo przemysłowe</b>	<b>a</b>	<b>82,9</b>	<b>85,9</b>	<b>88,7</b>
	<b>b</b>	<b>21,7</b>	<b>22,3</b>	<b>23,0</b>
	<b>c</b>	<b>39,7</b>	<b>39,0</b>	<b>41,2</b>
	<b>d</b>	<b>9,4</b>	<b>9,2</b>	<b>10,7</b>
<b>Górnictwo i wzbogacanie węgla kamiennego</b>	<b>a</b>	<b>358,9</b>	<b>352,3</b>	<b>351,7</b>
	<b>b</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>9,6</b>
	<b>c</b>	<b>48,3</b>	<b>56,1</b>	<b>52,0</b>
	<b>d</b>	<b>191,2</b>	<b>143,5</b>	<b>141,9</b>
<b>Wytwarzanie i przetwarzanie produktów rafinacji ropy naftowej</b>	<b>a</b>	<b>71,8</b>	<b>72,1</b>	<b>79,7</b>
	<b>b</b>	<b>20,6</b>	<b>20,5</b>	<b>19,6</b>
	<b>c</b>	<b>32,4</b>	<b>26,4</b>	<b>31,3</b>
	<b>d</b>	<b>14,7</b>	<b>16,4</b>	<b>20,2</b>
<b>Produkcja podstawowych chemikaliów</b>	<b>a</b>	<b>86,9</b>	<b>96,9</b>	<b>101,2</b>
	<b>b</b>	<b>19,3</b>	<b>28,5</b>	<b>31,7</b>
	<b>c</b>	<b>38,6</b>	<b>40,8</b>	<b>45,3</b>
	<b>d</b>	<b>4,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,7</b>
<b>Produkcja i naprawa statków</b>	<b>a</b>	<b>91,5</b>	<b>92,0</b>	<b>98,2</b>
	<b>b</b>	<b>52,3</b>	<b>49,4</b>	<b>47,9</b>
	<b>c</b>	<b>23,1</b>	<b>23,3</b>	<b>26,9</b>
	<b>d</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>5,2</b>
<b>Produkcja metali</b>	<b>a</b>	<b>150,8</b>	<b>182,8</b>	<b>188,3</b>
	<b>b</b>	<b>21,8</b>	<b>27,5</b>	<b>31,1</b>
	<b>c</b>	<b>84,0</b>	<b>91,5</b>	<b>97,7</b>
	<b>d</b>	<b>14,8</b>	<b>24,7</b>	<b>30,9</b>
<b>Wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej</b>	<b>a</b>	<b>93,1</b>	<b>84,8</b>	<b>84,3</b>
	<b>b</b>	<b>22,7</b>	<b>17,6</b>	<b>24,0</b>
	<b>c</b>	<b>52,5</b>	<b>51,2</b>	<b>42,6</b>
	<b>d</b>	<b>6,3</b>	<b>6,9</b>	<b>9,5</b>
<b>Wytwarzanie i dystrybucja paliw gazowych</b>	<b>a</b>	<b>173,7</b>	<b>58,1</b>	<b>34,2</b>
	<b>b</b>	<b>68,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>
	<b>c</b>	<b>82,0</b>	<b>21,0</b>	<b>9,9</b>
	<b>d</b>	<b>8,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>

<b>Transport kolejowy</b>	<b>a</b>	<b>209,7</b>	<b>138,9</b>	<b>143,7</b>
	<b>b</b>	<b>17,4</b>	<b>29,5</b>	<b>24,0</b>
	<b>c</b>	<b>35,8</b>	<b>53,0</b>	<b>65,9</b>
	<b>d</b>	<b>119,1</b>	<b>19,7</b>	<b>27,8</b>
<b>Poczta i telekomunikacja</b>	<b>a</b>	<b>66,6</b>	<b>67,3</b>	<b>127,9</b>
	<b>b</b>	<b>10,0</b>	<b>9,9</b>	<b>26,2</b>
	<b>c</b>	<b>23,3</b>	<b>23,5</b>	<b>28,8</b>
	<b>d</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>8,9</b>

Uwaga: Bankowe kredyty krótkoterminowe, zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń stanowią podstawową część zobowiązań krótkoterminowych (np. w przetwórstwie przemysłowym na koniec I kwartału 2002 r. stanowiły one 86% zobowiązań krótkoterminowych).

Źródło: dane GUS.

- hutnictwie (Polskie Huty Stali SA),
- sektorze paliwowym (inkorporowanie Rafinerii Gdańskiej przez PKN ORLEN),
- chemii ciężkiej (konsolidacja spółek produkujących nawozy sztuczne),
- telekomunikacji (proponowane utworzenie tzw. TP SA-bis z połączenia Tel-Energo i NOM),
- przemyśle cukrowniczym (Polski Cukier SA),
- farmaceutycznym (koncern złożony z firm produkujących i sprzedających leki),
- transporcie kolejowym (holding lokalnych operatorów kolejowych przekształcony ze spółki Przewozy Regionalne SA),
- przemyśle stoczniowym (holding złożony ze Stoczni Szczecińskiej SA, Stoczni Gdynia SA i Zakładów im. H. Cegielskiego z Poznania),
- zbrojeniowym (dwa holdingi produktowe: amunicji i sprzętu pancernego oraz elektroniki i lotnictwa).

Konsolidacja przedsiębiorstw przeprowadzana w ramach sektora państwowego będzie prowadzić do zwiększenia stopnia zmonopolizowania gospodarki i związanego z tym nasilenia presji na wzrost cen.

## 4.2. Ceny zewnętrzne

W II kwartale 2002 r. na rynkach światowych utrzymała się obserwowana już w poprzednim kwartale wzrostowa tendencja cen podstawowych grup surowców (tabela 13), związana z poprawą koniunktury w gospodarce światowej.

Presja popytu na wzrost cen surowców przemysłowych była jednak stosunkowo niewielka. Widać to wyraźnie na przykładzie cen metali, które są szczególnie wrażliwe na zmiany bieżącego i przewidywanego poziomu aktywności gospodarczej (wykres 24). Tegoroczne ożywienie produkcji przemysłowej było bowiem jak dotąd umiarkowane i dotyczyło w znacznej mierze sektora informatycznego.

Znacznie szybciej od cen metali rosły natomiast ceny ropy naftowej. Średnia cena baryłki ropy Brent w II kwartale br. utrzymywała się na poziomie 25,1 USD, wobec 21,2 USD/b w I kwartale br. (wykres 25); znacząco wzrosła też zmienność cen ropy – wahały się one od 22 do 27 USD/b. Największy w II kwartale br. wzrost cen ropy odnotowano w kwietniu (stanowił on kontynuację zapoczątkowanej miesiąc wcześniej tendencji wzrostowej). Wywołały go przede wszystkim czynniki polityczne: wojna między Izraelem a Autonomią Palestyńską oraz groźba amerykańskiej interwencji



Tabela 13

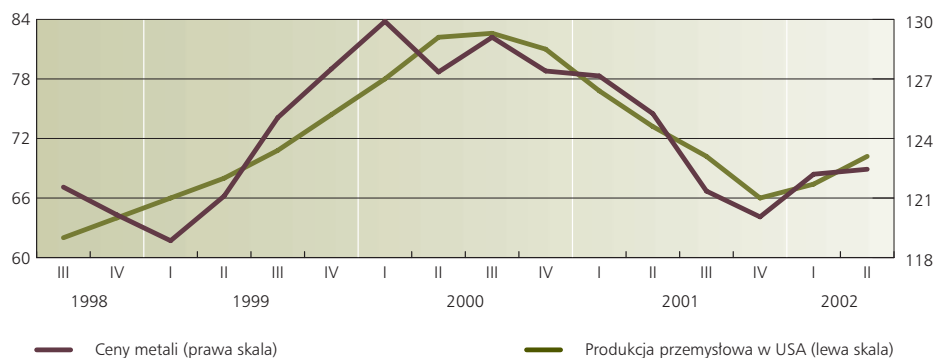
## Zmiany cen podstawowych surowców (w %)

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

Źródło: dane „The Economist” i Reuters.

Wykres 24

## Ceny metali a produkcja przemysłowa w USA (1995 = 100)



Źródło: dane „The Economist” i Bloomberg.

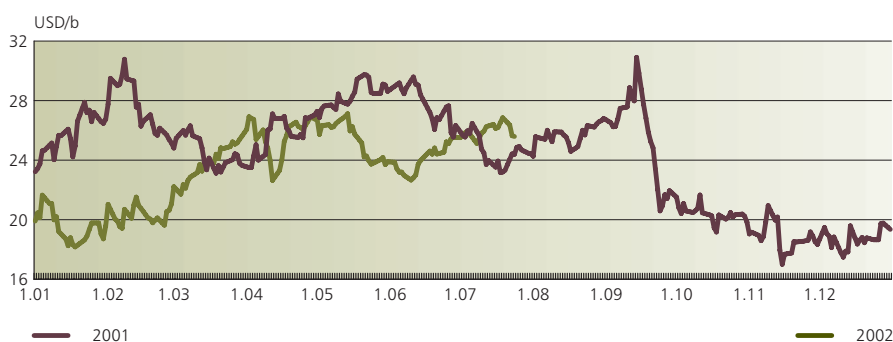
w Iraku. Oczekiwane w tych warunkach zagrożenie ciągłości dostaw<sup>12</sup> sprzyjało transakcjom spekulacyjnym na rynku ropy.

Polityka podażowa OPEC w II kwartale br. nie wpłynęła natomiast znacząco na wzrost cen ropy. Mimo utrzymywanych przez kartel restrykcji (w II kwartale br. OPEC utrzymał ustalone na początku br., najniższe od dziesięciu lat, limity wydobycia), kraje członkowskie wydobywały bowiem znacznie więcej ropy niż w poprzednim kwartale (średnio o 300 tys. b/d, tj. 1,3 mln b/d). Rosja, która formalnie przystąpiła do porozumienia z OPEC o obniżeniu wydobycia ropy, także zwiększyła w tym okresie swoją produkcję.

Światowy popyt na ropę w II kwartale br. (według szacunków Międzynarodowej Agencji Energetyki) był mniejszy zarówno w porównaniu z I kwartałem br., jak i z II kwartałem ub.r. W efek-

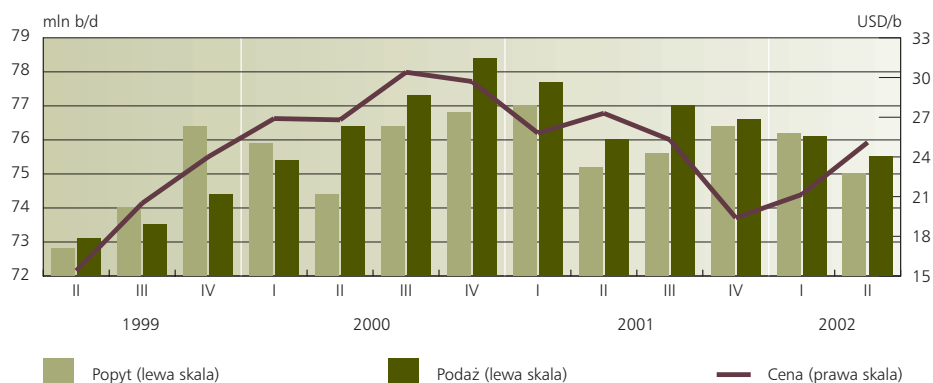
<sup>12</sup> Na wzrost cen ropy naftowej w kwietniu i czerwcu br. wpłynęła również sytuacja w Iraku, który najpierw w proteście przeciwko zajęciu przez Izrael miast palestyńskich wstrzymał na miesiąc eksport ropy, a następnie w wyniku braku porozumienia z ONZ w sprawie ustalania cen ropy w ramach programu „ropa za żywność” znacznie ograniczył jej dostawy. W efekcie wspomnianych zakłóceń eksport ropy z Iraku zmniejszył się w II kwartale br. o około 40% w porównaniu z poprzednim kwartałem.

**Wykres 25**  
Ceny ropy naftowej Brent w latach 2001 i 2002 (notowania dzienne)



Źródło: dane Reuters.

**Wykres 26**  
Popyt, podaż i cena ropy naftowej (Brent)



Źródło: dane International Energy Agency.

cie, podobnie jak w 2001 r., był on niższy niż podaż ropy (wykres 26). O braku presji popytowej na ceny ropy świadczył także utrzymujący się w ciągu całego II kwartału br. wysoki poziom zapasów tego surowca.

Oczekiwany wzrost popytu w gospodarce światowej w III kwartale 2002 r. oraz utrzymanie przez OPEC limitów produkcji na niezmiennym poziomie sprawiły, że w końcu czerwca br. cena ropy ponownie wzrosła. W pierwszych tygodniach lipca Amerykański Instytut Paliwowy poinformował o wyraźnym obniżeniu się zapasów ropy w USA (wykres 27), co wskazywałoby na wzrost popytu na ten surowiec

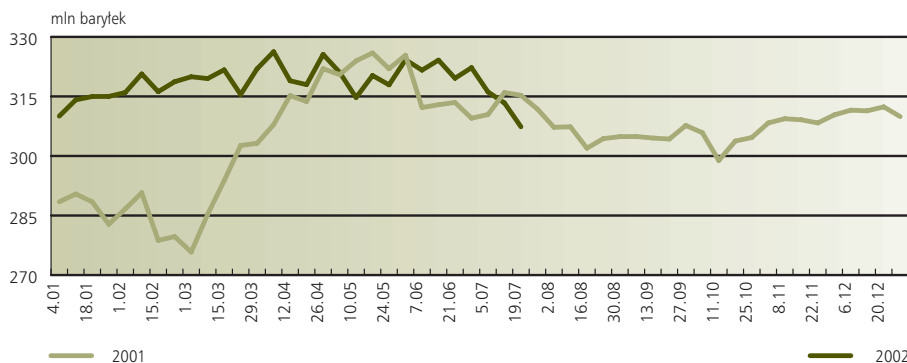
Ustabilizowanie się cen ropy naftowej w maju i czerwcu sprzyjało obniżaniu się cen produkcji i cen konsumpcyjnych w strefie euro, tj. u naszych głównych partnerów handlowych. Roczny wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu w strefie euro obniżył się z -0,8% w marcu br. do -0,9% w maju. Natomiast zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych zmniejszył się tam z 2,5% w marcu do 1,8% w czerwcu 2002 r., a więc do najniższego poziomu od początku 1999 r. (wykres 28).

W ciągu pierwszych czterech miesięcy br.<sup>13</sup>, utrzymała się spadkowa tendencja cen transakcyjnych w polskim imporcie (choć tempo ich spadku uległo spowolnieniu), a jednocześnie została powstrzymana spadkowa tendencja złotych cen transakcyjnych w eksporcie (wykres 29). W rezulta-

<sup>13</sup> Taki okres obejmują dostępne obecnie dane GUS.

Wykres 27

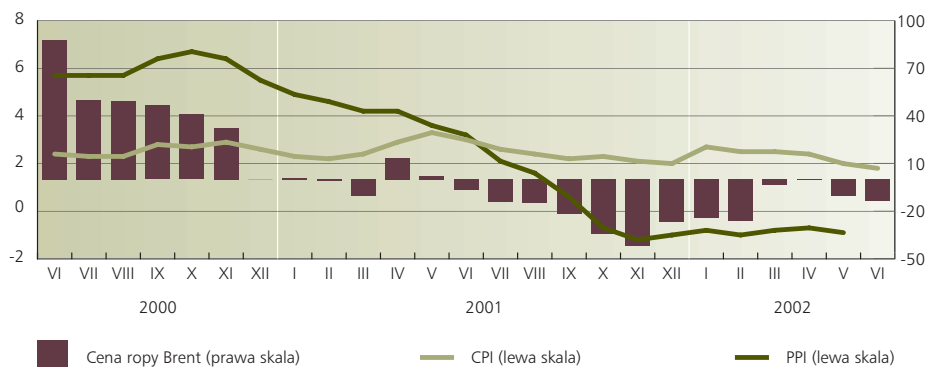
## Zapasy ropy naftowej w USA w latach 2001 i 2002



Źródło: dane American Petroleum Institute.

Wykres 28

## CPI i PPI w strefie euro oraz wskaźniki cen ropy naftowej (w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



Źródło: dane Eurostat i Reuters.

cie nastąpiła dalsza poprawa warunków cenowych polskiego handlu zagranicznego: wskaźnik *terms of trade* w okresie styczeń-kwiecień 2002 r. wyniósł 106,5 wobec 101,6 w analogicznym okresie ub.r. Największy wpływ na wzrost cen w eksporcie miał wzrost cen maszyn i sprzętu transportowego oraz artykułów rolnych. Natomiast do obniżenia się cen w imporcie przyczynił się głównie dalszy spadek cen paliw oraz niższe niż w poprzednim roku ceny maszyn i sprzętu transportowego.

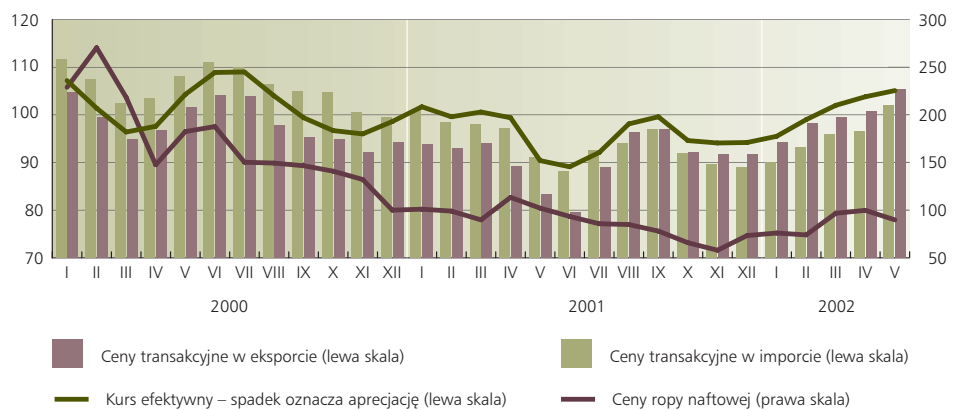
Zmiany cen transakcyjnych w polskim imporcie są pochodną wahań ceny ropy naftowej typu Brent<sup>14</sup>. Z kolei wahania cen importowych są przenoszone na krajowe ceny towarów i usług konsumpcyjnych zarówno bezpośrednio (przez ceny importowanych dóbr konsumpcyjnych), jak i pośrednio – przez zmiany cen produkcji sprzedanej przemysłu. Całkowity wskaźnik przenoszenia cen zewnętrznych na CPI<sup>15</sup> wynosi 0,14. Impuls podażowy (zmiana cen ropy) jest w pełni absorbowany przez CPI w ciągu dwóch lat, przy czym, po pierwszym kwartale jest absorbowane około 4% impulsu, po dwóch kwartałach 14%, po trzech – 65% i po roku – 80%. Biorąc pod uwagę powyższą strukturę opóźnień, CPI w II kwartale br. najśliniej reagował na spadek cen transakcyjnych z III kwartału 2001 r. W sumie zmiany cen na rynku światowym spowodowały spadek rocznego CPI na koniec czerwca br. o 0,17 pkt. proc.

<sup>14</sup> Wynika to z dominującego udziału ropy w handlu światowym i związanej z tym wysokiej zmienności jej cen – najwyższej wśród wszystkich artykułów będących przedmiotem wymiany zagranicznej.

<sup>15</sup> Wskaźnik ten nie uwzględnia zmian kursu walutowego.

Wykres 29

Zmiany wskaźnika cen transakcyjnych w polskim handlu zagranicznym oraz nominalnego efektywnego kursu walutowego i cen ropy naftowej (w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



## 5

## Przebieg procesów inflacyjnych

## 5.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W ciągu II kwartału 2002 r. nasiliły się tendencje dezinflacyjne w polskiej gospodarce; inflacja, mierzona 12-miesięcznym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), uległa dalszej szybkiej redukcji do poziomu 1,6% w czerwcu br. Spadek ten poprzedził blisko półroczny okres (od listopada ub.r. do marca br.) stabilizacji dwunastomiesięcznego CPI na poziomie 3,6 – 3,3%. W czerwcu br. inflacja była już dwukrotnie niższa niż w marcu br. i czterokrotnie niższa niż w czerwcu ub.r. Był to efekt oddziaływania zarówno czynników podażowych, jak i popytowych, z których większość już od wielu miesięcy sprzyjała obniżaniu się inflacji. W końcu I półrocza br. nastąpiło jednak wyraźne nasilenie ich oddziaływania.

Przede wszystkim wzrosła produkcja rolnicza większości podstawowych grup produktów żywnościowych pochodzenia roślinnego i zwierzęcego, czego konsekwencją był wcześniejszy niż zazwyczaj sezonowy spadek cen żywności. Jednocześnie brak poważniejszych zaburzeń na światowym rynku ropy w tym okresie sprzyjał stabilizacji na niskim poziomie krajowych cen paliw.

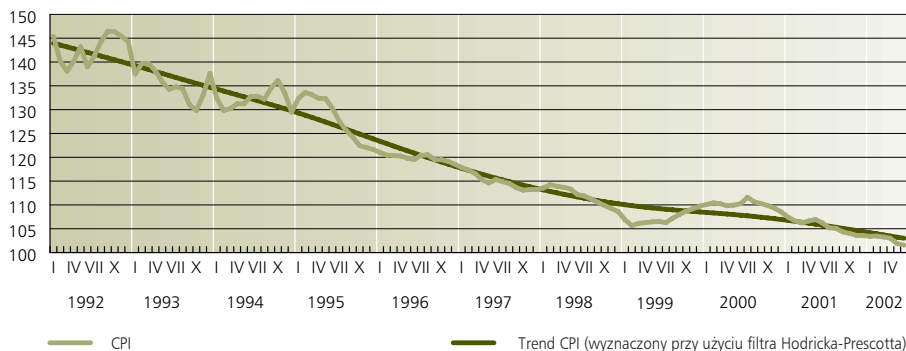
Obok korzystnych wstrząsów podażowych do spadku inflacji w analizowanym okresie przyczyniła się niska dynamika cen z grupy kontrolowanych. Wzrost większości cen z tej grupy, ze względu na inny niż przed rokiem rozkład ich podwyżek w czasie, a także mniejszą ich skalę, utrzymywał się bowiem w II kwartale br. na umiarkowanym poziomie, nie zakłócając w większym stopniu tendencji dezinflacyjnych.

Istotnym czynnikiem tłumiącym wzrost inflacji był też utrzymujący się niski wzrost dochodów do dyspozycji ludności. Przyczynił się on przede wszystkim do dalszego ograniczenia i tak już słabego tempa wzrostu cen towarów nieżywnościowych, najbardziej wrażliwych na działanie mechanizmów rynkowych, a także cen części usług, które silnie reagują na zmiany popytu.

