



Raport o inflacji

w II kwartale 2003 roku

Projekt graficzny i grafika na okładce:

Oliwka s.c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydał:

Narodowy Bank Polski

Departament Komunikacji Społecznej

ul. Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa

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

www.nbp.pl

© Narodowy Bank Polski, 2003

ISSN 1640 – 0747

Spis treści

SYNTEZA	4
1. Popyt krajowy i podaż	9
1.1. Popyt krajowy	9
1.1.1. Spożycie	10
1.1.2. Akumulacja	11
1.1.3. Sytuacja finansów publicznych	12
1.2. Podaż krajowa	14
1.2.1. Produkcja i PKB	14
1.2.2. Rynek pracy	15
1.2.3. Procesy prywatyzacji	18
1.2.4. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej	19
2. Czynniki zewnętrzne	23
2.1. Handel zagraniczny, bilans płatniczy	23
2.2. Ceny zewnętrzne	31
3. Przebieg procesów inflacyjnych	36
3.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	36
3.2. Inflacja bazowa	41
4. Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego	46
4.1. Polityka pieniężna w II kwartale 2003 r.	46
4.2. Podaż pieniądza	48
4.3. Transmisja polityki monetarnej	53
4.3.1. Stopa procentowa	53
4.3.2. Kurs walutowy	66
4.3.3. Oczekiwania inflacyjne	67
4.3.4. Efekt majątkowy	71
5. Perspektywy inflacji	73
 ZAŁĄCZNIK A Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad uchwałami podjętymi w II kwartale 2003 r.	 75

SYNTEZA

1. W II kwartale 2003 r. dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych nadal utrzymywał się na niskim poziomie, choć wykazywał duże zróżnicowanie w poszczególnych miesiącach – od 0,3% w kwietniu do 0,8% w czerwcu. Tempo wzrostu CPI w II kwartale br. w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r. kształtowało się w warunkach wolniejszego spadku cen żywności oraz słabszego wzrostu cen kontrolowanych, a także pozostałych cen towarów i usług.

2. Dwunastomiesięczny wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) w II kwartale br. obniżył się z 3,6% w marcu do 2,1% w czerwcu. Największy wpływ na poziom tego wskaźnika miały zmiany cen w przetwórstwie przemysłowym, a głównie w dziale wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, w którym spadek cen wynikał ze spadku cen benzyny na rynkach światowych oraz aprecjacji kursu złotego wobec dolara USA w tym okresie.

3. Roczna dynamika podaży pieniądza mierzona wskaźnikiem M3 była w II kwartale br. dodatnia i utrzymywała się na niskim poziomie. Był to efekt wzrostu w tym okresie depozytów przedsiębiorstw, któremu towarzyszyła wysoka roczna dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu (na poziomie około 15%). Natomiast depozyty gospodarstw domowych nadal spadały, co było związane m.in. z utrzymującym się zainteresowaniem alternatywnymi metodami oszczędzania (obligacje, jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych).

Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych utrzymywała się w II kwartale br. na stosunkowo stabilnym, umiarkowanym poziomie około 7–8%. Gospodarstwa domowe zaciągały przy tym głównie kredyty mieszkaniowe, znacznie niżej oprocentowane od kredytów konsumpcyjnych. Natomiast roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wykazywała w tym okresie spadek.

4. Deficyt budżetu państwa w II kwartale br. wyniósł 8,4 mld zł, tj. był mniejszy o 1% niż w analogicznym okresie ub.r. Wynikało to jednak z przekazania przez NBP wpłaty z zysku miesiąc wcześniej niż w ub.r. Dochody podatkowe w II kwartale br. były bowiem niższe niż przed rokiem, a wydatki znacznie wyższe (o 10,8%). Stopień zaawansowania realizacji deficytu po I półroczu był podobny jak w ubiegłych latach i wynosił 61,5%.

5. Według wstępnych szacunków NBP w II kwartale 2003 r. PKB wzrósł o 3,0% w porównaniu z II kwartałem 2002 r. Do zwiększenia dynamiki PKB przyczynił się wzrost popytu krajowego oraz eksportu netto. Nakłady brutto na środki trwałe – po ośmiu kwartałach spadku – przekroczyły poziom z analogicznego kwartału ub.r. Tempo wzrostu spożycia było natomiast nieco niższe niż przed rokiem. Szacuje się, że w II kwartale br. dynamika spożycia nadal przewyższała dynamikę rejestrowanych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w II kwartale br. nastąpiło w wyniku wyższego niż w I kwartale br. wzrostu wartości dodanej w przemyśle oraz zmniejszenia spadku wartości dodanej w budownictwie.

6. Zmiany na rynku pracy w II kwartale br. mieściły się w granicach zmian sezonowych. Nadal notowano spadek zatrudnienia, choć mniejszy niż w ub.r. Zmniejszyła się też liczba zarejestrowanych bezrobotnych oraz stopa bezrobocia. Przyrost produkcji w II kwartale br., podobnie jak w poprzednich kwartałach, odbywał się w powiązaniu ze wzrostem wydajności pracy.

7. Deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego był w II kwartale 2003 r. o 0,8 mld euro niższy niż w analogicznym okresie ub.r., a w relacji do PKB zmniejszył się do 2,7%. Decydujący wpływ na poprawę salda obrotów bieżących miało dalsze zmniejszenie deficytu płatności towarowych oraz wzrost dodatniego salda obrotów niesklasyfikowanych. W okresie kwiecień–czerwiec br. eksport towarów zwiększył się o 4,2%, a import zmniejszył się o 0,5% (w euro, w ujęciu płatniczym) w stosunku do analogicznego okresu ub.r.

* * *

W II kwartale 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżyła stopy podstawowe NBP. Stopa referencyjna NBP została zredukowana w tym okresie z 6,00% do 5,25%, a w ujęciu realnym (przy użyciu bieżącego wskaźnika CPI jako deflatora) z 5,4% do 4,4%.

Do obniżek stóp procentowych w II kwartale br. skłaniało utrwalanie się niskiego poziomu inflacji oraz utrzymywanie się czynników ograniczających jej wzrost w przyszłości.

Na niskim poziomie utrzymywały się w II kwartale br. roczne wskaźniki CPI, inflacji bazowej oraz oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych, a wskaźnik PPI obniżył się.

W warunkach dalszego spadku zatrudnienia wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw nadal był niski. Dynamika popytu krajowego kształtowała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w poprzednim kwartale.

Mimo utrzymujących się w II kwartale br. słabych perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz recesji w Niemczech, w kraju umacniały się symptomy stopniowego ożywienia gospodarczego. Po kwietniu br. ukształtował się wzrostowy trend wolumenu produkcji sprzedanej przemysłu. W budownictwie, choć produkcja nadal spadała, odnotowano wyhamowanie tempa jej spadku oraz zmiany w strukturze działalności wskazujące na możliwość wzrostu popytu inwestycyjnego w drugim półroczu.

Przy podejmowaniu decyzji o zmianach stóp procentowych w II kwartale br. brano też pod uwagę takie czynniki stanowiące potencjalne źródło presji inflacyjnej w przyszłości, jak przede wszystkim niepewną sytuację finansów publicznych, utrzymującą się wysoką dynamikę pieniądza gotówkowego w obiegu (około 15% w skali rocznej), a także rosnące ceny ropy na rynkach światowych (średnia cena baryłki ropy Brent wzrosła z 24,9 USD w kwietniu do 27,6 USD w czerwcu) i możliwość ich dalszego wzrostu.

Ponadto, podejmując decyzje o zmianach stóp procentowych w II kwartale br., RPP brała też pod uwagę skalę dotychczas dokonanych obniżek, które z opóźnieniem będą wpływały na stopniowy wzrost popytu krajowego w drugiej połowie 2003 r. i w 2004 r.

* * *

Tegoroczny cel inflacyjny (mierzony rocznym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 2003 r.) wynosi 3% z granicą tolerancji ± 1 pkt proc. Oczekuje się, że roczny wskaźnik CPI, który w lipcu br. wyniósł 0,8%, do końca roku będzie powoli wzrastał i w grudniu br. osiągnie poziom nieco poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego.

Natomiast w grudniu 2004 r. inflacja powinna uplasować się na poziomie 2,5%, odpowiadającym celowi inflacyjnemu, który został przyjęty jako tzw. cel ciągły na okres po 2003 r. na poziomie 2,5% ± 1 pkt proc. Podstawowym czynnikiem, który spowoduje przyspieszenie inflacji będzie wyższa dynamika wzrostu gospodarczego w 2004 r. oraz wygaśnięcie czynników podażowych powodujących obniżanie cen żywności.

Oczekiwania te są oparte na następujących przesłankach:

- nadal prawdopodobne jest w br. przekroczenie poziomu deficytu ekonomicznego sektora finansów planowanego w projekcie ustawy budżetowej. Z kolei przyjęte przez rząd *Założenia do projektu budżetu państwa na rok 2004* wskazują na możliwość dalszego pogłębienia nierównowagi sektora finansów publicznych w przyszłym roku;
- prognoza z sierpnia br. w porównaniu z prognozą kwietniową wskazuje na pogorszenie perspektyw rozwoju sytuacji gospodarczej w otoczeniu Polski w latach 2003–2004. Weryfikuje ona w dół prognozy wzrostu gospodarek strefy euro, w tym przede wszystkim Niemiec na 2003 r. i – w mniejszym stopniu – na 2004 r., pozostawiając na niezmiennym poziomie prognozy dla gospodarki amerykańskiej;
- wskutek pogorszenia prognoz otoczenia gospodarczego decydujące znaczenie dla tempa wzrostu polskiego PKB w tym okresie będzie miało kształtowanie się nakładów inwestycyjnych. W zależności od tego, czy przyspieszenie tempa ich wzrostu nastąpi dopiero w 2004 r. (jak to zakładano w prognozie z kwietnia br.) czy też już począwszy od III kwartału br. (jak przewiduje to drugi wariant prognozy z sierpnia br.), szacuje się, że PKB wzrośnie w br. o 2,8% lub 3,1%, a w 2004 r. – odpowiednio o 4,1% lub 4,6%;
- jak wynika z sierpniowej prognozy cen ropy naftowej, w drugiej połowie br. średnia cena ropy Brent z poziomu 26,1 USD/b w II kwartale br. wzrośnie do około 27,6 USD/b w drugim półroczu 2003 r., a w 2004 r. obniży się średnio do 25 USD/b;

- prognoza krajowych cen żywności w 2003 r. z sierpnia br. jest zdecydowanie wyższa od prognozy kwietniowej. Wskutek niekorzystnych warunków atmosferycznych (susza) przewiduje ona wyższy wzrost cen produktów zbożopochodnych oraz mięsa. W rezultacie ceny żywności będą w grudniu br. o blisko 2% wyższe niż przed rokiem (poprzednio prognozowano ich wzrost o 0,5%), a na koniec 2004 r. – wyższe o 2,5% (2,0%);
- jednocześnie oczekuje się, że roczny wzrost cen kontrolowanych na koniec br. będzie niższy niż prognozowano w kwietniu (około 3%) i wyniesie 2%. Na tym poziomie utrzyma się także w 2004 r.;
- sierpniowa prognoza cen pozostałych towarów i usług na koniec 2003 r. i 2004 r. przewiduje ich wzrost odpowiednio o 1,2% i 2,7%, a więc niemal nie odbiega od prognozy z kwietnia.

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	2001				2002				2003			
	I	II	III	IV	2001	I	II	III	IV	2002	I	II
	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał	kwartał
realny wzrost												
PKB	2,2	0,9	0,8	0,2	1,0	0,5	0,9	1,8	2,2	1,4	2,2	3,0
Popyt krajowy	-1,0	-1,7	-1,5	-2,3	-1,7	-0,1	1,1	1,2	1,3	0,9	2,3	2,1
Spożycie ogółem	1,2	1,1	1,7	2,7	1,7	2,8	2,6	2,8	3,2	2,8	1,0	2,4
Spożycie indywidualne	1,5	1,5	2,1	3,2	2,0	3,5	2,9	3,1	3,5	3,3	1,4	2,8
Akumulacja brutto	-12,6	-12,2	-12,5	-13,0	-12,6	-17,9	-5,5	-5,6	-3,7	-6,9	12,7	0,8
Nakłady brutto na środki trwałe	2,1	-8,0	-11,7	-12,0	-8,8	-12,8	-7,9	-5,9	-3,6	-6,8	-3,6	0,8
Stopa oszczędzania gospodarstw domowych (%) ¹⁾	9,4	10,9	10,6	11,6	10,6	5,0	8,5	6,5	8,4	7,1	4,3	7,6
Stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych (%) ²⁾	5,3	3,9	4,0	4,8	4,5	2,0	3,2	-0,5	0,6	1,3	2,4	2,2
Stopa bezrobocia (%)	16,1	15,9	16,3	17,5	17,5	18,2	17,4	17,6	18,1	18,1	18,7	17,8
Dochody do dyspozycji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)	101,8	101,2	102,6	100,1	101,4	98,7	100,1	98,6	99,8	99,2	100,4	101,8
Zadłużenie Skarbu Państwa (w mln zł, nom.) ³⁾	273.192,9	271.584,9	291.795,1	283.939,5	283.939,5	309.388,4	320.880,1	331.205,4	327.924,2	327.923,8	353.421,4	362.638,9
Deficyt budżetu państwa (w mln zł)	-14.992,5	-18.805,5	-21.865,0	-32.358,3	-32.358,3	-16.436,8	-24.922,5	-29.146,7	-39.112,5	-39.112,5	-15.495,5	-23.818,4
Zadłużenie zagraniczne (w mln EUR)	80.817	83.528	80.262	81.266	81.266	84.559	80.399	81.064	79.450	79.450	80.460	

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

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

³ Stan w końcu okresu.

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

Podstawowe wskaźniki monetarne

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

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

Źródło: dane GUS, NBP.

1

Popyt krajowy i podaż

1

1.1. Popyt krajowy¹

W II kwartale 2003 r., według wstępnych szacunków NBP, wzrost popytu krajowego ukształtował się na poziomie nieco niższym od notowanego w I kwartale br., choć nadal był wyższy niż przed rokiem.

Nakłady brutto na środki trwałe – po ośmiu kwartałach spadku – przekroczyły w II kwartale br. poziom z analogicznego kwartału poprzedniego roku. Przyrost zapasów ukształtował się natomiast podobnie jak przed rokiem i w rezultacie wzrost akumulacji brutto w II kwartale br. był zbliżony do wzrostu nakładów brutto na środki trwałe i wyższy niż przed rokiem. W stosunku do I kwartału br. był jednak niższy.

Wzrost spożycia był natomiast większy niż w I kwartale 2003 r., ale mniejszy od notowanego w 2002 r. Według szacunków NBP dynamika spożycia nadal przewyższała dynamikę rejestrowanych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Dynamikę PKB i popytu krajowego w okresie I kwartał 2001 – I kwartał 2003 przedstawia tabela 1, a udział poszczególnych składników popytu we wzroście PKB – wykres 1.

Do zwiększenia dynamiki PKB w II kwartale br. przyczynił się wzrost popytu krajowego oraz eksportu netto.

Tabela 1
PKB i popyt krajowy w latach 2001–2003

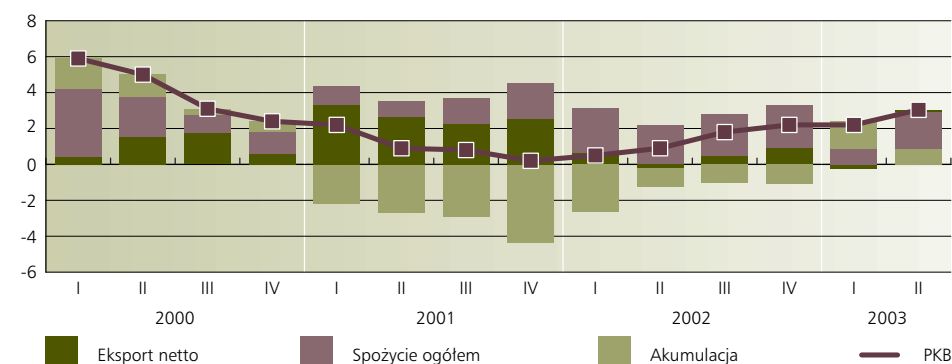
	2001					2002					2003	
	2001	I	II	III	IV	2002	I	II	III	IV	I	II
	kwartał					kwartał						
	analogiczny okres poprzedniego roku = 100											
PKB	101,0	102,2	100,9	100,8	100,2	101,4	100,5	100,9	101,8	102,2	102,2	103,0
Popyt krajowy	98,3	99,0	98,3	98,5	97,7	100,9	99,9	101,1	101,2	101,3	102,3	102,1
Spożycie	101,7	101,2	101,1	101,7	102,7	102,8	102,8	102,6	102,8	103,2	101,0	102,4
Spożycie indywidualne	102,0	101,5	101,5	102,1	103,2	103,3	103,5	102,9	103,1	103,5	101,4	102,8
Akumulacja	87,4	87,4	87,8	87,5	87,0	93,1	82,1	94,5	94,4	96,3	112,7	100,8
Nakłady brutto												
na środki trwałe	91,2	102,1	92,0	88,3	88,0	93,2	87,2	92,1	94,1	96,4	96,4	100,8
Udział eksportu netto												
we wzroście PKB	2,7	3,3	2,6	2,3	2,6	0,5	0,6	-0,2	0,5	0,9	-0,2	0,8

Źródło: dane GUS, szacunki NBP.

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

Wykres 1

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: dane GUS.

1.1.1. Spożycie

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

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w II kwartale br. nominalnie o 2,2% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Wobec spadku przeciętnego zatrudnienia o 3,9%, dochody z pracy najemnej były w tym sektorze nominalnie o 1,8% mniejsze niż przed rokiem (w I kwartale 2003 r. i w IV kwartale 2002 r. spadek wynosił 2,3%). Szacuje się, że tak jak w I kwartale br., w jednostkach budżetowych wyższy był wzrost przeciętnych wynagrodzeń oraz mniejszy spadek zatrudnienia. W sumie w II kwartale br. dochody z pracy najemnej były większe niż przed rokiem o ponad 1% (w I kwartale br. ukształtowały się na poziomie analogicznego kwartału ub.r.)

Wcześniejsza niż w poprzednich latach waloryzacja emerytur i rent (w br. w marcu, a poprzednio w czerwcu) wpłynęła na przyspieszenie dynamiki wzrostu świadczeń z ubezpieczeń społecznych. W I kwartale br. wzrosły one w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku nominalnie o 2,9%, a w II kwartale br. o 5,4%. Podobnie jak w poprzednich kwartałach obniżały się wypłaty zasiłków dla bezrobotnych oraz zasiłków pielęgnacyjnych i rodzinnych. Rosły natomiast wypłaty zasiłków z ubezpieczeń społecznych oraz zasiłków i świadczeń przedemerytalnych, choć w tempie wolniejszym niż w ub.r.

Szacuje się, że w II kwartale br. utrzymał się spadek nominalnych dochodów rolników oraz dochodów z odsetek. Jednocześnie nastąpiło przyspieszenie wzrostu dochodów z rejestrowanej nierolniczej działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochodów prywatnych właścicieli. Łącznie ocenia się, że w II kwartale br. nominalny wzrost dochodów do dyspozycji brutto w porównaniu z II kwartałem ub.r. wyniósł około 2,0%. Wobec spadku kwartalnego wskaźnika cen konsumpcyjnych do 0,4%, siła nabywcza rejestrowanych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych w II kwartale br. była wyższa niż w analogicznym okresie ub.r. o około 1,6%.

Oszczędności finansowe gospodarstw domowych² w II kwartale br. były dodatnie i ukształtowały się na poziomie zbliżonym do I kwartału br. (3,0 mld zł wobec 3,2 mld zł), tj. były mniejsze niż przed rokiem o około 30%. Zanotowano znaczący przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu

² Oszczędności finansowe odpowiadają przyrostowi netto zasobów pieniężnych gospodarstw domowych (sumie przyrostów depozytów bankowych, zasobów gotówkowych oraz wartości lokat w papiery wartościowe, pomniejszonej o przyrost kredytów gospodarstw domowych). Oszczędności brutto – nie przeznaczona na konsumpcję część dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych – równe są sumie oszczędności finansowych i niefinansowych (akumulacji gospodarstw domowych, tj. sumie nakładów inwestycyjnych na środki trwałe i obrotowe).

gu (o 3,2 mld zł) oraz innych aktywów finansowych gospodarstw domowych (o około 6,2 mld zł, w tym w funduszach inwestycyjnych – o około 4,5 mld zł). Zmniejszyły się oszczędności netto gospodarstw domowych w bankach o około 6,4 mld zł, przy czym depozyty ogółem były mniejsze o 4,4 mld zł, a zadłużenie z tytułu kredytów, pożyczek i innych należności wzrosło o 2,0 mld zł. Na podstawie danych o wynikach budownictwa mieszkaniowego szacuje się, że wzrosły nakłady brutto na środki trwałe i akumulacja (oszczędności niefinansowe) gospodarstw domowych. Łącznie oszczędności brutto gospodarstw domowych w II kwartale br. były mniejsze niż przed rokiem o około 8% (w I kwartale br. o około 15%).

Tempo wzrostu **spożycia indywidualnego** było wyższe od tempa wzrostu siły nabywczej dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych i według szacunków NBP wyniosło w II kwartale br. 2,8% (w I kwartale br. 1,4%).

1.1.2. Akumulacja

Na podstawie danych o nakładach inwestycyjnych średnich i dużych przedsiębiorstw oraz o produkcji budowlano-montażowej i produkcji dóbr inwestycyjnych szacuje się, że w II kwartale br. po raz pierwszy od I kwartału 2001 r. wzrosły nakłady brutto na środki trwałe (o 0,8%). Według szacunków NBP spadek robót budowlano-montażowych o charakterze inwestycyjnym, zrealizowanych przez średnie i duże przedsiębiorstwa budownictwa, zmniejszył się z 22,9% w I kwartale br. do około 6,5% II kwartale br. Jednocześnie wzrost produkcji przedsiębiorstw wytwarzających głównie dobra inwestycyjne zwiększył się z około 4% w I kwartale br. do około 10% w I półroczu.

W I półroczu br. nakłady inwestycyjne w przedsiębiorstwach zatrudniających więcej niż 9 osób były mniejsze niż przed rokiem o 2,2% (w ub.r. spadek nakładów w cenach stałych w porównaniu z poprzednim rokiem utrzymywał się na poziomie przekraczającym 15%). Pomimo głębokiego spadku produkcji budowlanej w I kwartale br. nakłady na roboty budowlano-montażowe w I półroczu br. były tylko o 2,1% mniejsze niż przed rokiem. Można więc szacować, że w II kwartale br. nakłady inwestycyjne były większe niż w analogicznym okresie ub.r.

Spadek nakładów na zakupy maszyn i urządzeń oraz środków transportu był w I półroczu br. mniejszy niż spadek nakładów na budynki i budowle. Udział nakładów na zakupy maszyn i urządzeń w nakładach inwestycyjnych wzrósł do 67,4% (w I półroczu 2002 r. wynosił 64,8%, a w I półroczu 2001 r. 61,4%). W zakupach zwiększył się udział importowanych maszyn i urządzeń (z 31,2% przed rokiem do 33,8%). Zmiana struktury technicznej nakładów była pochodną zmian struktury działalności inwestycji. W sekcjach i działach gospodarki o wysokim udziale nakładów na budynki i budowle (górnictwo, transport i łączność, handel, wytwarzanie i zaopatrywanie w energię) nakłady inwestycyjne były mniejsze niż przed rokiem. Wzrosły inwestycje w przetwórstwie przemysłowym.

Nakłady inwestycyjne w przemyśle przetwórczym, po spadku obserwowanym od 1999 r., w I półroczu br. wzrosły w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. o 15,7%. Wzrost o 10% i więcej zanotowano w 9 działach, których inwestycje stanowiły blisko 75% nakładów w przetwórstwie. Tak wysoka dynamika nakładów wynikała w większości przypadków z ich bardzo niskiego poziomu przed rokiem. W niektórych działach wzrost nakładów utrzymuje się jednak w drugim z kolei roku. Bardzo wysokie wzrosty – o ponad 80% w stosunku do I półrocza ub.r. – zanotowano w produkcji maszyn i aparatury elektrycznej oraz w produkcji mebli. Jednak decydujące dla wzrostu nakładów w przetwórstwie było ożywienie inwestycyjne w przemyśle spożywczym. Nakłady inwestycyjne w tym przemyśle przekroczyły niski poziom sprzed roku o 53,6% i stanowiły w I półroczu br. 22,2% nakładów przetwórstwa przemysłowego.

W I kwartale br., wg szacunku GUS, przy spadku nakładów na środki trwałe brutto nastąpił wysoki wzrost akumulacji brutto (o 12,7%). Wzrost akumulacji w całości wynikał z innego niż w pierwszych kwartałach lat 2001–2002 ukształtowania się zapasów rzeczowych środków obrotowych. Szacuje się, że w II kwartale br. przyrost zapasów był podobny jak przed rokiem i w związku z tym wzrost akumulacji brutto był zbliżony do wzrostu nakładów brutto na środki trwałe.

1.1.3. Sytuacja finansów publicznych

W II kwartale 2003 r. odnotowano deficyt budżetu państwa w wysokości 8,4 mld zł, a zatem o 1% mniejszy niż w analogicznym okresie ub.r. Wynikało to jednak z przekazania przez NBP wpłaty z zysku (4,68 mld zł) w czerwcu br., podczas gdy w ub.r. wpłata ta została dokonana w lipcu. Natomiast dochody podatkowe były w II kwartale br. niższe niż w analogicznym okresie ub.r. Zdecydowały o tym nieco mniejsze dochody z podatków pośrednich oraz znacznie mniejsze niż w ub.r. wpływy z podatku dochodowego od osób prawnych (CIT). Dochody z CIT były stosunkowo niskie już w I kwartale br., mimo że dane GUS wskazywały na poprawę wyników finansowych przedsiębiorstw w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Dalszy spadek tych dochodów w II kwartale br. mógł być efektem np. rozliczania przez przedsiębiorstwa strat z lat ubiegłych czy też stosowania przez nie wprowadzonych w ub.r. korzystniejszych zasad amortyzacji nowych inwestycji. Zważywszy na stosunkowo wysoką sprzedaż detaliczną odnotowaną w II kwartale br.³, paradoksalnie niska wydaje się również dynamika wpływów z podatków pośrednich w tym okresie. Częściowo tłumaczy ją nadzwyczaj wysoka baza odniesienia z czerwca ub.r. Inne możliwe przyczyny tego zjawiska to zmiana struktury popytu konsumpcyjnego (w kierunku zakupu towarów o niższych stawkach podatkowych) lub pogorszenie ściągalności podatków.

Wydatki budżetowe były w II kwartale br. znacznie wyższe niż w analogicznym okresie ub.r.; ich dynamika wyniosła 110,8%. Wzrost wydatków dotyczył przede wszystkim kosztów obsługi długu oraz dotacji do funduszy celowych – Funduszu Ubezpieczeń Społecznych i Funduszu Pracy. Za-

Tabela 2

Realizacja budżetu państwa w I półroczu 2003 r.

	II 2003	I-II 2003	I-II 2003/ I-II 2002	II 2003/ II 2002	Stopień realizacji po I półroczu 2003
	kwartały				
Dochody	38.506,4	71.903,3	110,4*	113,8**	46,2
Podatkowe, w tym:	29.957,9	60.624,9	102,2	97,4	43,7
– podatki pośrednie	22.900,7	45.039,2	103,2	98,3	46,5
– podatek dochodowy od osób prawnych	1.987,1	5.266,5	84,6	71,9	36,6
– podatek dochodowy od osób fizycznych	5.070,7	10.319,3	109,3	108,2	37,7
Pozostałe dochody	8.548,5	11.278,4	194,5	277,3	66,0
Wydatki	46.894,6	95.721,7	106,3	110,8	49,2
– koszty obsługi długu	6.872,3	12.259,1	98,7	112,9	45,6
– wydatki pierwotne, w tym:	40.022,4	83.462,6	107,5	110,5	49,8
– dotacja dla Funduszu Pracy	1.650,0	3.030,0	142,3	183,3	76,8
– dotacja dla FUS	6.420,7	14.767,3	120,8	130,5	52,8
Deficyt	-8.388,3	-23.818,4	95,6	98,9	61,5
Deficyt pierwotny	-1.516,0	-11.559,3	92,5	63,2	97,7
Deficyt skorygowany***	-6.706,8	-20.556,5	96,8	94,9	67,1

*W warunkach porównywalnych (nie licząc wpłaty z zysku NBP) dynamika wynosi 103,2.

**W warunkach porównywalnych (nie licząc wpłaty z zysku NBP) dynamika wynosi 100,0.

*** Deficyt skorygowany o składki przekazane do OFE oraz rekompensaty z tytułu niepodwyższania emerytur i płac w sferze budżetowej w latach 1991–1992.

Źródło: dane Ministerstwa Finansów.

³ Dwunastomiesięczna dynamika sprzedaży detalicznej w miesiącach kwiecień–czerwiec br. wyniosła odpowiednio: 111,0, 109,7, 108,1

awansowanie dotacji dla tych funduszy na koniec I półrocza br. było znacząco wyższe niż przed rokiem. FUS otrzymał do końca czerwca br. 52,8% kwoty dotacji zaplanowanej na cały rok, podczas gdy w analogicznym okresie ub.r. relacja ta wynosiła 44,7%. Jeszcze wyższe było zaawansowanie dotacji dla Funduszu Pracy, które po I półroczu br. wyniosło już 76,8% wobec 58,6% na koniec czerwca ub.r. Wysokie zaawansowanie dotacji wynika z niższych niż zaplanowane wpływów ze składek na ubezpieczenie społeczne oraz Fundusz Pracy. Przekazanie przez budżet państwa większości dotacji w I półroczu br. oznacza, że w II półroczu br., po wykorzystaniu całości zaplanowanych środków z budżetu państwa, fundusze celowe będą zmuszone zwiększyć swoje zobowiązania w sektorze bankowym, aby sfinansować wypłatę świadczeń. Może to oznaczać, że deficyt funduszy celowych, a w konsekwencji deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych, po raz kolejny okaże się wyższy od zakładanego. Ponadto niskie wpływy ze składek zdrowotnych, mimo podniesienia składki o kolejne 0,25 pkt. proc., będą powodowały dalszy wzrost zadłużenia zakładów opieki zdrowotnej.

Wartość netto krajowych emisji skarbowych papierów wartościowych była w II kwartale br. o 64% wyższa niż przed rokiem i wyniosła około 6,7% PKB. Natomiast w I kwartale br. krajowe emisje papierów wartościowych były niższe niż przed rokiem ze względu na częściowe finansowanie deficytu poprzez emisję euroobligacji. W sumie w I półroczu br. wartość netto krajowych emisji skarbowych papierów wartościowych wyniosła 7,1% PKB wobec 7,3% PKB w ub.r. Obok wielkości

Założenia do projektu budżetu państwa na rok 2004

W czerwcu br. rząd przyjął *Założenia do projektu budżetu państwa na rok 2004*. Dokument ten podlegał następnie korektom zmierzającym do urealnienia planowanych kwot dochodów, wydatków i deficytu budżetowego. Ostatecznie zasadnicze założenia makroekonomiczne i budżetowe na rok 2004 są następujące:

- dynamika realnego PKB – 105,0
- średnioroczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych – 102,2
- dochody budżetu państwa – 150,0 mld zł, wydatki – 195,5 mld zł, deficyt – 45,5 mld zł

Jednocześnie zaproponowano istotną zmianę w klasyfikacji wydatków budżetowych. W rezultacie znacząca ich część została przesunięta do rozchodów, co spowodowało obniżenie deficytu budżetowego. Dotyczyło to przede wszystkim dotacji z budżetu państwa na sfinansowanie składek przekazywanych do otwartych funduszy emerytalnych, która wyniosła 11,9 mld zł. W rozchodach budżetu państwa znajdzie się około 3,6 mld zł na prefinansowanie środków unijnych. Konsekwencją zmian klasyfikacyjnych jest zaniżenie deficytu budżetu państwa, który liczony według klasyfikacji stosowanej do 2003 r. wyniósłby około 57 mld zł.

Oznacza to ekspansję fiskalną na dużą skalę, pomimo przewidywanej kontynuacji ożywienia gospodarczego i powrotu na ścieżkę szybkiego wzrostu PKB. Ekspansja ta będzie wynikała w głównej mierze ze wzrostu wydatków budżetowych związanych z przystąpieniem Polski do UE. W budżecie państwa pojawiają się nowe pozycje, przede wszystkim składka do budżetu unijnego. Znacznie wzrosną także wydatki na współfinansowanie środków pomocowych z UE. Ponadto, m.in. w celu zwiększenia możliwości współfinansowania środków unijnych przez samorządy, rząd przedstawił projekt nowej ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, zwiększający ich dochody kosztem budżetu państwa. Jednocześnie rząd zdecydował o obniżeniu stawki podatku dochodowego od osób prawnych z obecnych 27% do 19%. Powyższe rozwiązania spowodują ubytek dochodów budżetu państwa w łącznej wysokości 5 mld zł.

Wyżej wymienione zmiany będą skutkowały zwiększeniem deficytu budżetowego, ponieważ nie podjęto znaczących działań na rzecz bardzo potrzebnej reformy wydatków budżetu państwa. Propozycje Programu Naprawy Finansów Rzeczypospolitej w zakresie wyeliminowania mechanizmów indeksacyjnych i waloryzacyjnych w wydatkach publicznych są słuszne i potrzebne, jednak mogą pomóc tylko w ograniczeniu tempa wzrostu wydatków publicznych. W świetle obecnej skali nierównowagi sektora finansów publicznych oraz wyzwania przed nim stojących są to rozwiązania dalece niewystarczające.

