



Raport o inflacji

w III kwartale 2002 roku

Projekt graficzny i grafika na okładce:

Oliwka s.c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydał:

Narodowy Bank Polski

Departament Komunikacji Społecznej

00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21

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

www.nbp.pl

© Narodowy Bank Polski, 2002

ISSN 1640 - 0747

Spis treści

SYNTEZA	4
1. Popyt krajowy i podaż	10
1.1. Popyt krajowy	10
1.2. Podaż krajowa	14
2. Handel zagraniczny, bilans płatniczy	16
3. Rynek pracy	24
4. Inne czynniki podażowe.....	30
4.1. Czynniki strukturalne.....	30
4.2. Ceny zewnętrzne	33
5. Przebieg procesów inflacyjnych	37
5.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych.....	37
5.2. Inflacja bazowa.....	47
5.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej	51
6. Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego.....	55
6.1. Polityka pieniężna w III kwartale 2002 r.....	55
6.2. Podaż pieniądza M3	58
6.3. Transmisja polityki monetarnej	64
6.3.1. <i>Stopa procentowa</i>	64
6.3.2. <i>Kurs walutowy</i>	75
6.3.3. <i>Oczekiwania inflacyjne</i>	79
6.3.4. <i>Efekt majątkowy</i>	82
7. Perspektywy inflacji	84
 ZAŁĄCZNIK A Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad uchwałami podjętymi w III kwartale 2002 r.....	 86

SYNTEZA

1. W III kwartale 2002 r. roczny wskaźnik CPI – po spadku w lipcu o 0,3 pkt. proc. – ustabilizował się na poziomie 1,2 – 1,3%, tj. najniższym od początku okresu transformacji.

Złożyło się na to działanie zarówno czynników popytowych, jak i podażowych. W warunkach utrzymującego się niskiego tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz umiarkowanego tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego nie wystąpiła silniejsza presja popytu na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych. Symptomy ożywienia gospodarczego, jakie pojawiły się w III kwartale br. w niektórych obszarach gospodarki, nie stymulowały wzrostu cen.

Jednocześnie inflację obniżał utrzymujący się od maja br. spadek cen żywności, związany z powstaniem nadwyżek podaży podstawowych surowców rolniczych. Nadal spadało też tempo wzrostu cen artykułów nieżywnościowych i niektórych usług. Skalę redukcji inflacji ograniczało natomiast niewielkie przyspieszenie tempa wzrostu cen towarów i usług kontrolowanych.

Spadkowi CPI towarzyszył w III kwartale br. utrzymujący się od maja ub.r. spadek większości miar inflacji bazowej, wskazujący na trwałość tendencji dezinflacyjnych w gospodarce. Skala tego spadku była jednak mniejsza niż w poprzednich kwartałach.

Dwunastomiesięczne wskaźniki PPI wykazywały w III kwartale br. tendencję spadkową, po utrzymującej się przez dwa kwartały lekkiej tendencji rosnącej. We wrześniu br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były wyższe o 1% niż przed rokiem.

2. W III kwartale br. – jak wynika z danych statystyki płatniczej – umocniła się wzrostowa tendencja polskiego eksportu zapoczątkowana w poprzednim kwartale. Wzrostowi wpływów z eksportu towarzyszył w tym okresie spadek wypłat za import. W efekcie po raz kolejny obniżył się deficyt płatności towarowych, który w ujęciu rocznym zmniejsza się systematycznie począwszy od III kwartału 2000 r.

Dodatnie saldo obrotów niesklasyfikowanych utrzymało się w III kwartale br. na podobnym poziomie jak przed rokiem. Natomiast pozostałe pozycje bilansu obrotów bieżących oddziaływały w kierunku pogłębienia się jego deficytu: ujemne salda dochodów i usług były większe niż przed rokiem, a dodatnie saldo transferów – mniejsze.

W efekcie tych wszystkich zmian deficyt bilansu obrotów bieżących zmniejszył się, a w relacji do PKB utrzymał się na podobnym poziomie, jak w poprzednim kwartale, tj. około 3,7%.

3. Tempo wzrostu PKB w III kwartale br. – według wstępnych szacunków NBP – wyniosło 1,9% wobec 0,8% w poprzednim kwartale. Złożył się na to wzrost popytu krajowego oraz poprawa eksportu netto. Utrzymało się wysokie tempo wzrostu spożycia indywidualnego. Natomiast nakłady na środki trwałe nadal wykazywały spadek, choć – jak się szacuje – był on mniejszy niż w poprzednich kwartałach.

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w III kwartale br. było rezultatem przełamania utrzymującej się od pięciu kwartałów spadkowej tendencji wartości dodanej w przemyśle. Ponadto zmniejszyło się tempo spadku wartości dodanej w budownictwie. Utrzymało się natomiast wysokie tempo wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych.

4. Na rynku pracy w III kwartale br. nie nastąpiła znacząca zmiana sytuacji. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal zmniejszało się, choć tempo jego spadku było nieco słabsze niż w I półroczu br. Stopa bezrobocia we wrześniu wzrosła do 17,6% wobec 17,4% w czerwcu. W październikowych badaniach koniunktury ankietowani przedsiębiorcy przewidywali dalsze redukcje zatrudnienia.

W tych warunkach w III kwartale br. – podobnie jak w poprzednim – wzrost przeciętnych płac nominalnych w sektorze przedsiębiorstw był znacznie mniejszy niż przed rokiem. Natomiast przeciętna dynamika płac realnych była zbliżona do ubiegłorocznej ze względu na niższą stopę inflacji w III kwartale br. w stosunku do notowanej rok wcześniej.

Na podstawie danych o nominalnym wzroście wynagrodzeń i świadczeń społecznych szacuje się, że w III kwartale br. dynamika rejestrowanych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych ukształtowała się na poziomie nieco niższym od notowanego w I półroczu br. Nadal na wysokim poziomie kształtowały się natomiast dochody uzyskiwane poza gospodarką rejestrowaną.

5. W III kwartale br. odnotowano – podobnie jak w analogicznym okresie w ubiegłych latach – stosunkowo niewielki przyrost deficytu budżetu państwa. W połączeniu z przeprowadzonymi w tym kwartale na rynkach zagranicznych emisjami euroobligacji umożliwiło to zmniejszenie emisji bonów skarbowych i obligacji na rynku krajowym (wartość kasowa netto wyemitowanych w tym okresie papierów skarbowych była o 32% niższa niż przed rokiem).

Po trzech kwartałach br. deficyt budżetu państwa, powiększony o wypłaty rekompensat dla pracowników sfery budżetowej, emerytów i rencistów oraz pomniejszony o składki ubezpieczeniowe przekazane do otwartych funduszy emerytalnych, wzrósł do poziomu 4,5% PKB (24,1 mld zł) wobec 3,8% PKB (19,9 mld zł) w analogicznym okresie ub.r. Jeśli uwzględnić ponadto rosnące zadłużenie funduszy celowych oraz prognozowany wysoki deficyt budżetów jednostek samorządu terytorialnego, to można oczekiwać wzrostu deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych na koniec br. do poziomu 5,5–5,8% PKB, wobec planowanego przez rząd na początku roku 4,8% PKB.

6. Roczny wskaźnik dynamiki podaży pieniądza M3, który od czerwca br. wykazywał systematyczny spadek, od sierpnia przyjął wartość ujemną.

Jednocześnie nastąpiło osłabienie bardzo wysokiego w II kwartale br. wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu; jego roczna dynamika w sierpniu ustabilizowała się, a we wrześniu – obniżyła.

Trwający od III kwartału ub.r. spadek rocznej dynamiki depozytów sektora niefinansowego, w tym przede wszystkim depozytów gospodarstw domowych, w III kwartale br. uległ pogłębieniu i nastąpiło zmniejszenie stanu tych depozytów. Do spadku depozytów gospodarstw domowych w III kwartale br. przyczyniło się utrzymywanie się niskiego tempa wzrostu ich rejestrowanych dochodów do dyspozycji w analizowanym okresie. Ponadto, tendencja ta odzwierciedlała zmniejszającą się skłonność do oszczędzania w bankach na skutek malejącej atrakcyjności lokat bankowych (efekt spadku stóp procentowych, dodatkowo pogłębiony podatkiem od przychodów odsetkowych). Część środków z lokat bankowych została przesunięta na zakup obligacji, bonów skarbowych oraz jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, których rentowność przewyższała oprocentowanie oferowane przez banki.

* * *

W III kwartale 2002 r. Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie obniżyła stopy procentowe NBP – w sierpniu i we wrześniu. Łącznie zostały one zredukowane o 50 – 150 pkt. baz., w tym stopa referencyjna NBP – kluczowa z punktu widzenia oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej – o 100 pkt. baz.

W sumie, począwszy od lutego 2001 r., RPP obniżyła stopy dwunastokrotnie. Stopa referencyjna spadła w tym okresie z 19% do 7,5%, tj. w ujęciu realnym (przy użyciu bieżącego wskaźnika CPI jako deflatora) z 11,6% do 6,1%.

Decyzje o obniżkach stóp procentowych w III kwartale br. Rada podejmowała w warunkach utrwalania się niskiego poziomu inflacji oraz umacniania się czynników ograniczających wzrost presji inflacyjnej w przyszłości. W okresie od czerwca do września roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się z poziomu 1,6% do 1,3%. Towarzyszył temu dalszy spadek większości miar inflacji bazowej. W tych warunkach ugruntowywały się niskie oczekiwania inflacyjne zarówno osób prywatnych, jak i analityków bankowych.

Korzystnie z punktu widzenia perspektyw inflacji kształtowała się w III kwartale br. dynamika podaży pieniądza M3. Niska była też w analizowanym kwartale dynamika kredytów.

W warunkach utrzymującego się wysokiego poziomu bezrobocia zmiany płac w III kwartale br. nie groziły nasileniem presji inflacyjnej.

Decyzje RPP dotyczące zmian stóp procentowych w III kwartale br. uwzględniały też ocenę perspektyw wzrostu aktywności gospodarczej jako czynnika wpływającego na przyszłą inflację. Mimo niejednoznacznego obrazu sytuacji makroekonomicznej Rada oceniła, że powinno następować stopniowe ożywienie gospodarcze. Jego spodziewane umiarkowane tempo w III kwartale br. nie stwarzało, zdaniem RPP, zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego w 2002 i 2003 r., co przemawiało za dokonaniem obniżek stóp procentowych.

Z kolei do ostrożności w redukowaniu stóp procentowych NBP skłaniały Radę następujące czynniki, mogące zagrażać stabilizacji inflacji na niskim poziomie:

- pogłębiający się w III kwartale br. spadek dynamiki oraz stanu depozytów sektora niefinansowego, w tym przede wszystkim gospodarstw domowych. Wynikał on z utrzymywania się niskiej dynamiki rejestrowanych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz ze zmniejszenia się ich skłonności do oszczędzania w bankach (efekt spadku stóp procentowych, dodatkowo pogłębiony podatkiem od przychodów odsetkowych);
- wysoka roczna dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu. W sierpniu roczny wskaźnik dynamiki tego pieniądza ustabilizował się jednak, a we wrześniu wyraźnie się obniżył;
- niepewność co do sytuacji finansów publicznych w 2003 r. W opinii RPP projekt *Ustawy budżetowej na rok 2003* nie zawierał – wbrew wcześniejszym deklaracjom rządu – propozycji rozwiązań systemowych, niezbędnych do ograniczenia dynamiki wydatków budżetowych i zmiany ich struktury. W warunkach prognozowanego na 2003 r. szybszego wzrostu gospodarczego zakładał on natomiast utrzymanie wysokiego deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB, co oznaczałoby dalsze rozluźnienie polityki fiskalnej;
- niepewność dotycząca kształtowania się cen paliw, związana z groźbą wybuchu konfliktu zbrojnego w Iraku;
- świadomość, że pełne skutki wcześniejszych obniżek stóp procentowych jeszcze się nie ujawniły, a ich prognozowanie obarczone jest znaczną niepewnością.

Wartość obliczanego w NBP indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej o stałej podstawie – po spadku trwającym nieprzerwanie od grudnia 2001 r. – w III kwartale br. uległa niewielkiemu zwiększeniu. Natomiast analogiczny indeks o zmiennej podstawie nadal wykazywał spadek.

* * *

Cel inflacyjny przyjęty przez RPP na rok bieżący, po rewizji dokonanej w czerwcu br., wynosi 3% +/- 1 pkt. proc. Na koniec września br. roczny wskaźnik CPI wyniósł 1,3%, a więc ukształtował się poniżej dolnej granicy tego celu. Aktualne prognozy inflacji wskazują, że mimo niewielkiego przejściowego wzrostu, roczny wskaźnik inflacji będzie na koniec br. zbliżony do jego obecnego poziomu. Oznaczałoby to, że inflacja na koniec 2002 r. będzie niższa od dolnego przedziału celu inflacyjnego przyjętego na ten rok.

Osłabienie tendencji inflacyjnych w II półroczu br. jest efektem działania zarówno czynników popytowych, jak i podażowych. Z jednej strony, w warunkach opóźniającego się – zarówno za granicą, jak i w kraju – ożywienia gospodarczego i utrzymującego się niskiego tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, brak jest silniejszej presji popytu na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych. Z drugiej strony, wyjątkowo duży spadek cen żywności w II kwartale br., który RPP oceniała wówczas jako zjawisko przejściowe, utrzymał się w III kwartale br. Kontynuacji spadkowego trendu cen żywności można także oczekiwać w ostatnim kwartale br.

W założeniach polityki pieniężnej na przyszły rok Rada ustaliła cel inflacyjny na koniec 2003 r. na poziomie 3% +/- 1 pkt. proc. Tym samym skonkretyzowany został przyjęty w *Średniookresowej strategii na lata 1999–2003* strategiczny cel obniżenia do końca 2003 r. stopy inflacji do poziomu poniżej 4%. Wyznaczenie celu na poziomie 3% z przedziałem odchyłań +/- 1 pkt. proc. oznacza przejście z fazy obniżania inflacji do fazy jej stabilizowania na niskim poziomie.

Jak wynika z aktualnych prognoz rozwoju gospodarki światowej, w 2003 r. poprawa koniunktury zewnętrznej będzie powolna. Prognozy te mogą być jednak obarczone dużym błędem,

a polska gospodarka nie odczuje skutków zwiększenia popytu zewnętrznego wcześniej niż w drugim półroczu 2003 r. W rezultacie, przy rysujących się perspektywach powolnego wzrostu popytu wewnętrznego, w ocenie Rady tempo wzrostu PKB w Polsce wyniesie w przyszłym roku 2 – 3%.

Duża niepewność towarzyszy też prognozowaniu na 2003 r. cen żywności, które w warunkach polskiej gospodarki mają istotny wpływ na poziom inflacji, a także cen ropy. Realizacji celu inflacyjnego mogą więc w przyszłym roku zagrozić ewentualne szoki podażowe.

Zagrożeniem dla realizacji polityki pieniężnej w przyszłym roku jest też perspektywa utrzymania wysokiego deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB, co w warunkach prognozowanego szybszego wzrostu gospodarczego w 2003 r. oznaczałoby dalsze rozluźnienie polityki fiskalnej.

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	2000				2001				2002			
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2000	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2001	I kwartał	II kwartał
	realny wzrost											
PKB	5,9	5,0	3,1	2,4	4,0	2,3	0,9	0,8	0,2	1,0	0,5	0,8
Popyt krajowy	5,1	3,3	1,4	1,7	2,8	-1,3	-1,8	-1,7	-2,8	-1,9	0,0	1,0
Spożycie ogółem	4,1	2,6	1,2	1,6	2,4	1,2	1,3	1,8	2,8	1,8	3,2	2,7
Spożycie indywidualne	4,8	2,9	1,1	1,7	2,7	1,5	1,6	2,2	3,3	2,1	3,5	2,9
Akumulacja brutto	10,4	5,7	1,6	1,7	3,9	-13,1	-12,5	-14,2	-14,5	-13,8	-18,4	-6,0
Nakłady brutto na środki trwałe	5,4	2,8	2,0	2,1	2,7	1,2	-8,5	-12,5	-13,5	-9,8	-13,3	-8,4
Stopa oszczędzania gospodarstw domowych (%) ¹	9,2	10,2	10,4	14,7	11,2	10,8	10,6	9,8	13,8	11,3	8,2	8,2
Stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych (%) ²	5,5	3,6	4,3	8,5	5,5	7,6	4,9	4,3	8,4	6,3	5,2	2,8
Stopa bezrobocia (%)	14,0	13,6	14,0	15,1	15,1	16,1	15,9	16,3	17,5	17,5	18,2	17,4
Dochody do dyspozycji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)	101,3	100,6	100,0	103,6	101,4	102,9	101,1	101,3	102,5	101,9	100,4	100,0
Zadłużenie Skarbu Państwa (w mln zł, nom.) ³	270.144,9	279.507,8	287.984,3	266.816,8	266.816,8	273.192,9	271.584,9	291.795,1	283.939,5	283.937,5	309.388,4	320.880,1
Deficyt budżetu państwa (w mln zł) ³	-6.927,4	-10.650,2	-14.041,9	-15.391,0	-15.391,0	-14.992,5	-18.805,5	-21.865,0	-32.358,3	-32.358,3	-16.436,8	-24.922,5
Zadłużenie zagraniczne (w mln USD) ³	65.661	66.759	65.505	69.465	69.465	71.081	70.510	73.030	71.048	71.048	72.596	78.367

¹ Relacja oszczędności gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto. Oszczędności odpowiadają części dochodów do dyspozycji brutto nieprzeznaczonej 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.

Podstawowe wskaźniki monetarne

	2000				2001				2002			
	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2000	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	2001	I kwartał	II kwartał
	analogiczny okres poprzedniego roku = 100											
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych ¹	110,3	110,2	110,3	108,5	108,5	106,2	106,2	104,3	103,6	103,6	103,3	101,6
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ¹	107,3	108,9	108,3	105,6	105,6	103,8	100,9	100,7	99,6	99,6	100,3	101,0
	dynamika nominalna stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)											
Podaż pieniądza (M3)	114,0	120,3	114,7	111,9	111,9	114,7	107,8	112,6	109,0	109,0	103,2	102,5
Podaż pieniądza ogółem ²	113,8	120,6	114,1	111,7	111,7	114,9	108,0	114,3	113,7	113,7	108,6	102,6
Depozyty i inne zobowiązania	115,6	122,9	116,7	115,5	115,5	116,4	108,9	113,6	108,9	108,9	101,7	97,8
w tym:												
depozyty gospodarstw domowych	113,8	118,1	116,8	120,0	120,0	119,9	115,9	117,0	106,7	106,7	103,3	96,7
depozyty przedsiębiorstw	117,5	121,4	110,0	98,5	98,5	105,1	99,8	105,3	116,4	116,4	104,9	111,5
Należności	125,3	132,0	123,7	116,9	116,9	114,1	104,8	111,4	109,3	109,3	107,0	105,1
w tym:												
należności gospodarstw domowych	136,5	152,7	130,8	125,7	125,7	121,1	102,2	119,9	114,7	114,7	117,7	115,6
należności przedsiębiorstw	115,1	117,4	114,5	112,0	112,0	111,2	106,8	106,0	103,7	103,7	98,2	101,2
	dynamika realna ³ stanów na koniec okresu (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)											
Podaż pieniądza (M3)	103,3	109,2	104,0	103,1	103,1	108,0	101,5	108,0	105,4	105,4	99,9	98,4
Podaż pieniądza ogółem ²	103,2	109,4	103,4	103,0	103,0	108,2	101,7	109,6	109,8	109,8	105,1	101,3
Depozyty i inne zobowiązania	104,8	111,5	105,8	106,4	106,4	109,6	102,5	108,9	105,1	105,1	98,5	96,5
w tym:												
depozyty gospodarstw domowych	103,2	107,1	105,9	110,6	110,6	112,9	109,1	112,2	103,0	103,0	100,0	95,4
depozyty przedsiębiorstw	106,5	110,1	99,7	90,8	90,8	99,0	94,0	101,0	112,4	112,4	101,6	111,1
Należności	113,6	119,8	112,1	107,8	107,8	107,5	98,6	106,8	105,5	105,5	103,6	103,8
w tym:												
należności gospodarstw domowych	123,7	138,6	118,6	115,8	115,8	114,0	96,2	114,9	110,7	110,7	114,0	105,2
należności przedsiębiorstw	104,3	106,6	103,8	103,2	103,2	104,7	100,6	101,6	100,1	100,1	95,0	99,9
Stopa referencyjna (%) ⁴	17,5	17,5	19,0	19,0	19,0	17,0	15,5	14,5	11,5	11,5	10,0	8,5
Stopa kredytu redyskontowego (%) ⁴	20,0	20,0	21,5	21,5	21,5	19,5	18,0	17,0	14,0	14,0	12,0	8,5
Stopa kredytu lombardowego (%) ⁴	21,5	21,5	23,0	23,0	23,0	21,0	19,5	18,5	15,5	15,5	13,5	10,0

¹ W ostatnim miesiącu kwartału.

² Podaż pieniądza ogółem (M2) wg definicji obowiązującej do 30 marca 2002 r.

³ Deflowowana wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych.

⁴ Stan w końcu okresu.

Źródło: dane GUS, NBP.

1

Popyt krajowy i podaż¹

Tempo wzrostu PKB w III kwartale br. – według wstępnych szacunków NBP – zwiększyło się w następstwie wzrostu popytu krajowego oraz poprawy eksportu netto i wyniosło 1,9% wobec 0,8% w poprzednim kwartale. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego było rezultatem przełamania utrzymującej się od pięciu kwartałów spadkowej tendencji wartości dodanej w przemyśle. Ponadto zmniejszyło się tempo spadku wartości dodanej w budownictwie. Utrzymało się natomiast wysokie tempo wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych.

Wzrost sprzedaży detalicznej wskazuje, że przy nadal stosunkowo niskim nominalnym wzroście dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych, utrzymało się wysokie tempo wzrostu spożycia indywidualnego. Utrzymał się też dalszy spadek nakładów na środki trwałe, choć był on mniejszy niż w poprzednich kwartałach. Szacunki wzrostu PKB i popytu krajowego przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1
Dynamika PKB i popytu krajowego

	2001					2002		
	2001	I	II	III	IV	I	II	III
	kwartały							
	analogiczny okres poprzedniego roku = 100							
Wartość dodana ogółem	100,8	102,1	100,8	100,6	100,1	100,6	100,9	101,8
Przemysł	99,4	103,3	98,7	98,5	97,5	98,0	99,1	103,3
Budownictwo	92,4	94,8	92,0	91,8	92,0	87,1	89,7	93,5
Usługi rynkowe	103,9	103,5	103,7	104,1	104,2	104,0	103,5	103,3
PKB	101,1	102,3	100,9	100,8	100,2	100,5	100,8	101,9
Nakłady na środki trwałe	89,8	101,2	91,5	87,5	86,5	86,7	91,6	96,5
Spożycie indywidualne	102,1	101,5	101,6	102,1	103,3	103,5	102,9	103,0
Popyt krajowy	98,1	98,7	98,2	98,3	97,2	100,0	101,0	101,7

Źródło: GUS, szacunki własne.

1.1. Popyt krajowy

Na podstawie danych o nominalnym wzroście wynagrodzeń i świadczeń społecznych szacuje się, że w III kwartale br. dynamika rejestrowanych **dochodów do dyspozycji brutto** gospodarstw domowych ukształtowała się na poziomie nieco niższym od notowanego w I półroczu br. Nadal na wysokim poziomie kształtowały się natomiast dochody uzyskiwane poza gospodarką rejestrowaną.

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej wzrosło o 2,4% w porównaniu z III kwartałem 2001 r. (w sektorze przedsiębiorstw o 3,6%). Wobec spadku przeciętnego zatrudnienia o około 3% dochody z pracy najemnej były nominalnie o 0,5% mniejsze niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (w tym w sektorze przedsiębiorstw – o 1,0% mniejsze).

¹ Wszystkie dynamiki w tym rozdziale, jeśli nie zaznaczono inaczej, są wskaźnikami realnymi, w ujęciu rocznym.

W III kwartale br. obniżyła się wysoka w poprzednich okresach dynamika przeciętnych emerytur i rent. Dochody ze świadczeń z ubezpieczeń społecznych wzrosły w porównaniu z III kwartałem ub.r. o 1,4%. Mimo założonych w budżecie ograniczeń wartość świadczeń z pomocy społecznej przekroczyła wielkości notowane przed rokiem. Łącznie świadczenia społeczne wzrosły nominalnie o ponad 2%.

Pogorszenie relacji cen w rolnictwie przyczyniło się do ponownego spadku nominalnych dochodów rolników. Jednocześnie przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego stymulowało poprawę dynamiki dochodów z rejestrowanej nierolniczej działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochodów z własności.

Łącznie nominalny wzrost dochodów do dyspozycji brutto w porównaniu z III kwartałem ub.r. wyniósł około 1,5%. Wobec spadku kwartalnego wskaźnika wzrostu cen konsumpcyjnych do 1,3%, siła nabywcza dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych była większa niż w III kwartale ub.r. o około 0,4%.

W III kwartale br. zanotowano spadek depozytów gospodarstw domowych w bankach o 2,2 mld zł, w tym depozytów z terminem pierwotnym do 2 lat o 3,0 mld zł. Jednocześnie nastąpiło zmniejszenie bardzo wysokiego w II kwartale br. wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu (do 0,7 mld zł wobec 2,4 mld zł w poprzednim kwartale). Znacznie większy niż w II kwartale br. był przyrost kredytów gospodarstw domowych (o 2,7 mld zł wobec 0,9 mld zł). W rezultacie oszczędności pieniężne netto gospodarstw domowych zmniejszyły się w III kwartale br. o 4,3 mld zł (w II kwartale br. wzrosły o 0,3 mld zł, a w I kwartale br. – o 0,8 mld zł). W porównaniu z III kwartałem ub.r. oszczędności finansowe poza systemem bankowym wzrosły prawie trzykrotnie, ale łączne oszczędności finansowe zmniejszyły się o ponad 40%. Oszczędności niefinansowe były o około 5% mniejsze, a całe **oszczędności brutto gospodarstw domowych** ukształtowały się na poziomie o około 20% niższym niż przed rokiem.

W tych warunkach wzrost **spożycia indywidualnego** był nadal znacznie wyższy od wzrostu siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych. Do utrzymania relatywnie wysokiego wzrostu spożycia – oprócz spadku oszczędności – przyczynił się nadal wysoki wzrost dochodów uzyskiwanych poza gospodarką rejestrowaną oraz dalsze wydłużenie okresu od momentu uzyskania dochodów do ich wydatkowania (wzrósł udział spożycia finansowanego dochodami uzyskanymi w poprzednich kwartałach). Spożycie indywidualne w III kwartale br. było o około 3% wyższe niż przed rokiem. Na utrzymanie tempa wzrostu konsumpcji wskazuje również wzrost wolumenu sprzedaży detalicznej w średnich i dużych przedsiębiorstwach handlowych (do 3,9% wobec 0,8% w II kwartale br.).

Na podstawie danych o produkcji budownictwa i podaży dóbr inwestycyjnych szacuje się, że nastąpiło zmniejszenie skali spadku **nakładów inwestycyjnych**. Poziom zrealizowanych inwestycyjnych robót budowlano-montażowych w średnich i dużych przedsiębiorstwach w okresie I – III kwartał 2002 r. był o 11,9% niższy niż przed rokiem, a w I półroczu br. – o 15,5% niższy. Spadek produkcji sprzedanej przedsiębiorstw przemysłowych wytwarzających głównie dobra inwestycyjne zmniejszył się odpowiednio z około 6% do około 3%. Wzrósł udział importu inwestycyjnego w imporcie ogółem.

Sytuacja finansów publicznych

W III kwartale br. odnotowano, podobnie jak w analogicznym okresie w ubiegłych latach, stosunkowo niewielki przyrost deficytu budżetu państwa. W relacji do PKB wyniósł on około 2,3% wobec 1,7% w analogicznym okresie ub.r. Zaawansowanie realizacji deficytu w stosunku do planu całorocznego było jednak na koniec września br. znacznie wyższe niż przed rokiem.

Dochody budżetu państwa w III kwartale br. zdecydowanie przewyższały dochody uzyskane w analogicznym okresie ub.r. Wynikało to w głównej mierze z tego, że wpłata z zysku NBP – zwyczajowo zasilająca budżet w czerwcu – tym razem została dokonana w pierwszych dniach lipca.

Tabela 2
Realizacja budżetu państwa

	I-III kwartał			III kwartał	Zaawansowanie	
	2001	2002		2002	2001 wykonanie	2002 plan
			I-III kwartał 2001 r. = 100	III kwartał 2001 r. = 100		
			%			
	mln zł					
DOCHODY, w tym:	102.775,5	104.392,2	101,6	112,1	73,1	71,9
Podatkowe	84.740,1	92.636,7	109,3	107,7	71,1	70,3
– podatki pośrednie	60.093,5	66.339,1	110,4	107,6	72,9	72,6
– podatek dochodowy od osób prawnych	8.991,7	10.114,1	112,5	108,2	68,0	73,1
– podatek dochodowy od osób						
fizycznych	15.642,1	16.186,1	103,5	107,8	66,7	61,0
Pozostałe dochody	18.035,4	11.755,5	65,2	145,4	84,2	87,7
WYDATKI, w tym:	124.640,5	133.538,9	107,1	114,2	72,1	72,1
Obsługa zadłużenia	14.624,4	16.832,9	115,1	124,4	70,0	65,5
Dotacja dla Funduszu Pracy	1.843,3	2.828,7	153,5	411,3	69,6	77,8
Dotacja dla FUS	15.105,0	19.524,0	129,3	157,3	70,2	71,6
DEFICYT	-21.865,0	-29.146,7	133,3	138,1	67,6	72,9
Finansowanie krajowe	23.441,1	25.901,0	110,5	48,4	53,7	66,7
Bony skarbowe	6.632,1	9.494,7	143,2	-120,3	61,5	162,3
Obligacje	13.616,7	21.802,1	160,1	93,2	50,8	81,9
Przychody z prywatyzacji	2.606,8	995,0	38,2	49,9	40,2	15,1
Finansowanie zagraniczne	-1.576,1	3.245,7	*	*	13,9	275,1

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Ponadto, dochody podatkowe łącznie były w III kwartale br. o 7,7% wyższe niż w analogicznym okresie ub.r. Dynamika ich wzrostu była jednak niższa w porównaniu z uzyskaną w poprzednich kwartałach br. Zadecydowały o tym przede wszystkim niższe wpływy z podatków pośrednich, a także – chociaż w dużo mniejszym stopniu – z podatku dochodowego od osób prawnych. Stopień zaawansowania realizacji podatków pośrednich był po trzech kwartałach br. zbliżony do ubiegłorocznego, mimo że w ujęciu nominalnym wpływy te były wyższe o 6,2 mld zł. Uzyskane w ciągu trzech kwartałów br. wpływy z podatku od towarów i usług w wysokości 42,7 mld zł umożliwiły uruchomienie wydatków zapisanych w ustawie budżetowej warunkowo². Zasadniczą pozycję tych wydatków stanowi kwota 350 mln zł na podwyżki wynagrodzeń dla nauczycieli, których realizację rozpoczęto w październiku br.

Wyższe niż przed rokiem były też w III kwartale br. wpływy z podatku dochodowego od osób fizycznych. Nadal jednak po trzech kwartałach br. realizacja wpływów z tego tytułu w stosunku do planu pozostawała na niskim poziomie, co było związane z niską dynamiką dochodów do dyspozycji oraz mniejszymi niż zakładano w ustawie budżetowej na 2002 r. dochodami z tytułu zryczałtowanego podatku od niektórych przychodów z kapitałów pieniężnych.

² Art. 47 *Ustawy budżetowej na rok 2002* uprawnia do uruchomienia rezerwy celowej na wsparcie realizacji trzeciego etapu reformy oświaty, zwiększenie dotacji dla ARR oraz środków na finansowanie dróg krajowych i autostrad w przypadku uzyskania do końca III kwartału 2002 r. dodatkowej kwoty dochodów z podatku od towarów i usług do wysokości 625 mln zł ponad kwotę 41,7 mld zł.

Ramka 1. Projekt ustawy budżetowej na rok 2003

W dniu 30 września 2002 r., a więc w terminie ustawowym, rząd przedłożył Sejmowi RP projekt *Ustawy budżetowej na rok 2003*.

Budżet na 2003 r. został oparty na dwóch podstawowych założeniach:

- średniorocznego wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych o 2,3%,
- wzrostu produktu krajowego brutto o 3,5%.

Projekt rządowy zakłada dochody budżetu państwa na poziomie 154,8 mld zł, wydatki – 193,5 mld zł i deficyt 38,7 mld zł, co odpowiada 4,9% szacowanego na 2003 r. PKB.

Zakładany na 2003 r. wzrost dochodów budżetowych – o 6,7% nominalnie i o 4,3% realnie – ma umożliwić m.in. zakładany na przyszły rok wyższy od tegorocznego wzrost PKB, oczekiwane jednorazowe wpływy z opłaty restrukturyzacyjnej i abolicji podatkowej, zakładana poprawa ściągальności podatków oraz wyższa wpłata z zysku NBP. Wyższe dochody budżetu ma też umożliwić zwiększenie obciążeń podatkowych poprzez utrzymanie zamrożonych progów podatkowych dla osób fizycznych oraz wycofanie się rządu z zapowiadanej obniżki stawki podatku dochodowego od osób prawnych do poziomu 24% (stawka zostanie ostatecznie zredukowana z obecnego poziomu 28% do 27%).

Przyszłoroczne wydatki budżetu państwa w porównaniu z tegorocznymi będą nominalnie wyższe o 4,5%, a realnie – o 2,2%. Oznacza to odejście od przyjętej przez poprzedniego ministra finansów zasady ograniczania rocznego wzrostu wydatków do 1% w ujęciu realnym. W 2003 r. zakłada się zwiększenie udziału wydatków prawnie zdeterminowanych w wydatkach ogółem do 67,8%, podczas gdy w 2002 r. udział ten może wynieść 66,3% (65,2% w 2001 r.).

Uwzględniając zakładane w projekcie budżetu przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w 2003 r., planowane na ten rok ograniczenie deficytu budżetu państwa do poziomu 4,9% PKB z 5,4% PKB w br. stanowi zbyt mały postęp w przywracaniu równowagi budżetowej.

Z kolei deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych ma wynieść w przyszłym roku 4,7% PKB wobec przewidywanego przez Ministerstwo Finansów jego poziomu w br. 5,5% PKB*. Utrzymywanie przez kolejny rok tak wysokiego deficytu spowoduje dalszy wzrost państwowego długu publicznego, który w końcu 2003 r. ma osiągnąć poziom 50,4% PKB wobec 42% PKB w 2001 r. Dodatkowo do dalszego zwiększenia państwowego długu publicznego (o 2,1% PKB do poziomu 52,5% PKB) przyczynią się udzielane przez rząd gwarancje i poręczenia.

Podsumowując, obraz polityki fiskalnej, jaki wyłania się z projektu ustawy budżetowej na 2003 r., trudno uznać za sprzyjający osiągnięciu trwałego wzrostu gospodarczego.

* Ministerstwo Finansów zmodyfikowało sposób liczenia deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych. Według obecnej metodyki rozszerzono zakres podmiotowy sektora o niektóre agencje rządowe oraz uwzględniono dodatkowe elementy korygujące deficyt, a mianowicie wpływy z tytułu opłaty restrukturyzacyjnej od należności za niezapłacone składki na rzecz funduszy oraz koszty obsługi długu zapłacone OFE w związku z ich inwestycjami w skarbowe papiery wartościowe.

Wydatki budżetu państwa były w III kwartale br. o 14,2% wyższe niż w analogicznym okresie ub.r., tj. wykazały najwyższy wzrost w porównaniu z odnotowanym w poprzednich kwartałach br. Dynamika wydatków pierwotnych, tj. wydatków budżetowych po odliczeniu kosztów obsługi długu publicznego, wyniosła w III kwartale 2002 r. 113,1%, a w ujęciu realnym -110,6%. Złożyły się na to m.in. wysokie dotacje dla Funduszu Pracy oraz Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. W relacji do PKB wydatki pierwotne wyniosły w III kwartale br. 21,1%, podczas gdy przed rokiem 19,2%, co oznacza wzrost udziału budżetu państwa w kreowaniu popytu krajowego.

Należy podkreślić, że rosnącym od początku br. wydatkom budżetu państwa towarzyszą niekorzystne zmiany w ich strukturze. Coraz większą rolę odgrywają w niej wydatki o charakterze socjalnym. Budżet państwa przekazał od stycznia do września br. o 15,1% więcej dotacji dla funduszy celowych i świadczeń na rzecz osób fizycznych niż w analogicznym okresie ub.r.). Wydatki majątkowe budżetu wzrosły w tym okresie tylko o 4,5%. W konsekwencji udział wydatków socjalnych w wydatkach ogółem zwiększył się na koniec września br. do 34,8% (32,4% przed rokiem), przy jednoczesnym spadku udziału środków przeznaczanych na inwestycje do 2,6% w br. (z 2,7% w ub.r.).