Skalę redukcji inflacji w II kwartale br. wzmacniał dodatkowo efekt bazy, najbardziej widoczny w grupie cen żywności i cen kontrolowanych. W analogicznym kwartale ub.r. tempo wzrostu tych

## Wykres 30

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

**Tabela 14**  
**Miesięczny wzrost poszczególnych kategorii cen towarów i usług konsumpcyjnych**  
**(poprzedni miesiąc = 100)**

Wyszczególnienie	2001					2002				
	wskaźniki			udział		wskaźniki			udział	
				we	wzroście				we	wzroście
				CPI	CPI				CPI	CPI
				w pkt.	w pkt.				w pkt.	w pkt.
				proc.	proc.				proc.	proc.
	IV	V	VI	IV-VI	IV-VI	IV	V	VI	IV-VI	IV-VI
<b>Ogółem, z tego</b>	<b>100,8</b>	<b>101,1</b>	<b>99,9</b>	<b>101,8</b>	<b>1,8</b>	<b>100,5</b>	<b>99,8</b>	<b>99,6</b>	<b>99,9</b>	<b>-0,1</b>
Ceny kontrolowane	100,7	101,5	100,0	102,2	0,5	100,9	100,0	100,0	100,8	0,2
w tym paliwo	100,0	102,1	99,5	98,7	-0,1	103,1	99,8	99,4	102,3	0,1
Artykuły nieżywnościowe										
po wyłączeniu cen										
kontrolowanych	100,1	100,5	100,0	100,7	0,2	100,3	100,0	100,0	100,3	0,1
Usługi po wyłączeniu cen										
kontrolowanych	100,6	100,5	100,4	101,5	0,3	100,3	100,3	100,2	100,8	0,1
Żywność i napoje										
bezalkoholowe	101,5	101,6	99,5	102,6	0,8	100,5	99,0	98,5	98,1	-0,6

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

cen uległo bowiem wyraźnemu przyspieszeniu. Przyczyniło się to do relatywnego pogłębienia spadku ich rocznych wskaźników wzrostu w II kwartale br.

W wyniku działania wszystkich tych czynników dwunastomiesięczny CPI w II kwartale br. nadal utrzymywał się poniżej linii trendu (wykres 30).

Miesięczne tempo inflacji w ciągu II kwartału br. charakteryzowało się dużą zmiennością. Sezonowa deflacja, wywołana spadkiem cen żywności, wystąpiła już w maju (dotychczas – najwcześniej w czerwcu) i utrzymała się w czerwcu. Łącznie od marca do czerwca br. inflacja spadła o 0,1%, podczas gdy w analogicznym okresie przed rokiem – wzrosła o 1,8%. (tabela 14).

Do silnego wyhamowania wzrostu rocznego CPI w II kwartale br. przyczynił się spadek cen żywności oraz osłabienie – choć zróżnicowane – tempa wzrostu pozostałych podstawowych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych (wykresy 31,32 i tabela 15).

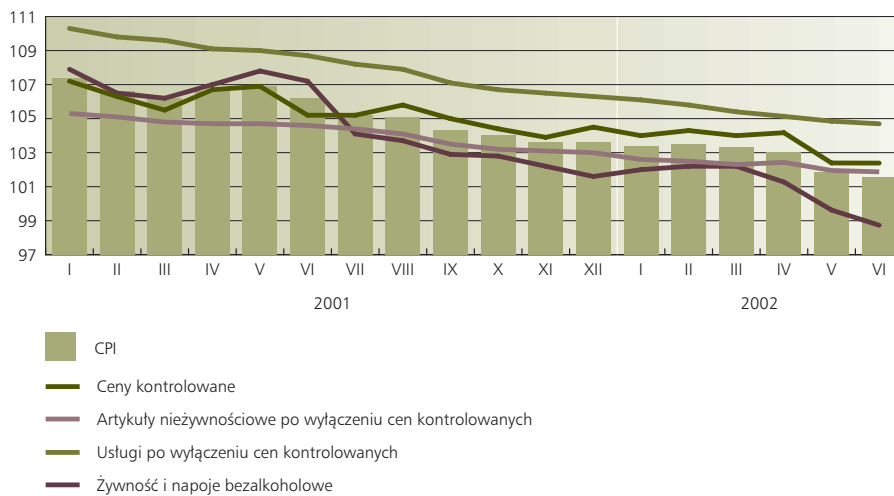
*Ceny żywności i napojów bezalkoholowych* stanowiły w II kwartale br. jedyną grupę, która w ujęciu rocznym wykazała spadek. W rezultacie przyczyniły się one do obniżenia CPI w II kwartale br. o 0,4 pkt. proc., podczas gdy przed rokiem stymulowały wzrost inflacji o 2,2 pkt. proc.

O ile jeszcze w I kwartale br. wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych w skali rocznej wynosił 2,0 – 2,2%, to w kwietniu br. zmniejszył się on do 1,3%, a w następnych miesiącach ceny żywności i napojów bezalkoholowych spadły poniżej poziomu sprzed roku (w analogicznym kwartale ub.r. żywność drożała w skali rocznej o 7,0 – 7,8%).

Było to następstwo wysokiej podaży żywności (efekt m.in. przyspieszonej ze względu na korzystne warunki agrometeorologiczne wegetacji roślin wiosną br. oraz utrzymania się wzrostowego trendu produkcji zwierzęcej) i systematycznego obniżania się cen wszystkich podstawowych surowców rolniczych, przy jednocześnie dość stabilnym spożyciu na cele konsumpcyjne w tym okresie.

Wykres 31

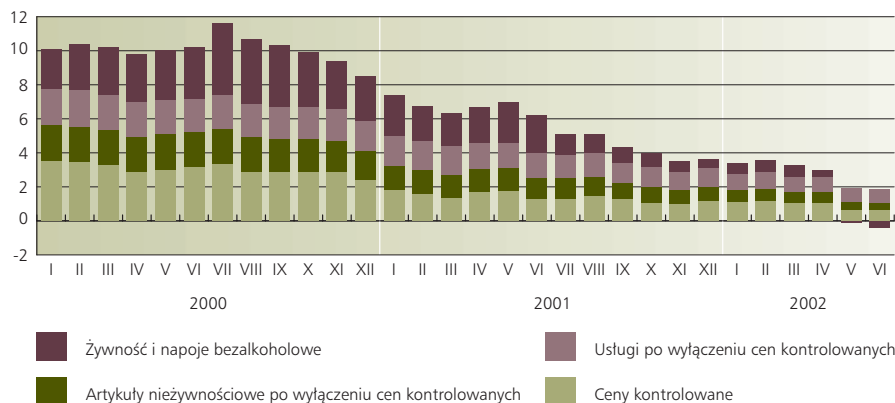
CPI i główne kategorie cen w latach 2001–2002 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 32

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Do spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych w II kwartale br. w największym stopniu przyczyniły się ceny mięsa i mleka. Spadkowy trend cenowy na rynku mięsa trwa już od października ub.r. Początkowo był on związany z dużą nadwyżką podaży mięsa drobiowego, a od kilku miesięcy br. szybciej od niej zwiększa się podaż mięsa wieprzowego. W II kwartale br. ceny produktów żywnościowych pochodzenia zwierzęcego były niższe niż przed rokiem (ceny mięsa – o około 3%, a mleka, serów i jaj – o około 2%), przy czym spadek ten był głębszy niż w I kwartale br.

Tendencję spadkową wykazały także ceny zbóż (przy wysokich zapasach i spodziewanych dużych zbiorach w bieżącym roku). W rezultacie wzrost cen produktów zbożopochodnych w całym I półroczu br. był nieznaczny.

Skalę spadku cen żywności w II kwartale br. ograniczały w pewnym stopniu podlegające dużym wahaniom sezonowym ceny owoców i warzyw. Ich rozkład w czasie, ze względu na tegoroczne przyspieszenie okresu wegetacji o prawie jeden miesiąc, kształtował się bowiem odmiennie niż przed rokiem.

**Tabela 15**  
**Roczne wskaźniki CPI i głównych kategorii cen towarów i usług konsumpcyjnych**  
**(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)**

Wyszczególnienie	2001					2002				
	waga w % CPI	wskaźniki			udział w CPI	waga w % CPI	wskaźniki			udział w CPI
		IV	V	VI			IV	V	VI	
Ogółem, z tego	100,0	106,6	106,9	106,2	6,2	100,0	103,0	101,9	101,6	1,6
Ceny kontrolowane	25,7	106,7	106,9	105,2	1,3	27,1	104,2	102,4	102,4	0,7
w tym paliwo	3,5	97,4	95,0	87,8	-0,4	3,7	99,2	96,9	96,8	-0,1
Artykuły nieżywnościowe										
po wyłączeniu cen										
kontrolowanych	27,0	104,7	104,7	104,6	1,2	26,1	102,4	102,0	101,9	0,5
Usługi po wyłączeniu cen										
kontrolowanych	17,1	109,1	109,0	108,7	1,5	17,1	105,1	104,8	104,7	0,8
Żywność i napoje										
bezalcoholowe	30,1	107,0	107,8	107,2	2,2	29,7	101,3	99,6	98,7	-0,4

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

5

Spśród pozostałych podstawowych grup cen wchodzących w skład koszyka CPI, które choć rosły w II kwartale br., to jednak w tempie znacznie wolniejszym niż przed rokiem, wzrost CPI w najmniejszym stopniu *stymulowały ceny artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych*. Przyczyniły się one do wzrostu CPI w II kwartale br. tylko o 0,5 pkt. proc. wobec 1,2 pkt. proc. przed rokiem.

Ceny artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych w II kwartale br. zwiększyły się w rocznym tempie zbliżonym do wzrostu ogólnego wskaźnika inflacji, co oznacza, że rosły jeszcze wolniej niż w poprzednim kwartale, a w porównaniu z II kwartałem ub.r. ich poziom był dwukrotnie niższy.

Przykładowo, ceny odzieży i obuwia obniżyły się w II kwartale br. w skali rocznej o 0,5–0,9% (wobec spadku o 0,1–0,5% w poprzednim kwartale i wzrostu o 1,9–1,6% w II kwartale ub.r.), ceny sprzętu audiowizualnego spadły o blisko 4% (wobec spadku o około 3% w poprzednim kwartale i o niespełna 1% przed rokiem), a ceny artykułów do wyposażenia mieszkań wzrosły, ale tylko o niewiele ponad 1% (wobec wzrostu o około 2% w poprzednim kwartale i o około 4% przed rokiem).

Najsilniej w omawianej grupie zwiększyły się w II kwartale br. ceny artykułów farmaceutycznych. Ich wzrost o 8,7–5,6% w ujęciu rocznym zdecydowanie odbiegał od skali wzrostu cen innych artykułów w grupie. Związany był on m.in. z przeprowadzonymi w kwietniu br. zmianami w sprzedaży leków (m.in. zmodyfikowano wówczas listę leków refundowanych). Nawet jednak i w tym przypadku przyrost cen był nieco słabszy niż w poprzednim kwartale i słabszy niż przed rokiem (5,7–9,4%).

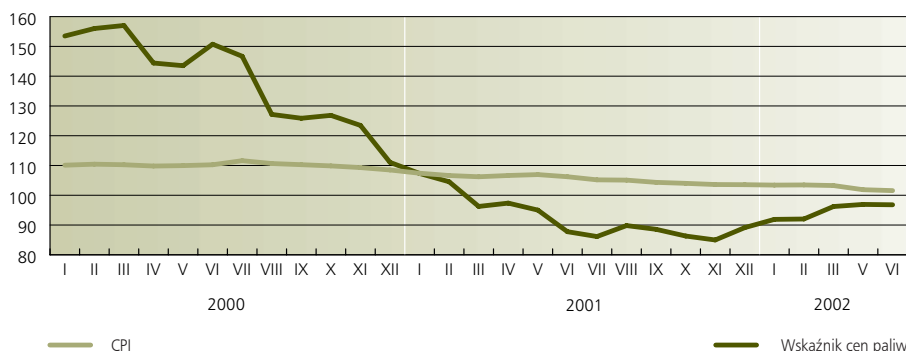
Ceny artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych stanowią grupę w największym zakresie podlegającą działaniu mechanizmów rynkowych. Stąd też spowalnianie tempa ich wzrostu bądź ich stagnacja świadczą o utrzymywaniu się słabego popytu konsumpcyjnego.

W II kwartale br. spadło też roczne tempo wzrostu *cen kontrolowanych*; rosły one wolniej niż w poprzednim kwartale i niemal dwukrotnie wolniej niż przed rokiem. W rezultacie przyczyniły się one do wzrostu rocznego wskaźnika CPI o 0,7 pkt. proc. wobec 1,3 pkt. proc. przed rokiem.



Wykres 33

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



Źródło: dane GUS.

Było to następstwo m.in. braku podwyżek cen energii elektrycznej i usług telekomunikacyjnych w I półroczu br., niewielkiej tylko podwyżki cen gazu w kwietniu br. oraz minimalnego wzrostu opłat za centralne ogrzewanie i ciepłą wodę, a także cen w transporcie zbiorowym. W II kwartale br. słabszy był już także wpływ na CPI podwyżek cen kontrolowanych wprowadzonych na początku roku.

W II kwartale br. ceny nośników energii (w ujęciu rocznym) wzrosły o 6,0–5,8% (wobec 12,1–9,2% przed rokiem), usług pocztowych odpowiednio o 4,1% i 8,3%, usług transportowych komunikacji zbiorowej o 3,7–3,5% i 10,8–10,5%, a usług telekomunikacyjnych o 4,3% w kwietniu i minus 3,7% w czerwcu br. wobec 1,7% i 10,1% w analogicznych miesiącach ub.r. Natomiast na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego kształtował się w II kwartale br. wzrost cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (3,8–4,1%).

Roczny spadek cen paliw w II kwartale br. – ze względu na przejściowy, 3% ich wzrost w kwietniu – był słabszy niż w I kwartale br. i słabszy niż przed rokiem (wykres 33). Spowodowało to, że ceny paliw przyczyniły się do spadku CPI w II kwartale br. tylko o 0,1 pkt. proc. wobec 0,4 pkt. proc. przed rokiem.

W okresie od marca do czerwca br. ceny paliw wzrosły o 2,3% (przy spadku CPI o 0,1%), tj. o 0,6 pkt. proc. więcej niż przed rokiem. Był to efekt przede wszystkim kwietniowego wzrostu światowych cen paliw, spadku kursu dolara oraz znacznego wzrostu (o około 21%) marży handlowej, obliczanej jako różnica między ceną detaliczną a ceną zbytu. Wpływ tych czynników na kształtowanie się ceny detalicznej paliw w poszczególnych miesiącach II kwartału br. przedstawia tabela 16.

Tabela 16

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

Okres	Cena światowa	Kurs dolara	Cena importowa	Wpływ ceny importowej na cenę detaliczną w pkt. proc.	Czynniki krajowe	Wpływ czynników krajowych na cenę detaliczną w pkt. proc.
Kwiecień	15,7	-1,5	14,1	3,4	8,0	0,8
Maj	-3,7	-1,7	-5,4	-1,4	18,3	1,9
Czerwiec	-2,2	0,2	-2,0	-0,5	-2,3	-0,3
II kwartał	9,0	-3,0	5,8	1,4	24,9	2,9

Źródło: dane Nafta Polska SA, obliczenia NBP.

Spośród podstawowych grup cen wchodzących w skład koszyka CPI na najwyższym poziomie w II kwartale br. utrzymywały się ceny *usług po wyłączeniu cen kontrolowanych*. Jednak one także wykazywały tendencję spadkową, i to zarówno w ciągu analizowanego kwartału, jak i w dłuższym okresie (obniżyły się ze średniego poziomu około 10% w II kwartale ub.r. i około 6% w I kwartale br. do około 5% w II kwartale br.). Mimo mniejszej niż pozostałe grupy wagi w koszyku to właśnie ta grupa cen najsilniej w II kwartale br. oddziaływała w kierunku wzrostu ogólnego wskaźnika inflacji, zwiększając go o 0,8 pkt. proc. wobec 1,5 pkt. proc. przed rokiem.

Grupa ta ma niejednorodny charakter. Obejmuje bowiem z jednej strony usługi, na które popyt jest mało elastyczny lub wręcz sztywny (i na które w dużym stopniu przenoszą się efekty podwyżek cen kontrolowanych, np. zwiększające się koszty utrzymania lokali usługowych), a z drugiej – usługi silnie reagujące na zmiany popytu, np. usługi turystyczne, gastronomiczne, hotelarskie.

Spośród tego pierwszego rodzaju usług w II kwartale br. najbardziej wzrosły (wskutek podwyżek przeprowadzanych na początku roku) opłaty za usługi komunalne, w tym opłaty za użytkowanie mieszkania, wywóz śmieci, usługi kanalizacyjne, zaopatrywanie w wodę. Ich łączny wzrost w skali rocznej wyniósł w analizowanym kwartale średnio około 6% (wobec 7% w I kwartale br. i 10% przed rokiem) i był najwyższy w całej grupie usług po wyłączeniu cen kontrolowanych.

Natomiast w przypadku usług cechujących się dużą elastycznością popytu wzrost cen był niższy. Przykładowo, ceny w restauracjach i hotelach zwiększyły się w II kwartale br. średnio o 3% (w I kwartale br. – o około 4%, a przed rokiem o blisko 7%), a ceny usług turystycznych krajowych i zagranicznych (mimo wzrostu kursu dolara i euro) wzrosły o 2–4%, tj. podobnie jak w I kwartale br. i jak przed rokiem.

## 5.2. Inflacja bazowa

W II kwartale br. dwunastomiesięczne tempo wzrostu wszystkich miar inflacji bazowej cechowała tendencja spadkowa. O ile jednak zmiany tych miar były zgodne co do kierunku ze zmianami CPI, to ich skala – wyraźnie mniejsza: w analizowanym kwartale roczny wskaźnik CPI zmniejszył się o 1,7 pkt. proc. (z 3,3% do 1,6%), a większość miar inflacji bazowej obniżyła się o 0,7 – 1,0 pkt. proc. Silniej niż CPI osłabiła się tylko inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych (o 1,8 pkt. proc.), kształtując się poniżej wskaźnika CPI (wykres 36). W marcu br. powyżej wskaźnika CPI ukształtowała się tylko inflacja „netto”, a pozostałe miary – poniżej wskaźnika CPI.

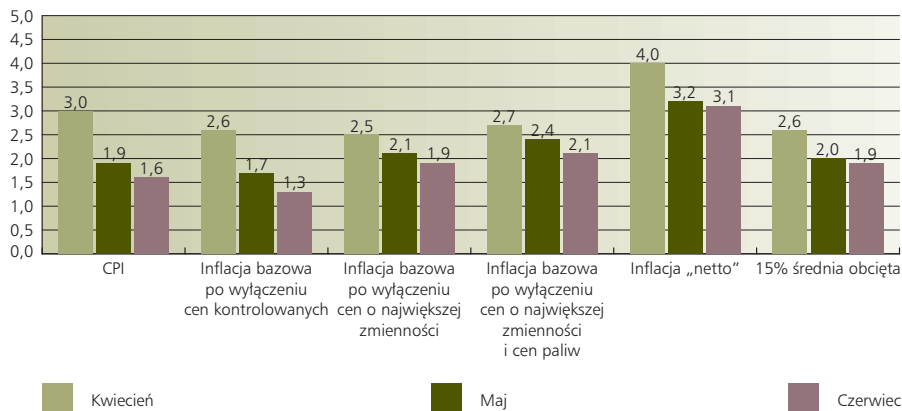
**Tabela 17**  
**Wskaźniki inflacji bazowej**

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

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 34

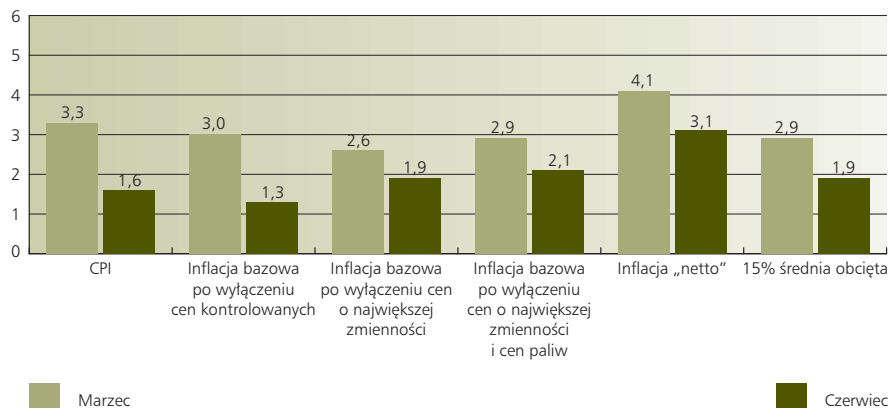
CPI oraz inflacja bazowa w II kwartale 2002 r. (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 35

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

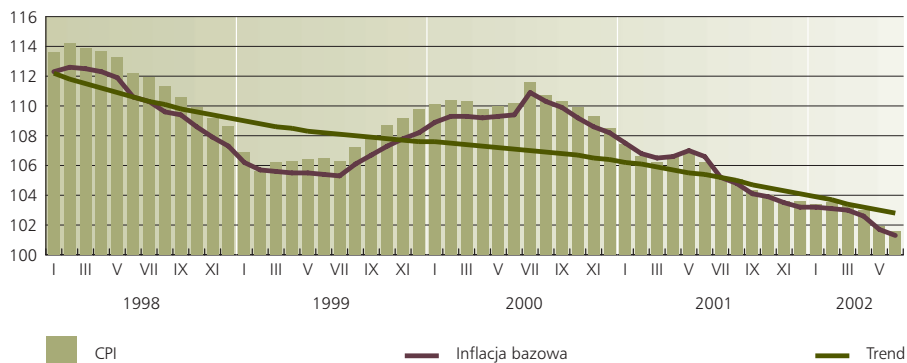


Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Utrzymujący się od maja ub.r. nieprzerwany spadek wszystkich wskaźników inflacji bazowej wskazuje, że tendencje dezinfłacyjne w gospodarce mają charakter trwały i nie są tylko efektem działania czynników o charakterze przejściowym. Z drugiej jednak strony spowolnienie tempa spadku wskaźników inflacji bazowej w II kw. br. może zapowiadać zahamowanie spadkowej tendencji inflacji. W końcu II kwartału br. większość wskaźników inflacji bazowej przewyższała wskaźnik wzrostu CPI o 0,3–1,5 pkt. proc.

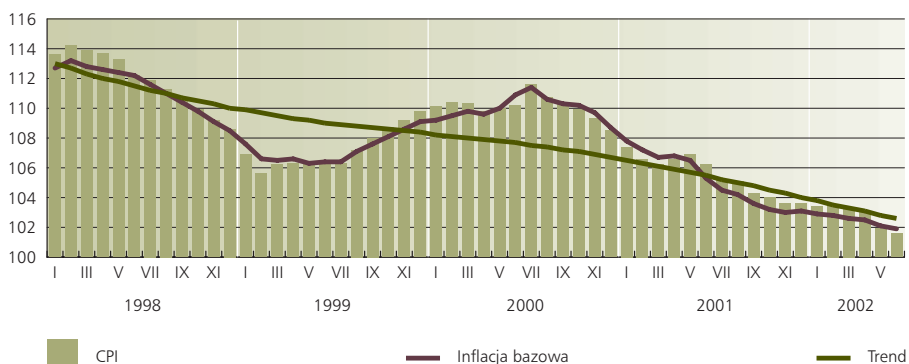
W czerwcu br. poniżej wskaźnika CPI ukształtowała się tylko *inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych*. Oznacza to, że tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych podlegających kontroli administracyjnej, w II kwartale br. było większe od ogólnego wzrostu cen. Wyłączenie cen kontrolowanych nie spowodowało jednak znacznego zmniejszenia tempa wzrostu tej miary inflacji bazowej w porównaniu z CPI, ponieważ pozostały w niej zarówno grupy istotnie dynamizujące inflację (jak np. nośniki energii), jak i spowalniające jej wzrost (np. paliwa, rozmowy telefoniczne). W związku z tym analizowana miara inflacji bazowej przez cały 2001 r., a także w I połowie br. kształtowała się na poziomie najbardziej zbliżonym do CPI. Wskazuje to na coraz niższą skalę podwyżek cen kontrolowanych w stosunku do innych cen konsumpcyjnych oraz na odmienność w poprzednich latach rozkład tych podwyżek w ciągu roku.