Podjęcie reform ograniczających wydatki publiczne pozostaje nagłym wyzwaniem w nadchodzących latach, tym bardziej że utrzymywanie wysokiego deficytu budżetowego w sytuacji spodziewanego szybkiego wzrostu gospodarczego będzie niebezpieczne dla równowagi makroekonomicznej. Będzie też powodowało narastanie długu publicznego i przekraczanie jego kolejnych granic ostrzegawczych wymienionych w ustawie o finansach publicznych, a ostatecznie – konstytucyjnego limitu 60% PKB.

deficytu budżetowego do wysokiego poziomu emisji bonów skarbowych i obligacji przyczyniały się nadal niskie wpływy z prywatyzacji. W I półroczu br. umożliwiły one sfinansowanie zaledwie 5% deficytu budżetowego w tym okresie, tj. 1,2 mld zł (15,8% planu całorocznego). Wysokie potrzeby pożyczkowe budżetu państwa na rynku krajowym oznaczają kontynuację niekorzystnego zjawiska ograniczania przez sektor finansów publicznych dostępu do kredytów dla podmiotów prywatnych.

1.2. Podaż krajowa

Według wstępnych szacunków NBP tempo wzrostu PKB w II kwartale 2003 r. wzrosło do 3,0%. Przyspieszenie wzrostu nastąpiło w wyniku wyższego niż w I kwartale br. wzrostu wartości dodanej w przemyśle oraz zmniejszenia spadku wartości dodanej w budownictwie. Przyrost produkcji w II kwartale br., podobnie jak w poprzednich kwartałach, odbywał się w powiązaniu ze wzrostem wydajności pracy. Nadal notowano spadek zatrudnienia, choć mniejszy niż w ub.r. Zmniejszyła się liczba zarejestrowanych bezrobotnych oraz stopa bezrobocia. Zmiany na rynku pracy mieściły się w granicach zmian sezonowych.

Kształtowanie się dynamiki PKB i wartości dodanej w głównych grupach sekcji gospodarki narodowej przedstawia tabela 3.

Tabela 3

Dynamika PKB i wartości dodanej w latach 2001–2003

	2001					2002					2003	
	2001	I	II	III	IV	2002	I	II	III	IV	I	II
	kwartał					kwartał						
	analogiczny okres poprzedniego roku = 100											
PKB	101,0	102,2	100,9	100,8	100,2	101,4	100,5	100,9	101,8	102,2	102,2	103,0
Wartość dodana ogółem	101,0	102,2	100,9	100,9	100,2	101,4	100,5	100,9	101,9	102,1	102,0	102,8
Przemysł	99,7	103,7	98,9	98,5	97,9	101,0	98,0	99,0	102,7	104,0	104,1	108,0
Budownictwo	92,1	94,4	91,7	91,5	91,7	92,5	86,7	89,1	96,8	94,2	80,5	94,1
Usługi rynkowe	102,7	102,5	102,5	103,0	102,9	103,4	103,7	103,5	103,3	103,0	103,3	102,9

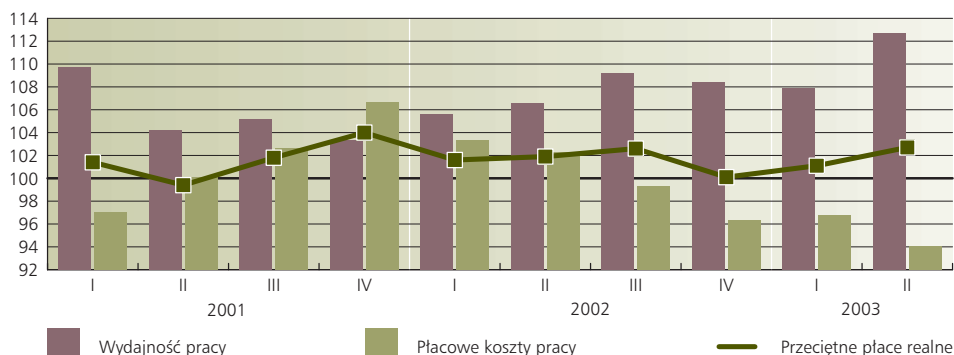
1.2.1. Produkcja i PKB

Według szacunków NBP w II kwartale 2003 r. wartość dodana ogółem wzrosła w porównaniu z analogicznym okresem 2002 r. o 2,8% (w I kwartale 2003 r. o 2,0%), a PKB o 3,0% (w I kwartale o 2,2%). Szybszy niż w I kwartale br. był wzrost wartości dodanej w przemyśle. Zmniejszył się spadek wartości dodanej w budownictwie. Tempo wzrostu PKB kształtowało się, podobnie jak w poprzednich kwartałach, poniżej potencjalnego, oszacowanego metodą funkcji produkcji.

Produkcja sprzedana przemysłu w I kwartale br. (w dużych i średnich przedsiębiorstwach) była o 9,0% większa niż w analogicznym okresie ub.r. (w I kwartale 2003 r. jej wzrost wynosił 4,4%), w tym przemysłu przetwórczego o 11,1%. Wysoka dynamika produkcji wiązała się z nadal rosnącym eksportem oraz poprawą konkurencyjności produkcji krajowej na rynku wewnętrznym. Przy umiarkowanym wzroście krajowego popytu konsumpcyjnego widoczne były oznaki wzrostu popytu inwestycyjnego. W I półroczu 2003 r. najwyższą dynamikę produkcji zanotowano w przedsiębiorstwach wytwarzających głównie dobra inwestycyjne (wzrost o 10% w porównaniu z I półroczem 2002 r.). Mogło to częściowo wynikać ze wzrostu eksportu dóbr inwestycyjnych, ale świadczy również o zwiększeniu zakupów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa krajowe. W przedsiębiorstwach wytwarzających głównie dobra zaopatrzeniowe produkcja była wyższa niż w I półroczu 2002 r. o około 8%, a w wytwarzających dobra konsumpcyjne o około 7%.

Wykres 2

Dynamika wydajności, płac realnych i płacowych kosztów pracy w przemyśle (%)
(analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia własne.

Coraz wyraźniejsze są korzystne zmiany w strukturze produkcji. Zwiększa się w niej udział przetwórstwa oraz działów i grup przemysłu uznawanych za nośniki postępu technicznego w produkcji przemysłu ogółem (odpowiednio do 81,9% i 13,2% w I półroczu 2003 r.). Dynamika produkcji nowoczesnych przemysłów była znacznie wyższa niż przemysłu ogółem i przetwórstwa. W porównaniu z I półroczem 2002 r. sprzedaż działów i grup przemysłu uznawanych za nośniki postępu technicznego wzrosła o 17,1%, przetwórstwa przemysłowego o 8,1%, a przemysłu ogółem o 6,7%.

Wzrost produkcji w przemyśle, podobnie jak w poprzednich kwartałach, uzyskano przy spadku zatrudnienia, dzięki wzrostowi wydajności pracy. W II kwartale br. wydajność mierzona wielkością produkcji sprzedanej (w cenach stałych) na jednego zatrudnionego była większa niż w analogicznym okresie ub.r. o prawie 13%. Od III kwartału 2002 r. wzrostowi wydajności towarzyszy spadek płacowych kosztów pracy. W II kwartale br. rozpiętość między dynamikami wydajności i płacowych kosztów pracy wzrosła do prawie 18 pkt. proc.

Zmniejszył się spadek produkcji budownictwa. W porównaniu z analogicznymi kwartałami 2002 r. w I kwartale br. produkcja budowlano-montażowa była mniejsza o około 23%, a w II kwartale br. o około 7%. Wyraźnie mniejszy był też spadek robót budowlanych o charakterze inwestycyjnym. Zanotowano ponad dwukrotny wzrost produkcji przedsiębiorstw budowlanych zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę.

Tempo wzrostu wartości dodanej w sekcjach i działach usług rynkowych, według szacunków NBP, było w II kwartale br. nieco niższe niż w poprzednim. Obniżyła się dynamika sprzedaży usług transportu i łączności. Sprzedaż hurtowa nie przekroczyła poziomu sprzed roku. Wyższy był natomiast w porównaniu z uzyskanym w I kwartale br. wzrost sprzedaży detalicznej.

1.2.2. Rynek pracy

W I półroczu 2003 r. spadek przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw był nieco mniejszy niż w analogicznym okresie przed rokiem i wynosił 202 tys. osób wobec 248 tys. osób rok wcześniej. Jednak w niektórych sekcjach ograniczenie zatrudnienia było znacznie większe niż rok temu, np. w budownictwie – o 16,7% wobec 11,8% w ub.r., w sekcji hotele i restauracje o 9,5% wobec wzrostu o blisko 4% w ub.r.

W II kwartale br. zarejestrowano mniej nowych bezrobotnych niż w poprzednim kwartale br., a więcej osób zostało wyrejestrowanych. Spośród wyrejestrowanych około 52,5%, tj. o ponad 5% więcej niż w poprzednim kwartale, podjęło pracę (głównie subsydiowaną). Liczba ofert pracy, jakimi w II kwartale br. dysponowały urzędy pracy, była o 63 tys. większa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku i o 77,3 tys. większa niż w I kwartale br. Na koniec czerwca br. pozostało jednak około 20 tys. niewykorzystanych ofert pracy wobec około 14 tys. w czerwcu ub., co świadczy o wzroście niedopasowania (zarówno terytorialnego, jak i pod względem kwalifikacji) istniejących ofert pracy do podaży pracy.

Wykres 3

Kształtowanie się rzeczywistej i wyznaczonej teoretycznie na podstawie wskaźników sezonowości stopy bezrobocia w 2003 r. (%)



* Poziom bezrobocia wyznaczono na podstawie rzeczywistej stopy bezrobocia ze stycznia 2003 r. i wskaźników sezonowości.
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Kształtowanie się stopy bezrobocia w 2003 r. wskazuje, że wobec wyhamowania wzrostowego trendu stopy bezrobocia rejestrowanego, wpływ na nią miały głównie czynniki sezonowe (wykres 3).

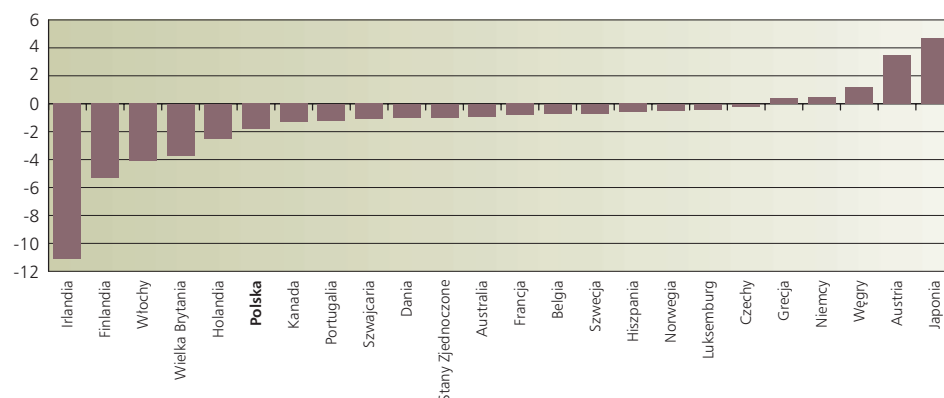
W czerwcu br. stopa bezrobocia obniżyła się do 17,8%. Był to czwarty z kolei miesiąc, w którym odnotowano sezonowy spadek bezrobocia rejestrowanego. Zwykle jednak już od lipca liczba nowych rejestracji bezrobotnych przewyższa liczbę osób wyrejestrowanych. Prawidłowość tę potwierdzają dane GUS od 1999 r., tj. od rozpoczęcia drugiej fali szybkiego wzrostu bezrobocia.

Z danych na koniec czerwca br. wynika, że 1,4 tys. zakładów pracy deklaroowało zwolnienie blisko 45 tys. osób, tj. o 2 tys. więcej niż w maju (ale o blisko 9 tys. mniej niż rok temu), w tym 67% z sektora publicznego.

Istotnym czynnikiem hamującym wzrost zatrudnienia w Polsce pozostają wysokie koszty pracy związane z istnieniem tzw. klina podatkowego. Zmiany przeprowadzane w polskim prawie podatkowym jak dotąd w niewielkim stopniu przyczyniły się do jego zmniejszenia, a zapowiadane ostatnio przez rząd nowe rozwiązania w zakresie podatku dochodowego mogą wręcz spowodować jego wzrost (por. ramka).

Wykres 4

Zmiana wielkości klina podatkowego w krajach OECD w latach 1995–2001* (w pkt. proc.)



* Wartość obliczona dla pracownika zarabiającego przeciętną płacę krajową i niekorzystającego z ulg.
Źródło: dane OECD, obliczenia NBP.

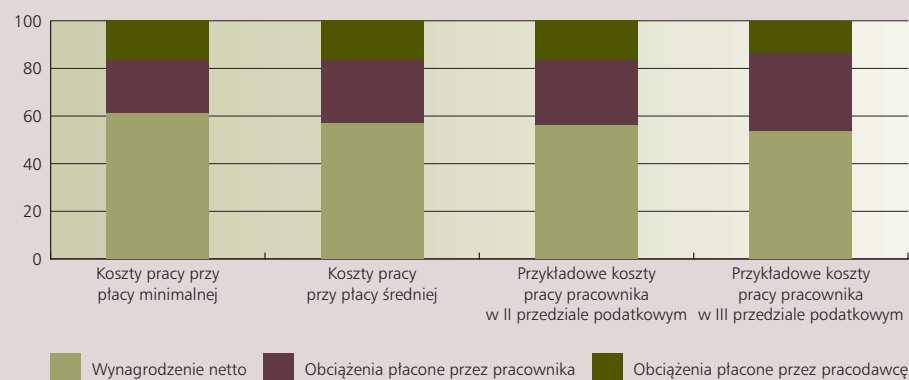
Koszty pracy i tzw. klin podatkowy w Polsce

Często wskazywaną przyczyną wysokich kosztów pracy w Polsce jest duża różnica między kosztami pracy a płacą netto. Różnicę tę odniesioną do całkowitych kosztów pracy określa się mianem klina podatkowego. Na wielkość klina podatkowego wpływają wszelkiego rodzaju obciążenia socjalne (składki na ubezpieczenie społeczne, emerytalne), obciążenia pracodawcy związane z zatrudnieniem pracownika oraz podatek dochodowy.

Wysoki klin podatkowy wywiera niekorzystny wpływ na rynek pracy, ponieważ dla pracodawcy oznacza wysokie koszty pracy, a dla pracownika niską płacę, co zniechęca pierwszego do zwiększania zatrudnienia, a drugiego – do podejmowania pracy. W rezultacie w dłuższej perspektywie wysoki klin podatkowy skłania pracodawców do substytucji legalnej pracy kapitałem i pobudza wzrost szarej strefy zatrudnienia. Duży udział pozapłacowych kosztów pracy w kosztach całkowitych zmniejsza konkurencyjność przedsiębiorstw i atrakcyjność gospodarki dla potencjalnych inwestorów oraz sprzyja spadkowi zatrudnienia.

Wykres

Struktura kosztów pracy przy założeniu braku ulg podatkowych (%)



Źródło: obliczenia własne.

Klin podatkowy w Polsce wynosi w przypadku osoby osiągającej przeciętne zarobki i nie korzystającej z ulg podatkowych 42,9%. Progresywny system opodatkowania sprawia, że wartość ta bez uwzględnienia ulg podatkowych rośnie wraz z zarobkami.

Po uwzględnieniu ulg podatkowych (por. tabela) okazuje się, że wyraźnie najbardziej obciążone klinem podatkowym są osoby wykazujące dochody mieszczące się w trzecim przedziale podatkowym. Wartość płaconego przez nie podatku równa jest jednej trzeciej całkowitych wpływów z podatku dochodowego. Z drugiej strony 51,2% ogólnej sumy przychodów z opodatkowania wpłacane jest przez 95,2% podatników, których dochody mieszczą się w I progu podatkowym.

Tabela

Struktura opodatkowania podatkiem dochodowym w 2001 r. (%)

Przedział dochodów	Struktura podatników	Struktura przychodów z podatku	Efektywna stopa podatkiem dochodowym po odliczeniach*
I próg	95,2	51,2	5,3
II próg	3,8	15,8	10,0
III próg	1,0	33,0	24,8

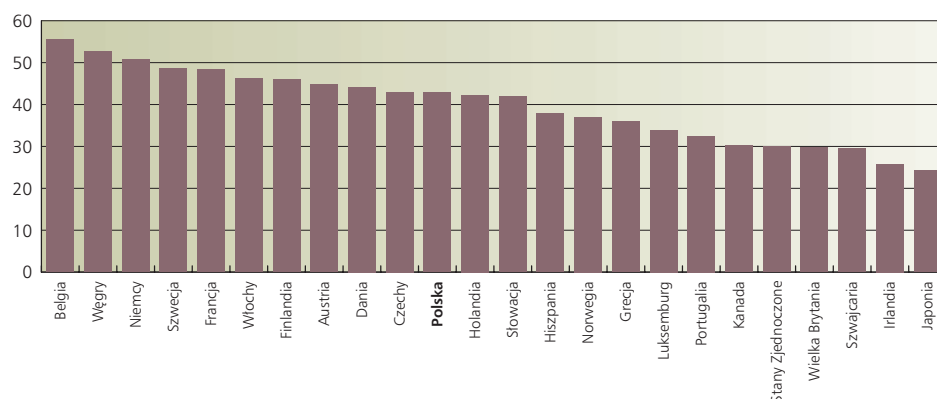
* Podatek należny po odliczeniach, odniesiony do całkowitego dochodu brutto przed odliczeniami.

Źródło: Ministerstwo Finansów, obliczenia NBP.

Proponowany ostatnio przez rząd wzrost efektywnego opodatkowania pracowników, spowodowany zniesieniem większości ulg przy pozostawieniu niezmiennych stawek podatkowych, spowoduje wzrost klina podatkowego, a tym samym utrudni walkę z bezrobociem.

Wykres 5

Klin podatkowy w wybranych krajach OECD w 2001 r.* (w %)



* Wartość obliczona dla pracownika zarabiającego przeciętną płacę krajową i niekorzystającego z ulg.
Źródło: dane OECD, obliczenia NBP.

Tendencja do obniżania opodatkowania dochodów z pracy i z działalności gospodarczej w wielu krajach OECD w latach 1995–2001 spowodowała zmniejszenie występującego w nich klina podatkowego.

Nadal jednak w krajach OECD, w tym także w Polsce, istnieje pole do dalszego obniżania kosztów pracy poprzez redukcję klina podatkowego.

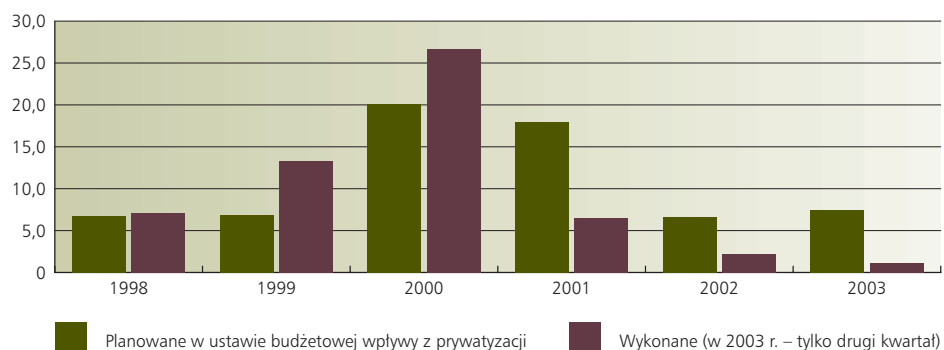
1.2.3. Procesy prywatyzacji

Planowane w ustawie budżetowej na 2003 r. dochody z prywatyzacji wynoszą 7,4 mld zł. W ciągu pierwszego półrocza br. budżet został zasilony z tego tytułu kwotą 1,2 mld zł, co stanowi 15,8% wielkości planowanej (wobec 10,1% w analogicznym okresie ub.r.). Niskie wykonanie planu oraz niewielkie postępy w procesie prywatyzacji dużych spółek pozwalają przypuszczać, że podobnie jak w latach 2001–2002 planowane przychody z tytułu prywatyzacji zostały przeszacowane i większa niż zakładano część deficytu budżetowego będzie musiała zostać sfinansowana z innych środków.

W porównaniu z I kwartałem br. przychody z prywatyzacji w II kwartale były ponad 4-krotnie wyższe. Wpływy z tego tytułu w pierwszym półroczu br. stanowią natomiast 53,6% wpływów w 2002 r., których źródłem w większości była prywatyzacja STOEN-u, zrealizowana pod koniec ub.r.

Wykres 6

Plany i efekty finansowe prywatyzacji w latach 1998–2003 (mld zł)



Źródło: ustawy budżetowe z lat 1998–2003, dane Ministerstwa Finansów.

1.2.4. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej

W II kwartale 2003 r. nastąpił spadek wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) w stosunku do analogicznego kwartału ub.r., a w relacji do poprzedniego kwartału – obniżenie tempa jego wzrostu. Roczny wzrost cen producentów w II kwartale br. obniżył się w stosunku do obserwowanego w I kwartale br. we wszystkich sekcjach przemysłu (por. tabela 4). Największy wpływ na poziom kwartalnego wskaźnika PPI miały jednak zmiany cen w przetwórstwie przemysłowym (por. wykres 7). Podobnie jak w I kwartale br. zmiany te były w dużym stopniu zależne od wskaźnika cen przemysłu wytwarzania koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, silnie powiązanego ze zmianami cen ropy i benzyny na rynkach światowych.

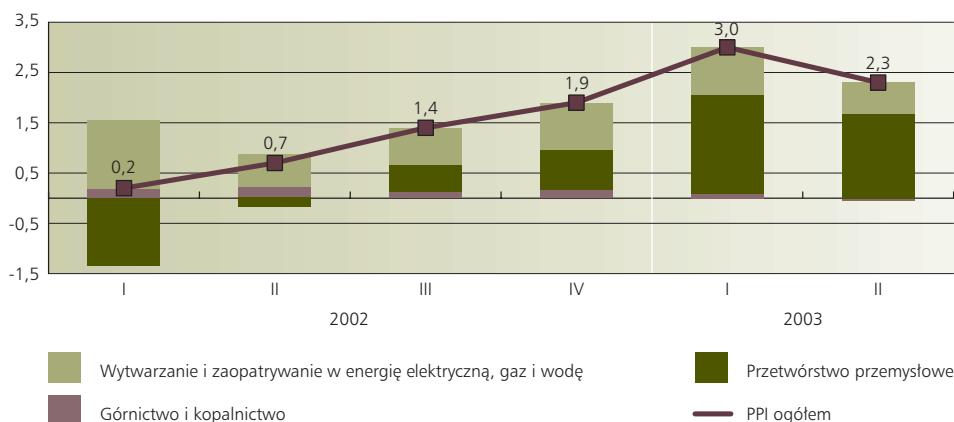
Tabela 4

Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle i w budownictwie

Wyszczególnienie	2002					2003			
	I	II	III	IV	średnio-	I kwartał		II kwartał	
	analogiczny kwartał					anal. kw.	pop.	anal. kw.	pop.
	poprzedniego roku = 100					pop. roku	kw.	pop. roku	kw.
						= 100	= 100	= 100	= 100
PRZEMYSŁ (PPI)									
w tym:	100,2	100,7	101,4	101,9	101,0	103,0	101,0	102,3	99,9
– górnictwo i kopalnictwo									
	103,6	103,9	101,9	102,7	103,0	101,7	100,3	99,4	97,0
– przetwórstwo przemysłowe									
	98,4	99,6	100,4	101,0	99,9	102,7	101,2	102,0	100,1
– wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę									
	109,0	105,5	106,9	106,9	107,0	106,4	100,3	105,8	100,5
BUDOWNICTWO	102,0	101,4	101,0	100,6	101,2	99,4	99,3	99,0	99,8

Wykres 7

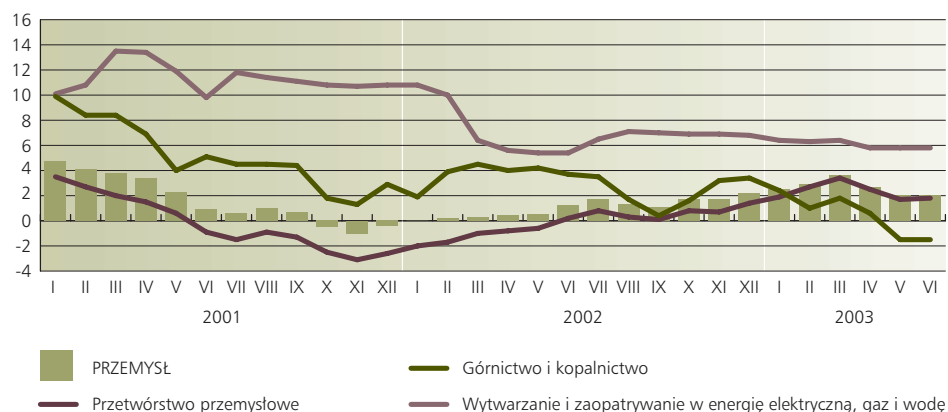
Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej w sekcjach przemysłu we wzroście PPI (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100) (%)



Źródło: dane GUS.

Wykres 8

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



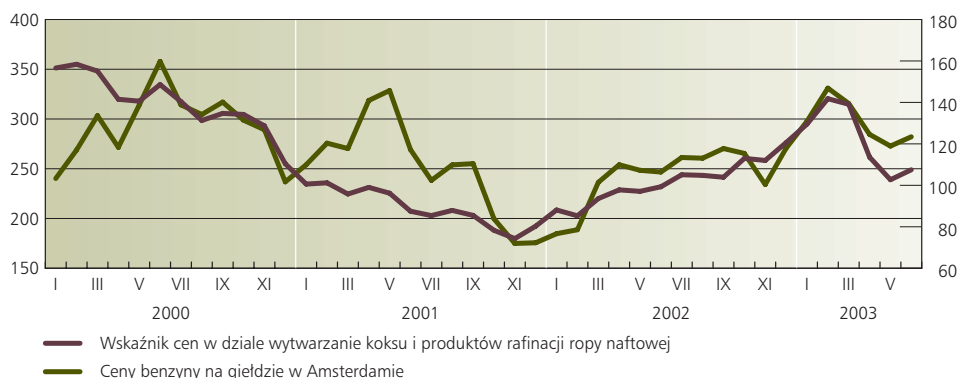
Źródło: dane GUS.

Po wzroście w I kwartale br. dwunastomiesięczne wskaźniki PPI w II kwartale br. obniżyły się (por. wykres 8). Spadek cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe w kwietniu i maju br. był spowodowany głównie spadkiem cen w dziale wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej. Natomiast w czerwcu nastąpił wzrost cen w tym dziale i wskaźnik cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe również wzrósł. Takie kształtowanie się cen było m.in. skutkiem zmian cen benzyny na rynkach światowych⁴. Wskaźnik cen w dziale wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej wykazuje silną korelację (współczynnik korelacji 0,87)⁵ z ceną benzyny na giełdzie w Amsterdamie (por. wykres 9).

Spadki cen w II kwartale br. zanotowano również w produkcji wyrobów chemicznych. Zmiany cen w tym dziale wywołane były zarówno zmianami cen surowców petrochemicznych, jak i kursów walutowych (por. wykres 10).

Wykres 9

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



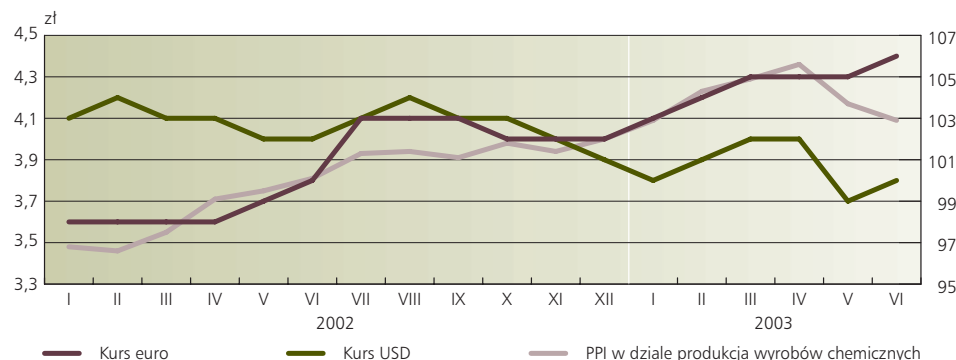
Źródło: dane GUS i Reuters.

⁴ Średniomiesięczna cena benzyny na giełdzie w Amsterdamie w poszczególnych miesiącach II kwartału br. kształtowała się następująco: w kwietniu 284,5 USD/t (miesięczny spadek o 9,8%), w maju 272,8 USD/t (spadek o 4,1%), a w czerwcu 282,1 USD/t (wzrost o 3,4%).

⁵ Próba od stycznia 2002 r. do czerwca 2003 r.

Wykres 10

Wskaźniki wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu w dziale produkcja wyrobów chemicznych (analogiczny miesiąc poprzedniego roku =100) oraz średniomiesięczny kurs euro i dolara



Źródło: dane GUS i NBP.

W czerwcu br. wzrosły natomiast w stosunku do czerwca ub.r. ceny w działach produkcja metali – o 8,9%⁶, produkcja masy włóknistej, papieru oraz wyrobów z papieru – o 4,8%, produkcja wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych – o 3,4%. W rezultacie roczne indeksy cen w tych działach były w czerwcu br. wyższe niż w całym przemyśle przetwórczym (1,9%).

Struktura działowa zmian cen producentów potwierdza rosnący w ostatnim okresie wpływ zmian cen surowców i kursów walut na wskaźnik PPI.

W czerwcu br., po spadkach w kwietniu i maju, zanotowano miesięczny wzrost cen w *górnictwie i kopalnictwie* (o 0,9% w stosunku do maja). Jednak roczny indeks tych cen w czerwcu br. wyniósł 99,2%. Miesięczne spadki cen w *górnictwie i kopalnictwie* w II kwartale roku mają charakter sezonowy i wiążą się ze zmniejszonym popytem na węgiel w okresie letnim. W br. spadek cen dodatkowo pogłębiła trudna sytuacja ekonomiczna w *górnictwie*.

Stosunkowo niskie miesięczne wzrosty cen notowano w II kwartale br. w *wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz i wodę* (wzrost w II kwartale br. w stosunku do poprzedniego kwartału 0,5%). Wysoki roczny wskaźnik cen w tej sekcji, utrzymujący się od kilku miesięcy na podobnym poziomie (około 5–6%), jest rezultatem szybkiego wzrostu w okresie kwiecień – sierpień ub.r. Zatwierdzenie przez Urząd Regulacji Energetyki nowych stawek cen za energię dostarczaną przez zakłady energetyczne oznacza, że od lipca można oczekiwać podwyżek cen dla odbiorców indywidualnych, a więc roczny wskaźnik cen w tej sekcji utrzyma się na wysokim poziomie.

W II kwartale br. nie nastąpiło odwrócenie tendencji deflacyjnych w *produkcji budowlano-montażowej* obserwowanych od początku 2003 r. W czerwcu br. ceny te były niższe o 1,1% niż przed rokiem. Ich spadek jest związany ze słabą dynamiką produkcji w budownictwie.

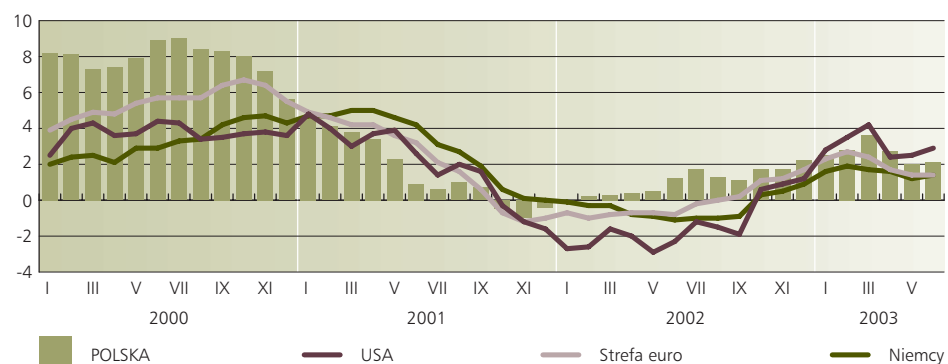
Podobne jak w Polsce tendencje kształtowania się wskaźników PPI występują w krajach strefy euro. W kolejnych miesiącach II kwartału br. obserwowano tam spadek ich dynamiki – do 1,7% w kwietniu i 1,4% w maju i czerwcu (por. wykres 11). Natomiast w USA indeks PPI w maju i czerwcu br. wzrósł w stosunku do analogicznego okresu ub.r., osiągając w czerwcu poziom 2,9%. Było to spowodowane zmianami cen ropy naftowej na rynkach światowych, na które ceny producentów w Stanach Zjednoczonych reagują bardzo szybko.

Odmierna sytuacja panuje w Czechach, gdzie w czerwcu br. zanotowano spadek cen producenta. Natomiast na Węgrzech, po deflacji (-0,5%) w maju br., w czerwcu nastąpił znaczny wzrost cen producenta – do 2,3%, związany ze zmianami kursu walutowego (por. wykres 12).

⁶ Na wzrost cen w II kwartale br. w dziale produkcja metali miał wpływ wzrost cen miedzi na rynkach światowych.