Wolniejszy – w porównaniu z I półroczem br. – wzrost deficytu budżetowego w III kwartale br. umożliwił zmniejszenie emisji bonów skarbowych i obligacji na rynku krajowym. Wartość kasowa netto wyemitowanych w tym okresie papierów skarbowych była o 32% niższa niż przed rokiem. Istotne źródło pokrycia zobowiązań budżetu państwa stanowiły środki pozyskane z zagranicy. W lipcu i we wrześniu br. budżet został zasilony dodatkowo około 1,4 mld USD ze sprzedaży na rynkach zagranicznych obligacji denominowanych w dolarach. Na koniec września br., wobec niskich przychodów z prywatyzacji, potrzeby pożyczkowe budżetu państwa były jednak znacząco wyższe (o blisko 55%) od odnotowanych w tym samym okresie ub.r.

Po trzech kwartałach br. deficyt budżetu państwa, powiększony o wypłaty rekompensat dla pracowników sfery budżetowej, emerytów i rencistów oraz pomniejszony o składki ubezpieczeniowe przekazane do otwartych funduszy emerytalnych, wzrósł do poziomu 4,5% PKB (24,1 mld zł) wobec 3,8% PKB (19,9 mld zł) w analogicznym okresie ub.r.

Niekorzystną sytuację odnotowano też w tym roku w innych niż budżet państwa segmentach sektora finansów publicznych, głównie w funduszach celowych. Fundusz Ubezpieczeń Społecznych wobec niskich wpływów ze składek ubezpieczeniowych wykorzystał już dopuszczalny limit kredytowy, a jednocześnie nadal zwiększały się jego zaległości w stosunku do otwartych funduszy emerytalnych. Mimo znacznie wyższej niż w ub.r. dotacji z budżetu państwa rosło też zadłużenie Funduszu Pracy w systemie bankowym oraz jego zobowiązania wobec pracodawców. Niedobór środków na wypłaty świadczeń wykazuje również Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych, który otrzymał ustawowe uprawnienie do zaciągania kredytów bankowych³ i stał się nowym źródłem zadłużenia sektora finansów publicznych. Ponadto, w br. problemy finansowe dotknęły również Agencję Rynku Rolnego, której wydatki – wobec niedostatecznych przychodów – są w części finansowane kredytem bankowym.

W połączeniu z prognozowanym wysokim deficytem budżetów jednostek samorządu terytorialnego wskazuje to, że deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych⁴ może na koniec br. osiągnąć poziom od 5,5 do 5,8% PKB wobec planowanego na początku roku 4,8% PKB.

1.2. Podaż krajowa

Według wstępnych szacunków, w III kwartale br. wartość dodana wzrosła o 1,8%. Po pięciu kwartałach spadku wzrosła wartość dodana w przemyśle o 3,3%. Spadek wartości dodanej w budownictwie zmniejszył się do 6,5% z 10,3% w poprzednim kwartale. Na poziomie zbliżonym do notowanego w II kwartale ukształtował się wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych (3,3%).

Produkcja sprzedana przemysłu (w dużych i średnich przedsiębiorstwach) w III kwartale br. była o 3,3% większa niż w analogicznym okresie ub.r. (w IV kwartale ub.r. jej spadek wynosił 2,6%, w I kwartale br. 1,6%, a w II kwartale 0,4%). Produkcja przemysłu przetwórczego ukształtowała się na poziomie o 4,3% wyższym niż w III kwartale ub.r. Wzrost produkcji przemysłowej wynikał z przyspieszenia wzrostu popytu krajowego oraz nadal wysokiego eksportu. Zmniejszyła się skala spadku popytu inwestycyjnego. Natomiast wzrost popytu konsumpcyjnego utrzymał się na podobnym poziomie jak w I półroczu br. Spadek produkcji w przedsiębiorstwach wytwarzających głównie dobra inwestycyjne zmniejszył się w III kwartale br. do około 3% z około 6% w I kwartale br. i 5% w I półroczu br. Wzrost produkcji przedsiębiorstw wytwarzających dobra konsumpcyjne wyniósł około 3% (w I kwartale – także około 3%, a w I półroczu – około 2%).

Wysoka była dynamika sprzedaży w działach zaliczanych do sektora usług rynkowych. Sprzedaż usług transportu wzrosła w porównaniu z III kwartałem ub.r. o ponad 9%, a łącznie – o po-

³ Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych uzyskał możliwość zaciągania kredytów bankowych na mocy dokonanej w lipcu br. nowelizacji *Ustawy o ochronie roszczeń pracowniczych w razie niewypłacalności pracodawcy* z dnia 29.12.1993 r.

⁴ Deficyt kasowy sektora finansów publicznych skorygowany o: wypłaty rekompensat dla pracowników sfery budżetowej oraz emerytów i rencistów, składki ubezpieczeniowe przekazane do otwartych funduszy emerytalnych i do Funduszu Rezerwy Demograficznej.

nad 10%. Sprzedaż detaliczna dużych i średnich przedsiębiorstw zwiększyła się o 3,9%. Obroty handlu hurtowego w cenach bieżących wzrosły o ponad 12%. Według wstępnych informacji poprawiła się sytuacja przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, a pogorszyła pozostałych jednostek pośrednictwa finansowego oraz przedsiębiorstw obsługi nieruchomości i działalności gospodarczej.

Wzrost skupu żywca i mleka oraz wysoki stan pogłowia trzody potwierdzają wcześniejsze prognozy utrzymania się w 2002 r. wzrostu produkcji zwierzęcej. Według tzw. przedwynikowego szacunku z września br., tegoroczne zbiory głównych ziemiopłodów będą natomiast mniejsze niż w ub.r. i niższa będzie też produkcja roślinna. Łącznie szacuje się, że w 2002 r. utrzyma się wzrost wartości globalnej i dodanej w rolnictwie, ale będzie on wolniejszy niż w 2001 r.

W III kwartale br. zmniejszył się spadek wartości dodanej w budownictwie. O ile w I kwartale br. produkcja średnich i dużych przedsiębiorstw budowlanych była mniejsza niż w analogicznym okresie ub.r. o 15,6%, w I półroczu br. – odpowiednio o 13,4%, to po trzech kwartałach br. – o 9,8%. Roboty budowlane o charakterze inwestycyjnym w okresie I – III kwartał br. były mniejsze o 11,9%, a remontowe – o 3,9% niż w analogicznym okresie ub.r. Mniejszy spadek popytu na roboty remontowe, które w przeważającej części wykonywane są przez małe przedsiębiorstwa, spowodował, że spadek produkcji całego budownictwa był mniejszy od zanotowanego w dużych i średnich przedsiębiorstwach.

2

Handel zagraniczny, bilans płatniczy

W III kwartale 2002 r. deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego spadł poniżej 1 mld EUR (wykres 1). W porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r. ujemne saldo obrotów bieżących zmniejszyło się o prawie 150 mln EUR, wobec spadku o ponad 760 mln EUR w II kwartale br. Poprawa salda rachunku obrotów bieżących po raz kolejny wynikała z obniżenia się deficytu płatności towarowych, który w ujęciu rocznym zmniejsza się systematycznie począwszy od III kwartału 2000 r. Pozostałe pozycje rachunku obrotów bieżących (prócz obrotów niesklasyfikowanych, których saldo utrzymało się na podobnym poziomie jak w III kwartale 2001 r.) oddziaływały natomiast w kierunku pogłębiania się deficytu obrotów bieżących: ujemne saldo dochodów i usług zwiększyły się, a dodatnie saldo transferów obniżyło się.

Relacja deficytu obrotów bieżących do PKB w III kwartale br. pozostała na podobnym poziomie jak w poprzednim kwartale i wyniosła około 3,7%.

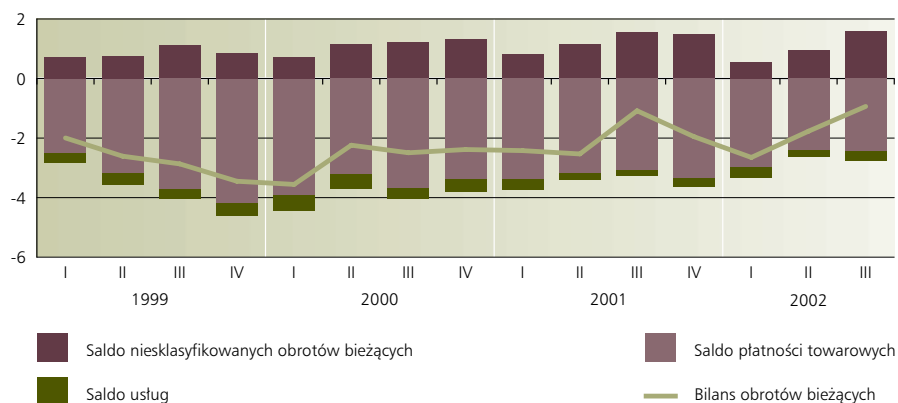
Statystyka płatnicza wskazuje na umocnienie się w III kwartale br. wzrostowej tendencji w polskim eksporcie, zapoczątkowanej w poprzednim kwartale (wykres 2). W okresie od lipca do września br. wartość wpływów z eksportu towarów zwiększyła się o 5,5% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., podczas gdy w II kwartale br. – odpowiednio tylko o 1%. Wzrostowi wpływów z eksportu towarzyszył spadek o 1,5% wypłat za import. Był to więc piąty z kolei kwartał, w którym wartość wypłat za import obniżył się. W III kwartale br. deficyt płatności towarowych zmniejszył się o ponad 630 mln EUR, a od początku 2002 r. – o 1,8 mld EUR.

Dane GUS (wykres 3) wskazują natomiast na osłabienie dynamiki eksportu w III kwartale br. Jego wartość w okresie lipiec – wrzesień br. wzrosła zaledwie o 2% w stosunku do analogicznego okresu ub.r. (podczas gdy w II kwartale br. zwiększyła się o 8,7%). Podobna tendencja wystąpiła także w imporcie, którego wartość zwiększyła się tylko o 1% (w II kwartale br. nastąpił jej wzrost o 5,8%).

W gospodarce strefy euro, a w szczególności u najważniejszego partnera handlowego Polski – Niemiec, nie pojawiły się w I półroczu br. jednoznaczne oznaki poprawy koniunktury (tabela 3). W warunkach dalszego obniżania się popytu krajowego, a zwłaszcza nadal głębokiego spadku in-

Wykres 1

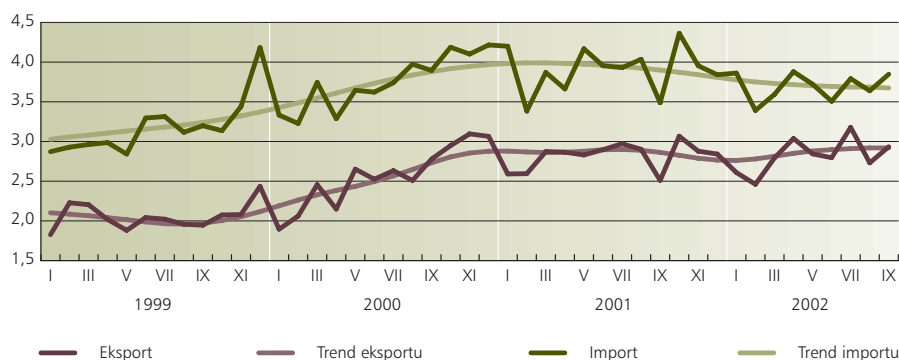
Bilans obrotów bieżących w latach 1998–2002 (dane kwartalne w mld EUR)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2

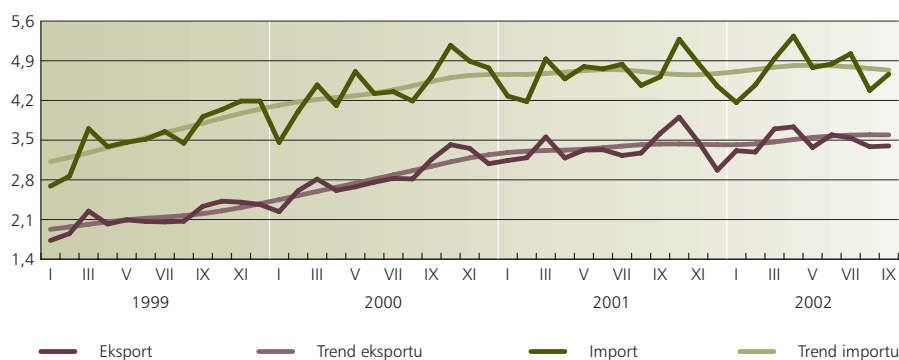
Obroty handlu zagranicznego wg statystyki płatniczej (dane miesięczne w mld EUR)



Źródło: dane NBP.

Wykres 3

Obroty handlu zagranicznego wg statystyki celnej (dane miesięczne w mld EUR)



Źródło: dane GUS.

Tabela 3

Wybrane wskaźniki ekonomiczne strefy euro i Niemiec

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

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

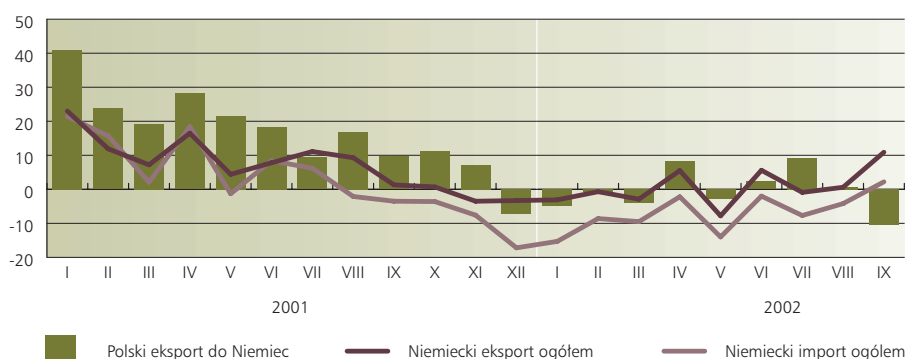
* w % PKB

Źródło: Eurostat.

Wykres 4

Polski eksport do Niemiec a handel zagraniczny tego kraju

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

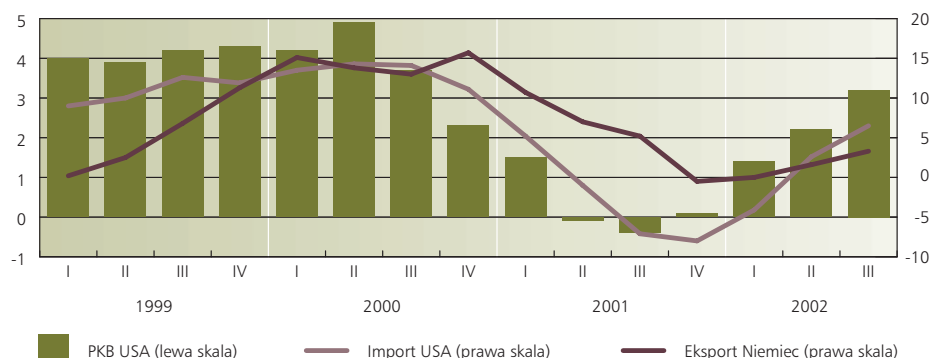


Źródło: dane CIHZ i Statistisches Bundesamt Deutschland.

Wykres 5

PKB i import USA a niemiecki eksport

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



Źródło: dane Bloomberg i Eurostat.

westycji w Niemczech⁵, sprzedaż polskich towarów do tego kraju zmniejszyła się po pierwszych dziewięciu miesiącach br. o 0,5% w porównaniu z ub.r. (w analogicznym okresie poprzedniego roku – zwiększyła się o 20,3%). Na podkreślenie zasługuje jednak fakt, że polski eksport do Niemiec obniżał się w ciągu dziewięciu miesięcy br. znacznie wolniej niż niemiecki import ogółem (por. wykres 4). Wynikało to z dużego udziału importu zaopatrzeniowego w niemieckim imporcie z Polski.

Ze względu na zdecydowanie proeksportowy charakter gospodarki niemieckiej, wzrost eksportu, jaki odnotowano w Niemczech w II kwartale br. (tabela 3), został odebrany jako ważny symptom poprawy koniunktury. Dalszego przyspieszenia dynamiki niemieckiego eksportu należy oczekiwać w III i IV kwartale br. – wraz ze wzrostem popytu importowego w USA⁶ (wykres 5). Dotychczas wzrost niemieckiego eksportu następował w wyniku zwiększania sprzedaży do Rosji i Chin. Ożywienie w niemieckim eksporcie, ze względu na duży udział w nim przywozu zaopatrzeniowego, może wpłynąć na wzrost importu do tego kraju, w tym także z Polski.

⁵ Inwestycje w Niemczech obniżają się od I kwartału 2001 r., a więc przez sześć kolejnych kwartałów. Jest to najdłuższy i jednocześnie najgłębszy spadek tego składnika popytu krajowego od czasu zjednoczenia Niemiec.

⁶ W III kwartale 2002 r. popyt importowy w USA zwiększył się o 6,5% w porównaniu z rokiem poprzednim (podczas gdy w II kwartale br. jego wzrost wyniósł 2,6%, a w I kwartale br. zmniejszył się o 4,1%). Może się to okazać istotnym impulsem pro wzrostowym dla gospodarki niemieckiej i europejskiej.

Niekorzystne dla polskiego handlu zagranicznego tendencje wystąpiły na rynkach wschodnich. W III kwartale br. wyraźnie obniżyła się dynamika popytu importowego Rosji, na co wpływ miało umocnienie się realnego kursu rubla. Wartość rosyjskiego importu (spoza krajów WNP) w okresie lipiec-sierpień br. zwiększyła się o niespełna 5%, podczas gdy w I półroczu br. wzrosła o blisko 20%. Obserwowana już wcześniej „nadwrażliwość”⁷ polskiego eksportu do Rosji na zmiany zachodzące na tym rynku sprawiła, że w III kwartale br. sprzedaż polskich towarów do tego kraju nie zmieniła się w porównaniu z poprzednim rokiem (podczas gdy w I połowie br. zwiększyła się o blisko 40%). Wyraźnie obniżyło się również tempo wzrostu polskiego eksportu na Ukrainę.

Z danych statystyki rzeczowej wynika, że niewielki wzrost eksportu w III kwartale br. (podobnie jak przyspieszenie jego dynamiki w II kwartale br.) nastąpił przede wszystkim wskutek zwiększenia sprzedaży statków. W okresie lipiec-sierpień br. wartość eksportu statków wzrosła o 2/3 w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku (w II kwartale br. – o ponad 50%). Towarzyszący wzrostowi eksportu duży wzrost importu (prawie trzykrotny) prawdopodobnie świadczy o tym, że sprzedaż statków za granicę realizowana była przede wszystkim w ramach usług remontowych⁸. O skali tego zjawiska świadczy zwiększenie się w III kwartale br. udziału statków w polskim eksporcie do blisko 8% (z 5,8% w analogicznym okresie poprzedniego roku), a w imporcie – do 4,5% (z odpowiednio 2,4%). Jeśli ze względu na specyfikę handlu statkami (wynikającą m.in. z faktu, że remonty statków nie są związane z aktualną koniunkturą w gospodarce światowej) pominiemy obroty w tej grupie towarowej, to okaże się, że wartość polskiego eksportu w III kwartale zmniejszyła się o 1% (zamiast wzrostu o 1,2%), a importu spadła o 4% (zamiast spadku o 1,6%)⁹.

W eksporcie większości pozostałych wyrobów, zaliczanych do grupy maszyn i sprzętu transportowego, wystąpiły w analizowanym okresie niekorzystne zmiany. O ile ich eksport w I połowie br. zwiększył się o 12%, to w III kwartale br. nastąpił jego spadek o 3,3%. W grupach towarów, które w końcu 2001 r. i w I połowie br. wykazywały relatywnie wysoką dynamikę wzrostu sprzedaży, odnotowano spadek wartości eksportu (odbiorniki telewizyjne) albo wyraźne spowolnienie jego wzrostu (silniki spalinowe, części samochodowe). Nadal – w następstwie dekonjunktury na europejskim rynku motoryzacyjnym – pogłębiały się niekorzystne tendencje w eksporcie samochodów osobowych. Ich sprzedaż w III kwartale br. zmniejszyła się o ponad 1/3 w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku.

Wartość eksportu pozostałych grup wyrobów przetworzonych oraz produktów nieprzetworzonych utrzymała się na podobnym poziomie jak przed rokiem. Jednak w przypadku żelaza i stali oraz odzieży nastąpiły znaczące spadki wartości eksportu. Nadal zmniejszała się także wartość sprzedaży mebli, do czego dodatkowo w III kwartale br. przyczynił się spadek popytu importowego na rynkach wschodnich. Dalszy spadek wartości eksportu węgla w analizowanym kwartale br. został zrekomensowany wzrostem sprzedaży produktów rafinacji ropy naftowej.

Wysoki stopień korelacji między dynamiką polskiego eksportu i importu (wykres 6) jest efektem integracji polskiej gospodarki z gospodarką światową. Proces ten prowadzi do stopniowego upodabniania się struktury polskiego importu i eksportu. Świadczy o tym rosnący udział w polskim handlu zagranicznym wymiany wewnątrzbranżowej (wykres 7), polegającej na jednoczesnym eksporcie i imporcie tych samych grup produktów. W okresach ożywienia gospodarczego u naszych najważniejszych partnerów handlowych umożliwia to przyspieszenie dynamiki eksportu, a w efekcie także dynamiki naszego wzrostu gospodarczego. Natomiast w okresach pogorszenia aktywności gospodarczej w tych krajach – sprzyja przenoszeniu się dekonjunktury do polskiej gospodarki. Spadek popytu zewnętrznego prowadzi więc nie tylko do obniżenia dynamiki eksportu, ale także, ze względu na to, że duża część importu ma charakter zaopatrzeniowy, do osłabienia dynamiki importu.

⁷ Nadwrażliwość ta polega na tym, że polski eksport do Rosji w okresach wzrostu popytu importowego w tym kraju rośnie szybciej niż rosyjski import ogółem, natomiast w okresach obniżenia się popytu – zmniejsza się silniej niż wynikałoby to z osłabienia się dynamiki rosyjskiego importu. Prawdopodobnie wynika to z podmiotowej struktury polskiego eksportu, w której dominują średnie i małe przedsiębiorstwa.

⁸ Zakwalifikowanie blisko 60% tego eksportu do pozycji „Pozostałe statki, włącznie z okrętami wojennymi” świadczy o tym, że eksport ten realizowany był przez Stocznnię Marynarki Wojennej w Gdyni.

⁹ Jeśli podobną korektę przeprowadzimy również dla wyników II kwartału 2002 r., wówczas okaże się, że po wyeliminowaniu wzrostu obrotów statkami eksport zwiększyłby się w tym okresie o 6,4% (zamiast o 8,6%), a import wzrósłby o 2,4% (zamiast o 5,8%).

Tabela 4

Dynamika eksportu wg głównych grup towarowych

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

	2001				2002		2002		
	II	III	IV	I	II	III	lipiec	sierpień	wrzesień
	kwartały								
Ogółem	22,7	15,4	5,5	4,2	8,7	2,0	9,5	3,4	-6,1
Nieprzetworzone	26,6	14,6	7,6	-4,8	-5,5	2,9	3,5	2,7	2,6
Rolno-spożywcze	22,7	11,1	5,4	-0,4	0,7	-1,0	9,1	-6,3	-6,1
Surowce	2,2	10,9	-0,1	-5,5	-0,4	5,4	13,9	10,9	-7,0
Paliwa mineralne	47,3	22,9	15,5	-9,9	-14,8	8,0	-9,0	13,0	22,5
Przetworzone	22,0	15,5	5,1	5,8	11,5	1,8	10,8	3,6	-7,6
Chemiczne	17,4	-1,8	-6,6	-4,9	5,0	10,6	7,8	7,7	16,7
Maszyny i sprzęt transportowy	29,9	23,3	8,1	8,9	18,0	-1,4	14,4	5,2	-18,2
Pozostałe przemysłowe	16,6	12,2	4,6	4,9	6,9	3,2	8,4	1,7	-0,2

Źródło: dane CIHZ.

Tabela 5

Dynamika importu wg głównych grup towarowych

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

	2001				2002		2002		
	II	III	IV	I	II	III	lipiec	sierpień	wrzesień
	kwartały								
Ogółem	7,6	5,8	-1,6	1,4	5,8	1,0	3,8	-2,0	1,0
Nieprzetworzone	15,6	-5,1	-11,3	-3,5	-12,0	-2,9	-12,0	-5,7	9,9
Rolno-spożywcze	24,4	-4,6	8,9	9,8	-14,1	2,1	-10,8	0,0	19,1
Surowce	3,1	-6,8	-4,6	-3,9	-2,1	2,9	7,2	-6,5	8,4
Paliwa mineralne	15,4	-4,8	-23,0	-10,9	-13,9	-7,4	-18,6	-8,2	5,7
Przetworzone	5,7	8,7	0,9	2,7	10,4	2,0	7,5	-1,0	-0,9
Chemiczne	8,7	8,3	8,2	7,4	6,1	2,6	6,6	-0,1	1,0
Maszyny i sprzęt transportowy	1,1	9,6	-3,1	-1,2	16,7	2,7	10,7	0,3	-3,3
Pozostałe przemysłowe	10,4	7,8	3,0	5,2	4,8	0,9	4,1	-3,0	1,3

Źródło: dane CIHZ.

Zależności te są najsilniejsze w przypadku wyrobów przetworzonych, a zwłaszcza w grupie maszyn i sprzętu transportowego. Przykładowo, spadek eksportu samochodów, a ostatnio także telewizorów, przyczynił się do spadku przywozu ich części. Podobna sytuacja wystąpiła również w innych grupach. Łącznie wartość importu maszyn i sprzętu transportowego (prócz statków) obniżyła się w III kwartale br. o 4% w stosunku do analogicznego okresu ub.r. Duże spadki odnotowano też w imporcie komputerów, urządzeń telekomunikacyjnych i samochodów, co może świadczyć o dalszym osłabianiu się zarówno popytu inwestycyjnego, jak i zaopatrzeniowego.

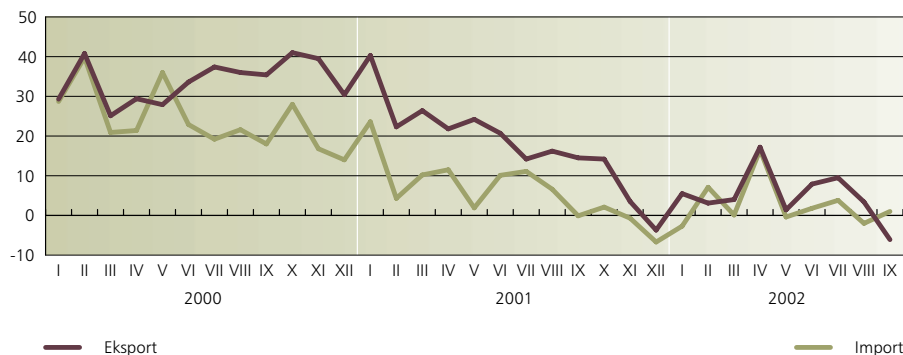
Do obniżenia się dynamiki importu w III kwartale br. przyczynił się także spadek wartości przywozu farmaceutyków oraz paliw mineralnych – ropy naftowej (związany głównie ze spadkiem wolumenu jej importu) i gazu ziemnego (związany ze spadkiem jej cen).

Warunki konkurencyjne w polskim handlu zagranicznym w III kwartale br. nadal się poprawiały (wykresy 6 i 7 oraz tabela 6). Pogłębiła się wyraźnie w stosunku do I i II kwartału br. deprecjacja realnego efektywnego kursu złotego.

Wykres 6

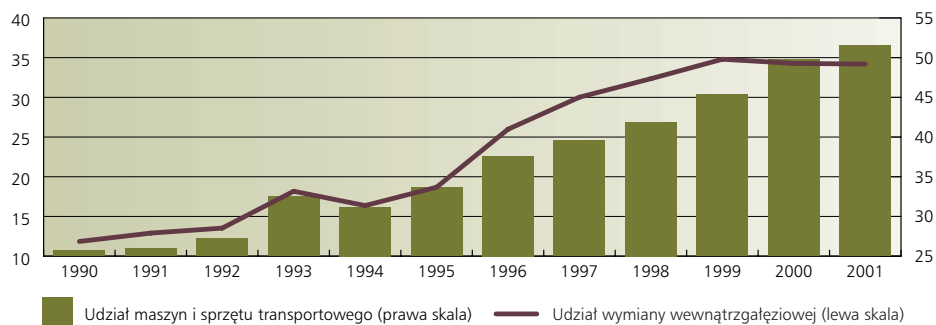
Dynamika polskiego eksportu i importu

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



Źródło: dane GUS.

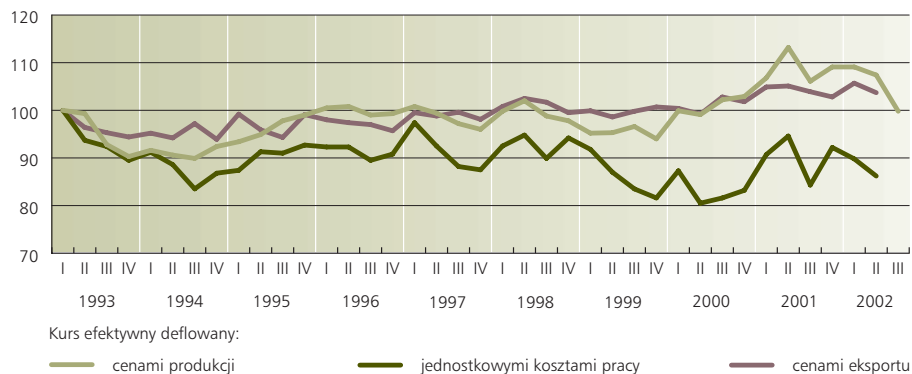
Wykres 7

 Udział maszyn i sprzętu transportowego (SITC7) w eksporcie oraz wymiana
 wewnątrzgałęziowa w polskim handlu z Unią Europejską w latach 1990–2001
 (jako % całości handlu z UE)


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu.

Wykres 8

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



Źródło: dane NBP.

Tabela 6

Efektywne kursy złotego w latach 2001–2002 (zmiany w % do poprzedniego kwartału = 100)

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

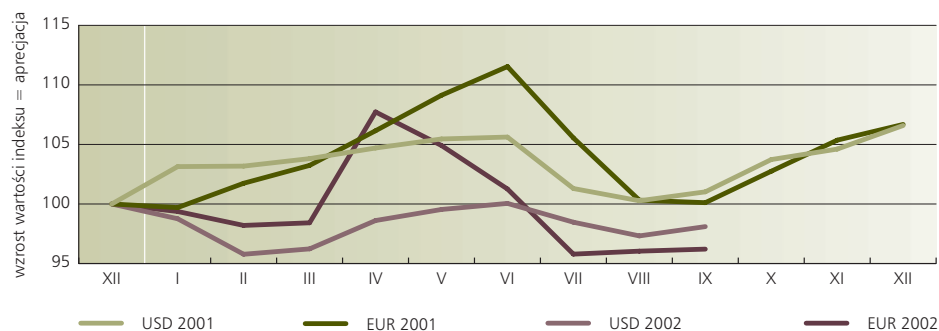
„+” – oznacza aprecjację kursu złotego

„b. d.” – brak danych

Źródło: dane NBP.

Wykres 9

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



* deflowany PPI.

Źródło: dane NBP.

Zdecydowanie lepsze niż w ubiegłym roku warunki konkurencji cenowej i kosztowej wynikały z następujących czynników:

- nominalnej deprecjacji kursu złotego (silniejszej wobec euro niż wobec dolara),
- kontynuacji tendencji dezinflacyjnych na rynku krajowym,
- szybszego wzrostu wydajności pracy w relacji do wzrostu płac w gospodarce krajowej.

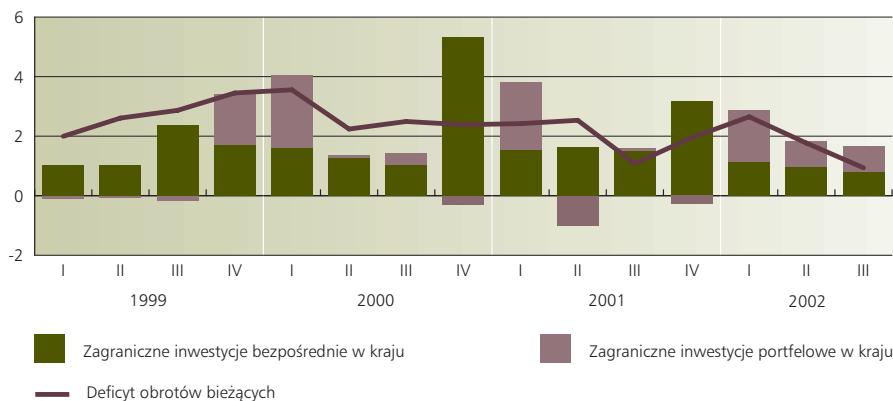
Poprawa konkurencyjności powinna w pewnym stopniu łagodzić ujemny wpływ recesji w gospodarce światowej na polski handel zagraniczny w II połowie br. i w przyszłym roku.

Struktura finansowania deficytu obrotów bieżących w III kwartale br. poprawiła się. Został on w 65% sfinansowany napływem długoterminowego kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich, wynoszącym 0,6 mld EUR (w porównaniu z 54% w II kwartale br. i 43% w I kwartale ub.r.)¹⁰. Zwiększenie wskaźnika finansowania deficytu obrotów bieżących napływem kapitału wynikało jednak z istotnego zmniejszenia się tego deficytu, przy nadal obniżającym się napływie kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich. Inwestycje te w III kwartale br. charakteryzowały się jednak korzystniejszą strukturą ze względu na spadek udziału kredytów w tej kategorii kapitału do 7,0% z 24,9% w II kwartale br. i 16,7% w analogicznym okresie poprzedniego roku.

¹⁰ W III kwartale 2001 r. wskaźnik ten wyniósł 136%.

Wykres 10

Deficyt obrotów bieżących a napływ inwestycji zagranicznych w latach 1998–2002
(dane kwartalne w mld USD)



Źródło: dane NBP.

Tabela 7

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźniki ostrzegawcze	2001		2002		
	III	IV	I	II	III
	kwartały				
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-4,4	-4,1	-4,1	-3,7	-3,7
Saldo płatności towarowych/PKB (w %)	-6,8	-6,6	-6,3	-6,0	-5,7
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących (w %)	136,2	160,8	43,1	53,6	64,5
(Saldo obrotów bieżących-inwestycje bezpośrednie)/PKB (w %)	0,8	2,2	-3,2	-1,7	-0,7
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport (w %)	40,6	79,1	42,2	41,4	-
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu	7,4	8,0	8,0	8,0	7,9

W III kwartale br. zwiększyło się też znaczenie inwestycji portfelowych netto jako źródła finansowania deficytu obrotów bieżących. Powodem był wysoki w porównaniu z poprzednim kwartałem br. i z III kwartałem ub.r. napływ kapitału zagranicznego lokowanego w papiery dłużne skarbu państwa. W ujęciu netto wyniósł on 591 mln EUR wobec napływu 399 mln EUR w poprzednim kwartale oraz odpływu 11 mln EUR w III kwartale ub.r.

Na podstawie analizy wybranych wskaźników ostrzegawczych przeprowadzono ocenę aktualnego stanu nierównowagi zewnętrznej (tabela 7). Wszystkie wskaźniki, poza relacją oficjalnych aktywów rezerwowych do importu, kształtują się korzystniej niż w poprzednim kwartale. Wskaźnik zabezpieczenia importu rezerwami NBP – mimo pogorszenia – utrzymuje się nadal na wysokim poziomie.

3

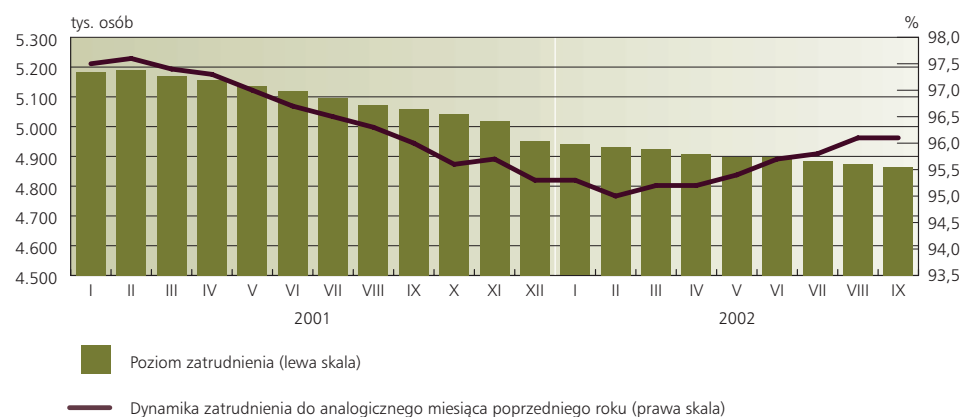
Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy w III kwartale 2002 r. uległa nieznacznej poprawie w porównaniu z I półroczem br. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal zmniejszało się, ale tempo jego spadku było nieco słabsze niż w I półroczu. W III kwartale br. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w skali roku o 4,4%, podczas gdy w I półroczu br. – o 4,8%. W okresie styczeń-wrzesień br. zarejestrowano więcej nowych bezrobotnych niż przed rokiem, ale jednocześnie znacznie większa niż przed rokiem liczba bezrobotnych została wyrejestrowana, w tym – w związku z podjęciem pracy.