**Wykres 36**  
**Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych**  
**(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)**



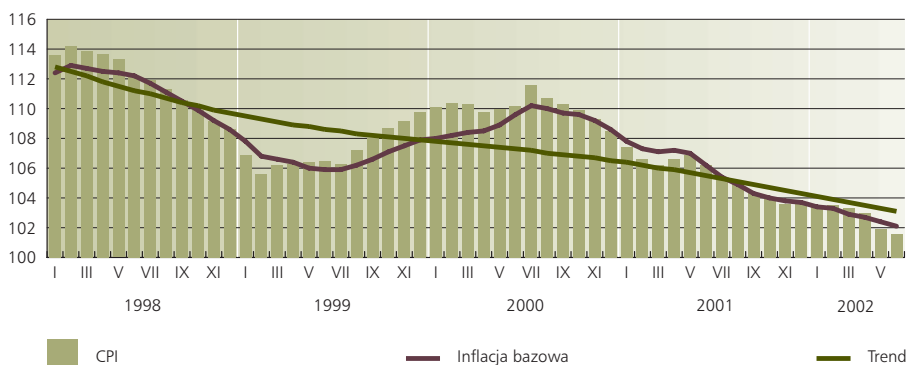
Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

**Wykres 37**  
**Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności**  
**(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)**



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

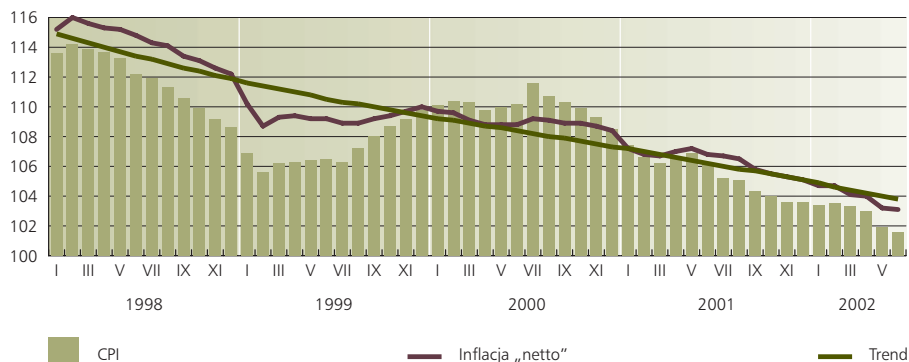
**Wykres 38**  
**Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw**  
**(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)**



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 39

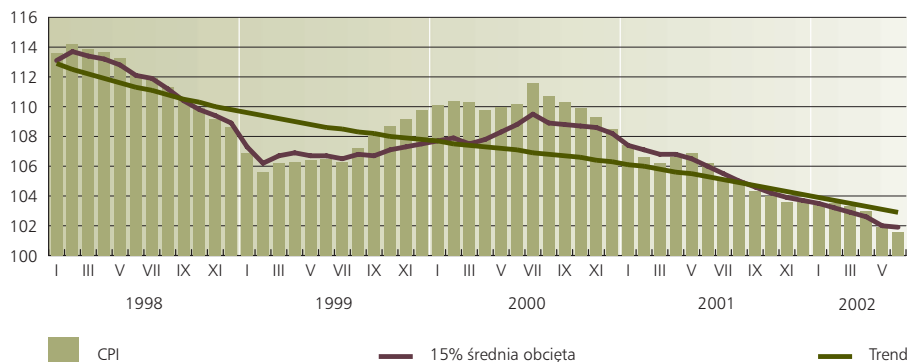
Wskaźniki inflacji „netto” po wyłączeniu cen żywności i paliw  
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 40

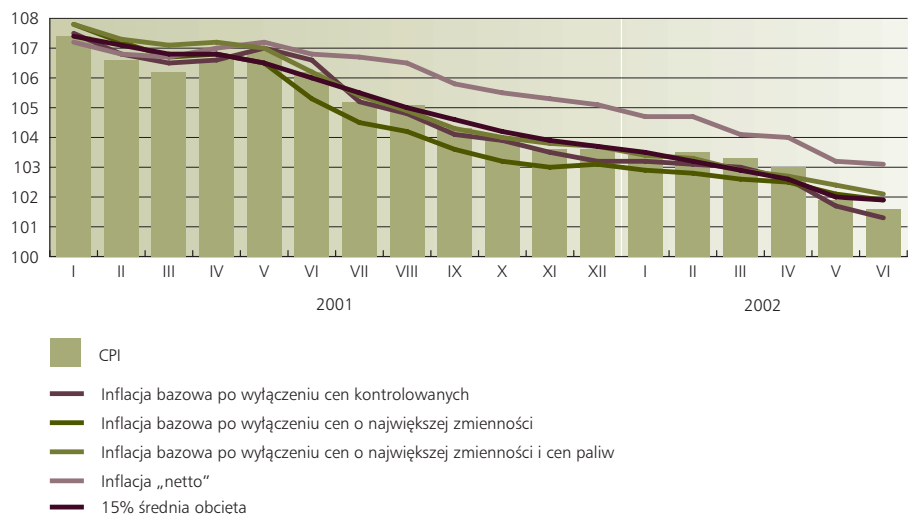
Wskaźniki inflacji bazowej – 15% średnia obcięta (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 41

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



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

**Inflacja bazowa** otrzymana po wyeliminowaniu z CPI cen o największej zmienności w okresie od marca do czerwca br. obniżyła się o 0,7 pkt. proc., a najbardziej do niej zbliżona miara inflacji bazowej, w której oprócz cen najbardziej zmiennych dodatkowo wyłączane są z CPI ceny paliw, obniżyła się o 0,8 pkt. proc. Utrzymujący się na rynku słaby popyt konsumpcyjny spowodował w II kwartale br. niski wzrost cen, m.in. w takich grupach, jak odzież, obuwie, sprzęt trwałego użytku w gospodarstwie domowym, usługi w zakresie rekreacji i kultury, restauracji i hoteli.

**Inflacja bazowa, tzw. 15% średnia obcięta**, z której eliminuje się po 15% skrajnie wysokich i skrajnie niskich zmian cen, obniżyła się w ciągu II kwartału br. o 1 pkt. proc. Stanowi to potwierdzenie utrzymywania się wyraźnej tendencji ograniczania tempa wzrostu w grupach charakteryzujących się relatywnie niewielką amplitudą wahań cen.

**Inflacja „netto”**, tj. miara powstała przez wyłączenie z CPI cen żywności i cen paliw, które od ponad roku szczególnie silnie wpływają na spadek inflacji, w II kwartale br. nadal ukształtowała się na najwyższym poziomie spośród wszystkich miar inflacji bazowej (tendencja ta utrzymuje się od maja ub.r.). Począwszy od lutego ub.r. wskaźniki inflacji netto znacznie przewyższały przy tym wskaźnik CPI. W II kwartale br. dynamizował je wzrost opłat za użytkowanie mieszkania (wzrost cen zimnej wody, energii elektrycznej, gazu, centralnego ogrzewania) oraz wzrost cen artykułów farmaceutycznych. Mimo to w czerwcu br. inflacja netto obniżyła się w porównaniu z marcem br. aż o 1,0 pkt. proc. Oznacza to, że obok spadku cen żywności i paliw, wyraźnemu ograniczeniu uległ też w tym okresie wzrost cen w pozostałych grupach towarów i usług konsumpcyjnych.

Niska stopa inflacji w II kwartale br. była przede wszystkim wynikiem wyjątkowo korzystnych tendencji cenowych na rynku żywności (spadek cen drobiu, owoców, warzyw) i paliw. Obie grupy w bardzo dużym stopniu wpływają na kształtowanie się inflacji. Stwarza to jednak ryzyko odwrócenia spadkowego trendu inflacji w przypadku zaniku pozytywnych impulsów w tych dwóch obszarach. Natomiast najszybciej w II kwartale br. wzrosły opłaty za użytkowanie mieszkania oraz ceny nośników energii (zimna woda, energia elektryczna, gaz, centralne ogrzewanie), a także artykułów farmaceutycznych. Łącznie przyczyniły się one do ogólnego wzrostu cen w tym okresie o 1 pkt. proc.

Wskaźniki CPI, inflacji bazowej oraz trendów inflacji bazowej przedstawiają wykresy 36-41.

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

W II kwartale 2002 r. odnotowano istotne zmiany w dynamice cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i jego sekcji. W porównaniu z I kwartałem br. nastąpiło przyspieszenie tendencji wzrostowej dwunastomiesięcznych wskaźników PPI, zahamowanie spadku dynamiki cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe oraz znaczne obniżenie dynamiki cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę (tabela 18).

Jednak w porównaniu z analogicznym kwartałem dwóch poprzednich lat dwunastomiesięczne wskaźniki wzrostu zarówno cen produkcji sprzedanej przemysłu, jak i jego trzech sekcji były w II kwartale br. nadal wyraźnie niższe (wykres 42).

Podobnie jak przed rokiem dynamika PPI w II kwartale br. kształtowała się głównie pod wpływem dynamiki cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę. Natomiast w przeciwieństwie do sytuacji sprzed roku dynamika cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe<sup>16</sup> była ujemna, tj. przyczyniała się do zmniejszania PPI (wykres 43).

W kolejnych miesiącach II kwartału br. dwunastomiesięczne wskaźniki PPI wykazywały tendencję wzrostową (wykres 44). Zaznaczyła się ona już w I kwartale br., po utrzymującej się przez cały IV kwartał 2001 r. tendencji spadkowej tych cen. W czerwcu br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były wyższe o 1,2% niż w czerwcu 2001 r.

<sup>16</sup> Udział produkcji sprzedanej sekcji przetwórstwo przemysłowe w produkcji przemysłu ogółem wyniósł w II kwartale 2002 r. 83,1%.

Tabela 18

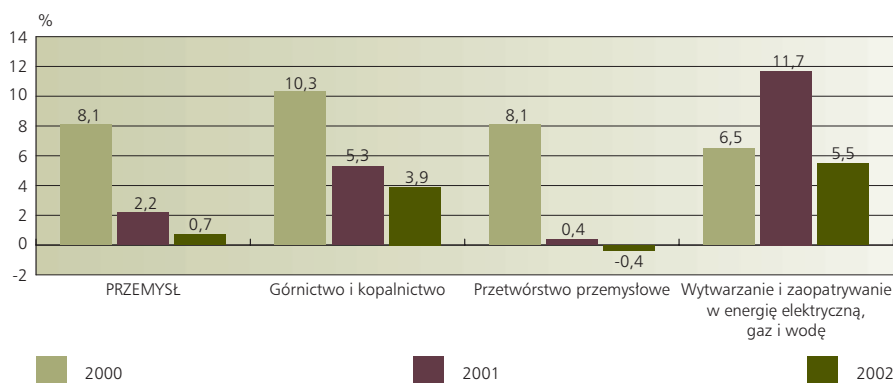
## Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle i w budownictwie

Wyszczególnienie	2001		2002		2001	2002
	I kwartał	II kwartał	I kwartał	II kwartał	II kwartał	
	analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100				poprzedni kwartał = 100	
<b>PRZEMYSŁ</b>						
w tym:	104,2	102,2	100,2	100,7	100,1	100,7
– górnictwo i kopalnictwo	108,9	105,3	103,4	103,9	98,7	99,2
– przetwórstwo przemysłowe	102,7	100,4	98,4	99,6	99,5	100,7
– wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	111,5	111,7	109,0	105,5	104,5	101,1
<b>BUDOWNICTWO</b>	106,3	104,4	102,0	101,4	100,8	100,2

Źródło: dane GUS.

Wykres 42

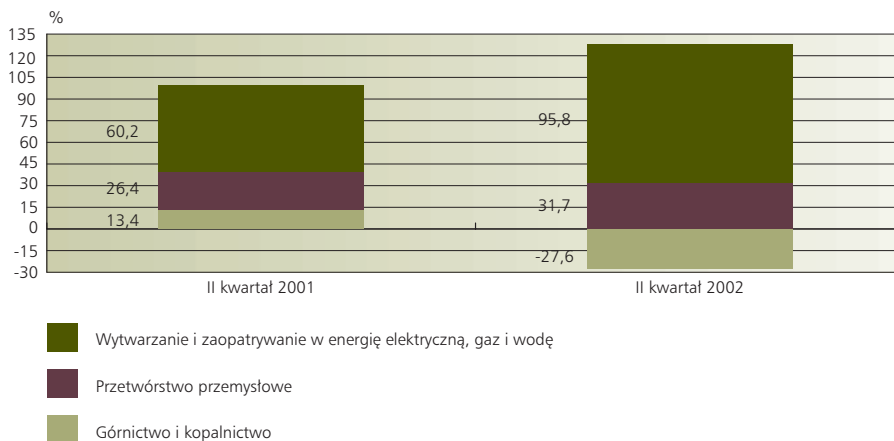
## Wskaźniki wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu i trzech jego sekcji w II kwartale lat 2000-2002 (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Wykres 43

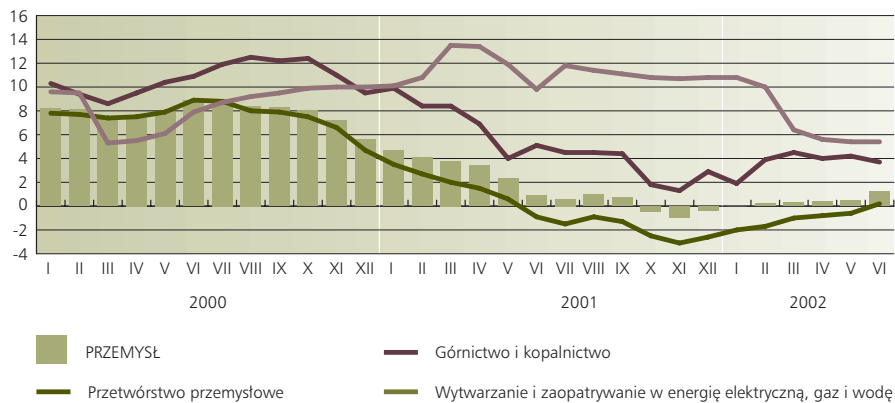
## Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej poszczególnych sekcji przemysłu we wzroście PPI (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Wykres 44

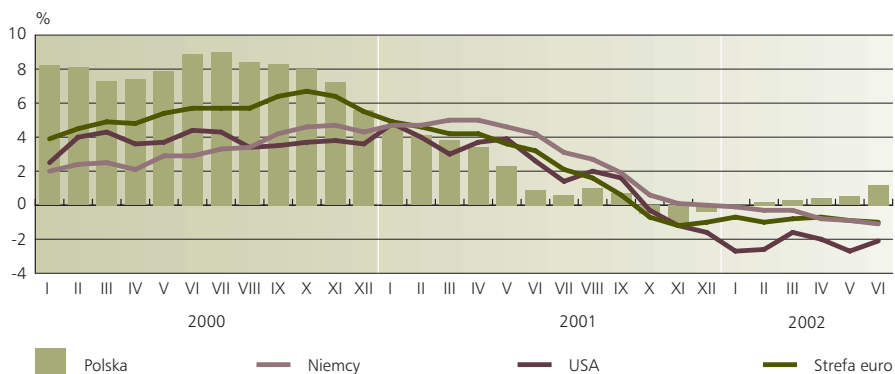
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu i jego sekcji  
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Wykres 45

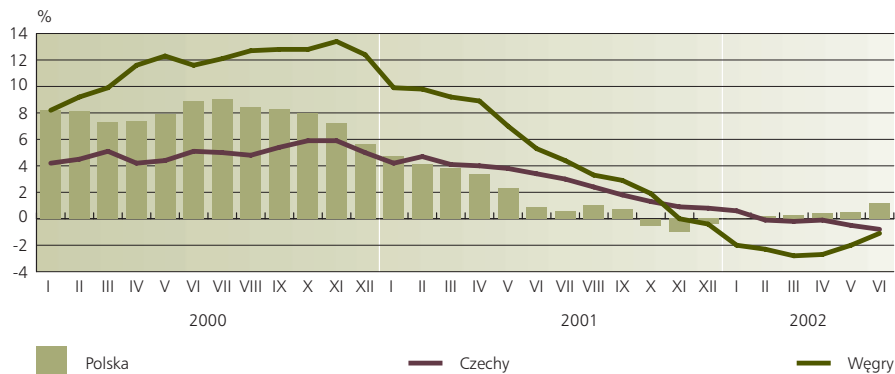
PPI w USA, w strefie euro, w Niemczech i w Polsce (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: Bloomberg.

Wykres 46

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



Źródło: Bloomberg.



Na szczególną uwagę zasługuje kształtowanie się dynamiki cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe. Po 12 miesiącach systematycznego spadku tych cen (w stosunku do cen z analogicznych miesięcy poprzedniego roku), w czerwcu 2002 r. wskaźnik ich dynamiki osiągnął wartość dodatnią i wyniósł 0,2%.

Należy przy tym zaznaczyć, że w większości działów przetwórstwa przemysłowego dwunastomiesięczne wskaźniki cen w kolejnych miesiącach II kwartału br. nadal wykazywały spadek. Wyjątek – podobnie jak w I kwartale br. – stanowiły takie działy, jak: produkcja wyrobów tytoniowych, działalność wydawnicza, poligrafia i reprodukcja, produkcja odzieży i wyrobów futrzarskich, produkcja drewna i wyrobów z drewna oraz produkcja pozostałego sprzętu transportowego, w których wskaźniki te rosły. Pod koniec II kwartału br. wzrostowa tendencja cen wystąpiła także w działach: produkcja mebli, produkcja pojazdów mechanicznych, przyczep i naczep, produkcja wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych oraz produkcja maszyn i urządzeń.

Kształtowanie się cen produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce w pierwszym półroczu 2002 r. odbiegało od tendencji obserwowanych w tym czasie w wielu innych krajach, będących naszymi partnerami handlowymi (wykresy 45 i 46). Począwszy od IV kwartału 2001 r. utrzymuje się spadek PPI w Niemczech, w strefie euro, w USA, a także na Węgrzech. Podobna tendencja – ale dopiero od połowy I kwartału br. – występuje w Czechach. Natomiast w Polsce spadek cen produkcji sprzedanej odnotowany w IV kwartale 2001 r. został przełamany na początku bieżącego roku i do chwili obecnej ceny te wykazują tendencję wzrostową.

Powyższe rozbieżności w kształtowaniu się PPI w Polsce oraz w Czechach i na Węgrzech wynikały przede wszystkim z tego, że choć dynamika cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę oraz w sekcji górnictwo i kopalnictwo znacznie przewyższała we wszystkich tych krajach dynamikę cen w przetwórstwie przemysłowym, to w Polsce udział cen tych dwóch sekcji w PPI był większy niż na Węgrzech i w Czechach. Dodatkowym czynnikiem stymulującym wzrost PPI w Polsce w II kwartale br. było wyraźne osłabienie kursu złotego.

W II kwartale 2002 r. utrzymała się, obserwowana od połowy 2000 r., spadkowa tendencja dynamiki cen *produkcji budowlano-montażowej*. W czerwcu br. ceny te były wyższe o 1,3% niż przed rokiem. Niska dynamika wzrostu cen produkcji sprzedanej budownictwa jest skutkiem utrzymywania się małego popytu na usługi budowlane, co jest związane z ogólnym osłabieniem aktywności inwestycyjnej w gospodarce. Na hamowanie dynamiki wzrostu cen w budownictwie wpływ wywiera także rosnąca konkurencja na rynku usług budowlanych.

## 6

## Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego

## 6.1. Polityka pieniężna w II kwartale 2002 r.

W II kwartale br. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżyła stopy procentowe NBP (tabela 19). W dniu 25 kwietnia stopa rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku, kluczowa z punktu widzenia oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, została obniżona o 50 punktów bazowych (pkt. baz.) – z 10% do 9,5%, stopa redyskonta weksli – o 100 pkt. baz. – z 12% do 11%, stopa kredytu lombardowego została obniżona o 100 pkt. baz. – z 13,5% do 12,5%. Natomiast stopę depozytową utrzymano na niezmienionym poziomie 6,5%. Kolejna obniżka stóp procentowych nastąpiła w dniu 29 maja; wszystkie stopy zostały wówczas obniżone o 50 pkt. baz. Po raz trzeci RPP obniżyła w II kwartale br. stopy procentowe w dniu 26 czerwca, ponownie redukując poziom wszystkich stóp o 50 pkt. baz.

Tabela 19

Najważniejsze decyzje Rady Polityki Pieniężnej w pierwszej połowie 2002 r.

Data <sup>a</sup>	Decyzja:
30 stycznia 2002	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 11,5% do 10% w skali roku
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 14% do 12%
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 15,5% do 13,5%
	Obniżenie stopy depozytowej z 7,5% do 6,5%
25 kwietnia 2002	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 10% do 9,5% w skali roku
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 12% do 11%
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 13,5% do 12,5%
29 maja 2002	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 9,5% do 9% w skali roku
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 11% do 10,5%
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 12,5% do 12%
	Obniżenie stopy depozytowej z 6,5% do 6%
26 czerwca 2002	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 9% do 8,5% w skali roku
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 10,5% do 10%
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 12% do 11,5%
	Obniżenie stopy depozytowej z 6% do 5,5%
	Obniżenie poziomu celu inflacyjnego na 2002 r. do 3% z dopuszczalnym przedziałem odchyłeń +/-1 pkt. proc.

<sup>a</sup> Data podjęcia decyzji.

Istotnym uzasadnieniem trzech decyzji o obniżkach stóp procentowych w II kwartale br. był spadek wartości wszystkich rocznych miar inflacji bazowej odnotowany w marcu, kwietniu i maju br. Wskazywał on, że obserwowana w tym samym okresie niżkowata tendencja rocznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych nie miała charakteru przejściowego. Na wzmocnienie czynników korzystnych dla przyszłej inflacji wskazywały też takie sygnały, jak obniżające się prognozy cen żywności, utrzymująca się na niskim poziomie roczna dynamika PPI, a także zmniejszające się ryzyko wzrostu cen ropy naftowej.

Do redukcji stóp procentowych skłoniły też Radę wyniki badań oczekiwań inflacyjnych, zarówno osób fizycznych, jak i analityków bankowych, w II kwartale br. Oczekiwania osób fizycznych, kształtujące się w znacznej mierze pod wpływem bieżącego poziomu inflacji, systematycznie poprawiały się. Ich tzw. zobiektywizowana miara w odniesieniu do inflacji rocznej obniżyła się od marca br. do czerwca br. w sumie o 0,8 pkt. proc., tj. do poziomu 2,3%. Natomiast analitycy bankowi w kolejnych miesiącach II kwartału br. spodziewali się inflacji rocznej w grudniu br. na poziomie odpowiednio 4,4%, 4,1% i 3,3% oraz inflacji rocznej w marcu, kwietniu i maju przyszłego roku na poziomie odpowiednio 4,4%, 4,2% i 3,6%. W sumie więc przewidywania inflacyjne kształtowały się korzystnie z punktu widzenia perspektyw inflacji.

Za obniżką stóp procentowych w II kwartale br. przemawiało także umiarkowane w tym okresie tempo wzrostu przeciętnej nominalnej płacy w przedsiębiorstwach. Utrzymujący się niski poziom bieżącej aktywności gospodarczej oraz oczekiwania stopniowej poprawy koniunktury dopiero w drugiej połowie br. nie wskazywały też na możliwość istotnego przyspieszenia wzrostu płac w nadchodzących miesiącach.