Wykres 11

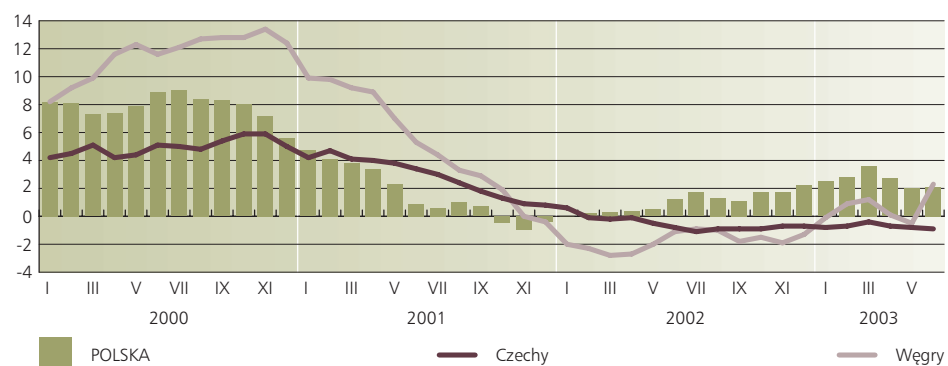
PPI w Niemczech, w strefie euro, w USA i w Polsce
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: Bloomberg.

Wykres 12

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



Źródło: Bloomberg.

2

Czynniki zewnętrzne

2.1. Handel zagraniczny, bilans płatniczy

W II kwartale 2003 r. deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego wyniósł 990 mln EUR i był o 790 mln EUR niższy w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. (wykres 13). Decydujący wpływ na jego poprawę miało dalsze obniżanie się deficytu płatności towarowych oraz, podobnie jak w I kwartale br., wzrost dodatniego salda obrotów niesklasyfikowanych. Natomiast w kierunku powiększania się ujemnego salda obrotów bieżących oddziaływał rosnący deficyt dochodów. Salda usług i transferów utrzymały się na podobnym poziomie jak w II kwartale 2002 r.

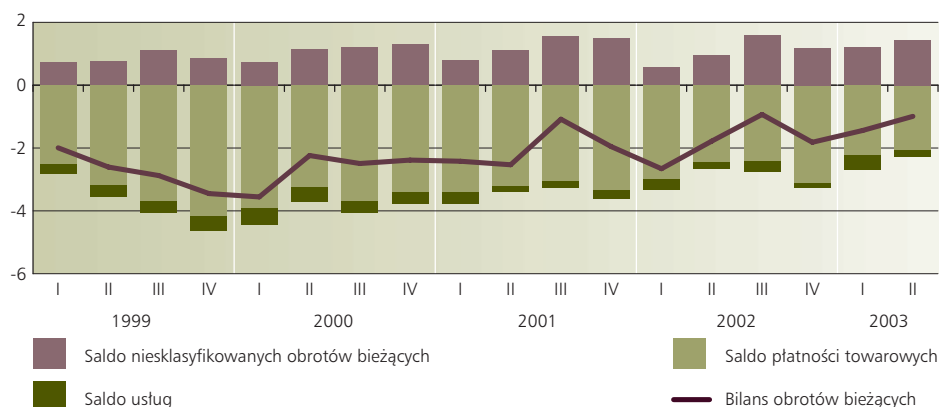
W efekcie tych korzystnych zmian relacja deficytu obrotów bieżących do PKB obniżyła się w II kwartale br. do 2,7% (wobec 3,1% w I kwartale br. i 3,6% w II kwartale 2002 r.).

Zmniejszenie się w II kwartale br. ujemnego salda płatności towarowych do 2 mld euro (o 400 mln euro w porównaniu z II kwartałem 2002 r.) wynikało, podobnie jak w I kwartale br., z wyższej dynamiki eksportu niż importu (wykresy 14 i 15). W okresie kwiecień–czerwiec br. wartość wpływów z eksportu w euro wzrosła o 4,0% w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, a wartość wypłat za import spadła o 0,5%. W porównaniu z poprzednim kwartałem zarówno wzrost wartości eksportu, jak i spadek wartości importu następowały w wolniejszym tempie⁷.

Od początku br. wartość wpływów z eksportu zwiększyła się o 5,1%, a wypłat za import obniżyła się o 1,5% w stosunku do analogicznego okresu ub.r. (w euro, według statystyki płatniczej). W porównaniu z I połową 2002 r. nastąpiło więc znaczne przyspieszenie dynamiki obrotów handlowych (w okre-

Wykres 13

Bilans obrotów bieżących w latach 1999–2003 (dane kwartalne, w mld EUR)

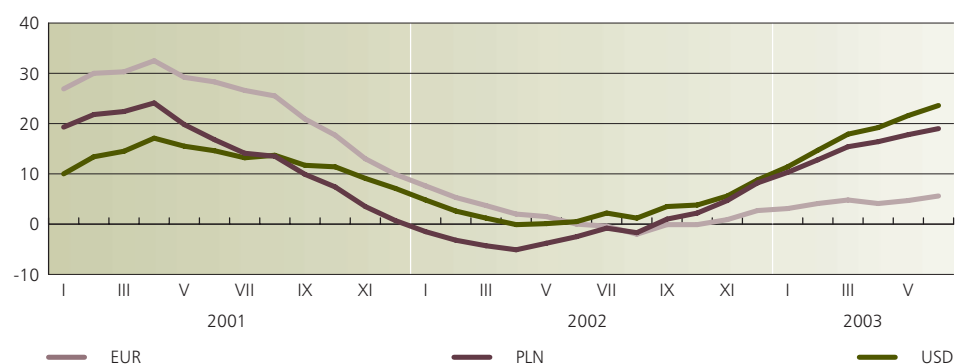


Źródło: dane NBP.

⁷ Na dynamikę obrotów handlowych nadal silnie oddziaływały zmiany kursowe. W II kwartale br. dolar amerykański zdeprecjonował się do euro o 23,8% (w I kwartale br. o 22,4%), co znacząco obniżało wartość obrotów wyrażonych w euro (wg kursów Europejskiego Banku Centralnego). Dolarowa wartość wpływów z eksportu wzrosła w II kwartale br. o 28,6%, a wypłat za import o 23,0%. Według danych w USD ujemne saldo płatności towarowych w okresie kwiecień–czerwiec wzrosło o 70 mln USD w porównaniu z II kwartałem 2002 r.

Wykres 14

Dynamika eksportu wg statystyki płatniczej* (w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)

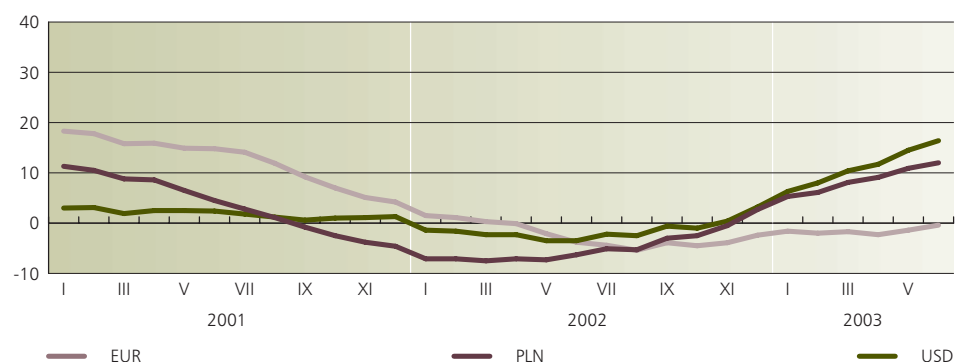


* 12-miesięczna średnia krocząca

Źródło: dane NBP.

Wykres 15

Dynamika importu wg statystyki płatniczej* (w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



* 12-miesięczna średnia krocząca

Źródło: dane NBP.

sie styczeń–czerwiec ub.r. wartość eksportu obniżyła się o 0,8%, a importu o 5,5%). Ujemne saldo płatności towarowych zmniejszyło się w I półroczu br. o 1,2 mld EUR w porównaniu z I półroczem ub.r.

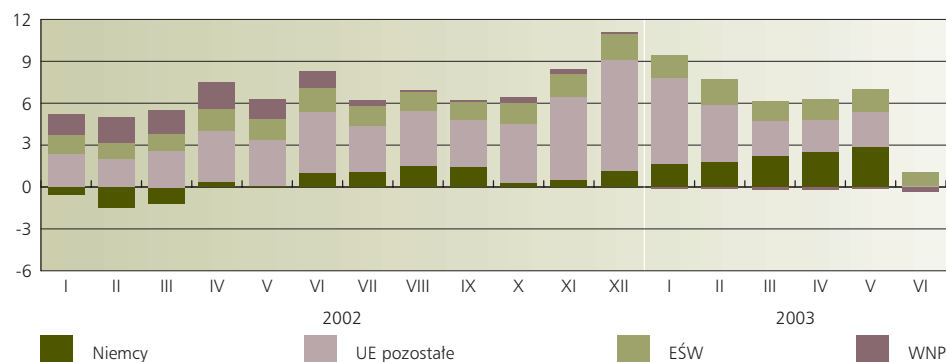
Według danych statystyki rzeczowej w okresie styczeń–czerwiec 2003 r. eksport wzrósł o 3,3%, a import obniżył się o 2,0%. W konsekwencji nastąpiło ponowne zmniejszenie się deficytu obrotów handlowych o 1,3 mld euro w porównaniu z odpowiednim okresem poprzedniego roku. Wzrost wartości eksportu w euro był jednak słabszy niż w analogicznym okresie ub.r. (6,8%). Wynikało to przede wszystkim ze znaczącego obniżenia się cen transakcyjnych w euro⁸. Po wyeliminowaniu wpływu zmian cen transakcyjnych wzrost eksportu był znacznie silniejszy niż w ubiegłym roku. W pierwszych pięciu miesiącach br. wolumen eksportu zwiększył się o 12,4% wobec 2,8% w analogicznym okresie ub.r. Wzrósł również wolumen importu (o 3,7%), jednak jego dynamika była wolniejsza niż przed rokiem (6,5%).

Pozytywny wpływ na wzrost polskiego eksportu w ciągu pierwszych sześciu miesięcy br. miało zwiększenie sprzedaży do Niemiec (wykres 16). W okresie styczeń–czerwiec 2003 r. wartość eksportu do naszego największego partnera handlowego wzrosła o 3,3%. Nastąpiła więc zasadnicza zmiana w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, kiedy sprzedaż do Niemiec zmniejszyła się o 0,3%, przyczyniając się wówczas do osłabienia dynamiki całego polskiego eksportu.

⁸ W okresie styczeń–maj 2003 r. ceny transakcyjne w euro w eksporcie obniżyły się o 7,7% (w analogicznym okresie ub.r. wzrosły o 3,5%), a w imporcie o 4,3% (wobec spadku w analogicznym okresie ub.r. o 2,3%).

Wykres 16

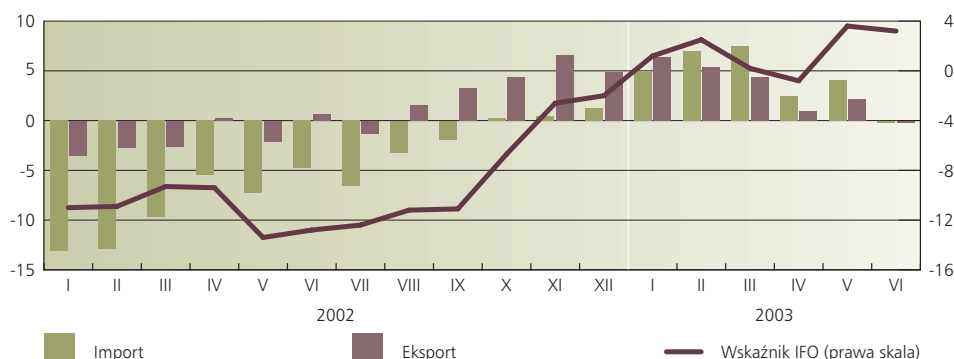
Udział najważniejszych partnerów w kształtowaniu dynamiki polskiego eksportu*
(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



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

Wykres 17

Zmiany w niemieckim handlu zagranicznym* oraz zmiany wskaźnika IFO**
(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



* trzymiesięczna średnia ruchoma, w cenach bieżących w EUR; ** opóźnienie o 8 miesięcy
Źródło: dane Statistisches Bundesamt i IFO.

Wyraźna zmiana tendencji w polskim eksporcie do Niemiec nastąpiła mimo braku poprawy koniunktury w niemieckiej gospodarce. W II kwartale br. nastąpił spadek PKB Niemiec w ujęciu rocznym o 0,2%. Większość prognoz instytucji finansowych i ośrodków badawczych zgodnie wskazuje, że dynamika PKB w całym 2003 r. będzie w Niemczech zbliżona do zera⁹, a przyspieszenia w gospodarce niemieckiej można oczekiwać dopiero w 2004 r.

Relatywnie wysoki wzrost niemieckiego importu (por. wykres 17) – mimo słabego popytu wewnętrznego – wynikał ze zmian struktury popytu importowego, w którym zwiększył się udział tańszych produktów z Chin oraz krajów Europy Środkowej i Wschodniej, w tym z Polski¹⁰. Zmiany niemieckiego popytu importowego przejawiały się również w szybszym wzroście przywozu półproduktów i wyrobów nieprzetworzonych w porównaniu z wyrobami gotowymi (wykres 18)¹¹.

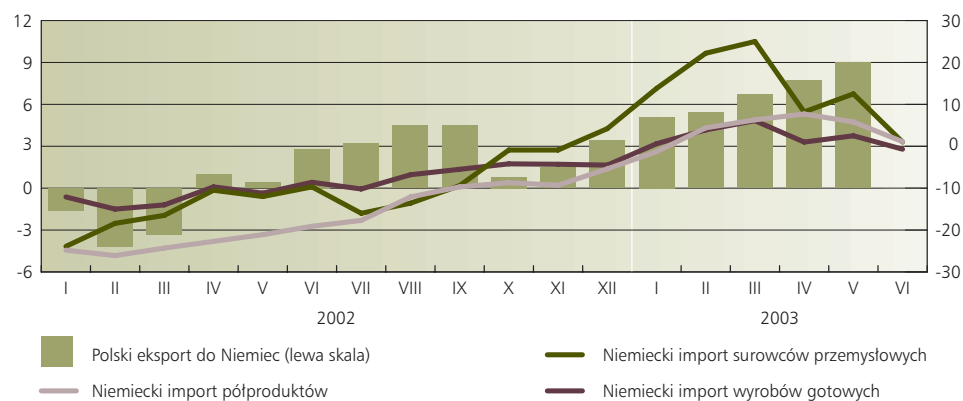
⁹ Prognozy z lipca 2003 r. Według instytutu DIW oraz J.P. Morgana PKB obniży się w bieżącym roku o 0,1%. Natomiast większość ankietowanych przez „The Economist” opowiedziało się za zerową dynamiką PKB w Niemczech w 2003 r.

¹⁰ W okresie styczeń–maj 2003 r. wartość niemieckiego importu z Chin wzrosła o 20,5% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., a z krajów Europy Środkowej i Wschodniej o 8,9%. Zdecydowanie wolniej rósł natomiast w tym okresie import z krajów rozwiniętych: z krajów strefy euro zwiększył się o 3,8%, a z USA zaledwie o 0,4%.

¹¹ Import wyrobów gotowych w okresie styczeń–czerwiec br. zwiększył się o 2,6%, półproduktów o 3,6%, a produktów nieprzetworzonych o 12,7%. W rezultacie w niemieckim imporcie przemysłowym udział tych dwóch ostatnich grup zwiększył się do 17%.

Wykres 18

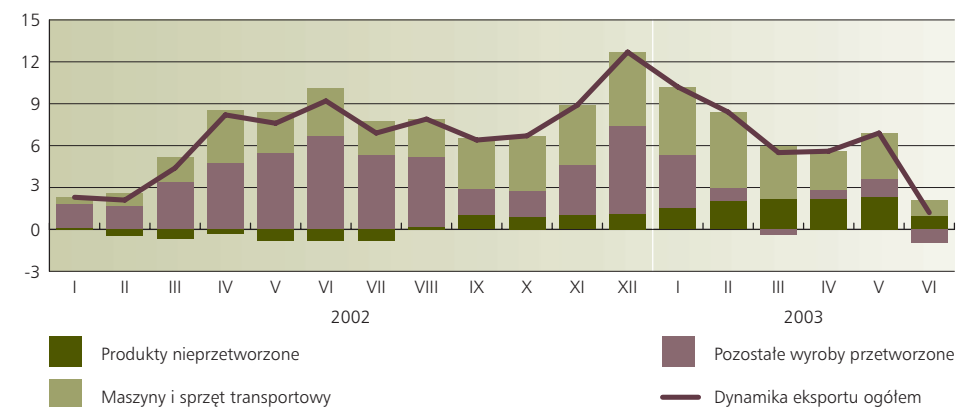
Polski eksport do Niemiec a dynamika głównych grup produktów w niemieckim imporcie przemysłowym* (w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



* trzymiesięczna średnia ruchoma, w cenach bieżących w EUR
Źródło: dane CIHZ i Statistisches Bundesamt.

Wykres 19

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



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

Dynamika eksportu do pozostałych głównych partnerów handlowych Polski obniżyła się w okresie styczeń–czerwiec 2003 r. w porównaniu z odpowiednim okresem ub.r. (tabela 5). Osłabienie to było zróżnicowane, co wynikało głównie ze zmian popytu w poszczególnych krajach oraz ze zmian kursowych. Sprzedaż do krajów Unii Europejskiej, prócz Niemiec, wzrosła w okresie styczeń–maj br. zaledwie o 3% wobec 10% przed rokiem.

Wyższy wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowej i Wschodniej niż w Unii Europejskiej wpłynął na relatywnie korzystne wyniki w eksporcie do tej grupy krajów. W analizowanym okresie sprzedaż do tych krajów zwiększyła się o 10% w porównaniu z poprzednim rokiem. Duży wpływ na tak znaczący wzrost eksportu miało przede wszystkim zwiększenie sprzedaży na Litwę i Słowację, a więc do krajów, które charakteryzowały się jednymi z najwyższych dynamik PKB w regionie (w I kwartale 2003 r. PKB na Litwie wzrósł o 9,4%, a na Słowacji o 4,1%).

Wyraźny spadek wartości eksportu do Rosji i pozostałych krajów WNP nastąpił mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego w tym regionie (w I kwartale br. PKB w Rosji wzrósł o 6,8%). Wpłynęła na to głównie deprecjacja dolara amerykańskiego – waluty dominującej w rozliczeniach

Tabela 5

Zmiany w eksporcie wg głównych grup krajów (w EUR)

	Struktura (w %)			Dynamika (w % do poprzedniego roku)			Wpływ na dynamikę ogółem (w pkt. proc.)		
	2002	2002	2003	2002	2002	2003	2002	2002	2003
	I-VI	I-XII	I-VI	I-VI	I-XII	I-VI	I-VI	I-XII	I-VI
Ogółem	100,0	100,0	100,0	6,8	8,2	3,3			
Kraje rozwinięte	75,8	75,1	75,6	5,6	8,3	2,9	4,3	6,2	2,2
UE	69,7	68,8	69,8	4,8	7,5	3,4	3,4	5,2	2,4
Niemcy	32,8	32,3	32,8	-0,3	1,8	3,3	-0,1	0,6	1,1
Francja	6,0	6,0	6,3	20,4	20,6	9,2	1,1	1,1	0,6
Wielka Brytania	5,3	5,2	4,8	11,9	12,4	-7,1	0,6	0,6	-0,4
Włochy	5,6	5,5	5,6	-1,3	10,4	2,1	-0,1	0,6	0,1
Kraje Europy Środkowej i Wschodniej	12,3	12,8	13,0	12,5	12,5	9,8	1,5	1,5	1,2
Kraje WNP	7,0	7,2	6,6	24,1	11,2	-3,4	1,5	0,8	-0,2
Rosja	3,4	3,3	2,9	38,3	19,7	-11,7	1,0	0,6	-0,4
Kraje rozwijające się	4,7	4,8	4,7	-7,6	-5,2	2,8	-0,4	-0,3	0,1

Źródło: dane CIHZ (stan na 11 sierpnia 2003).

między Polską a krajami tego regionu. W konsekwencji sprzedaż do Rosji wyrażona w euro w ciągu pierwszych sześciu miesięcy br. zmniejszyła się o blisko 12% w stosunku do analogicznego okresu ub.r. (podczas gdy w okresie styczeń–czerwiec 2002 r. wzrosła o prawie 40%).

Tabela 6

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

	Struktura (w %)			Dynamika (w % do poprzedniego roku)			Wpływ na dynamikę ogółem (w pkt. proc.)		
	2002	2002	2003	2002	2002	2003	2002	2002	2003
	I-VI	I-XII	I-VI	I-VI	I-XII	I-VI	I-VI	I-XII	I-VI
Ogółem	100,0	100,0	100,0	6,8	8,2	3,3			
Produkty nieprzetworzone	14,1	15,0	15,1	-4,8	1,0	10,7	-0,8	0,2	1,5
Artykuły rolno-spożywcze	6,7	7,5	7,5	0,2	4,2	15,2	0,0	0,3	1,0
Surowce	2,4	2,5	2,8	-1,1	4,4	19,6	0,0	0,1	0,5
Paliwa mineralne	5,0	5,0	4,8	-12,4	-5,1	0,1	-0,8	-0,3	0,0
Wyroby przetworzone	85,9	85,0	84,9	9,0	9,6	2,1	7,6	8,1	1,8
Produkty chemiczne	6,1	6,3	6,5	0,1	8,8	10,9	0,0	0,6	0,7
Maszyny i sprzęt									
transportowy	38,2	37,6	36,3	13,9	12,5	-1,9	5,0	4,5	-0,7
Pozostałe wyroby									
przemysłowe	41,6	41,1	42,1	6,2	7,2	4,4	2,6	3,0	1,8

Źródło: dane CIHZ.

Zmiany struktury popytu importowego najważniejszych partnerów handlowych Polski, w tym przede wszystkim Niemiec, wpłynęły na zmiany struktury towarowej polskiego eksportu w kierunku zwiększenia udziału wyrobów o niższym stopniu przetworzenia (tabela 6). W rezultacie o ile w ub.r. (przede wszystkim w II i III kwartale) decydujący wpływ na zwiększenie polskiego eksportu miał wzrost w grupie maszyn i sprzętu transportowego (wykres 19), to w I połowie 2003 r. główną rolę w dynamizowaniu eksportu przejęły tzw. pozostałe wyroby przetworzone (zwłaszcza meble, żelazo i stal, wyroby z drewna) oraz produkty nieprzetworzone (głównie artykuły rolne i paliwa z wyjątkiem węgla).

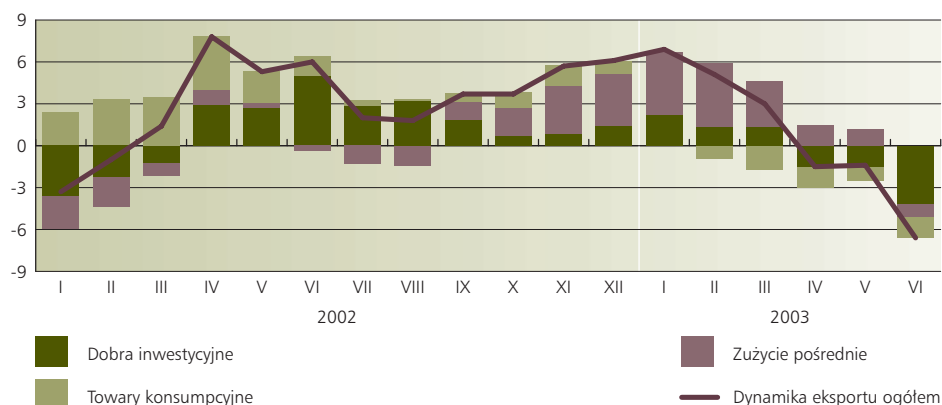
Do najważniejszych przyczyn spadku wartości eksportu w grupie maszyn i sprzętu transportowego w okresie styczeń–czerwiec 2003 r. w stosunku do analogicznego okresu ub.r. należy zaliczyć zmniejszenie eksportu statków¹² oraz wzrost udziału w eksporcie części i podzespołów w miejscach wyrobów gotowych. Zjawisko to najwyraźniej wystąpiło w przypadku sprzedaży samochodów osobowych (spadek sprzedaży gotowych pojazdów o 9%, przy jednoczesnym wzroście eksportu części o blisko 30%), odbiorników telewizyjnych (sprzedaż gotowych odbiorników spadła o 27%, a eksport części zwiększył się o ponad 70%) oraz silników (sprzedaż gotowych silników zmniejszyła się o 12%, a ich części wzrosła o prawie 20%). Powyższe zmiany spowodowały obniżenie cen jednostkowych towarów klasyfikowanych w grupie maszyn i sprzętu transportowego¹³.

Na obniżenie wartości polskiego importu w okresie styczeń–czerwiec 2003 r. istotny wpływ miała niska dynamika popytu krajowego. Znalazło to odzwierciedlenie przede wszystkim w spadku wartości importu konsumpcyjnego i inwestycyjnego (wykres 20). Spośród towarów konsumpcyjnych najbardziej zmniejszył się import artykułów spożywczych oraz dóbr trwałego użytku (tabela 7).

Spadek wartości importu dóbr inwestycyjnych nie wynikał, jak w przypadku towarów konsumpcyjnych, z obniżenia się wolumenu przywozu (wolumen dóbr inwestycyjnych według danych GUS zwiększył się w I kwartale br. o 6,2% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.), lecz z obniżenia się cen jednostkowych¹⁴. Przyczyniła się do tego m.in. zmiana w kierunkach importu do Pol-

Wykres 20

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



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

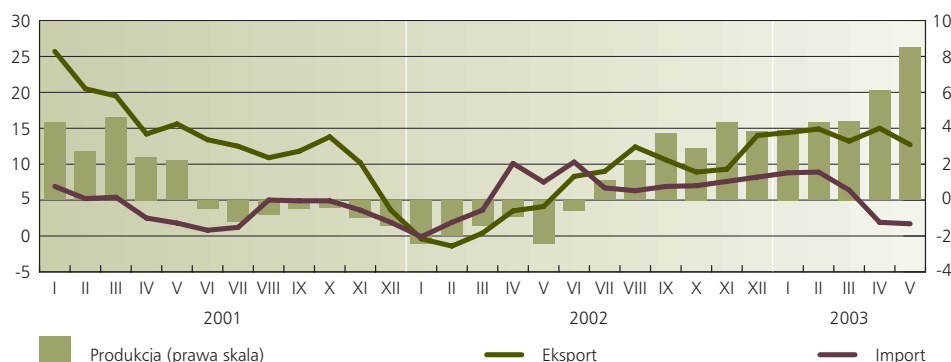
¹² W okresie styczeń–czerwiec 2003 eksport statków zmniejszył się o 17%, co wpłynęło na obniżenie dynamiki całego polskiego eksportu w tym okresie o 1,0 pkt proc.

¹³ W I kwartale 2003 r. ceny jednostkowe w grupie maszyny i środki transportu obniżyły się o 11,3% w porównaniu z I kwartałem ub.r., a więc zdecydowanie silniej niż w całym polskim eksporcie (6,8%). Por. Handel zagraniczny styczeń–marzec 2003, GUS, Warszawa 2003.

¹⁴ Ceny jednostkowe w euro w imporcie dóbr inwestycyjnych (prócz przemysłowych środków transportu) obniżyły się w I kwartale 2003 r. o 8,8% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.

Wykres 21

Dynamika polskiego handlu zagranicznego a dynamika produkcji sprzedanej przemysłu*
(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



* trzymiesięczna średnia ruchoma, w cenach stałych
Źródło: dane GUS.

Tabela 7

Zmiany w strukturze rozdysponowania importu wg kierunków przeznaczenia (w EUR)

	Struktura			Dynamika			Wpływ na dynamikę ogółem		
	(w %)			(w % do poprzedniego roku)			(w pkt. proc.)		
	2002	2002	2003	2002	2002	2003	2002	2002	2003
	I-VI	I-XII	I-VI	I-VI	I-XII	I-VI	I-VI	I-XII	I-VI
Ogółem	100,0	100,0	100,0	3,8	4,4	-2,0			
Dobra inwestycyjne	19,2	19,2	18,0	11,1	9,8	-8,3	2,0	1,8	-1,6
Dobra inwestycyjne z wyjątkiem									
środków transportu	14,1	14,1	13,2	0,1	-1,9	-8,0	0,0	-0,3	-1,1
Środki transportu przemysłowe	5,1	5,1	4,7	59,1	66,5	-9,0	2,0	2,1	-0,5
Zużycie pośrednie	58,5	59,3	60,8	-1,0	1,6	1,9	-0,6	1,0	1,1
Zużycie pośrednie bez paliw	51,5	50,3	53,3	1,1	3,0	1,3	0,6	1,5	0,7
Paliwa i smary	8,8	9,0	9,6	-12,1	-5,7	7,3	-1,2	-0,6	0,6
Towary konsumpcyjne	22,2	21,5	21,1	11,8	7,8	-7,0	2,4	1,6	-1,6
Żywność i napoje	3,9	3,6	3,4	4,2	-1,0	-12,7	0,2	0,0	-0,5
Samochody osobowe	4,9	4,6	5,2	21,1	20,6	3,6	0,9	0,8	0,2
Towary trwałego użytku	2,6	2,7	2,3	6,8	0,0	-12,7	0,2	0,0	-0,3
Towary półtrwałego użytku	4,1	4,0	3,8	17,7	12,8	-8,7	0,6	0,5	-0,4
Towary nietrwałego użytku	6,6	6,5	6,1	8,8	5,6	-9,2	0,6	0,4	-0,6

Źródło: dane CIHZ.

ski w tej grupie. Produkty importowane z krajów rozwiniętych zastępowane są przede wszystkim przez import z krajów rozwijających się¹⁵. Głównym dostawcą dóbr inwestycyjnych do Polski spośród krajów rozwijających się są Chiny. W ciągu pierwszych sześciu miesięcy br. import tych towa-

¹⁵ Wartość importu dóbr inwestycyjnych z krajów rozwiniętych zmniejszyła się w okresie styczeń-czerwiec 2003 r. o 7,1%, a z krajów rozwijających się wzrosła o 4,5%. Kraje rozwinięte nadal mają dominujący udział w zaopatrzeniu Polski w dobra o charakterze inwestycyjnym (78% w okresie styczeń-czerwiec 2003 r.). Jednak w ostatnich latach bardzo szybko rośnie udział krajów rozwijających się (wzrost z 12% w 2001 r. do 17% w 2003 r.).

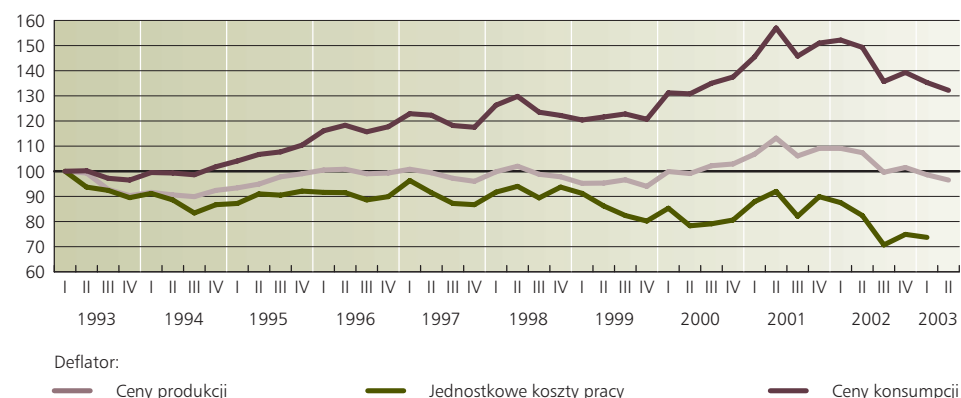
rów z Chin zwiększył się o 20% w porównaniu z poprzednim rokiem. Jednocześnie Chiny stały się trzecim, jeśli chodzi o dobra inwestycyjne, i piątym w ogóle dostawcą na polski rynek¹⁶.

Jedyną główną grupą towarową, w której w okresie styczeń–czerwiec br. nastąpił wzrost wartości przywozu były towary zaopatrzeniowe. Nastąpiło to przede wszystkim wskutek wzrostu cen paliw w tym okresie¹⁷. W pozostałych pozycjach importu zaopatrzeniowego wzrost wartości przywozu był stosunkowo niewielki, zwłaszcza w porównaniu z dynamiką produkcji sprzedanej przemysłu i eksportu (wykres 21). Prawdopodobnie było to związane z jednej strony z zastępowaniem komponentów zagranicznych krajowymi, a z drugiej – z opisywanymi wcześniej zmianami w strukturze eksportu (przesunięcia w strukturze eksportu z produktów finalnych w kierunku części). Prowadziło to do prawdopodobnie czasowego obniżenia się importochłonności polskiego eksportu.

Główną przyczyną zmniejszania się deficytu w obrotach handlowych Polski w II kwartale br. (zarówno rejestrowanych, jak i nierejestrowanych) jest utrzymująca się deprecjacja złotego, głównie wobec euro¹⁸. W połączeniu z niskim poziomem krajowej inflacji wpłynęła ona na poprawę warunków konkurencji polskiego handlu zagranicznego. Kurs realny złotego (zdeflowany zarówno PPI,

Wykres 22

Realny efektywny kurs złotego w latach 1993–2002 (dane kwartalne, I kwartał 1993 = 100)



Źródło: dane NBP.

Tabela 8

Efektywne kursy złotego w latach 2001–2003

(zmiany w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)

Indeks kursu złotego	2001				2002				2003	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
	kwartał									
Nominalny	6,3	15,9	5,8	8,1	2,7	-5,3	-6,4	-6,6	-9,4	-10,2
Realny deflowany PPI	6,9	14,2	3,8	6,1	2,1	-5,1	-6,1	-6,9	-9,7	-10,1
Realny deflowany CPI	10,9	20,0	8,0	9,8	4,6	-4,9	-6,9	-7,7	-11,1	-11,5

„-” – oznacza deprecjację kursu złotego

Źródło: dane NBP i GUS.