Na słabnące tempo zmniejszania się zatrudnienia wskazują również znacznie mniejsze niż przed rokiem spadki zatrudnienia w skali miesiąca, notowane w kolejnych miesiącach br. (wykres 12).

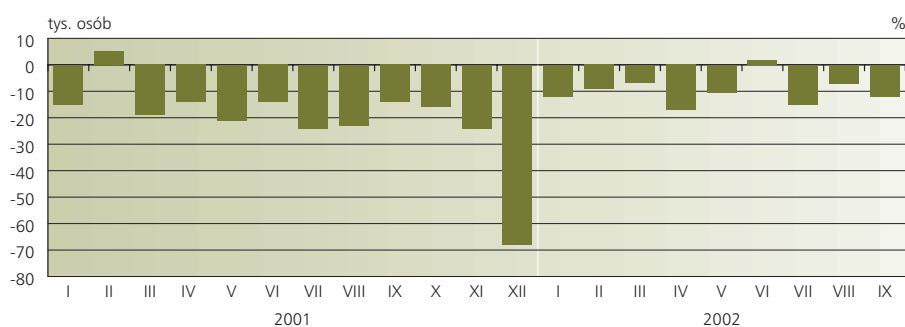
Spadkowi zatrudnienia towarzyszył wzrost liczby bezrobotnych. W ciągu roku, tj. od września 2001 r. do września 2002 r., przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się o 196 tys. osób i o blisko tyle samo wzrosła liczba bezrobotnych (192,2 tys.).

Wykres 11
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

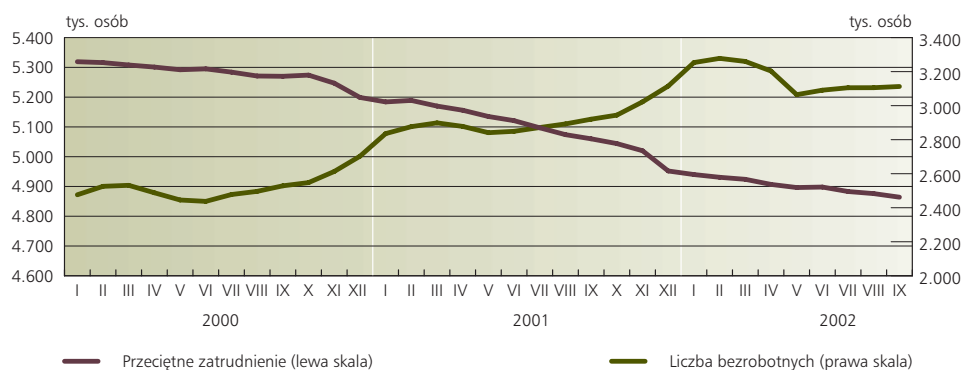
Wykres 12
Zmiany zatrudnienia w porównaniu z poprzednim miesiącem



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 13

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw oraz liczba bezrobotnych



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 8

Zmiany przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i bezrobocia rejestrowanego (w tys. osób)

Okres	od III do VI			od VI do IX		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Zmiana przeciętnego zatrudnienia	-13,0	-49,0	-26,0	-25,0	-71,0	-34,0
Zmiana liczby bezrobotnych	-94,3	-49,5	-169,0	+ 91,4	+71,2	+21,7

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 9

Migracja ludności i stopa bezrobocia w wybranych krajach UE oraz w Polsce

Kraj	Saldo migracji wg stanu na 1999 r.	Stopa bezrobocia wg stanu
	(w osobach)	w lipcu 2002 r. (w proc.)
Austria	4.500	4,1
Belgia	11.606	6,9
Finlandia	4.451	9,3
Francja	18.703	8,9
Grecja	12.478	x
Hiszpania	42.316	11,3
Irlandia	18.703	4,5
Niemcy	46.980	8,3
Portugalia	15.244	4,5
Szwecja	10.940	4,9
Włochy	103.240	8,7
Polska	-14.000	17,5
Unia Europejska	x	7,7

Źródło: K. Głębicka: *Polityka społeczna w UE*. Warszawa 2001; Rocznik demograficzny 2001; Eurostat.

Jak wynika z tabeli 8, w porównaniu z sytuacją przed rokiem, zarówno w II, jak i III kwartale br. redukcje zatrudnienia były mniejsze i mniejszy był też przyrost bezrobocia rejestrowanego. Natomiast głębsze redukcje zatrudnienia i większy przyrost liczby bezrobotnych

Tabela 10

Stopa zatrudnienia w krajach Unii Europejskiej i krajach kandydujących
w latach 1999–2001 (w %)

Kraj	1999	2000	2001
Belgia	58,9	60,9	59,7
Dania	76,5	76,4	75,9
Niemcy	64,8	65,3	65,7
Grecja	55,4	55,9	55,6
Hiszpania	53,6	56,0	57,5
Francja	60,4	61,7	62,7
Irlandia	62,5	64,5	65,1
Włochy	52,0	53,4	54,3
Luksemburg	61,6	62,7	63,0
Holandia	70,9	72,9	74,1
Austria	68,2	67,9	67,8
Portugalia	67,4	68,1	68,8
Finlandia	67,4	68,1	69,1
Szwecja	70,6	71,1	b.d.
Wielka Brytania	70,6	71,2	71,6
Polska	57,5	55,1	53,8
Bułgaria	b.d.	51,5	50,7
Cypr	64,2	65,5	67,9
Czechy	65,6	64,9	65,0
Estonia	62,0	60,6	61,1
Węgry	55,4	55,9	56,3
Litwa	65,0	60,1	58,6
Łotwa	59,4	57,7	58,9
Rumunia	65,0	64,2	63,3
Słowenia	62,5	62,7	63,6
Słowacja	58,0	56,3	56,7

Źródło: Eurostat.

w III kwartale w porównaniu z II kwartałem we wszystkich uwzględnionych w tabeli latach są zjawiskiem sezonowym.

Liczba przedsiębiorstw państwowych zmniejszyła się o w ciągu trzech kwartałów br. o 61 (spadek o 3% wobec 7,4% przed rokiem), a jednocześnie przybyło 16 495 spółek handlowych (wzrost o 9,3% wobec 8,1% przed rokiem).

Wstępne wyniki badań koniunktury w przemyśle, budownictwie i handlu przeprowadzonych przez GUS w październiku br. wskazują, że przedsiębiorcy przewidują dalsze redukcje zatrudnienia w skali nieco większej niż zapowiadano przed miesiącem. W końcu września br. 1,8 tys. zakładów pracy zadeklarowało zwolnienie w najbliższym czasie 58,3 tys. pracowników (przed rokiem 2,4 tys. zakładów i 87,7 tys. pracowników), z tego 28,3% z sektora publicznego (w ub.r. 31%).

Stopa bezrobocia na koniec III kwartału br. wyniosła 17,6% i była o 0,2 pkt. proc. niższa niż w końcu III kwartału ub.r. oraz o 0,6 pkt. proc. niższa niż na koniec I kwartału br.

Ramka 2 Ocena wpływu zmian w znowelizowanym Kodeksie pracy na wskaźnik ochrony pracy EPL*

Najważniejsze zmiany, jakie wprowadzono w Kodeksie pracy, to:

- ułatwienia dotyczące ponownego zatrudniania pracownika po każdym rozwiązaniu lub wygaśnięciu umowy (zwolniono pracodawców np. z obowiązku: wydawania świadectwa pracy osobie zatrudnianej na kolejną umowę, przeprowadzania w takim przypadku wstępnych badań lekarskich oraz szkolenia w zakresie BHP, jeśli pracownik jest ponownie zatrudniany na tym samym stanowisku, bezpośrednio po zakończeniu poprzedniej umowy),
- ułatwienia dla małych pracodawców (miedzy innymi zwolnienie z obowiązku wprowadzania regulaminu pracy dla pracodawców zatrudniających mniej niż 20 osób, zwolnienie z obowiązku tworzenia służby BHP dla zatrudniających do 100 osób i komisji BHP dla zatrudniających mniej niż 250 osób),
- zmiany w opłacaniu absencji chorobowej,
- zmiany w organizacji czasu pracy i zasadach opłacania pracy w nadgodzinach,
- nowe umowy o pracę na czas zastępstwa nieobecnego pracownika,
- nowe zasady dokonywania zwolnień grupowych i ustalania uprawnień do odpraw dla pracowników objętych tymi zmianami (w tym m.in. zwolnienie pracodawców zatrudniających poniżej 20 pracowników z obowiązku stosowania procedury związanej z przeprowadzeniem grupowego zwolnienia pracowników z przyczyn dotyczących pracodawcy),
- ograniczenie uprawnień związków zawodowych i ochrony stosunku pracy działaczy związkowych,
- dogodniejsze dla pracodawców zasady tworzenia Zakładowego Funduszu Świadczeń Socjalnych.

Z badań regulacji rynku pracy w Polsce, przeprowadzonych przez OECD wynika, że Kodeks pracy obowiązujący na przełomie lat 2000/2001 sytuował wskaźnik ochrony pracy EPL na poziomie 2,0. Dla porównania: Czechy miały EPL na poziomie 2,1, Estonia 2,6, Węgry 1,7, Słowacja 2,4, Słowenia przed zmianą Kodeksu pracy 3,5, a po zmianie 2,3, Niemcy 2,5, Francja 3,0, Wielka Brytania 0,5, USA 0,2.

Na podstawie szczegółowych kryteriów oceny stopnia regulacji rynku pracy dla poszczególnych kategorii regulacji definiujących wskaźnik EPL, podjęto próbę oceny, na ile zmiany wprowadzone w nowym Kodeksie pracy uelastycznią stosunki pracy w Polsce. Wyniki oceny są następujące:

- zmiany w Kodeksie pracy w zakresie umów regularnych spowodują zmniejszenie się EPL o około 3,5%,
- zmiany w zakresie zwolnień grupowych zmniejszą indeks EPL o około 12,5%.

Łącznie EPL obniży się więc o około 16%.

Oznacza to, że zmiany w Kodeksie pracy mogą doprowadzić do zmniejszenia stopnia regulacji rynku pracy w Polsce, mierzonego wskaźnikiem EPL, o 0,2–0,3 punktu do poziomu 1,7–1,8.

* Wskaźnik EPL (Employment Protection Level) jest liczony i publikowany przez OECD dla wszystkich krajów OECD. Jego wartości zawierają się w przedziale od 0 (liberalny rynek pracy) do 6 (w pełni regulowany rynek pracy). Im wyższa wartość wskaźnika, tym bardziej restrykcyjne regulacje rynku pracy.

Sytuację Polski w zakresie bezrobocia i zatrudnienia na tle krajów Unii Europejskiej oraz krajów do niej kandydujących ilustrują tabele 8 i 9.

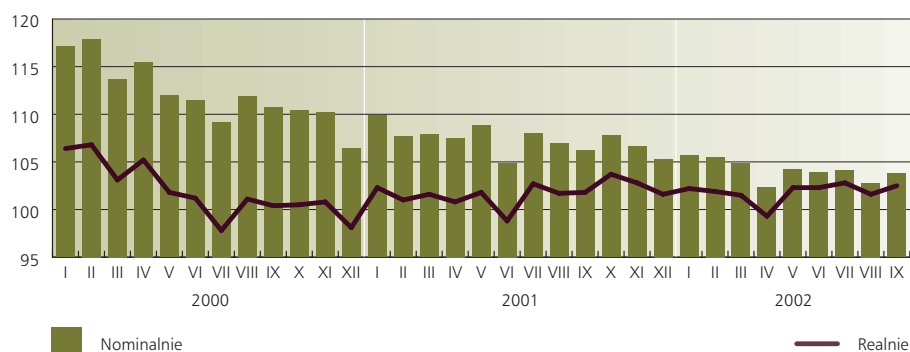
W III kwartale br. został znowelizowany Kodeks pracy¹¹. Nowe rozwiązania będą wchodziły w życie etapowo (niektóre dopiero od 2003 r.). Przyczynią się one do uelastycznienia rynku pracy, co w średnim okresie wpłynie na osłabienie presji inflacyjnej. Analizę wpływu głównych zmian w Kodeksie pracy na stopień regulacji rynku pracy w Polsce zawiera Ramka 2.

W III kwartale br. – podobnie jak w poprzednim – wzrost przeciętnych płac nominalnych w sektorze przedsiębiorstw był znacznie mniejszy niż przed rokiem. Natomiast przeciętna dynamika płac realnych była w tym okresie zbliżona do ubiegłorocznej ze względu na spowolnienie tempa spadku inflacji w III kwartale br. w stosunku do notowanego rok wcześniej.

¹¹ Ustawa o zmianie Kodeksu pracy oraz zmianie niektórych innych ustaw. Dz.U. nr 135 z dnia 28.08.2002 r., p. 1146.

Wykres 14

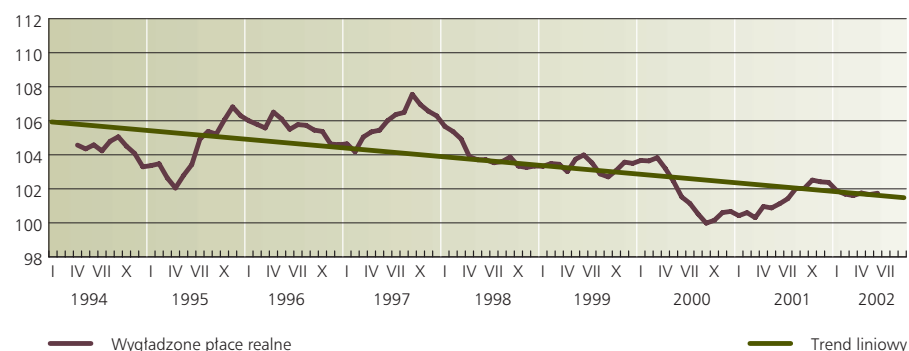
Dynamika wynagrodzeń w ujęciu nominalnym i realnym
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 15

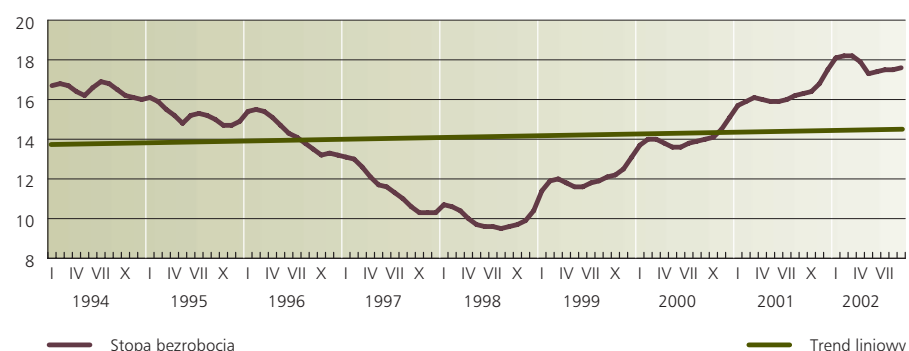
Dynamika realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 16

Stopa bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Natomiast w porównaniu z pierwszym półroczem 2001 r. płace realne w III kwartale br. kształtowały się na nieco wyższym poziomie (wykres 14), przy większej o ponad 2 pkt. proc. stopie bezrobocia.

W NBP podjęto próbę zbadania wrażliwości płac na zmiany poziomu bezrobocia. W tym celu przeanalizowano kształtowanie się dynamiki płac i stopy bezrobocia od 1994 r. do końca III kwartału br. (wykresy 15 i 16).

Uzyskane wyniki wykazują, że od 1994 r. do około połowy 1996 r., kiedy stopa bezrobocia znajdowała się powyżej trendu, dynamika płac realnych kształtowała się średnio o około 5% poniżej trendu. Od drugiej połowy 1996 r. do przełomu lat 2000-2001, tj. w okresie spadku stopy bezrobocia, płace realne rosły średnio w tempie o około 3% wyższym od trendu. Natomiast od 2001 r. do września br., przy rosnącym bezrobociu, płace realne kształtowały się średnio 1% poniżej trendu.

Gdyby potraktować lata wysokiego bezrobocia (powyżej trendu) jako jeden okres (1994 r. – połowa 1996 r. i styczeń 2001 r. – wrzesień 2002 r.), a jako drugi okres lata, w których stopa bezrobocia kształtowała się poniżej trendu (od połowy 1996 r. do końca 2000 r.), to okazuje się, że w obu tych okresach występowała niemal proporcjonalna zależność między odchyleniami stopy bezrobocia oraz płac realnych od trendu. Odchylenie stopy bezrobocia o 1 pkt. proc. zarówno powyżej, jak i poniżej trendu powodowało odpowiednio spadek lub zwiększenie tempa wzrostu płac realnych w stosunku do trendu – w obu przypadkach o około 1,5%.

Jednak ograniczenie próby do lat 1997-2002 zmienia wyniki. Presja płacowa pozostaje nadal negatywnie skorelowana ze stopą bezrobocia, ale wpływ skali odchylenia stopy bezrobocia od trendu na presję płacową staje się asymetryczny. Odchylenie stopy bezrobocia o 1 pkt. proc. poniżej trendu powoduje zwiększenie tempa wzrostu płac realnych o 1,4% powyżej trendu. Natomiast odchylenie stopy bezrobocia o 1 pkt. proc. powyżej trendu powoduje zmniejszenie tempa wzrostu płac realnych tylko o 0,5% poniżej trendu. Jak stąd wynika, wrażliwość płac realnych na spadek bezrobocia jest większa niż na jego wzrost.

Przyczyn relatywnie słabszej reakcji płac realnych (obniżenia tempa wzrostu wynagrodzeń) na wzrost bezrobocia w ostatnich dwóch latach można upatrywać m.in. w:

- nieoczekiwanie szybkim spadku inflacji,
- niedostatecznie szybkim wzroście wydajności pracy (nadal istnieją rezerwy jej zwiększania) w porównaniu ze wzrostem płac,
- przyzwyczajeniach i oczekiwaniach pracowników na wzrost płac znacznie wyższy niż wzrost cen,
- sposobie ustalania gwarantowanego poziomu wzrostu płac (w drodze negocjacji społecznych na szczeblu krajowym, w praktyce z pominięciem faktycznych możliwości danego przedsiębiorcy).

4

Inne czynniki podaŹowe

4.1. Czynniki strukturalne

W III kwartale 2002 r. za najistotniejsze dla przemian strukturalnych w polskiej gospodarce moŹna uznać następujące regulacje prawne:

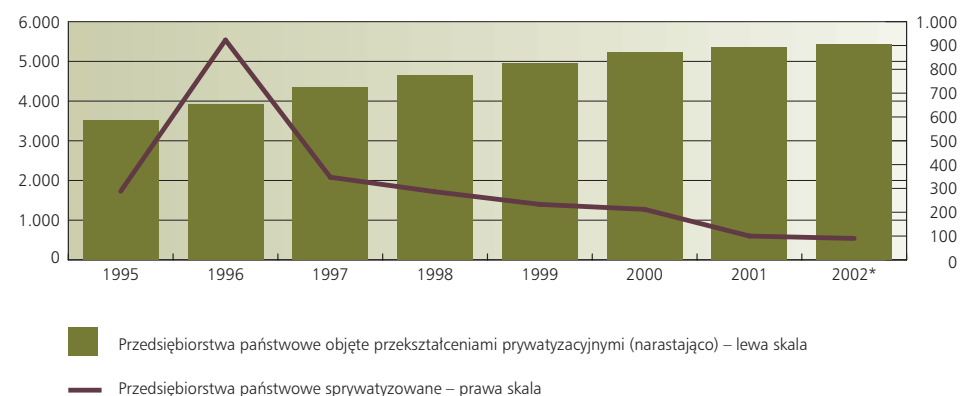
1. Nowelizację Kodeksu pracy (zwiększenie elastyczności rynku pracy),
2. Nowelizację ustawy o podatku VAT (zmniejszenie realnej stopy opodatkowania),
3. Projekt ustawy o realizacji inwestycji w zakresie dróg krajowych (wzrost inwestycji),
4. Rozporządzenie Ministra Finansów o zwrocie podatku akcyzowego (zmniejszenie realnej stopy opodatkowania),
5. Rządowy program „Kapitał dla przedsiębiorczych” (stymulacja wzrostu inwestycji i zatrudnienia),
6. Przyjęcie zasad ładu korporacyjnego przez GPW (poprawa efektywności zarządzania),
7. Decyzję Trybunału Konstytucyjnego anulującą ograniczenia dotyczące podwyżek czynszów (wzrost inwestycji i urealnienie cen nieruchomości).

Decyzje i zamierzenia rządu w zakresie polityki sektorowej, podjęte w III kwartale br. (tabela 11) wskazują, Źe nadal realizowana jest zasada uzależniania prywatyzacji od wcześniejszej restrukturyzacji i konsolidacji (vide: sektor elektroenergetyczny). Polityka taka przyczynia się do znacznego opóźniania procesów prywatyzacyjnych.

Zainicjowana na początku lat 90. prywatyzacja spowodowała ciągły wzrost liczby przedsiębiorstw objętych przekształceniami własnościowymi. W ostatnich dwóch latach liczba ta ustabilizowała się na poziomie około 5.400. Jednocześnie liczba sprywatyzowanych rocznie przedsiębiorstw państwowych, wykazująca tendencję spadkową od 1997 r., stabilizuje się na niskim poziomie; do końca III kwartału 2002 r. sprywatyzowano 90 przedsiębiorstw (wykres 17).

Wykres 17

Liczba przedsiębiorstw sprywatyzowanych i objętych przekształceniami prywatyzacyjnymi



* I – III kwartał.

Źródło: dane Ministerstwa Skarbu Państwa.

Tabela 11

Decyzje i zamierzenia rządu dotyczące zmian strukturalnych, ogłoszone w III kwartale 2002 r.

Sektory	Charakterystyka ogólna
Elektroenergetyczny	Minister Skarbu Państwa wstrzymał proces prywatyzacji grupy G-8 (obejmującej osiem zakładów energetycznych: z Gdańska, Słupska, Płocka, Torunia, Olsztyna, Elbląga, Koszalina i Kalisza), która ma 17% udział w krajowym rynku dystrybucji energii. Ogłoszono plany konsolidacji spółek z grupy poznańskiej, skupiającej zakłady energetyczne z Poznania, Szczecina, Gorzowa, Zielonej Góry i Bydgoszczy. Konsolidacja ma nastąpić również wśród wytwórców energii. Przewidywane jest stworzenie trzech silnych grup producenckich: 1) opartej na Elektrowni Bełchatów i dołączonych do niej elektrowni Opole i Turów, 2) Południowy Koncern Energetyczny (PKE), który ma obecnie 17% udział w krajowej produkcji energii. PKE w 85% jest własnością Skarbu Państwa, 3) PAK (zespół elektrowni Pątków, Adamów, Konin), w którym Skarb Państwa ma jeszcze 50% udziałów. Dopiero po integracji kapitałowej zakładów energetycznych planowana jest ich prywatyzacja. Najdłużej własnością Skarbu Państwa mają pozostać akcje Polskich Sieci Elektroenergetycznych i grupy elektrowni Bełchatów – Opole – Turów, która ma stanowić tzw. zasób strategiczny. Częściową prywatyzację tych firm przewidziano dopiero po 2005 r.
Gazownictwo	W sierpniu Rada Ministrów zatwierdziła plan restrukturyzacji i prywatyzacji sektora gazowniczego. Krajowy monopolista – Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo (PGNiG) ma być prywatyzowany przez giełdę. Skarb Państwa chce zachować większościowy pakiet, pracownicy PGNiG otrzymają do 15% akcji. Planowane jest wyodrębnienie z PGNiG sześciu firm, które zajmą się dystrybucją gazu. Spółki dystrybucyjne mają rozpocząć działalność 1 stycznia 2003 r. W 2004 r. ma być wyodrębniona spółka górnicza, która zajmie się poszukiwaniem i wydobywaniem gazu.
Paliwowy	We wrześniu Rada Ministrów przyjęła dokument Ministerstwa Skarbu Państwa pod nazwą „Strategia dla przemysłu naftowego w Polsce”, który zawiera program restrukturyzacji i prywatyzacji sektora naftowego.
Górnictwa węgla kamiennego	
Hutnictwa żelaza i stali	Programy dotyczące restrukturyzacji i prywatyzacji sektora hutniczego muszą być formułowane w kontekście rozmów negocjacyjnych z UE. Obecnie negocjowana jest kwestia zdolności produkcyjnych i wielkości inwestycji w polskich hutach. Według wymagań Komisji Europejskiej polskie huty mają osiągnąć rentowność do 2006 r. Do końca 2003 r. powinna być rozstrzygnięta sprawa inwestora strategicznego dla Polskich Hut Stali (PHS) koncentrujących ponad 70% krajowej produkcji stali.
Chemii ciężkiej	
Transportu kolejowego	Projekt ustawy o transporcie kolejowym.

Wybrane projekty

działań rządu

dotyczące innych niż

sektory „wrażliwe”

dziedzin gospodarki

Projekt ustawy o utworzeniu Agencji Promocji Eksportu i Inwestycji Zagranicznych „Pro Polonia”.

Strategia antykorupcyjna.

Strategia dla przemysłu farmaceutycznego do 2005 r.

Projekt zmian do ustawy o zatrudnieniu i przeciwdziałaniu bezrobociu.

Projekt ustawy o kształtowaniu ustroju rolnego państwa oraz o zmianie niektórych ustaw.

E-Polska-2006. Plan działań na rzecz rozwoju społeczeństwa informacyjnego w Polsce.

Program rozbudowy systemu funduszy pożyczkowych i poręczeniowych dla małych i średnich przedsiębiorstw w latach 2002-2006. Kapitał dla przedsiębiorczych.

Autopoprawka II do Strategii rozwoju turystyki.

Przedakcesyjny program gospodarczy.

Harmonogram realizacji rządowego planu działań antykrzysowych w sferze ochrony rynku i miejsc pracy.

Projekt ustawy o zmianie ustawy o transporcie drogowym oraz o zmianie niektórych innych ustaw.

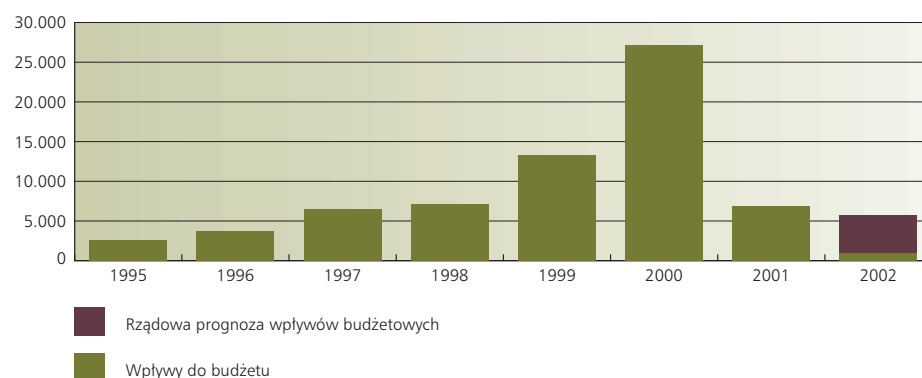
Projekt ustawy o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz o podatku akcyzowym.

Spadek dynamiki procesów prywatyzacyjnych potwierdzają również malejące wpływy do budżetu z tytułu prywatyzacji. Po rekordowym 2000 r. wpływy te wyraźnie spadły, a w III kwartale br. wyniosły tylko 170 mln zł (łącznie od początku br. do końca września – 995 mln zł), wobec planowanych 6,8 mld zł w całym 2002 r. (wykres 18). Były to głównie wpływy ze sprzedaży mniejszościowych pakietów akcji w kilku spółkach Skarbu Państwa.

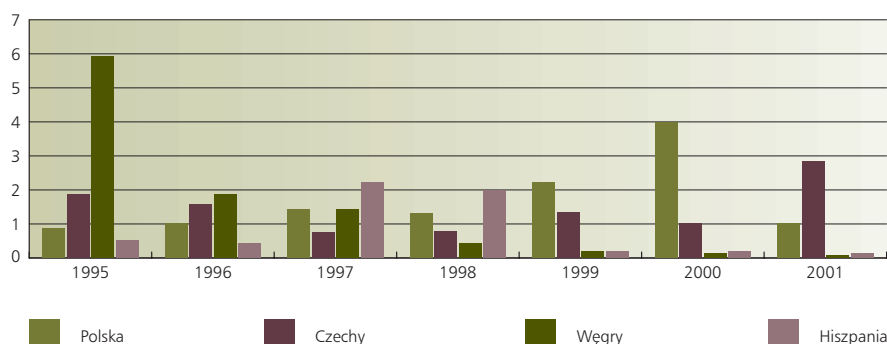
Porównanie wpływów z prywatyzacji w Polsce oraz w Czechach, na Węgrzech i w Hiszpanii w latach 1995-2001 przedstawia wykres 19. Spośród tych krajów w 2001 r. tylko Czechy odnotowały wzrost wpływów. Na Węgrzech wpływy z prywatyzacji są marginalne już od 4 lat ze względu na wysoki stopień zaawansowania procesów prywatyzacyjnych. Charakterystyczna jest wysoka zmienność wpływów w poszczególnych latach oraz różny rozkład w czasie maksymalnych wpływów (Węgry – 1995, Hiszpania – 1997, Polska – 2000, Czechy – 2001). Porównanie okresów największych wpływów z prywatyzacji w grupie wszystkich krajów OECD wskazuje na koncentrację wpływów w latach 1997-1999 i wyraźny spadek w okresach późniejszych. Niestabilność przychodów prywatyzacyjnych może rodzić niepewność co do sytuacji deficytu finansów publicznych. Pociąga ona za sobą dodatkowy koszt ekonomiczny i oddziałuje na stopy procentowe, co ma wpływ na kształtowanie się procesów inflacyjnych.

Wykres 18

Przychody do budżetu z tytułu prywatyzacji (w mln zł)



Źródło: dane Ministerstwa Finansów.

Wykres 19**Wpływy z prywatyzacji w wybranych krajach (w % PKB)**

Źródło: dane OECD.

4.2. Ceny zewnętrzne

W III kwartale 2002 r. ceny wszystkich g wnych grup surowców, prócz metali, były wyższe w porównaniu z odpowiednim okresem poprzedniego roku (tabela 12). Do wzrostu cen surowców nieenergetycznych przyczyniła się przede wszystkim zwi zka cen  ywno ci. Była ona wynikiem gównie wzrostu cen pszenicy; ponadto po okresie spadków nast pi  wzrost cen na światowym rynku kawy. Chociaż ceny metali obniżają się już nieprzerwanie od ośmiu kwarta w, to ich spadek w III kwartale br. by  zdecydowanie mniejszy niż w poprzednich okresach. Należy podkre li , że ceny podstawowych metali (zw szcza miedzi i aluminium) wykazują ścisły związek z koniunktur  gospodarki światowej (wykres 20). Wobec znacznie wolniejszego niż oczekiwano o wienia gospodarczego na świecie ceny metali utrzymywały się jeszcze w III kwartale br. na stosunkowo niskim poziomie.

W III kwartale br. utrzymała się wzrostowa tendencja cen ropy naftowej.  rednia cena ropy Brent wyniosła w tym okresie 27 USD/b, tj. była o blisko 2 USD wyższa niż w II kwartale br. Od stycznia do września br. ceny ropy wzrosły o 10 USD (wykres 21).

Na tak duży wzrost cen, zdecydowanie wyższy niż przewidywano jeszcze w I połowie br., wp yn a przede wszystkim sytuacja polityczna wokół Iraku. Według ocen ekspertów we wrześniu br. ryzyko związane z wybuchem wojny w tym rejonie wp yn o na podwyższenie cen ropy o co najmniej 5 USD/b.

Do podtrzymania wysokich cen ropy przyczyniła się także polityka poda owa OPEC. We wrześniu br. kartel, mimo wcześniejszych oczekiwa  i protestów ze strony niektórych krajów  lonkowskich, utrzyma  dotychczasowe limity wydobywania. Tym samym wci  obowiązują najniższe od dzie ci ci lat kwoty przy te na początku br. Jednak w III kwartale br. wydobycie ropy w krajach  lonkowskich przekroczyło o 2 mln b/d limity kartelu. Mimo zwiększenia produkcji przez kraje spo a OPEC, w tym zw szcza przez Ros  i Irak,  wiatowa poda  ropy w III kwartale br. zmniejszyła się w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. o 700 tys. b/d (wykres 22).

Nie pojawiła się natomiast spodziewana w III kwartale br. presja popytowa na wzrost ceny ropy. W porównaniu z III kwartałem ub.r.  wiatowy popyt na ropę zwi kszy  się zaledwie o 0,5 mln b/d, a więc zdecydowanie mniej niż zakładały to wiosenne prognozy Międzynarodowej Agencji Energetyki. Pomimo os bienia tempa wzrostu produkcji przemysłowej w większości dużych krajów rozwiniętych następowało stopniowe obniżanie się zasap w paliw. Było to spowodowane czynnikami sezonowymi i jednorazowymi¹² (wykres 23).

¹² Wzrost zapotrzebowania na benzyn , wywołany najpierw wyjazdami wakacyjnymi, a następnie rozpoczęciem sezonu grzewczego, sprawi  w Stanach Zjednoczonych, że zwiększające się do końca czerwca br. zapasy ropy zaczęły się zmniejsza  w III kwartale br. Do ich dużego uszczuplenia dos o w drugiej połowie września, kiedy w związku z huraganem w rejonie Zatoki Meksykańskiej przeprowadzono ewakuac  kilku platform wiertniczych i zamkni o g wne terminale paliwowe w meksykańskich portach. Zapasy ropy obniżyły się wtedy do najniższego poziomu od 1991 r., co dodatkowo przyczyniło się do wzrostu cen ropy.

Tabela 12

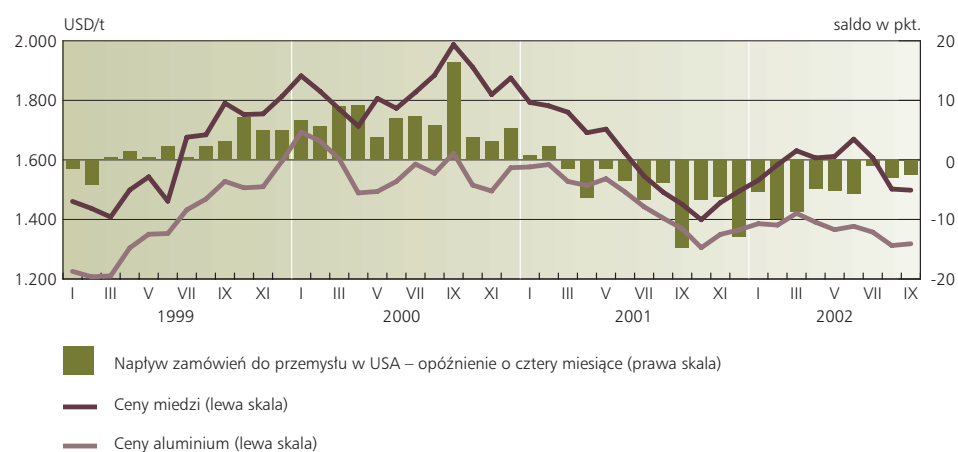
Zmiany cen podstawowych surowców (w %)

	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	2001		2002		2001		2002	
	IV	I	II	III	IV	I	II	III
	kwartały							
Surowce nieenergetyczne	-10,6	-4,4	-0,8	8,4	-5,2	6,0	1,6	6,1
w tym:								
żywność	-5,9	-2,2	2,9	12,3	-3,2	3,4	0,7	11,4
surowce przemysłowe	-16,9	-7,2	-5,5	3,0	-8,0	10,1	2,9	-1,2
w tym:								
surowce pochodzenia rolnego	-14,5	0,2	-3,0	6,8	-12,9	14,5	5,7	1,3
metale	-18,6	-12,6	-7,5	-0,6	-3,9	6,7	0,6	-3,7
Ropa naftowa (Brent)	-35,2	-18,1	-8,1	6,4	-23,5	9,2	18,6	7,5

Źródło: dane „The Economist” i Reuters.