Ze strony czynników monetarnych w II kwartale br. nie występowały poważne zagrożenia dla przyszłej inflacji. Kredyty dla przedsiębiorstw od marca do maja br. wykazywały ujemną roczną dynamikę wzrostu. Z kolei roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, po znaczącym wzroście w marcu br., w kolejnych miesiącach uległa osłabieniu.

W II kwartale br. utrzymała się jednak wysoka dynamika przyrostu gotówki, której towarzyszyła niepewność co do jej przyczyn i skutków inflacyjnych. Przemawiało to za zachowaniem ostrożności w obniżaniu stóp procentowych.

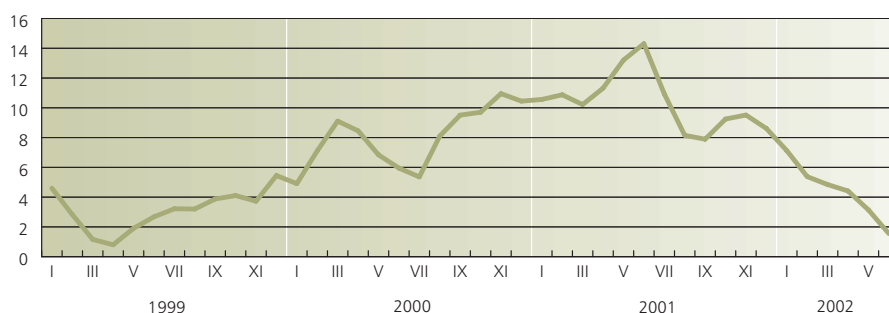
Postawę taką uzasadniała także spadkowa tendencja rocznej dynamiki depozytów gospodarstw domowych, utrzymująca się od III kwartału ub.r. Była to konsekwencja malejącego tempa wzrostu dochodów ludności, a także obniżającej się oplotalności lokowania środków w systemie bankowym, wynikającej z redukcji oprocentowania depozytów oraz z opodatkowania odsetek bankowych.

Do ostrożności w obniżaniu stóp procentowych skłaniała też Radę świadomość, że pełne skutki dokonanych przez nią od lutego ub.r. redukcji jeszcze się nie ujawniły, a ich prognozy są obciążone znaczną niepewnością.

Podstawowe ograniczenie pola manewru dla polityki pieniężnej w II kwartale br. stanowiła jednak utrzymująca się niepewność co do skali deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych zarówno w 2002 r., jak i w 2003 r. Choć w analizowanym kwartale nie pojawiły się większe zagrożenia dla realizacji *Ustawy budżetowej na rok 2002*, to jednak istniało niebezpieczeństwo, że deficyt ekonomiczny będzie wyższy niż zakładano w związku z pogarszającą się sytuacją funduszy celowych. W tych warunkach szczególnie groźna była malejąca przejrzystość finansów publicznych. Stosowane przez rząd zasady obliczania wydatków i dochodów sektora publicznego umożliwiały bowiem zwiększanie wydatków publicznych w sposób nie znajdujący odzwierciedlenia w wyniku finansowym sektora.

Przyszłoroczne plany rządu w zakresie polityki fiskalnej także napawały niepokojem. Zgodnie z *Załoženiami projektu budżetu państwa na rok 2003*, przedstawionymi przez Ministerstwo Finansów w czerwcu br., deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych miał wynieść w przyszłym roku 4,9% PKB. Wobec prognozowanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oznaczałoby to utrzymanie luźnej polityki fiskalnej, o czym przesądziłby wysoki deficyt budżetu państwa. Sytuacja ta skłaniała do ograniczenia skali dokonywanych obniżek stóp procentowych.

**Wykres 47**  
**Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej\***



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

Dalsze złagodzenie polityki monetarnej w II kwartale br. znalazło odzwierciedlenie w postępującym spadku wartości indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI), który uwzględnia poziom realnych stóp procentowych i realnego efektywnego kursu walutowego. W czerwcu br. indeks ten obniżył się do poziomu zbliżonego do odnotowanego w maju 1999 r. (wykres 47).

\* \* \*

Dnia 26 czerwca br. RPP obniżyła poziom celu inflacyjnego na 2002 r. do 3% – z dopuszczalnym przedziałem odchyień +/- 1 pkt proc. Uzasadnieniem tej decyzji były znacznie korzystniejsze warunki realizacji celu inflacyjnego w br., niż przewidywano w chwili jego wyznaczenia w sierpniu 2001 r. Niespodziewanie pomyślnie dla przebiegu procesów inflacyjnych ukształtowały się czynniki podażowe (głównie w odniesieniu do cen żywności i paliw), mniejszy niż zakładano był wzrost cen podlegających regulacji administracyjnej i na niższym poziomie ukształtowała się dynamika popytu krajowego.

W tych warunkach Rada uznała, że (wyłączając niespodziewane niekorzystne wstrząsy podażowe w II półroczu br.) mimo obniżenia stóp procentowych NBP od sierpnia 2001 r. do maja br. łącznie o 6,5 pkt. proc., inflacja na koniec br. będzie prawdopodobnie wyraźnie niższa niż 4%, tj. niż wynosiła dolna granica przyjętego pierwotnie przedziału celu inflacyjnego. Kierując się dążeniem do stabilizacji inflacji na niskim poziomie, a także do zachowania przejrzystości co do priorytetów prowadzonej polityki pieniężnej, RPP podjęła decyzję o rewizji celu inflacyjnego na br.

Jednocześnie Rada wyznaczyła też na analogicznym poziomie cel inflacyjny na 2003 r., konkretyzując tym samym przyjęty we wrześniu 1998 r. średniokresowy cel polityki pieniężnej obniżenia inflacji do poziomu poniżej 4% w 2003 r. Nowy cel jest spójny ze wskaźnikiem inflacji przyjętym przez rząd w *Założeniach do projektu budżetu państwa na rok 2003*.

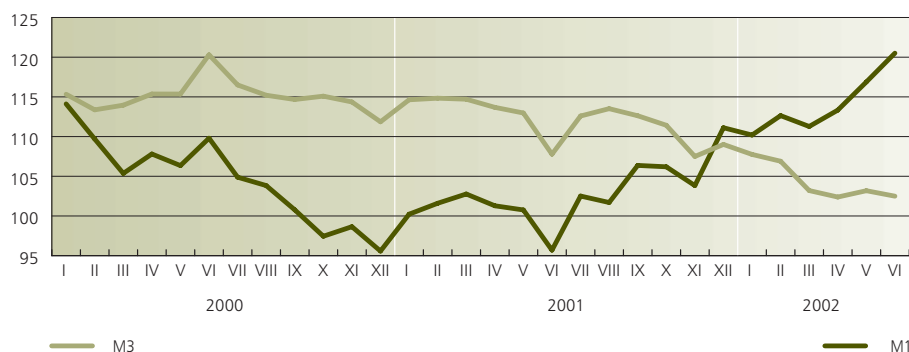
## 6.2. Podaż pieniądza M3

W II kwartale 2002 r. niewielkiemu wzrostowi szerokiego agregatu M3 towarzyszył znaczny wzrost wąskiego agregatu M1, w tym pieniądza gotówkowego w obiegu poza kasami banków. Przeciwnie tendencje w kształtowaniu się M3 oraz M1, szczególnie w ostatnich dwóch kwartałach, cechują też dynamiki roczne tych agregatów (wykres 48).

Podaż pieniądza M3, wg stanu na koniec czerwca br., wyniosła 322,4 mld zł i zwiększyła się o 3,1 mld zł (1,0%) w stosunku do stanu na koniec marca br. Roczne tempo wzrostu M3 na koniec czerwca br. wyniosło 2,5%, a w ujęciu realnym 0,9%. Przyrost M3 w II kwartale br. wynikał z jego silnego wzrostu w maju (o 4,8 mld zł); w kwietniu i w czerwcu zanotowano spadek M3 (odpowiednio o 1,4 mld zł oraz 0,3 mld zł).

Wykres 48

Dynamika nominalna M3 oraz M1 (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane NBP.

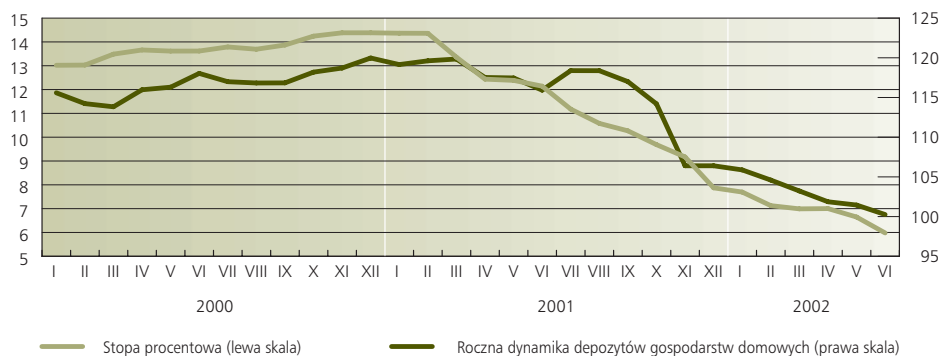
Istotnym czynnikiem wzrostu M3 w II kwartale br. było osłabienie złotego w stosunku do euro i dolara, jakie odnotowano w maju i w czerwcu. Przy założeniu zachowania stałej struktury walutowej depozytów wzrost M3 w analizowanym kwartale, wynikający tylko ze zmian kursowych, wyniósłby 1 mld zł. Jednak zanotowany w tym okresie przyrost podaży pieniądza ogółem był przede wszystkim wynikiem wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu o 2,4 mld zł. Depozyty i inne zobowiązania zwiększyły się tylko o 0,6 mld zł.

Niski wzrost depozytów i innych zobowiązań ogółem w II kwartale br. był skutkiem zmniejszenia się stanu depozytów gospodarstw domowych w tym okresie o 2,1 mld zł. Jednocześnie depozyty przedsiębiorstw wzrosły o 2,4 mld zł, a pozostałe pozycje, stanowiące około 10% całości depozytów, zwiększyły się o 0,3 mld zł. Wśród tych pozycji odnotowano wzrost depozytów niemonetarnych instytucji finansowych i depozytów funduszy ubezpieczeń społecznych łącznie o 0,9 mld zł (11,7%), oraz spadek depozytów instytucji niemonetarnych działających na rzecz gospodarstw domowych i instytucji samorządowych łącznie o 0,8 mld zł (-4,1%). Pozostałe składniki M3 zwiększyły się o 0,1 mld zł (36%). Po wyeliminowaniu wpływu różnic kursowych, spadek depozytów gospodarstw domowych byłby większy o 0,3 mld zł, a wzrost depozytów przedsiębiorstw – niższy o 0,6 mld zł.

Spadek rocznej dynamiki depozytów gospodarstw domowych utrzymuje się od III kwartału ub.r. Do głównych przyczyn tego zjawiska należą: pogarszanie się sytuacji dochodowej gospodarstw domowych oraz zmniejszanie się oprocentowania depozytów w systemie bankowym, dodatkowo potęgowane przez podatek od odsetek bankowych (wykres 49).

Wykres 49

Średnie oprocentowanie lokat terminowych od osób prywatnych a dynamika depozytów gospodarstw domowych



Źródło: dane NBP.

Wykres 50

Pieniądz gotówkowy w obiegu w ujęciu realnym (mld zł z grudnia 1996 r.)



Źródło: dane NBP.

Roczne tempo wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu na koniec czerwca br. wyniosło 17,9%, tj. było najwyższe od grudnia 1999 r., gdy wystąpił tzw. „efekt milenijny”. Szybki wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu był w głównej mierze następstwem spadku stóp procentowych, obniżającego alternatywne koszty utrzymywania gotówki. Ponadto, do wzrostu stanu pieniądza gotówkowego w obiegu na koniec poszczególnych miesięcy drugiego kwartału br. przyczyniły się też długie weekendy w końcu kwietnia i maja, a także „efekt wakacyjny” występujący w czerwcu. Jednocześnie pieniądz gotówkowy w ujęciu realnym na koniec czerwca osiągnął ponownie poziom z drugiej połowy 1999 r., po obserwowanym znacznym obniżeniu w latach 2000 – 2001 (wykres 50). Udział gotówki w M1 zmniejszył się z 33,8% na koniec marca 2002 r. do 32,7% na koniec czerwca 2002 r.

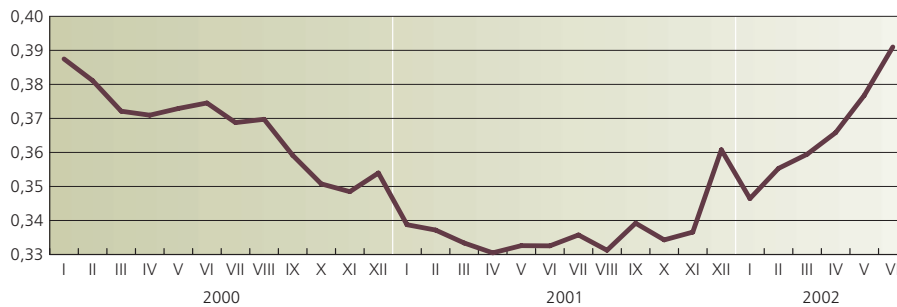
Tabela 20

Podaż pieniądza w II kwartale 2002 r.

Wyszczególnienie	Stan na 30 czerwca		Zmiana w stosunku		Zmiana w stosunku do	
	2002 r.	do 30 czerwca 2001 r.	do 31 marca 2002 r.			
			mld zł	%	mld zł	%
I. Podaż pieniądza M1	126,1	21,0	20,5	11,3	9,8	
II. Podaż pieniądza M2 (wg starej definicji)	330,4	22,9	7,5	4,1	1,2	
III. Podaż pieniądza M3 ogółem	322,4	7,8	2,5	3,1	1,0	
1. Pieniądz gotówkowy						
(poza kasami banków)	41,2	6,3	17,9	2,4	6,3	
2. Depozyty złotowe i inne zobowiązania	280,7	1,4	0,5	0,5	0,2	
2.1. Gospodarstwa domowe	205,7	0,2	0,1	-2,1	-1,0	
2.2. Niemonetarne instytucje						
finansowe	6,7	-1,7	-20,2	0,9	14,9	
2.3. Przedsiębiorstwa	48,6	5,6	12,9	2,4	5,2	
2.4. Instytucje niekomercyjne działające						
na rzecz gospodarstw domowych	8,2	-1,5	-15,2	-0,7	-7,8	
2.5. Instytucje samorządowe	9,5	0,1	1,5	-0,1	-0,7	
2.6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	2,1	-1,3	-38,7	0,1	2,6	
3. Pozostałe składniki M3	0,5	0,2	62,9	0,1	36,0	

Źródło: dane NBP.

**Wykres 51**  
**Udział M1 w M3**



Źródło: dane NBP.

W okresie od grudnia 1996 r. do maja 2001 r. (z wyjątkiem II półrocza 1999 r.) postępowania substytucja wąskiego pieniądza, tj. depozytów bieżących i gotówki, depozytami terminowymi. Odwrócenie tego trendu nastąpiło w czerwcu 2001 r. (wykres 51). Analizując zmiany relacji M1 do M3 od czerwca ub.r. do czerwca br. należy jednak uwzględnić fakt, że począwszy od danych na koniec marca br. baza odniesienia uległa pomniejszeniu na skutek wyeliminowania z M3 depozytów o terminie zapadalności przekraczającym 2 lata. Rzeczywisty efekt substytucji depozytów terminowych depozytami bieżącymi i gotówką był więc w tym okresie słabszy i dotyczył kwoty około 14 mld zł, tj. o 5 mld zł mniejszej niż w przypadku nieuwzględnienia powyższej zmiany bazy odniesienia. Gdyby z kolei dołączyć do M3 inne aktywa finansowe o podobnym stopniu płynności jak depozyty bankowe (np. obligacje skarbowe, jednostki funduszy inwestycyjnych), to mogłoby się okazać, że wspomniany efekt substytucji byłby jeszcze słabszy.

Analiza zmian rocznej dynamiki pieniądza gotówkowego w obiegu w ciągu ostatniego roku (licząc do końca czerwca br.) wskazuje, że w dużej mierze wynikała ona z efektu bazy. Od stycznia 2000 r. do czerwca 2001 r. poziom pieniądza gotówkowego w obiegu był bowiem stabilny i dopiero po tym okresie zaczął szybko rosnąć. W związku z tym jego roczna dynamika w okresie od lipca 2001 r. do czerwca 2002 r. także musiała się zwiększać. Z kolei począwszy od lipca br. należy oczekiwać, że efekt bazy będzie działał w kierunku stabilizacji rocznej dynamiki pieniądza gotówkowego w obiegu.

#### *Czynniki kreacji pieniądza*

W II kwartale 2002 r. spadkowi rocznej dynamiki podaży pieniądza towarzyszyły zmiany w strukturze jego kreacji. Źródłami wzrostu podaży pieniądza były należności<sup>17</sup>, zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego oraz aktywa zagraniczne netto, a czynnikiem zmniejszającym ją – saldo pozostałych pozycji netto. W porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r. zmienił się więc kierunek oddziaływania aktywów zagranicznych netto i salda pozostałych pozycji netto.

**Należności** stanowiły na koniec czerwca br. 74,3% podaży pieniądza ogółem w systemie bankowym (wobec 69,3% rok wcześniej). Przyrost należności w II kwartale br. w porównaniu z poprzednim kwartałem wynikał głównie (w 68,3%) ze wzrostu należności od przedsiębiorstw. Pozostałą jego część stanowiły należności od gospodarstw domowych<sup>18</sup>, niemonetarnych instytucji fi-

<sup>17</sup> 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/niespłacone, należności z tytułu zakupionych papierów wartościowych z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu, dłużne papiery wartościowe i inne należności. Nie uwzględniają one papierów wartościowych z prawem do kapitału i udziałów.

<sup>18</sup> Kategorię gospodarstwa domowe stanowią osoby prywatne, rolnicy indywidualni i przedsiębiorcy indywidualni zatrudniający do 9 osób łącznie.

**Tabela 21**  
**Czynniki kreacji pieniądza**

Wyszczególnienie	2001		2002	
	przyrost	udział	przyrost	udział
	w ciągu	w przyroście	w ciągu	w przyroście
	II kwartału	w %	II kwartału	w %
	w mld zł		w mld zł	
<b>Podaż pieniądza ogółem</b>	<b>5,4</b>	<b>100,0</b>	<b>3,1</b>	<b>100,0</b>
Aktywa zagraniczne netto	-8,9	-166,3	1,7	56,2
Należności	2,8	52,8	8,2	268,7
Zadłużenie netto instytucji rządowych				
szczebla centralnego	3,1	58,3	3,4	112,3
Saldo pozostałych pozycji netto	8,3	155,2	-10,3	-337,2

Źródło: dane NBP – Bankowa Informacja Statystyczna.

**Tabela 22**  
**Struktura należności w II kwartale 2002 r.**

Wyszczególnienie	Stan na	Zmiana w stosunku		Zmiana w stosunku	
	30 czerwca	do 30 czerwca		do 31 marca	
	2002 r.	2001 r.		2002 r.	
	mld zł	mld zł	%	mld zł	%
I. Należności ogółem	239,6	20,5	9,4	8,2	3,6
1. Gospodarstwa domowe	86,8	11,7	15,5	0,9	1,0
2. Niemonetarne instytucje finansowe	10,6	0,9	9,3	0,7	7,1
3. Przedsiębiorstwa	130,1	2,7	2,1	5,6	4,5
4. Instytucje niekomercyjne działające					
na rzecz gospodarstw domowych	0,8	-0,7	-48,7	0,0	0,7
5. Instytucje samorządowe	9,2	3,8	70,4	0,6	7,0
6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	2,2	2,2	–	0,5	26,2

Źródło: dane NBP – Bankowa Informacja Statystyczna.

nansowych, instytucji samorządowych, funduszy ubezpieczeń społecznych oraz instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

Udział należności od gospodarstw domowych w należnościach ogółem na koniec czerwca br. wyniósł 36,2% (przed rokiem 23,8%), a od przedsiębiorstw – odpowiednio 54,2% (przed rokiem 58,2%).

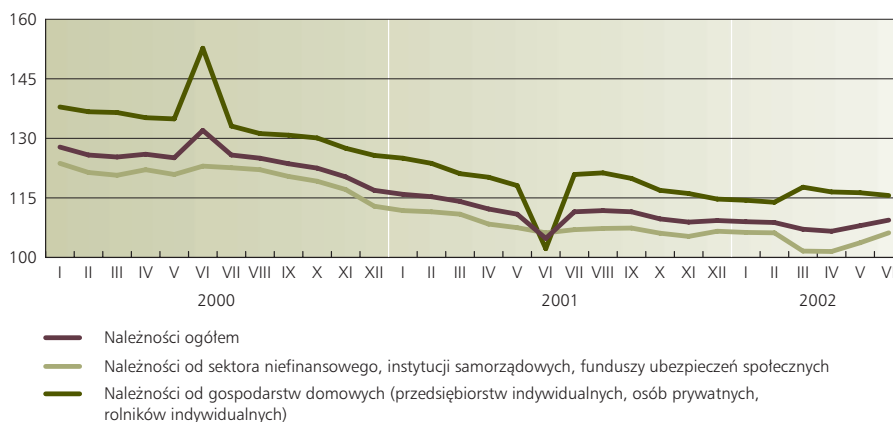
W porównaniu z analogicznym okresem ub.r. należności (w ujęciu nominalnym) wzrosły na koniec czerwca br. o 9,4%, w tym należności od gospodarstw domowych – o 15,5%, a od przedsiębiorstw o 2,1%. W kolejnych miesiącach II kwartału br. nominalne roczne tempo wzrostu należności zwiększało się (wykres 52). W wyrażeniu realnym<sup>19</sup> wzrost należności na koniec czerwca br. wyniósł w ujęciu rocznym 7,6% (rok wcześniej odnotowano ich spadek o 1,4%).

<sup>19</sup> Po uwzględnieniu dwunastomiesięcznego wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, wynoszącego 1,6%.



Wykres 52

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



Źródło: dane NBP.

### Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego

Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego<sup>20</sup> (IRSC) w krajowym systemie bankowym zwiększyło się w ciągu II kwartału br. o 3,4 mld zł. Wzrost zadłużenia netto był efektem:

- przyrostu należności banków od instytucji rządowych z tytułu kredytów i papierów dłużnych o 1,0 mld zł, tj. o 1,2%,
- spadku depozytów rządowych o 2,4 mld zł, tj. o 9,7%, w tym w szczególności środków budżetu państwa na rachunku walutowym w NBP.

Głównym czynnikiem kształtującym w II kwartale br. wielkość zadłużenia netto IRSC były wysokie potrzeby pożyczkowe budżetu państwa. Na ich sfinansowanie, wobec niskich przychodów z prywatyzacji (tylko 55 mln zł), budżet państwa przeznaczał środki zgromadzone na rachunkach w poprzednich miesiącach oraz bieżące wpływy uzyskiwane ze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym.

W omawianym okresie budżet państwa wykorzystał w całości środki zgromadzone na rachunku walutowym w NBP, pochodzące m.in. z dokonanej w lutym br. emisji euroobligacji. Wysoki stan środków (około 4,2 mld zł w końcu marca br.) pozwolił na uregulowanie przypadających w kwietniu płatności z tytułu zadłużenia zagranicznego, jak również na wcześniejszy wykup raty kapitałowej od obligacji nominowanych w USD, wyemitowanych dla NBP w związku z dokonaną w listopadzie ub.r. operacją spłaty zadłużenia wobec Brazylii.