¹⁶ Uwagę zwraca systematyczny wzrost udziału w imporcie z Chin towarów o charakterze inwestycyjnym (w okresie styczeń–czerwiec 2003 r. stanowiły one już 35% importu z tego kraju). Najważniejszą pozycją w imporcie z Chin są obecnie komputery i sprzęt komputerowy. Import z Chin tych produktów zwiększył się w ciągu pierwszych sześciu miesięcy br. o 34% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., podczas gdy z pozostałych krajów obniżył się łącznie o 22%.

¹⁷ Gdyby wyeliminować wpływ zmian cen ropy naftowej na dynamikę importu ogółem, jego wartość obniżyłaby się o 2,3% w porównaniu z poprzednim rokiem.

¹⁸ Porównaj punkt 4.3.2. *Kurs walutowy*.

Tabela 9

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Indeks kursu złotego	2002				2003	
	I	II	III	IV	I	II
	kwartał					
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-4,0	-3,6	-3,6	-3,6	-3,1	-2,7
Saldo płatności towarowych/PKB (w %)	-6,1	-5,8	-5,5	-5,5	-5,2	-5,2
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących (w %)	42,9	51,7	69,2	71,5	57,8	57,3
(Deficyt obrotów bieżących + inwestycje bezpośrednie)/PKB (w %)	-3,1	-1,7	-0,6	-1,0	-1,4	-0,9
Obsługa zadłużenia zagranicznego/wpływy z eksportu towarów (w %)	42,3	42,3	40,5	62,8	49,8	–
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach wypłat za import towarów	8,6	7,7	7,9	6,8	8,1	7,6

Źródło: dane i szacunki NBP.

jak i CPI) zdeprecjonował się w II kwartale br. o ponad 10% w stosunku do analogicznego okresu ub.r. i zmiana ta była silniejsza niż w ubiegłym kwartale (wykres 22, tabela 8).

W II kwartale 2003 r. deficyt obrotów bieżących został w 57,3% sfinansowany napływem długoterminowego kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich. Utrzymanie się tego wskaźnika na poziomie z poprzedniego kwartału, mimo zmniejszenia deficytu obrotów bieżących, wynikało ze spadku napływu inwestycji bezpośrednich do 0,6 mld EUR z 0,9 mld EUR w I kwartale br. W strukturze napływających inwestycji bezpośrednich nadal dominował kapitał wnoszony do przedsiębiorstw w postaci udziałów. Spłaty kredytów otrzymanych od bezpośrednich inwestorów zagranicznych przewyższały w II kwartale br. napływ nowych kredytów. W analizowanym okresie nastąpił odpływ netto kapitału w formie inwestycji portfelowych (efekt odpływu zarówno kapitału zagranicznego, jak i polskiego, wycofanych z dłużnych papierów wartościowych).

Ocena nierównowagi zewnętrznej w II kwartale br. została przeprowadzona na podstawie wybranych wskaźników ostrzegawczych (tabela 9). Wszystkie wskaźniki kształtują się na bezpiecznym poziomie, zbliżonym do notowanego w poprzednim kwartale.

2.2. Ceny zewnętrzne

W II kwartale 2003 r. brak jednoznacznych oznak ożywienia w gospodarce światowej, w tym przede wszystkim w gospodarce amerykańskiej, sprawił, że w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. nastąpiło osłabienie dynamiki cen wszystkich głównych grup surowców nieenergetycznych, a w porównaniu z poprzednim kwartałem – ich spadek. Analogicznym co do kierunku, choć zdecydowanie silniejszym zmianom podlegały też w analizowanym okresie ceny ropy naftowej (tabela 10).

Średnia cena baryłki ropy Brent w II kwartale br. wyniosła 26 USD i była o 5,5 USD niższa niż w poprzednim kwartale. Ceny ropy charakteryzowały się w tym okresie dużą zmiennością (wykres 23). W kwietniu na ich spadkową tendencję (minimum 22,9 USD/b), oprócz zakończenia wojny w Iraku¹⁹, wpłynęło oczekiwanie, że kraj ten szybko wznowi eksport. Przedłużający się brak dostaw

¹⁹ Zakończenie wojny z Irakiem przyczyniło się do znacznego obniżenia wpływu ryzyka politycznego na ceny ropy, jednak nie wyeliminowało go całkowicie. Pomijając kwestię unormowania się sytuacji w Iraku, okresowy wpływ na wzrost cen miały także wydarzenia polityczne w Nigerii i Iranie oraz zamach terrorystyczny w Arabii Saudyjskiej.

Tabela 10

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

	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	2002		2003		2002		2003	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Surowce nieenergetyczne	8,4	17,4	13,4	10,2	6,1	2,7	2,4	-1,2
w tym:								
żywność	12,3	19,0	14,8	12,3	11,4	2,6	-0,3	-1,5
surowce przemysłowe	3,0	15,0	11,3	7,3	-1,2	2,8	6,6	-0,8
w tym:								
surowce pochodzenia rolnego	6,8	26,1	18,3	11,1	1,3	2,8	7,4	-0,6
metale	-0,6	6,6	5,7	3,9	-3,7	3,0	5,8	-1,0
Ropa naftowa (Brent)	6,4	38,7	48,5	4,0	7,5	-0,4	17,0	-17,0

Źródło: dane „The Economist” i Reuters.

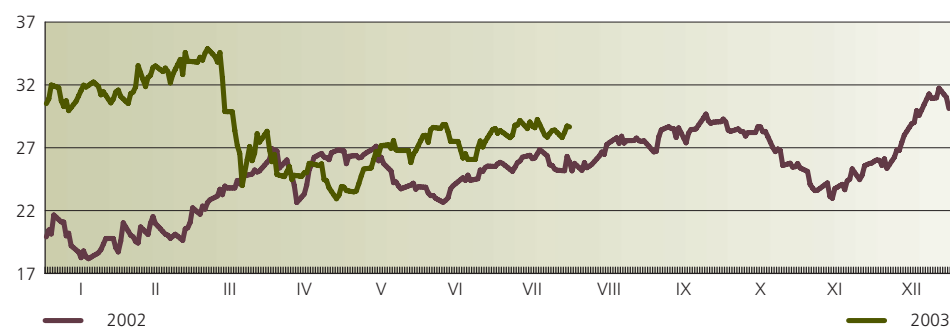
irackiej ropy na rynki światowe utrudniał odbudowę zapasów tego surowca w krajach rozwiniętych. W efekcie w maju i czerwcu (maksimum 28,9 USD/b) nastąpił ponowny wzrost jej cen.

Główną rolę w kształtowaniu się cen ropy w II kwartale br. odgrywały czynniki podażowe związane z zakończoną wojną w Zatoce Perskiej. Dzięki przejściu już w początkowej fazie wojny kontroli nad znaczną częścią złóż irackich, wojska amerykańskie i brytyjskie uchroniły infrastrukturę naftową tego kraju od większych zniszczeń. W związku z tym spodziewano się, że w ciągu miesiąca po zakończeniu działań wojennych Irak wznowi eksport, a do końca br. osiągnie on poziom sprzed wybuchu wojny (około 2,5 mln b/d). Jednak w czerwcu br. wydobywanie w Iraku utrzymywało się nadal, według różnych szacunków, na poziomie poniżej 0,5 mln b/d, a więc było znacznie mniejsze niż wynoszą obecnie potrzeby zrujnowanej gospodarki tego kraju²⁰.

Sytuacja w Iraku w dużym stopniu określała politykę podażową OPEC. Początkowo kartel (głównie siłami Arabii Saudyjskiej) zwiększył produkcję w celu złagodzenia skutków wojny dla światowych rynków ropy. Jednocześnie w Wenezueli następowało dalsze odzyskiwanie mocy wytwórczych, znacznie zmniejszonych w wyniku strajku. W efekcie dziesięć krajów członkowskich OPEC

Wykres 23

Ceny ropy naftowej Brent w latach 2002–2003 (notowania dzienne w USD/b)

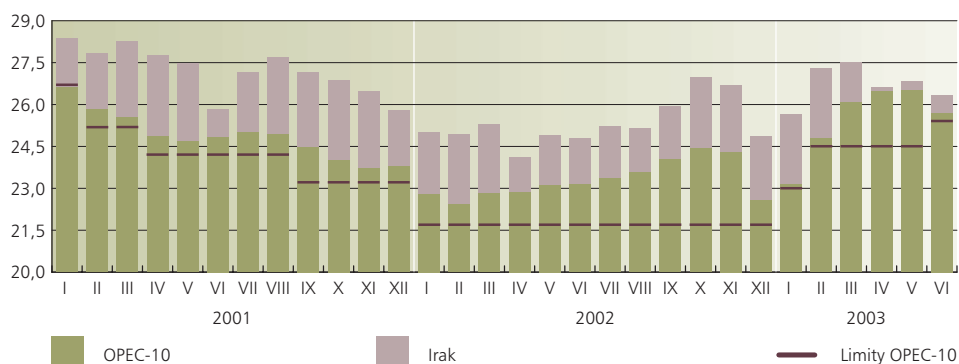


Źródło: dane Reuters.

²⁰ W czerwcu 2003 r. wydobywanie ropy w krajach OPEC spadło o ponad 800 tys. b/d w porównaniu z majem br.

Wykres 24

Produkcja ropy naftowej w krajach OPEC w latach 2001–2003 (w mln b/d)



Źródło: dane Bloomberg.

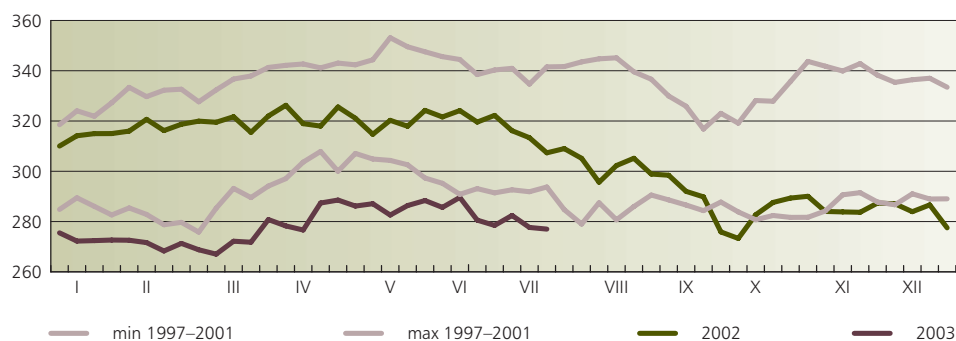
wyprodukowało w II kwartale br. 26,2 mln b/d, tj. o 1,5 mln b/d więcej niż w I kwartale br. Nie zrekompensowało to jednak w pełni braku dostaw z Iraku, które w tym czasie spadły o 1,8 mln b/d (wykres 24).

Po zakończeniu wojny OPEC obawiał się, że szybkie wznowienie produkcji w Iraku spowoduje dalszy spadek cen. Dlatego też postanowił zmniejszyć od czerwca br. faktyczny poziom wydobycia²¹. Kolejnym krokiem miało być obniżenie oficjalnych limitów produkcji. Jednak ze względu na opóźnianie się wznowienia dostaw z Iraku oraz niski poziom zapasów w krajach uprzemysłowionych kartel zdecydował na spotkaniu 11 czerwca br. utrzymać obowiązujące kwoty.

Brak irackiej ropy pozostaje główną przeszkodą w odbudowie zapasów tego surowca w krajach rozwiniętych. Strajk sektora paliwowego w Wenezueli i ostra zima sprawiły, że poziom zapasów w Stanach Zjednoczonych był na koniec II kwartału br. najniższy od 25 lat (a więc od czasu kiedy Amerykański Instytut Petrochemiczny monitoruje ich wielkość w USA). Choć zwykle w II kwartale następuje sezonowy wzrost zapasów, tym razem nastąpiło nawet ich obniżenie w stosunku do końca marca br. (wykres 25). W pozostałych krajach OECD sytuacja przedstawiała się pod tym względem nieco korzystniej. Jednak w Europie Zachodniej oraz w Japonii poziom zapasów także ukształtował się poniżej minimum z ostatnich pięciu lat²². Niski poziom

Wykres 25

Zapasy ropy naftowej w USA w latach 2002–2003 (stany na koniec tygodnia, w mln baryłek)



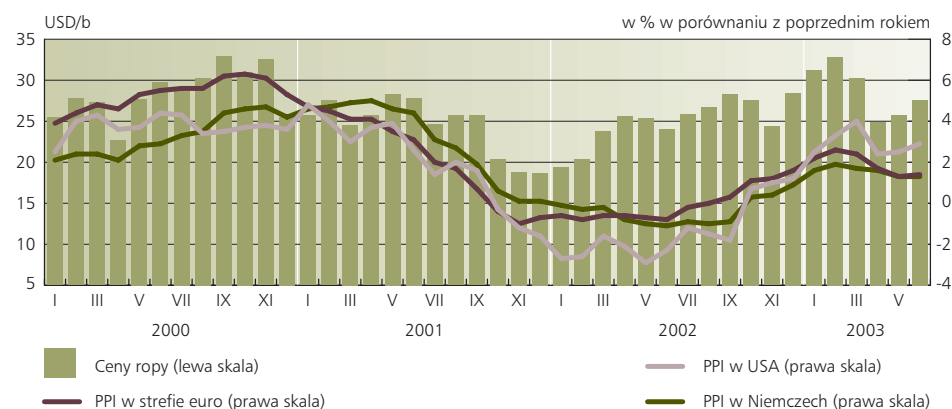
Źródło: dane American Petroleum Institute.

²¹ W czerwcu 2003 r. wydobycie ropy w krajach OPEC spadło o ponad 800 tys. b/d w porównaniu z majem br.

²² Według szacunków Międzynarodowej Agencji Energetyki zapasy ropy w Ameryce Północnej pokrywały zapotrzebowanie na 45 dni, w regionie Pacyfiku na 53 dni i w Europie Zachodniej na 61 dni (por. Oil Market Report, 11 lipca 2003).

Wykres 26

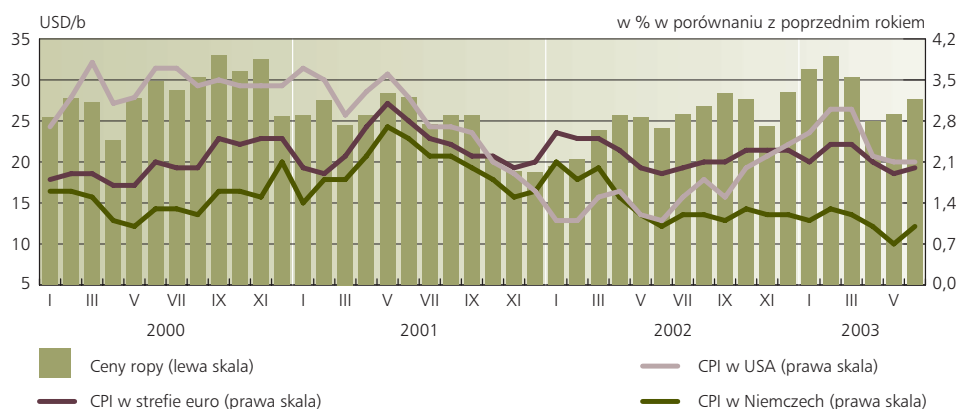
Ceny ropy naftowej oraz wskaźnik PPI w USA, strefie euro i w Niemczech



Źródło: dane Reuters i Bloomberg.

Wykres 27

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



Źródło: dane Reuters i Bloomberg.

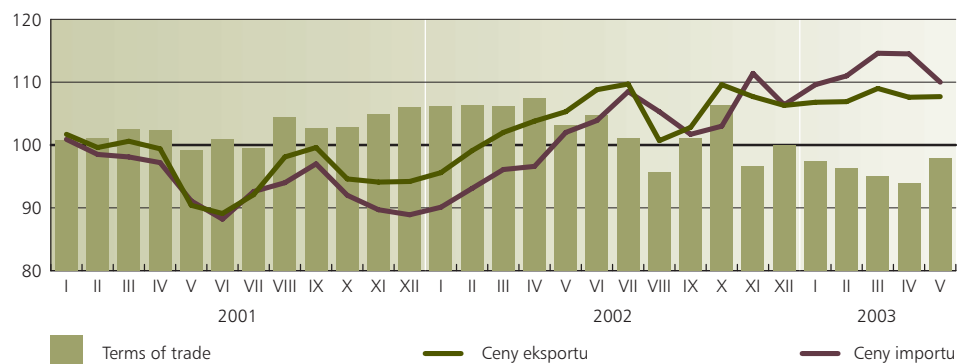
zapasów powoduje, że ceny ropy charakteryzują się dużą zmiennością. Istnieje też poważna groźba, że kraje rozwinięte rozpoczną nowy sezon grzewczy z niskim poziomem zasobów, co dodatkowo sprzyja utrzymaniu się wysokich cen.

Wraz z obniżeniem się cen ropy naftowej nastąpiło osłabienie tempa wzrostu cen w największych gospodarkach świata. Podobnie jak na wzrost, także i na obniżenie się cen ropy silniej od wskaźnika cen konsumpcyjnych zareagował wskaźnik cen produkcji (wykres 26). Roczny wskaźnik PPI w USA w czerwcu 2003 r. wyniósł 2,9% (wobec 4,2% w marcu br.), a w strefie euro 1,4% (2,4%). Natomiast roczny wskaźnik CPI (wykres 27) w USA w czerwcu 2003 r. spadł do 2,1% (z 3% w marcu br.) podczas gdy w strefie euro zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych obniżył się do 2% (z 2,4% w marcu br.).

Wzrost cen ropy naftowej przyczynił się również do pogorszenia warunków cenowych w polskim handlu zagranicznym (wykres 28): wskaźnik *terms of trade* w okresie styczeń–kwiecień 2003 r. wyniósł 95,7 wobec 106,4 w analogicznym okresie ub.r. Wynikało to z wyższej dynamiki złotych cen transakcyjnych w imporcie w porównaniu z cenami w eksporcie. W ciągu pierwszych czterech miesięcy br. ceny jednostkowe w imporcie wzrosły o 12,5% (wobec spadku w okresie I–IV ub.r. o 5,9%). Natomiast ceny w eksporcie były o 7,6% wyższe niż w okresie styczeń–kwiecień 2002 r. (wobec wzrostu o 0,1% w analogicznym okresie poprzedniego roku).

Wykres 28

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



Źródło: dane GUS.

3

Przebieg procesów inflacyjnych

3.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W II kwartale 2003 r. dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymywał się nadal na niskim poziomie. W poszczególnych miesiącach wykazywał jednak znaczne zróżnicowanie. W kwietniu obniżył się do 0,3%, tj. do najniższego w I półroczu br. poziomu, po czym w kolejnych miesiącach wzrastał, osiągając w czerwcu 0,8%, tj. poziom z grudnia 2002 r. Zwiększenie rocznej stopy inflacji było rezultatem słabszego i późniejszego niż przed rokiem sezonowego osłabienia tempa wzrostu cen konsumpcyjnych. Miesięczny spadek ich cen wystąpił w czerwcu, podczas gdy przed rokiem został zapoczątkowany już w maju.

Tempo wzrostu CPI w II kwartale br. w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r. kształtowało się w warunkach:

- wyraźnego ograniczenia spadkowych tendencji cen żywności,
- słabszego wzrostu cen kontrolowanych oraz cen pozostałych towarów i usług.

Sytuacja produkcyjna w rolnictwie nadal sprzyjała niskiemu kształtowaniu się cen żywności. Ubiegłoroczne zbiory zbóż zaspokajały krajowe potrzeby, przy niewielkim tylko imporcie gatunków wykorzystywanych do przetworów zbożowych i pieczywa. Produkcja mięsa, w tym zwłaszcza wieprzowego, znacznie przekraczała krajowy popyt, co sprzyjało utrzymaniu się spadkowej tendencji jego cen. Sezonowe zahamowanie wzrostu cen żywności nastąpiło jednak w tym roku w czerwcu, podczas gdy w ubiegłym roku zostało zapoczątkowane już w maju.

W grupie cen kontrolowanych niewiele było w II kwartale br. bodźców dynamizujących ich wzrost. Występujący w tym okresie wzrost cen wyrobów tytoniowych stanowił opóźniony efekt podwyżki akcyzy z początku bieżącego roku. Z kolei skutki podwyżek opłat za ciepłą wodę, wprowadzanych lokalnie w kraju w początkach br., w ciągu kwartału stopniowo wygasły. Ograniczając na wzrost cen w tej grupie wpływał notowany we wszystkich miesiącach II kwartału br. spadek krajowych cen paliw.

Tabela 11

Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

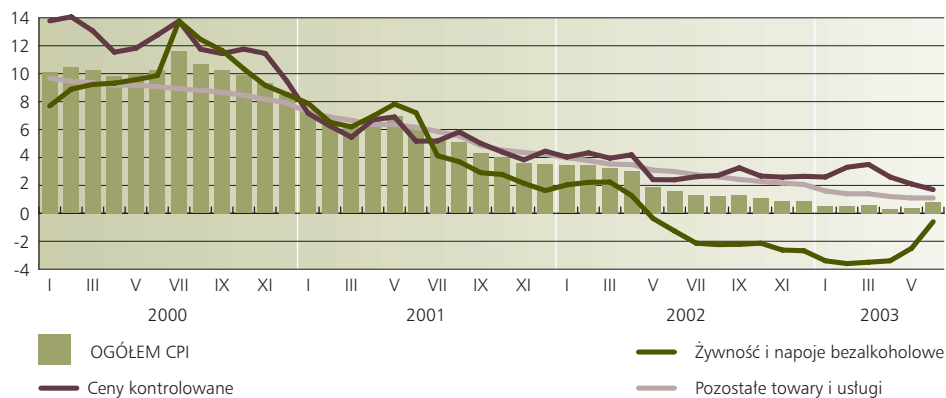
	2002	2003	2002			2003		
	struktura wag		IV	V	VI	IV	V	VI
	w %		analogiczny okres poprzedniego roku = 100					
Ogółem	100,0	100,0	103,0	101,9	101,6	100,3	100,4	100,8
Żywność i napoje bezalkoholowe	29,7	28,2	101,3	99,6	98,7	96,6	97,5	99,4
Ceny kontrolowane	27,1	27,2	104,2	102,4	102,4	102,6	102,1	101,7
w tym paliwo	3,7	3,7	99,2	96,9	96,8	112,3	107,8	105,5
Pozostałe towary i usługi	43,2	44,6	103,5	103,1	103,0	101,2	101,1	101,1
w tym towary nieżywnościowe	26,1	26,7	102,4	102,0	101,9	100,2	100,1	100,1
Usługi	17,1	17,9	105,1	104,8	104,7	102,7	102,6	102,6

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 29

Zmiany CPI i głównych kategorii cen w latach 2000–2003

(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100, w %)

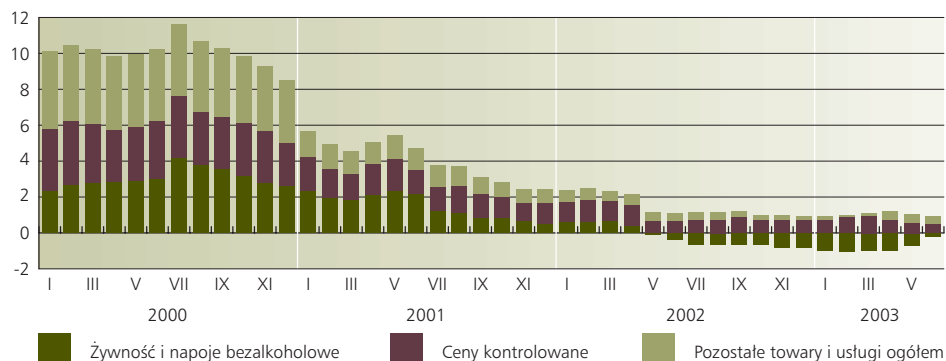


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 30

Dekompozycja CPI w latach 2000–2003

(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100, w pkt. proc.)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

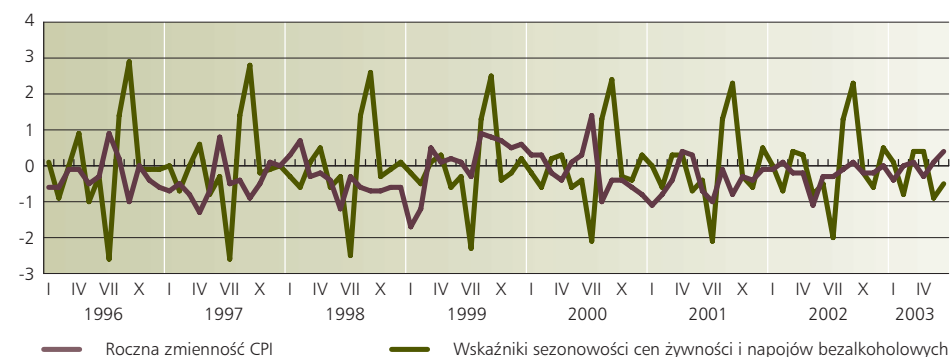
Ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych w II kwartale br. kształtowały się zgodnie z trendami obserwowanymi w poprzednim kwartale. Utrzymująca się na rynku słaba presja popytowa nie stwarzała warunków do podnoszenia detalicznych cen towarów krajowych, mimo stopniowego wzrostu cen produkcji w przetwórstwie przemysłowym. Natomiast ceny usług wykazywały ograniczony wzrost (tabela 11, wykresy 29–30).

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w II kwartale br., licząc w skali dwunastomiesięcznej, były średnio o ponad 2% niższe niż przed rokiem (w II kwartale 2002 r. nie uległy zmianie, a w I kwartale br. ich spadek wyniósł 3,5%). Najbardziej spadły przy tym ceny w grupie mięso – o 7–8% i w grupie warzywa – o ponad 4%. Ceny pieczywa i produktów zbożowych obniżyły się średnio o około 0,3%.

Zmiany cen żywności w II kwartale br. stanowiły odzwierciedlenie dobrej sytuacji produkcyjnej na rynku rolnym, sprzyjającej kształtowaniu się niskich cen surowców pochodzenia rolniczego. Począwszy od II połowy 2002 r. na krajowym rynku żywnościowym utrzymywała się wysoka podaż, przede wszystkim zbóż, trzody chlewnej i drobiu. Wynikało to z wysokich ubiegłorocznych zbiorów zbóż oraz szczytowej fazy w produkcji trzody chlewnej. Wykorzystanie tych produktów na cele konsumpcyjne wprowadziło wzrost, ale wolniejszy od wzrostu podaży. Prowadziło to do dalszego obniżania się cen podstawowych produktów rolnych i w konsekwencji do spadku cen detalicznych produktów żywnościowych.

Wykres 31

Roczna zmienność CPI oraz wskaźniki sezonowości cen żywności i napojów bezalkoholowych



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W końcu II kwartału br. wystąpiło jednak przyspieszenie miesięcznego tempa wzrostu cen żywności – głównie pieczywa i produktów zbożowych oraz w mniejszym stopniu mięsa. Przyspieszenie to było efektem m.in. czynników przejściowych związanych z lokalnymi niedoborami zbóż i ze stosunkowo silnej reakcji rynkowych cen produktów zbożopochodnych. Zahamowany został również spadek cen żywca wieprzowego wskutek interwencji podjętej przez ARR na tym rynku. Utrzymująca się wysoka podaż żywca drobiowego ograniczała skalę wzrostu cen mięsa w handlu detalicznym.

Aktualne szacunki podaży rynkowej z tegorocznych zbiorów zbóż oraz przewidywane zbliżanie się spadkowej fazy w produkcji żywca wieprzowego (mimo wysokich obecnie zasobów mięsa wieprzowego) wskazują na możliwość powolnego wzrostu cen produktów rolnych w dłuższym horyzoncie czasowym (na przełomie lat 2003/2004 i w 2004 r.).

Wrażliwość cen detalicznych żywności na zmiany cen na rynkach produktów rolnych

Jak wynika z przeprowadzonych badań, zmianom cen skupu produktów rolnych towarzyszą dostosowawcze zmiany detalicznych cen żywności. Następują one jednak z opóźnieniem i w znacznie mniejszej skali. Wynika to stąd, że na poziom cen detalicznych żywności wpływają nie tylko ceny na rynku rolnym, lecz także koszty wytwarzania żywności (np. ceny nośników energii). Ponadto udział cen skupu w cenie produktów żywnościowych jest zróżnicowany i zależy od stopnia ich przetworzenia. Największy udział cen skupu w cenie produktów żywnościowych występuje w produkcji artykułów niskoprotworzonych (np. w cenie detalicznej kurcząt cena skupu stanowi 84,4%, a w przypadku mąki poznańskiej 45,8%), a w produktach wysokoprotworzonych jest niski (np. w chlebie mieszanym wynosi 13,6%).

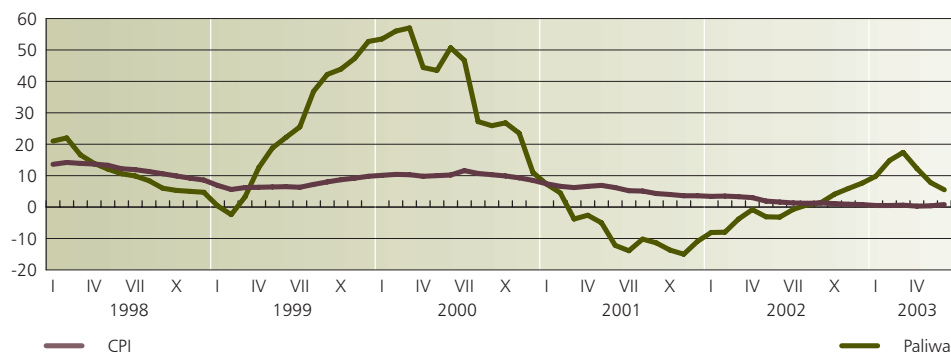
Analiza wykazała także, że:

- korelacja między bieżącymi wybranymi cenami żywności a cenami odpowiednich produktów rolnych jest silna w każdym z badanych opóźnionych okresów (0,8–0,9),
- na ceny detaliczne pieczywa i produktów zbożowych w długim okresie wpływają tylko ceny skupu pszenicy (ceny skupu żyta są nieistotne statystycznie),
- ceny detaliczne mięsa najsilniej reagują na zmiany cen trzody chlewnej i drobiu,
- w przypadku cen detalicznych mleka i przetworów mlecznych obserwuje się umiarkowaną zależność od cen skupu,
- zmiany cen produktów rolniczych z większą siłą oddziałują na poziom cen nisko przetworzonych artykułów żywnościowych niż na produkty wysoko przetworzone.

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 32

CPI i wskaźnik cen paliw (dynamika roczna, w procentach)



Źródło: dane GUS.

W II kwartale 2003 r. *cenę kontrolowaną*²³ w skali rocznej wykazywały tendencję spadkową. Ich tempo wzrostu było słabsze zarówno w porównaniu z poprzednim kwartałem, jak i z analogicznym kwartałem ub.r. średnio o 1 pkt proc. Wynikało to m.in. z utrzymującego się w kolejnych miesiącach II kwartału br. spadku cen paliw oraz braku podwyżek cen gazu i energii elektrycznej w I półroczu br. Spośród cen kontrolowanych silnie wzrosły natomiast w II kwartale 2003 r. opłaty za pasażerski transport kolejowy w związku z podwyżką cen biletów na przewozy regionalne. Nadal rosły też ceny wyrobów tytoniowych w następstwie podwyżki podatku akcyzowego w styczniu br.

Zaliczane do grupy cen kontrolowanych *cenę paliw* stanowią kategorię o dużej zmienności, zaburzającą w okresach silnych skokowych zmian kształtowanie się ogólnego wskaźnika CPI. W II kwartale 2003 r. ceny paliw przyczyniły się do obniżenia inflacji, ponieważ z miesiąca na miesiąc spadały średnio o około 3%.

Jak wynika z danych Nafty Polskiej, dotyczących struktury cen paliw na przykładzie benzyny EU 95, główną przyczyną spadku krajowych cen paliw w II kwartale br. był spadek ich cen importowych, związany ze spadkiem światowych cen paliw o 10,0% oraz osłabienie dolara wobec złotego o 4,6%. W kierunku wzrostu cen paliw oddziaływał natomiast w tym okresie wzrost o 1,1% marży producentów i dystrybutorów (obliczanej jako różnica między ceną detaliczną a ceną zbytu). Spośród pozostałych cen kontrolowanych wyżej niż przeciętnie w grupie wzrosły w II kwartale br. ceny centralnego ogrzewania i ciepłej wody (określane w taryfach zatwierdzanych przez URE dla lokalnych dostawców, a nie globalnie w skali kraju) oraz ceny podstawowych nośników energii (w następstwie ubiegłorocznej podwyżki taryf na energię elektryczną i obłożenia jej począwszy od lipca ub.r. akcyzą, a także podwyżki cen gazu od kwietnia 2002 r.). Zwiększyły się też opłaty za abonament RTV (o około 6%), opłaty za usługi sądowe i adwokackie (o około 5%) oraz nieznacznie (w wyniku podwyżki podatku akcyzowego w styczniu br.) ceny wyrobów tytoniowych. Niewielki spadek wystąpił tylko w grupie cen napojów alkoholowych, na które w październiku ub.r. skokowo obniżono podatek akcyzowy.