Wykres 20

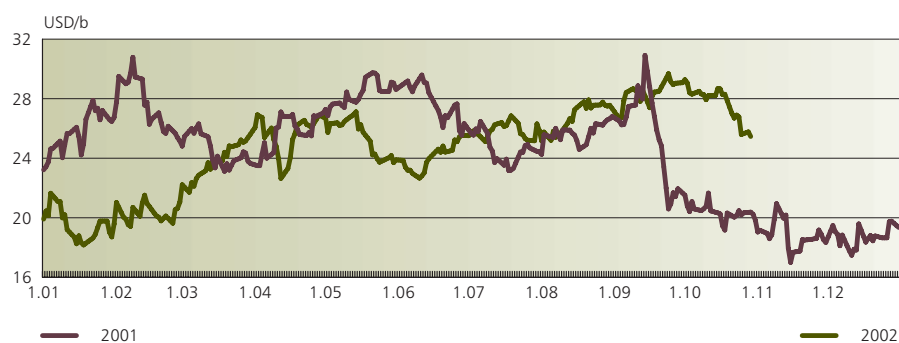
Ceny miedzi i aluminium a napływ zamówień do przemysłu w USA



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 21

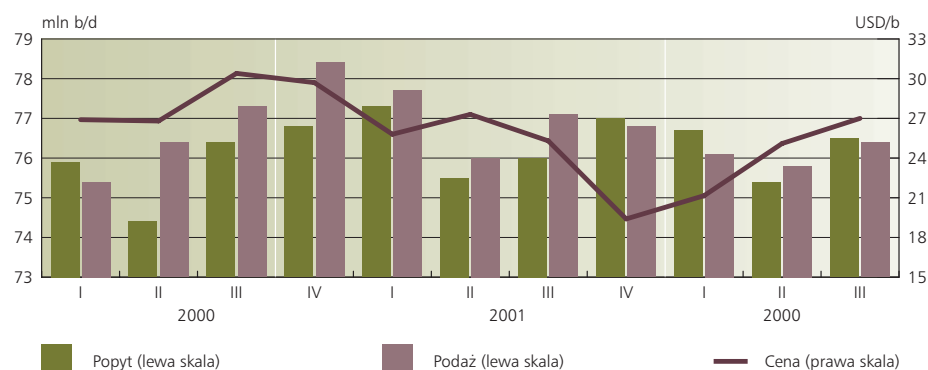
Cena ropy naftowej Brent w latach 2001 i 2002 (notowania dzienne)



Źródło: dane Reuters.

Wykres 22

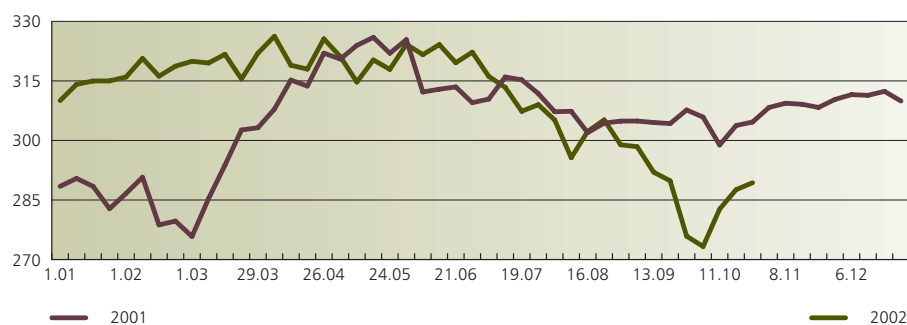
Popyt, podaż i cena ropy naftowej (Brent)



Źródło: dane International Energy Agency.

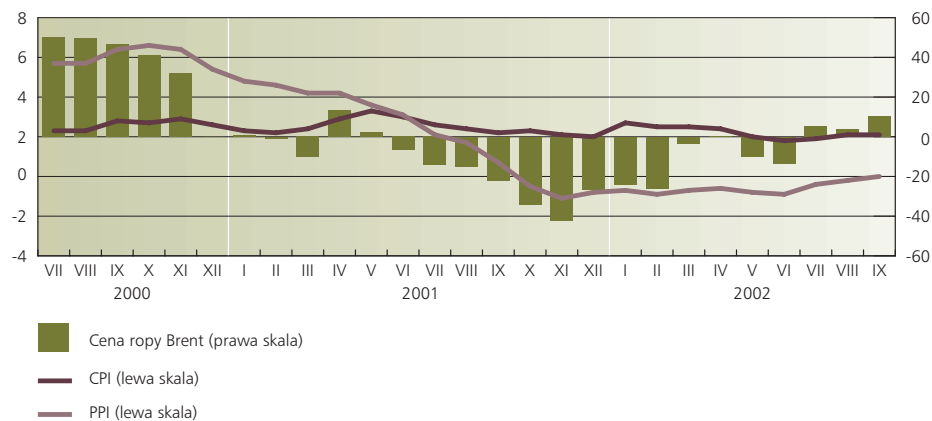
Wykres 23

Zapasy ropy naftowej w USA w latach 2001 i 2002 (mln baryłek)



Źródło: dane American Petroleum Institute.

Wykres 24

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

Źródło: dane Eurostat i Reuters.

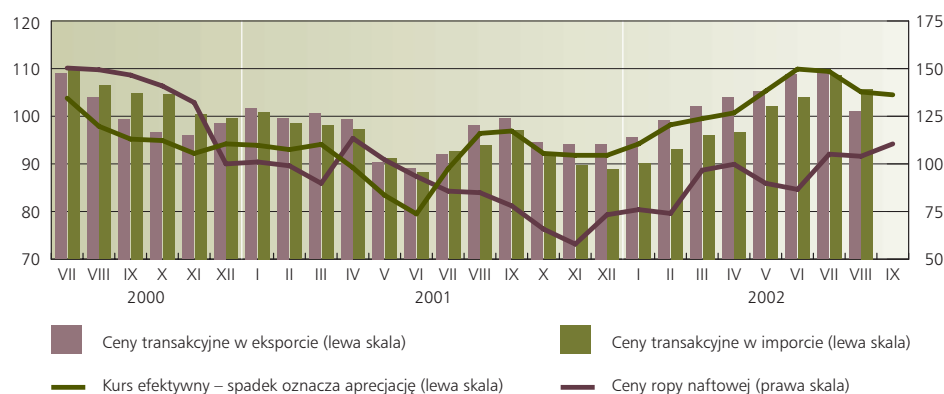
WyŹsze ceny ropy w niewielkim stopniu wpłynęły w bieżącym roku na wzrost poziomu cen produkcji i cen konsumpcyjnych u naszych głównych partnerów handlowych. – w strefie euro. Spadkowa tendencja rocznego wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu w strefie euro została powstrzymana (wzrósł on z -0,9% w czerwcu do 0% we wrześniu br.). Natomiast zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych zwiększył się w tym regionie z 1,8% w czerwcu do 2,1% we wrześniu br. (wykres 24).

Po utrzymującej się przez cały 2001 r. oraz I kwartał 2002 r. spadkowej tendencji złotych cen transakcyjnych w polskim imporcie, w II kwartale nastąpił ich niewielki wzrost (o 0,8%). Natomiast na początku III kwartału br. rosnące ceny ropy, w połączeniu z deprecjacją złotego, wpłynęły na wyraźne przyspieszenie wzrostu cen transakcyjnych w imporcie (w lipcu br. wzrosły one o 8,7% w stosunku do poprzedniego roku – wykres 25). W lipcu br. utrzymała się również, obserwowana od marca br., wzrostowa tendencja cen w polskim eksporcie.

Szybszy wzrost złotych cen transakcyjnych w eksporcie niż w imporcie wpłynął na dalszą poprawę warunków cenowych polskiego handlu zagranicznego. Wskaźnik *terms of trade* w okresie styczeń-sierpień 2002 r. wyniósł 103,6 wobec 101,5 w analogicznym okresie ub.r.

Wykres 25

Zmiany wskaźnika cen transakcyjnych w polskim handlu zagranicznym oraz nominalnego efektywnego kursu złotego i cen ropy naftowej
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, NBP i Reuters.

5

Przebieg procesów inflacyjnych

5.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W III kwartale 2002 r. kontynuowany był proces dezinflacji w polskiej gospodarce. Dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) obniżył się z poziomu 1,6% w czerwcu br. do 1,3% w lipcu br. i w podobnej wysokości kształtował się w kolejnych miesiącach kwartału. Stopa inflacji znalazła się na najniższym poziomie od początku okresu transformacji.

Oslabianie się tendencji inflacyjnych następowało w warunkach silnego wyhamowania tempa wzrostu gospodarczego obserwowanego od kilku kwartałów. Towarzyszył mu niski wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych i umiarkowane tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego. W tej sytuacji nie występowała silniejsza presja popytu na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych. Symptomy ożywienia, jakie pojawiły się w III kwartale br. w niektórych obszarach gospodarki, nie stymulowały wzrostu cen. Dodatkowym czynnikiem tłumiącym inflację był spadek cen żywności wywołany nadwyżką podaży podstawowych surowców rolniczych. Nie wystąpiły też w analizowanym okresie negatywne zewnętrzne wstrząsy podażowe.

Na niski poziom rocznego wskaźnika CPI w III kwartale br. złożyło się spowolnienie tempa wzrostu większości spośród podstawowych grup cen. Od maja br. stopniowo spadały ceny żywności i napojów bezalkoholowych. Nadal słabło też tempo wzrostu cen w grupach towarów nieżywnościowych i usług, najbardziej wrażliwych na działanie rynkowych mechanizmów kształtowania cen. Skalę redukcji inflacji ograniczało natomiast niewielkie przyspieszenie tempa wzrostu cen w grupach towarów i usług kontrolowanych, w których na zmiany cen mają wpływ decyzje o charakterze administracyjnym¹³.

W wyniku działania wszystkich tych czynników dwunastomiesięczny CPI w III kwartale br. nadal pozostawał poniżej linii trendu (wykres 26).

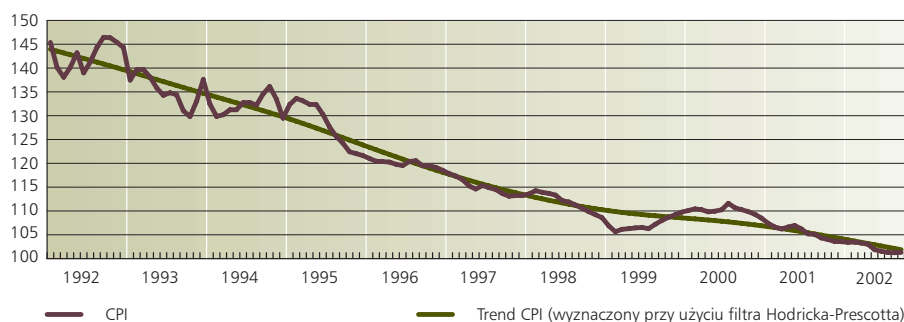
Miesięczne tempo inflacji w ciągu III kwartału br. charakteryzowało się dużym zróżnicowaniem, choć kierunki zmian cen były zgodne z ich rozkładem sezonowym. Występujący na ogół w okresie lipiec – sierpień sezonowy spadek miesięcznej inflacji, wywołany głównie typowymi ruchami cen żywności, był w bieżącym roku głębszy niż przed rokiem, natomiast charakterystyczne dla września przyspieszenie tempa wzrostu cen nastąpiło w takiej samej skali jak przed rokiem. Łącznie od czerwca do września br. inflacja spadła o 0,5%, a więc podobnie jak przed rokiem (o 0,4%) (tabela 13).

Dwunastomiesięczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w III kwartale br. było znacznie słabsze niż przed rokiem. Do silnego wyhamowania rocznego CPI w tym okresie przyczynił się spadek cen żywności – średnio o ponad 2% w skali rocznej (wobec 3–4% wzrostu w analogicznym okresie poprzedniego roku) oraz osłabienie – choć zróżnicowane – tempa wzrostu pozostałych podstawowych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych (wykresy 27, 28 i tabela 14). Roczna dynamika wzrostu cen towarów nieżywnościowych po wyłączeniu z nich cen kontrolowanych była średnio o 2,5 pkt. proc. niższa niż rok temu, a cen usług po wyłączeniu cen kontrolowanych – średnio o 3,5 pkt. proc. niższa. Ceny kontrolowane wykazały wzrost średnio o ponad 2 pkt. proc. słabszy niż przed rokiem.

¹³ Dalsza analiza kształtowania się dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych zostanie przeprowadzona z uwzględnieniem powyższego podziału na podstawowe grupy cen.

Wykres 26

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 13

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

Wyszczególnienie	2001				2002					
	wskaźniki				udział		wskaźniki		udział	
					we				we	
					wzroście				wzroście	
					CPI				CPI	
					w pkt.				w pkt.	
					proc.				proc.	
	VII	VIII	IX	VII-IX	VII-IX	VII	VIII	IX	VII-IX	VII-IX
Ogółem, z tego	99,7	99,7	100,3	99,6	-0,4	99,5	99,6	100,3	99,5	-0,5
Żywność i napoje										
bezalkoholowe	97,6	98,7	100,7	96,9	-0,9	97,1	98,6	100,8	96,4	-1,1
Ceny kontrolowane	101,0	100,1	99,9	101,0	0,3	101,1	100,2	100,4	101,6	0,4
w tym paliwo	98,3	99,4	101,5	99,2	0,0	100,8	100,8	102,2	103,9	0,1
Artykuły nieżywnościowe										
po wyłączeniu cen										
kontrolowanych	100,2	100,1	100,4	100,6	0,2	100,0	99,9	100,1	100,1	0,03
Usługi po wyłączeniu cen										
kontrolowanych	100,6	100,2	100,0	100,8	0,1	100,3	100,1	99,9	100,3	0,05

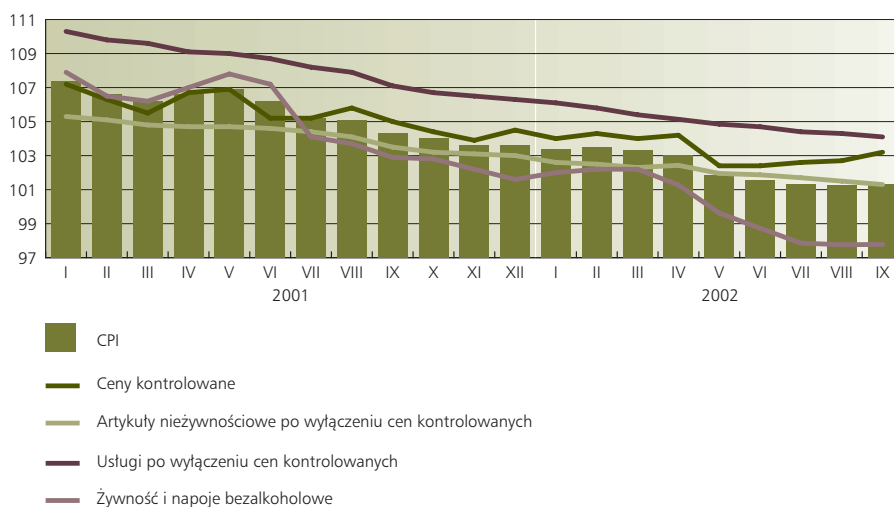
Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w III kwartale br. w ujęciu rocznym spadły o 2,1–2,2%, przyczyniając się do obniżenia CPI w tym okresie o około 0,7 pkt. proc. Przed rokiem wzrost tych cen w ciągu III kwartału w skali 3–4% był czynnikiem, który stymulował wzrost inflacji o 1,1 pkt. proc. Spadek cen żywności i napojów bezalkoholowych, jaki wystąpił w III kwartale br., był głębszy niż w poprzednim kwartale i relatywnie silniej wpływał na ogólne zmniejszenie tempa inflacji.

Dalsze obniżanie się cen żywności w III kwartale br. było konsekwencją wysokiej bieżącej podaży żywności, zarówno pochodzenia roślinnego, jak i zwierzęcego, przy jednoczesnym dość stabilnym spożyciu na cele konsumpcyjne. W rezultacie ceny wszystkich podstawowych surowców rolniczych systematycznie obniżały się. Na rynku rolnym w III kwartale br. przeważały tendencje spad-

Wykres 27

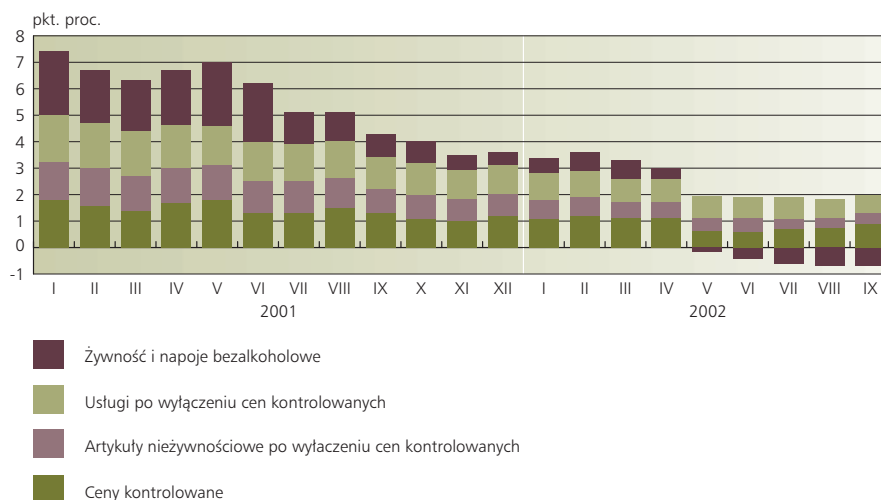
CPI i główne kategorie cen w latach 2001–2002 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 28

Dekompozycja CPI w latach 2000–2002 (w ujęciu rocznym)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

kowe cen zarówno w skupie, jak i na targowiskach. Przeciętne ceny skupu większości produktów pochodzenia zwierzęcego, zwłaszcza żywca wieprzowego i drobiowego, a także mleka kształtowały się znacznie poniżej poziomu sprzed roku. Ceny skupu produktów roślinnych również kształtowały się na poziomie znacznie niższym niż przed rokiem.

Głębokie spadki cen wielu surowców rolniczych przyczyniały się do spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych. W III kwartale br. w ujęciu rocznym ceny mięsa obniżyły się o ponad 5%, warzyw o przeszło 4%, mleka o około 3%, a produktów zbożopochodnych pozostały na niezmiennym poziomie.

W III kwartale br. obniżyło się również roczne tempo wzrostu *cen kontrolowanych* – do niespełna 3% ze średniego poziomu powyżej 5% przed rokiem. Mimo to wzrost cen w grupach towarów i usług zaliczanych do kontrolowanych był w tym okresie dwukrotnie silniejszy od CPI (przed rokiem – tylko o 1/5).

Tabela 14

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

Wyszczególnienie	2001					2002				
	waga w % CPI	wskaźniki			udział w CPI	waga w % CPI	wskaźniki			udział w CPI
		VII	VIII	IX			VII	VIII	IX	
Ogółem, z tego	100,0	105,2	105,1	104,3	4,3	100,0	101,3	101,2	101,3	1,3
Żywność i napoje										
bezalkoholowe	30,1	104,1	103,7	102,9	0,9	29,7	97,9	97,8	97,8	-0,7
Ceny kontrolowane	25,7	105,2	105,8	105,0	1,3	27,1	102,6	102,7	103,3	0,9
w tym paliwo	3,5	86,1	89,8	88,6	-0,4	3,7	99,3	100,7	101,4	0,1
Artykuły nieżywnościowe										
po wyłączeniu cen										
kontrolowanych	27,0	104,4	104,1	103,5	0,9	26,1	101,7	101,5	101,3	0,3
Usługi po wyłączeniu										
cen kontrolowanych	17,1	108,2	107,9	107,1	1,2	17,1	104,4	104,3	104,1	0,7

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wyżej od przeciętnej w omawianej grupie kształtowało się tempo wzrostu cen nośników energii, przewozów komunikacją zbiorową oraz opłat za usługi pocztowe. W III kwartale br. wzrost cen energii elektrycznej wyniósł w skali rocznej ponad 6%. Wysoką dynamikę cen podtrzymały podwyżki opłat za energię elektryczną (związane z zatwierdzoną przez URE od lipca br. zmianą taryf za korzystanie z energii oraz z wprowadzeniem podatku akcyzowego od energii). Utrzymał się także wysoki (około 8% w skali rocznej) wzrost cen ciepłej wody, a także opłat za centralne ogrzewanie (o ponad 5%). Choć podwyżki te nastąpiły skokowo (przepisy dopuszczają jednorazową w ciągu roku korektę taryf przez podmiot wytwarzający i dostarczający energię), to ze względu na znaczną decentralizację zakładów energetyki ciepłej, ich wpływ na CPI rozkłada się na wiele miesięcy w roku. Wysoki wzrost cen miał miejsce także w transporcie kolejowym, gdzie w wyniku podwyżek opłat za bilety, wprowadzonych w lipcu br., roczny wzrost cen wyniósł blisko 6%.

Powyższym wzrostom cen w grupie kontrolowanych towarzyszył w III kwartale br. około 4% spadek, a w końcu okresu stabilizacja cen usług telekomunikacyjnych.

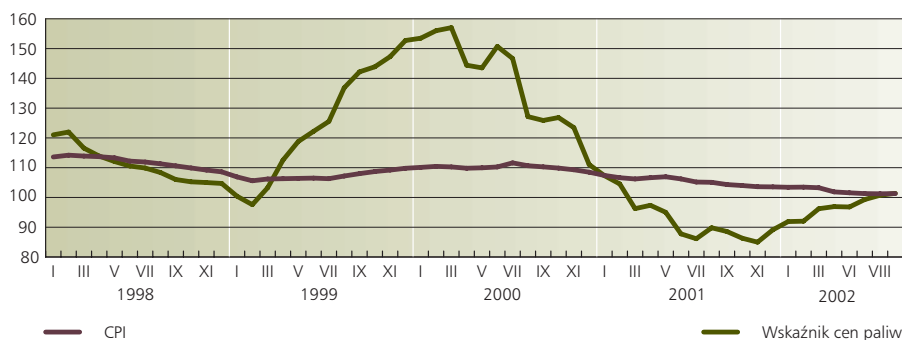
Ceny paliw rosły w kolejnych miesiącach III kwartału br. (tabela 15), co przyczyniło się do przełamania w sierpniu spadkowej tendencji rocznej dynamiki tych cen. Od czerwca do września br. ceny paliw wzrosły o 3,9% (w analogicznym okresie przed rokiem obniżyły się o 0,8%) i były o 4,4 pkt. proc. wyższe od CPI oraz o 4,7 pkt. proc. wyższe niż przed rokiem (wykres 29).

Na podwyższenie cen paliw w ciągu III kwartału br. wpłynął przede wszystkim wzrost ceny importowej paliw (stanowiącej iloczyn ceny światowej i kursu dolara do złotego). Jednocześnie w kierunku obniżenia cen paliw oddziaływały czynniki krajowe, tzn. głównie spadek o 14,8% marży handlowej, liczonej jako różnica między ceną detaliczną a ceną zbytu. Stawki podatku akcyzowego pozostały na niezmiennym poziomie. Wpływ tych czynników na cenę paliw w poszczególnych miesiącach III kwartału br. przedstawiono w tabeli 15.

Tempo wzrostu *cen artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych* było w III kwartale br. najbardziej zbliżone do tempa wzrostu ogólnego wskaźnika inflacji. Choć ceny te rosły w poszczególnych miesiącach w granicach 1,7 – 1,3% w skali rocznej, to jednak był to wzrost znacznie słabszy niż przed rokiem. Zwraca uwagę fakt, że w kolejnych kwartałach bieżącego roku dynamika cen towarów nieżywnościowych – najbardziej wrażliwych na wahania popytu – wykazywała tendencję spadkową, co wskazywało na brak presji ze strony popytu na ich wzrost.

Wykres 29

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



Źródło: dane GUS.

Tabela 15

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

Okres	Cena światowa	Kurs dolara	Cena importowa	Wpływ ceny importowej na cenę detaliczną w pkt. proc.	Czynniki krajowe	Wpływ czynników krajowych na cenę detaliczną w pkt. proc.
Lipiec	2,7	-0,1	2,6	0,6	-6,4	-0,8
Sierpień	5,7	3,5	9,4	2,3	-6,3	-0,7
Wrzesień	4,0	-0,2	3,8	1,0	0,7	0,1
III kwartał	12,9	3,2	16,5	4,3	-11,7	-1,2

Źródło: dane Nafta Polska SA, obliczenia NBP.

Bezwzględny spadek cen, średnio o ponad 1% w skali rocznej, wystąpił w grupie odzieży i obuwiu, mimo że już rok wcześniej ich wzrost był niewielki (nie przekraczał w skali rocznej 1%). Ceny sprzętu audiowizualnego spadły o ponad 4% (wobec ubiegłorocznego spadku o 2–3%). Ceny sprzętu gospodarstwa domowego trwałego użytku wykazywały nieznaczny spadek w porównaniu z poprzednim rokiem (przed rokiem ich wzrost oscylował wokół 1,5%), a ceny mebli i artykułów do urządzania mieszkań wzrosły o niespełna 1% (wobec wzrostu o ponad 3% przed rokiem).

Znacznie wyższy od przeciętnego w grupie (choć niższy niż rok temu) był wzrost cen artykułów bieżącego użytkowania, na które popyt jest dość sztywny, np. artykułów do prania, mycia i czyszczenia, artykułów medyczno-farmaceutycznych itp. Roczny wzrost ich cen w III kwartale br. kształtował się w przedziale 4–5% wobec 7–8% rok wcześniej.

Wzrost *cen usług, po wyłączeniu z nich grup o cenach kontrolowanych*, utrzymywał się w III kwartale br. na najwyższym poziomie – średnio powyżej 4%. Jednak w porównaniu ze wzrostem sprzed roku o 7–8%, oznaczało to także wyraźną tendencję spadkową. Ta grupa cen najsilniej dynamizowała w III kwartale br. ogólny wskaźnik inflacji.

Do analizowanej grupy zaliczane są te kategorie usług, których ceny są wrażliwe na działanie mechanizmów rynkowych, (choć w mniejszym stopniu niż towary – zwłaszcza nieżywnościowe – są one poddawane konkurencji międzynarodowej). Grupa ta obejmuje zarówno usługi, na które popyt jest mało elastyczny lub wręcz sztywny, jak i usługi silnie reagujące na zmiany popytu, np. usługi turystyczne, gastronomiczne, hotelarskie.

Śród tego pierwszego rodzaju usług w III kwartale br. najbardziej w skali rocznej wzrosły opłaty związane z użytkowaniem mieszkania – o około 5% – oraz z zaopatrywaniem w wodę – o około 14% (wo-

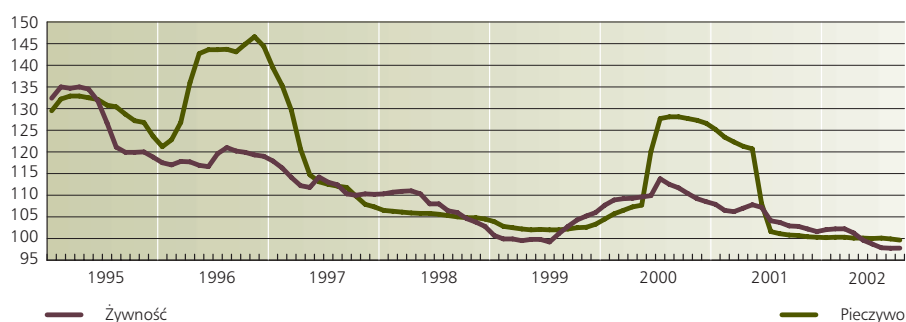
bec odpowiednio 11% i 14% przed rokiem). Były to najwyższe wzrosty w całej grupie usług po wyłączeniu cen kontrolowanych. Utrzymujący się wysoki wzrost cen tego rodzaju usług może wskazywać, że proces dostosowań cenowych do poziomu uzasadnionych kosztów świadczenia usług w tych obszarach trwa nadal.

W przypadku usług, których ceny cechuje duża elastyczność popytu, wzrost cen był na ogół niższy. Ceny w restauracjach i hotelach zwiększyły się w III kwartale br. w skali rocznej średnio o ponad 2%, tj. dwukrotnie słabiej niż rok temu (przed rokiem – o przeszło 5%), ceny usług turystycznych krajowych i zagranicznych spadły w stosunku do poprzedniego roku o około 1% (przed rokiem wzrosły o 1 – 3%), a ceny usług medycznych wzrosły o 2% (rok temu – o ponad 4%).

Wykres 30.1

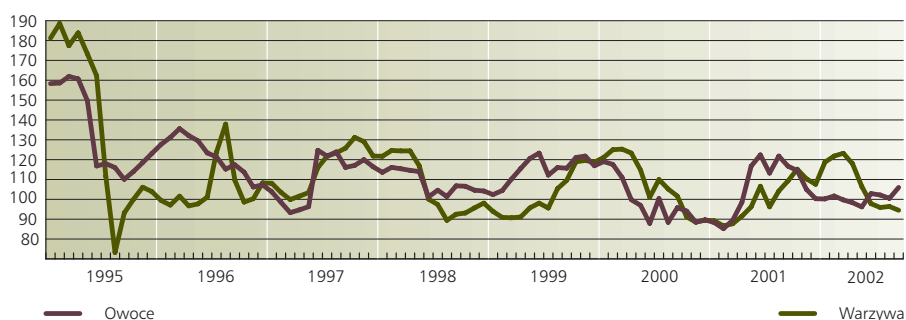
Wskaźniki z grupy cen żywności (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

a) Wskaźniki cen żywności i pieczywa



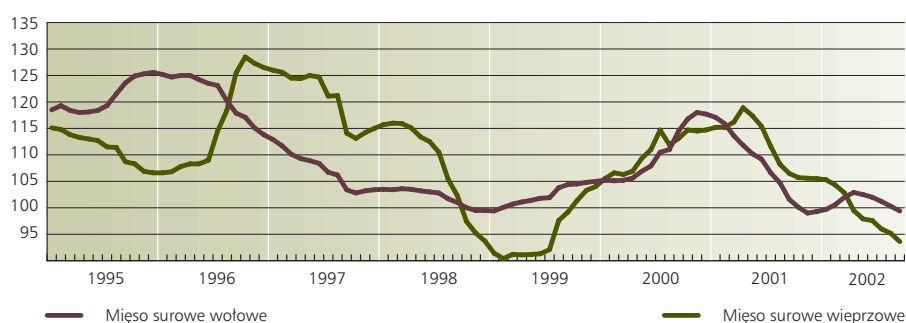
Źródło: dane GUS.

b) Wskaźniki cen owoców i warzyw



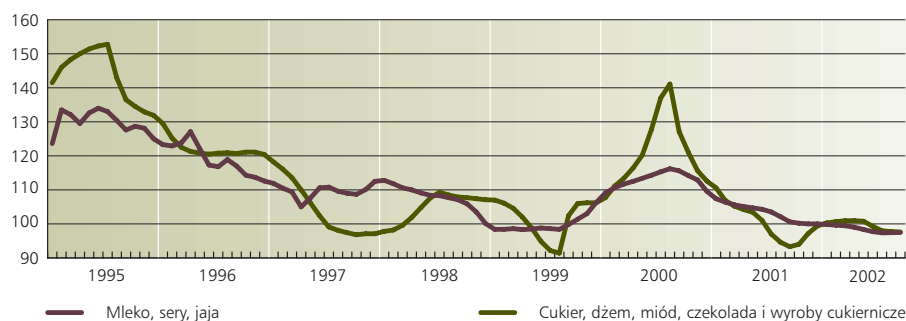
Źródło: dane GUS.

c) Wskaźniki cen mięsa wieprzowego i wołowego



Źródło: dane GUS.

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

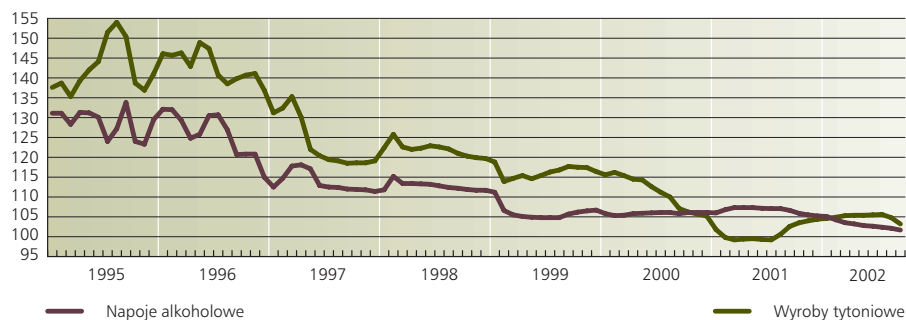


Źródło: dane GUS.

Wykres 30.2

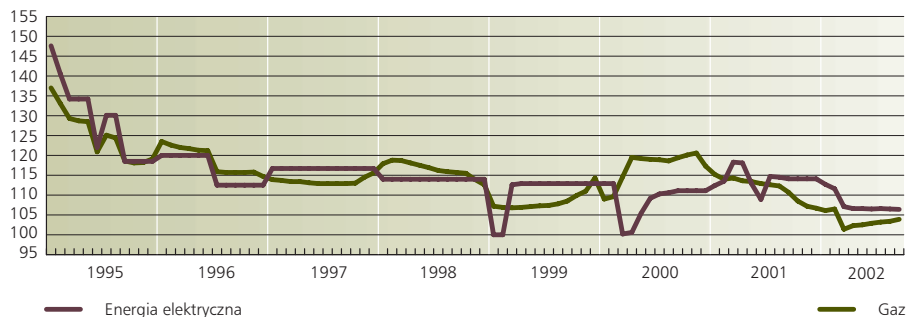
Wskaźniki z grupy cen kontrolowanych
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

a) Wskaźniki cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych



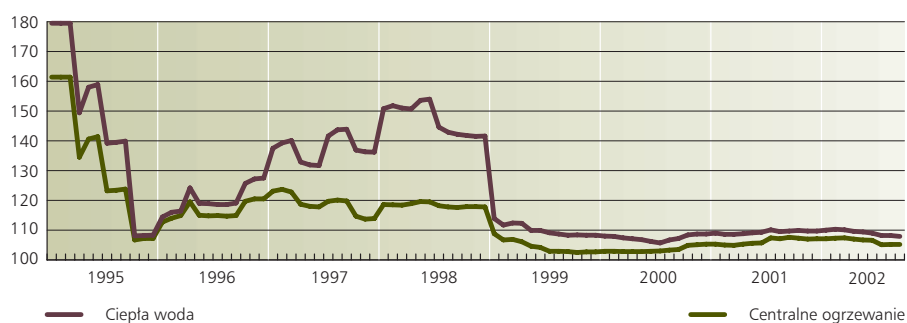
Źródło: dane GUS.

b) Wskaźniki cen energii elektrycznej i gazu



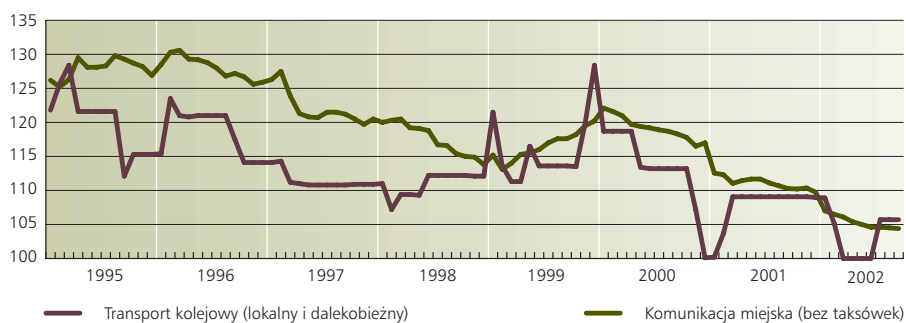
Źródło: dane GUS.

c) Wskaźniki cen ciepłej wody i centralnego ogrzewania



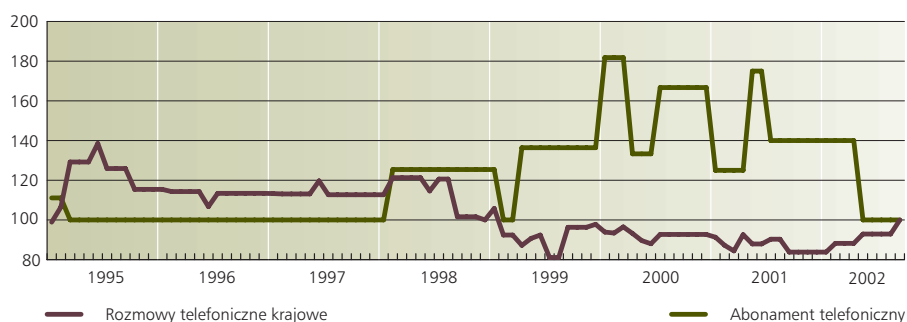
Źródło: dane GUS.

d) Wskaźniki cen opłat za komunikację miejską i transport kolejowy



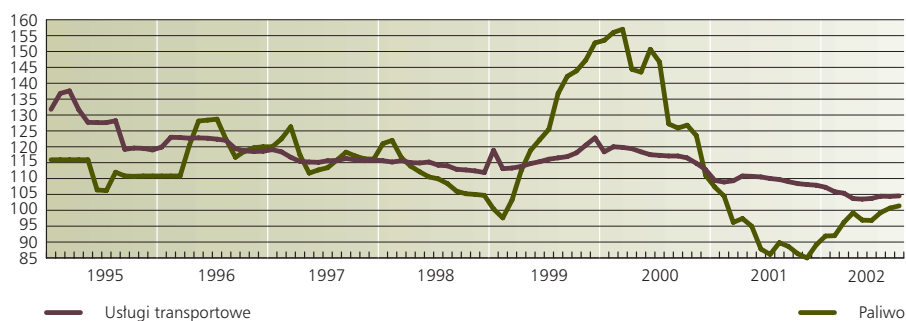
Źródło: dane GUS.

e) Wskaźniki cen rozmów telefonicznych krajowych i abonamentu telefonicznego



Źródło: dane GUS.

f) Wskaźniki cen usług transportowych i paliwa

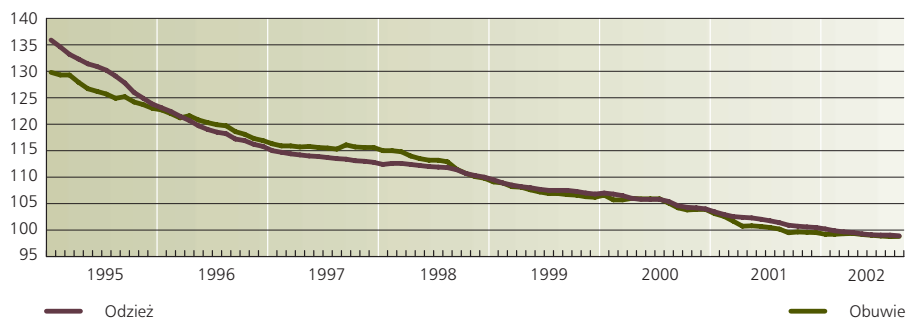


Źródło: dane GUS.