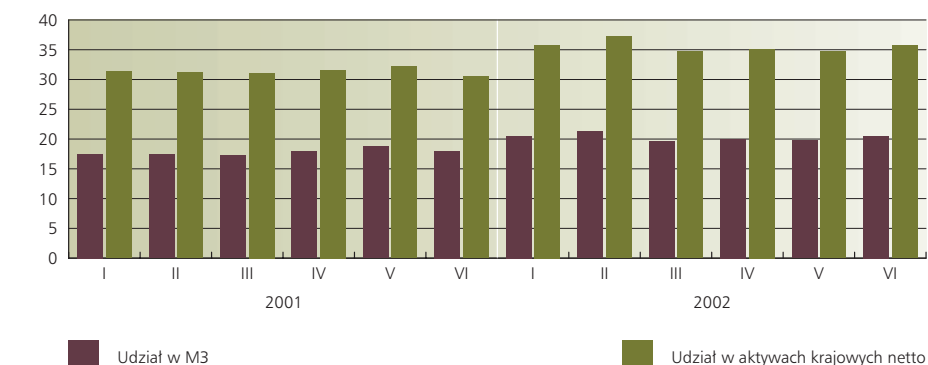
W II kwartale br., dzięki wysokim stanom środków na rachunkach budżetowych, Ministerstwo Finansów zmniejszyło podaż skarbowych papierów wartościowych – ich sprzedaż netto wyniosła 7,9 mld zł wobec 19,2 mld zł w I kwartale br. W związku z utrzymującą się dużą atrakcyjnością inwestowania w walory skarbowe, popyt na nie przewyższał ponad dwukrotnie i tak bardzo wysoką ofertę sprzedaży. Emisja skarbowych papierów wartościowych zapewniła utrzymanie bieżącej płynności finansowej budżetu państwa, pozwoliła na sfinansowanie zobowiązań budżetu w II kwartale br. oraz zabezpieczenie środków na przyszłe potrzeby budżetu. Na koniec czerwca br. lokaty złotowe na rachunku budżetowym wynosiły 9,7 mld zł, tj. o 2,3 mld zł więcej niż w końcu marca br.

Duże zainteresowanie, szczególnie krótkoterminowymi papierami skarbowymi, wykazywały w II kwartale br. – podobnie jak w poprzednim – banki. Na koniec czerwca br. wartość bonów w portfelach banków wynosiła 26,1 mld zł. Oznacza to, że zadłużenie Skarbu Państwa wo-

<sup>20</sup> Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego obejmuje saldo należności i zobowiązań systemu bankowego wobec jednostek dotychczasowych podsektorów „budżet państwa” i „fundusze celowe budżetu państwa”, z wyłączeniem kas chorych, ZUS, KRUS oraz zarządzanych przez nie funduszy.

Wykres 53

Udział zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego w podaży pieniądza ogółem oraz w aktywach krajowych netto w I półroczu lat 2001-2002 (stan)



Źródło: dane NBP.

bec systemu bankowego z tytułu bonów skarbowych wzrosło w ciągu II kwartału br. o blisko 4 mld zł (tj. o 18%). Jednocześnie nastąpił znaczny spadek zadłużenia z tytułu pozostałych skarbowych papierów wartościowych, o dłuższym niż rok terminie zapadalności. Było to przede wszystkim efektem wykupu rat kapitałowych obligacji nominowanych w USD. Zmniejszenie zadłużenia z tego tytułu o 3,8 mld zł zrównoważyło prawie w całości wzrost długu budżetu państwa z tytułu emisji bonów skarbowych.

Do zwiększenia zadłużenia netto IRSC w II kwartale br. przyczyniły się również, obok budżetu państwa, takie instytucje szczebla centralnego<sup>21</sup>, jak Fundusz Pracy oraz Agencja Rynku Rolnego. W ciągu analizowanego okresu ich zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek wzrosło o 0,8 mld zł i na koniec czerwca br. było prawie dwukrotnie większe niż na koniec marca br. (w I kwartale br. odnotowano jego niewielki spadek – o 0,1 mld zł).

Roczna dynamika wzrostu zadłużenia netto IRSC w końcu II kwartału br. wyniosła 116,2%, a więc w stosunku do grudnia ub.r. (123,4%) uległa spowolnieniu, a w stosunku do czerwca ub.r. (87,8%) – znaczącemu przyspieszeniu.

Mimo odnotowanego w II kwartale br. przyrostu zadłużenia netto IRSC, na koniec czerwca br. jego poziom był niższy niż w grudniu ub.r. i wyniósł 65,9 mld zł. Oznacza to, że w I półroczu br. instytucje rządowe oddłużyły się w systemie bankowym na kwotę 3,3 mld zł (4,7%). Natomiast w analogicznym okresie ub.r., wobec mniej korzystnej sytuacji sektora rządowego, jego dług w systemie bankowym wzrósł: w ujęciu netto zadłużenie sektora zwiększyło się wówczas o 0,7 mld zł (1,2%). Tym samym udział zadłużenia IRSC w kreacji pieniądza ogółem w ciągu sześciu miesięcy br. zmniejszył się, jednak w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. – znacząco wzrósł (wykres 53).

#### Aktywa zagraniczne netto

Na koniec II kwartału 2002 r. aktywa zagraniczne netto<sup>22</sup> systemu bankowego osiągnęły poziom 139,3 mld zł, tj. wzrosły w ciągu kwartału o 1,3%, a w ciągu półrocza o 4,5%. Zło-

<sup>21</sup> Do instytucji rządowych szczebla centralnego zalicza się m.in. państwowe fundusze celowe, z wyjątkiem działających w sferze ubezpieczeń społecznych oraz agencje tworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych. Obecnie są to: Państwowy Fundusz Kombatanów, Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej, Centralny Fundusz Ochrony Gruntów Rolnych, Państwowy Fundusz Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych, Fundusz Promocji Twórczości, Fundusz Pracy, Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych, Agencja Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa, Agencja Własności Rolnej Skarbu Państwa, Agencja Mienia Wojskowego, Agencja Rynku Rolnego, Wojskowa Agencja Mieszkaniowa, Agencja Techniki i Technologii, Agencja Rezerw Materiałowych.

<sup>22</sup> Aktywa zagraniczne netto systemu bankowego obejmują aktywa zagraniczne (oficjalne aktywa rezerwowe i pozostałe aktywa zagraniczne) pozostające w dyspozycji NBP i aktywa zagraniczne banków komercyjnych, pomniejszone o pasywa zagraniczne NBP i banków komercyjnych wobec nierezzydentów w walutach obcych i w walucie krajowej.

żył się na to wzrost aktywów zagranicznych (do poziomu 180,2 mld zł) oraz pasywów zagranicznych (do 40,9 mld zł). W wyrażeniu dolarowym aktywa zagraniczne netto na koniec II kwartału br. wyniosły 34,5 mld USD.

Udział *aktywów zagranicznych netto banków komercyjnych* w aktywach zagranicznych netto systemu bankowego nadal obniżał się: z 22,9% na koniec ub.r. spadł do 20,8% na koniec I kwartału br. i 18,8% na koniec II kwartału br. Wartość aktywów zagranicznych netto banków komercyjnych zmniejszyła się do 26,2 mld zł, co stanowiło równowartość 6,5 mld USD.

*Aktywa zagraniczne netto NBP* wyniosły na koniec II kwartału br. 113,1 mld zł, tj. wzrosły o 2,7% w porównaniu ze stanem na koniec I kwartału br. i o 9,0% w porównaniu ze stanem na koniec 2001 r. Oficjalne aktywa rezerwowe, stanowiące główną część aktywów zagranicznych NBP, wzrosły w ciągu II kwartału br. w wyrażeniu złotowym do 113,8 mld zł, co stanowiło równowartość 28,2 mld USD. Na zmianę ich wartości wpłynęły przede wszystkim: zmiany wynikające z wyceny złota i papierów wartościowych, różnice kursowe oraz saldo transakcji dokonanych przez NBP.

### **Saldo pozostałych pozycji (netto)**

W ciągu II kwartału 2002 r. ujemne saldo pozostałych pozycji netto (SPPN) wzrosło o 6,3 mld zł, tj. o 11,6 % i na koniec czerwca br. wyniosło -60 mld zł<sup>23</sup>.

O skali i kierunku zmiany tej kategorii zdecydowały w II kwartale br. *pozostałe aktywa netto w NBP*. W ciągu II kwartału pasywne saldo *pozostałych aktywów netto NBP* wzrosło o 4,6 mld zł, tj. o 15,8%, i wyniosło na koniec czerwca br. -34,1 mld zł. Wzrost ten spowodowany był głównie zwiększeniem się stanu „rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych”, w wyniku wystąpienia dodatnich różnic z wyceny aktywów i pasywów walutowych, przeliczonych na złote w związku z deprecjacją złotego. Zmiany w *pozostałych aktywach netto NBP* były związane z technicznymi zapisami na kontach „rezerwy...”, a więc nie wpłynęły na podaż pieniądza ogółem w II kwartale br., ponieważ nie spowodowały ani kreacji pieniądza, ani też jego absorpcji.

Kolejnym elementem salda pozostałych pozycji netto, który również oddziaływał w kierunku zwiększenia pasywnego salda PPN w II kwartale br., były *rozliczenia z tytułu obrotu papierami wartościowymi i instrumentami pochodnymi*, których aktywne saldo zmniejszyło się w ciągu analizowanego kwartału o 1 mld zł, tj. o 251,5%. Środki o terminie zapadalności do 2 lat, które w wyniku tych rozliczeń zasiliły konta gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, niemonetarnych instytucji finansowych oraz instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych, zwiększyły w II kwartale br. podaż pieniądza ogółem.

Natomiast w kierunku zmniejszenia pasywnego salda PPN działały w II kwartale br. *wyniki finansowe banków komercyjnych*, które zmniejszyły się w ciągu kwartału o około 2 mld zł, tj. o 47,8%. Tak duży ich spadek był efektem zatwierdzenia przez odpowiednie organy rocznych sprawozdań finansowych banków komercyjnych za 2001 r. i w konsekwencji rozdysponowania środków o wartości około 2,7 mld zł, ewidencjonowanych wcześniej w pozycji „wynik finansowy w trakcie zatwierdzania”. Kwoty, które w związku z podziałem wyniku finansowego powiększyły zasoby finansowe z terminem zapadalności do 2 lat, m.in. gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, niemonetarnych instytucji finansowych (np. poprzez wypłacone dywidendy), stymulowały wzrost podaży pieniądza ogółem.

Zmiany innych elementów salda pozostałych pozycji netto bilansu skonsolidowanego systemu bankowego, odnotowane na podstawie danych na koniec marca i czerwca br., nie odbiegały znacznie pod względem wartości od zmian obserwowanych w poprzednich okresach i nie miały większego wpływu na wartość salda PPN.

<sup>23</sup> Pozycja ta nie obejmuje długoterminowych zobowiązań finansowych oraz aktywów trwałych (bez aktywów finansowych).

### 6.3. Transmisja polityki monetarnej

#### 6.3.1. Stopa procentowa

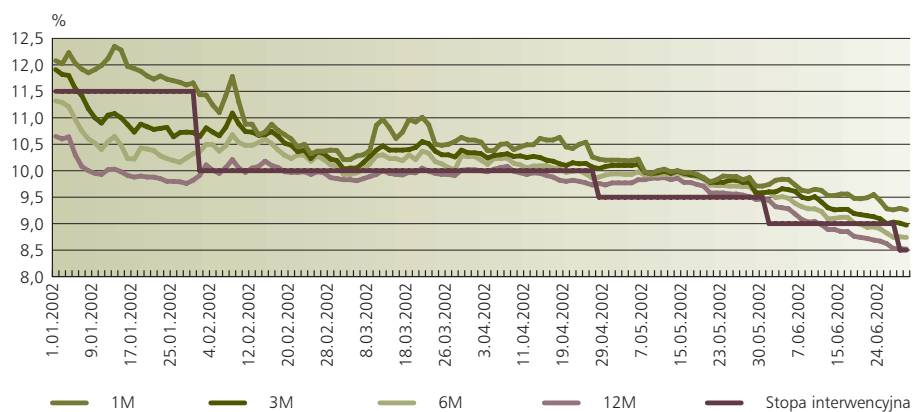
##### *Polityka pieniężna a stopy procentowe na rynku międzybankowym*

W II kwartale br. głównymi czynnikami wywołującymi spadek oprocentowania depozytów międzybankowych były oczekiwane i przeprowadzone przez NBP redukcje stóp procentowych, a także obniżające się tempo inflacji oraz prognozy jego dalszego spadku w miesiącach letnich.

Oprocentowanie lokat o dłuższych terminach obniżało się w II kwartale br. szybciej niż oprocentowanie lokat o krótkich terminach zapadalności. W konsekwencji krzywa dochodowości na rynku lokat międzybankowych zwiększała swoje ujemne nachylenie. Proces ten został zahamowany w pierwszej połowie maja, gdy po kwietniowym posiedzeniu RPP rynek dokonywał weryfikacji swych oczekiwań dotyczących skali i terminu dalszych redukcji stóp procento-

**Wykres 54**

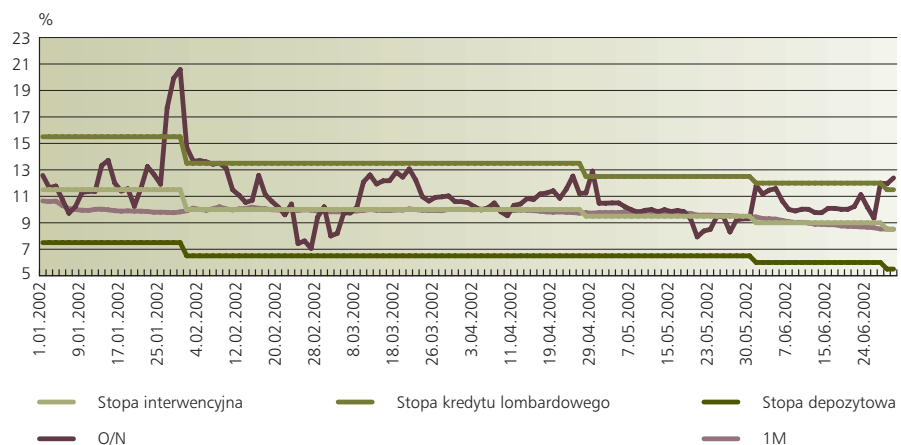
**Stopa interwencyjna oraz oprocentowanie depozytów międzybankowych 1M, 3M, 6M, 12M**



Źródło: dane Reuters, NBP.

**Wykres 55**

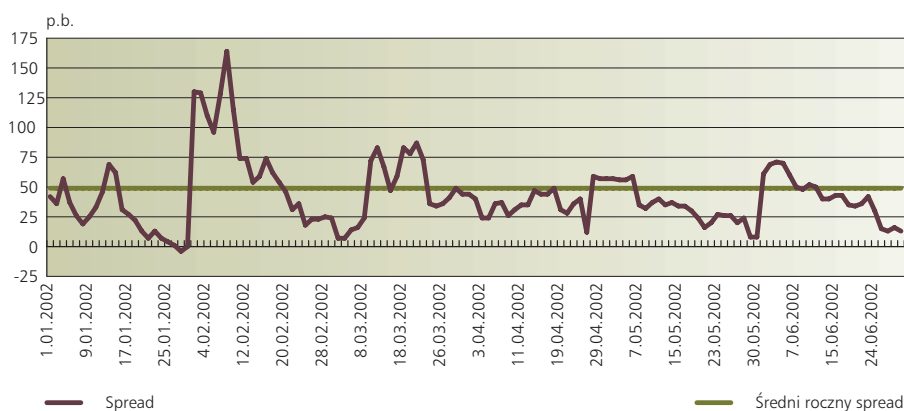
**Stopy NBP oraz oprocentowanie depozytów międzybankowych O/N i 1M**



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 56

## Różnica między stopą referencyjną a stawką 1M WIBOR



Źródło: dane Reuters, NBP.

wych NBP. Efektem zmian oczekiwań rynku był wzrost oprocentowania depozytów międzybankowych o terminach zapadalności powyżej 6 miesięcy. Krzywa dochodowości na rynku depozytów międzybankowych uległa wówczas wyraźnemu spłaszczeniu. Była to największa zmiana tego rodzaju od początku 2001 r., a więc od rozpoczęcia obecnego cyklu obniżek stóp procentowych banku centralnego.

Spadkowy trend oprocentowania depozytów międzybankowych powrócił w drugiej połowie maja. Ponownie zwiększyło się wtedy ujemne nachylenie krzywej dochodowości rynku pieniężnego, odzwierciedlające narastające oczekiwania rynku na kolejne redukcje stóp procentowych NBP.

Przejściowe zwiększanie się po posiedzeniach RPP oprocentowania depozytów międzybankowych o terminach zapadalności do 3 miesięcy – obserwowane także w II kwartale br. – wynika ze wzrostu popytu banków na środki w celu realizacji zakupu bonów pieniężnych NBP przed oczekiwaną obniżką stóp procentowych. W porównaniu z poprzednimi kwartałami wzrost wysokości oprocentowania depozytów międzybankowych w II kwartale br. był jednak stosunkowo umiarkowany.

#### Reakcja banków na politykę banku centralnego

Rada Polityki Pieniężnej NBP w II kwartale br. trzykrotnie dokonała obniżek stóp podstawowych banku centralnego. Łączna zmiana stóp wyniosła od 150 pkt. baz. w przypadku stopy referencyjnej do 200 pkt. baz. w przypadku kredytu redyskontowego. Mimo że banki dość szybko zareagowały na posunięcia NBP, zmiany te nie zostały – jak dotąd – w całości przeniesione na depozytowe i kredytowe stopy procentowe. Stosunkowo największe cięcia tych stóp były przeprowadzone w czerwcu, co wynikało z występowania opóźnień w reakcji banków, jak również z dostosowywania się poszczególnych uczestników rynku do reakcji konkurentów.

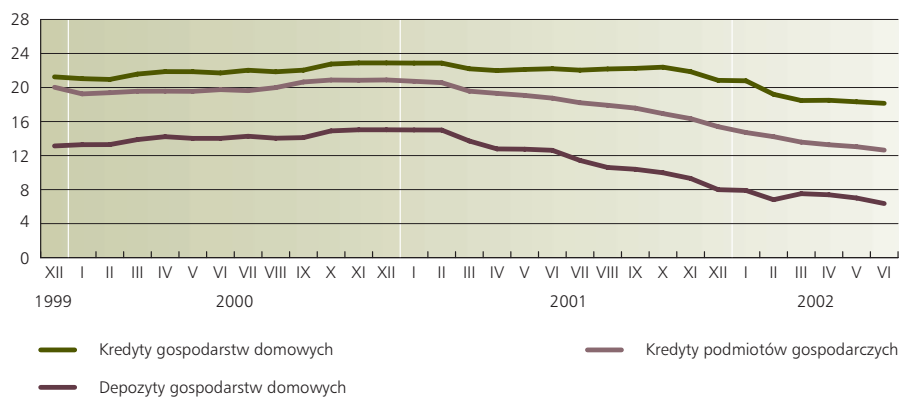
W II kwartale br. banki kontynuowały strategię asymetrycznego dostosowywania własnych stóp procentowych do stóp rynkowych i – w ślad za obniżkami stóp NBP – w większym stopniu zmniejszały oprocentowanie depozytów niż oprocentowanie kredytów.

Oprocentowanie terminowych depozytów gospodarstw domowych obniżyło się w II kwartale br. przeciętnie o 110 pkt. baz. (do średniej wysokości 6,0% w czerwcu br.), a kredytów dla gospodarstw domowych – odpowiednio o 33 pkt. baz. (do 18,1%)<sup>24</sup>. W rezultacie marża odsetkowa, rozumiana jako różnica między przeciętną stopą procentową pobieraną od kredytów dla gospo-

<sup>24</sup> Średnie ważone ze stóp procentowych w 11 największych bankach.

## Wykres 57

## Średnie ważone nominalne oprocentowanie 1-roczych depozytów oraz kredytów dla podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych



Uwagi:

1. Ze względu na zmiany definicyjne w sprawozdawczości bankowej, stopy procentowe sprzed 31 marca 2002 r. i po tej dacie są nieporównywalne.

2. Kategoria „kredyty dla gospodarstw domowych” przed zmianami obejmowała kredyty gotówkowe, a po zmianach – kredyty konsumenne.

Źródło: dane NBP.

darstw domowych a stopą procentową płaconą za ich depozyty, wzrosła w ciągu analizowanego kwartału o 82 pkt. baz., do ponad 1.200 pkt. baz.

Oprocentowanie terminowych depozytów podmiotów gospodarczych obniżyło się natomiast w tym okresie średnio o 97 pkt. baz., a kredytów dla podmiotów gospodarczych – o 90 pkt. baz. Marża odsetkowa zwiększyła się więc w tym przypadku o 7 pkt. baz., tj. do około 670 pkt. baz.

Do ostrożności w obniżkach oprocentowania kredytów skłaniała banki trudna sytuacja ekonomiczna zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych, pociągająca za sobą pogarszanie się jakości portfela kredytowego banków, a w konsekwencji – niższe wpływy odsetkowe. Nierównomierne zmiany oprocentowania aktywów i pasywów pozwalały bankom na częściową rekompensatę odsetek utraconych wskutek niższej jakości kredytów.

Podobnie jak w poprzednich kwartałach, banki przeprowadziły w II kwartale br. większe redukcje oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw (przeciętnie o 90 pkt. baz. – średnio do 13% w czerwcu br.) niż kredytów konsumennek (odpowiednio o 30 pkt. baz., do 18,1%). Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych spadło przeciętnie o 90 pkt. baz. i w czerwcu br. wynosiło średnio 10,2%. Różnice w wysokości oprocentowania oraz tempie jego obniżania wynikały m.in. z odmiennej oceny ryzyka towarzyszącego kredytom udzielanym przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym. Stopy procentowe kredytów konsumennek zawierały wyższą marżę za ryzyko, ponieważ jakość kredytów udzielonych gospodarstwom domowym (z wyjątkiem kredytów mieszkaniowych) szybko się pogarszała. Wydaje się również, że niektóre banki przerzucały część kosztów na tę grupę kredytobiorców, wykorzystując fakt, że są dla nich praktycznie jedynym kredytodawcą. Polityka taka pozwoliła bankom na stosunkowo większe redukcje oprocentowania kredytów korporacyjnych.

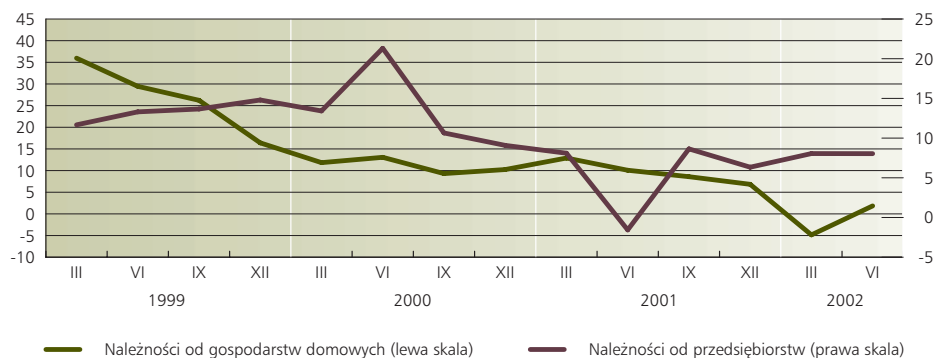
Reakcje poszczególnych banków na decyzje o obniżkach stóp NBP były w II kwartale br. zróżnicowane. Największe banki reagowały na nie z pewnym opóźnieniem w porównaniu z pozostałymi bankami lub wręcz wstrzymały się od zmiany oprocentowania kredytów. W rezultacie zachowała się znaczna dysproporcja w oprocentowaniu oferowanym przez poszczególne banki: oprocentowanie rocznych kredytów konsumennek wahało się w czerwcu br. od 11% do 24,4%, a kredytów dla przedsiębiorstw – od 9,6% do 13%. Różnice te wynikały z realizacji indywidualnych strategii banków, w tym przede wszystkim z racjonowania kredytów przez banki oferujące je po najwyższych stopach.