W grupie *pozostałych towarów i usług* w II kwartale br. wzrost cen w skali rocznej był średnio słabszy niż przed rokiem i niż w I kwartale br. Wchodzące w skład tej grupy ceny arty-

²³ Do cen kontrolowanych zaliczane są ceny towarów i usług, na które mechanizmy rynkowe działają w ograniczonym zakresie ze względu na różne rodzaje ingerencji administracyjnej w proces kształtowania się tych cen. Wyodrębniana dla celów analitycznych kategoria cen kontrolowanych obejmuje ceny:

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

Wrażliwość cen detalicznych towarów i usług konsumpcyjnych na zmiany cen paliw na rynku krajowym

Przeprowadzona analiza wrażliwości cen detalicznych towarów i usług konsumpcyjnych na zmiany cen paliw na rynku krajowym potwierdziła, że ceny paliw wpływają na CPI oraz na poszczególne jego grupy. Ponadto analiza wykazała, że:

- korelacja między bieżącymi wartościami CPI a cenami paliw jest umiarkowana w każdym z badanych opóźnionych okresów i w przybliżeniu taka sama. Najwyższe dodatnie współczynniki korelacji (0,6–0,8) wystąpiły między cenami z grupy transportu a cenami paliw.
- najbardziej wrażliwe na zmiany cen paliw są następujące kategorie usług z grupy transportu: komunikacja miejska, autobusy, transport kolejowy (mimo tego, że ceny tych grup należą do kontrolowanych, co ogranicza szybkość dostosowania),
- regulacja administracyjna prowadzi do spowolnienia procesu dostosowania, co zostało udowodnione w przypadku cen detalicznych energii elektrycznej i gazu, które zatwierdzane są przez prezesa URE,
- przyczyną (w sensie Grangera) zmian CPI, cen żywności (z wyjątkiem warzyw i owoców), większości cen towarów i usług z grupy transportu oraz cen gazu są zmiany cen paliw,
- nie stwierdzono występowania relacji kointegrującej między cenami odzieży i obuwniczymi a cenami paliw, co może wynikać z faktu, że ceny odzieży i obuwniczym są grupą najbardziej wrażliwą na wahania popytu i poddaną silnej konkurencji zagranicznej.

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

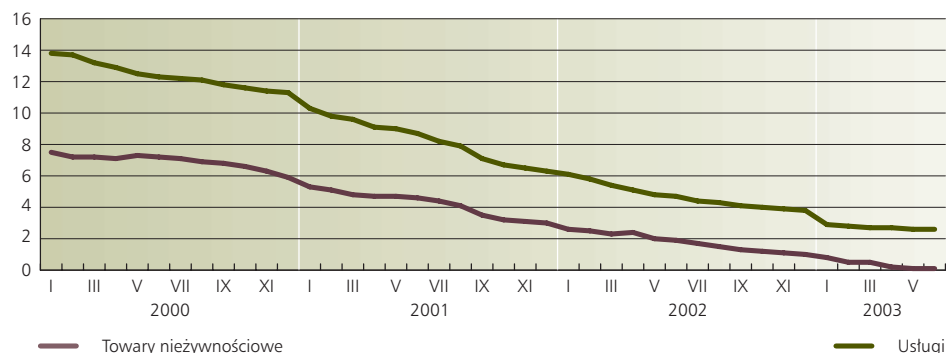
kułów nieżywnościowych w analizowanym kwartale wzrosły średnio w skali rocznej tylko o 0,1%. Natomiast ceny usług zwiększyły się w tym okresie średnio około 2,6%, tj. dwukrotnie mniej niż przed rokiem (por. wykres 33).

Ceny artykułów nieżywnościowych (zaliczanych do pozostałych towarów i usług) w II kwartale br. w ujęciu łącznym nie zmieniły się. Długotrwałe spowolnienie dynamiki cen towarów nieżywnościowych wynikało z utrzymującego się niskiego popytu konsumpcyjnego. Wewnętrzne proporcje wzrostu cen w podgrupach wchodzących w skład artykułów nieżywnościowych także nie uległy zmianie. Przykładowo, utrzymywał się spadek w skali rocznej cen odzieży i obuwniczym, przy nadal stosunkowo wysokim i stabilnym wzroście cen artykułów wyposażenia mieszkań i prowadzenia gospodarstwa domowego.

Wzrost **cen usług** (zaliczanych do grupy pozostałych cen towarów i usług) w II kwartale br. wykazywał, podobnie jak w poprzednim kwartale, tendencję słabnącą, choć był on znacznie wyższy od wzrostu cen towarów zaliczanych do tej grupy. Najwyższy wzrost wykazywały przy tym opłaty związane z użytkowaniem mieszkania oraz ceny usług związanych z edukacją i ze zdrowiem.

Wykres 33

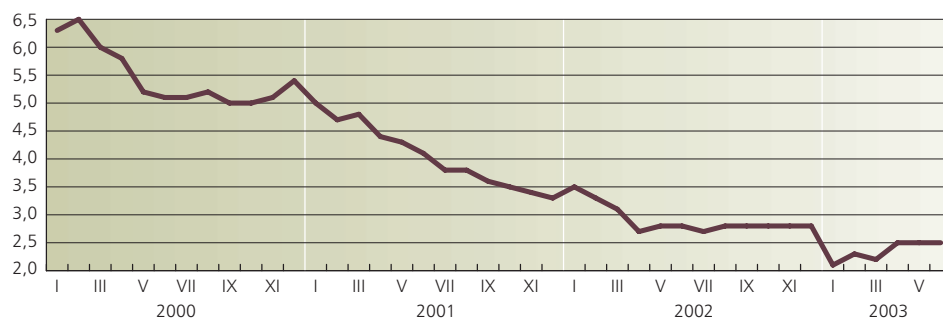
Ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych
(zmiany do poprzedniego roku, w pkt. proc.)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 34

Różnica tempa zmian cen pozostałych towarów nieżywnościowych i usług (w pkt. proc.)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

3

3.2. Inflacja bazowa

Tabela 12

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku)

	2002											
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
CPI	3,4	3,5	3,3	3,0	1,9	1,6	1,3	1,2	1,3	1,1	0,9	0,8
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	3,2	3,1	3,0	2,6	1,7	1,3	0,8	0,7	0,6	0,5	0,2	0,2
Cen o największej zmienności	2,9	2,8	2,6	2,5	2,1	1,9	1,6	1,5	1,3	0,9	0,8	0,7
Cen o największej zmienności i cen paliw	3,4	3,3	2,9	2,7	2,4	2,1	1,7	1,6	1,3	0,8	0,6	0,4
Cen żywności i paliw (inflacja „netto”)	4,7	4,7	4,1	4,0	3,2	3,1	2,9	2,8	2,8	2,3	2,1	2,0
15% średnia obcięta	3,5	3,2	2,9	2,6	2,0	1,9	1,7	1,7	1,5	1,3	1,3	1,2

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 13

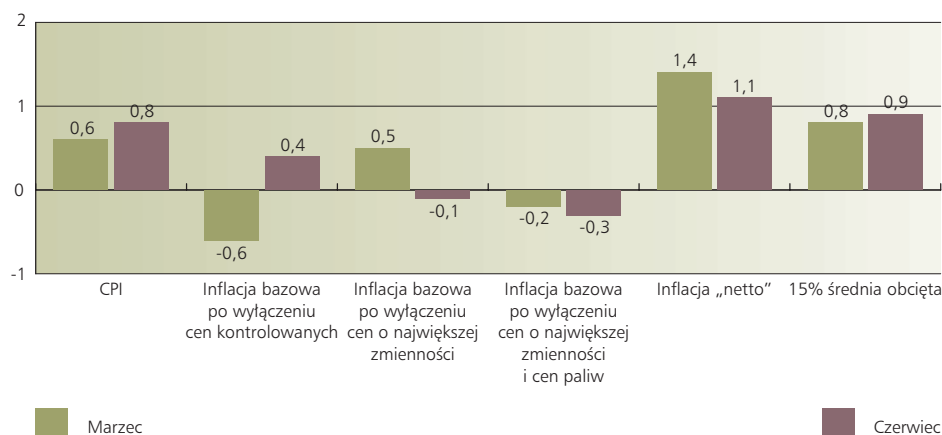
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku)

	2003					
	I	II	III	IV	V	VI
CPI	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,8
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:						
Cen kontrolowanych	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	0,4
Cen o największej zmienności	0,5	0,5	0,5	0,0	-0,1	-0,1
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3
Cen żywności i paliw (inflacja „netto”)	1,6	1,5	1,4	1,2	1,2	1,1
15% średnia obcięta	1,0	0,8	0,8	0,6	0,8	0,9

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 35

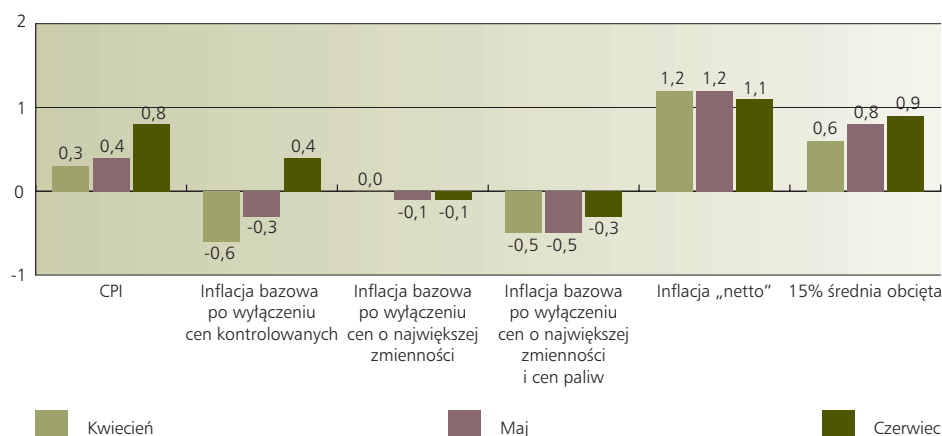
CPI oraz inflacja bazowa w marcu i w czerwcu 2003 r.
(zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 36

CPI oraz inflacja bazowa w II kwartale 2003 r.
(zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W II kwartale 2003 r. nastąpiło odwrócenie spadkowej tendencji wskaźnika CPI oraz większości miar inflacji bazowej. W kwietniu inflacja jeszcze spadała: dwunastomiesięczny wskaźnik CPI obniżył się do najniższego historycznie poziomu 0,3%, tj. o 0,3 pkt. proc. w stosunku do marca, a skala spadku miar inflacji bazowej w tym okresie sięgała 0,5 pkt. proc. Natomiast od maja roczny wskaźnik CPI oraz wskaźniki inflacji bazowej zaczęły wzrastać (wzrost nawet o 0,7 pkt. proc. w czerwcu w przypadku inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych) (wykres 37).

Dwunastomiesięczny wskaźnik *inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych* (wykres 38) w czerwcu po raz pierwszy od początku roku przyjął wartość dodatnią, wzrastając o 0,4%. Miara ta w II kwartale br. nadal kształtowała się na poziomie niższym niż wskaźnik CPI, choć różnica ta wyraźnie się zmniejszyła. Wynikało to z coraz słabszej presji inflacyjnej ze strony cen towarów i usług konsumpcyjnych podlegających kontroli administracyjnej, które w czerwcu br. wzrosły o 1,7% w ujęciu rocznym. Wśród wyłączonych grup najwyższe podwyżki dotyczyły opłat za nośniki energii (energię elektryczną, ciepłą wodę, centralne ogrzewanie) i usługi transportowe (pasażerski transport kolejowy i morski), a także cen paliw.

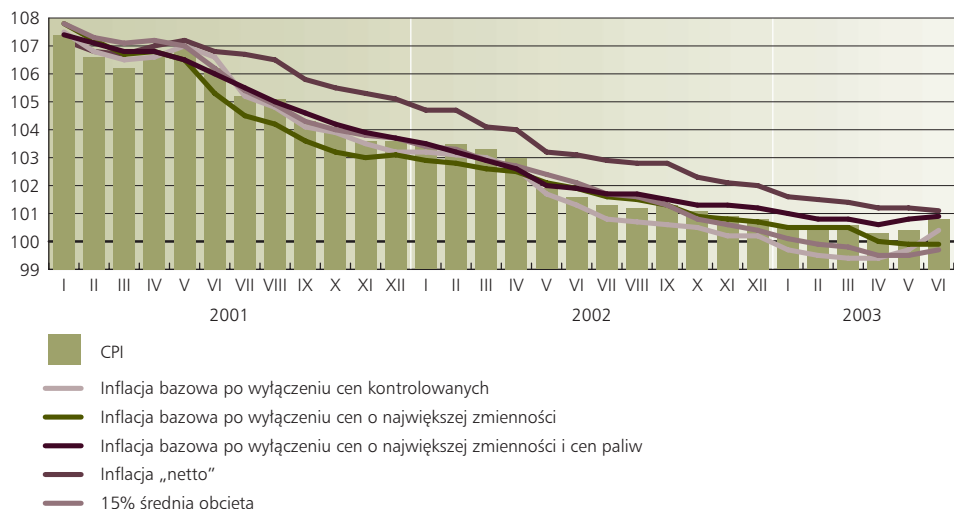
Inflacja bazowa po wyeliminowaniu z CPI cen o największej zmienności (wykres 39), która przez ostatnich kilka miesięcy kształtowała się na poziomie najbardziej zbliżonym do poziomu inflacji rejestrowanej, w II kwartale br. znacznie obniżyła się, przyjmując nawet wartości ujemne (w maju i czerwcu br. spadek o 0,1% w ujęciu rocznym). Zostało to spowodowane wyłączeniem cen istotnie wpływających na inflację (owoce, warzywa, opłaty za użytkowanie mieszkania, energia elektryczna, abonament radiowo-telewizyjny).

W przypadku **inflacji bazowej po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych i cen paliw** (wykres 40) w czerwcu br. odnotowano spadek w skali roku o 0,3%. Różnica pomiędzy tą miarą a miarą inflacji bazowej po wyłączeniu tylko cen najbardziej zmiennych (tj. miara zawierająca paliwa) wyniosła zaledwie 0,2 pkt. proc. Wynika to z osłabienia wzrostu cen paliw, którymi różnią się oba wskaźniki.

Wskaźnik **inflacji „netto”** (wykres 41), powstały poprzez wyłączenie z CPI cen żywności i paliw, w II kwartale br. obniżył się do poziomu 1,1%. Miara ta od sierpnia 2001 r. kształtowała się średnio o 1,3 pkt. proc. powyżej ogólnego wskaźnika inflacji, wskazując na silny charakter antyinflacyjny wyłączonych grup (zwłaszcza żywności). Dopiero w czerwcu br. wskaźnik ten zbliżył się

Wykres 37

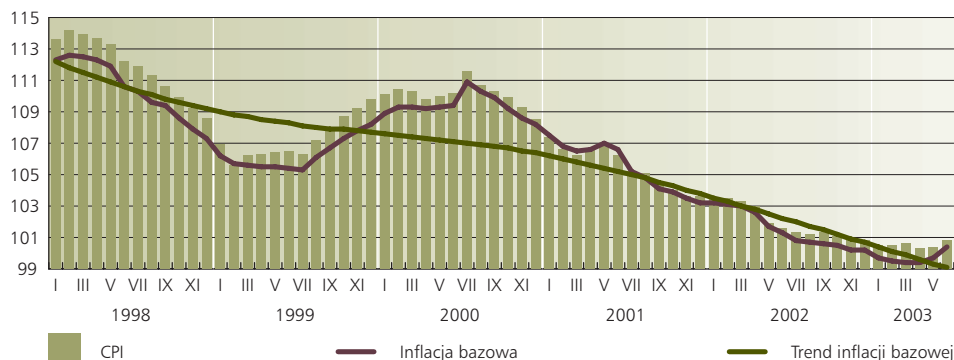
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 38

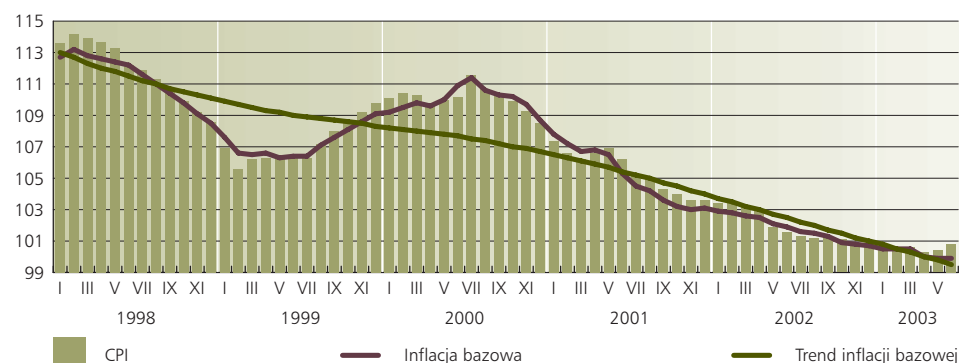
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 39

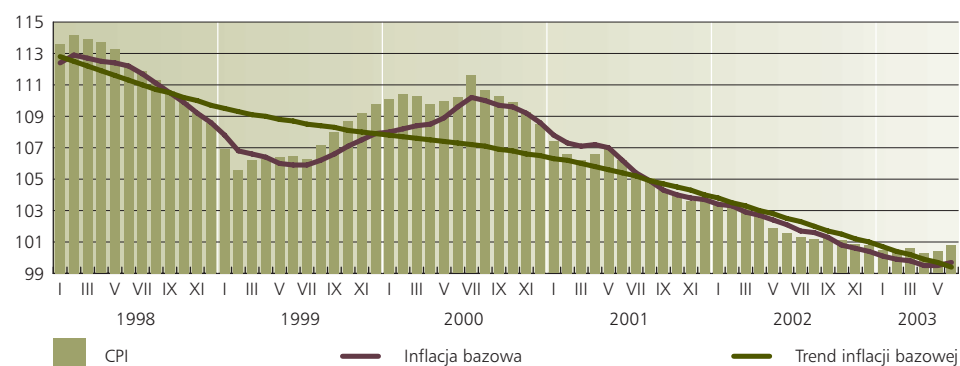
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 40

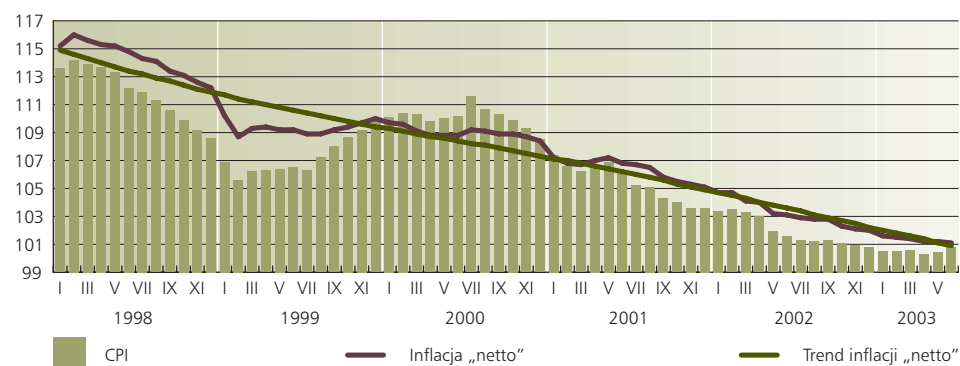
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 41

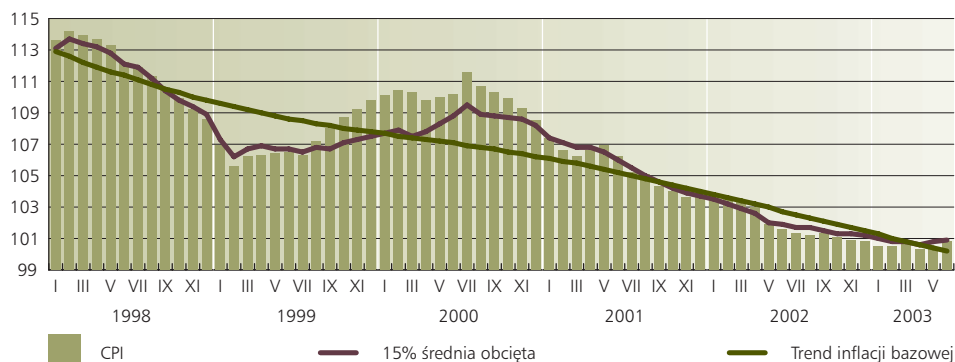
Wskaźniki CPI oraz inflacji „netto” po wyłączeniu cen żywności i paliw
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 42

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



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

do poziomu wskaźnika CPI, przewyższając go zaledwie o 0,3 pkt. proc., co wynikało z przyspieszenia rocznego tempa wzrostu cen żywności i paliw.

Kolejna miara inflacji bazowej, tzw. **15% średnia obciążona** (wykres 42), podobnie jak inflacja „netto” kształtowała się powyżej wskaźnika CPI i w czerwcu wyniosła 0,9%. Ze wskaźnika tego w czerwcu br. zostały wyłączone następujące grupy o najmniejszym wzroście cen: artykuły żywnościowe (mięso, wędliny, warzywa), wyroby spirytusowe, sprzęt informatyczny, magnetowidy i odtwarzacze wideo, ubiory, jak również grupy, które podrożały najbardziej: owoce, opłaty związane z użytkowaniem mieszkania (usługi kanalizacyjne, zaopatrywanie w wodę), nośniki energii (ciepła woda, energia elektryczna), usługi transportowe (transport kolejowy i morski), paliwa oraz gazety i czasopisma.

4

Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego

4.1. Polityka pieniężna w II kwartale 2003 r.

W II kwartale 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżyła stopy podstawowe NBP (tabela 14). Stopa referencyjna NBP, kluczowa z punktu widzenia oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, została w tym okresie zredukowana z 6,00% do 5,25%, a w ujęciu realnym z 5,4% do 4,4% (przy użyciu bieżącego wskaźnika CPI jako deflatora). W sumie w obecnym cyklu obniżek stóp procentowych, tj. począwszy od lutego 2001 r. do czerwca 2003 r., stopy procentowe NBP były redukowane dwudziestokrotnie. Stopa referencyjna została obniżona w tym okresie o 13,75 pkt. proc.

Skalę restrykcyjności polityki pieniężnej w II kwartale br. obrazują obliczane w NBP indeksy, uwzględniające zmiany zarówno krótkookresowej realnej stopy procentowej, jak i realnego efektywnego kursu złotego. Średnia wartość indeksu zarówno o stałej, jak i o zmiennej podstawie w II kwartale br. była niższa niż w poprzednim kwartale.

Do obniżek stóp procentowych w II kwartale br. skłaniało RPP utrwalanie się niskiego poziomu inflacji oraz utrzymywanie się czynników ograniczających jej wzrost w przyszłości. Nadal na niskim poziomie utrzymywały się też w II kwartale br. wszystkie wskaźniki inflacji bazowej, a wskaźnik inflacji netto wykazywał lekką tendencję spadkową.

Roczne tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu obniżyło się w II kwartale br. z 3,6% w marcu do 2,1% w czerwcu.

Tabela 14

Najważniejsze decyzje Rady Polityki Pieniężnej podjęte w II kwartale 2003 r.

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

^a Data podjęcia decyzji.

Wykres 43

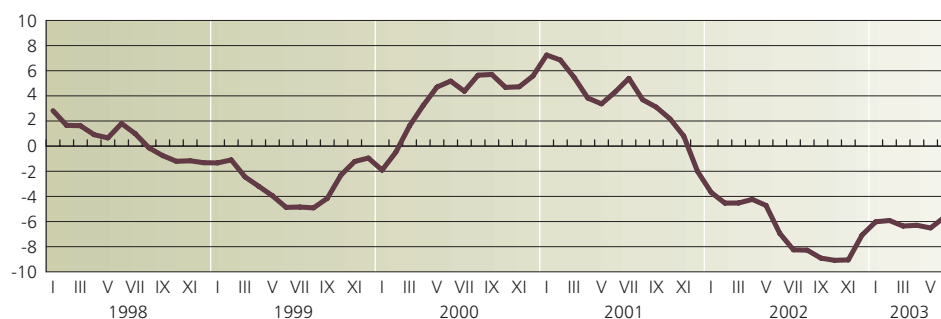
Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (podstawa: grudzień 1994)



Źródło: dane NBP.

Wykres 44

Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (podstawa: analogiczny miesiąc poprzedniego roku)



Źródło: dane NBP.

Utrwaliły się niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. Spodziewana w horyzoncie dwunastu miesięcy inflacja roczna mierzona CPI spadła w czerwcu do 0,3% z 0,4% w kwietniu i 0,5% w maju.

W warunkach dalszego spadku zatrudnienia w II kwartale br. utrzymał się niski wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw. W rezultacie dochody z pracy najemnej w tym sektorze były nominalnie o 1,8% mniejsze niż przed rokiem. Wzrosła natomiast o 5,4% w stosunku do analogicznego kwartału ub.r. dynamika dochodów ze świadczeń i ubezpieczeń społecznych. Łącznie szacuje się, że w II kwartale br. rejestrowane dochody do dyspozycji brutto gospodarstw domowych wzrosły o około 2,0% nominalnie, tj. o 1,6% realnie w porównaniu z II kwartałem ub.r.

Tempo wzrostu spożycia indywidualnego ciągle przewyższało tempo wzrostu siły nabywczej rejestrowanych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych i (według szacunków NBP) wyniosło 2,8%.

Depozyty gospodarstw domowych w II kwartale br. nadal zmniejszały się. Był to wynik utrzymującej się niskiej dynamiki rejestrowanych dochodów do dyspozycji oraz malejącej atrakcyjności lokat bankowych w porównaniu z alternatywnymi formami oszczędzania (fundusze inwestycyjne, obligacje). Na umiarkowanym poziomie kształtowała się też w II kwartale br. roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (7–8%). W sumie oszczędności finansowe gospodarstw domowych w II kwartale były dodatnie i ukształtowały się na poziomie zbliżonym do I kwartału br.

Kredyty dla przedsiębiorstw cechowała w II kwartale br. umiarkowana roczna dynamika wzrostu (spadek z około 7% w kwietniu do około 3% w czerwcu).

Mimo utrzymujących się w II kwartale br. słabych perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz recesji w Niemczech, w kraju umacniały się symptomy stopniowego ożywienia gospodarczego.

Po kwietniu br. ukształtował się wzrostowy trend wolumenu produkcji sprzedanej przemysłu, w szczególności przemysłu przetwórczego. W czerwcu br. produkcja przemysłowa była wyższa o 7,8% niż przed rokiem, a produkcja w przetwórstwie przemysłowym o 9,6%. Po wyeliminowaniu wpływu wahań sezonowych wzrost produkcji przemysłowej w czerwcu wyniósł 8,0%, a przemysłu przetwórczego 9,9%.

Sytuacja w budownictwie w II kwartale br. była nadal zła, jednakże odnotowano wyhamowanie spadku produkcji. W czerwcu sprzedaż produkcji budowlano-montażowej była o 16% większa niż w maju i tylko o 1,2% mniejsza niż w czerwcu ub.r. W kolejnych miesiącach następowały zmiany w strukturze działalności budownictwa, wskazujące na możliwość wzrostu popytu inwestycyjnego w drugim półroczu. Czerwiec był trzecim z kolei miesiącem, w którym odnotowano (w stosunku do analogicznego miesiąca ub.r.) ponad dwukrotny wzrost produkcji przedsiębiorstw zajmujących się przygotowaniem terenów pod budowę oraz przyspieszenie wzrostu produkcji przedsiębiorstw wykonujących budowlane roboty wykończeniowe (do 65,3% wobec blisko 40% w maju). Przeprowadzone w czerwcu br. badania GUS wskazały też na wyraźną poprawę ocen koniunktury w budownictwie, przy nadal pozytywnych ocenach w przemyśle przetwórczym.

Rada Polityki Pieniężnej dostrzegała też w II kwartale br. następujące czynniki stanowiące potencjalne źródło presji inflacyjnej w przyszłości:

- niepewną sytuację finansów publicznych,
- utrzymującą się wysoką dynamikę pieniądza gotówkowego w obiegu (około 15% w skali rocznej),
- rosnące ceny ropy na rynkach światowych (średnia cena baryłki ropy Brent wzrosła z 24,9 USD w kwietniu do 27,6 USD w czerwcu) i możliwość ich dalszego wzrostu.

Spośród tych czynników największe obawy Rady budziła sytuacja finansów publicznych. Choć wyniki budżetu państwa nie wskazywały na zagrożenie przekroczenia założonego na 2003 r. ustawowego limitu deficytu, to utrzymywała się duża niepewność dotycząca skali deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych w 2003 r. oraz jeszcze większa co do kształtu polityki fiskalnej w 2004 r. i w latach następnych.

Przyjęte przez rząd w czerwcu br. *Założenia do projektu budżetu państwa na 2004 r.* wskazywały bowiem na możliwość pogłębienia nierównowagi sektora finansów publicznych w przyszłym roku. Zmiany wprowadzone po stronie dochodów (włączenie – wbrew stanowisku NBP – środków z rezerwy rewaluacyjnej w kwocie 9 mld zł) oraz wydatków (wyłączenie dotacji na składki przekazywane do OFE w wysokości 11,9 mld zł) pozornie zmniejszały deficyt budżetu państwa w 2004 r. z około 54 mld zł (6,3% PKB) do 33,1 mld zł (3,9% PKB)²⁴. Konsekwencją wysokiego deficytu budżetu państwa w 2004 r. i w 2005 r. byłby niebezpieczny wzrost długu państwowego i przekroczenie drugiego progu ostrożnościowego (55% PKB) przyjętego w ustawie o finansach publicznych. Oznaczałoby to poważną kumulację problemów sektora finansów publicznych po 2005 r. wraz z jej negatywnymi skutkami dla gospodarki.

Podejmując decyzje o zmianach stóp procentowych w II kwartale br. RPP brała też pod uwagę skalę dotychczas dokonanych obniżek, które z opóźnieniem będą wpływały na stopniowy wzrost popytu krajowego w drugiej połowie 2003 r. i w 2004 r.

4.2. Podaż pieniądza

Zmiany podaży pieniądza w II kwartale 2003 r. charakteryzowały się:

- stabilizacją na niskim poziomie rocznej dynamiki podaży pieniądza M3,
- utrzymaniem się wysokiej rocznej dynamiki pieniądza gotówkowego w obiegu (poza kasami banków),
- umiarkowaną roczną dynamiką należności od gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

²⁴ Założenia te rząd zweryfikował w lipcu br., rezygnując z wliczania środków z rezerwy rewaluacyjnej do dochodów budżetowych oraz zwiększając jednocześnie wydatki budżetowe. W rezultacie tych zmian deficyt budżetowy wzrósł z 33,1 mld zł do 45 mld zł.

Tabela 15

Podaż pieniądza w II kwartale 2003 r.

Wyszczególnienie	Stan na	Zmiana w stosunku		Zmiana w stosunku	
	30.06.2003	do 31.03.2003		do 31.12.2002	
	w mld zł		%	mld zł	%
I. Podaż pieniądza M1	146,4	10,1	7,5	9,7	7,1
II. Podaż pieniądza M3	326,6	5,7	1,8	4,7	1,5
1. Pieniądz gotówkowy w obiegu					
(poza kasami banków)	47,4	3,2	7,3	5,2	12,3
2. Depozyty i inne zobowiązania	275,5	1,8	0,6	-2,5	-0,9
2.1. Gospodarstwa domowe	191,6	-4,0	-2,0	-4,7	-2,4
2.2. Niemonetarne instytucje finansowe	7,2	0,5	7,7	-0,1	-1,1
2.3. Przedsiębiorstwa	56,7	5,3	10,2	1,7	3,1
2.4. Instytucje niekomercyjne działające					
na rzecz gospodarstw domowych	8,3	0,2	2,6	0,1	1,0
2.5. Instytucje samorządowe	10,0	-0,2	-1,8	1,6	18,8
2.6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	1,6	0,0	-1,3	-1,1	-40,4
3. Pozostałe składniki M3	3,8	0,7	23,8	2,0	111,7

Źródło: dane NBP.

Podaż pieniądza M3 zwiększyła się w II kwartale 2003 r. w stosunku do stanu na koniec marca br. o 5,7 mld zł, tj. o 1,8% nominalnie i o 1,4% realnie. Dwunastomiesięczna dynamika wzrostu szerokiego agregatu M3 od marca br. charakteryzowała się dodatnim, choć niskim wskaźnikiem, który w czerwcu br. wyniósł 1,3%.

Na zmianę poziomu depozytów i innych zobowiązań zaliczanych do M3 złożył się z jednej strony wzrost poziomu zobowiązań złotych o 2,8 mld zł (1,2%), a z drugiej spadek zobowiązań walutowych o 1,0 mld zł (2,2%). Obniżenie stanu depozytów walutowych niemal w całości wynikało z różnic kursowych.

Przyrost podaży pieniądza M3 w II kwartale br. wynikał głównie ze wzrostu zobowiązań systemu bankowego²⁵ wobec przedsiębiorstw, w tym przede wszystkim zobowiązań złotych (o 5,0 mld zł, tj. o 12,0%). Przyrost zobowiązań wobec przedsiębiorstw w II kwartale br. był przy tym znacznie większy niż w analogicznym okresie w poprzednich latach. Zwiększyły się również zobowiązania systemu bankowego wobec niemonetarnych instytucji finansowych oraz instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

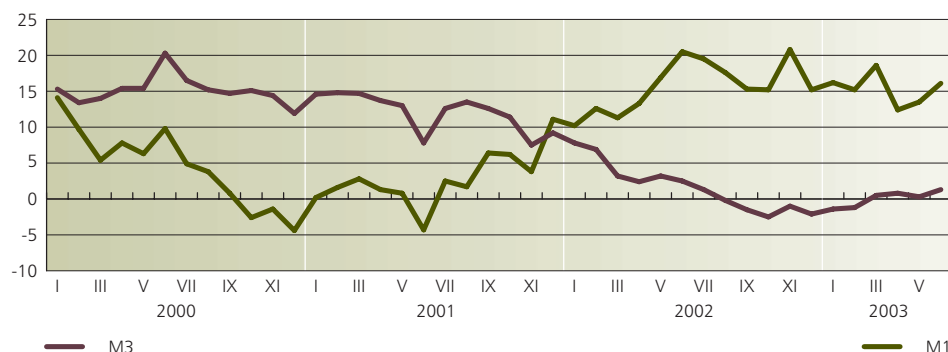
Dalszemu obniżeniu uległ natomiast poziom depozytów i innych zobowiązań wobec gospodarstw domowych utrzymywanych na rachunkach bankowych. Zmniejszyły się zarówno depozyty złote (o 2,7 mld zł, tj. o 1,7%), jak i walutowe (o 1,3 mld zł, tj. o 3,8%). Rzeczywisty spadek depozytów walutowych gospodarstw domowych (o 0,6 mld zł) dodatkowo pogłębiły różnice kursowe (o 0,7 mld zł). Odpływ środków z rachunków bankowych gospodarstw domowych częściowo był związany z utrzymującym się nadal zainteresowaniem alternatywnymi metodami oszczędzania, w tym m.in. lokowaniem środków w funduszach inwestycyjnych. Aktywa tych funduszy wzrosły w II kwartale br. o 4,8 mld zł.