Wykres 30.2

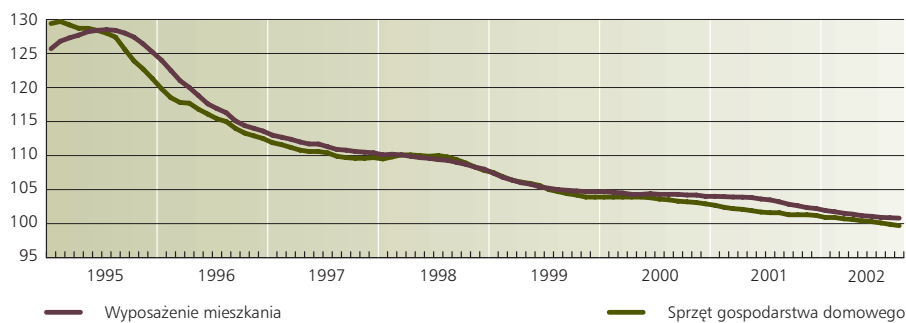
Wskaźniki z grupy cen towarów nieżywnościowych
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

a) Wskaźniki cen odzieży i obuwia



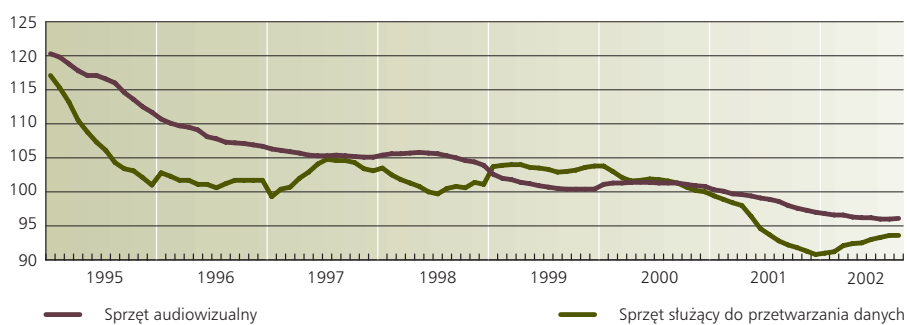
Źródło: dane GUS.

b) Wskaźniki cen wyposażenia mieszkania i sprzętu gospodarstwa domowego



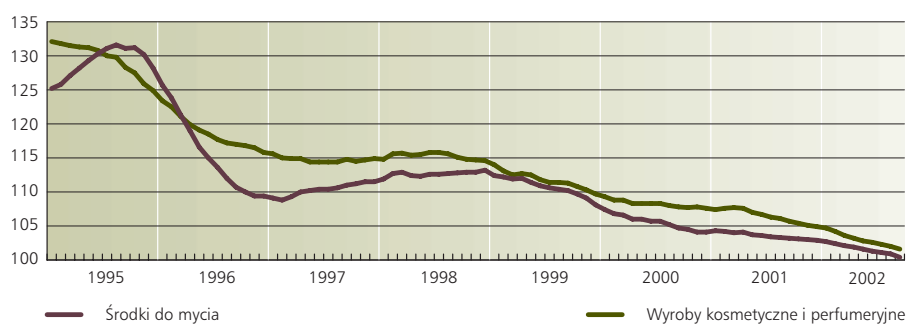
Źródło: dane GUS.

c) Wskaźniki cen sprzętu audiowizualnego i służącego do przetwarzania danych



Źródło: dane GUS.

d) Wskaźniki cen środków do mycia i wyrobów perfumeryjnych



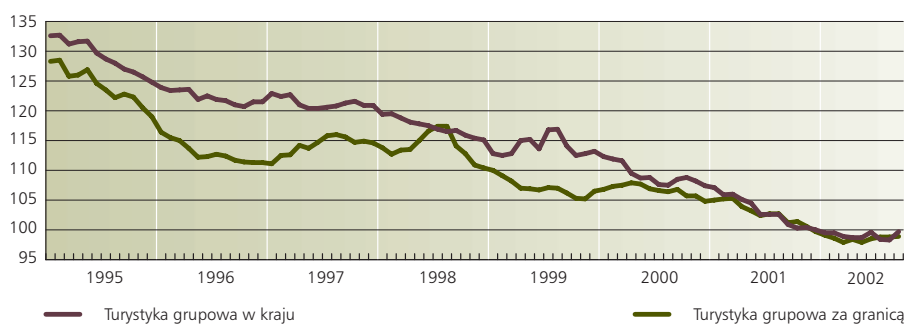
Źródło: dane GUS.

Wykres 30.3

Wskaźniki z grupy cen usług

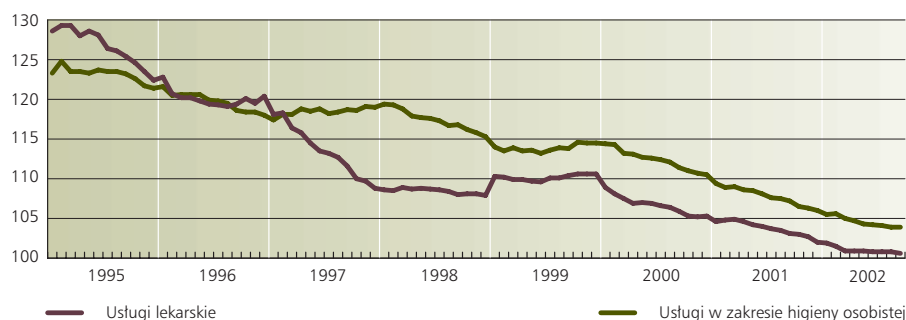
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

a) Wskaźniki cen turystyki krajowej i zagranicznej



Źródło: dane GUS.

b) Wskaźniki cen usług lekarskich oraz w zakresie higieny osobistej



Źródło: dane GUS.

5.2. Inflacja bazowa

W III kwartale br. dwunastomiesięczne tempo wzrostu większości miar inflacji bazowej nadal cechowała tendencja spadkowa. Skala tego spadku była jednak wyraźnie mniejsza niż w poprzednich kwartałach: w analizowanym kwartale roczny wskaźnik CPI zmniejszył się o 0,3 pkt. proc. (z 1,6% do 1,3%), natomiast miary inflacji bazowej obniżyły się o 0,3 – 0,9 pkt. proc. We wrześniu br. roczny wskaźnik CPI oraz inflacji „netto” nieznacznie wzrosły.

Utrzymujący się od maja ub.r. nieprzerwany spadek większości wskaźników inflacji bazowej wskazuje, że tendencje dezinflacyjne w gospodarce mają charakter trwały i nie są tylko efektem działania czynników o charakterze przejściowym. Świadczy on też o tym, że do procesu dezinflacji w dużym stopniu przyczynił się brak presji popytowej. Z drugiej strony spowolnienie tempa spadku wskaźników inflacji bazowej, a także nieznaczny wzrost wskaźnika CPI (z 1,2% do 1,3%) oraz inflacji „netto” (z 2,75% do 2,82%) we wrześniu br. wskazuje na osłabienie spadkowej tendencji inflacji.

We wrześniu br. poniżej wskaźnika CPI ukształtowała się tylko **inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych**. Oznacza to, że tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych podlegających kontroli administracyjnej w III kwartale br. było większe od ogólnego wzrostu cen.

Inflacja bazowa po wyeliminowaniu z CPI cen o największej zmienności, a także inflacja bazowa **po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych i paliw** w okresie od czerwca do września br. kształtowały się na bardzo zbliżonym poziomie. Wynikało to z tego, że ceny paliw, które mogłyby różnicować te dwa wskaźniki, w zasadzie nie zmieniały się w analizowanym okresie. Wyłączenie z CPI cen najbardziej zmiennych nie spowodowało widocznego zmniejszenia tempa wzrostu obu miar inflacji bazowej także w porównaniu z CPI. Wśród wyłączonych grup znalazły się bowiem zarówno grupy dynamizujące inflację (opłaty związane z użytkowaniem mieszkania, energia elektryczna), jak i spowalniające jej wzrost (drób, owoce, warzywa, rozmowy telefoniczne krajowe). W rezultacie obie miary inflacji bazowej ukształtowały się na poziomie bardzo zbliżonym do CPI. We wrześniu br. obie miary, podobnie jak wskaźnik CPI, wzrosły o 1,3%.

Inflacja „netto”, tj. miara powstała przez wyłączenie z CPI cen żywności i paliw, które od ponad roku szczególnie silnie wpływają na spadek inflacji, w III kwartale br. nadal ukształtowała się na najwyższym poziomie spośród wszystkich miar inflacji bazowej (tendencja ta utrzymuje się od maja ub.r.). Począwszy od lutego ub.r. wskaźniki inflacji netto znacznie przewyższały przy tym wskaźnik CPI. W III kwartale br. dynamizował je wzrost opłat za użytkowanie mieszkania (wzrost cen zimnej wody, energii elektrycznej, gazu, centralnego ogrzewania, ciepłej wody) oraz wzrost cen artykułów farmaceutycznych.

Tabela 16

Wskaźniki inflacji bazowej w 2001 r.

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

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Tabela 17

Wskaźniki inflacji bazowej w 2002 r.

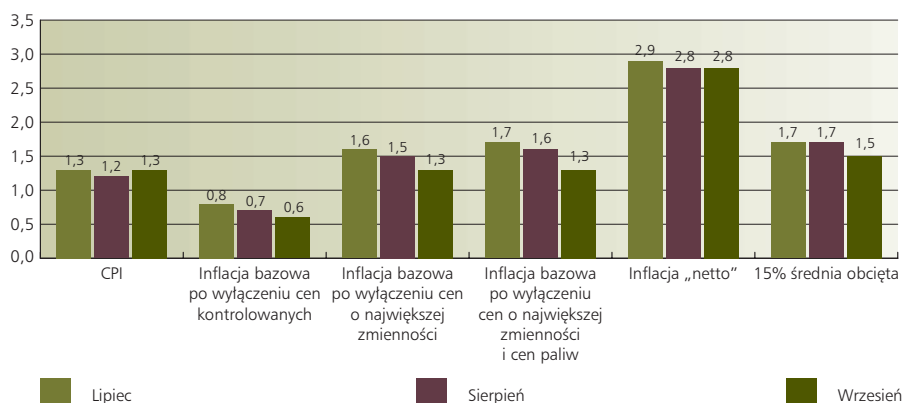
	2002								
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
	zmiany w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku = 100								
CPI	3,4	3,5	3,3	3,0	1,9	1,6	1,3	1,2	1,3
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:									
Cen kontrolowanych	3,2	3,1	3,0	2,6	1,7	1,3	0,8	0,7	0,6
Cen o największej zmienności	2,9	2,8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

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 31

CPI oraz inflacja bazowa w III kwartale 2002 r.

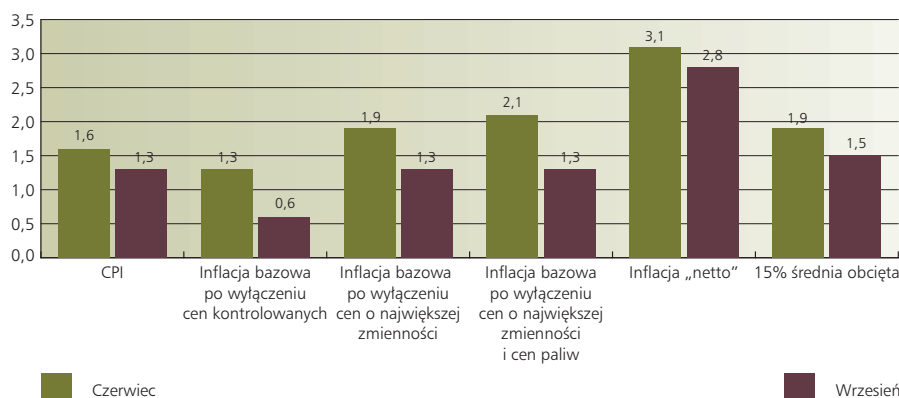
(zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 32

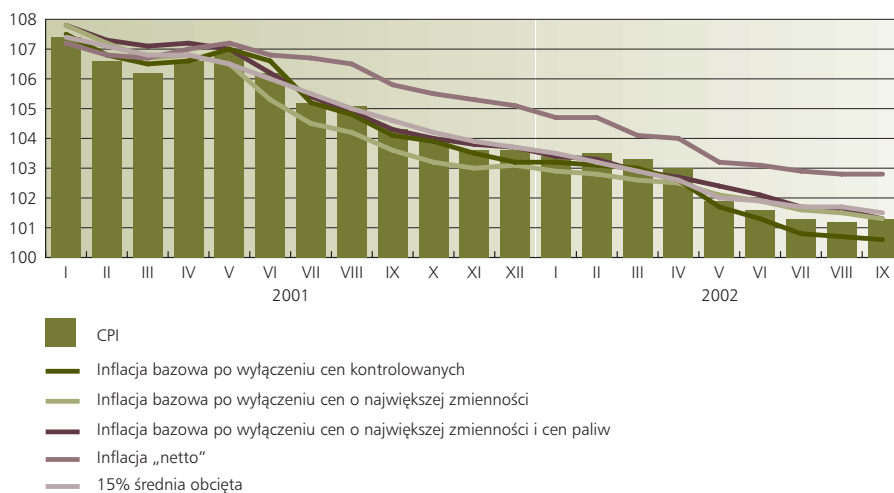
CPI oraz inflacja bazowa (zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 33

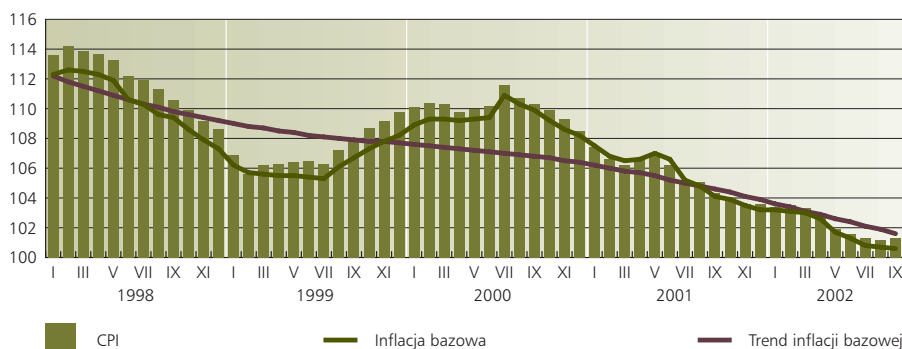
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 34

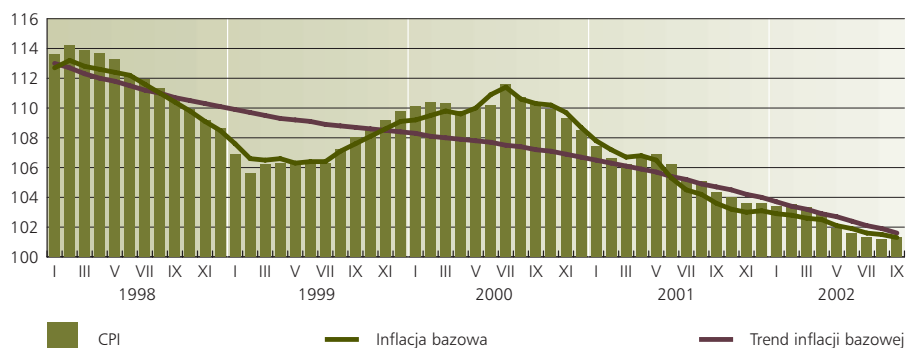
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 35

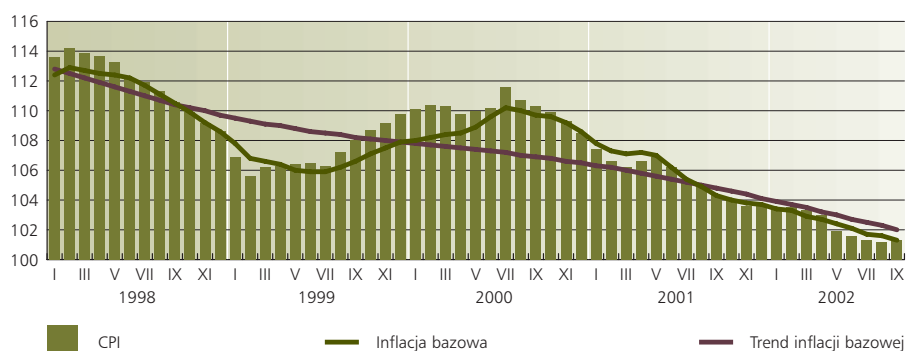
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 36

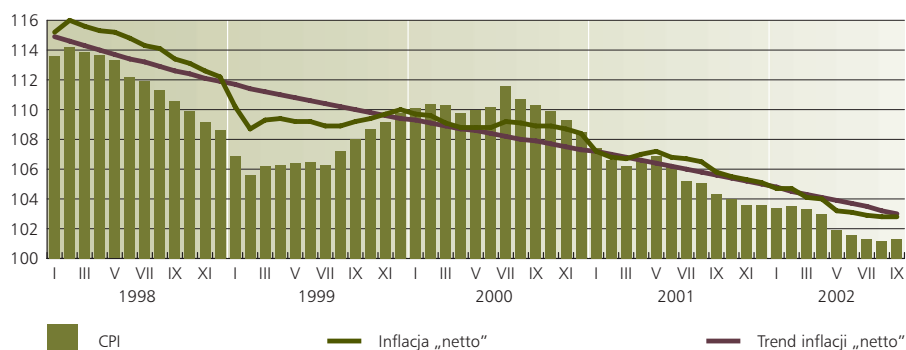
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 37

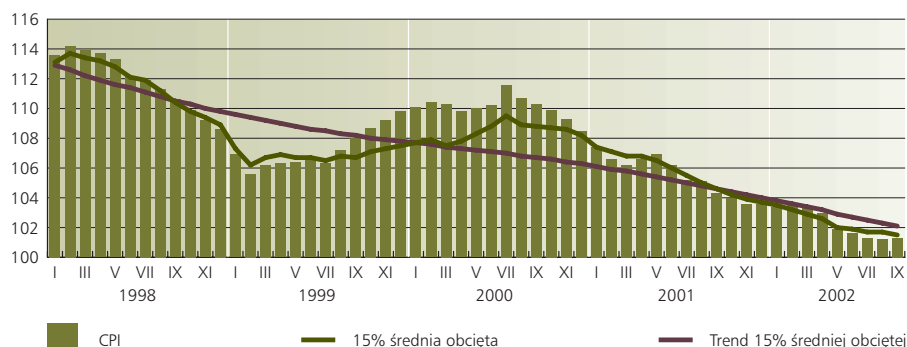
Wskaźniki inflacji „netto” po wyłączeniu cen żywności i paliw
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 38

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



Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Inflacja bazowa, tzw. 15% średnia obciążona, obniżyła się w ciągu III kwartału br. o 0,4 pkt. proc. Stanowi to potwierdzenie utrzymywania się wyraźnej tendencji ograniczania tempa wzrostu cen w grupach charakteryzujących się relatywnie niewielką amplitudą ich wahań. Miara ta charakteryzuje się bardzo małą zmiennością, co wynika bezpośrednio z jej konstrukcji (obciążenie po 15% grup, których ceny uległy największej i najmniejszej zmianie w porównaniu z poprzednim okresem). Otrzymana w ten sposób inflacja bazowa spadła we wrześniu br. do 1,5%.

Niska stopa inflacji w III kwartale br. była przede wszystkim wynikiem wyjątkowo korzystnych tendencji cenowych na rynku żywności (spadek cen drobiu, owoców, warzyw) i paliw. Obie grupy w znacznym stopniu wpływają na kształtowanie się inflacji (ich łączny udział w koszyku CPI wynosi 33,4%). Stwarza to jednak ryzyko odwrócenia spadkowego trendu inflacji w przypadku zaniku pozytywnych impulsów w tych dwóch obszarach.

5.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej

W III kwartale 2002 r. odnotowano następujące zmiany w dynamice *cen produkcji sprzedanej przemysłu* (PPI) i jego sekcji w porównaniu z poprzednim kwartałem:

- dalsze przyspieszenie wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu,
- odbicie dynamiki cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe,
- utrzymanie się dynamiki cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę na najwyższym poziomie w dziale,
- wyhamowanie dynamiki wzrostu cen w sekcji górnictwo i kopalnictwo (tabela 18).

W porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r. indeks PPI w III kwartale br. wzrósł o 1,3%. Było to następstwo odwrócenia tendencji deflacyjnych w sekcji przetwórstwo przemysłowe. Natomiast wskaźniki wzrostu cen w sekcji górnictwo i kopalnictwo oraz wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę w porównaniu z analogicznym kwartałem dwóch poprzednich lat były nadal wyraźnie niższe (wykres 39).

Dwunastomiesięczne wskaźniki PPI w kolejnych miesiącach III kwartału br. wykazywały tendencję spadkową, po utrzymującej się przez dwa kwartały tendencji rosnącej (wykres 41). We wrześniu br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były jednak nadal wyższe o 1,0% niż we wrześniu 2001 r.

W przeciwieństwie do sytuacji w III kwartale ub.r., gdy we wzroście PPI wyraźnie dominował wzrost cen sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę (przy mniejszym udziale wzrostu cen sekcji górnictwo i kopalnictwo oraz spadku cen przetwórstwa przemysłowego), w III kwartale br. do wzrostu PPI przyczyniły się wszystkie trzy sekcje przemysłu (wykres 40).

Tabela 18

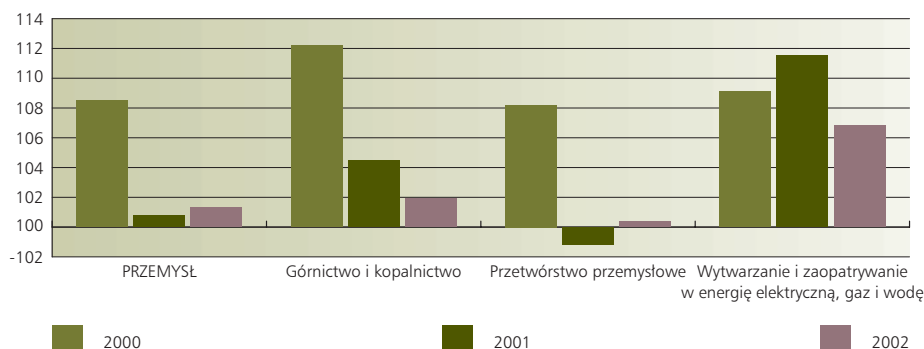
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle i w budownictwie

Wyszczególnienie	2001			2002			2001	2002
	I	II	III	I	II	III	III	
	kwartały							
	analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100						poprzedni kwartał = 100	
PRZEMYSŁ, w tym:	104,2	102,2	100,8	100,2	100,7	101,3	100,7	101,3
– górnictwo i kopalnictwo	108,9	105,3	104,5	103,4	103,9	101,9	102,5	100,5
– przetwórstwo przemysłowe	102,7	100,4	98,8	98,4	99,6	100,4	100,2	101,0
– wytwarzanie i zaopatrywanie								
w energię elektryczną, gaz, wodę	111,5	111,7	110,8	109,0	105,4	106,8	103,1	104,5
BUDOWNICTWO	106,3	104,4	103,4	102,0	101,4	101,0	100,5	100,2

Źródło: dane GUS.

Wykres 39

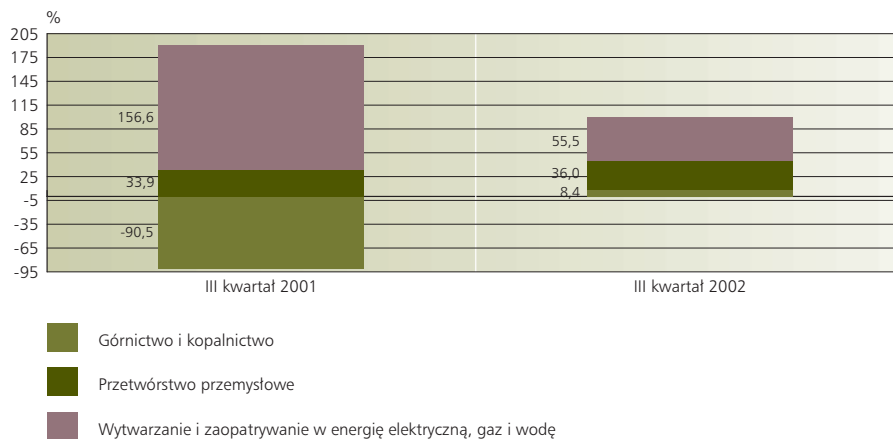
Wskaźniki wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu i w jego sekcji w III kwartale lat 2000–2002 (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Wykres 40

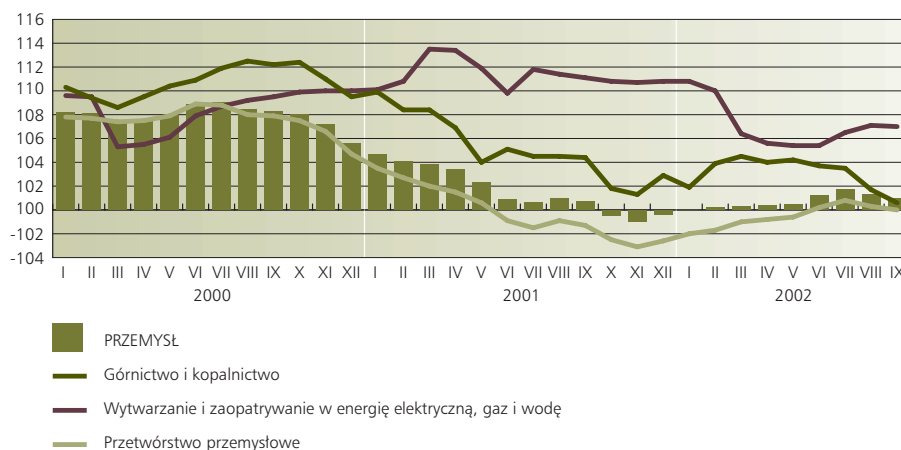
Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej poszczególnych sekcji przemysłu we wzroście PPI (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS.

Wykres 41

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



Źródło: dane GUS.

Dwunastomiesięczny wskaźnik cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe, we wrześniu br. – po 3 miesiącach spadku – osiągnął wartość zerową. Słabnącą dynamikę cen zanotowano również w sekcji górnictwo i kopalnictwo, w której roczny indeks cen obniżył się z 3,7% w lipcu do 0,6% we wrześniu. Natomiast analogiczny wskaźnik w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę ustabilizował się na wysokim poziomie około 7% (wykres 41), co wynikało z wysokiego stopnia monopolizacji tej sekcji gospodarki, stosunkowo sztywnego popytu na jej produkcję oraz administracyjnie regulowanych cen.

Należy przy tym zaznaczyć, że w większości działów przetwórstwa przemysłowego dwunastomiesięczne wskaźniki cen w kolejnych miesiącach III kwartału br. wzrastały. Charakterystyczny był wysoki wzrost cen w dziale produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, który w kolejnych miesiącach analizowanego kwartału wynosił 5,1%, 4,85 i 3,3%. Był to efekt wyższej ceny ropy naftowej na rynkach światowych w II i III kwartale br. oraz wysokiego kursu dolara w III kwartale br. Spadki dwunastomiesięcznych wskaźników cen zanotowano natomiast w analizowanym kwartale w takich działach, jak: produkcja artykułów spożywczych, włókiennictwo, produkcja wyrobów z surowców niemetalicznych, produkcja wyrobów z metali, produkcja instrumentów medycznych.

Kształtowanie się cen produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce w pierwszych trzech kwartałach br. znacząco odbiegało od tendencji obserwowanych w tym czasie w wielu innych krajach, będących naszymi partnerami handlowymi (wykresy 42 i 43).

W Niemczech, w strefie euro, w USA, a także na Węgrzech i w Czechach utrzymywał się spadek PPI. Natomiast w Polsce spadek cen produkcji sprzedanej odnotowany w IV kwartale ub.r. został przełamany na początku bieżącego roku i do chwili obecnej ceny te wykazują tendencję wzrostową. Jednak ich dynamika spada i we wrześniu br. wynosiła tylko 1% w stosunku do analogicznego okresu ub.r.

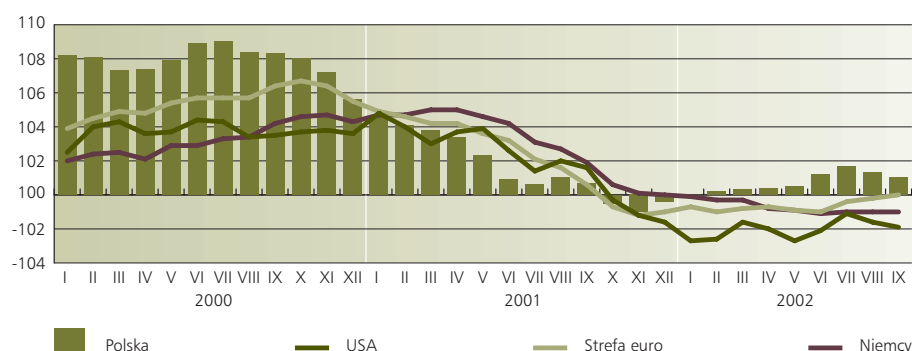
Należy przy tym dodać, że wzrost indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce w br. spowodowany był głównie przez wzrost cen w sekcjach silnie zmonopolizowanych, w których ceny regulowane są administracyjnie (wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę) oraz w dziale produkcja koksu i rafinacji ropy naftowej, której ceny zależą w znacznym stopniu od światowych cen ropy naftowej.

Utrzymanie się wrześniowego indeksu PPI w strefie euro na analogicznym poziomie jak w ub.r. wskazuje, że została tam wyhamowana tendencja deflacyjna.

Współczynnik korelacji polskiego indeksu PPI z indeksem PPI w strefie euro wynosi 0,89. Silnie skorelowane z indeksem PPI w strefie euro są indeksy PPI Czech i Węgier. Dla Czech korelacja

Wykres 42

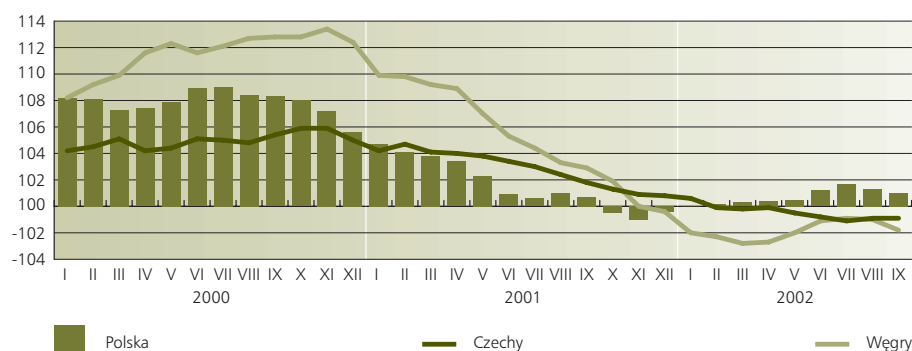
PPI w USA, w strefie euro, w Niemczech i w Polsce (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: Bloomberg.

Wykres 43

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



Źródło: Bloomberg.

ta wynosi 0,96, a dla Węgier 0,98. Nieco słabsza korelacja (0,9) zachodzi między PPI Czech i Niemiec¹⁴. Należy przy tym zauważyć, że w poszczególnych miesiącach III kwartału br. indeksy cen produkcji przemysłowej w obu gospodarkach kształtowały się na niemal jednakowym poziomie. Był to efekt rozwiniętej wzajemnej wymiany handlowej i związanego z tym wysokiego stopnia integracji gospodarek obu krajów.

W III kwartale br. utrzymała się, obserwowana od połowy 2000 r., spadkowa tendencja dynamiki cen produkcji budowlano-montażowej. We wrześniu br. ceny te były wyższe o 0,9% niż we wrześniu ub.r., gdy analogiczny wskaźnik wynosił 3,2%. Tak słaba dynamika cen w branży jest związana z kryzysem w budownictwie¹⁵.

¹⁴ Wszystkie współczynniki korelacji obliczono na podstawie próby z okresu styczeń 2000 r. – wrzesień 2002 r.

¹⁵ Wartość sprzedaży produkcji budowlano-montażowej we wrześniu br. stanowiła 93,9% sprzedaży z września ub.r.

6

Polityka pieniężna a realizacja celu inflacyjnego

6.1. Polityka pieniężna w III kwartale 2002 r.

W III kwartale 2002 r. Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie obniżyła stopy procentowe NBP – w sierpniu i we wrześniu (tabela 19). Łącznie w tym okresie minimalna stopa rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku została zredukowana o 100 punktów bazowych (pkt. baz.), stopa redyskontowa weksli o 150 pkt. baz., stopa kredytu lombardowego o 150 pkt. baz., a stopa depozytowa o 50 pkt. baz.

W sumie, poczynwszy od lutego 2001 r., RPP obniżyła stopy dwunastokrotnie. Stopa referencyjna NBP, kluczowa z punktu widzenia oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, spadła w tym okresie z 19% do 7,5%, tj. w ujęciu realnym (przy użyciu bieżącego wskaźnika CPI jako deflatora) z 11,6% do 6,1%.

Decyzje o obniżkach stóp procentowych w III kwartale br. Rada podejmowała w warunkach utrwalania się niskiego poziomu inflacji oraz umacniania się czynników ograniczających wzrost presji inflacyjnej w przyszłości.

W okresie od czerwca do września roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się z poziomu 1,6% do 1,3%. Towarzyszył temu dalszy spadek wszystkich miar inflacji bazowej. W tych warunkach ugruntowywały się niskie oczekiwania inflacyjne zarówno osób prywatnych, jak i analityków bankowych. W przypadku osób prywatnych spodziewana przez nie w horyzoncie dwunastu miesięcy inflacja roczna spadła z 2,3% w czerwcu do 1% we wrześniu, podczas gdy ta sama miara oczekiwana przez analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy obniżyła się odpowiednio z 3,6% do 2,9%.

Korzystnie z punktu widzenia perspektyw inflacji kształtowała się w III kwartale br. także dynamika podaży pieniądza M3. Jej niski roczny wskaźnik od czerwca br. wykazywał systematyczny spadek, a w sierpniu przyjął wartość ujemną.

Niska była też w analizowanym kwartale dynamika kredytów. W przypadku kredytów dla przedsiębiorstw wzrost ich rocznej dynamiki odnotowany w czerwcu i w lipcu (po trzech miesiącach ujemnej dynamiki), w sierpniu uległ zahamowaniu. Natomiast roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych nadal wykazywała tendencję spadkową.

Zmiany płac w III kwartale br. nie groziły nasileniem presji inflacyjnej. W warunkach utrzymującego się wysokiego poziomu bezrobocia nominalne tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw było bowiem umiarkowane i słabnące. Ponadto RPP uznała, że przeprowadzona w tym okresie częściowa liberalizacja Kodeksu pracy, zwiększając elastyczność rynku pracy, będzie sprzyjała utrzymaniu inflacji na niskim poziomie.

Decyzje Rady dotyczące zmian stóp procentowych w III kwartale br. uwzględniały też ocenę perspektyw wzrostu aktywności gospodarczej jako czynnika wpływającego na przyszłą inflację.

Pogarszające się z miesiąca na miesiąc wskaźniki bieżącej i oczekiwanej koniunktury w gospodarkach strefy euro (w szczególności w Niemczech) oraz w USA stopniowo oddalały perspektywę stymulującego wpływu poprawy sytuacji gospodarczej na świecie na ożywienie gospodarcze w Polsce. Dodatkowo przyczyniało się do tego utrzymujące się w analizowanym okresie niebezpieczeństwo wybuchu wojny z Irakiem i związane z tym ryzyko dalszego wzrostu cen ropy naftowej.

Tabela 19

Najważniejsze decyzje Rady Polityki Pieniężnej podjęte w pierwszych trzech kwartałach 2002 r.