### Stopy procentowe a popyt na kredyty

W II kwartale 2002 r. realne roczne tempo wzrostu należności od podmiotów sektora niefinansowego<sup>25</sup> zwiększyło się w stosunku do I kwartału i wyniosło 6,7%<sup>26</sup>. Wzrost ten był spowodowany przyspieszeniem realnego tempa wzrostu należności od przedsiębiorstw z -5,0% w I kwartale br. do 0,5% w II kwartale br. Tempo wzrostu należności od gospodarstw domowych pozostało na zbliżonym w porównaniu z I kwartałem br. poziomie 13,7% (wykres 58).

#### Wykres 58

**Tempo wzrostu należności od gospodarstw domowych i podmiotów gospodarczych w wyrażeniu realnym (w stosunku do analogicznego kwartału poprzedniego roku)**



Źródło: dane NBP.

Podobnie jak w poprzednich kwartałach, w II kwartale br. popyt gospodarstw domowych na kredyty walutowe znacznie przewyższał popyt na kredyty złotowe. Po wyeliminowaniu efektu deprecjacji złotego realny wzrost kredytów walutowych dla gospodarstw domowych wyniósł w II kwartale br. około 8,9%, podczas gdy wartość kredytów złotych dla gospodarstw domowych spadła w ujęciu realnym o 2,3%. Roczne realne tempo wzrostu kredytów walutowych dla gospodarstw domowych zwiększyło się z 80% w I kwartale br. do 86,8% w II kwartale br., a kredytów złotych dla gospodarstw domowych spadło odpowiednio z 4,6% do 2,5%. Przyrost kredytów walutowych dla gospodarstw domowych w II kwartale br. wynikał przede wszystkim z przyrostu kredytów mieszkaniowych, który stanowił 92% przyrostu kredytów walutowych ogółem. Nadal utrzymuje się wysokie realne roczne tempo wzrostu walutowych kredytów mieszkaniowych, oscylujące wokół 260%. Mimo że wartość kredytów złotych ogółem dla gospodarstw domowych spadła w II kwartale br., to wartość kredytów w rachunku bieżącym zwiększyła się o 1 mld zł, co skutkowało zwiększeniem ich rocznego realnego tempa wzrostu do 16,2%.

W przypadku przedsiębiorstw popyt na kredyty walutowe także był większy niż popyt na kredyty złotowe. W II kwartale br. wartość kredytów złotych dla przedsiębiorstw w ujęciu realnym wzrosła tylko o 1,9%, podczas gdy wartość kredytów walutowych po wyeliminowaniu wpływu różnic kursowych – o około 3,9%. Realne roczne tempo wzrostu należności złotych od przedsiębiorstw w II kwartale br. wyniosło -4,5%, a należności walutowych 17,8%.

Jedną z głównych przyczyn wysokiego popytu na kredyty walutowe w II kwartale br. była utrzymująca się nadal znaczna różnica w oprocentowaniu kredytów złotych oraz walutowych. Z badań ankietowych prowadzonych przez NBP wśród przedsiębiorstw<sup>27</sup> wynika, że oprocentowa-

<sup>25</sup> Zgodnie z nową definicją podaży pieniądza wprowadzoną przez NBP od marca br. w skład sektora niefinansowego wchodzi gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa oraz instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych.

<sup>26</sup> Jako deflatora użyto średniego ważonego poziomu CPI oraz PPI; wagami były udziały należności odpowiednio gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw w należnościach sektora niefinansowego ogółem.

<sup>27</sup> Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kwartale 2002 r.

nie kredytów walutowych było średnio niższe od oprocentowania kredytów złotych o około 7 pkt. proc. Dodatkową przyczyną dużej popularności kredytów walutowych, szczególnie w końcu czerwca br., była deprecjacja kursu złotego wobec euro, odebrana przez przedsiębiorców jako przejściowe tylko odchylenie od aprecjacyjnego trendu złotego. W związku z tym, licząc na rychłe wzmocnienie złotego, wielu z nich zdecydowało się na zaciągnięcie kredytów walutowych. Czynnikiem zachęcającym do zadłużania się w walutach obcych już od ponad roku jest oczekiwanie na stabilizację wahań kursu złotego w związku ze zbliżającą się perspektywą wejścia Polski do UE, a następnie do ERM2. Podobnie jak w poprzednich kwartałach, zabezpieczeniem przedsiębiorstw przed ryzykiem kursowym są przede wszystkim przychody z eksportu oraz zakup kontraktów terminowych. Gospodarstwa domowe mają natomiast możliwość przewalutowania kredytu.

Dynamiczny wzrost zadłużenia złotowego gospodarstw domowych w rachunkach bieżących jest konsekwencją pogarszania się ich sytuacji dochodowej. W tych warunkach uzupełniają one poziom swojej konsumpcji, zmniejszając wielkość depozytów oraz sięgając po stosunkowo łatwo dostępne kredyty krótkoterminowe. Oprocentowanie kredytów w rachunkach oszczędnościowo-rozliczeniowych zmniejszyło się w II kwartale br. zaledwie o 0,2 pkt. proc. – do poziomu 17,8%, który należy uznać za relatywnie wysoki.

Niewielkie tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw w II kwartale br. było przede wszystkim związane z niską dynamiką wzrostu gospodarczego w Polsce i za granicą oraz malejącym stopniem wykorzystania mocy wytwórczych. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na osłabienie tempa wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw było pogarszanie się ich zdolności kredytowej. Wysokie stopy procentowe, które jeszcze w IV kwartale 2000 r. były wymieniane na drugim miejscu wśród czynników ograniczających działalność przedsiębiorstw, w II kwartale br. wyraźnie straciły na znaczeniu. Tylko 8% przedsiębiorstw ankietowanych w ramach badania koniunktury prowadzonego przez NBP w II kwartale br. wymieniło je jako czynnik będący barierą dla funkcjonowania firmy. Taki stosunek do stóp procentowych znalazł odzwierciedlenie w lekkim podwyższeniu rocznego realnego tempa wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw, jakie nastąpiło w II kwartale br.

Przedsiębiorstwa mają alternatywne wobec kredytów bankowych możliwości finansowania zewnętrznego. Należą do nich emisja obligacji korporacyjnych na rynku krajowym i na rynkach zagranicznych oraz zaciąganie kredytów w bankach zagranicznych<sup>28</sup>. Na koniec II kwartału 2002 r. zadłużenie podmiotów gospodarczych z tytułu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych wyniosło 12.377,1 mln zł i było o 1,1% niższe niż na koniec I kwartału br. Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu obligacji o terminie zapadalności powyżej 1 roku wyniosło 2.481,4 mln zł i było o 10,2% wyższe niż na koniec I kwartału br. Stosunek zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych ogółem do zadłużenia w systemie bankowym na koniec czerwca br. wyniósł 11,6%. Jednocześnie należy pamiętać, że znaczna część papierów dłużnych (według badań NBP około 30%) emitowanych przez przedsiębiorstwa znajduje się w posiadaniu banków komercyjnych, tj. stanowią one część należności od sektora niefinansowego.

### *Wpływ stóp procentowych na depozyty*

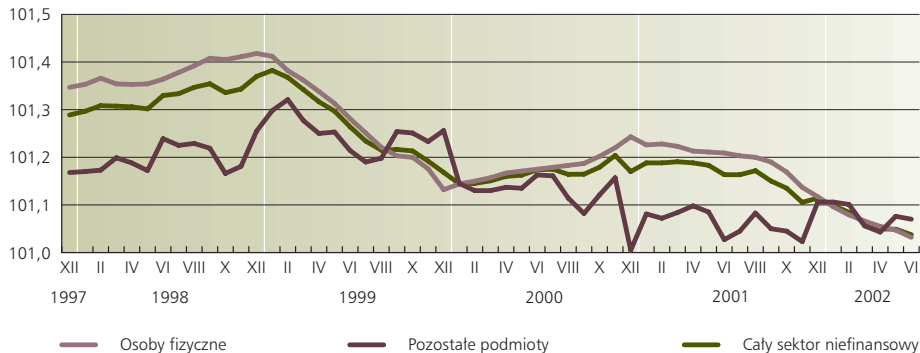
W II kwartale 2002 r. utrzymała się spadkowa tendencja rocznej dynamiki złotych depozytów sektora niefinansowego, trwająca od I kwartału 2001 r. Na początku br. 12-miesięczny wskaźnik wzrostu tych depozytów po raz pierwszy od początku transformacji spadł poniżej 10%; w czerwcu br. wyniósł 3,7%. Na koniec czerwca br. depozyty złote sektora niefinansowego były niższe niż na koniec marca br. o 0,3%, tj. o 641 mln zł.

Decydujące znaczenie dla dynamiki tych depozytów miały depozyty gospodarstw domowych, których udział na koniec czerwca br. wyniósł blisko 80%. Widoczne od przełomu III i IV kwartału 2001 r. przyspieszenie spadku dynamiki depozytów osób prywatnych spowodowało, że w czerwcu br. 12-miesięczny wzrost tej kategorii wyniósł zaledwie 3,2% wobec 20,9% rok wcześniej. W ciągu II kwartału br. stan depozytów złotych osób prywatnych zmniejszył się o 0,5%, tj. o 926 mln zł.

<sup>28</sup> W chwili oddawania do druku niniejszego „Raportu” nie dysponujemy danymi dotyczącymi zagranicznych kredytów przedsiębiorstw za II kwartał 2002 r.

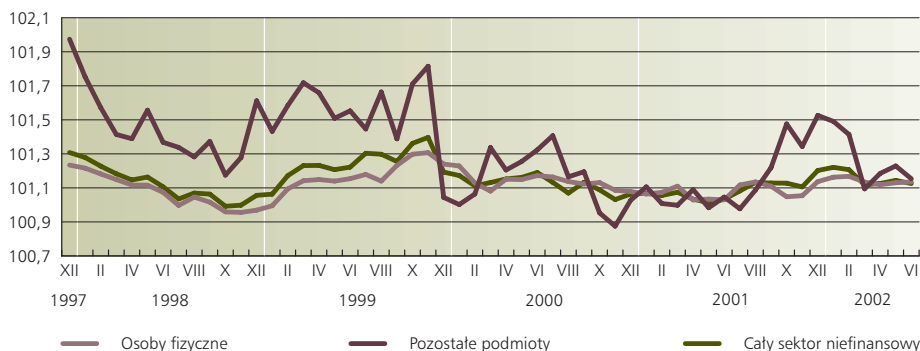


## Wykres 59

Dynamika depozytów złotych od sektora niefinansowego w wyrażeniu nominalnym  
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

Uwaga: Dane na wykresie (z wyjątkiem kategorii „cały sektor niefinansowy”) dotyczą rezydentów. Takie ujęcie pozwala na porównywanie danych sprzed i po 31 marca 2002 r. Udział nierezydentów w depozytach złotych wyniósł w czerwcu 2002 r. niecałe 0,7%.  
Źródło: dane NBP.

## Wykres 60

Dynamika depozytów walutowych od sektora niefinansowego w wyrażeniu złotowym  
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

Uwaga: Dane na wykresie (poza kategorią „cały sektor niefinansowy”) dotyczą rezydentów. Udział nierezydentów w depozytach walutowych wyniósł w czerwcu br. 4,9%.  
Źródło: dane NBP.

Słabnące tempo przyrostu złotych depozytów sektora niefinansowego ogranicza zasoby wolnych środków w bankach, zmniejszając możliwości udzielania kredytu przez system bankowy.

Roczna dynamika depozytów walutowych sektora niefinansowego wykazywała w II kwartale br. trend rosnący: 12-miesięczny wskaźnik wzrostu tych depozytów wyniósł w czerwcu br. 12,5% wobec 3,3% rok wcześniej. Natomiast w ciągu II kwartału br. tempo przyrostu depozytów walutowych było niewielkie: depozyty walutowe ogółem wzrosły o 0,5% (po wyeliminowaniu wpływu zmian kursowych – o 2,7%), a depozyty osób fizycznych – odpowiednio o 0,3% (2,6%)<sup>29</sup>.

Stosunkowo niewielki udział depozytów walutowych w depozytach ogółem (18,7% w czerwcu br.) spowodował, że przyrost oszczędności walutowych nie kompensował słabnącego trendu depozytów złotych. W czerwcu br. 12-miesięczny wskaźnik wzrostu **depozytów ogółem** w sektorze bankowym wyniósł 5,3% (rok wcześniej 13,8%), a wskaźnik kwartalny był ujemny: -0,1% (rok wcześniej 1,7%).

<sup>29</sup> Do obliczeń użyto kursu dolara amerykańskiego na koniec kwartału.

Utrzymywanie się spadkowej tendencji wzrostu depozytów ogółem w II kwartale br. wynikało z oddziaływania analogicznych czynników jak w poprzednim kwartale, tj. niskiego wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz spadku atrakcyjności lokat bankowych (efekt kolejnych obniżek oprocentowania depozytów i opodatkowania dochodów z odsetek).

### Oczekiwane stopy procentowe

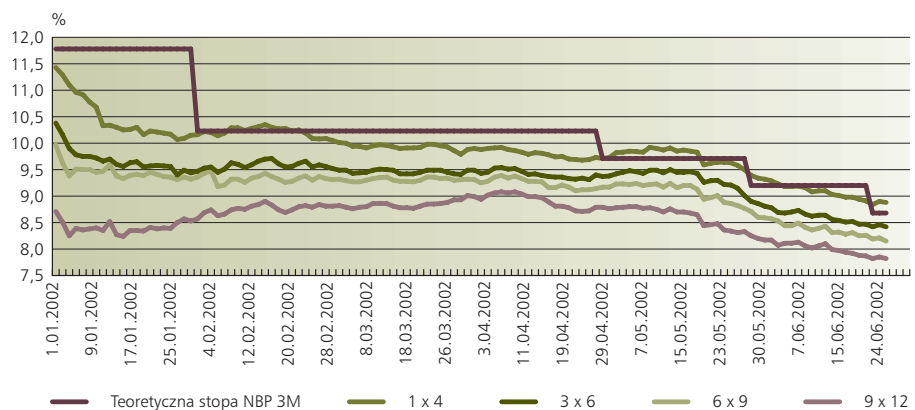
#### Oczekiwania krótkookresowe

W II kwartale br. nadal utrzymywały się oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych NBP, choć ich intensywność ulegała zmianom (wykres 61 i 62).

Po kwietniowym posiedzeniu RPP zmniejszyła się skala oczekiwanych przez rynek obniżek stóp NBP do końca roku. Zmiana ta znalazła odzwierciedlenie w równoległym przesunięciu się w górę krzywej 3-miesięcznych stóp procentowych, oczekiwanych w kolejnych kwartałach roku<sup>30</sup> (wykres 63).

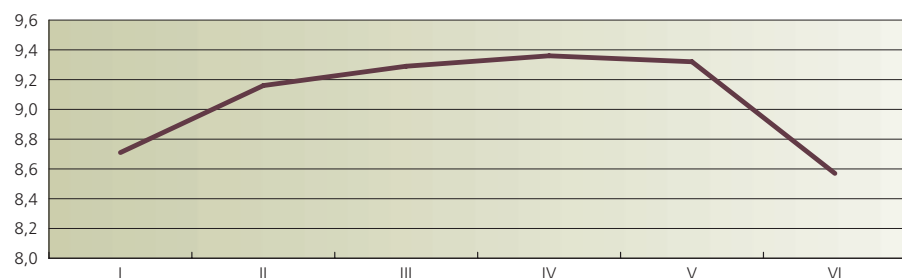
Do rewizji wcześniejszych oczekiwań dotyczących skali i sekwencji obniżek stóp NBP skłoniła rynek mniejsza od spodziewanej obniżka stóp NBP w kwietniu, a także informacje RPP o ograniczeniu skali kolejnych obniżek stóp procentowych w przyszłości.

**Wykres 61**  
**Kontrakty FRA na WIBOR 3M**



Źródło: dane Reuters, NBP.

**Wykres 62**  
**3-miesięczna stopa terminowa na podstawie kontraktów zapadających na koniec lipca 2002 r.**

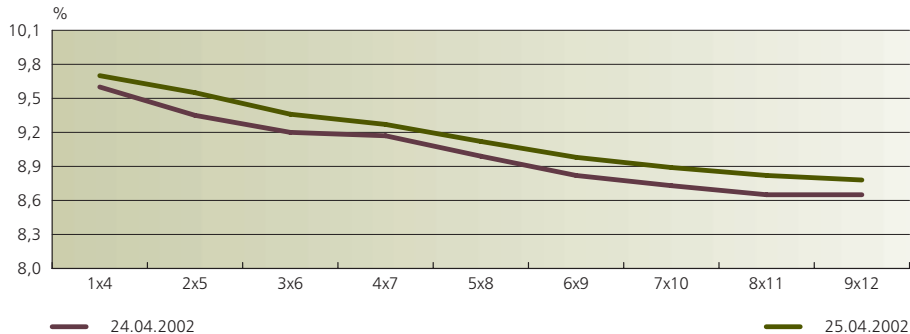


Źródło: dane Reuters, NBP.

<sup>30</sup> Krzywa ta jest oparta na oprocentowaniu terminowych kontraktów FRA na stopę procentową (1x4, 2x5, 3x6 itd.) wystawionych na 3-miesięczny WIBOR, których data rozliczania została uzgodniona za miesiąc (1x4), za dwa miesiące (2x5) i za 3 miesiące (3x6), licząc od daty zawarcia kontraktu.

**Wykres 63**

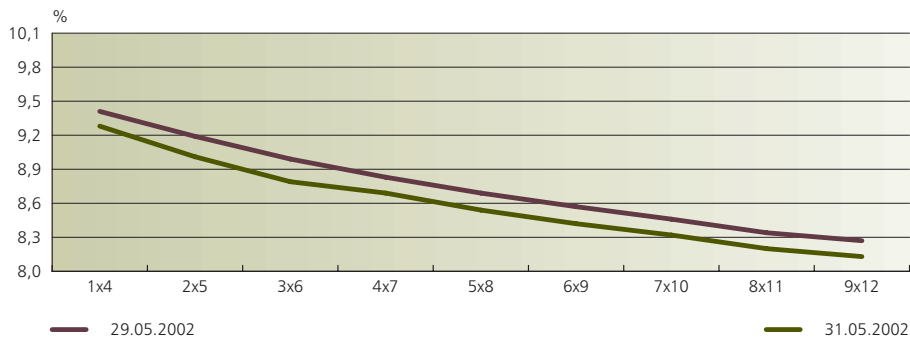
**Zmiana położenia 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych po posiedzeniu RPP w kwietniu 2002 r.**



Źródło: dane Reuters, NBP.

**Wykres 64**

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



Źródło: dane Reuters, NBP.

Gorsze od oczekiwanych przez rynek dane dotyczące produkcji przemysłowej w kwietniu i maju oraz głębszy niż przewidywał rynek spadek inflacji w maju przyczyniły się do ponownego nasilenia oczekiwań na dalsze obniżki stóp NBP. W maju skala redukcji stóp procentowych NBP była zgodna z oczekiwaniami rynku. W reakcji na tę decyzję RPP krzywa oczekiwanych w kolejnych kwartałach 3-miesięcznych stóp procentowych uległa nieznacznemu obniżeniu (wykres 64).

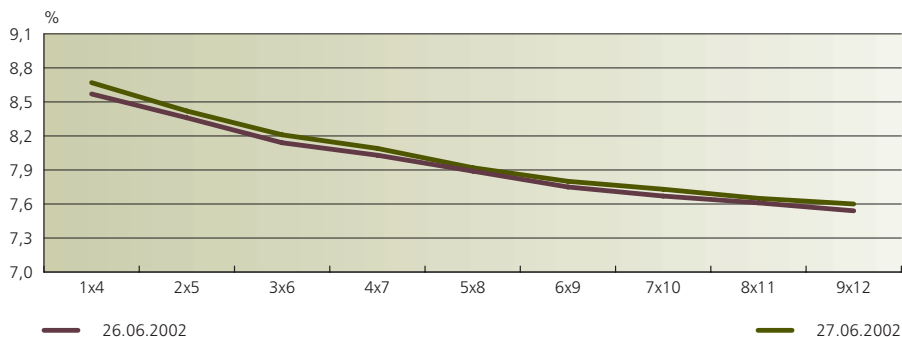
Najsilniejsze oczekiwania rynku na obniżkę stóp procentowych wystąpiły przed czerwcowym posiedzeniem RPP. Należy jednak zaznaczyć, że kontrakty FRA, na podstawie których szacowane są oczekiwania rynku na zmianę stóp procentowych, obejmowały wtedy również datę lipcowego posiedzenia RPP. Trudno jest zatem precyzyjnie oszacować siłę oczekiwań rynku na obniżkę stóp procentowych przed czerwcowym posiedzeniem RPP. Z dużym prawdopodobieństwem można jednak założyć, że były one silniejsze od oczekiwań na obniżkę stóp NBP w maju i porównywalne z oczekiwaniami na obniżkę stóp NBP w kwietniu. Potwierdzeniem tego były publikowane przez agencję Reuters prognozy analityków bankowych, dotyczące zmian oprocentowania 28-dniowych bonów pieniężnych NBP<sup>31</sup>. Wyniki tej ankiety potwierdziły, że większość analityków nie oczekiwała zmian stóp procentowych NBP na majowym posiedzeniu RPP, natomiast oczekiwała ich w kwietniu i w czerwcu.

Podjęta w czerwcu decyzja RPP o zmianie celu inflacyjnego na rok bieżący przyczyniła się do osłabienia oczekiwań rynku na dalsze redukcje stóp procentowych NBP. Krzywa oczekiwanych

<sup>31</sup> Ankieta firmy Reuters, przeprowadzana wśród analityków wybranych, głównych banków działających w Polsce, publikowana jest 10. dnia każdego miesiąca lub następnego dnia roboczego.

**Wykres 65**

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



Źródło: dane Reuters, NBP.

w kolejnych miesiącach 3-miesięcznych stóp procentowych uległa wówczas równoległemu przesunięciu w górę. Oznaczało to, że uczestnicy rynku ponownie zweryfikowali swoje oczekiwania dotyczące dalszych obniżek stóp procentowych NBP. Weryfikacja dotyczyła przesunięcia w czasie dalszych oczekiwanych przez rynek redukcji stóp NBP, w tym zmniejszenia skali oczekiwanej, skumulowanej obniżki stóp NBP do końca 2002 r. (wykres 65).