W kierunku wzrostu podaży pieniądza M3 w II kwartale br. silnie oddziaływało zwiększenie poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu (poza kasami banków). Wzrost ten miał charakter se-

²⁵ Zgodnie z metodyką obowiązującą od marca 2002 r. pojęcie „system bankowy” zostało zastąpione szerszym pojęciem „monetarne instytucje finansowe”, obejmującym bank centralny oraz pozostałe monetarne instytucje finansowe (dawniej: banki komercyjne). Dla większej jasności i przejrzystości w materiale posłużono się poprzednio obowiązującą terminologią.

Wykres 45

Roczne nominalne tempo wzrostu M3 i M1 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane NBP.

zonowy, ale jego skala była większa niż w analogicznym okresie poprzednich lat (7,3% wobec 6,3% przed rokiem i 4,2% w 2001 r.). Roczna dynamika wzrostu tej kategorii zwiększyła się w porównaniu z poprzednim kwartałem i w poszczególnych miesiącach wahała się od 14,9% do 15,7%.

Wzrost wąskiego pieniądza M1, w skład którego wchodzi pieniądź gotówkowy w obiegu oraz bieżące depozyty w systemie bankowym, w II kwartale br. wynikał z przyrostu obu tych kategorii. Depozyty bieżące zwiększyły się w omawianym okresie o 6,9 mld zł (7,5%), głównie wskutek wzrostu stanu depozytów złotych o 6,0 mld zł (7,8%). Natomiast bieżące depozyty walutowe zwiększyły się o 0,9 mld zł (6,3%), przy czym zwiększenie ich rzeczywistego stanu (o 1,2 mld zł) zostało ograniczone przez wpływ różnic kursowych (-0,3 mld zł). Najsilniej wzrosły w analizowanym okresie depozyty bieżące przedsiębiorstw – o 4,5 mld zł (16,6%).

Przyrost depozytów bieżących w znacznej mierze wynikał z przeklasyfikowania, począwszy od danych za czerwiec br., depozytów typu „tomnext” i „spotnext”²⁶ do depozytów bieżących. Dotychczas były one zaliczane do depozytów terminowych. Wprowadzona zmiana miała na celu ujednolicenie klasyfikacji depozytów bieżących zgodnie z zasadami obowiązującymi w ESBC. Szacunkowa wysokość przekwalifikowanych środków wyniosła 2,5 mld zł, tj. około 2,5% depozytów bieżących.

Czynniki kreacji pieniądza

Zmiany w strukturze czynników kreacji pieniądza w II kwartale 2003 r. w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz z analogicznym kwartałem ub.r. obrazuje tabela 16. W analizowanym okresie głównym źródłem kreacji pieniądza było zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego oraz należności. Absorpcję pieniądza powodowały natomiast zmiany w poziomie aktywów zagranicznych netto.

Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego

O ile w I kwartale br. zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego (IRCS) wystąpiło po stronie czynników absorbujących pieniądź, to w II kwartale br. kategoria ta stanowiła główny czynnik kreacji pieniądza. Na koniec czerwca br. poziom zadłużenia netto IRSC wyniósł 64,8 mld zł, tj. zwiększył się w ciągu omawianego okresu o 4,2 mld zł (nominalnie o 7,0%, realnie o 6,6%). Na wzrost ten złożyło się:

- zwiększenie należności sektora bankowego od IRSC z tytułu kredytów i papierów dłużnych o 6,7 mld zł (8,1%), w tym wzrost należności z tytułu papierów dłużnych o 7,0 mld zł (8,7%) i ich spadek o 0,3 mld zł (13,4%) z tytułu kredytów,
- wzrost zobowiązań sektora bankowego wobec IRSC o 2,5 mld zł (11,0%).

²⁶ „Tomnext” (tomorrow next) i „spotnext” – depozyty jednodniowe, których cechą charakterystyczną jest fakt, iż umowa zostaje zawarta w danym dniu, natomiast faktycznie depozyt zostaje złożony w następnym dniu roboczym po dniu zawarcia transakcji („tomnext”) lub w drugim dniu roboczym po dniu zawarcia transakcji („spotnext”).

Tabela 16

Czynniki kreacji pieniądza*

Wyszczególnienie	Zmiana w II kwartale		Zmiana w II kwartale	
	2003 r. w stosunku		2003 r. w stosunku	
	do I kwartału 2003 r.		do II kwartału 2002 r.	
	mld zł	%	mld zł	%
PODAŻ PIENIĄDZA M3 (1+2+3-4+5+6)	5,7	1,8	4,2	1,3
Czynniki kreacji:				
1. Aktywa zagraniczne netto	-5,7	-4,0	-1,1	-0,8
2. Należności	2,5	1,0	14,4	5,9
3. Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego	4,2	7,0	-1,1	-1,7
4. Długoterminowe zobowiązania finansowe	1,9	1,9	8,8	9,2
5. Aktywa trwałe (bez aktywów finansowych)	0,2	0,8	2,2	7,9
6. Saldo pozostałych pozycji netto	6,4	-9,4	-1,4	2,4

* Po zmianach metodologicznych wprowadzonych w marcu ub.r. w czynnikach kreacji pieniądza ujmowane są długoterminowe zobowiązania finansowe systemu bankowego (ze znakiem ujemnym) oraz aktywa trwałe banków (bez aktywów finansowych).

Źródło: dane NBP.

Decydujące znaczenie w kształtowaniu się tempa i kierunku zmian zadłużenia netto IRSC miały, podobnie jak w poprzednich okresach, wpływy i wydatki budżetu państwa, będącego największym podmiotem tego sektora. Wobec znacznie mniejszych niż założono w ustawie budżetowej na 2003 r. wpływów z prywatyzacji (do końca czerwca br. 15,8%), istotnym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych IRSC były środki pozyskiwane ze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych. Dodatkowym źródłem środków finansujących zobowiązania budżetu w omawianym okresie była majowa emisja obligacji na rynkach zagranicznych w kwocie nominalnej 800 mln euro. W czerwcu natomiast do budżetu państwa wpłynęła kwota 4,7 mld zł tytułem wpłaty z zysku NBP.

Należności

Należności systemu bankowego ogółem wzrosły w II kwartale br. o 2,5 mld zł (o 1,0% nominalnie i o 0,6% realnie) i były, choć w mniejszej skali niż w poprzednim kwartale, jednym z czynników kreujących pieniądź. Na koniec czerwca br. udział należności w szerokim pieniądzu M3 wy-

Tabela 17

Struktura należności w II kwartale 2003 r.

Wyszczególnienie	Stan na	Zmiana w stosunku		Zmiana w stosunku	
	30.06.2003	do 31.03.2003		do 31.12.2002	
	mld zł		%	mld zł	%
Należności ogółem:	260,3	2,5	1,0	9,7	3,9
1. Gospodarstwa domowe	94,2	2,1	2,2	4,4	4,9
2. Niemonetarne instytucje finansowe	14,8	0,1	0,8	0,0	0,3
3. Przedsiębiorstwa	136,0	-0,6	-0,4	4,7	3,5
4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	1,0	0,0	-0,6	0,0	-4,2
5. Instytucje samorządowe	11,3	0,3	2,4	0,0	0,4
6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	3,0	0,7	27,7	0,6	24,0

Źródło: dane NBP.

niósł 79,7% wobec 76,3% przed rokiem. Obserwowana od listopada ub.r. rosnąca dwunastomiesięczna dynamika należności, począwszy od kwietnia br. wykazuje tendencję malejącą.

Ujednolicenie metodyki klasyfikacji kredytów i pożyczek indeksowanych do walut obcych wprowadzone w czerwcu br. spowodowało przesunięcie kredytów indeksowanych, które dotychczas wykazywane były w złotych, do kredytów walutowych. W rezultacie w czerwcu br. wystąpił znaczący wzrost należności walutowych, przy jednoczesnym spadku należności złotych. Udział kredytów walutowych (nie oczyszczonych z wpływu różnic kursowych) w kredytach ogółem, który w br. oscylował w przedziale 26,2% – 28,0%, w czerwcu wzrósł do 30,5%. Zasadnicze zmiany, będące efektem tego przeklasyfikowania, wystąpiły w sektorach osób prywatnych i przedsiębiorców indywidualnych zaliczanych do gospodarstw domowych oraz w sektorze przedsiębiorstw.

Udział **należności od gospodarstw domowych** w należnościach ogółem od początku br. systematycznie wzrastał i w czerwcu wyniósł 36,2%. Podobnie jak w poprzednich okresach kredyty zaciągane przez gospodarstwa domowe przeznaczone były głównie na cele mieszkaniowe (26,1% w czerwcu). Kredyty na zakup mieszkań stanowiły również największą pozycję w strukturze przedmiotowej ogółu kredytów dla osób prywatnych (36,2%). Natomiast przedsiębiorcy indywidualni zaliczani do gospodarstw domowych zaciągali głównie kredyty inwestycyjne (35,4%), operacyjne (25,7%) oraz kredyty w rachunku bieżącym (21,5%).

Udział **należności od przedsiębiorstw** w należnościach ogółem od marca br. powoli spadał i na koniec czerwca wyniósł 52,2%. Zadłużenie tego sektora w systemie bankowym z tytułu kredytów, pożyczek i innych należności obniżyło się w omawianym okresie o 0,8 mld zł (0,6%). Wzrost zainteresowania pozyskaniem nowych kredytów, choć znacznie mniejszy niż w poprzednim kwartale, wykazywały przedsiębiorstwa i spółki prywatne oraz spółdzielnie. W stosunku do marca br. ich zadłużenie w systemie bankowym wzrosło o 0,4 mld zł (0,4%). Natomiast przedsiębiorstwa i spółki państwowe zmniejszyły w II kwartale br. swoje zapotrzebowanie na kredyty o 1,3 mld zł (5,2%) w stosunku do poprzedniego kwartału. Przedsiębiorstwa przeznaczały kredyty głównie na finansowanie działalności operacyjnej (33,9%) i inwestycyjnej (32,7%).

Należności od pozostałych sektorów zwiększyły się w II kwartale br. o 1,0 mld zł, w czym największy udział miał wzrost należności od funduszy ubezpieczeń społecznych, wynoszący 0,7 mld zł (27,7%).

Aktywa zagraniczne netto

Aktywa zagraniczne netto systemu bankowego osiągnęły na koniec czerwca br. poziom 138,2 mld zł i zmniejszyły się w stosunku do marca br. o 5,7 mld zł, tj. o 4,0%. Na spadek tenłożyło się zmniejszenie aktywów zagranicznych o 6,0 mld zł (3,2%) oraz obniżenie poziomu pasywów zagranicznych o 0,3 mld zł (0,7%). Spadki te generowane były przede wszystkim przez zmiany różnic kursowych. W ujęciu dolarowym aktywa zagraniczne netto wyniosły na koniec II kwartału br. 35,5 mld USD i praktycznie nie uległy zmianie w stosunku do końca marca br.

Zmiana poziomu aktywów zagranicznych była wypadkową wzrostu tej kategorii w NBP o 3,0% przy jednoczesnym jej spadku w bankach komercyjnych o 6,2%. Na przyrost poziomu aktywów zagranicznych w NBPłożyły się m.in. środki w wysokości 800 mln euro pozyskane przez budżet państwa z emisji rządowych obligacji na rynkach zagranicznych i zdeponowane na rachunku walutowym w NBP.

Natomiast pasywa zagraniczne systemu bankowego zwiększyły się w II kwartale br. wskutek wzrostu o 6,1% zobowiązań zagranicznych NBP oraz o 4,2% zobowiązań zagranicznych banków komercyjnych.

Saldo pozostałych pozycji (netto)

W II kwartale 2003 r. ujemne saldo pozostałych pozycji netto (SPPN) zmniejszyło się o 6,4 mld zł, tj. o 9,4 % i na koniec czerwca wyniosło –61,4 mld zł.

O skali i kierunku zmiany tej kategorii w analizowanym okresie zdecydowały *pozostałe aktywa netto w NBP*. W ciągu II kwartału br. pasywne saldo *pozostałych aktywów netto NBP* zmniejszyło się o 6 mld zł, tj. o 14,8% i wyniosło na koniec czerwca –33,5 mld zł. Było to spowodowane głównie zmniejszeniem się stanu „rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych” w związku z wyceną aktywów i pasywów walutowych przeliczonych na złote. Zmiany stanu rezerwy wynikały z księgowych zapisów technicznych i nie miały bezpośredniego wpływu na podaż pieniądza M3.

Do zmniejszenia ujemnego salda pozostałych pozycji netto w II kwartale 2003 r. przyczyniły się też *wyniki finansowe monetarnych instytucji finansowych*, które zmniejszyły się o 1,4 mld zł, tj. o 40,6 %, a ich stan na koniec czerwca wyniósł –2,0 mld zł (jako składnika SPPN). Zmiana ta była spowodowana zmniejszeniem się stanu *wyników finansowych w trakcie zatwierdzania*. Kwoty, które zasilły konta (np. w postaci dywidendy) gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, niemonetarnych instytucji finansowych, pozostałych instytucji rządowych i samorządowych zwiększyły podaż pieniądza M3.

Aktywa trwałe banków

Wartość aktywów trwałych banków (bez aktywów finansowych) na koniec II kwartału br. wyniosła 29,3 mld zł i zwiększyła się o 0,2 mld zł (o 0,8%) w porównaniu z końcem I kwartału br.

Długoterminowe zobowiązania finansowe

Długoterminowe zobowiązania finansowe systemu bankowego zwiększyły się w II kwartale br. o 1,9 mld zł, tj. o 1,9% i osiągnęły na koniec czerwca br. poziom 104,7 mld zł. Przyrost tej kategorii wynikał ze zwiększenia kapitałów i rezerw o 1,9 mld zł (2,4%). W stosunku do poprzedniego kwartału poziom depozytów z terminem pierwotnym powyżej 2 lat nie zmienił się.

4.3. Transmisja polityki monetarnej

4.3.1. Stopa procentowa

Polityka pieniężna a stopy procentowe na rynku międzybankowym

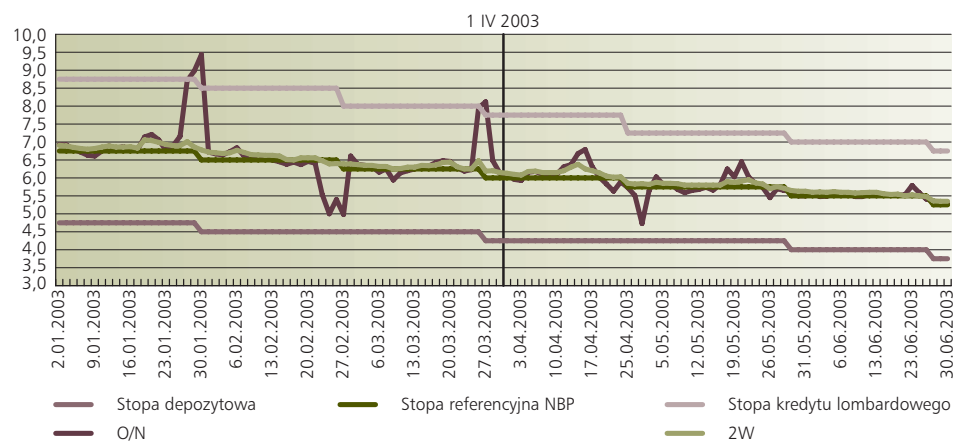
W II kwartale 2003 r. krótkoterminowe stopy procentowe nadal spadały, co było związane z utrzymującymi się na rynku oczekiwaniami na kolejne obniżki stóp NBP (wykresy 46–47).

Po serii trzech obniżek stopy referencyjnej NBP po 25 punktów bazowych (pkt. baz.) w I kwartale br. rynek nie był pewny terminu kolejnej jej redukcji. Z tego powodu kwietniowa redukcja stopy referencyjnej NBP o kolejne 25 pkt. baz. nie była w pełni zdyskontowana przez rynek pieniężny, o czym świadczyło utrzymywanie się dodatniego spreadu między oprocentowaniem depozytu 2-tygodniowego a stopą referencyjną NBP przed posiedzeniem RPP w kwietniu. Po decyzji RPP o obniżce stóp krzywa dochodowości rynku pieniężnego przesunęła się w dół średnio o 14 pkt. baz. Znaczące przesunięcie się w dół długiego końca krzywej dochodowości świadczyło o wzroście oczekiwań rynku na dalsze redukcje stopy referencyjnej NBP.

W reakcji na kwietniową decyzję RPP i spadek tempa inflacji w kwietniu oczekiwania rynku na obniżki stóp NBP nasiliły się. W rezultacie oprocentowanie depozytów międzybankowych o terminach zapadalności powyżej 1 miesiąca znacznie się obniżyło. Oprocentowanie depozytów 1-miesięcznych w maju zmniejszyło się o około 25 pkt. baz., a 9- i 12-miesięcznych o około 40 pkt. baz. W efekcie wzrosło nachylenie krzywej dochodowości rynku pieniężnego (wykres 49). Uczestnicy rynku byli niemal pewni, że RPP dokona w maju kolejnej redukcji stopy referencyjnej o 25 pkt. baz., na co wskazywał spadek oprocentowania depozytów 2-tygodniowych poniżej stopy referencyjnej NBP tuż przed posiedzeniem RPP. Ujemny spread między oprocentowaniem depozytów 2-tygodniowych a stopą referencyjną NBP wystąpił również przed czerwcowym posiedzeniem RPP, co wskazywało na dyskontowanie przez rynek oczekiwanej, kolejnej redukcji stopy referencyjnej o 25 pkt. baz.

Wykres 46

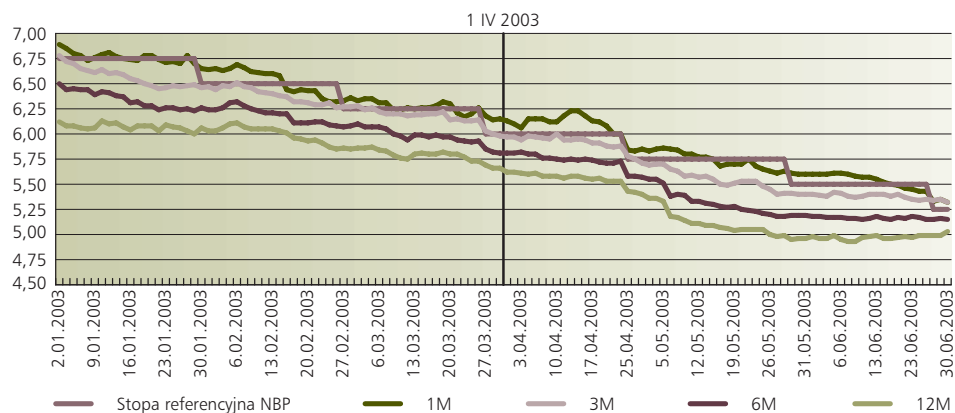
Stopy NBP oraz oprocentowanie depozytów międzybankowych O/N i 2W (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 47

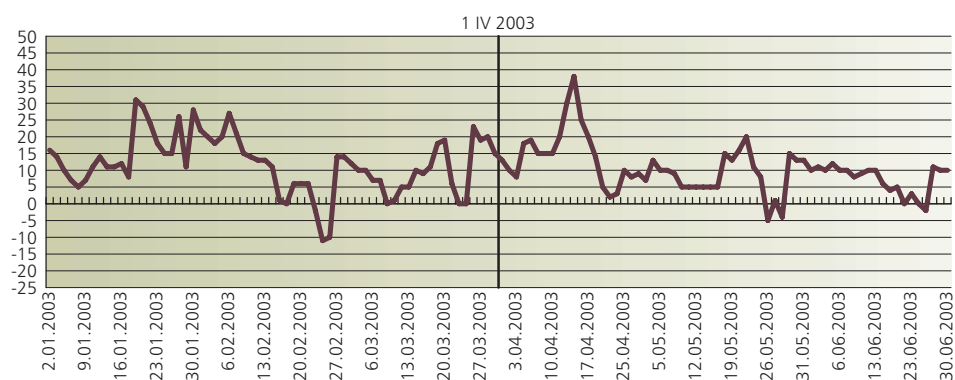
Stopa referencyjna oraz oprocentowanie depozytów międzybankowych 1M, 3M, 6M, 12M (%)



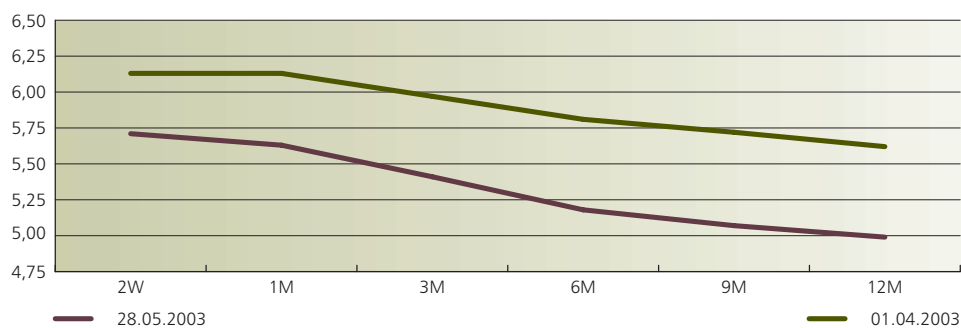
Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 48

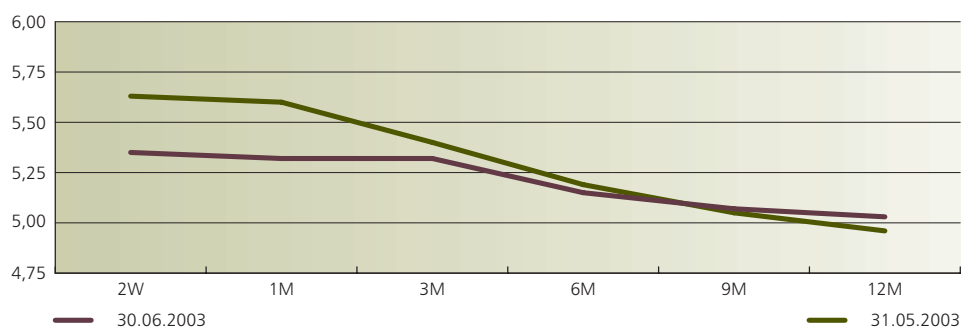
Spread między stopą referencyjną a oprocentowaniem depozytu 2-tygodniowego (pkt. baz.)



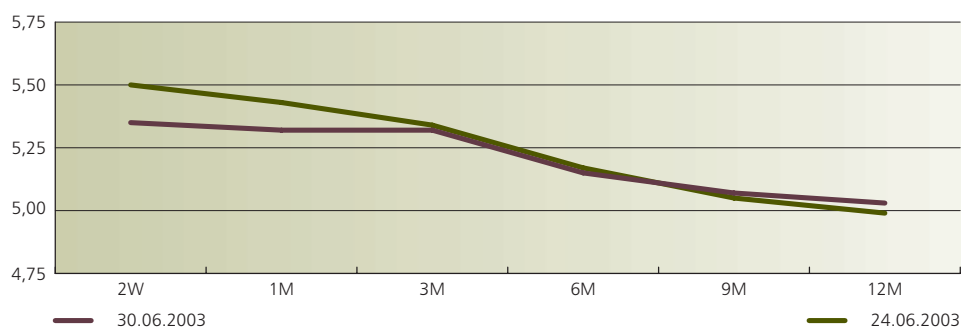
Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 49**Zmiana położenia krzywych dochodowości na rynku depozytów międzybankowych w maju (%)**

Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 50**Zmiana położenia krzywych dochodowości na rynku depozytów międzybankowych w czerwcu**

Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 51**Krzywe dochodowości na rynku depozytów międzybankowych przed i po posiedzeniu RPP w czerwcu**

Źródło: dane Reuters, NBP.

Splaszczanie się krzywej dochodowości na odcinku od 2 tygodni do 3 miesięcy po posiedzeniu RPP w czerwcu było związane z zapowiedzianą wówczas przez członków RPP przerwą w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej²⁷ i świadczyło o braku oczekiwań na zmiany stóp NBP w lipcu (wy-

²⁷ Podczas konferencji prasowej zorganizowanej po posiedzeniu RPP wskazano, że na lipcowym posiedzeniu w dniach 17–18 lipca nie będą jeszcze znane nowe dane makroekonomiczne.

kres 50). Z kolei lekki trend wzrostowy oprocentowania depozytów o najdłuższym terminie zapadalności, jaki wystąpił w czerwcu, odzwierciedlał zmniejszenie oczekiwań rynku na obniżki stopy referencyjnej NBP w długim okresie.

Reakcja banków na politykę banku centralnego

W II kwartale 2003 r. stopa referencyjna Narodowego Banku Polskiego została obniżona o 0,75 pkt. proc. W tym czasie stawka WIBOR 1M spadła o 0,83 pkt. proc. Natomiast, podobnie jak w poprzednich okresach, zmiany oprocentowania oferowanego przez banki były zróżnicowane w zależności od produktu oraz kategorii klientów (por. tabela 18).

Tabela 18

Zmiany i poziomy wybranych stóp procentowych

Rodzaj	Zmiana XII 2002– III 2003	Zmiana w stosunku do III 2003				
		III	VI	IV	V	VI
		2003				
Depozyty terminowe złotowe ogółem	-0,41	3,82	3,15	-0,26	-0,48	-0,67
Kredyty konsumenckie ogółem	-0,95	16,51	15,93	-0,23	-0,33	-0,58
Kredyty dla przedsiębiorstw ogółem	-0,64	9,92	9,13	-0,27	-0,64	-0,79
WIBOR 1M	-0,83	6,15	5,32	-0,32	-0,55	-0,83
Stopa referencyjna NBP	-0,75	6,00	5,25	-0,25	-0,50	-0,75

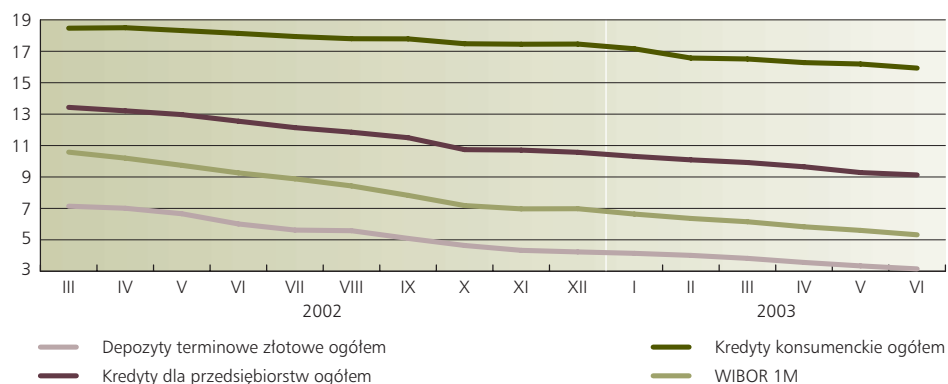
Źródło: NBP.

Dynamika zmian oprocentowania kredytów i depozytów w II kwartale br. miała odmienny charakter niż w poprzednim kwartale. W przeciwieństwie do I kwartału br. odnotowano stosunkowo niewielkie zmiany oprocentowania kredytów konsumenckich ogółem. Były one mniejsze niż zmiany oprocentowania zarówno kredytów dla przedsiębiorstw, depozytów ogółem, jak i stawek WIBOR1M. Natomiast oprocentowanie depozytów terminowych obniżyło się w stosunkowo większym stopniu niż w I kwartale br.

Spośród analizowanych agregatów najbardziej w II kwartale br. spadło oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw. Utrzymywała się przy tym obserwowana od kilku kwartałów prawidłowość polegająca na tym, że skala zmian oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw oraz stawek na rynku międzybankowym była podobna.

Wykres 52

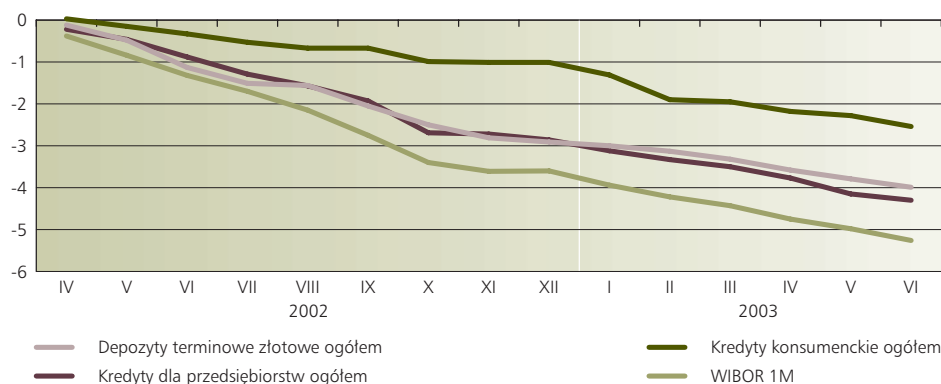
Wybrane stopy procentowe (%)



Źródło: NBP.

Wykres 53

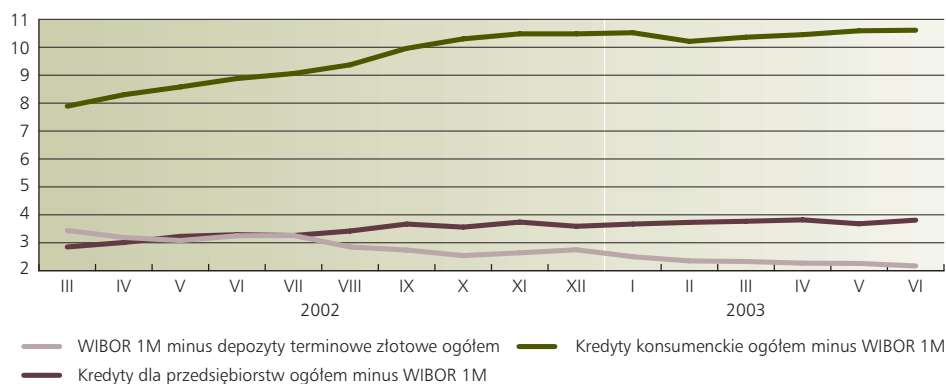
Skumulowane zmiany wybranych stóp procentowych od marca 2002 r.



Źródło: NBP.

Wykres 54

Różnica między oprocentowaniem depozytów i kredytów a stawką WIBOR 1M (pkt. proc.)



Źródło: NBP.

Analiza w dłuższej perspektywie zmian oprocentowania oferowanego przez banki ich klientom (por. wykres 53) wskazuje, że od marca 2002 r. oprocentowanie zarówno depozytów, jak i kredytów obniżało się wolniej niż oprocentowanie na rynku międzybankowym. O ile jednak skumulowane zmiany oprocentowania depozytów terminowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw były zbliżone, to oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych obniżało się znacznie wolniej. Wskazuje to na utrzymujące się różnicowanie w traktowaniu przez banki poszczególnych grup klientów.

W rezultacie przedstawionych zmian stóp procentowych systematycznie wzrastała różnica między oprocentowaniem kredytów konsumenckich a stawkami na rynku międzybankowym. Natomiast w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw różnica ta uległa stabilizacji. Jednocześnie zmniejsza się różnica pomiędzy stawkami na rynku międzybankowym a oferowanym przez banki oprocentowaniem depozytów (szczególnie depozytów terminowych o deklarowanym okresie zapadalności powyżej dwóch lat).

Stabilizowanie poziomu marż pobieranych przez banki przy kredytowaniu przedsiębiorstw w stosunku do oprocentowania na rynku międzybankowym, może świadczyć o stopniowym zmniejszaniu postrzeganego przez banki ryzyka kredytowania działalności gospodarczej w związku ze zbliżającą się poprawą koniunktury. Z kolei mniej agresywne obniżki oprocentowania depozytów długoterminowych wskazują, że banki przewidując przyszłe zwiększenie akcji kredytowej, już obecnie dążą do zapewnienia sobie źródeł jej finansowania. W obliczu rosnącej konkurencji o oszczędności ze strony innych instytucji finansowych działania te mogą okazać się istotne dla osiągnięcia przez banki odpowiedniego poziomu zyskowności.

Stopy procentowe a popyt na kredyty

W II kwartale 2003 r. banki komercyjne kontynuowały obniżanie oprocentowania kredytów. W rezultacie w czerwcu średnie oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych wyniosło 15,9% (15,6% w ujęciu realnym), kredytów dla przedsiębiorstw 9,1% (6,9% realnie), a kredytów mieszkaniowych 7,7% (7,4% realnie)²⁸.

Obniżkom oprocentowania kredytów w II kwartale br. towarzyszyło zahamowanie spadkowej tendencji rocznego tempa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych, a następnie jego niewielki wzrost. W czerwcu br. roczne tempo wzrostu kredytów udzielonych gospodarstwom domowym osiągnęło 8,5% w ujęciu nominalnym wobec 7,2% w marcu br. Po usunięciu wpływu wahań kursowych odwrócenie tendencji rocznego tempa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych staje się jeszcze wyraźniejsze: w czerwcu wyniosło ono 6,0% wobec 3,3% w marcu.