Data ^a	Decyzja
30 stycznia	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku
	z 11,5% do 10% w skali roku
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 14% do 12%
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 15,5% do 13,5%
	Obniżenie stopy depozytowej z 7,5% do 6,5%
25 kwietnia	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku
	z 10% do 9,5% w skali roku
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 12% do 11%
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 13,5% do 12,5%
29 maja	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku
	z 9,5% do 9% w skali roku
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 11% do 10,5%
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 12,5% do 12%
	Obniżenie stopy depozytowej z 6,5% do 6%
26 czerwca	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku
	z 9% do 8,5% w skali roku
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 10,5% do 10%
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 12% do 11,5%
	Obniżenie stopy depozytowej z 6% do 5,5%
	Obniżenie poziomu celu inflacyjnego na 2002 r. do 3% z dopuszczalnym przedziałem odchyłeń +/-1 pkt. proc.
28 sierpnia	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku
	z 8,5% do 8,0% w skali roku
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 10% do 9,0%
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 11,5% do 10,5%
25 września	Pozostawienie stopy depozytowej na niezmiennym poziomie 5,5%
	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku
	z 8,0% do 7,5% w skali roku
	Obniżenie stopy redyskonta weksli z 9,0% do 8,5%
	Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 10,5% do 10,0%
	Obniżenie stopy depozytowej z 5,5% do 5,0%
	Przyjęcie <i>Założeń polityki pieniężnej na 2003 r.</i>

^a Data podjęcia decyzji.

Z kolei sygnały napływające z gospodarki krajowej były niejednoznaczne. Z jednej strony w sferze realnej odnotowano symptomy wzrostu aktywności: nastąpiło przełamanie stagnacyjnego trendu produkcji przemysłowej, wzrosła sprzedaż detaliczna, zwiększyła się wartość kosztorysowa nowo rozpoczynanych inwestycji. Czynniki te wskazywały, że tempo wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach będzie wzrastać.

Z drugiej jednak strony nie znajdowało to wyraźnego potwierdzenia w oczekiwaniach dotyczących kształtowania się czynników popytowych. Sytuacja na rynku pracy wskazywała bowiem, że w najbliższych miesiącach nie należy oczekiwać wyraźnego wzrostu dochodów z pracy najemnej.

W połączeniu ze spodziewanym niskim wzrostem dochodów ze świadczeń społecznych sugerowało to utrzymywanie się niskiej dynamiki popytu krajowego.

W sumie, mimo niejednoznacznego obrazu sytuacji makroekonomicznej, Rada oceniła, że powinno następować stopniowe ożywienie gospodarcze. Jego spodziewane umiarkowane tempo w III kwartale br. nie stwarzało, zdaniem RPP, zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego w 2002 i 2003 r., co przemawiało za dokonaniem obniżek stóp procentowych.

Z kolei do ostrożności w redukowaniu stóp procentowych NBP skłaniała Radę świadomość jednoczesnego występowania czynników mogących zagrażać stabilizacji inflacji na niskim poziomie.

Jednym z nich był pogłębiający się w III kwartale br. spadek dynamiki oraz stanu depozytów sektora niefinansowego, w tym przede wszystkim gospodarstw domowych.

Do spadku depozytów gospodarstw domowych w III kwartale br. przyczyniła się niska nominalna dynamika ich rejestrowanych dochodów do dyspozycji w analizowanym okresie. Można też przypuszczać, że zmniejszanie się stanu lokat bankowych części osób prowadzących działalność gospodarczą (do sektora gospodarstw domowych zaliczani są też przedsiębiorcy indywidualni, zatrudniający do 9 osób) było związane z ich aktywnością w szarej strefie gospodarki. Zmniejszanie się skłonności do oszczędzania w bankach wzmacniała malejąca atrakcyjność lokat bankowych (efekt spadku stóp procentowych, dodatkowo pogłębiony podatkiem od przychodów odsetkowych), zniechęcająca do lokowania w bankach dochodów nierejestrowanych. Część środków z lokat bankowych została przesunięta na zakup obligacji, bonów skarbowych oraz jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych o rentowności przewyższającej oprocentowanie oferowane przez banki.

Dodatkowy czynnik ryzyka dla przyszłej inflacji stanowiła utrzymująca się w III kwartale br. wysoka roczna dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu. Niepokoiła ona szczególnie w związku z następującym jednocześnie spadkiem depozytów gospodarstw domowych. Jednak w sierpniu roczny wskaźnik dynamiki pieniądza gotówkowego w obiegu ustabilizował się, a we wrześniu wyraźnie się obniżył.

Istotnym ograniczeniem pola manewru w polityce pieniężnej w analizowanym okresie była niepewność co do sytuacji finansów publicznych w 2003 r. W opinii RPP projekt *Ustawy budżetowej na rok 2003* nie zawierał bowiem – wbrew wcześniejszym deklaracjom rządu – propozycji rozwiązań systemowych, niezbędnych do ograniczenia dynamiki wydatków budżetowych i zmiany ich struktury. W warunkach prognozowanego na 2003 r. szybszego wzrostu gospodarczego zakładał on natomiast utrzymanie wysokiego deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB, co oznaczałoby dalsze rozluźnienie polityki fiskalnej.

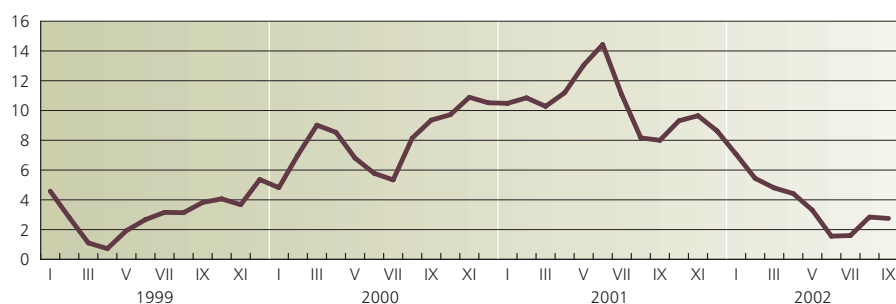
Dodatkowe źródło niepewności w sferze finansów publicznych stanowiły też, według Rady, rządowe plany wspomagania przedsiębiorstw przynoszących straty i nie regulujących swoich zobowiązań podatkowych.

Do ostrożności w prowadzeniu polityki pieniężnej w III kwartale br. skłaniała RPP także utrzymująca się w tym czasie duża niepewność dotycząca kształtowania się cen paliw. Wobec groźby konfliktu zbrojnego w Iraku rosły bowiem światowe ceny ropy naftowej, a także ich prognozy.

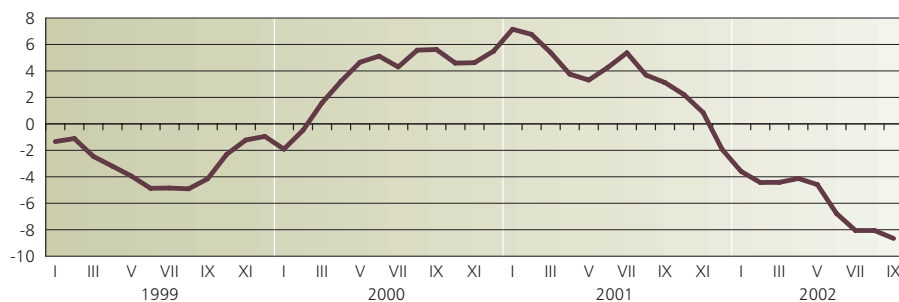
W lipcu br. jednym z czynników, który powstrzymał Radę przed obniżeniem stóp procentowych, było znaczne osłabienie się kursu złotego i związany z tym wzrost niepewności co do jego kształtowania się w przyszłości. Spadek kursu złotego wynikał w głównej mierze z aprecjacji euro na rynku światowym. W sierpniu tendencja do deprecjacji złotego uległa jednak zahamowaniu, a we wrześniu kurs złotego nieznacznie się umocnił.

W III kwartale br., podobnie jak w poprzednich kwartałach, ostrożność, jaką wykazywała Rada przy podejmowaniu decyzji o kolejnych obniżkach stóp procentowych, wynikała też ze świadomości, że pełne skutki wcześniejszych obniżek jeszcze się nie ujawniły, a ich prognozowanie obarczone jest znaczną niepewnością.

Wartość obliczanego w NBP indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej o stałej podstawie – po spadku trwającym nieprzerwanie od grudnia 2001 r. – w III kwartale br. uległa niewielkiemu zwiększeniu (wykres 44). Natomiast analogiczny indeks o zmiennej podstawie (wykres 45) nadal wykazywał spadek.

Wykres 44**Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (podstawa: grudzień 1994)**

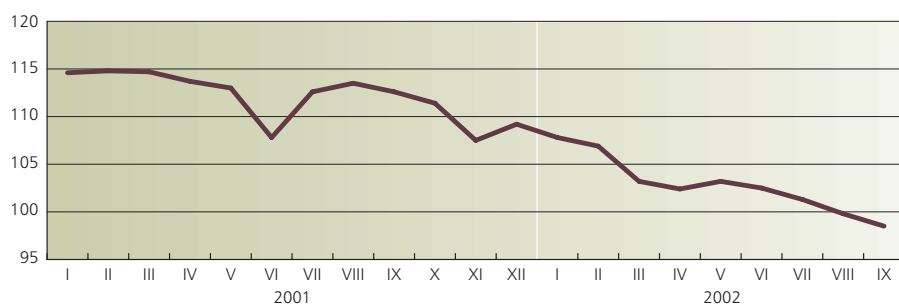
Źródło: dane NBP.

Wykres 45**Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (podstawa: analogiczny okres poprzedniego roku = 100)**

Źródło: dane NBP.

6.2. Podaż pieniądza M3

Zmiany wielkości podaży pieniądza M3 w ciągu III kwartału br. wskazują na utrwalenie się tendencji obserwowanych w poprzednich kwartałach br. Roczny wskaźnik dynamiki nominalnej M3 w kolejnych miesiącach kwartału systematycznie obniżał się. W sierpniu jego wartość spadła nieco poniżej 100%, a w końcu września br. wynosiła już 98,5%. Realna dynamika roczna tego agregatu (deflowana CPI), mimo zmniejszającego się wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w br., na koniec III kwartału br. również spadła poniżej 100%.

Wykres 46**Dynamika nominalna agregatu M3 (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)**

Źródło: dane NBP.

Tabela 20

Podaż pieniądza w III kwartale 2002 r.

Wyszczególnienie	Stan na 30 września	Zmiana w stosunku		Zmiana w stosunku do	
	2002 r.	do 30 września 2001 r.		30 czerwca 2002 r.	
	mld zł	mld zł	%	mld zł	%
I. Podaż pieniądza M1	127,4	16,9	15,3	1,3	1,0
II. Podaż pieniądza M3	320,9	-4,8	-1,5	-1,6	-0,5
1. Pieniądź gotówkowy w obiegu	41,9	5,6	14,6	0,7	1,7
2. Depozyty i inne zobowiązania	278,8	-10,0	-3,5	-2,0	-0,7
2.1. Gospodarstwa domowe	202,9	-10,2	-4,8	-2,8	-1,3
2.2. Niemonetarne instytucje finansowe	5,6	-2,5	-30,9	-1,0	-15,5
2.3. Przedsiębiorstwa	50,2	4,9	10,8	1,6	3,4
2.4. Instytucje niemonetarne działające					
na rzecz gospodarstw domowych	8,3	-1,6	-16,3	0,0	0,3
2.5. Instytucje samorządowe	9,8	0,7	8,2	0,3	3,7
2.6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	1,9	-1,3	-40,4	-0,2	-9,1
3. Pozostałe składniki M3	0,2	-0,1	-44,3	-0,3	-67,5

Źródło: dane NBP.

Na koniec września br. podaż pieniądza M3 wyniosła 320,9 mld zł. W ujęciu nominalnym wartość tego agregatu zmniejszyła się w III kwartale br. o 1,6 mld zł, tj. o 0,5%. Kwartalny spadek podaży M3 osłabiła deprecjacja złotego wobec euro i dolara, która miała miejsce w tym okresie. Po wyeliminowaniu wpływu różnic kursowych wielkość szerokiego pieniądza była mniejsza w porównaniu ze stanem z końca czerwca br. o 2,7 mld zł, tj. o 0,8%.

Roczna nominalna dynamika wąskiego agregatu M1 w III kwartale br. uległa wyhamowaniu. W I połowie br. dynamika ta zwiększyła się o 9,4 pkt. proc. i na koniec czerwca br. wyniosła 120,5%. W kolejnych trzech miesiącach wartość wskaźnika systematycznie zmniejszała się i na koniec września spadła do 115,3%.

O kierunku zmian agregatu M3 w III kwartale br. zdecydowało w głównej mierze zmniejszenie stanu depozytów gospodarstw domowych, których udział w szerokim pieniądzu wyniósł we wrześniu br. 63,2%. Wielkość środków zdeponowanych w bankach przez sektor gospodarstw domowych spadła w tym okresie o 2,8 mld zł, tj. o 1,3%. Roczna nominalna dynamika depozytów gospodarstw domowych obniżyła się w III kwartale br. poniżej 100% i w kolejnych miesiącach opisywanego okresu zmniejszała się. Na koniec września wyniosła 95,2%. Spadek rocznej dynamiki depozytów gospodarstw domowych utrzymuje się od III kwartału ub.r.

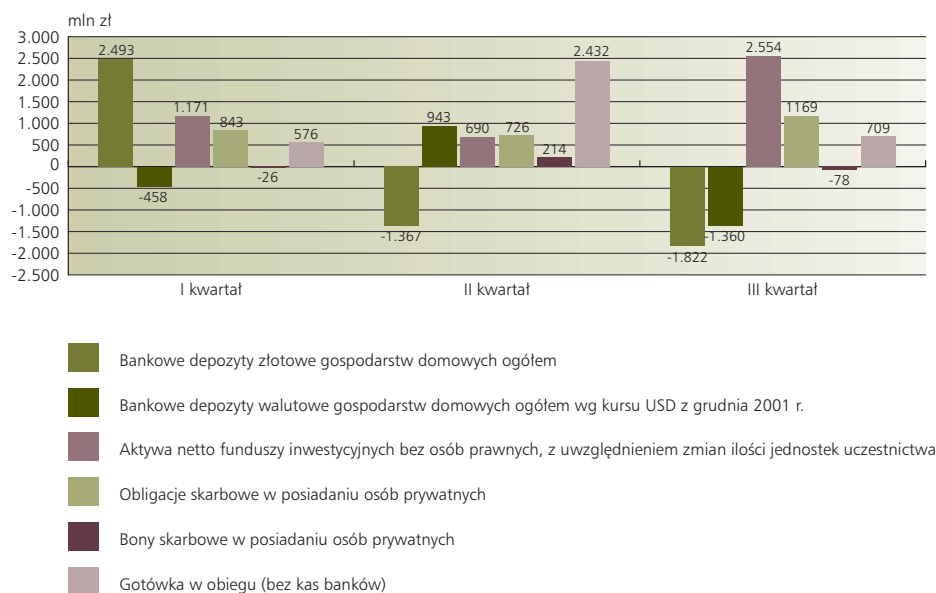
W ramach sektora gospodarstw domowych decydujący wpływ na zmiany wielkości środków powierzonych bankom miały decyzje podejmowane przez osoby prywatne. Depozyty tych osób stanowią w br. przeszło 95% wartości depozytów i innych zobowiązań banków przypisanych gospodarstwom domowym. Przyczyn systematycznie malejącej w br. dynamiki depozytów osób prywatnych należy upatrywać w niskiej dynamice ich rejestrowanych dochodów do dyspozycji oraz w spadku rentowności lokat bankowych, pogłębionym opodatkowaniem dochodów kapitałowych.

Potwierdzeniem znaczenia tego drugiego czynnika był odnotowany w br. przyrost alternatywnych wobec lokat bankowych form inwestowania wolnych środków, które wykazywały wyższą rentowność (wykres 47).

Spadek skłonności do oszczędzania obserwowany w br. potwierdzały też zmiany w terminowej strukturze depozytów zgromadzonych przez ludność w bankach (tabela 21).

Wykres 47

Kwartałne zmiany wartości kategorii finansowych przypisanych gospodarstwom domowym w 2002 r.



Źródło: dane NBP, Ministerstwa Finansów, STFI.

Tabela 21

Depozyty osób prywatnych według terminów pierwotnych

Wyszczególnienie	Zmiana w II kwartale 2002 r.				Zmiana w III kwartale 2002 r.			
	depozyty złotowe		depozyty walutowe		depozyty złotowe		depozyty walutowe	
	mln zł	%	mln USD	%	mln zł	%	mln USD	%
Depozyty bieżące	1 344,0	4,4	75,2	3,7	123,6	0,4	-91,9	-4,4
Depozyty do 1 miesiąca włącznie	633,7	3,5	90,0	11,4	-16,4	-0,1	-12,5	-1,4
Depozyty powyżej 1 do 3 miesięcy włącznie	-404,4	-0,9	21,6	1,2	-2 092,5	-4,8	-50,5	-2,8
Depozyty powyżej 3 do 6 miesięcy włącznie	-2 663,6	-8,3	-27,4	-2,0	299,4	1,0	-48,9	-3,6
Depozyty powyżej 6 miesięcy do 1 roku włącznie	-185,0	-0,6	48,8	1,9	-918,3	-3,0	-119,4	-4,6
Depozyty powyżej 1 do 2 lat włącznie	-161,2	-2,8	16,0	6,8	-29,6	-0,5	-6,6	-2,6
Depozyty zablokowane	-152,1	-31,4	-43,4	-54,6	51,9	15,6	10,0	27,9
Suma depozytów	-1 588,6	-1,0	180,8	2,0	-2 581,8	-1,6	-319,8	-3,5

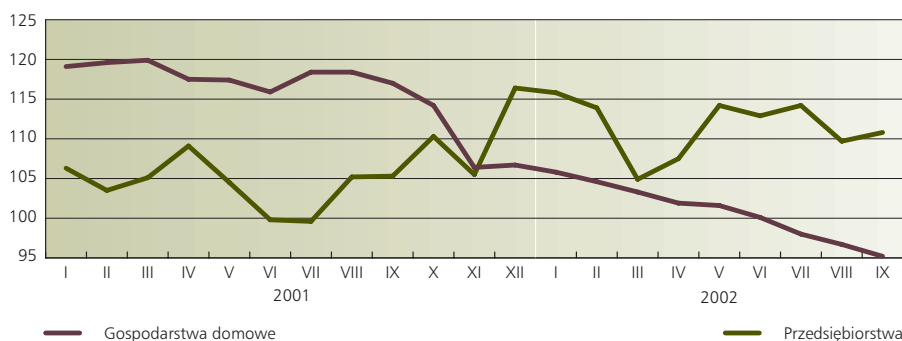
Źródło: dane NBP.

Malejące zainteresowanie utrzymywaniem środków pieniężnych w systemie bankowym odzwierciedlały zmiany wielkości pieniądza gotówkowego w obiegu (poza kasami banków). Wskaźnik rocznej dynamiki nominalnej obliczony dla tej kategorii osiągnął w pierwszych dwóch miesiącach opisywanego kwartału najwyższy w br. poziom – ponad 118%. Na koniec września dynamika gotówki osłabła i wyniosła 114,6%.

Depozyty i inne zobowiązania wobec przedsiębiorstw, których udział w wartości agregatu M3 na koniec września br. wyniósł 15,6%, wzrosły w III kwartale br. o 1,6 mld zł, tj. o 3,4%. Porównanie rocznych, odsezonowanych dynamik nominalnych depozytów i innych zobowiązań wobec

Wykres 48

Odsezonowana roczna dynamika nominalna depozytów i innych zobowiązań
(analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane NBP.

przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wskazuje, że w ostatnim okresie dokonywał się stopniowy „transfer” środków z sektora gospodarstw domowych do sektora przedsiębiorstw, w związku z przeznaczaniem przez gospodarstwa domowe coraz większej części wolnych, najbardziej płynnych aktywów finansowych na bieżącą konsumpcję.

Czynniki kreacji pieniądza¹⁶

W III kwartale br. głównym źródłem kreacji pieniądza M3 były należności¹⁷. Wzrosły też w analizowanym okresie aktywa zagraniczne netto. Należy jednak podkreślić, że przyrost tej kategorii dotyczył jedynie jej ujęcia w złotych, tj. wynikał bezpośrednio z deprecjacji złotego wobec walut obcych w tym okresie. Do kategorii, które kreowały pieniądź w III kwartale br., należały też aktywa trwałe banków. Natomiast zmiany wartości pozostałych czynników kreacji przyczyniły się do zmniejszenia podaży szerokiego agregatu w tym kwartale.

Należności

Przyrost należności odnotowany w III kwartale br. wynikał w znacznym stopniu z deprecjacji złotego. Gdyby w tym okresie nie wystąpiły wahania kursów walut i struktura walutowa nie uległa zmianie, to wzrost należności byłby mniejszy o 1,3 mld zł i wyniósłby 6 mld zł, tj. 2,4%.

W III kwartale br. 70% przyrostu ogółu należności stanowiły należności od gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Na zwiększenie należności sektora gospodarstw domowych w opisywanym okresie wpłynął przyrost (o 3,2 mld zł) kredytów i pożyczek oraz innych należności od osób prywatnych¹⁸. Około 48% przyrostu ogółu należności od osób prywatnych stanowił w III kwartale br. przyrost kredytów i pożyczek na nieruchomości mieszkaniowe. Taki sam udział miał przyrost kredytów i pożyczek związanych z realizacją potrzeb konsumpcyjnych ludności. Natomiast w poprzednim kwartale br. proporcje te wynosiły odpowiednio 69% i 27%.

¹⁶ Czynniki kreacji podaży pieniądza M3 w niniejszym *Raporcie o inflacji* zostały zestawione i opisane według układu prezentacyjnego publikowanego w *Biuletynie Informacyjnym NBP* oraz na stronie internetowej NBP w sekcji Statystyka – Szeregi czasowe. Układ ten dostosowany jest do przekrojów prezentacyjnych zawartych w publikacjach Europejskiego Banku Centralnego. W związku z tym z salda pozostałych pozycji netto wyłączono *długoterminowe zobowiązania finansowe oraz aktywa trwałe*. Kategorie te w *Raportach o inflacji* w I i w II kwartale br. były elementami składowymi salda pozostałych pozycji netto.

¹⁷ Należności składają się z należności od: gospodarstw domowych, niemonetarnych instytucji finansowych, przedsiębiorstw, instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych, instytucji samorządowych, funduszy ubezpieczeń społecznych. Obejmują one wszystkie kategorie kredytów i pożyczek, skupione wierzytelności, zrealizowane gwarancje i poręczenia, odsetki zapadłe-niespłacone, należności z tytułu zakupionych papierów wartościowych z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu, dłużne papiery wartościowe, papiery z prawem do kapitału oraz inne należności.

¹⁸ Do sektora gospodarstw domowych zalicza się osoby prywatne, przedsiębiorców indywidualnych (zatrudniających do 9 osób) oraz rolników indywidualnych.

Tabela 22
Czynniki kreacji pieniądza

Wyszczególnienie	2001		2002	
	zmiana	udział	zmiana	udział
	w III kwartale w mld zł	w zmianie w %	w III kwartale w mld zł	w zmianie w %
Podaż pieniądza M3	11,1	100,0	-1,6	100,0
Aktywa zagraniczne netto	11,9	107,3	1,0	-65,7
Należności	15,1	137	7,3	-459,4
Zadłużenie netto instytucji rządowych				
szczebla centralnego	0,5	4,9	-5,9	374,1
Długoterminowe zobowiązania finansowe	-3,4	-30,6	-2,0	126,6
Aktywa trwałe	0,7	6,6	1,0	-62,1
Saldo pozostałych pozycji netto	-13,8	-125,2	-2,9	186,6

Źródło: dane NBP.

Tabela 23
Struktura sektorowa należności

Wyszczególnienie	Stan na	Zmiana w stosunku		Zmiana w stosunku	
	30 września	do 30 września		do 30 czerwca	
	2002 r.	2001 r.		2002 r.	
	mld zł	mld zł	%	mld zł	%
Należności ogółem	253,1	11,9	4,9	7,3	3,0
Gospodarstwa domowe	89,5	6,9	8,4	2,7	3,1
Niemonetarne instytucje finansowe	15,5	0,4	2,4	1,0	6,7
Przedsiębiorstwa	134,8	1,2	0,9	2,4	1,8
Instytucje niekomercyjne działające					
na rzecz gospodarstw domowych	0,8	-0,7	-45,6	0,1	7,4
Instytucje samorządowe	9,9	3,4	51,6	0,7	7,9
Fundusze ubezpieczeń społecznych	2,6	0,6	33,1	0,4	18,3

Źródło: dane NBP.

W przypadku sektora przedsiębiorstw III kwartał br. charakteryzował się o przeszło połowę mniejszym przyrostem nominalnym należności w porównaniu ze zmianami odnotowanymi w poprzednim kwartale. Zmniejszenie finansowania funkcjonowania przedsiębiorstw środkami pochodzącymi z kredytów bankowych dotyczyło przy tym zarówno bieżącej działalności, jak i inwestycji.

Aktywa zagraniczne netto

Aktywa zagraniczne netto wyrażone w złotych w III kwartale br. wzrosły o 1 mld zł, tj. o 2,3% – wyłącznie w wyniku osłabienia kursu złotego wobec walut obcych (przede wszystkim wobec dolara – o blisko 11 gr i prawie o 7 gr wobec euro). Przy stabilnym kursie złotego aktywa te zmniejszyłyby się w opisywanym okresie o 2,2 mld zł.

W ujęciu dolarowym stan aktywów zagranicznych netto obniżył się o 0,6 mld USD, co w głównej mierze wynikało ze spadku aktywów walutowych w bankach komercyjnych o 1,9 mld USD. Aktywa walutowe w NBP przyrosły o 1 mld USD. Po stronie pasywów, w systemie bankowym

Tabela 24

Należności od przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	Zmiany w II kwartale 2002 r.		Zmiany w III kwartale 2002 r.	
	mln zł	%	mln zł	%
Należności od przedsiębiorstw ogółem	5 464,3	4,3	2 376,7	1,8
Kredyty w rachunku bieżącym	2 356,7	13,1	123,9	0,6
Kredyty eksportowe	-387,2	-15,5	-401,7	-19,1
Kredyty operacyjne	225,3	0,5	410,2	1,0
Kredyty na inwestycje	2.383,9	7,0	1.783,7	4,9
Pozostałe kredyty, pożyczki i inne należności	1.320,9	5,1	645,9	2,4
Dłużne papiery wartościowe	-339,3	-14,9	91,4	4,7
Papiery wartościowe z prawem do kapitału	-95,8	-4,0	-276,7	-11,9

Źródło: dane NBP.

(banki komercyjne i NBP łącznie) odnotowano nieznaczny spadek zobowiązań wobec nierezydentów, który wyniósł niespełna 0,2 mld USD.

Aktywa trwałe banków

Wartość aktywów trwałych banków¹⁹ wzrosła w III kwartale br. o blisko 1 mld zł., tj. o 3,6%. Był to największy przyrost kwartalny w br. W porównywalnym okresie ub.r. tempo przyrostu tej kategorii wyniosło 3%.

Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego

W III kwartale br. zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego zmniejszyło się o 5,9 mld zł, tj. o 9% w porównaniu z II kwartałem br., w którym kategoria ta wzrosła o 3,4 mld zł. Spadek zadłużenia netto był przede wszystkim efektem:

- zmniejszenia należności banków od instytucji rządowych z tytułu papierów dłużnych o 1,5 mld zł, tj. o 1,2%,
- przyrostu depozytów rządowych o 4,6 mld zł, tj. o 20,6%, przypadającego niemal w całości na rachunki budżetu państwa prowadzone przez NBP.

Zmniejszenie portfela rządowych papierów dłużnych w systemie bankowym w III kwartale br. dotyczyło w przeważającej części bonów skarbowych, których wartość spadła o 1,1 mld zł, tj. o 4,2%. Wielkość posiadanych przez banki bonów skarbowych wyniosła na koniec września 25 mld zł.

Saldo bankowego portfela długoterminowych rządowych papierów dłużnych, tj. obligacji, zmniejszyło się w tym samym czasie o 0,4 mld zł i na koniec września zamknęło się kwotą 60,2 mld zł.

W III kwartale br. budżet państwa wykupił od NBP swoje obligacje (około 2 mld zł), przekazane bankowi centralnemu w II kwartale br., w związku ze spłatą zadłużenia państwa wobec Brazylii. Stan pozostałych obligacji rządowych posiadanych przez NBP zmniejszył się o 1,9 mld zł.,

¹⁹ Aktywa trwałe definiowane są jako suma aktywów trwałych rzeczowych, wartości niematerialnych i prawnych, aktywów do zbycia, rzeczowych aktywów trwałych oddanych do użytkowania na podstawie umów, należności z tytułu aktywów trwałych oddanych do użytkowania na podstawie umów, nakładów na wartości niematerialne i prawne.

przy czym przeważająca część tych obligacji o wartości około 1,7 mld zł została sprzedana bankom komercyjnym w ramach operacji otwartego rynku (*outright*). Ponadto, w opisywanym okresie banki komercyjne zwiększyły stan posiadania obligacji rządowych o 1,6 mld.

W III kwartale br. miały miejsce emisje rządowych euroobligacji, skierowane na rynki zagraniczne, na łączną kwotę 1,4 mld USD. Pozyskane tą drogą środki zostały częściowo wykorzystane na spłatę bieżących zobowiązań rządu wobec nierezydentów. Pozostała część tych środków powiększyła stan rachunków walutowych rządu w NBP, które w przeliczeniu na złote, w III kwartale br. przyrosły o 2,4 mld zł.

Depozyty złotowe instytucji rządowych szczebla centralnego, złożone w polskim systemie bankowym, zwiększyły się w III kwartale br. o 2,2 mld zł i na koniec września br. ich wartość wraz z innymi zobowiązaniami banków wobec tego sektora wyniosła 23,3 mld zł, z czego na środki zgromadzone w NBP przypadła kwota 13,6 mld zł.

Długoterminowe zobowiązania finansowe

Długoterminowe zobowiązania finansowe²⁰ banków zwiększyły się w III kwartale br. o 2 mld zł, tj. o 2,1%, i osiągnęły poziom 20, 2 mld zł. Największy udział w przyroście tej kategorii miały kapitały i rezerwy, które powiększyły się o 1,6 mld zł. Przyrost depozytów, stanowiących element długoterminowych zobowiązań, wyniósł 0,4 mld zł, w tym środki przekazane bankom przez osoby prywatne na okres powyżej 2 lat wzrosły o 0,5 mld zł. Ich wartość na koniec września wyniosła 16,5 mld zł.

Saldo pozostałych pozycji netto

W ciągu III kwartału 2002 r. ujemne saldo pozostałych pozycji netto wzrosło o 3 mld zł, tj. o 5%, i na koniec września wyniosło 63 mld zł. Podobnie jak w poprzednich kwartałach o skali i kierunku zmian tej kategorii w analizowanym okresie zdecydowały *pozostałe aktywa netto NBP*. W ciągu III kwartału br. wzrosły one o 1,7 mld zł, tj. o 4,9% i wyniosły na koniec września br. 35,7 mld zł. Wzrost ten spowodowany był głównie zwiększeniem stanu „rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych” w związku z deprecjacją złotego. W bilansach banków elementami, które wpływały na wzrost ujemnego salda pozostałych pozycji netto w opisywanym kwartale były ponadto: wyniki finansowe banków, rozliczenia międzyokresowe, rozrachunki międzyoddziałowe i międzybankowe, przychody zastrzeżone oraz pozostałe aktywa netto w bankach komercyjnych. Łączna wartość zmian powyższych pozycji wyniosła 2,4 mld zł.

Natomiast do zmniejszenia ujemnego salda pozostałych pozycji netto o 1,2 mld zł, przyczyniły się w III kwartale br.: środki oczekujące na zakwalifikowanie na właściwe konta klientów, salda na kontach dotyczących papierów wartościowych wyemitowanych przez monetarne instytucje finansowe oraz rozliczenia z tytułu obrotu papierami wartościowymi i instrumentami pochodnymi.

6.3. Transmisja polityki monetarnej

6.3.1. Stopa procentowa

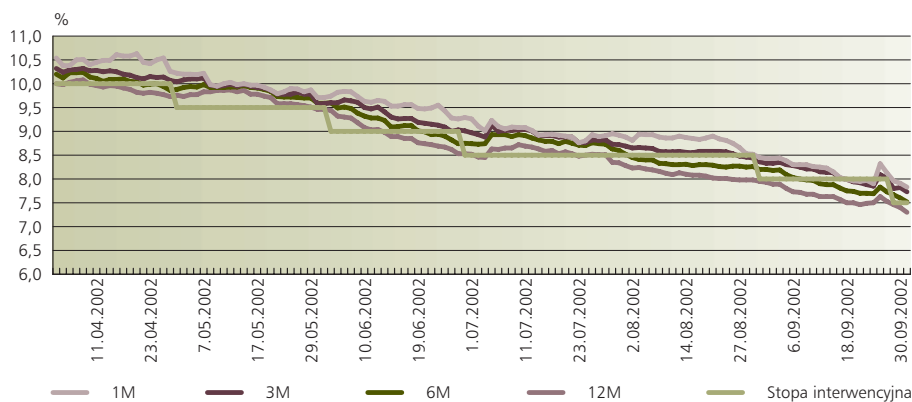
Polityka pieniężna a stopy procentowe na rynku międzybankowym

W III kwartale br. stopy procentowe na rynku międzybankowym nadal obniżały się. Spadek oprocentowania depozytów międzybankowych o krótkich terminach zapadalności był efektem obniżek stóp procentowych banku centralnego w sierpniu i wrześniu br. Natomiast spadek oprocentowania depozy-

²⁰ Pozycja ta obejmuje: depozyty, zobowiązania z tytułu zabezpieczeń pieniężnych, kredyty i pożyczki otrzymane, których termin pierwotny realizacji przekracza 2 lata oraz depozyty z terminem wypowiedzenia powyżej 3 miesięcy, dłużne papiery wartościowe wyemitowane na okresy przekraczające 2 lata. Ponadto w skład tej pozycji wchodzi kapitały i rezerwy.

Wykres 49

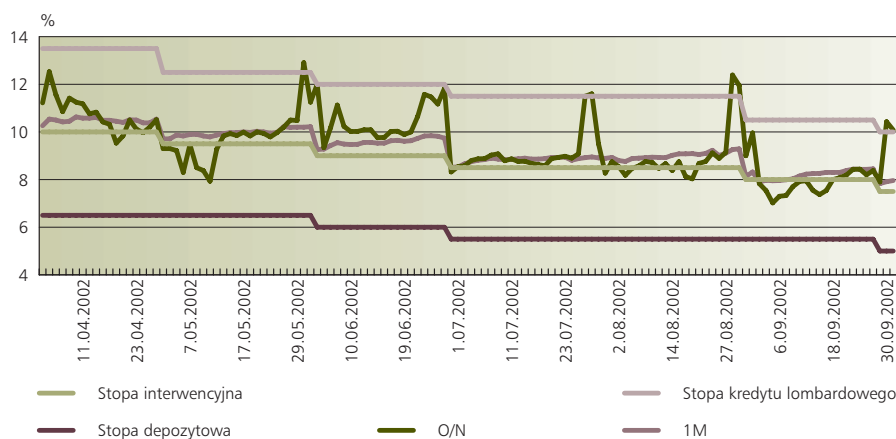
Stopa interwencyjna oraz oprocentowanie depozytów międzybankowych 1M, 3M, 6M, 12M



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 50

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



Źródło: dane Reuters, NBP.

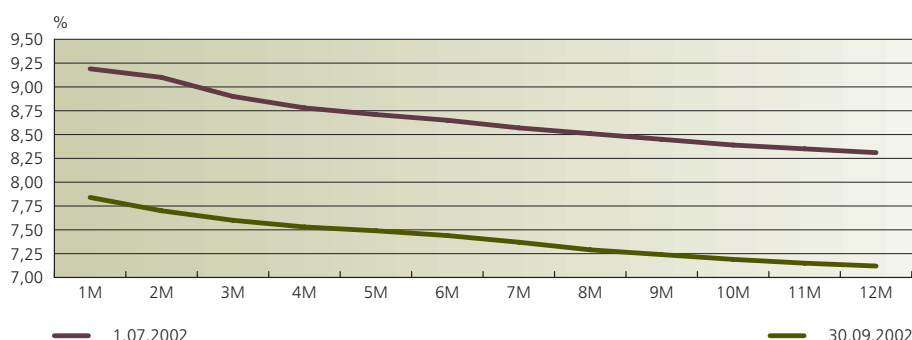
tów międzybankowych o dłuższych terminach zapadalności odzwierciedlał nie tylko obniżki stóp NBP, ale także utrzymujące się na rynku oczekiwania na kolejne redukcje stopy referencyjnej (wykres 49 i 50).

Odzwierciedleniem utrzymujących się oczekiwań na dalsze obniżki stóp NBP było równoległe obniżenie się całej krzywej dochodowości rynku pieniężnego. Oprocentowanie transakcji o najkrótszych terminach zapadalności zmniejszyło się o około 135 pkt. baz., natomiast długi koniec krzywej obniżył się o około 120 pkt. baz. W ciągu II kwartału br. różnica między oprocentowaniem 1- i 12-miesięcznych swapów walutowych zmniejszyła się tylko o około 10 pkt. baz. Oznacza to, że mimo dwóch obniżek stóp NBP, oczekiwania na kolejne cięcia stopy referencyjnej były w III kwartale br. równie intensywne jak w poprzednim kwartale (wykres 51).