#### Oczekiwania długookresowe

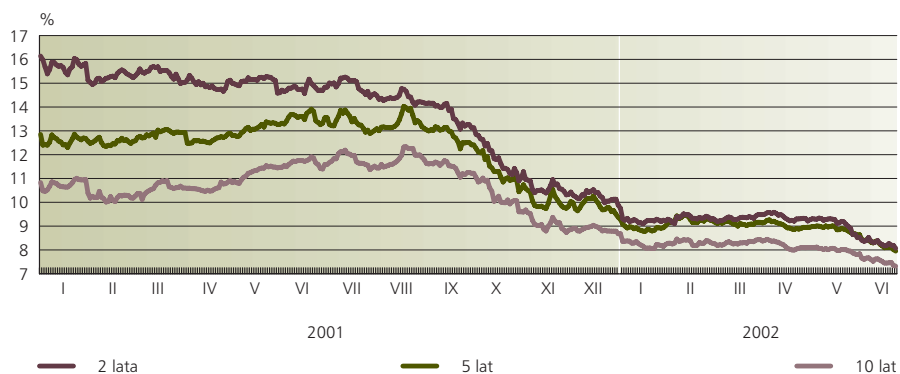
W II kwartale br. ewolucję oczekiwań związanych z kształtowaniem się przyszłych długookresowych stóp procentowych wyznaczał cykl posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej. Brak oznak spodziewanego ożywienia gospodarczego, przy jednoczesnej kontynuacji korzystnych tendencji inflacyjnych, stanowił dla inwestorów podstawę do oczekiwania obniżek stóp procentowych NBP.

Skala oczekiwanej redukcji długookresowych stóp procentowych rosła w miarę zbliżania się terminów posiedzeń RPP i wyraźnie nasilała się w okresie bezpośrednio poprzedzającym dzień ogłoszenia decyzji. Z kolei po każdym posiedzeniu RPP następowała rewizja tych oczekiwań, która w zasadzie pokrywała się ze skalą faktycznej obniżki stopy referencyjnej.

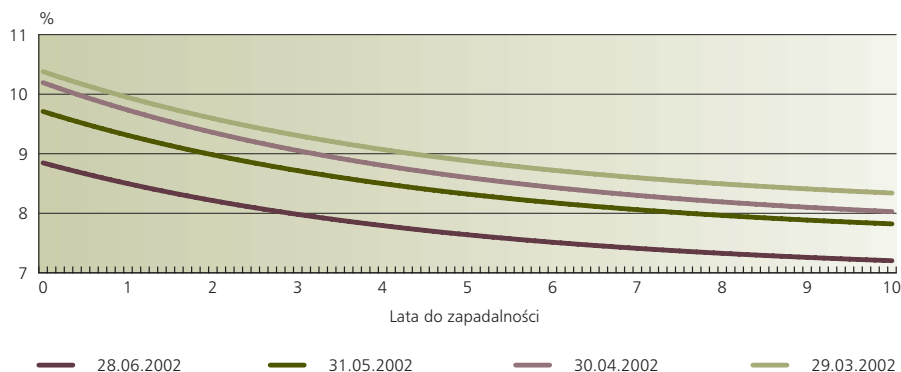
W konsekwencji utrzymujących się oczekiwań na obniżki stóp NBP, stopy rentowności obligacji ulegały stopniowej redukcji (wykres 66).

**Wykres 66**

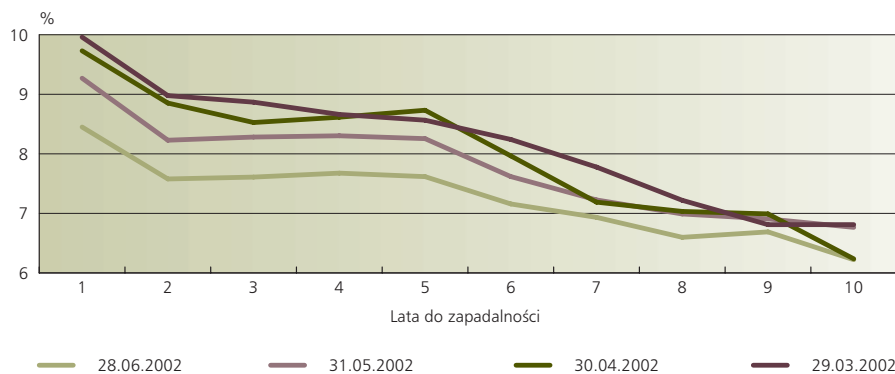
**Stopy rentowności obligacji skarbowych**



Źródło: dane Reuters, NBP.

**Wykres 67****Krzywa zerokuponowa w II kwartale 2002 r.**

Źródło: dane Reuters, NBP.

**Wykres 68****Terminowe roczne stopy procentowe na podstawie kontraktów IRS**

Źródło: dane Reuters, NBP.

Obniżaniu się krzywej zerokuponowej w II kwartale br. towarzyszyło jej spłaszczenie się (wykres 67). Skala obniżenia krótkiego końca krzywej (153 pkt. baz.) zasadniczo pokrywała się ze skalą redukcji stopy referencyjnej NBP w II kwartale br., podczas gdy długi koniec uległ obniżeniu o 114 pkt. baz.<sup>32</sup>

Nierównoległe przesunięcie krzywej zerokuponowej może być interpretowane jako wyraz wzrostu niepewności inwestorów co do skali deficytu budżetowego w 2003 r. oraz związanych z tym potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa. Wątpliwości te nasiliły się pod koniec II kwartału br., pod wpływem informacji dotyczących projektu przyszłorocznego budżetu.

O wzroście niepewności inwestorów świadczy dodatkowo fakt, że w omawianym okresie ponownie pojawił się, sygnalizowany w *Raporcie o inflacji w 2001 roku*, efekt dodatniego nachylenia środkowego segmentu krzywej rocznych stóp terminowych, wyznaczonej na podstawie kontraktów IRS (wykres 68).

Podsumowując, na kształtowanie się długoterminowych stóp procentowych w II kwartale 2002 r. podstawowy wpływ miały dwa czynniki:

<sup>32</sup> Dane dotyczące dochodowości obligacji rynkowych (wykres 66) wskazują, iż w ciągu II kwartału 2002 r. krzywa dochodowości okresowo przyjmowała dodatnie nachylenie: stopy rentowności obligacji 2-letnich kształtowały się poniżej stóp rentowności obligacji 5-letnich. Efekt ten nie jest widoczny w przypadku krzywej zerokuponowej, gdyż obrazuje ona stopy rentowności teoretycznych obligacji zerokuponowych, wyznaczone na podstawie danych rynkowych.

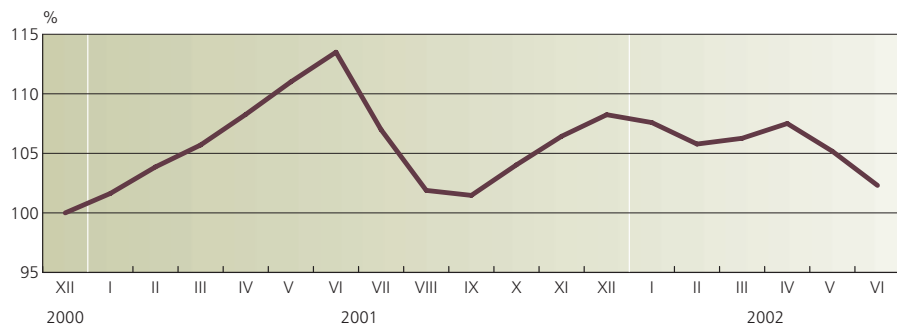
- oczekiwania na obniżki stóp banku centralnego, które ulegały nasileniu przed kolejnymi posiedzeniami RPP;
- stopniowy wzrost niepewności co do kształtu przyszłorocznego budżetu i związanych z tym możliwości jego finansowania.

### 6.3.2. Kurs złotego

W II kwartale 2002 r. kurs złotego, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym, ulegał tendencji deprecjacyjnej. Nominalny efektywny kurs złotego wobec koszyka walut najważniejszych partnerów handlowych Polski osłabił się średnio w stosunku do wielkości z I kwartału br. o 1,5% (wykres 69). Jednocześnie uległa odwróceniu dotychczasowa tendencja kształtowania się kursu złotego wobec dolara i euro. Średnio w ciągu II kwartału br. złoty wzmocnił się wobec dolara o 2,1%, podczas gdy w poprzednim kwartale osłabił się o 1,2%. Wobec euro osłabił się natomiast o 2,6%, po wzmożeniu o 0,9% w I kwartale br. Był to efekt silnej aprecjacji euro na rynkach światowych. Kurs euro wobec dolara, który w marcu br. kształtował się średnio na poziomie 0,88, w czerwcu br. osiągnął 0,96. Średnio w całym kwartale euro wzmocniło się wobec dolara o 5%. Oddziaływanie relacji euro/dolar na kształtowanie się kursu złotego wobec euro w II kwartale br. zwiększyło się<sup>33</sup> (wykres 70).

Wykres 69

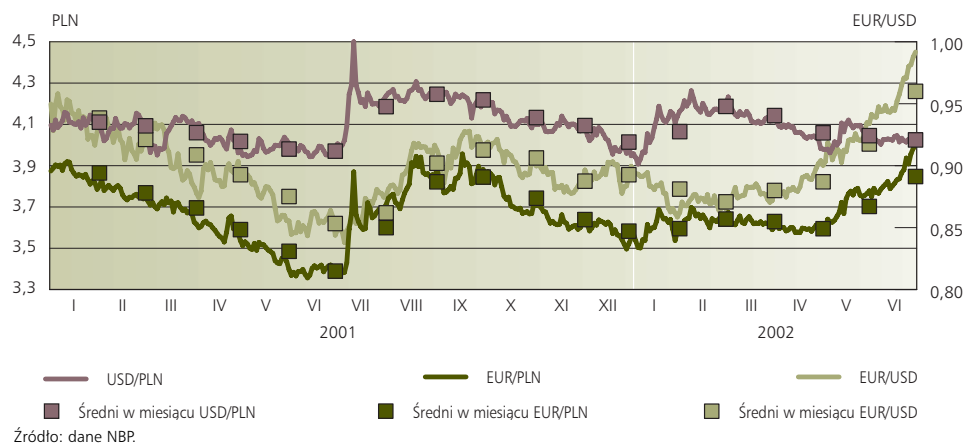
Nominalny efektywny kurs złotego w latach 2001-2002 (dane miesięczne, grudzień 2000 = 100)



Źródło: dane NBP.

Wykres 70

Kursy złotego wobec USD i EUR oraz relacja EUR/USD

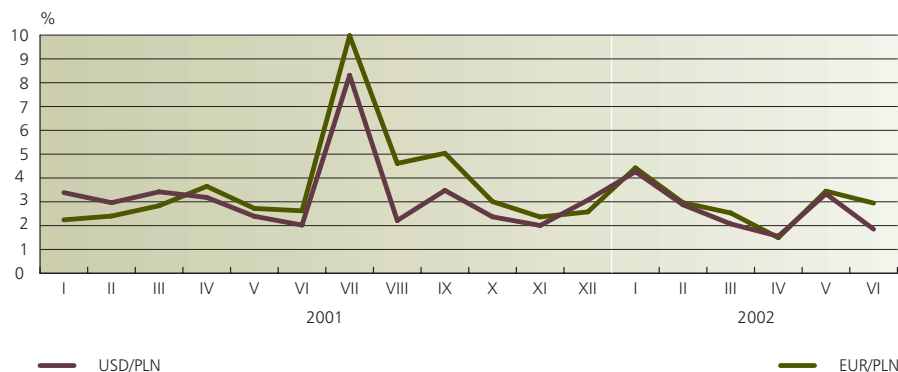


Źródło: dane NBP.

<sup>33</sup> Współczynnik korelacji w II kwartale br. dla relacji dolar/złoty i euro/dolar wyniósł  $-0,36$  (wobec  $-0,74$  w I kwartale ub.r.), a dla relacji euro/złoty i euro/dolar  $0,96$  (wobec  $-0,40$  w I kwartale 2002 r.).

Wykres 71

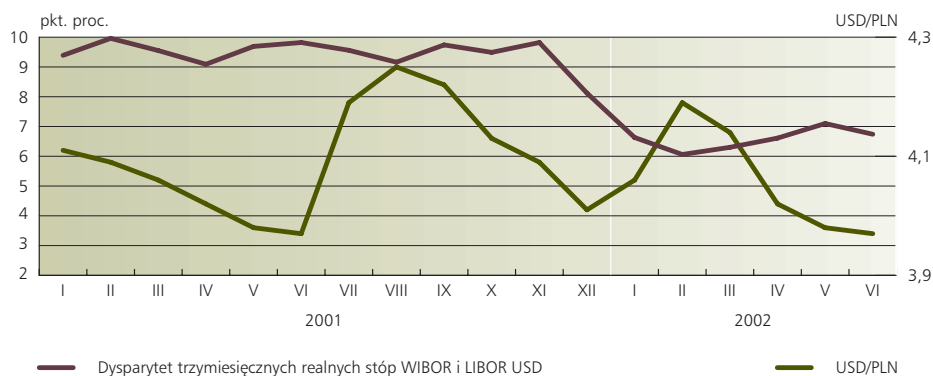
## Zmienność kursu złotego wobec USD i EUR



Źródło: dane NBP.

Wykres 72

## Dysparytet realnych stóp procentowych i kurs złotego

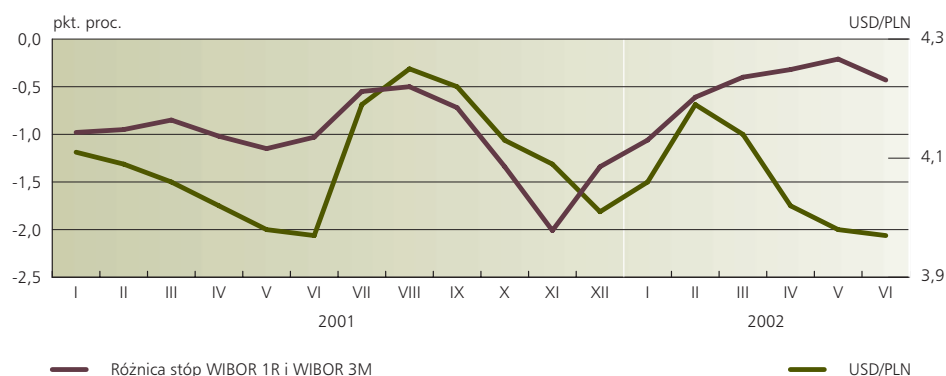


Źródło: dane Reuters, NBP.

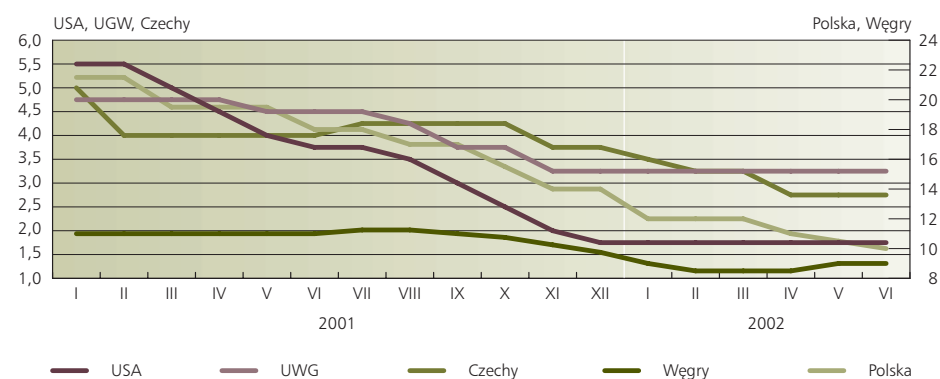
W ciągu całego II kwartału br. kurs złotego był relatywnie stabilny – jego średnia zmienność wyniosła około 2,4%, wobec około 3,2% w poprzednim kwartale (wykres 71).

W II kwartale br. utrzymał się, podobny jak w poprzednim kwartale, układ czynników kształtujących kurs złotego:

- podstawowe znaczenie dla poziomu kursu złotego miały zmiany kursu euro/dolar na rynkach światowych, co znalazło odzwierciedlenie przede wszystkim w istotnym osłabieniu złotego wobec waluty europejskiej;
- głównym czynnikiem wewnętrznym, dającym impulsy deprecyjne, była seria interwencji werbalnych w postaci wypowiedzi przedstawicieli rządu, które zmierzały do osłabienia polskiej waluty, a także wzrost ryzyka ograniczenia niezależności banku centralnego;
- dysparytet stóp procentowych utrzymał się na poziomie z I kwartału br. (wykres 72). Stopniowe obniżanie stóp procentowych w Polsce w 2001 r. i w I połowie 2002 r., przy utrzymywaniu ich w bieżącym roku na stabilnym poziomie w USA i w krajach strefy euro, spowodowało znaczne ograniczenie atrakcyjności polskich papierów wartościowych w stosunku do sytuacji sprzed roku, co sprzyjało deprecjacji złotego;
- wraz z serią obniżek stóp procentowych przez NBP, oczekiwania rynku na dalsze redukcje uległy ograniczeniu (wykres 73). Ich wzrostowi nie sprzyjały także pozostawione na niezmiennym po-

**Wykres 73****Oczekiwania dotyczące obniżki stóp procentowych i kurs złotego**

Źródło: obliczenia NBP.

**Wykres 74****Oficjalne stopy procentowe**

Źródło: dane Bloomberg.

ziomie stopy procentowe wiodących banków centralnych (wykres 74). Jednakże w opinii rynku cykl rozluźniania polityki pieniężnej w Polsce nie dobiegł jeszcze końca, co ograniczało proces deprecjacji złotego.

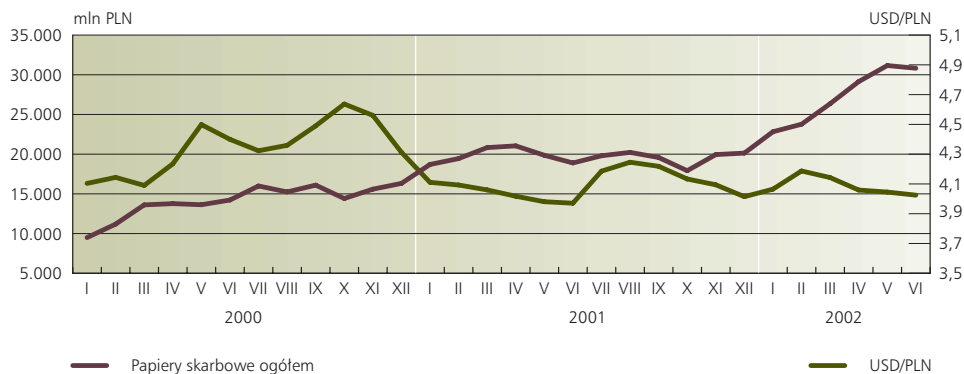
- czynnikiem umacniającym złotego była w analizowanym okresie wysoka podaż polskich papierów skarbowych, związana ze zwiększonymi potrzebami pożyczkowymi państwa w warunkach braku wpływów z prywatyzacji. W II kwartale br. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. odnotowano wzrost sprzedaży skarbowych papierów wartościowych o 44%, w tym przede wszystkim obligacji. Zasoby tych papierów w posiadaniu nierezydentów zwiększyły się natomiast średnio o 52% (wykres 75). Znalazło to odzwierciedlenie w statystyce bilansu płatniczego; w II kwartale br. napływ netto inwestycji zagranicznych w papiery dłużne wyniósł 890 mln USD, a w analogicznym kwartale ub.r. zanotowano ich odpływ w wysokości 856 mln USD (wykres 76).

Zmiany nominalnego efektywnego kursu złotego, oddziałując na ceny towarów importowanych, wpływają na wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych. Z analiz prowadzonych w NBP wynika, że około 3% zmian kursu jest absorbowanych po pierwszym kwartale, 54% po dwóch kwartałach, 87% po trzech, a prawie 90% po czterech kwartałach. Reakcja CPI na impuls kursowy całkowicie wygasa po następnych czterech kwartałach.

Biorąc pod uwagę powyższą strukturę opóźnień, na kształtowanie się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w II kwartale br. wpływały przede wszystkim zmiany kursu, któ-

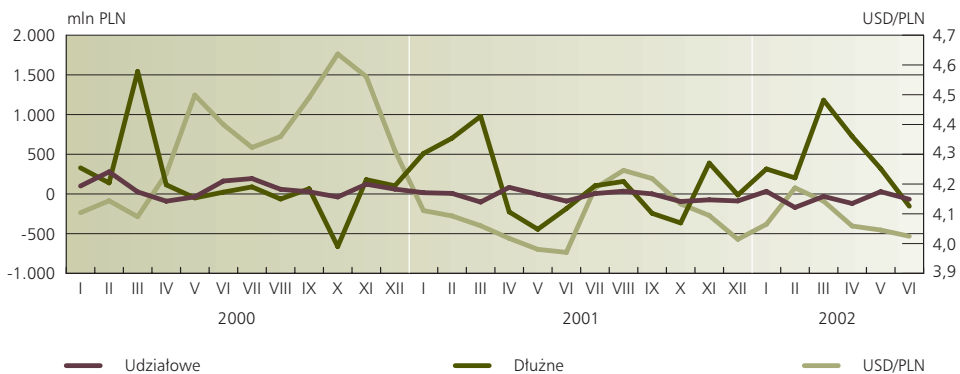


**Wykres 75**  
**Portfel papierów skarbowych niezydentów**



Źródło: dane NBP.

**Wykres 76**  
**Zagraniczne inwestycje portfelowe**



Źródło: dane NBP.

re miały miejsce w III i IV kwartale ub.r. W III kwartale ub.r. odnotowano 10,6% deprecjację nominalnego efektywnego kursu złotego, a w IV kwartale ub.r. jego 6,7% aprecjację. W efekcie, w II kwartale br. kurs pozostawał neutralny w stosunku do CPI – jego wpływ na inflację nie przekraczał 0,04 pkt. proc.

### 6.3.3. Oczekiwania inflacyjne

Kształtowanie się przewidywań inflacyjnych osób prywatnych i analityków bankowych w drugim kwartale 2002 r. było korzystne z punktu widzenia perspektyw inflacji. Sposób formułowania oczekiwań inflacyjnych przez osoby prywatne uległ dalszej poprawie, a ich poziom – obniżeniu. Nastąpiła również znaczna redukcja oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych.

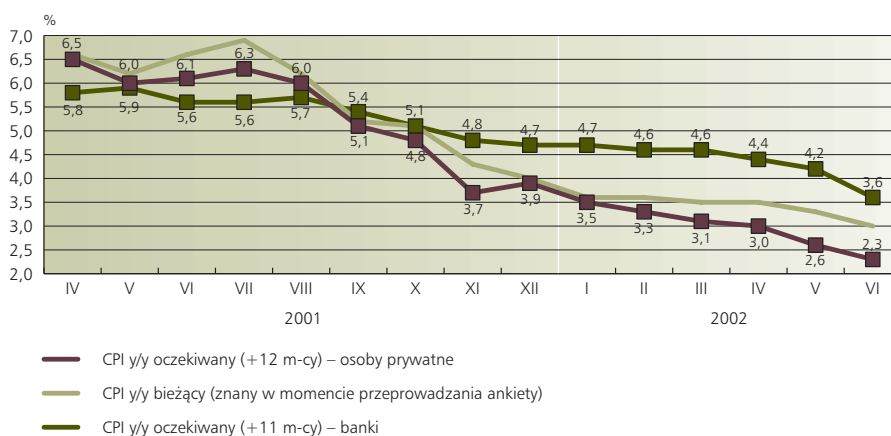
#### Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

W II kwartale br. zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, formułowanych w odniesieniu do inflacji rocznej w analogicznym miesiącu następnego roku, obniżyła się w sumie o 0,8 pkt. proc. w stosunku do poziomu z marca br. W czerwcu br. wyniosła ona 2,3%.

Przypomnijmy, że zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych jest kwantyfikowana z wykorzystaniem metody probabilistycznej na podstawie danych jakościowych uzyskiwa-

## Wykres 77

## Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i analityków bankowych w II kwartale 2002 r.



Uwaga: Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz analityków bankowych nie są w pełni porównywalne ze względu na odmienny horyzont czasowy: analitycy bankowi deklarują swoje przewidywania na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku, natomiast osoby prywatne – na analogiczny miesiąc następnego roku. Poza tym należy wziąć pod uwagę fakt, 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 w Raporcie o inflacji w 2001 roku).

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

nych z ankiety firmy Ipsos-Demoskop<sup>34</sup>. W metodzie kwantyfikacyjnej bierze się pod uwagę zarówno strukturę odpowiedzi na pytanie tej ankiety, jak również stopę inflacji bieżącej, do której respondenci odnoszą swoje przewidywania na przyszłość, odpowiadając na zadawane im pytanie<sup>35</sup>. 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 przyjmuje się oficjalną miarę inflacji podawaną przez GUS, potencjalnie znaną respondentom w momencie udzielania odpowiedzi na pytanie ankiety. Ponieważ ankieta firmy Ipsos-Demoskop jest przeprowadzana w pierwszej połowie miesiąca, czyli przed ogłoszeniem przez GUS wskaźników inflacji za poprzedni miesiąc, za bieżącą stopę inflacji przyjmuje się stopę inflacji rok do roku sprzed dwóch miesięcy.

Spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w II kwartale br. spowodowany był w około 50% obniżeniem się stopy inflacji bieżącej i w około 50% przesunięciami w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety. Na wykresie 78 przedstawiono wyniki dekompozycji miesięcznych zmian skwantyfikowanej miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych na wyróżnione składowe. O ile w kwietniu br. jedynym czynnikiem wpływającym na spadek poziomu oczekiwań inflacyjnych była poprawa struktury odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop, to w czerwcu br. dalsze obniżenie się oczekiwań inflacyjnych tej grupy podmiotów wynikało wyłącznie ze spadku stopy inflacji bieżącej. Natomiast w maju br. redukcja poziomu oczekiwań była rezultatem oddziaływania obu składowych, przy czym efekty poprawy sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych były trzykrotnie silniejsze od efektów spadku stopy inflacji bieżącej.

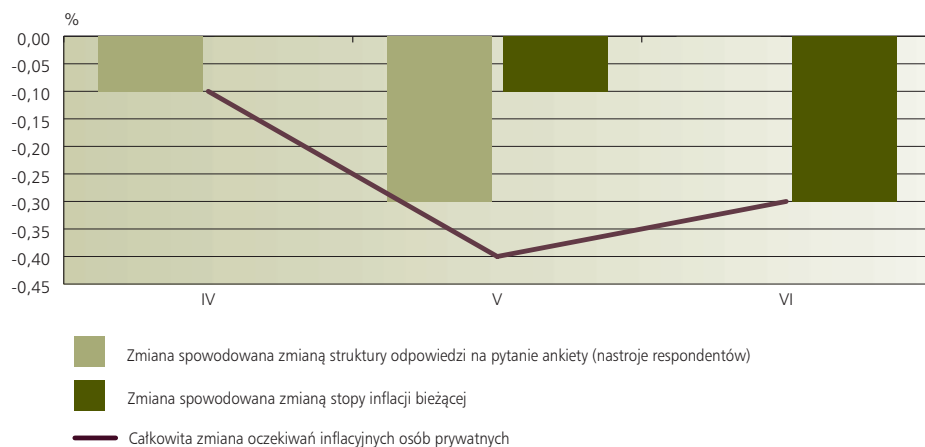
W II kwartale br. struktura odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop uległa istotnym przeobrażeniom, wskazującym na wyraźną poprawę sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych przez osoby prywatne (wykres 79). Nastąpił znaczny spadek odsetka respondentów najbardziej pesymistycznych, oczekujących, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny będą rosły szybciej niż dotychczas (odpowiedź 1). W czerwcu br. odsetek ankietowanych wybierających tę opcję odpowiedzi wyniósł 10,8% (spadek o 6,1 pkt. proc. w stosunku do marca br.) i był najniższy w historii

<sup>34</sup> Stosowana jest skorygowana metoda Carlsona i Parkina (1975). Jej opis przedstawiono w: T. Łyżak (2000): *Badanie oczekiwań inflacyjnych podmiotów indywidualnych na podstawie ankiet jakościowych*. „Bank i Kredyt” nr 6. Bieżące informacje na temat oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych znaleźć można na internetowych stronach Narodowego Banku Polskiego: [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), w sekcji: Statystyka/Szeregi czasowe.

<sup>35</sup> Pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop sformułowane jest w sposób następujący: „Jak Pan (i) sądzi, patrząc na to, co się obecnie dzieje, czy w ciągu najbliższych 12 m-cy ceny: (1) będą rosły szybciej niż teraz; (2) będą rosły w tym samym tempie; (3) będą rosły wolniej; (4) będą takie same jak teraz; (5) będą niższe; (6) trudno powiedzieć”.

Wykres 78

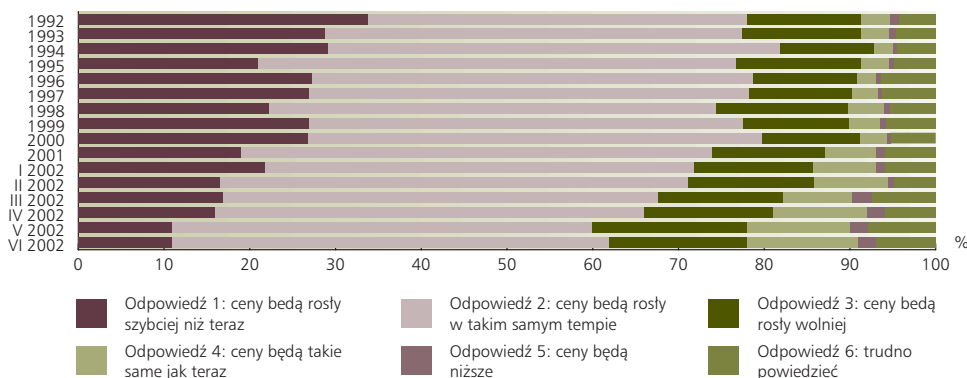
Dekompozycja zmian poziomu oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w II kwartale 2002 r.



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

Wykres 79

Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Ipsos-Demoskop w latach 1992-2001 (średnie roczne) oraz w I połowie 2002 r.



Źródło: Ipsos-Demoskop, obliczenia własne.

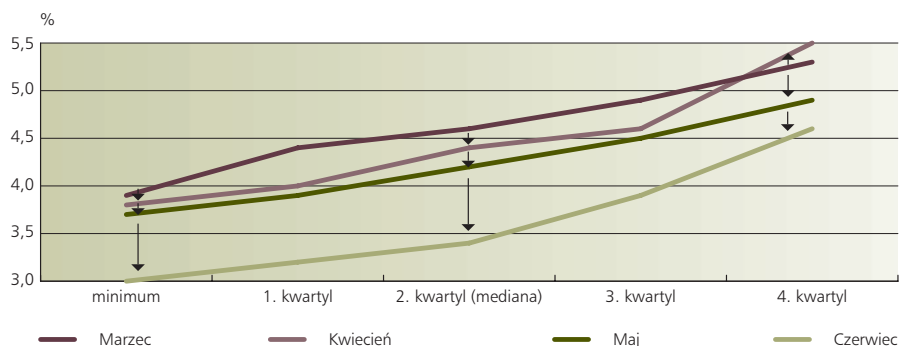
ankiety. Jednocześnie wzrósł wyraźnie odsetek ankietowanych przewidujących, że za rok ceny będą takie same jak obecnie (odpowiedź 4). W czerwcu br. ten wariant odpowiedzi wybrało 13,3% respondentów (o 5,1 pkt. proc. więcej niż w marcu br.) – tj. największa frakcja w historii ankiety.

### Oczekiwania inflacyjne analityków bankowych

W II kwartale br. nastąpiła głęboka redukcja oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych i przesunięcie rozkładu oczekiwań tej grupy podmiotów w kierunku niższych stóp wzrostu cen. W kwietniu br. stopa inflacji rocznej oczekiwana na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc roku następnego ukształtowała się na poziomie 4,4% (o 0,2 pkt. proc. niższym niż w marcu br.), w maju obniżyła się o dalsze 0,2 pkt. proc., a w czerwcu – o 0,6 pkt. proc., do poziomu 3,6%. Z kolei oczekiwania analityków bankowych formułowane w stosunku do stopy inflacji rocznej na grudzień 2002 r. były równe: 4,4% w kwietniu br., 4,1% w maju br. oraz 3,3% w czerwcu br.

W kwietniu br. wśród analityków bankowych wystąpił nieznaczny wzrost niepewności co do przebiegu procesów cenowych w przyszłości. Jego przejawem był spadek minimalnej wartości rozkładu oczekiwanej stopy inflacji rocznej na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc roku następnego (z 3,9% w marcu br. do 3,8% w kwietniu br.), wzrost wartości maksymalnej rozkładu (z 5,3% do 5,5%) oraz wynikający z tego wzrost współczynnika zmienności rozkładu (z 8,4% do 10,7%). W maju br. sytuacja ule-

**Wykres 80**  
**Rozkład oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych w poszczególnych miesiącach II kwartału 2002 r.**



Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

gła odwróceniu: zawężenie się przedziału deklaracji analityków bankowych oraz zmniejszenie się współczynnika zmienności (z 10,7% do 8,6%) nastąpiło wskutek spadku maksymalnych deklaracji analityków bankowych (z 5,5% w kwietniu br. do 4,9% w maju br.). Z kolei w czerwcu br. spadek minimalnej wartości rozkładu oczekiwań inflacyjnych (z 3,7% do 3%) był znacznie silniejszy niż spadek maksymalnych deklaracji (z 4,9% do 4,6%), w związku z czym przedział deklaracji uległ rozszerzeniu i wzrosły miary niepewności (współczynnik zmienności wzrósł o 5,3 pkt. proc., osiągając 13,9%).

#### 6.3.4. Efekt majątkowy

Wielkość aktywów sektora gospodarstw domowych, będących w sposób bezpośredni lub pośredni w gestii inwestorów indywidualnych na początku II kwartału br., przedstawia tabela 23.

**Tabela 23**  
**Bezpośrednie i pośrednie formy inwestowania osób fizycznych na rynku kapitałowym**

Rodzaj uczestnictwa w inwestycjach kapitałowych	Stan (w mld zł) na koniec marca 2002 r.
<b>1. BEZPOŚREDNIE INWESTYCJE PORTFELOWE – PAPIERY WARTOŚCIOWE</b>	
NA RACHUNKACH OSÓB FIZYCZNYCH (ŁĄCZNIE)	22,6
Akcje	9,8
Papiery skarbowe (łącznie)	12,8
a) obligacje rynkowe	3,4
b) obligacje oszczędnościowe	6,6
c) bony skarbowe *	2,8
<b>2. POŚREDNIE INWESTYCJE PORTFELOWE (ŁĄCZNIE)</b>	
Fundusze emerytalne (aktywa netto)	22,8
Fundusze inwestycyjne otwarte (aktywa netto) **	13,4
Razem (1+2)	58,8
Relacja ww. wymienionych form inwestycyjnych (łącznie) do depozytów złotowych i walutowych gospodarstw domowych w systemie bankowym (w %)	
	28,3

\*na podstawie sprawozdań banków

\*\* w niniejszej tabeli przyjęto całość aktywów netto za oszczędności osób fizycznych. Okresowo jednak znacząca część środków finansowych ulokowanych w tych funduszach może stanowić własność osób prawnych.

Źródło: MF, NBP, GUS, OFE, TFI.

W ciągu II kwartału br. aktywa funduszy emerytalnych sukcesywnie wzrastały i na koniec czerwca br. wynosiły 25,1 mld zł. W tym samym okresie aktywa funduszy inwestycyjnych wzrosły do 14,6 mld zł.

Wobec postępującego spadku notowań giełdowych dominująca część oszczędności gospodarstw domowych związanych z rynkiem kapitałowym była w II kwartale br. lokowana w skarbowe papiery wartościowe.

Zwiększanie się udziału inwestycji kapitałowych w ogólnej wielkości oszczędności ludności w II kwartale br. wynikało głównie ze stałego wzrostu aktywów funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, przy jednoczesnym spadku oszczędności ludności lokowanych na rachunkach bankowych. Niska efektywność inwestycji funduszy była konsekwencją zarówno zmniejszającej się dochodowości skarbowych papierów dłużnych, jak też spadających kursów akcji.

## 7

## Perspektywy inflacji

Od blisko dwóch lat polska gospodarka znajduje się na wyraźnej ścieżce dezinflacyjnej. Od lipca 2000 r. stopa inflacji spadła o 10 pkt. proc. i osiągnęła w czerwcu br. najniższy od początku okresu transformacji poziom 1,6 %. Spowolnienie tempa dezinflacji, z jakim mieliśmy do czynienia w okresie od października 2001 r. do marca 2002 r. (spadek inflacji tylko o 0,7 pkt. proc.) okazało się więc zjawiskiem o charakterze przejściowym; w samym tylko II kwartale 2002 r. inflacja spadła bowiem o dalsze 1,7 pkt. proc.

Szybsza niż pierwotnie zakładano dezinflacja skłoniła RPP do obniżenia w czerwcu br. celu inflacyjnego na rok bieżący do poziomu 3% z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 pkt. proc. oraz ustanowienia na analogicznym poziomie celu na 2003 r.

Niska w pierwszym półroczu br. dynamika popytu krajowego będzie ulegać stopniowemu zwiększaniu w następnych kwartałach. Przewidywane zmniejszenie tempa spadku inwestycji oraz utrzymywanie się stopy wzrostu popytu konsumpcyjnego na poziomie zbliżonym do zarejestrowanego w pierwszym półroczu br. powinny rozpocząć proces stopniowego zmniejszania się luki popytowej (zwiększy się stopień wykorzystania mocy wytwórczych i tempo wzrostu PKB). Nie powinno to jednak przyczynić się do wzrostu presji inflacyjnej.

Presji inflacyjnej nie należy też spodziewać się ze strony rynku pracy. Zarówno brak w najbliższym czasie perspektyw zdecydowanego zmniejszenia bezrobocia, jak też dalszy wyraźny spadek w II kwartale br. oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych (do najniższego od początku notowań poziomu 2,3% w czerwcu br.) pozwalają sądzić, że kształtowanie się płac w ciągu najbliższego roku będzie sprzyjało dalszemu obniżaniu się inflacji.

W pierwszym półroczu br. istotnym czynnikiem dezinflacyjnym była taniejąca żywność. O tym, czy w drugim półroczu ceny żywności także będą oddziaływały w kierunku spadku inflacji, zadecydują tegoroczne zbiory. Według aktualnych szacunków będą one mniejsze niż w ub.r. i ukształtują się na przeciętnym poziomie z lat poprzednich.

Jeśli chodzi o ceny ropy, to spodziewane powolne ożywienie w gospodarce światowej nie powinno stwarzać groźby nasilenia ich wzrostu w II półroczu br., a także w przyszłym roku. Utrzymujące się obawy przed kolejną wojną w Zatoce Perskiej nie pozwalają jednak na istotne obniżenie prognoz tych cen w stosunku do ich poziomu z II kwartału br.

Kształtowanie się szerokich agregatów monetarnych także nie stwarza zagrożenia dla realizacji polityki pieniężnej w najbliższym okresie. Pod koniec II kwartału br. roczna dynamika podaży pieniądza M3 obniżyła się do 102,5%. Nadal rosła natomiast roczna dynamika M1, osiągając w czerwcu br. 117,9%. Nie wydaje się jednak, by stanowiło to zapowiedź wzrostu inflacji. Przyrost popytu na pieniądź gotówkowy związany był bowiem ze spadkiem stóp procentowych, opodatkowaniem odsetek bankowych oraz prawdopodobnym wzrostem aktywności w szarej strefie gospodarki.

W średnim i długim horyzoncie czasowym na stabilizację stopy inflacji będzie wpływać również polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego. Zadanie stabilizowania inflacji wymaga utrzymania realnych stóp procentowych na niższym poziomie niż w warunkach dezinflacji. Realne oprocentowanie jednomiesięcznych pożyczek na rynku międzybankowym spadło od stycznia 2001 r., kiedy NBP rozpoczął proces rozluźniania polityki pieniężnej, do czerwca br. o ponad 3 pkt. proc. Banki natomiast w analizowanym okresie obniżyły stopy oprocentowania kredytów w mniejszym stopniu. W rezultacie wrosła różnica między stopą WIBOR 1M a prze-

ciętym oprocentowaniem kredytu. Można oczekiwać, że z upływem czasu banki w miarę poprawy ogólnej sytuacji gospodarczej „nadgonią zaległości”, co powinno doprowadzić do dalszego poluzowania warunków pieniężnych.

Obok czynników wskazujących na dalszy spadek bądź stabilizację stopy inflacji, występują też i takie, na podstawie których można przewidywać wzrost dynamiki cen. Należy do nich przede wszystkim kształtowanie się dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI). Rośnie ona (w ujęciu rocznym) nieprzerwanie od grudnia 2001 r. i choć nadal znajduje się na stosunkowo niskim poziomie 1,2%, to należy pamiętać, że indeks PPI w ostatnich latach znajdował się przeciętnie o około 3 pkt. proc. poniżej indeksu CPI. Natomiast w czerwcu br. różnica ta zmniejszyła się do 0,4 pkt. proc., co może być zapowiedzią wzrostu w najbliższym czasie cen produkcji sprzedanej przemysłu, a w konsekwencji – nasilenia presji inflacyjnej mierzonej zmianami indeksu CPI.

Źródłem dużej niepewności przy prognozowaniu inflacji nadal pozostaje polityka fiskalna. Wprawdzie wykonanie tegorocznego budżetu państwa przebiega zgodnie z planem, to jednak pogarszająca się sytuacja funduszy celowych oraz spodziewany wysoki deficyt jednostek samorządu terytorialnego wskazują, że deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych może na koniec br. przekroczyć zaplanowany w ustawie budżetowej poziom 5% PKB.

Z kolei, jak wynika z przyjętych 2 lipca br. przez Radę Ministrów *Założeń do projektu budżetu państwa na 2003 r.*, deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych w przyszłym roku ma wynieść 4,5% PKB. W warunkach prognozowanego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego jest to informacja niepokojąca, ponieważ oznacza utrzymanie luźnej polityki fiskalnej. Przesądzi o tym w głównej mierze wysoki deficyt budżetu państwa. Jeśli dodać do tego, że istnieje realna szansa na to, że relacja długu publicznego do PKB przekroczy w przyszłym roku próg 50%, to ostrożność zarówno przy prognozowaniu inflacji, jak i przy podejmowaniu decyzji o ewentualnych dalszych obniżkach stóp procentowych, wydaje się konieczna.

Reasumując, znaczny spadek inflacji w II kwartale br. spowodowany został przede wszystkim niespodziewanymi, wyjątkowo dużymi obniżkami cen żywności. Nie jest to jednak zjawisko trwałe. Po ustąpieniu tego czynnika stopa inflacji powinna ulegać stopniowej stabilizacji na poziomie nieco wyższym od bieżącego, co oznacza wysokie prawdopodobieństwo realizacji zarówno tegorocznego, jak i przyszłorocznego celu inflacyjnego.

## Załącznik A

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

Data podjęcia uchwały	Przedmiot uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady		
24.04.2002	uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego NBP sporządzonego na dzień 31.12.2001 r.		<b>Za:</b>	L. Balcerowicz	
				M. Dąbrowski	
				B. Grabowski	
				C. Józefiak	
				J. Krzyżewski	
				W. Łączkowski	
				J. Pruski	
				G. Wójtowicz	
				W. Ziółkowska	
			<b>Nieobecny:</b>	D. Rosati	
25.04.2002	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej, stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. oraz pozostawienie stopy depozytowej bez zmian	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b>	J. Krzyżewski	
				G. Wójtowicz	
				W. Ziółkowska	
				<b>Przeciw:</b>	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski	
				B. Grabowski	
				C. Józefiak	
				W. Łączkowski	
				J. Pruski	
			<b>Nieobecny:</b>	D. Rosati	
25.04.2002	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP	obniżka stopy referencyjnej o 0,5 pkt proc., stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. oraz pozostawienie oprocentowania lokaty terminowej w NBP bez zmian	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz	
				B. Grabowski	
				C. Józefiak	
				J. Krzyżewski	
				W. Łączkowski	
				<b>Przeciw:</b>	M. Dąbrowski
				J. Pruski	
				G. Wójtowicz	
				W. Ziółkowska	



16.05.2002	uchwała w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania polityki pieniężnej w 2001 r.		<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				G. Wójtowicz
				<b>Przeciw:</b> D. Rosati
				W. Ziółkowska
				<b>Nieobecny:</b> M. Dąbrowski
16.05.2002	uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu NBP w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej w 2001 r.		<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
				<b>Nieobecny:</b> M. Dąbrowski
16.05.2002	uchwała w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności NBP w 2001 r.		<b>Za:</b>	L. Balcerowicz
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
				<b>Nieobecny:</b> M. Dąbrowski
29.05.2002	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,75 pkt. proc., stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. oraz stopy depozytowej o 0,5 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b>	D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
				<b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz
		M. Dąbrowski		
		B. Grabowski		
		C. Józefiak		
		J. Krzyżewski		
W. Łączkowski				
J. Pruski				

29.05.2002	uchwała w sprawie stopy	obniżka wszystkich stóp	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz	
	redyskontowej weksli,	procentowych o 0,5 pkt. proc.		B. Grabowski	
	stopy referencyjnej,			C. Józefiak	
	oprocentowania kredytów			J. Krzyżewski	
	refinansowych oraz			W. Łączkowski	
	oprocentowania lokaty			J. Pruski	
	terminowej w NBP			D. Rosati	
				G. Wójtowicz	
				<b>Przeciw:</b>	M. Dąbrowski
					W. Ziółkowska
26.06.2002	wniosek o obniżenie	wniosek nie uzyskał	<b>Za:</b>	D. Rosati	
	wszystkich stóp	większości głosów		G. Wójtowicz	
	procentowych o 1 pkt proc.			W. Ziółkowska	
				<b>Przeciw:</b>	L. Balcerowicz
					M. Dąbrowski
					B. Grabowski
					C. Józefiak
					J. Krzyżewski
					W. Łączkowski
					J. Pruski
26.06.2002	uchwała w sprawie stopy	obniżka wszystkich stóp	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz	
	redyskontowej weksli,	procentowych o 0,5 pkt. proc.		B. Grabowski	
	stopy referencyjnej,			C. Józefiak	
	oprocentowania kredytów			J. Krzyżewski	
	refinansowych oraz			W. Łączkowski	
	oprocentowania lokaty			D. Rosati	
	terminowej w NBP			G. Wójtowicz	
				W. Ziółkowska	
				<b>Przeciw:</b>	M. Dąbrowski
					J. Pruski
26.06.2002	uchwała zmieniająca	zmiana celu inflacyjnego	<b>Za:</b>	L. Balcerowicz	
	uchwałę w sprawie	na 2002 rok i ustalenie		M. Dąbrowski	
	ustalenia założeń	go w wysokości		B. Grabowski	
	polityki pieniężnej	3% +/-1 pkt proc.		C. Józefiak	
	na rok 2002			J. Krzyżewski	
				W. Łączkowski	
				J. Pruski	
				<b>Przeciw:</b>	D. Rosati
					G. Wójtowicz
					W. Ziółkowska