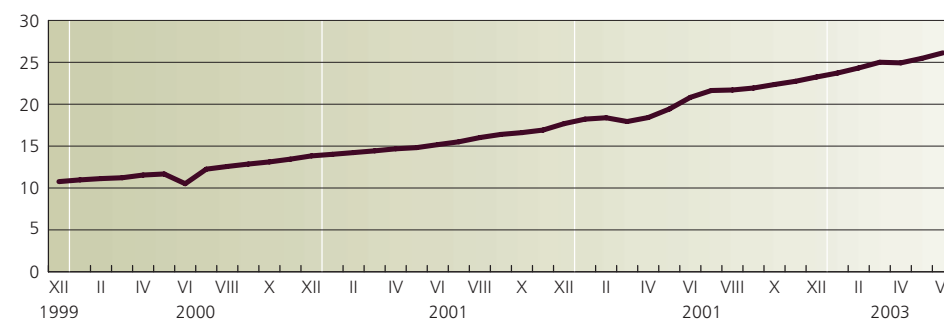
Główny składnik przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych stanowiły kredyty na cele mieszkaniowe. Kredyty dla gospodarstw domowych zwiększyły się w II kwartale br. o 2,1 mld zł, z czego 1,5 mld zł przypadło na kredyty mieszkaniowe. Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych wzrost kredytów mieszkaniowych wyniósł około 1,7 mld zł. Do szybkiego przyrostu kredytów mieszkaniowych przyczyniał się spadek ich oprocentowania, który w analizowanym okresie następował szybciej niż spadek oprocentowania kredytów konsumpcyjnych. Stosunkowo niskie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych wynika z tego, że są one zwykle znacznie lepiej zabezpieczone niż inne kredyty dla gospodarstw domowych. Na obniżanie oprocentowania kredytów mieszkaniowych wpływała również silna konkurencja na ich rynku. Wraz ze spadkiem oprocentowania złotych kredytów mieszkaniowych maleje zainteresowanie gospodarstw domowych kredytami walutowymi. Dokładne porównanie dynamiki mieszkaniowych kredytów złotych oraz walutowych w II kwartale br. nie jest możliwe ze względu na omówione zmiany w sprawozdawczości banków wprowadzone w czerwcu 2003 r. Udział kredytów mieszkaniowych w kredytach gospodarstw domowych ogółem stale się zwiększa i na koniec II kwartału br. wyniósł 26,1% (wykres 55).

Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, mimo ich spadającego oprocentowania, utrzymuje się nadal na niskim poziomie. W II kwartale br. odnotowano spadek rocznego tempa wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw w ujęciu nominalnym z 8,4% marca do 2,8% w czerwcu. Po wyeliminowaniu różnic kursowych roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw wyniosło 1,2% w czerwcu.

Wyniki badań ankietowych prowadzonych przez NBP²⁹ wskazują, że w opinii przedsiębiorstw poziom oprocentowania kredytów nie był w II kwartale br. barierą w ich dostępności. Mimo wielu

Wykres 55

Udział kredytów mieszkaniowych w kredytach gospodarstw domowych ogółem (%)



Źródło: dane NBP.

²⁸ Wyznaczając realne oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych oraz kredytów mieszkaniowych za deflator przyjęto oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych (dostępne na stronach www.nbp.pl), a w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw – bieżący wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu.

²⁹ Badanie koniunktury prowadzone przez NBP jest badaniem ankietowym na próbie 400 przedsiębiorstw. Pełna analiza wyników badania znajduje się w Internecie na stronie www.nbp.pl/publikacje.

oznak ożywienia gospodarczego w badanej próbie dominuje grupa firm nie planujących zwiększania zadłużenia kredytowego. Mniejsze problemy z dostępnością kredytów mają zwykle duże przedsiębiorstwa. Jednak wyniki ankiety wskazują, że w ciągu II kwartału br. oceny dostępności kredytów najbardziej poprawiły się w grupie małych przedsiębiorstw.

Stopy procentowe a kształtowanie się depozytów

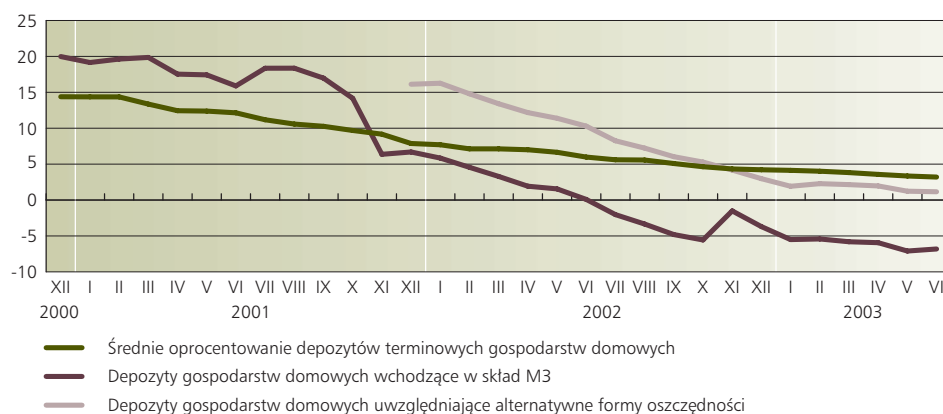
Kolejnym redukcjom stóp procentowych NBP w II kwartale 2003 r. towarzyszyło obniżanie oprocentowania depozytów przez banki komercyjne.

W II kwartale br. alternatywne formy lokowania środków, takie jak np. zakup jednostek funduszy inwestycyjnych lub obligacji skarbowych, pozwalały na osiągnięcie wyższych stóp zwrotu niż lokaty bankowe. Oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych wynosiło w czerwcu 4,91%, zaś inwestycje w fundusze potencjalnie dawały jeszcze wyższe stopy zwrotu. Wartość jednostek uczestnictwa w większości funduszy inwestycyjnych działających na rynku papierów dłużnych zwiększyła się w pierwszym półroczu br. o ponad 3%, a w wielu funduszach akcyjnych o ponad 15%, co stwarzało nadzieję na podobnie wysoki przyrost w przyszłości. Porównanie powyższych stóp zwrotu z oprocentowaniem depozytów proponowanym w systemie bankowym skłoniło wiele podmiotów do przesunięcia swoich środków z banków np. do funduszy inwestycyjnych, które w rezultacie w II kwartale br. nadal notowały intensywny napływ aktywów.

Obniżające się stopy procentowe oraz ich struktura przyczyniły się do spadku depozytów gospodarstw domowych w bankach komercyjnych w II kwartale br. o 4,5 mld zł, tj. o 2% w ujęciu nominalnym. Spadek ten po usunięciu wpływu wahań kursowych wyniósł 3,6 mld zł. Równocześnie jednak alternatywne oszczędności gospodarstw domowych (obligacje skarbowe, jednostki funduszy inwestycyjnych oraz depozyty w SKOK) zwiększyły się o około 2,6 mld zł. Suma aktywów finansowych ogółem gospodarstw domowych zmniejszyła się zatem w II kwartale br. o około 1 mld zł, co odnotowano po raz pierwszy od 2000 r. Roczne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych wchodzących w skład szerokiego agregatu monetarnego M3 w II kwartale br. nadal pozostawało ujemne i w czerwcu wyniosło -6,8%. Natomiast roczne tempo wzrostu aktywów finansowych ogółem gospodarstw domowych, choć się zmniejszało, to jednak było dodatnie i w czerwcu osiągnęło około 1,2% (wykres 56).

Wykres 56

Roczne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych (w dwóch ujęciach) oraz średnie oprocentowanie depozytów terminowych gospodarstw domowych



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

Uwaga 2: Alternatywne w stosunku do depozytów wchodzących w skład M3 formy oszczędności gospodarstw domowych obejmują: jednostki funduszy inwestycyjnych, papiery skarbowe oraz depozyty w SKOK.

Źródło: dane NBP.

Obserwowana w II kwartale br. dalsza intensywna substytucja depozytów bankowych alternatywnymi formami lokowania środków dokonywana przez gospodarstwa domowe świadczy o aktywnych działaniach gospodarstw domowych podejmowanych w celu zwiększenia przychodów z tytułu posiadanych środków finansowych. Powierzenie aktywów funduszom inwestycyjnym umożliwiało nie tylko zwiększenie stopy zwrotu, ale też pozwalało uniknąć opodatkowania przychodów odsetkowych. Możliwość uniknięcia opodatkowania była również głównym motywem zakupu przez gospodarstwa domowe obligacji bankowych. Ich stan w posiadaniu gospodarstw domowych zwiększył się w II kwartale br. o 0,75 mld zł.

Depozyty przedsiębiorstw zwiększyły się w II kwartale br. o 5,2 mld zł (10,2%). Roczne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw osiągnęło w czerwcu br. 16,6%, tj. najwyższy poziom notowany od 2000 r. Szybki przyrost depozytów przedsiębiorstw może być przejawem przyspieszenia wzrostu gospodarczego w II kwartale 2003 r.

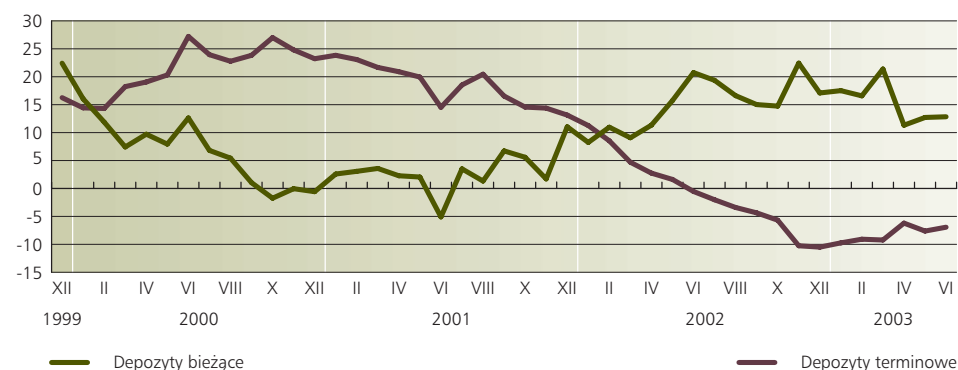
Wskutek spadku stóp procentowych i związanego z tym zmniejszania się alternatywnych kosztów utrzymywania pieniądza gotówkowego od końca 2001 r. notuje się dynamiczny wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu oraz towarzyszący mu wzrost wąskiego agregatu monetarnego M1. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na szybkie tempo wzrostu gotówki w obiegu jest „szok nominalny”, przejawiający się odczuciem, że obecne oprocentowanie depozytów w systemie bankowym jest niskie. Wydaje się, że po pewnym czasie gospodarstwa domowe przyzwyczają się do niższego poziomu stóp procentowych i zmniejszą skalę substytucji swoich depozytów bankowych pieniądzem gotówkowym.

Ze względu na wspomniane zmiany w definicji agregatu M1 wprowadzone w czerwcu br. nie jest możliwe dokładne określenie przyrostu M1 w II kwartale br. Przybliżony przyrost M1 w analizowanym okresie wyniósł 7,5 mld zł, a jego roczne tempo wzrostu około 14%. O ile roczne tempo wzrostu depozytów bieżących nadal utrzymywało się na wysokim poziomie, wynosząc w czerwcu około 13%, to roczne tempo wzrostu depozytów terminowych pozostało ujemne i wyniosło około -7% (wykres 57). Zmniejszanie się depozytów terminowych nie ma jednorodnego charakteru. Depozyty o zapadalności powyżej 2 lat szybko się zwiększają. Zmniejsza się natomiast stan depozytów terminowych o zapadalności do 2 lat. Roczne tempo wzrostu tych kategorii wynosiło w czerwcu 2003 r. odpowiednio 10,3% oraz około -8,1%.

Zmiany depozytów obserwowane w II kwartale br. stanowiły kontynuację procesów zapoczątkowanych w końcu 2001 r. Spadające oprocentowanie depozytów bankowych, przewyższające je stopy zwrotu z alternatywnych aktywów oraz opodatkowanie przychodów odsetkowych skłaniały do zmiany struktury aktywów finansowych w celu maksymalizacji zysku i wzrostu stopnia ich płynności.

Wykres 57

Roczne tempo wzrostu depozytów bieżących i terminowych



Źródło: dane NBP.

Oczekiwane stopy procentowe

Oczekiwanie krótkookresowe

W II kwartale br. nadal utrzymywały się oczekiwania rynku na dalsze redukcje stóp NBP.

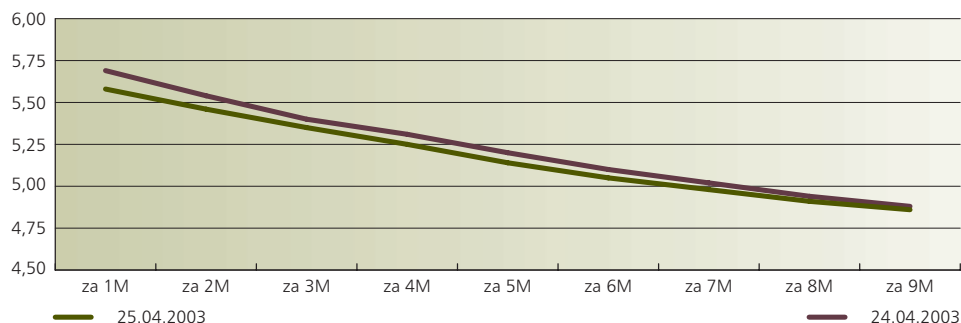
Początkowo, po trzech obniżkach stóp NBP dokonanych w kolejnych miesiącach I kwartału br., oczekiwania te nie były zbyt silne. Dopiero kwietniowa obniżka stóp umocniła rynek w przekonaniu, że można spodziewać się dalszych zmian stóp procentowych banku centralnego (Wykres 58). Istotną przyczyną wzrostu oczekiwań rynku na dalsze redukcje stóp NBP było również utrzymujące się niskie tempo inflacji (0,3% r/r w kwietniu).

Oczekiwania na kontynuację serii obniżek stóp NBP odzwierciedlał spadkowy trend oprocentowania kontraktów FRA, który utrzymał się w zasadzie do końca maja³⁰ (wykres 59).

O sile oczekiwań rynku świadczyło to, że w końcu maja oczekiwana 3-miesięczna stawka WIBOR na koniec lipca była niższa od jej bieżącego poziomu o 35 pkt. baz. (wykres 60). Ponadto pod ko-

Wykres 58

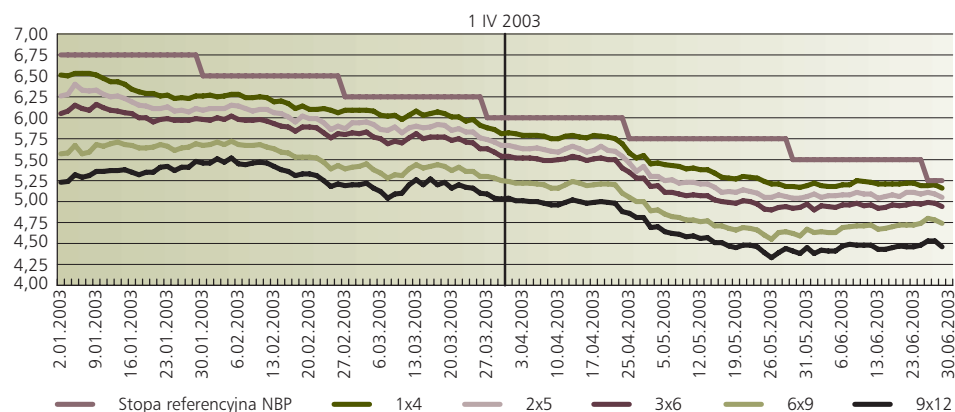
Zmiany 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych po posiedzeniu RPP w kwietniu 2003 r. (%)



Źródło: dane Reuters.

Wykres 59

Oprocentowanie kontraktów FRA na WIBOR 3M oraz stopa referencyjna NBP (%)

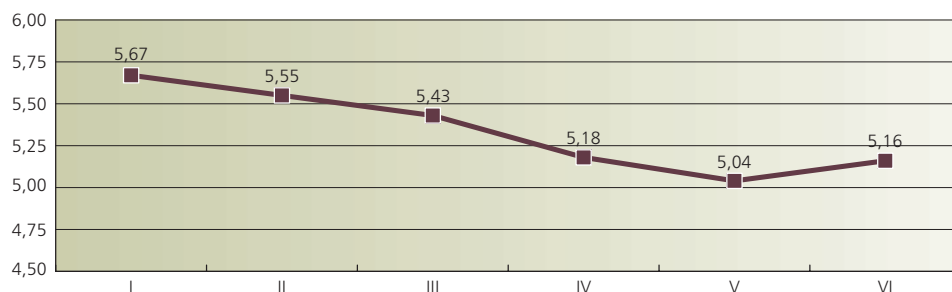


Źródło: dane Reuters.

³⁰ Rynek FRA to rynek międzybankowy, na którym zawierane są transakcje FRA (Forward Rate Agreement). Są to kontrakty terminowe na krótkoterminową stopę procentową (WIBOR 1M, 3M lub 6M). Kontrakty FRA 1x4, 2x5 i 3x6 są kontraktami terminowymi na stopę procentową, wystawionymi na 3-miesięczny WIBOR, których data rozliczenia została uzgodniona za miesiąc (1x4), za dwa miesiące (2x5) i za 3 miesiące (3x6), licząc od daty zawarcia kontraktu.

Wykres 60

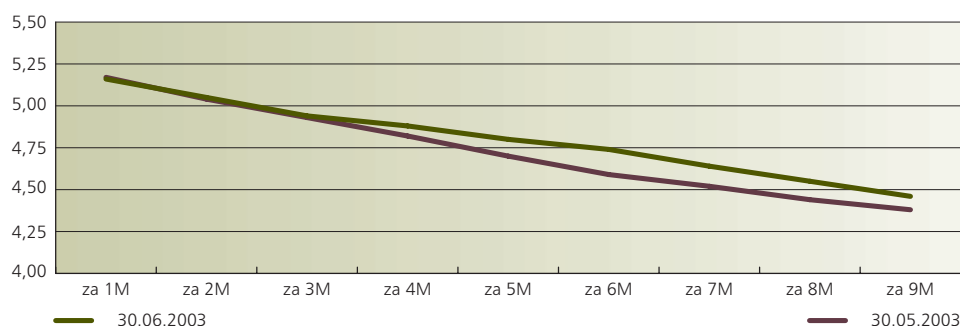
Oprocentowanie 3-miesięcznych kontraktów FRA zapadających w końcu lipca 2003 r. (%)



Źródło: dane Reuters.

Wykres 61

Zmiany wysokości 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych w czerwcu 2003 r. (%)



Źródło: dane Reuters.

niec maja w oprocentowaniu kontraktów FRA zdyskontowano obniżki stopy referencyjnej NBP o 25 pkt. baz. na posiedzeniach RPP w maju i w czerwcu. Niektórzy uczestnicy rynku nie wykluczali, że RPP dokona w maju redukcji stopy referencyjnej NBP nawet o 50 pkt. baz. W większości jednak analitycy byli przekonani, że RPP będzie w dalszym ciągu obniżała stopy procentowe „małymi krokami” po 25 pkt. baz.

Opublikowanie gorszych od oczekiwanych przez rynek danych dotyczących cen żywności i napojów bezalkoholowych za I połowę maja znacząco zmieniło nastawienie rynku co do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Przyczyniły się do tego także zapowiedzi rządu o zwiększeniu deficytu budżetowego w 2004 r. Oczekiwania rynku na dalsze redukcje stóp NBP zmniejszyły się. W końcu czerwca wysokość oczekiwanej 3-miesięcznej stawki WIBOR na koniec lipca wzrosła o około 12 pkt. baz. w stosunku do maja (wykres 60). W największym stopniu osłabiły się oczekiwania rynku na redukcję stóp NBP w dłuższym okresie, tj. w horyzoncie co najmniej 6-miesięcznym (wykres 61). Mimo obaw rynek nadal spodziewał się jednak obniżki o 25 pkt. baz. stopy referencyjnej NBP na posiedzeniu RPP w czerwcu.

Oczekiwania długookresowe

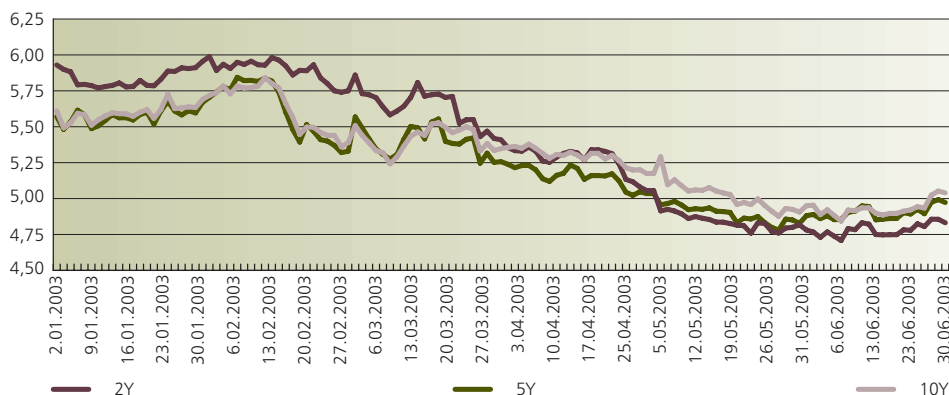
Od początku II kwartału 2003 r. do przełomu maja i czerwca następował spadek rentowności obligacji (wykres 62).

Jego powodem były oczekiwania uczestników rynku na kolejne cięcia stóp NBP. Obniżenie w II kwartale br. stopy referencyjnej NBP o 75 pkt. baz. spowodowało spadek stopy rentowności dwuletnich obligacji odniesienia³¹ o 59 pkt. baz.

³¹ Obligacje zerokuponowe, których okres do wykupu jest zbliżony do 2 lat.

Wykres 62

Stopy rentowności obligacji skarbowych (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Czynnikiem, który mógł przyczynić się do obniżenia stóp rentowności wzdłuż całej krzywej, było włączenie 1 maja indeksu polskich obligacji skarbowych do indeksu *World Government Bond Index* (WGBI), publikowanego przez Citibank. Informacja ta miała bowiem istotne znaczenie dla wszystkich funduszy inwestycyjnych, które swoje strategie opierają właśnie na indeksie WGBI³².

Na przełomie maja i czerwca nastąpiło zahamowanie tempa spadku rentowności obligacji. Bezpośrednim impulsem, który wywołał pogorszenie nastrojów na rynku w Polsce, były wydarzenia na węgierskim rynku finansowym. Pod koniec maja kurs forinta do euro uległ silnej deprecjacji, a na początku czerwca węgierski bank centralny ogłosił dewaluację centralnego parytetu. W celu stabilizacji kursu walutowego władze monetarne Węgier podnosiły dwukrotnie stopy procentowe (łącznie o 3 pkt. proc.). Straty poniesione na rynku węgierskim i wzrost niepewności co do dalszego kierunku polityki pieniężnej na Węgrzech skłoniły część inwestorów do wycofania się z rynków obligacji w krajach akcesyjnych, w tym także z Polski.

Przyczyną wzrostu rentowności obligacji była też rosnąca niepewność dotycząca rozwoju sytuacji politycznej w kraju. Obaw z tym związanych nie zmniejszyły ani korzystne rezultaty referendum unijnego ani przegłosowanie wotum zaufania dla rządu. Dodatkowym czynnikiem negatywnie oddziałującym na nastroje inwestorów były obawy dotyczące możliwości zwiększenia deficytu w projekcie ustawy budżetowej na 2004 r.

Do wzrostu rentowności obligacji pod koniec czerwca br. przyczyniła się także zmiana oczekiwań uczestników rynku co do ścieżki obniżek stóp procentowych NBP. Inwestorzy nabrali przekonania, że prawdopodobieństwo kolejnej obniżki stóp procentowych w lipcu jest niskie. Rewizja oczekiwań nastąpiła zarówno pod wpływem danych makroekonomicznych, wskazujących na stopniowe ożywienie gospodarcze, jak również w wyniku komentarzy przedstawicieli RPP, sygnalizujących niskie prawdopodobieństwo redukcji stóp w lipcu.

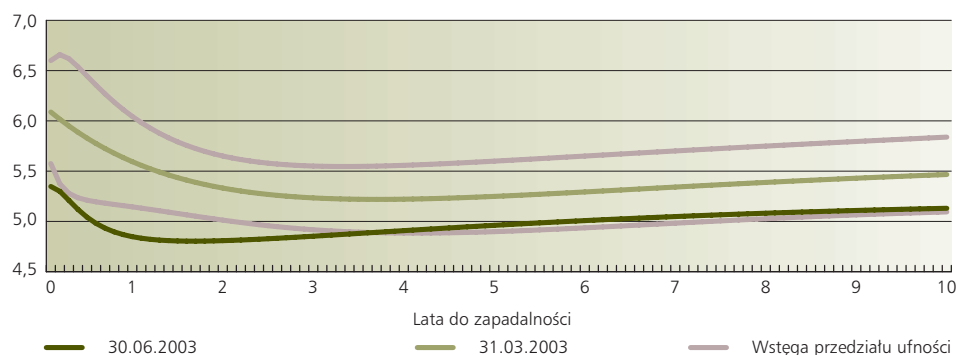
Oznaki stopniowej poprawy sytuacji w sferze makroekonomicznej pojawiły się nie tylko w Polsce. Rosnący optymizm inwestorów co do perspektyw gospodarczych spowodował wzrost zainteresowania w lokowaniu środków na giełdach i tym samym przyczynił się do odpływu kapitałów z rynków obligacji. Ten globalny trend zaznaczył się także na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych. W okresie od końca maja br. do końca czerwca br. zaangażowanie inwestorów zagranicznych na polskim rynku obligacji, mierzone nominalną wartością portfela nierezydentów, zmniejszyło się o 8,5%³³.

³² Strategia zarządzania funduszami, zwłaszcza typu pasywnego, zakłada utrzymywanie struktury portfela zbliżonej do struktury określonego indeksu. Włączenie do indeksu nowego typu instrumentów powoduje tym samym wzrost popytu na te instrumenty.

³³ Jako punkt odniesienia przyjęto 28.05. br. W tym dniu zanotowano historycznie najwyższy poziom zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji.

Wykres 63

Krzywa zerokuponowa w II kwartale 2003 r. (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Obniżenie popytu na obligacje znalazło odzwierciedlenie w danych z rynku pierwotnego. Relacje popytu do podaży na przetargach 2- oraz 5-letnich obligacji hurtowych w II kwartale br. kształtowały się na poziomach zbliżonych do długookresowych średnich liczonych od października 1999 r. Jednakże w omawianym okresie wartości tego wskaźnika były wyraźnie niższe niż w I kwartale br., zwłaszcza w przypadku obligacji 5-letnich.

Dynamikę zerokuponowej krzywej dochodowości³⁴ w II kwartale 2003 r. przedstawia wykres 63.

Statystycznie istotnemu przesunięciu w dół uległ krótki koniec krzywej³⁵. Zmiana ta była spowodowana kontynuacją cyklu obniżek stóp procentowych banku centralnego. Świadczy o tym zbieżność skali redukcji: odcinek krzywej o terminach zapadalności do 2 lat przesunął się w dół średnio o 69 pkt. baz., tj. tylko o 6 pkt. baz. mniej niż wynosiła skumulowana obniżka stopy referencyjnej NBP.

Segment krzywej o terminach zapadalności od 4 do 10 lat przesunął się w dół średnio o 30 pkt. baz. Przyczyną małej skali przesunięcia było wyczerpanie się spadkowego potencjału krajowej krzywej dochodowości, który wynikał wcześniej z oczekiwań inwestorów na dostosowanie się kra-

Tabela 19

Zmiany rentowności obligacji w II połowie 2002 r. oraz w I połowie 2003 r.*
(koniec danego kwartału w porównaniu z końcem poprzedniego kwartału)

	Termin zapadalności		
	2 lata	5 lat	10 lat
III kwartał 2002	-109	-108	-81
IV kwartał 2002	-105	-130	-90
I kwartał 2003	-51	-32	-28
II kwartał 2003	-59	-28	-30

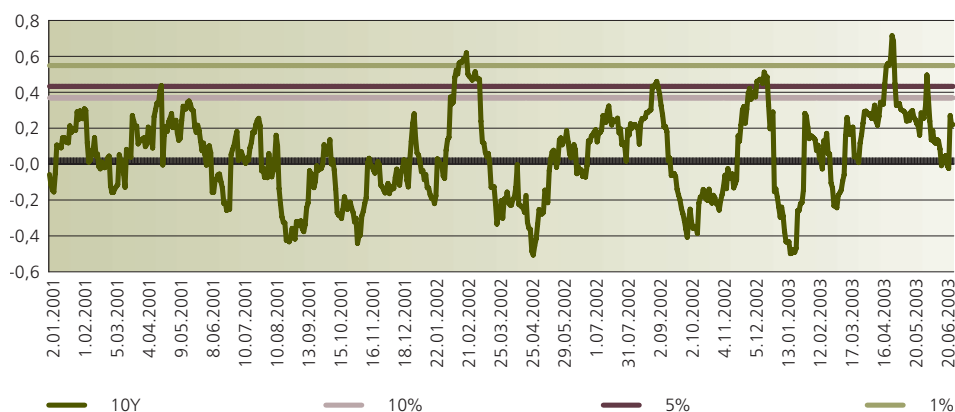
*W tabeli podano bezwzględne zmiany (w pkt. baz.) stóp rentowności obligacji rynkowych o terminach zapadalności zbliżonych do 2,5 oraz 10 lat.

³⁴ Zerokuponowa krzywa dochodowości obrazuje relację między stopami rentowności obligacji zerokuponowych a terminami ich zapadalności. Podstawowym modelem wykorzystywanym w Narodowym Banku Polskim, który służy do oszacowania zerokuponowej krzywej dochodowości, jest model Svenssona (1994) – por. *Raport o inflacji w 1999 r.*

³⁵ Statystyczną istotność przesunięcia krzywej w danym okresie określa jej końcowe położenie względem przedziału ufności (95%), skonstruowanego na podstawie danych o zmienności krzywej. W szczególności, jeżeli krzywa oszacowana na koniec okresu zawiera się w wyznaczonym przedziale ufności, oznacza to, że z prawdopodobieństwem równym 95% nie wystąpiły istotne zmiany kształtu i położenia krzywej w porównaniu z początkiem okresu.

Wykres 64

Korelacje rentowności 10-letnich obligacji niemieckich i polskich

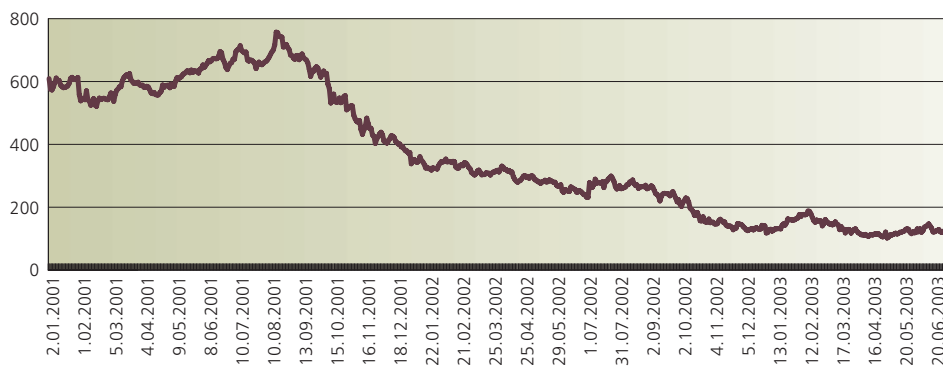


Uwaga: Wskaźniki korelacji obliczone dla dziennych absolutnych zmian stóp rentowności (21 obserwacji). Liniami poziomymi zaznaczono poziomy krytyczne, powyżej których współczynniki korelacji są różne od zera na danym poziomie istotności.

Źródło: dane Reuters, Bloomberg.

Wykres 65

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



Źródło: dane Reuters, Bloomberg.

jowej krzywej dochodowości do krzywej ze strefy euro. Czynniki te miały decydujący wpływ na obniżanie polskiej krzywej dochodowości od połowy 2001 r. Tezę tę dobrze ilustruje tabela 19.

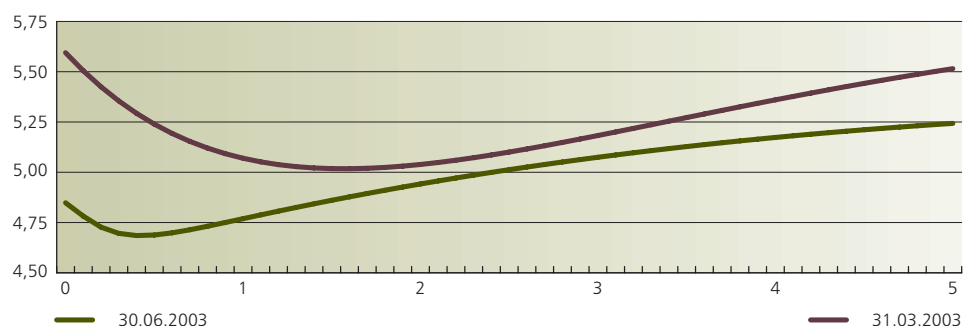
O stopniowym zaniku działania czynników związanych z tzw. „grą na konwergencję” świadczą dwa fakty. Po pierwsze, od początku 2003 r. różnice (tzw. *spreads*) rentowności obligacji krajowych oraz niemieckich obligacji rządowych o analogicznych terminach zapadalności wykazują stabilny poziom. Po drugie, w II kwartale br. obserwowany był okresowy silny wzrost współzależności stóp rentowności odpowiednich obligacji rynku krajowego oraz strefy euro, zwłaszcza tych o długich terminach zapadalności³⁶ (wykresy 64–65).

W II kwartale 2003 r. uczestnicy rynku zweryfikowali swoje oczekiwania zarówno co do minimalnej wysokości rocznej stopy procentowej, jak i horyzontu, w którym poziom ten zostanie osiągnięty. W końcu marca br. inwestorzy oczekiwali, że minimalny poziom rocznej stopy procentowej (5,02%) zostanie osiągnięty po około 19 miesiącach. Pod koniec omawianego okresu poziom minimalny (4,69%) oczekiwany był w horyzoncie niespełna 5 miesięcy (wykres 66).