Przejściowy wzrost wysokości krótkoterminowych stóp procentowych w lipcu br. był wywołany niepewnością, jaką wzbudziła na rynku nieoczekiwana zmiana na stanowisku ministra finansów i związana z tym możliwość zmiany systemu kursowego. W początkowych dniach lipca wzrost krótkoterminowych stóp procentowych był następstwem stosunkowo dużego odpływu kapitału portfelowego, głównie z rynku obligacji. Krótkoterminowe stopy procentowe wzrosły, gdyż banki krajowe pożyczały złote na rynku pieniężnym, by kupić waluty dla wycofujących się z Polski inwestorów zagranicznych. W ciągu pierwszych

Wykres 51

Przesunięcie krzywej dochodowości w III kwartale br. na podstawie swapów walutowych*



* Krzywa krótkoterminowych stóp procentowych odzwierciedla sytuację na rynku swapów walutowych, ponieważ jest to najbardziej płynny segment rynku międzybankowego, na którym można lokować/pożyczać złote.
Źródło: dane Reuters, NBP.

dwóch tygodni lipca – mimo ustania odpływu kapitału – stopy procentowe nie powróciły do poziomu z czerwca. Wynikało to z utrzymującej się niepewności dotyczącej kierunku polityki fiskalnej oraz kursowej.

Reakcja banków na politykę banku centralnego

W III kwartale br. RPP dwukrotnie przeprowadziła obniżki podstawowych stóp procentowych NBP (stopy lombardowej i redyskonta weksli o 150 pkt. baz., a stopy interwencyjnej o 100 pkt. baz.). W reakcji na te obniżki banki dostosowały oprocentowanie oferowanych depozytów i kredytów²¹. W lipcu i wrześniu br. największym zmianom ulegało oprocentowanie produktów depozytowych. Natomiast w sierpniu br. dominowały obniżki oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych.

Analizowane banki w III kwartale br., podobnie jak w poprzednich kwartałach, najszybciej dostosowywały do zmian stóp procentowych NBP oprocentowanie depozytów, a oprocentowanie kredytów – w terminie późniejszym. W większym stopniu obniżane były przy tym stopy procentowe od depozytów o dłuższych terminach zapadalności oraz kredytów przeznaczonych dla podmiotów gospodarczych.

Nierównomierne redukcje stóp procentowych od kredytów dla osób prywatnych i podmiotów gospodarczych przyczyniają się do utrzymywania znacznej dysproporcji w ich oprocentowaniu. We wrześniu br. oprocentowanie kredytów konsumenckich dla osób prywatnych było wyższe od oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych o 627 pkt. baz., podczas gdy w marcu br. różnica ta wynosiła jeszcze 504 pkt. baz. (wykres 52). Do najważniejszych przyczyn utrzymywania się tej dysproporcji należy słabsza wrażliwość osób prywatnych niż podmiotów gospodarczych na warunki, na jakich banki oferują kredyty. Wynika to z faktu, że banki są głównym dostarczycielem środków pieniężnych dla potrzebujących ich osób prywatnych. Kolejną przyczyną jest konieczność uwzględnienia w oprocentowaniu tych kredytów wyższej marży za ryzyko, związanej z szybkim przyrostem kredytów zagrożonych od osób prywatnych. Marża za ryzyko²² na kredytach konsumenckich wynosiła we wrześniu br. 9,54 pkt. baz., a na kredytach dla przedsiębiorstw – 3,27 pkt. baz.

Dysproporcja między oprocentowaniem kredytów dla gospodarstw domowych i podmiotów gospodarczych istnieje również w innych krajach. W krajach Unii Europejskiej oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych było w sierpniu br. wyższe od oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych średnio o 400 pkt. baz. Największe różnice istniały w Niemczech i Portugalii (4,3 – 4,6 pkt. baz.), a najmniejsze – w Belgii i Austrii (1 – 1,5 pkt. baz.). Podobna tendencja istnieje również w USA, gdzie różnica ta wynosi około 300 pkt. baz.

²¹ Analiza zmian oprocentowania została przeprowadzona na podstawie danych o stopach procentowych przysyłanych do NBP przez 11 największych banków.

²² Marża za ryzyko została zdefiniowana następująco – oprocentowanie kredytu minus oprocentowanie należności wolnych od ryzyka (średni ważony zysk z 52-tygodniowych bonów skarbowych) minus oczekiwania inflacyjne na najbliższy rok.

Tabela 25

Zmiany średniego* nominalnego oprocentowania depozytów i kredytów do września 2002 r. (w pkt. proc.)

	Stopy w grudniu 2001 r.	Stopy w czerwcu 2002 r.	Stopy we wrześniu 2002 r.	Zmiana od grudnia 2001 r.	Zmiana od czerwca 2002 r.
3-miesięczny depozyt złotowy					
osób fizycznych	7,36	5,55	4,47	-2,89	-1,08
6-miesięczny depozyt złotowy					
osób fizycznych	7,53	5,83	4,92	-2,61	-0,91
12-miesięczny depozyt złotowy					
osób fizycznych	7,99	6,36	4,39	-3,60	-1,97
Depozyty terminowe osób					
fizycznych ogółem	7,87	5,89	5,09	-2,78	-0,80
1-roczny kredyt złotowy dla podmiotów					
gospodarczych	15,39	12,17	11,12	-4,27	-1,05
3-letni kredyt złotowy dla podmiotów					
gospodarczych	15,56	12,92	11,93	-3,63	-0,99
5-letni kredyt złotowy dla podmiotów					
gospodarczych	15,63	12,78	11,83	-3,80	-0,95
Kredyt konsumencki	20,84	18,14	17,78	-3,06	-0,36
Kredyty osób prywatnych i podmiotów					
gospodarczych ogółem	16,77	13,55	12,65	-4,12	-0,90

* Średnie ważone depozytowe i kredytowe stopy procentowe są obliczone na podstawie danych nadsyłanych do NBP przez 11 największych banków komercyjnych. Wagami są udziały banków w rynku depozytowym bądź kredytowym.

Źródło: dane NBP.

We wrześniu br. realne oprocentowanie depozytów i kredytów²³ uległo dalszej redukcji, co było spowodowane głównie zmianami nominalnych stóp procentowych. Podobnie jak przy stopach nominalnych największy spadek realnych stóp procentowych w III kwartale br. nastąpił w przypadku kredytów dla podmiotów gospodarczych (o 114 pkt. baz.), a najmniejszy w przypadku kredytów konsumenckich (o 1 pkt. baz.).

Średnie ważone realne oprocentowanie depozytów terminowych od osób prywatnych wynosiło we wrześniu br. około 3,7%, kredytów dla podmiotów gospodarczych 10,1%, a kredytów konsumenckich dla osób fizycznych 16,3% (wykres 53).

Stopy procentowe a popyt na kredyty

Po krótkotrwałym wzroście w II kwartale br. dynamika akcji kredytowej w bankach powróciła w III kwartale br. do trendu spadkowego. Realne roczne tempo wzrostu należności od sektora niefinansowego²⁴ obniżyło się w III kwartale br. do 2,4%²⁵ z poziomu 4,9% w poprzednim kwartale. Za tak znacznym spadkiem kryje się przede wszystkim obniżenie realnego rocznego tempa wzrostu należności od gospodarstw domowych z 13,9% w II kwartale br. do 7,1% w III kwartale br. Re-

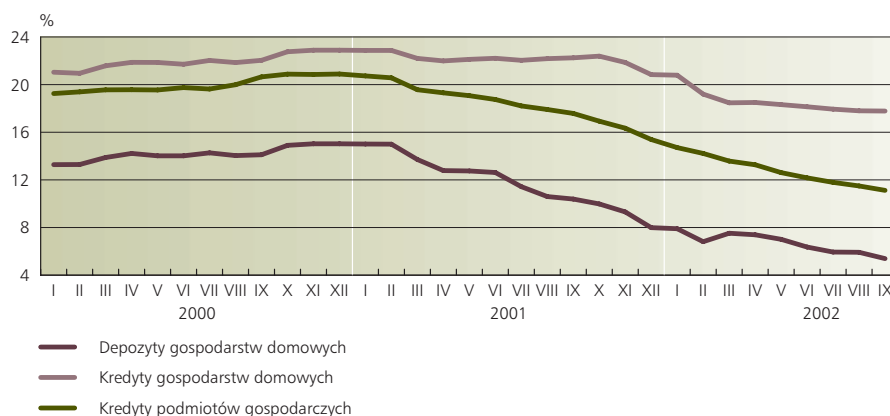
²³ Nominalne stopy procentowe depozytów i kredytów osób fizycznych zdeflowano rocznym wskaźnikiem CPI, a nominalne stopy procentowe kredytów dla podmiotów gospodarczych – rocznym wskaźnikiem PPI.

²⁴ Zgodnie z nową terminologią podaży pieniądza wprowadzoną przez NBP od marca br. w skład sektora niefinansowego wchodzi gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa oraz instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych.

²⁵ Jako deflatora użyto średniego ważonego poziomu CPI oraz PPI; wagami były udziały należności odpowiednio gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw w należnościach sektora niefinansowego ogółem.

Wykres 52

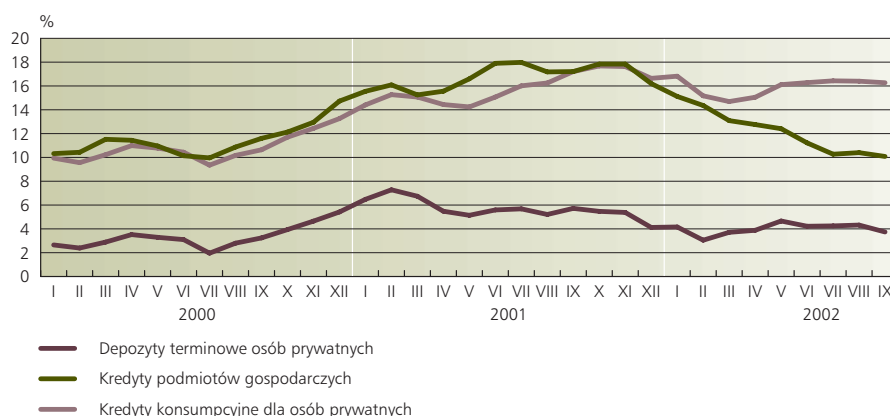
Średnie ważone nominalne oprocentowanie 1-rocznych depozytów oraz kredytów dla podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych



Źródło: NBP.

Wykres 53

Średnie ważone realne oprocentowanie depozytów osób prywatnych i kredytów



Uwaga: kredyty konsumpcyjne (gotówkowe) przed 31.03.2002 r. znajdowały się w kategorii „kredyty konsumenckie”.
Źródło: NBP.

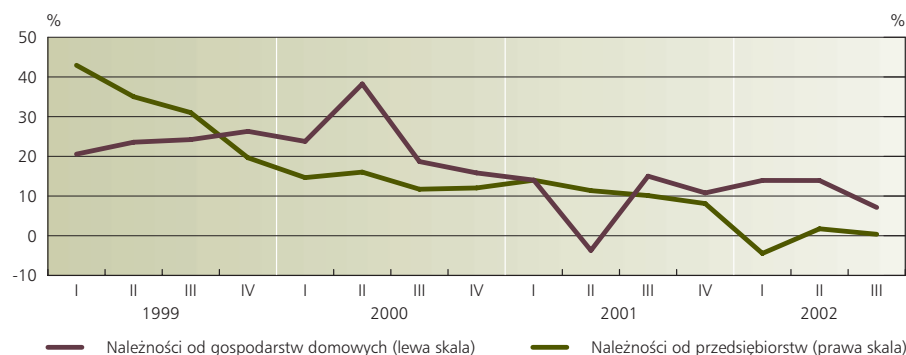
alne roczne tempo wzrostu należności od przedsiębiorstw również uległo osłabieniu, osiągając na koniec III kwartału br. poziom 0,2% (wykres 54). Należy przy tym zaznaczyć, że udział należności od gospodarstw domowych w należnościach ogółem od sektora niefinansowego już od trzech kwartałów podlega wahaniom wokół poziomu 40% (na koniec III kwartału br. wyniósł 40,1%).

Zmniejszenie realnego rocznego tempa wzrostu należności od gospodarstw domowych pozostaje w związku z poziomem realnego oprocentowania kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych w bankach komercyjnych. Realna średnia stopa procentowa kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych, po spadku do poziomu 14,9% w I kwartale br., w następnych kwartałach wykazywała tendencję wzrostową, osiągając na koniec III kwartału br. ²⁶ poziom 16,6%. Natomiast realne roczne tempo wzrostu należności od gospodarstw domowych, po przejściowym wzroście w I połowie br., w III kwartale powróciło do tendencji spadkowej (wykres 55).

²⁶ Realne oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych zostało wyznaczone jako średnie nominalne oprocentowanie tych kredytów, zdeflowane oczekiwaniami inflacyjnymi gospodarstw domowych kwotowanymi przez Demoskop.

Wykres 54

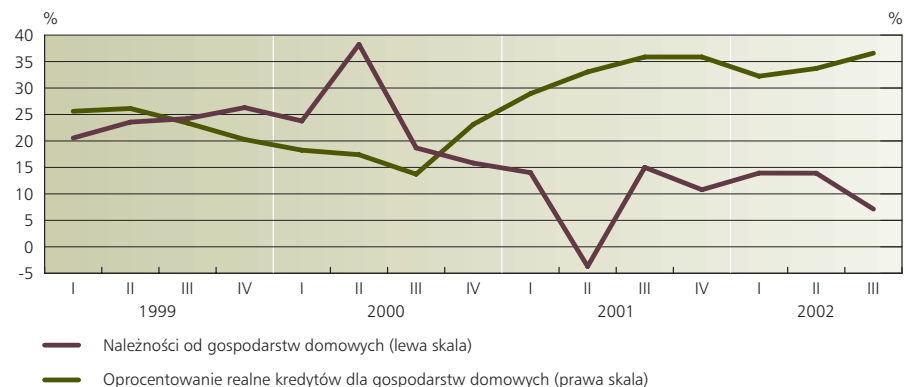
Realne tempo wzrostu należności od gospodarstw domowych i od przedsiębiorstw
(w stosunku do analogicznego kwartału poprzedniego roku)



Źródło: dane NBP.

Wykres 55

Realne oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych
oraz roczne realne tempo wzrostu należności od gospodarstw domowych



Źródło: dane NBP.

Należności walutowe od sektora niefinansowego zmniejszyły się w III kwartale br. o 1,3 mld zł, podczas gdy należności walutowe od gospodarstw domowych wzrosły o 0,84 mld zł. Udział należności walutowych od gospodarstw domowych w należnościach od gospodarstw domowych ogółem rósł od listopada ub.r. i na koniec III kwartału br. wyniósł 22,5%.

Przyrost należności walutowych od gospodarstw domowych był przede wszystkim wynikiem wzrostu należności z tytułu kredytów na nieruchomości dla osób prywatnych, które na koniec III kwartału br. wyniosły 11,0 mld zł wobec 10,3 mld zł na koniec poprzedniego kwartału. Jednak roczne nominalne tempo wzrostu kredytów na nieruchomości dla osób prywatnych uległo w III kwartale br. zmniejszeniu i wyniosło 90,3% (wobec 163,4% w poprzednim kwartale). Przyrost złotych kredytów na nieruchomości dla osób prywatnych wyniósł w III kwartale br. 0,84 mld zł i – po raz pierwszy od II kwartału 2000 r. – przewyższył przyrost kredytów walutowych na ten cel, wynoszący 0,72 mld zł. Główną przyczyną słabnącego popytu na walutowe kredyty na nieruchomości ze strony osób prywatnych było zmniejszanie się różnicy w oprocentowaniu kredytów złotych oraz walutowych, wynikające ze spadku stóp procentowych w Polsce. Średnie nominalne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych wynosiło na koniec III kwartału br. 9,7% wobec 10,2% na koniec poprzedniego kwartału.

Zwiększenie tempa wzrostu należności od przedsiębiorstw w czerwcu i lipcu br., interpretowane wówczas jako oznaka nadchodzącego ożywienia gospodarczego, nie utrzymało się do końca kwartału.

Średnie realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw spadło na koniec III kwartału br. do poziomu 10,4%, jednak spadek ten nie znalazł odzwierciedlenia we wzroście dynamiki akcji kredytowej.

Na podstawie wyników ankietowego badania koniunktury, prowadzonego przez NBP wśród przedsiębiorstw²⁷, można stwierdzić, że przedsiębiorstwa odnotowały spadek oprocentowania kredytów w bankach komercyjnych, a niski popyt na kredyty z ich strony był w III kwartale br. związany z brakiem wyraźnych oznak przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce, pogorszeniem koniunktury i perspektyw wzrostu za granicą oraz niepełnym wykorzystaniem mocy wytwórczych. Wysokość stóp procentowych, która w IV kwartale ub.r. była wymieniana przez przedsiębiorstwa na drugim miejscu wśród czynników ograniczających ich działalność, począwszy od II kwartału br. zdecydowanie straciła na znaczeniu. W III kwartale br. wymieniano ją na dziewiątym miejscu w rankingu barier funkcjonowania przedsiębiorstw (na 14 uwzględnionych pozycji). Wysokość oprocentowania kredytów stanowiła istotną barierę tylko dla 7% ankietowanych przedsiębiorstw.

Z kolei w ocenie banków wielu przedsiębiorstwom brakuje zdolności kredytowej.

Przedsiębiorstwa mają alternatywne wobec kredytów bankowych źródła finansowania zewnętrznego: emisję papierów dłużnych oraz kredyty zagraniczne. Na koniec III kwartału br. wartość zadłużenia podmiotów gospodarczych z tytułu emisji dłużnych papierów krótkoterminowych wyniosła 11,6 mld zł i była o 5,7% niższa niż na koniec II kwartału br. Natomiast zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu obligacji o terminie zapadalności powyżej 1 roku wyniosło 3,1 mld zł i było o 24,9% wyższe w porównaniu z poprzednim kwartałem. Stosunek zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych ogółem do zadłużenia w systemie bankowym wyniósł na koniec września br. 11,2%. Trzeba jednak pamiętać, że część papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa znajduje się w posiadaniu banków komercyjnych, wchodząc w skład należności od sektora niefinansowego.

Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw utrzymuje się w trendzie wzrostowym. W II kwartale br. zadłużenie to z tytułu otrzymanych kredytów i pożyczek wzrosło o około 7 mld zł²⁸.

Zaciągając zobowiązania walutowe, podmioty sektora niefinansowego muszą się liczyć z ryzykiem zmian kursu walutowego. Podstawową przyczyną zaciągania kredytów walutowych nadal pozostaje ich niższe oprocentowanie w stosunku do kredytów złotych. Przedsiębiorstwa oczekują również stabilizacji kursu złotego w związku z perspektywą przystąpienia Polski do UE i później do ERM2. Podobnie jak w poprzednich kwartałach, zabezpieczeniem przedsiębiorstw przed ryzykiem kursowym są przychody z eksportu oraz zakup kontraktów terminowych. Natomiast gospodarstwa domowe zaciągające kredyty walutowe, w przypadku osłabienia wartości złotego mogą skorzystać z opcji przewalutowania kredytu.

Wpływ stóp procentowych na depozyty

Roczne nominalne tempo wzrostu depozytów sektora niefinansowego, wchodzących w skład szerokiego agregatu pieniężnego M3 (tj. o terminach zapadalności do 2 lat), zmniejszało się od ostatniego kwartału 2001 r. W III kwartale br. po raz pierwszy przyjęło ono wartość ujemną, równą -2,6%. Natomiast stan depozytów bankowych sektora niefinansowego po raz kolejny uległ w tym kwartale zmniejszeniu – tym razem o 1,08 mld zł. Podobnie jak w poprzednim kwartale był to efekt spadku wartości depozytów gospodarstw domowych, który w III kwartale br. wyniósł aż 2,8 mld zł. Pozostałe kategorie depozytów uległy w tym okresie zwiększeniu.

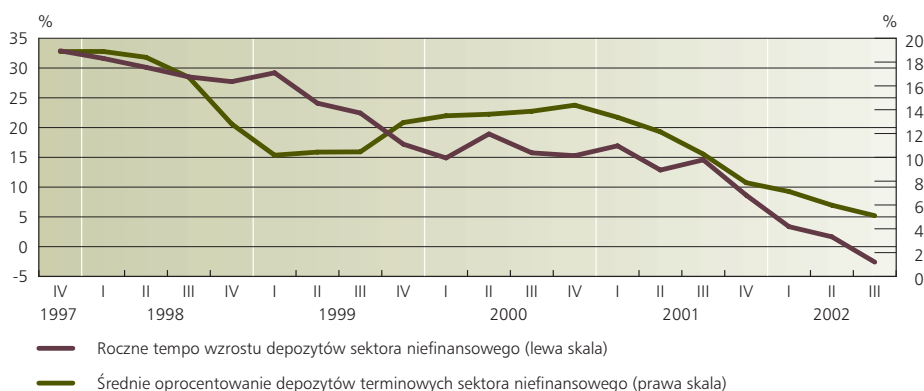
Do spadku depozytów gospodarstw domowych przyczyniło się utrzymywanie się niskiego tempa wzrostu ich rejestrowanych dochodów do dyspozycji w analizowanym okresie. Obniżanie się rocznego tempa wzrostu depozytów bankowych całego sektora niefinansowego wynikało też ze spadku ich oprocentowania (wykres 56). Na koniec III kwartału br. średnie nominalne oprocentowanie depozytów terminowych, zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, spadło

²⁷ Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kwartale 2002 r., Departament Statystyki NBP, październik 2002 r.

²⁸ Dane za III kwartał nie są jeszcze znane.

Wykres 56

Roczne nominalne tempo wzrostu depozytów sektora niefinansowego*
oraz średnie oprocentowanie depozytów terminowych sektora niefinansowego



* wchodzących w skład M3.

Źródło: dane NBP.

do poziomu 5,1%. W przypadku gospodarstw domowych efekt spadku stóp procentowych został pogłębiony podatkiem od przychodów odsetkowych.

Załamaniem tempa wzrostu depozytów sektora niefinansowego, wchodzących w skład M3, kontrastuje ze wzrostem aktywów funduszy inwestycyjnych, papierów skarbowych w posiadaniu gospodarstw domowych oraz depozytów o terminie zapadalności powyżej 2 lat, które nie wchodzą w skład M3. W III kwartale br. wartość obligacji i bonów skarbowych oraz jednostek funduszy inwestycyjnych w posiadaniu gospodarstw domowych wzrosła o około 3,6 mld zł²⁹, a depozyty sektora niefinansowego o terminach zapadalności powyżej 2 lat zwiększyły się 0,56 mld zł. Zważywszy, że rentowność inwestycji w papiery skarbowe oraz fundusze inwestycyjne jest wyższa niż oprocentowanie lokat w bankach, powyższa alokacja aktywów finansowych wskazuje na poszukiwanie przez sektor niefinansowy możliwości uzyskania jak najwyższych stóp zwrotu. Wobec niskiego prawdopodobieństwa poprawy konkurencyjności lokat bankowych, można się spodziewać kontynuacji procesu substytucji oszczędności w sektorze bankowym lokatami w papiery skarbowe oraz jednostki funduszy inwestycyjnych.

Od połowy ubiegłego roku postępującemu spadkowi oprocentowania depozytów sektora niefinansowego towarzyszyło przyspieszanie tempa wzrostu wąskiego agregatu monetarnego M1³⁰.

Oczekiwane stopy procentowe

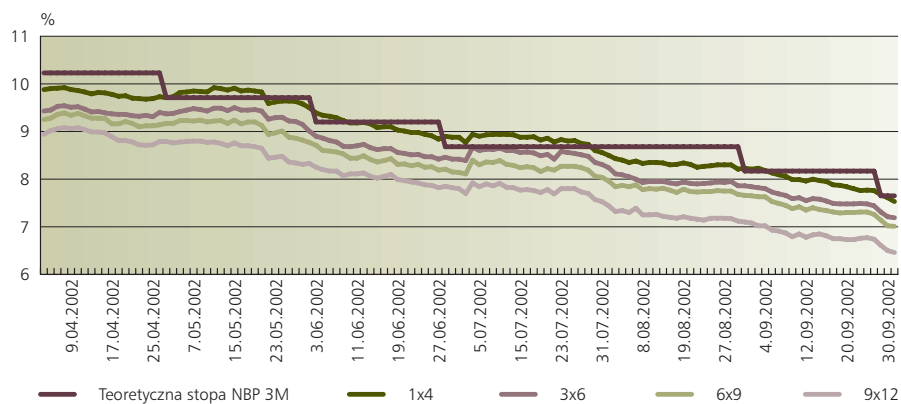
Oczekiwanie krótkookresowe

W III kwartale br. nadal utrzymywały się oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych. Rynki zakładały, że obecny cykl obniżek stóp NBP, rozpoczęty na początku 2001 r., nie dobiegł jeszcze końca. Intensywność oczekiwań na kolejne obniżki stóp NBP zwiększyła się w związku z przyśpieszeniem procesu dezinflacji w miesiącach letnich oraz brakiem wyraźnych symptomów ożywienia popytu wewnętrznego i zewnętrznego, co powodowało spadek oczekiwań inflacyjnych (wykres 57).

Przejściowe wygaśnięcie oczekiwań na kolejne cięcia stóp banku centralnego wywołała dymisja ministra finansów M. Belki i związane z nią obawy inwestorów o to, czy będzie kontynuowany przyjęty wcześniej kierunek polityki budżetowej i kursowej. Dopiero deklaracja nowego ministra G.W. Kołodki, że poprzednia polityka budżetowa będzie kontynuowana, a także pojawianie się danych o niskim tempie inflacji w czerwcu (1,6% r/r) stały się czynnikami, które spowodowały powrót oczekiwań na dalsze obniżki stopy referencyjnej NBP.

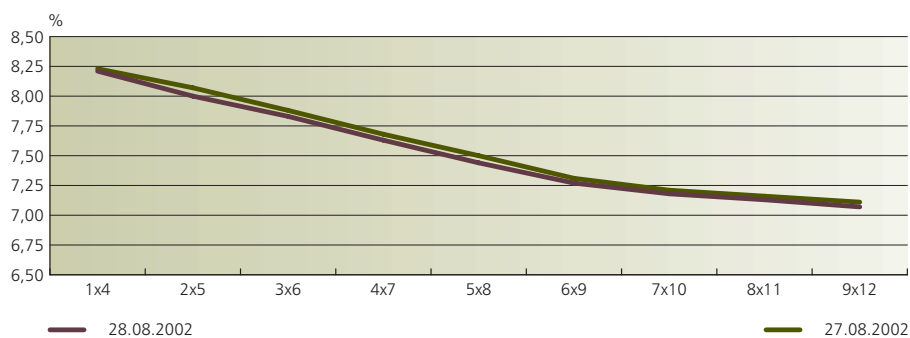
²⁹ Patrz wykres 47.

³⁰ Porównaj punkt 6.2 „Podaż pieniądza M3”.

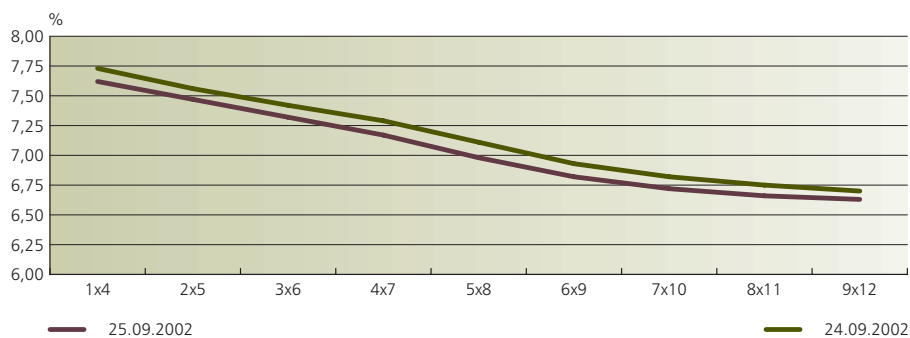
Wykres 57**Oprocentowanie kontraktów FRA* na WIBOR 3M**

* 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.

Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 58**Zmiana położenia 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych po posiedzeniu RPP w sierpniu 2002 r.**

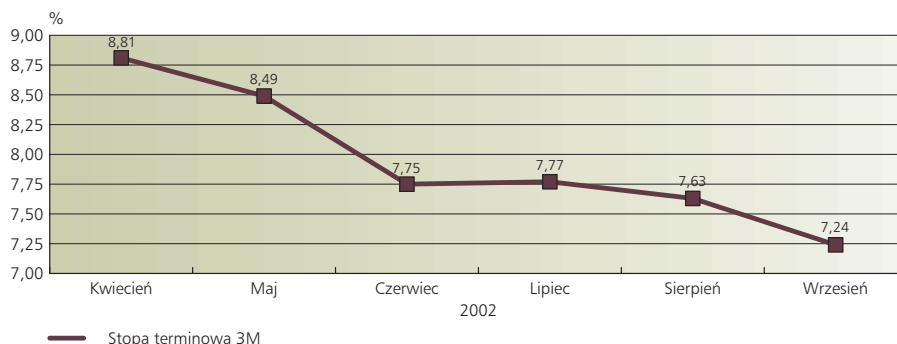
Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 59**Zmiana położenia 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych po posiedzeniu RPP we wrześniu 2002 r.**

Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 60

3-miesięczna stopa terminowa na podstawie kontraktów zapadających na koniec grudnia 2002 r.



Źródło: dane Reuters, NBP.

Drugim wydarzeniem, które zaskoczyło rynki finansowe w III kwartale br. (choć w znacznie mniejszym stopniu niż dymisja ministra M. Belki) była wrześniowa redukcja stóp NBP o 50 pkt. baz. Odzwierciedleniem braku zdecydowanych oczekiwań rynku na cięcie stóp we wrześniu było obniżenie się (tuż po decyzji NBP) krzywej terminowych stóp procentowych średnio o 10 pkt. baz. Oznaczało to, że stosunkowo mało oczekiwana przez rynek decyzja NBP spowodowała korektę wcześniejszych oczekiwań rynku dotyczących przyszłej wysokości stóp procentowych (wykres 58 i 59).

Niski poziom inflacji i brak jednoznacznych oznak ożywienia gospodarczego spowodowały, że w ciągu III kwartału br. skala oczekiwanych do końca roku obniżek stóp NBP zwiększyła się o 50 pkt. baz. (wykres 60).

Oczekiwanie długookresowe

W III kwartale br. decydujące znaczenie dla oczekiwań dotyczących wysokości długoterminowych stóp procentowych miała ogólna sytuacja gospodarcza.

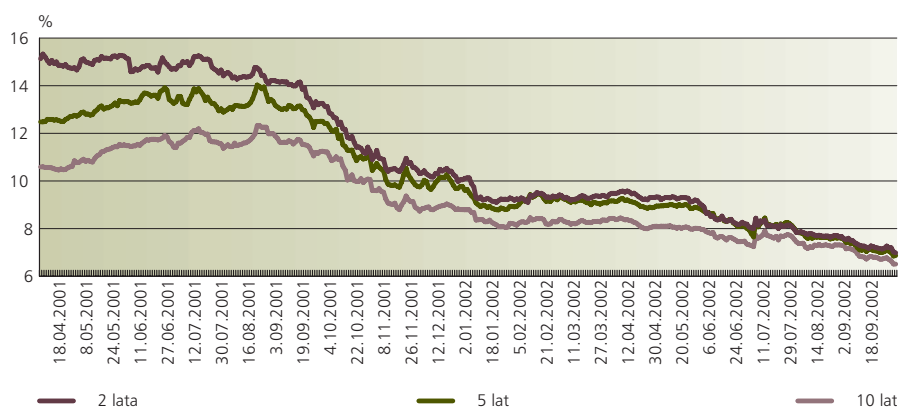
Dane o postępującym w kolejnych miesiącach spadku tempa inflacji utwierdziły inwestorów w przekonaniu, że w dającej się przewidzieć perspektywie nie występuje ryzyko ponownego, znaczącego jej wzrostu. Wyniki ankiet Reutersa wskazują, że w ocenie analityków rynkowych do września 2003 r. wskaźnik inflacji będzie się znajdował na niskim poziomie, wewnątrz przedziału celu inflacyjnego przyjętego na 2003 r. Biorąc pod uwagę niską oczekiwaną inflację i słabe tempo wzrostu popytu, a także poprawiające się saldo bilansu bieżącego, analitycy oczekiwali kolejnych obniżek stóp procentowych przez NBP.

Zwiększanie się prawdopodobieństwa takich obniżek, prowadzących do obniżenia kosztów utrzymywania aktywów w portfelu banków, przyczyniło się do stałego zmniejszania się wysokości długoterminowych stóp procentowych. We wrześniu br. stopy dochodowości obligacji 2-, 5-, 10- letnich osiągnęły swe historyczne minima (wykres 61, 62).

Przejęciowy wzrost stóp dochodowości obligacji na początku lipca br. był, podobnie jak w przypadku stóp krótkookresowych, efektem obaw rynku związanych ze zmianą na stanowisku ministra finansów i będącego ich efektem odpływu kapitału portfelowego. Wyprowadza części obligacji z portfeli inwestorów zagranicznych spowodowała spadek cen i wzrost stóp dochodowości obligacji skarbowych. Potwierdzeniem niepewności inwestorów były wyniki przetargu obligacji 2-letnich z 5 lipca br., na którym wzrósł współczynnik nachylenia aukcyjnej krzywej popytu, mierzący stopień niepewności inwestorów³¹ (wykres 63).

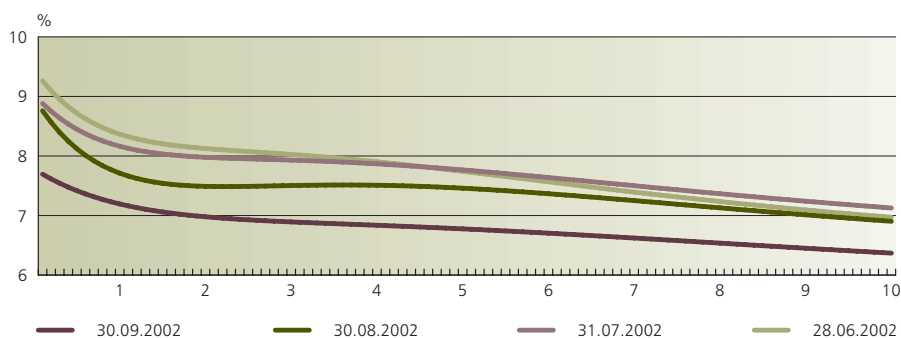
³¹ Współczynnik nachylenia aukcyjnej krzywej popytu jest współczynnikiem kierunkowym liniowej aukcyjnej krzywej popytu. Można go interpretować jako wskaźnik niepewności na rynku pierwotnym dotyczącej dalszego kształtowania się stóp procentowych (patrz *Raport o inflacji* w 1999 r., s. 50).

Wykres 61
Stopy rentowności obligacji skarbowych



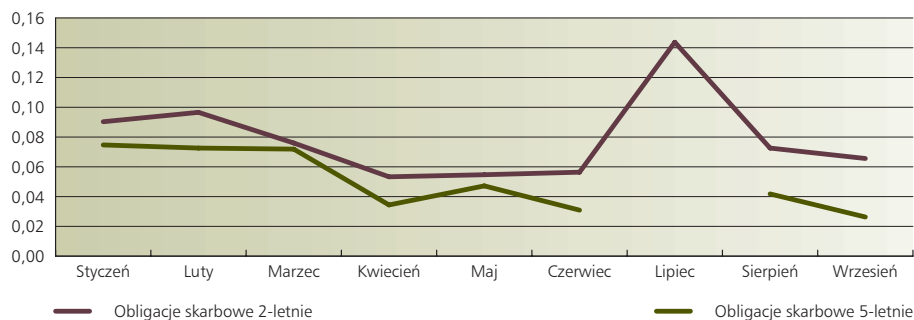
Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 62
Krzywa zerokuponowa w III kwartale 2002 r.

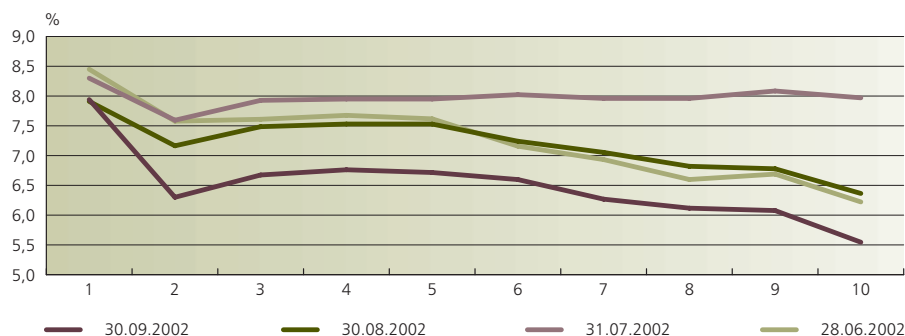


Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 63
Współczynnik nachylenia aukcyjnej krzywej popytu na przetargach obligacji skarbowych



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 64**Terminowe roczne stopy procentowe na podstawie kontraktów IRS**

Źródło: dane Reuters, NBP.

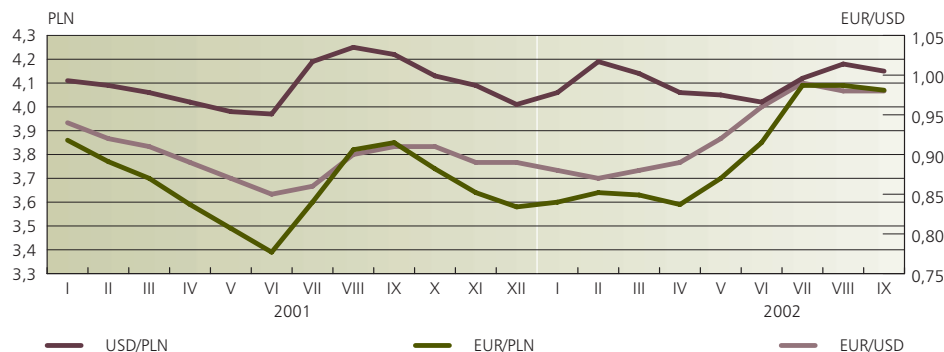
Uspokojenie nastrojów po wystąpieniu nowego ministra finansów w Sejmie 26 lipca br., spowodowało, że do końca sierpnia br. inwestorzy zagraniczni odbudowali stan swoich portfeli obligacji. Zwiększony popyt inwestorów krajowych i zagranicznych na polskie papiery skarbowe wywołał wzrost cen obligacji i powrót spadkowej tendencji ich stóp dochodowości.

Sierpniowa obniżka stóp procentowych NBP była oczekiwana, w związku z czym nie wywołała zmiany wcześniejszych założeń inwestorów dotyczących skali i sekwencji przyszłych obniżek stóp procentowych. O rewizji wcześniejszych oczekiwań inwestorów świadczyły dopiero silne spadki stóp dochodowości papierów mających 5-letnie i dłuższe terminy zapadalności, co nastąpiło we wrześniu. Stopy dochodowości obligacji obniżyły się wówczas – w porównaniu z II kwartałem br. – średnio o 80 pkt. baz.

Nadal jednak utrzymywało się dodatnie nachylenie środkowego segmentu krzywej rocznych stóp terminowych (wykres 64). Świadczyło to o utrzymujących się obawach inwestorów dotyczących kierunku polityki pieniężnej w przyszłości, po przejściu do wzrostowej fazy cyklu koniunkturalnego, lub o dostosowaniu się do kształtu krzywej dochodowości w strefie euro.

6.3.2. Kurs walutowy

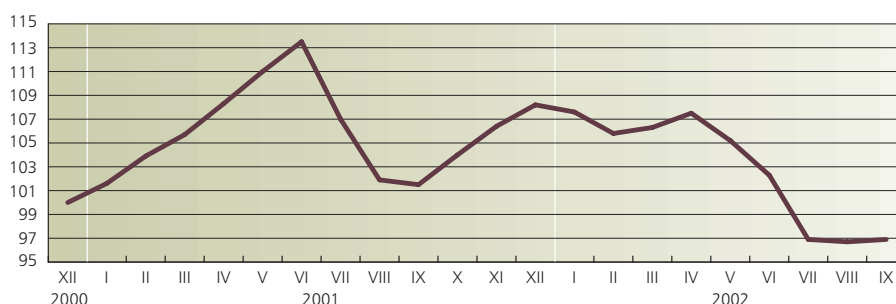
W III kwartale 2002 r. wyraźnie pogłębiła się tendencja do nominalnej i realnej deprecjacji polskiej waluty. Złoty osłabił się zarówno wobec euro, jak i wobec dolara. Jednak ze względu na kontynuację wzrostowego trendu euro do dolara na rynku światowym, skala deprecjacji złotego wobec wspólnej waluty europejskiej była dużo większa (wyniosła ona blisko 10%, a wobec dolara 2,7%; wykres 65).

Wykres 65**Kursy złotego wobec USD i EUR oraz relacja EUR/USD (średnie w miesiącu)**

Źródło: dane NBP.

Wykres 66

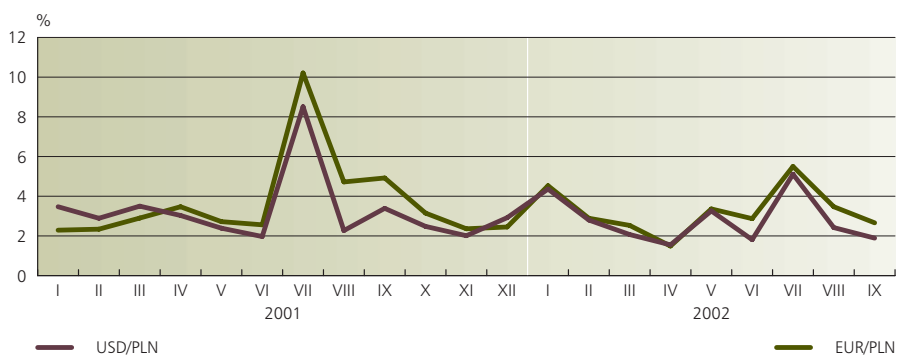
Nominalny efektywny kurs złotego w latach 2001–2002 (dane miesięczne, XII 2000 = 100)



Źródło: dane NBP.

Wykres 67

Zmienność kursu złotego wobec USD i EUR



Źródło: dane NBP.

Nominalny efektywny kurs złotego wobec koszyka walut najważniejszych partnerów handlowych Polski osłabił się w III kwartale br. średnio o 8% wobec II kwartału (w którym jego deprecjacja wyniosła 1,5% (wykres 66).

W analizowanym kwartale, a szczególnie w lipcu, zwiększyła się zmienność kursu złotego (wykres 67).

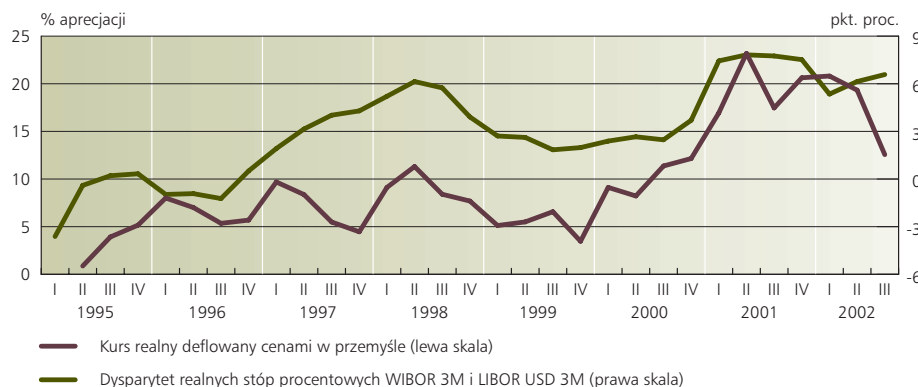
Główne czynniki kształtujące kurs złotego w III kwartale br. nie uległy większym zmianom w porównaniu z poprzednim kwartałem. Złotego osłabiało:

- dalsze umacnianie się kursu euro/dolar na rynku światowym (szczególnie widoczne w lipcu), co znalazło odzwierciedlenie przede wszystkim w silnym osłabieniu złotego wobec waluty europejskiej;
- okresowy wzrost krajowego i zagranicznego ryzyka politycznego³²;
- widoczne od końca ubiegłego roku zmniejszenie dysparytetu polskich i zagranicznych stóp procentowych, powodujące względne ograniczenie atrakcyjności polskich papierów wartościowych w stosunku do sytuacji sprzed roku (wykres 68);
- relatywne (wobec sytuacji z 2001 r.) osłabienie oczekiwań rynku na dalsze redukcje stóp procentowych przez RPP (por. wykres 69). Jednak wobec napływających danych o spadającym tempie inflacji, obniżającym się deficycie w obrotach bieżących bilansu płatniczego i słabych oznakach ożywienia w polskiej gospodarce – oczekiwania te nadal utrzymywały się, co ograniczało deprecjację złotego;
- oczekiwania rynku na niepewny wynik referendum w Irlandii (pod koniec III kwartału).

³² Obejmowało ono w Polsce takie zjawiska, jak nieoczekiwana zmiana na stanowisku ministra finansów, wypowiedzi polityków na temat strategii kursowej Polski w okresie dochodzenia i uczestnictwa w UE, a za granicą: zaostrzenie ryzyka w regionie rynków wschodzących z uwagi na sytuację w Brazylii.

Wykres 68

**Kurs realny efektywny (1995 = 0) deflowany cenami w przemyśle
a dysparytet realnych stóp procentowych**



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 69

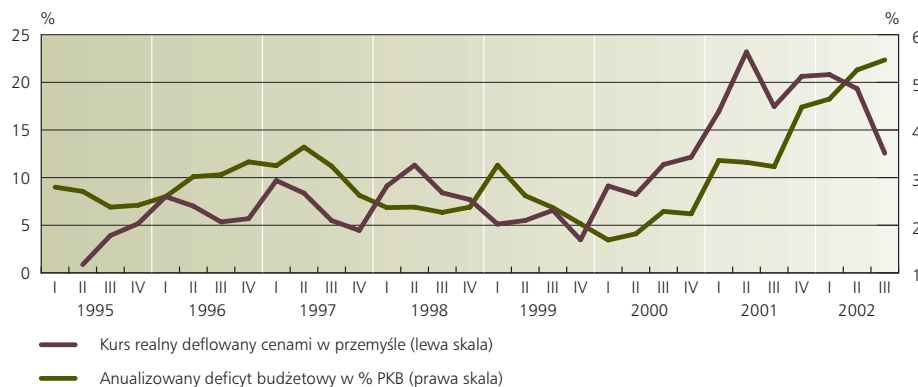
Oczekiwaniami dotyczące obniżki stóp procentowych i nominalny kurs walutowy



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 70

Kurs realny deflowany cenami w przemyśle a analizowany deficyt budżetowy



Źródło: obliczenia NBP.

W kierunku wzmocnienia złotego oddziaływały natomiast, podobnie jak w poprzednich kwartałach, rosnące potrzeby pożyczkowe budżetu (wykres 70). Towarzyszył temu silny popyt inwestorów zagranicznych na polskie instrumenty skarbowe³³.

* * *

Zmiany kursu walutowego, będące reakcją na zmiany dysparytetu stóp procentowych, struktury terminowej krajowych stóp procentowych oraz premii za ryzyko, oddziałując na poziom wyrażonych w walucie krajowej cen towarów importowanych, wpływają na zmiany wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) zarówno bezpośrednio (przez ceny importowanych dóbr konsumpcyjnych), jak i pośrednio – przez zmiany cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) spowodowane wahaniami cen importu zaopatrzeniowego. Z kolei generowane zmianami kursu fluktuacje cen wewnętrznych wpływają na PKB, zmieniając relacje między produktem potencjalnym a rzeczywistym. Zmiany luki popytowej są bezpośrednio przenoszone na tempo wzrostu CPI.

W analogiczny sposób – lecz niezależnie od wahań kursu – oddziałują na CPI zmiany cen zewnętrznych.

Łączny efekt przenoszenia zmian czynników zewnętrznych na CPI, zawierający w sobie zarówno zmiany cen zewnętrznych (wstrząsy podażowe), kursu (wstrząs kursowy), jak i luki popytowej (wstrząs popytowy), znany jest w literaturze ekonomicznej jako wskaźnik *pass-through*.

Przeprowadzona w NBP analiza efektu przenoszenia, pozwoliła prześledzić oddziaływanie wstrząsu podażowego, popytowego i kursowego kolejno na: ceny importowe, produkcji sprzedanej przemysłu oraz dóbr konsumpcyjnych.

W przypadku cen transakcyjnych w imporcie, krótkookresowy efekt *pass-through*, zdefiniowany jako przeniesienie w ciągu dwóch kwartałów skutków zmian cen zewnętrznych i kursu na ceny importowe, wynosi 0,51. Natomiast wskaźnik długookresowy – rozumiany jako efekt skumulowany działania cen zewnętrznych i kursu – wynosi 0,79. Obydwa wskaźniki nie odbiegają od wyników oszacowanych dla krajów OECD, które wynoszą odpowiednio 0,6 i 0,75. (np. dla Niemiec 0,6 i 0,8). Szybkość reakcji cen importowych na zmiany kursu również nie odbiega od średniej dla OECD – około 65% skumulowanego efektu przeniesienia ma miejsce między pierwszym a drugim kwartałem od wystąpienia wstrząsów, a 87% w okresie do 4 kwartałów. Impuls jest całkowicie wygaszany po 7-8 kwartałach.

Dla cen produkcji sprzedanej w przemyśle przetwórczym, długookresowy wskaźnik *pass-through* wynosi 0,59 i jest zbliżony do udziału importu zaopatrzeniowego w globalnym imporcie Polski (60,8% w 2001 r.). Wskaźnik krótkookresowy wynosi 0,26, a najsilniejszej reakcji ze strony PPI należy oczekiwać między drugim a czwartym kwartałem od wystąpienia wstrząsów.

Długookresowy wskaźnik *pass-through* dla cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 0,42, przy czym 41% całkowitego efektu przeniesienia kumulowało się w pierwszych dwóch kwartałach, a 85% w pierwszym roku.

O ile reakcja cen transakcyjnych w polskim imporcie jest typowa dla gospodarki otwartej, to siła dalszej transmisji wstrząsów podażowych i kursowych – na PPI i CPI – jest zdecydowanie większa w Polsce niż w krajach rozwiniętych. Na przykład dla USA, Francji, Szwajcarii długookresowy wskaźnik przenoszenia wynosi 0,1, dla Niemiec 0,15, lecz już dla Holandii i Belgii 0,35, a dla RPA 0,54.

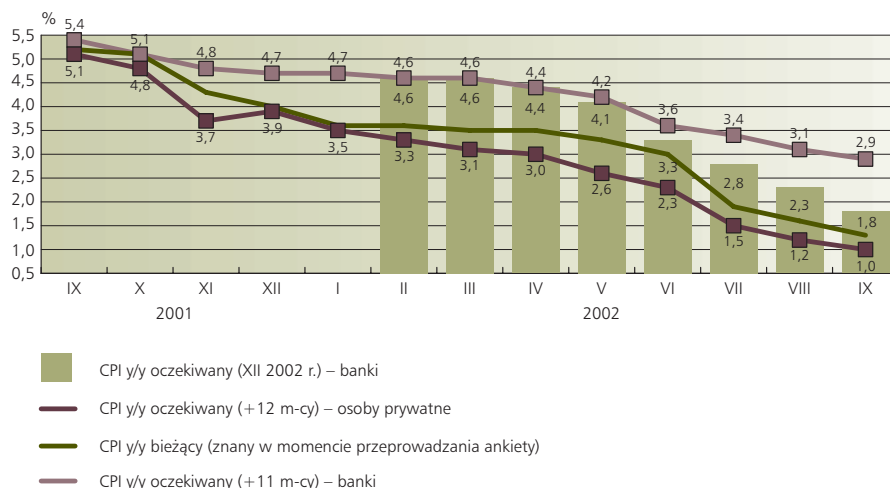
Biorąc pod uwagę wielkość wskaźnika *pass-through* oraz strukturę czasową reakcji cen wewnętrznych na zmiany kursu i cen zewnętrznych, można oszacować, że w ciągu trzech kwartałów 2002 r., z tytułu zmian kursu, ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 0,3 pkt. proc., natomiast z tytułu zmian cen zewnętrznych – spadły o 2,1 pkt. proc. Najsilniejszy efekt deflacyjny miał miejsce w II kwartale br. – spadek o 1,3 pkt. proc. (wzrost CPI o 0,06 pkt. proc. z tytułu zmian kursu i spadek CPI o 1,38 pkt. proc. z tytułu zmian cen zewnętrznych). W III kwartale br. efekt przeniesienia był neutralny w stosunku do CPI – spadkowi tego wskaźnika o 0,16 pkt. proc. z tytułu zmian kursu, towarzyszył wzrost inflacji o 0,14 pkt. proc. z tytułu wzrostu cen zewnętrznych.

³³ Należy zaznaczyć, że III kwartał br. przyniósł znaczne nasilenie ryzyka w polityce i gospodarce światowej. Przejawiło to się m.in. w znacznym ożywieniu popytu inwestorów globalnych na obligacje rządowe.

6.3.3. Oczekiwania inflacyjne

Wykres 71

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i analityków bankowych



Uwaga: Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz analityków bankowych nie są w pełni porównywalne ze względu na odmienny horyzont czasowy: analitycy bankowi deklarują swoje przewidywania na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku oraz na grudzień br., natomiast osoby prywatne – na analogiczny miesiąc następnego roku. Poza tym należy wziąć pod uwagę fakt, że oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są obiektywizowane, tj. kwantyfikowane przy założeniu, iż respondenci postrzegają przebieg procesów cenowych przez pryzmat oficjalnych statystyk inflacji (więcej informacji na ten temat zawarto m.in. w *Raporcie o inflacji w 2001 roku*).
Źródło: dane Reuters, GUS, obliczenia własne na podstawie danych firmy Ipsos-Demoskop.

W III kwartale 2002 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz analityków bankowych uległy dalszej redukcji, stwarzając korzystne warunki do realizacji statutowego celu Narodowego Banku Polskiego, tj. utrzymania stabilności cen.

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

W III kwartale br. zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, formułowanych w odniesieniu do inflacji rocznej w analogicznym miesiącu następnego roku, obniżyła się w sumie o 1,3 pkt. proc. w stosunku do poziomu z czerwca br. We wrześniu br. wyniosła ona 1,0%.

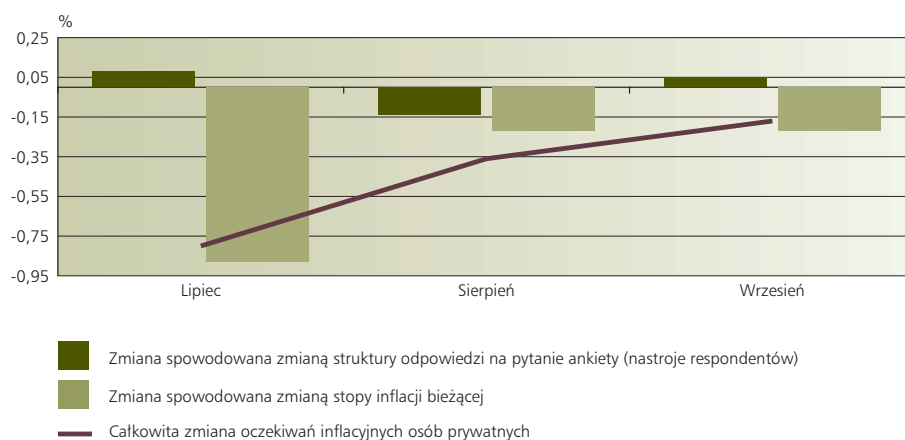
Zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych jest kwantyfikowana z wykorzystaniem metody probabilistycznej, na podstawie danych jakościowych uzyskiwanych comiesięcznie z ankiety firmy Ipsos-Demoskop³⁴. Ze względu na konstrukcję pytania ankietowego, w metodzie kwantyfikacyjnej uwzględnia się zarówno strukturę odpowiedzi na to pytanie, jak również stopę inflacji bieżącej, do której respondenci odnoszą swoje przewidywania³⁵. 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.

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

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

Wykres 72

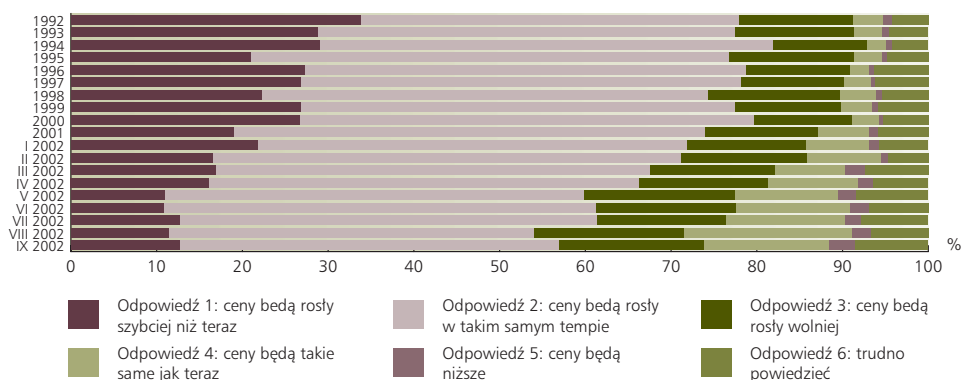
Dekompozycja zmian poziomu oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w III kwartale 2002 r.



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

Wykres 73

Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Ipsos-Demoskop w latach 1992–2001 (średnie roczne) oraz w okresie od stycznia do września 2002 r.



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

Źródło: Ipsos-Demoskop, obliczenia własne.

W II kwartale br. redukcja oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych wynikała w równym stopniu ze zmian sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych (odzwierciedlonych w przesunięciach w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety) oraz ze spadku stopy inflacji bieżącej. Natomiast w III kwartale br. spadek oczekiwań inflacyjnych tej grupy podmiotów był spowodowany niemal w całości silnym spadkiem stopy inflacji bieżącej i tylko w nieznacznym stopniu wynikał ze zmian w sposobie formułowania oczekiwań inflacyjnych. Na wykresie 72 przedstawiono wyniki dekompozycji miesięcznych zmian skwantyfikowanej miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych na wyróżnione składowe. W lipcu oraz we wrześniu br. efekty zmian struktury odpowiedzi na pytanie ankiety oraz zmian stopy inflacji bieżącej działały na wynik kwantyfikacji w przeciwnych kierunkach: sposób formułowania oczekiwań inflacyjnych uległ w tych miesiącach nieznacznemu pogorszeniu, któremu towarzyszył jednak gwałtowny spadek stopy inflacji bieżącej. Z kolei spadek oczekiwanej dynamiki cen odnotowany w sierpniu br. wynikał w około 60% ze spadku stopy inflacji bieżącej, a w około 40% z korzystnych zmian, które zaszły w strukturze odpowiedzi na pytanie ankiety.

W odróżnieniu od sytuacji w II kwartale br., w którym struktura odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop uległa przeobrażeniom, wskazującym na wyraźną poprawę sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych przez osoby prywatne, w III kwartale br. struktura ta pozostała względnie stabilna (wykres 73). Z jednej strony nieznacznie wzrósł odsetek respondentów najbardziej pesymistycznych, utrzymujących, że w ciągu najbliższego roku ceny będą rosły szybciej niż dotychczas, z drugiej zaś strony zwiększył się odsetek respondentów optymistycznych, przewidujących, że za rok ceny będą takie same bądź niższe niż obecnie. W sierpniu br. prawie co piąty respondent deklarował, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny pozostaną bez zmian, co należy uznać za sytuację wyjątkową w świetle dotychczasowych obserwacji. Z kolei we wrześniu br. odsetek osób prywatnych przewidujących, że za rok ceny będą niższe, ukształtował się na najwyższym w historii ankiety firmy Ipsos-Demoskop poziomie 3%.

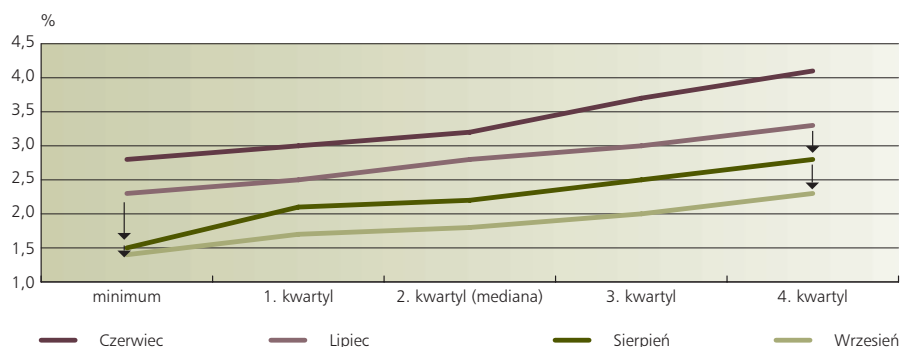
Oczekiwanie inflacyjne analityków bankowych

W III kwartale br. nastąpiła dalsza redukcja oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych i przesunięcie rozkładu oczekiwań tej grupy podmiotów w kierunku niższych stóp inflacji. Dotyczyło to zarówno oczekiwań formułowanych w odniesieniu do stopy inflacji rocznej w grudniu 2002 r., jak też do stopy inflacji rocznej w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku.

Zmiany stopy inflacji rocznej oczekiwanej na koniec br. dokonywane przez analityków bankowych w III kwartale br., świadczą o skali niepewności dotyczącej prognozowania inflacji w gospodarce polskiej nawet w stosunkowo krótkim horyzoncie czasowym. O ile wyniki pierwszej ankiety, w której zadano py-

Wykres 74

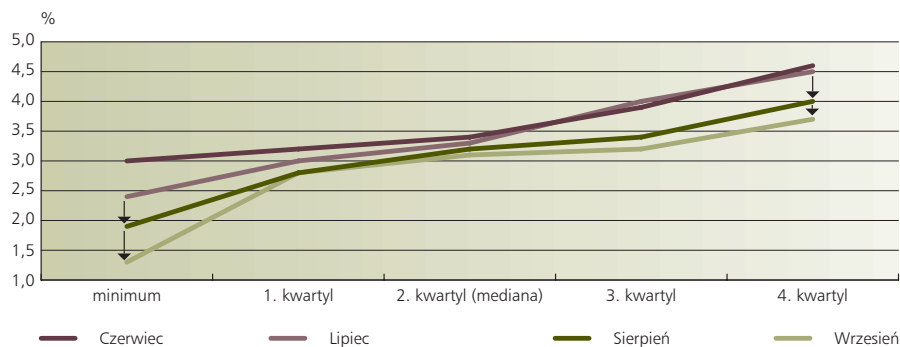
Rozkład oczekiwań analityków bankowych dotyczących rocznej stopy inflacji w grudniu 2002 r.



Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

Wykres 75

Rozkład oczekiwań analityków bankowych dotyczących rocznej stopy inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku



Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

tanie o oczekiwaną dynamikę cen w grudniu br. (tj. ankiety z lutego br.) wskazywały, że w opinii analityków bankowych tempo wzrostu cen pod koniec br. wyniesie średnio 4,6%, o tyle już w czerwcu br. oczekiwania tej grupy podmiotów kształtowały się na poziomie 3,3%, by pod koniec III kwartału br. spaść poniżej dolnej granicy krótkookresowego celu inflacyjnego NBP na 2002 r., a mianowicie do poziomu 1,8%.

Analitycy bankowi dokonali również korekt w odniesieniu do oczekiwanej przez nich dynamiki cen w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku. W czerwcu br. wyniosła ona 3,6%, a pod koniec III kwartału br. obniżyła się do 2,9%. Warto zwrócić uwagę na fakt, że w tym horyzoncie czasowym miał miejsce istotny wzrost niepewności, wyrażający się m.in. zwiększeniem się różnicy między maksymalnymi i minimalnymi deklaracjami (w czerwcu br. wynosiła ona 1,6 pkt. proc., a we wrześniu br. 2,4% pkt. proc.) oraz wzrostem współczynnika zmienności oczekiwań inflacyjnych (z 13,9% w czerwcu br. do 20,4% we wrześniu br.).

6.3.4. Efekt majątkowy

Wielkość i strukturę aktywów finansowych sektora gospodarstw domowych, będących w sposób bezpośredni lub pośredni w gestii inwestorów indywidualnych, na koniec II kwartału 2002 r.³⁶ przedstawia tabela 26.

Tabela 23

Bezpośrednie i pośrednie formy inwestowania osób fizycznych na rynku kapitałowym

Rodzaj uczestnictwa w inwestycjach kapitałowych	Aktywa osób fizycznych w 2002 r. (w mld zł)	
	I kwartał	II kwartał
1. BEZPOŚREDNIE INWESTYCJE PORTFELOWE – PAPIERY WARTOŚCIOWE		
NA RACHUNKACH OSÓB FIZYCZNYCH (ŁĄCZNIE)	22,6	22,7
Akcje	9,8	8,1
Papiery skarbowe (łącznie)	12,8	14,6
a) obligacje rynkowe	3,4	4,1
b) obligacje oszczędnościowe	6,6	7,0
c) bony skarbowe*	2,8	3,5
2. POŚREDNIE INWESTYCJE PORTFELOWE (ŁĄCZNIE)	36,2	40,1
Fundusze emerytalne (aktywa netto)	22,8	25,0
Fundusze inwestycyjne otwarte (aktywa netto)**	13,4	15,1
Razem (1 + 2)	58,8	62,8
Relacja ww. wymienionych form inwestycyjnych (łącznie) do depozytów złotowych i walutowych gospodarstw domowych w systemie bankowym (w %)	28,3	25,0

*na podstawie sprawozdań banków

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

Źródło: MF, NBP, GUS, OFE, TFI.

Główną zmianą, jaka nastąpiła w II kwartale br. w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych było ich przesunięcie z lokat bankowych na rzecz bezpośrednich i pośrednich inwestycji portfelowych. Zmniejszyło się przy tym zaangażowanie gospodarstw domowych w akcje, skąd środki zostały przesunięte w instrumenty skarbowe. Rosły też środki zgromadzone w funduszach emerytalnych i inwestycyjnych.

³⁶ Dane dotyczące wartości akcji na rachunkach osób fizycznych w biurach i domach maklerskich są dostępne z opóźnieniem kwartalnym.

W III kwartale br. sukcesywnie wzrastały aktywa netto funduszy emerytalnych; ich wartość na koniec tego okresu osiągnęła poziom 27,5 mld złotych. Jednocześnie następował wzrost środków finansowych znajdujących się w gestii funduszy inwestycyjnych, których aktywa osiągnęły poziom 17,5 mld złotych. Był to efekt przede wszystkim szerokiego stosowania przez te instytucje instrumentów umożliwiających uniknięcie podatku od dochodów z odsetek. Czynniki te wzmacniały konkurencyjność dochodową inwestowania zbiorowego w stosunku do lokat w systemie bankowym.

Niekorzystny wpływ na rozwój inwestycji portfelowych w III kwartale br. miały:

- zewnętrzna sytuacja gospodarczo-polityczna, negatywnie wpływająca na krajowe i międzynarodowe rynki kapitałowe,
- słabe wyniki finansowe spółek, które znalazły odzwierciedlenie w ich notowaniach rynkowych,
- spadek stóp procentowych, zniechęcający do oszczędzania w bankach,
- niska dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, ograniczająca wielkość środków finansowych, które mogłyby być zaangażowane na rynku kapitałowym przez osoby fizyczne.

W tej sytuacji inwestorzy indywidualni i instytucje gospodarujące ich środkami finansowymi kierowały swoje zainteresowanie głównie w kierunku instrumentów dłużnych zabezpieczających przed utratą kapitału, ograniczając jednocześnie wielkość portfeli akcyjnych.

7

Perspektywy inflacji

W III kwartale 2002 r. roczny wskaźnik CPI – po spadku w lipcu o 0,3 pkt. proc. – ustabilizował się na poziomie 1,2–1,3%, tj. najniższym od początku okresu transformacji.

Cel inflacyjny przyjęty przez RPP na rok bieżący, po rewizji dokonanej w czerwcu br., wynosi 3% +/- 1 pkt. proc. Inflacja znajduje się więc obecnie poniżej dolnej granicy tego celu. Aktualne prognozy inflacji wskazują, że mimo niewielkiego przejściowego wzrostu, roczny wskaźnik inflacji będzie na koniec roku zbliżony do jego obecnego poziomu. Oznaczałoby to, że inflacja na koniec 2002 r. będzie niższa od dolnego przedziału celu inflacyjnego przyjętego na ten rok.

Oslabienie tendencji inflacyjnych w II półroczu br. jest efektem działania zarówno czynników popytowych, jak i podażowych. Z jednej strony, w warunkach opóźniającego się – zarówno za granicą, jak i w kraju – ożywienia gospodarczego i utrzymującego się niskiego tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, brak jest silniejszej presji popytu na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych. Z drugiej strony, wyjątkowo duży spadek cen żywności w II kwartale br., który RPP oceniała wówczas jako zjawisko przejściowe, utrzymał się w III kwartale br. Kontynuacji spadkowego trendu cen żywności można także oczekiwać w ostatnim kwartale br.

W założeniach polityki pieniężnej na przyszły rok Rada ustaliła cel inflacyjny na koniec 2003 r. na poziomie 3% +/- 1 pkt. proc. Tym samym skonkretyzowany został przyjęty w *Średniookresowej strategii na lata 1999–2003* strategiczny cel obniżenia do końca 2003 r. stopy inflacji do poziomu poniżej 4%.

Wyznaczenie celu na poziomie 3% z przedziałem odchyłeń +/- 1 pkt. proc. oznacza przejście z fazy obniżania inflacji do fazy jej stabilizowania na niskim poziomie. Utrzymanie niskiej inflacji pozwoliłoby utrwalić niskie oczekiwania inflacyjne oraz sprzyjałoby dalszemu stopniowemu obniżaniu stóp procentowych i zmniejszaniu różnicy między ich poziomem w Polsce i w krajach Unii Europejskiej.

W 2003 r., jak wynika z aktualnych prognoz rozwoju gospodarki światowej, poprawa koniunktury zewnętrznej będzie powolna. Tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro szacuje się obecnie na 1,4–2,2%, w tym u naszego głównego partnera handlowego – Niemiec na 0,9–1,8%, a w USA na 2,1–3,0%. Zważywszy jednak, że od lipca br. prognozy te ulegały systematycznym korektom w dół, nie można wykluczyć, że nie zostaną one jeszcze zweryfikowane. Ponadto czynnikiem, który mógłby dodatkowo osłabić wzrost gospodarki światowej, a jednocześnie zwiększyć presję inflacyjną, jest ewentualny konflikt zbrojny w Iraku i związane z nim ryzyko wzrostu cen ropy naftowej.

W sumie prognozy rozwoju otoczenia gospodarczego Polski mogą więc być obciążone dużym błędem, a skutków wzrostu popytu zewnętrznego dla polskiej gospodarki można oczekiwać nie wcześniej niż w drugim półroczu 2003 r. W rezultacie, przy rysujących się perspektywach powolnego wzrostu popytu wewnętrznego, w ocenie Rady tempo wzrostu PKB w Polsce wyniesie w przyszłym roku 2–3%.

Duża niepewność towarzyszy też prognozowaniu cen żywności, które w warunkach polskiej gospodarki mają istotny wpływ na poziom inflacji. Eksperci spodziewają się, że przyszłoroczne zbiory zbóż, warzyw i owoców będą mniejsze od tegorocznych, a ceny mięsa pozostaną względnie stabilne. W rezultacie RPP oczekuje niewielkiego – do około 2% w skali rocznej – przyspieszenia tempa wzrostu cen żywności w 2003 r. Istnieje jednak ryzyko znacznego odchylenia się w górę lub w dół rzeczywistych cen żywności od prognozowanych.

Średnioroczne prognozy cen ropy naftowej na 2003 r., choć przewidują ich stabilizację, to, jak już wspomniano, także są obarczone ryzykiem dużego wzrostu. W sumie więc ewentualne szoki podażowe mogą w przyszłym roku zagrazić realizacji celu inflacyjnego.

Zagrożeniem dla realizacji polityki pieniężnej w przyszłym roku jest też perspektywa utrzymania wysokiego deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB, co w warunkach prognozowanego szybszego wzrostu gospodarczego w 2003 r. oznaczałoby dalsze rozluźnienie polityki fiskalnej.

Załącznik A

Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej
nad wnioskami i uchwałami podjętymi w III kwartale 2002 r.*

Data podjęcia uchwały	Przedmiot wniosku lub uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady	
19.07.2002	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za:	J. Krzyżewski
				D. Rosati
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				W. Łączkowski
				J. Pruski
28.08.2002	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,75 pkt. proc. i stopy lombardowej o 1 pkt proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za:	G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Przeciw:	L. Balcerowicz
				M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
			Nieobecny:	D. Rosati
28.08.2002	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP	obniżenie stopy referencyjnej o 0,5 pkt. proc., stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. oraz pozostawienie oprocentowania lokaty terminowej w NBP bez zmian	Za:	L. Balcerowicz
				B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				M. Dąbrowski
				J. Pruski
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Nieobecny:	D. Rosati

25.09.2002	Uchwała w sprawie ustalenia		Za:	L. Balcerowicz
	założeń polityki pieniężnej			M. Dąbrowski
	na rok 2003			B. Grabowski
				C. Józefiak
				J. Krzyżewski
				W. Łączkowski
				J. Pruski
				G. Wójtowicz
				W. Ziółkowska
			Nieobecny:	D. Rosati
25.09.2002	uchwała w sprawie stopy	obniżenie wszystkich stóp	Za:	L. Balcerowicz
	redyskontowej weksli,	procentowych o 0,5 pkt proc.		C. Józefiak
	stopy referencyjnej,			J. Krzyżewski
	oprocentowania kredytów			W. Łączkowski
	refinansowych oraz			G. Wójtowicz
	oprocentowania lokaty			W. Ziółkowska
	terminowej w NBP		Przeciw:	M. Dąbrowski
				B. Grabowski
				J. Pruski
			Nieobecny:	D. Rosati

* z wyjątkiem uchwały z 24.09.2002 r. w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez NBP pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych w 2003 r.