³⁶ Siła współzależności mierzona jest współczynnikiem korelacji bezwzględnych zmian stóp rentowności obligacji polskich oraz niemieckich dla 21 ostatnich obserwacji.

Wykres 66

Roczna wynikowa krzywa terminowa w I i II kwartale 2003 r. (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

4.3.2. Kurs walutowy

W II kwartale 2003 r. nastąpiła dalsza deprecjacja kursu złotego. Nominalny efektywny kurs złotego wobec koszyka walut najważniejszych dla polskiej gospodarki obniżył się w stosunku do poprzedniego kwartału o 2,3%, natomiast w stosunku do II kwartału 2002 r. o 10,2%. Należy przy tym zaznaczyć, że w czerwcu br. średniomiesięczny nominalny efektywny kurs złotego był aż o 18,0% niższy niż w analogicznym miesiącu 2001 r. (wykres 67).

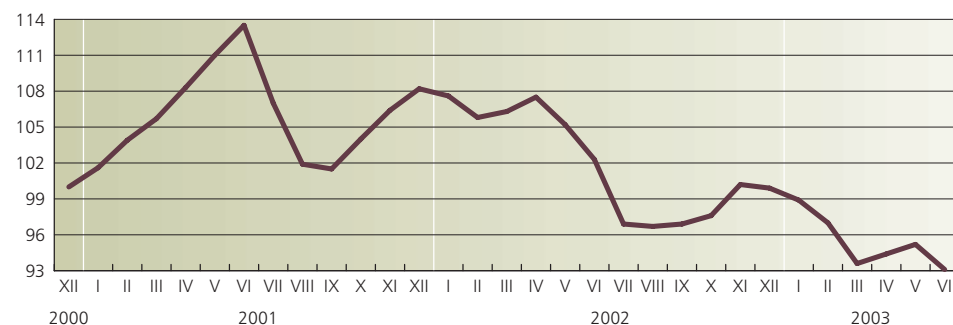
W II kwartale br. na kształtowanie się kursu złotego nadal silnie oddziaływały zmiany kursu EUR/USD. Wysoką zależność kursu EUR/PLN od kursu krzyżowego EUR/USD potwierdza wartość współczynnika korelacji na poziomie 94,7% dla danych miesięcznych z okresu styczeń 2001 r. – czerwiec 2003 r. (wykres 68). W rezultacie II kwartału br. aprecjacji kursu złotego wobec dolara amerykańskiego (średnio w okresie) o 1,6% w stosunku do I kwartału br., towarzyszyła deprecjacja złotego w stosunku euro o 4,1%. Ostatecznie, w II kwartale br. kurs EUR/PLN był o 17,2% i 24,8% słabszy, a kurs USD/PLN był o 3,9% i 6,1% silniejszy od ich poziomów z analogicznych okresów odpowiednio 2002 r. i 2001 r.

Tendencja deprecjacyjna złotego w II kwartale br. najsilniej zaznaczyła się w czerwcu, gdy nominalny efektywny kurs polskiej waluty osłabił się o 2,2%. Było to związane ze wzrostem w tym okresie ryzyka inwestowania w polskie aktywa wynikającego z trzech czynników:

- efektu „zarażenia” (znaczące osłabienie forinta węgierskiego wpłynęło na awersję inwestorów do lokowania kapitału na rynkach krajów Europy Środkowej),
- wzrostu niepewności co do przyszłej polityki fiskalnej Polski,
- obniżenia w związku z tym przez agencję ratingową Standard and Poors perspektywy wiarygodności kredytowej Polski ze stabilnej do negatywnej.

Wykres 67

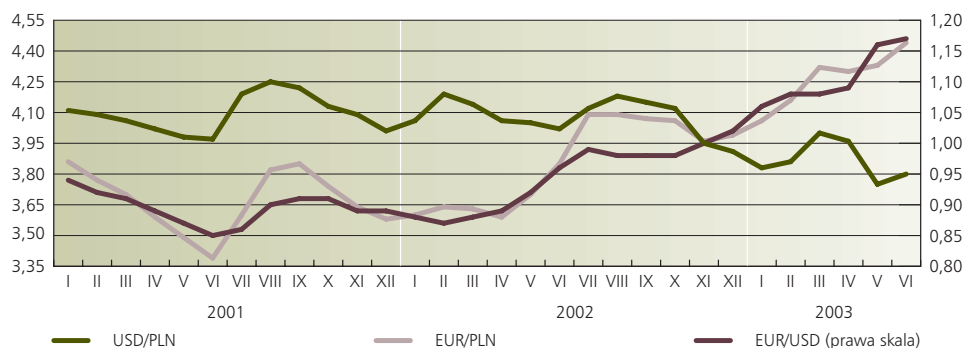
Nominalny efektywny kurs złotego w latach 2001–2003 (dane miesięczne, XII 2000 = 100)



Źródło: dane NBP.

Wykres 68

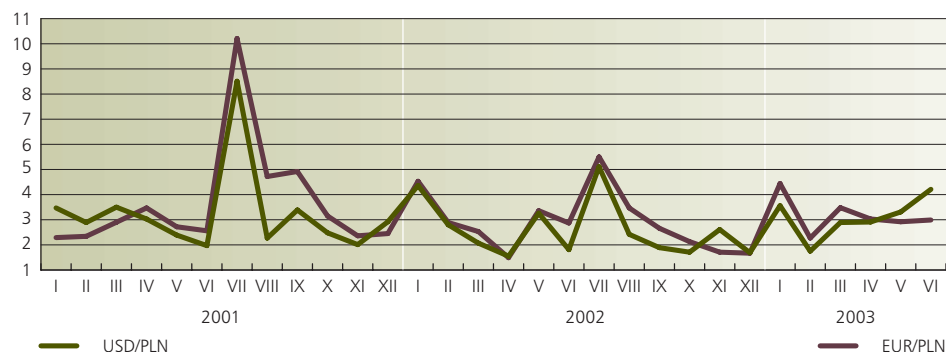
Kurs złotego wobec USD i EUR oraz relacja EUR/USD



Źródło: dane NBP.

Wykres 69

Zmienność kursu złotego wobec USD i EUR



Źródło: dane NBP.

Należy przy tym dodać, że deprecjacja złotego w II kwartale br. z pewnością byłaby głębsza, gdyby nie pozytywny wynik referendum akcesyjnego, które odbyło się w dniach 7–8 czerwca br.

Wymienione wyżej czynniki spowodowały wyraźny wzrost zmienności kursu złotego w czerwcu br. (Wykres 69).

* * *

Długookresowy wskaźnik **pass-through** (wskaźnik przeniesienia), określający wpływ zmian nominalnego efektywnego kursu złotego na zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych, skorygowany o zmianę oczekiwań inflacyjnych i cykliczne wahania koniunktury, wynosi 0,19, przy czym 54% efektu przeniesienia kumuluje się w pierwszych dwóch kwartałach, a 89% w pierwszym roku.

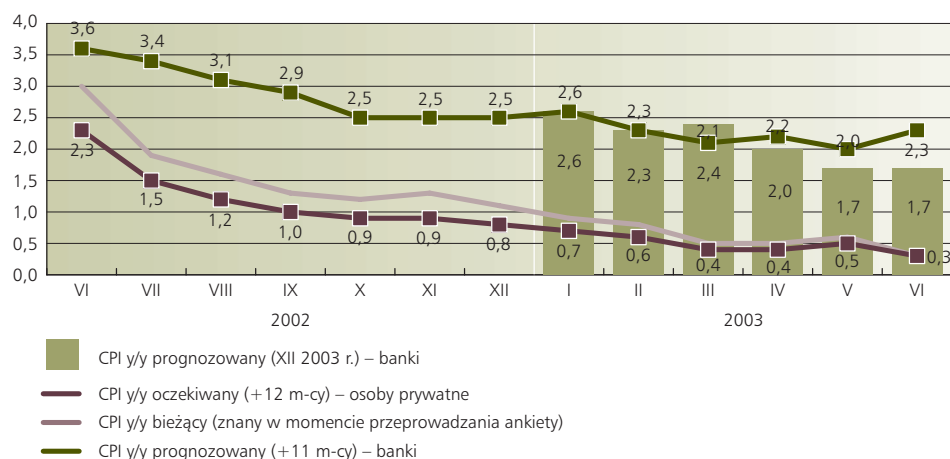
Biorąc pod uwagę wielkość wskaźnika **pass-through** oraz strukturę czasową reakcji cen wewnętrznych na zmiany kursu, można oszacować, że w II kwartale 2003 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych (liczone w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego) wzrosły z tytułu zmian kursu o 0,10 pkt. proc. Jeżeli dodatkowo uwzględnić efekt przeniesienia zmian cen zewnętrznych (reprezentowanych przez ceny ropy naftowej typu Brent) na CPI, oszacowany na 0,05 pkt. proc., to 30% wzrostu CPI w II kwartale br. można przypisać zmianom kursu i cen zewnętrznych.

4.3.3. Oczekiwania inflacyjne

W II kwartale 2003 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych ustabilizowały się na niskim poziomie (wykres 70). Należy pamiętać, że przewidywania obu grup podmiotów nie są w pełni porównywalne. Przyczyną tego jest m.in. odmienny

Wykres 70

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i prognozy inflacyjne
analityków bankowych w okresie od czerwca 2002 r. do czerwca 2003 r. (%)



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

horyzont czasowy formułowanych oczekiwań. O ile analitycy bankowi przedstawiają prognozy dotyczące rocznej stopy inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku oraz w grudniu roku bieżącego, o tyle deklaracje osób prywatnych dotyczą tempa wzrostu cen w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy. Poza tym należy wziąć pod uwagę fakt, że oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są obiektywizowane, tj. kwantyfikowane przy założeniu, że respondenci postrzegają przebieg procesów cenowych przez pryzmat oficjalnych statystyk inflacji (więcej informacji na ten temat przedstawiono m.in. w *Raporcie o inflacji w 2001 roku*).

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

W II kwartale br. zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych³⁷, będąca funkcją struktury odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop³⁸ oraz stopy inflacji bieżącej, obniżyła się o 0,1 pkt. proc. w stosunku do poziomu z marca br. i wyniosła 0,3% w czerwcu br. Spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w analizowanym okresie można przypisać w całości spowolnieniu dynamiki cen (wykres 71).

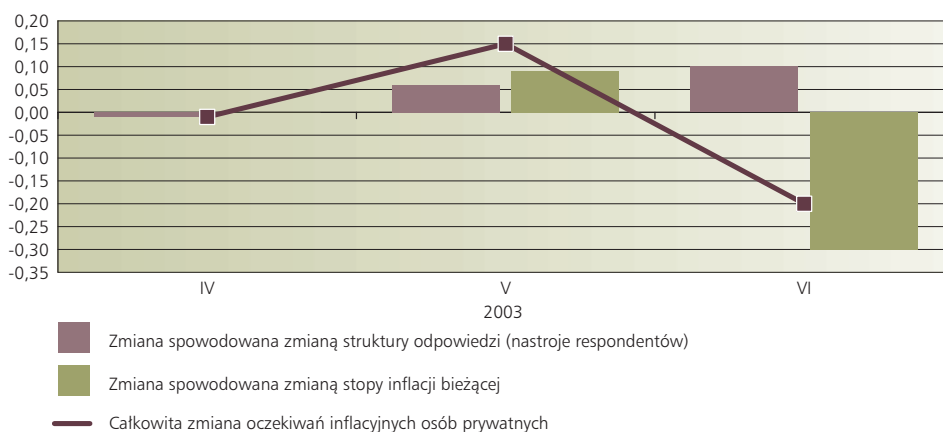
Drugi z czynników wpływających na wynik kwantyfikacji, tj. zmiana sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych, wyrażona przesunięciami w strukturze odpowiedzi na pytanie ankietowe, od początku 2003 r. ulega stopniowemu pogorszeniu. Odnotowano je również w II kwartale br., w którym nastąpił wzrost frakcji respondentów bardziej pesymistycznych, przewidujących, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny będą rosły w tym samym tempie bądź szybciej niż dotychczas oraz zmniejszenie frakcji ankietowanych przewidujących, że ceny będą rosły wolniej, pozostaną bez

³⁷ W celu obliczenia ilościowych wskaźników oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych stosowana jest metoda probabilistyczna (szczegółowy opis metody przedstawiono w: T. Łyziak (2000), *Badanie oczekiwań inflacyjnych podmiotów indywidualnych na podstawie ankiet jakościowych*, „Bank i Kredyt”, nr 6, NBP). Wyniki kwantyfikacji są zobiektywizowaną miarą oczekiwanego przez osoby prywatne tempa wzrostu cen w ciągu najbliższych 12 miesięcy w tym sensie, że w procedurze obliczeniowej za stopę inflacji bieżącej postrzeganą przez respondentów przyjmuje się oficjalną miarę inflacji podawaną przez GUS, znaną w momencie udzielania odpowiedzi na pytanie ankiety. Ponieważ ankieta firmy Ipsos-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.

³⁸ Pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop dotyczące oczekiwań inflacyjnych jest sformułowane w następujący sposób: „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 71

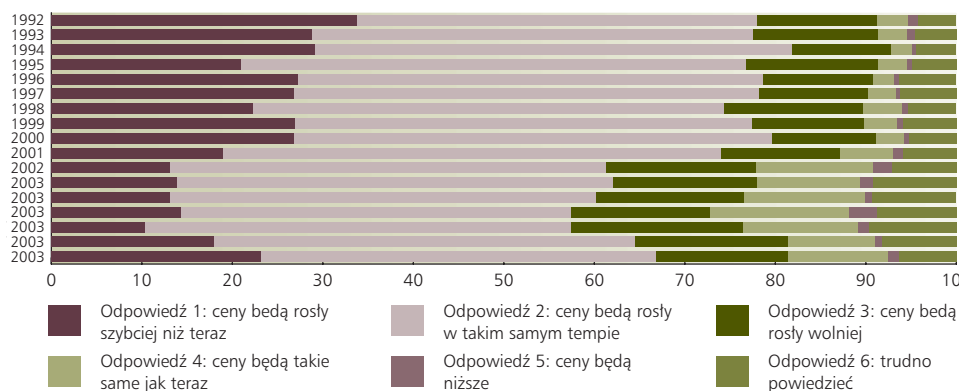
Dekompozycja zmian poziomu oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w II kwartale 2003 (pkt. proc.)



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

Wykres 72

Struktura odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop w latach 1992–2001 (średnie roczne) oraz w 2002 r. i w I połowie 2003 r.



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

Źródło: Ipsos-Demoskop, obliczenia własne.

zmian bądź, że będą niższe. (Wykres 72). Pogorszenie sposobu formułowania oczekiwań oznacza, że gdyby w rozpatrywanym okresie stopa inflacji bieżącej, do której ankietowani odnoszą swoje przewidywania, odpowiadając na zadawane im pytanie ankietowe, pozostawała na tym samym poziomie, oczekiwania inflacyjne osób prywatnych uległyby wzrostowi.

Badający opinię publiczną wysuwają hipotezę, że pogorszenie sposobu formułowania oczekiwań przez osoby prywatne mogło mieć związek z pojawiającymi się w debacie publicznej obawami, że przystąpienie Polski do Unii Europejskiej będzie się wiązać ze wzrostem cen krajowych. Obawy te znalazły wyraz m.in. w lutym sondażu przeprowadzonym przez firmę Ipsos-Demoskop, w którym zadano pytanie dotyczące przewidywanych zmian cen wybranych grup towarów i usług konsumpcyjnych wskutek wstąpienia Polski do Unii Europejskiej (por. tabela 20)³⁹.

³⁹ Pytanie to sformułowane zostało w następujący sposób: „Jak Pan (i) myśli, czy po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej ceny następujących kategorii produktów i usług: (1) zwiększą się; (2) zmniejszą; (3) czy może pozostaną bez zmian: (A) produkty spożywcze; (B) odzież i obuwie; (C) samochody; (D) sprzęt elektroniczny (AGD-RTV); (E) mieszkania; (F) połączenia telefoniczne”.

Tabela 20

Struktura odpowiedzi na pytanie dotyczące zmian cen wybranych kategorii towarów i usług w wyniku akcesji Polski do Unii Europejskiej (w %)

	Po wstąpieniu do Unii Europejskiej ceny:			
	(1) zwiększą się	(3) pozostaną bez zmian	(2) zmniejszą się	(4) trudno powiedzieć
(A) Produkty spożywcze	64	14	10	12
(B) Odzież i obuwie	50	22	14	14
(C) Samochody	35	18	30	17
(D) Sprzęt elektroniczny (AGD-RTV)	35	22	27	16
(E) Mieszkania	56	18	9	17
(F) Połączenia telefoniczne	31	18	33	18

Źródło: Ipsos-Demoskop.

4

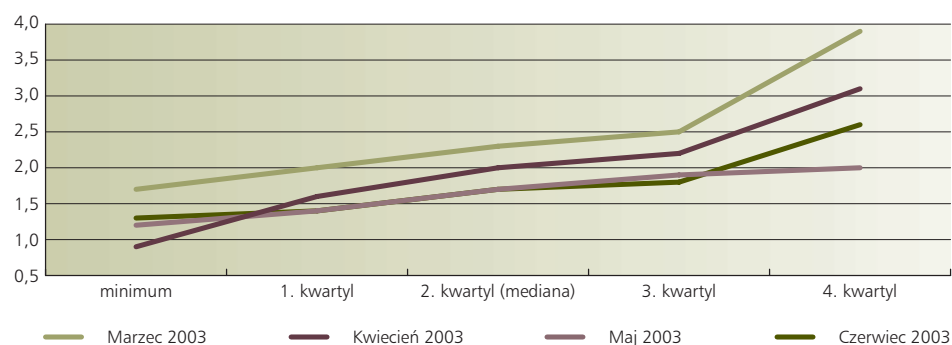
Prognozy inflacyjne analityków bankowych

Dane uzyskane z ankiety firmy Reuters wskazują, że w II kwartale 2003 r. prognozy inflacyjne analityków bankowych ustabilizowały się na niskim poziomie. Średnia przewidywana stopa inflacji rocznej w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku, tj. w czerwcu br., wyniosła 2,3%, tj. wzrosła o 0,2 pkt. proc. w stosunku do danych z marca br. Z kolei stopa wzrostu cen prognozowana na koniec 2003 r. w czerwcu br. wyniosła 1,7% i była niższa od przewidywań z marca br. o 0,7 pkt. proc.

Zmiany cech rozkładu prognoz inflacyjnych analityków bankowych w obu horyzontach czasowych (por. wykresy 73–74) wynikały w istotnym stopniu z wahań liczebności próby banków uczestniczących w badaniu. Skala tych wahań ogranicza porównywalność wyników ankiet z poszczególnych miesięcy⁴⁰.

Wykres 73

Rozkład prognoz rocznej stopy inflacji na koniec 2003 r. formułowanych przez analityków bankowych w marcu 2003 r. i w poszczególnych miesiącach II kwartału 2003 r. (%)

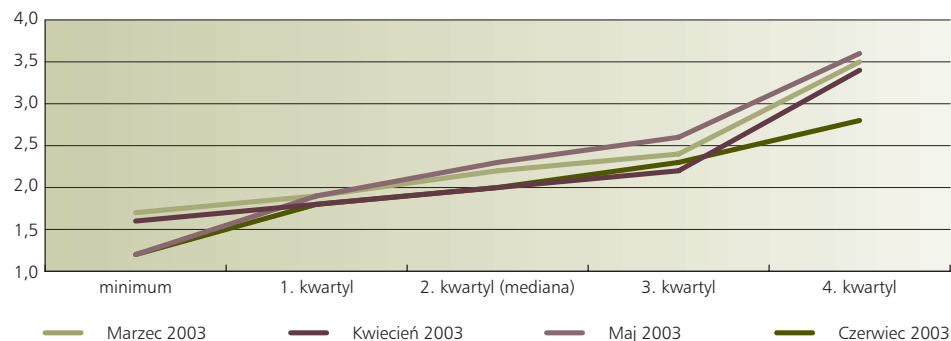


Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

⁴⁰ W kwietniu br. deklaracje dotyczące prognozowanej stopy inflacji na koniec 2003 r. złożyło 13 banków, w maju – 10, zaś w czerwcu – 14 (w I kwartale br. analogiczne liczebności wynosiły: 19 w styczniu, 20 w lutym i 10 w marcu). Z kolei deklaracje dotyczące prognozowanej stopy inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc roku następnego w kwietniu 2003 r. złożyło 11 banków, w maju – 8, a w czerwcu – 11 (w I kwartale br. analogiczne liczebności wynosiły: 19 w styczniu, 17 w lutym i 14 w marcu).

Wykres 74

Rozkład prognoz rocznej stopy inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku formułowanych przez analityków bankowych w marcu 2003 r. i w poszczególnych miesiącach II kwartału 2003 r.



Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

4.3.4. Efekt majątkowy

W II kwartale 2003 r. nastąpił dynamiczny wzrost notowań akcji w skali globalnej. Był to wynik przesunięcia preferencji inwestycyjnych z rynku obligacji rządowych, na którym trzyletnia hossa spowodowała powstanie bąbla spekulacyjnego, na rynek akcji, który stał się beneficjentem serii obniżek stóp procentowych w wielu krajach.

Czynnikami stymulującymi wzrost notowań giełdowych były:

- stosunkowo szybkie zakończenie działań wojennych w Iraku,
- zahamowanie rozprzestrzeniania się SARS,
- poprawa prognoz wzrostu gospodarczego w skali globalnej.
- Skalę wzrostu kursów akcji na głównych rynkach światowych przedstawia tabela 21.

W Polsce następował napływ środków finansowych na rynek kapitałowy, przy czym głównymi inwestorami były fundusze inwestycyjne i emerytalne (tabela 22).

Choć na rynkach światowych w II kwartale br. nadal rośnie relacja inwestycji kapitałowych do oszczędności lokowanych w systemie bankowym (głównie wskutek wzrostu aktywów funduszy emerytalnych), to w krajach Europy Środkowej wciąż przeważają depozyty bankowe. Potwierdzają to wyniki badań, które przedstawia tabela 23.

Konsekwencją sytuacji, w której ponad połowa gospodarstw domowych stwierdza brak oszczędności, a pozostałe gospodarstwa domowe lokują swoje środki finansowe głównie w systemie bankowym, jest utrzymywanie się ograniczonej roli rynku kapitałowego jako źródła pozyskiwania kapitału przez podmioty gospodarcze.

Tabela 21

Wzrost notowań akcji na wybranych rynkach w II kwartale 2003 r.

	W USD	W walucie lokalnej
Niemcy	+ 36,46	+29,37
Francja	+24,30	+17,84
Wielka Brytania	+18,21	+13,09
Stany Zjednoczone	+15,70	+15,70
Japonia	+12,26	+13,86

Źródło: notowania giełd lokalnych.

Tabela 22

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

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

* Nie wszystkie dane na koniec II kwartału 2003 r. były dostępne w momencie składania Raportu o Inflacji.

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

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

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

Tabela 23

Instrumenty rynku kapitałowego wykorzystywane jako formy przechowywania oszczędności gospodarstw domowych w wybranych krajach Europy Środkowej*(w %)

Instrumenty finansowe wykorzystywane przez gospodarstwa domowe	Europa Środkowa	Czechy	Węgry	Polska
Akcje	4	6	3	4
Obligacje	2	6	3	3
Fundusze inwestycyjne (akcyjne, mieszane i instrumentów dłużnych)	6	11	4	2
Krótkoterminowe depozyty bankowe (oszczędności i rachunki bieżące)	31	39	11	36
Brak oszczędności kapitałowych	57	50	79	51

* Badanie dotyczy sytuacji w kwietniu 2003 r. W tabeli pominięto takie możliwości inwestycyjne jak ubezpieczenia na życie i fundusze emerytalne. Respondenci mogli udzielać więcej niż jednej odpowiedzi pozytywnej.

Źródło: Wall Street Journal Europe/GfK, Investment Barometer, 26 czerwca 2003 r.

5

Perspektywy inflacji

Tegoroczny cel inflacyjny (mierzony rocznym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 2003 r.) wynosi 3% z granicą tolerancji ± 1 pkt proc. Oczekuje się, że roczny wskaźnik CPI, który w lipcu br. wyniósł 0,8%, do końca roku będzie powoli wzrastał i w grudniu br. osiągnie poziom nieco poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego. Natomiast w grudniu 2004 r. inflacja powinna uplasować się na poziomie 2,5%, odpowiadającym celowi inflacyjnemu, który został przyjęty jako tzw. cel ciągły na okres po 2003 r. na poziomie 2,5% ± 1 pkt proc. Podstawowym czynnikiem, który spowoduje przyspieszenie inflacji będzie wyższa dynamika wzrostu gospodarczego w 2004 r. oraz wygaśnięcie czynników podażowych powodujących obniżanie cen żywności.

Oczekiwanie te są oparte na przedstawionych niżej przesłankach.

Udział sektora finansów publicznych we wzroście popytu krajowego w 2003 r., a szczególnie w 2004 r., pozostaje nadal źródłem niepewności. Choć wyniki budżetu państwa po I półroczu br. nie wskazują, by miał być przekroczony założony na 2003 r. ustawowy limit tego deficytu, to trudna sytuacja finansowa pozostałych segmentów sektora finansów publicznych (głównie NFZ i FUS) spowoduje prawdopodobnie przekroczenie poziomu **deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych** planowanego w projekcie ustawy budżetowej na 2003 r. Z kolei przyjęte przez rząd *Założenia do projektu budżetu państwa na 2004 r.*, po weryfikacji w lipcu br., wskazują na możliwość dalszego pogłębienia nierównowagi sektora finansów publicznych w przyszłym roku. Wskutek zmian klasyfikacyjnych wprowadzonych po stronie wydatków, deficyt budżetu państwa został bowiem zaniżony z około 57 mld zł do 45,5 mld zł. W konsekwencji przewiduje się, że w 2004 r. nastąpi dalszy wzrost deficytu ekonomicznego.

Perspektywy rozwoju **sytuacji gospodarczej w otoczeniu Polski** pogorszyły się w II kwartale br. w stosunku do poprzedniego kwartału. Mimo praktycznie niezmiennych prognoz wzrostu gospodarki amerykańskiej, międzynarodowe ośrodki analityczne po raz kolejny zweryfikowały w dół swoje prognozy wzrostu gospodarki Niemiec i strefy euro na 2003 r. oraz w mniejszym stopniu na 2004 r. W związku z tym w sierpniowej prognozie wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki w latach 2003–2004 założono obniżenie – w porównaniu z prognozą z kwietnia br. – tempa wzrostu PKB w Niemczech w 2003 r. z 0,4% do 0%, a w strefie euro z 1,0% do 0,8%. W mniejszym stopniu zweryfikowano prognozy na 2004 r.: dla Niemiec odpowiednio z 1,8% do 1,7%, a dla strefy euro z 2,1% do 2,0%. Prognozy dla USA nie uległy zmianie i wynoszą 2,5% na 2003 r. i 3,7% na 2004 r.

Wskutek pogorszenia prognoz dotyczących naszego otoczenia gospodarczego decydujące znaczenie dla **tempa wzrostu polskiego PKB** w latach 2003–2004 będzie miało kształtowanie się nakładów inwestycyjnych. Z tego względu sierpniową prognozę PKB opracowano w dwóch wariantach⁴¹. W obu przyjęto takie same założenia dotyczące popytu zagranicznego (patrz wyżej). W wariantcie bazowym, opartym na analogicznych jak w prognozie z kwietnia br. założeniach wzrostu poszczególnych składników popytu krajowego, nadal oczekuje się umiarkowanego wzrostu spożycia i nieznacznej poprawy nakładów inwestycyjnych w 2003 r. Przyspieszenie wzrostu obu składników popytu krajowego spodziewane jest dopiero w 2004 r., głównie wskutek poprawy sytuacji finansowej gospodarstw domowych, wzrostu oczekiwań dotyczących popytu zagranicznego oraz przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. W sumie prognoza przewiduje wzrost PKB w 2003 r. o 2,8%, a w 2004 r. o 4,1%

⁴¹ Prognoza powstała przed opublikowaniem przez GUS danych o inwestycjach dużych i średnich przedsiębiorstw w I półroczu br.

Z powodu dużej niepewności towarzyszącej prognozowaniu nakładów inwestycyjnych, w drugim wariancie prognozy zakłada się ich szybszy wzrost począwszy od III kwartału 2003 r. Wskutek zwiększenia dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych od II kwartału 2004 r. wyższe w porównaniu z wariantem bazowym jest też spożycie indywidualne. Wysoka importochłonność PKB w Polsce powoduje, że wzrostowi nakładów inwestycyjnych i spożycia towarzyszy wyższa dynamika importu. W konsekwencji zmniejsza się wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Prognozowany wzrost PKB w tym wariancie wynosi 3,1% w 2003 r. oraz 4,6% w 2004 r.

Jak wynika z sierpniowej prognozy **cen ropy naftowej**, o poziomie tych cen do końca 2003 r. oraz w 2004 r. będą decydować przede wszystkim czynniki podażowe, w tym głównie powrót na rynki światowe ropy irackiej. Wzrost produkcji w Iraku powinien przyczynić się do odbudowy zapasów ropy w krajach OECD i stopniowego obniżania się jej cen do końca 2004 r. W rezultacie szacuje się, że w drugiej połowie br. średnia cena ropy Brent wyniesie około 27,6 USD/b, a w 2004 r. 25 USD/b.

Prognoza **krajowych cen żywności** w 2003 r. z sierpnia br. znacznie odbiega od prognozy kwietniowej. Wskutek niekorzystnych warunków atmosferycznych (susza) szacunki zbiorów zbóż w bieżącym roku zostały bowiem wyraźnie skorygowane w dół. W rezultacie przewiduje się w końcowych miesiącach 2003 r. oraz w I połowie 2004 r. wyższy wzrost cen w grupie produktów zbożopochodnych oraz mięsa. Oznacza to, że ceny żywności będą w grudniu br. o blisko 2% wyższe niż przed rokiem (poprzednio prognozowano ich wzrost o 0,5%), a na koniec 2004 r. – wyższe o 2,5% (2,0%).

Jednocześnie oczekuje się, że roczny wzrost **cen kontrolowanych** na koniec br. będzie niższy niż prognozowano w kwietniu (około 3%) i wyniesie 2%. Korekta ta wynika m.in. z uwzględnienia w sierpniowej prognozie niższego niż zakładano poprzednio tempa wzrostu cen kontrolowanych w I półroczu br. (efekt wyraźnego osłabienia pod koniec I półrocza rocznego tempa wzrostu cen paliw i gazu) oraz z przyjęcia, że w II półroczu br. ceny energii elektrycznej i gazu będą rosły wolniej niż poprzednio zakładano. Szacuje się, że w 2004 r. roczne tempo wzrostu cen kontrolowanych utrzyma się na poziomie 2% (według poprzedniej prognozy – blisko 3%).

Sierpniowa prognoza **cen pozostałych towarów i usług** na koniec 2003 r. i 2004 r. przewiduje ich wzrost odpowiednio o 1,2% i 2,7%, a więc niemal nie odbiega od prognozy z kwietnia.

Załącznik A

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

Data podjęcia uchwały	Przedmiot wniosku lub uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady	
23.04.2003	uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego NBP sporządzonego na dzień 31 grudnia 2002 r.		Za:	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Nieobecny:	B. Grabowski
24.04.2003	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,5 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za:	D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
			Nieobecny:	B. Grabowski
24.04.2003	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za:	L. Balcerowicz
				J. Krzyżewski
				G. Wójtowicz
			Przeciw:	M. Dąbrowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				W. Ziółkowska
			Nieobecny:	B. Grabowski

24.04.2003	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,25 pkt. proc.,	wniosek nie uzyskał	Za:	L. Balcerowicz
	większości głosów			J. Krzyżewski
	oprocentowania kredytów			D. Rosati
	refinansowych o 0,5 pkt. proc.			G. Wójtowicz
	oraz pozostawienie			W. Ziółkowska
	stopy lokaty terminowej		Przeciw:	M. Dąbrowski
	NBP bez zmian			C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
			Nieobecny:	B. Grabowski
24.04.2003	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych,	obniżka stopy referencyjnej o 0,25 pkt. proc.,	Za:	L. Balcerowicz
	oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w NBP	oprocentowania kredytów refinansowych o 0,5 pkt. proc., stopy redyskontowej		J. Krzyżewski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	M. Dąbrowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
			Nieobecny:	B. Grabowski
27.05.2003	uchwała w sprawie przyjęcia Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2002 r.		Za:	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				G. Wójtowicz
			Przeciw:	D. Rosati
				W. Ziółkowska
27.05.2003	uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu NBP w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej w 2002 r.		Za:	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska

27.05.2003	uchwała w sprawie		Za:	L. Balcerowicz
	zatwierdzenia Sprawozdania			M. Dąbrowski
	z działalności NBP w 2002 r.			B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
28.05.2003	uchwała w sprawie stopy	obniżka wszystkich stóp	Za:	L. Balcerowicz
	referencyjnej, oprocentowania	procentowych		J. Krzyżewski
	kredytów refinansowych,	o 0,25 pkt. proc.		D. Rosati
	oprocentowania lokaty			G. Wójtowicz
	terminowej oraz stopy			W. Ziółkowska
	redyskontowej weksli w NBP		Przeciw:	M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
25.06.2003	uchwała w sprawie stopy	obniżka wszystkich stóp	Za:	L. Balcerowicz
	referencyjnej,	procentowych o 0,25 pkt. proc.		J. Krzyżewski
	oprocentowania kredytów			D. Rosati
	refinansowych,			G. Wójtowicz
	oprocentowania lokaty			W. Ziółkowska
	terminowej oraz stopy		Przeciw:	M. Dąbrowski
	redyskontowej weksli w NBP			B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski