

NARODOWY BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

RAPORT O INFLACJI

w I kwartale 2003 roku

Warszawa, czerwiec 2003 r.

Spis treści

SYNTEZA.....	3
1 POPYT I PODAŻ KRAJOWA.....	8
1.1 POPYT KRAJOWY	8
1.1.1 <i>Spożycie</i>	9
1.1.2 <i>Akumulacja</i>	10
1.1.3 <i>Sytuacja finansów publicznych</i>	12
1.2 PODAŻ KRAJOWA	15
1.2.1 <i>Produkcja i PKB</i>	16
1.2.2 <i>Rynek pracy</i>	17
1.2.3 <i>Procesy prywatyzacji</i>	21
1.2.4 <i>Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej</i>	21
2 CZYNNIKI ZEWNĘTRZNE.....	25
2.1 HANDEL ZAGRANICZNY, BILANS PŁATNICZY	25
2.2 CENY ZEWNĘTRZNE	33
3 PRZEBIEG PROCESÓW INFLACYJNYCH	37
3.1 CENY TOWARÓW I USŁUG KONSUMPCYJNYCH	37
3.2 INFLACJA BAZOWA.....	42
4 POLITYKA PIENIĘŻNA A REALIZACJA CELU INFLACYJNEGO	46
4.1 POLITYKA PIENIĘŻNA W I KWARTALE 2003R.....	46
4.2 PODAŻ PIENIĄDZA	49
4.3 TRANSMISJA POLITYKI MONETARNEJ	55
4.3.1 <i>Stopa procentowa</i>	55
4.3.2 <i>Kurs walutowy</i>	70
4.3.3 <i>Oczekiwania inflacyjne</i>	73
4.3.4 <i>Efekt majątkowy</i>	76
5 PERSPEKTYWY INFLACJI.....	78
WYNIKI GŁOSOWANIA CZŁONKÓW RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ NAD UCHWAŁAMI PODJĘTYMI W I KWARTALE 2003 R.	80

SYNTEZA

1. Według szacunków GUS w I kwartale 2003 r. PKB wzrósł o 2,2% w porównaniu z I kwartałem 2002 r. Do wzrostu gospodarczego przyczynił się wzrost akumulacji związany z innym niż w poprzednich latach ukształtowaniem zmian zapasów. Szacuje się, że w I kwartale br. realne tempo wzrostu wydatków konsumpcyjnych obniżyło się do 1,4%, jednak było nadal wyższe od tempa wzrostu dochodów do dyspozycji.
2. Dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w I kwartale 2003 r. utrzymywał się na niskim poziomie 0,5 – 0,6%. Głównym czynnikiem różnicującym przebieg procesów inflacyjnych w I kwartale br. w porównaniu z poprzednimi kwartałami był silny wzrost cen paliw na rynku krajowym związany ze zwyżką cen ropy na rynku światowym. W rezultacie nastąpiło przyspieszenie wzrostu dwunastomiesięcznego wskaźnika cen paliw z 7,6% w grudniu 2002 r. do 17,4% w marcu br. Ceny pozostałych grup towarów i usług konsumpcyjnych w I kwartale br. kształtowały się zgodnie z trendami obserwowanymi w II połowie ub.r.
3. W I kwartale 2003 r. utrzymał się trend wzrostu wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) obserwowany od początku 2002 r. Do wzrostu PPI w I kwartale br. przyczyniło się osłabienie kursu złotego oraz zwyżka cen ropy naftowej na rynkach światowych. W stosunku do poprzedniego kwartału najwyższy wzrost PPI odnotowano w przetwórstwie przemysłowym. Był on związany głównie ze wzrostem cen ropy naftowej.
4. Deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego był w I kwartale 2003 r. o 1,2 mld EUR niższy niż w analogicznym okresie ub.r. Decydujący wpływ na poprawę salda obrotów bieżących miało zmniejszenie deficytu płatności towarowych oraz wzrost dodatniego salda obrotów niesklasyfikowanych. W okresie styczeń-marzec br. eksport towarów zwiększył się o 6,6%, a import zmniejszył się o 2,5% (w euro, w ujęciu płatniczym) w stosunku do analogicznego okresu ub. r.
5. W I kwartale br. wolniejszemu niż przed rokiem spadkowi zatrudnienia towarzyszyło ograniczenie wzrostu płac. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w I kwartale br. w porównaniu do analogicznego okresu ub. r. wzrosło nominalnie o 1,9%.
6. Deficyt budżetowy po I kwartale br. wyniósł 15,5 mld zł., tj. był mniejszy o 5,7% niż w analogicznym okresie ub.r. Nieco niższy w porównaniu z I kwartałem ub.r. był również stopień zaawansowania jego realizacji: 40% wobec 41,1% przed rokiem. Wydatki budżetowe w I kwartale br. były o 2,3% większe niż rok wcześniej, a wydatki pierwotne budżetu państwa, tj. wydatki pomniejszone o koszty obsługi długu, o ponad 4,9%.
7. W I kwartale 2003 r. odnotowano niewielki spadek rocznej dynamiki podaży pieniądza mierzonej szerokim wskaźnikiem M3 w stosunku do ub. kwartału oraz ustabilizowanie się rocznej dynamiki pieniądza gotówkowego w obiegu na wysokim poziomie ok. 13%.

Dwunastomiesięczna dynamika szerokiego agregatu M3 w marcu br. po raz pierwszy od lipca 2002 r. była dodatnia i wyniosła 0,5%. Nieznaczny spadek podaży pieniądza M3 w I kwartale br. w stosunku do IV kwartału ub.r. wynikał przede wszystkim ze spadku depozytów przedsiębiorstw w bankach. Zmniejszyły się również depozyty pozostałych sektorów, z wyjątkiem sektora instytucji samorządowych. Zmiana poziomu depozytów odzwierciedlała zmiany stanów depozytów złotych. Natomiast poziom depozytów walutowych w ujęciu złotowym praktycznie nie zmienił się w porównaniu z końcem 2002 r. wskutek osłabienia złotego w tym okresie.

Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych utrzymywała się w I kwartale br. na stosunkowo stabilnym poziomie i w marcu wynosiła 7,2%. Spadkowi dynamiki kredytów konsumpcyjnych towarzyszył przy tym znaczny przyrost kredytów mieszkaniowych. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w tym okresie także pozostała na stabilnym poziomie około 1% z wyjątkiem marca, w którym nastąpił jej znaczny wzrost. Wynikał on jednak z wprowadzonych przed rokiem zmian w metodologii liczenia agregatów monetarnych.

* * *

W I kwartale 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżyła podstawowe stopy procentowe NBP. Stopa referencyjna NBP spadła z 6,75% do 6,0%, a w ujęciu realnym (przy użyciu bieżącego wskaźnika CPI jako deflatora) z 5,9% do 5,4%.

Głównymi czynnikami przemawiającymi za dokonywaniem obniżek stóp procentowych w I kwartale br. były: utrzymywanie się relatywnie niskiej dynamiki popytu krajowego, brak symptomów ożywienia gospodarczego w świecie, dalszy spadek bieżącej inflacji, wskaźników inflacji bazowej oraz oczekiwań inflacyjnych, a przede wszystkim brak zagrożeń realizacji celu inflacyjnego w 2003 r. i rosnące prawdopodobieństwo jego realizacji w 2004 r.

Przy podejmowaniu decyzji o zmianach stóp procentowych w I kwartale br. brano też pod uwagę następujące czynniki, które mogły zagrozić stabilizacji inflacji na niskim poziomie:

- wysokie ceny ropy naftowej na rynku światowym i ryzyko ich dalszego wzrostu w związku z wojną w Iraku,
- systematyczny wzrost wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu, który w marcu osiągnął poziom 3,4% w skali rocznej,
- silne osłabienie złotego (szczególnie w marcu br.); Rada uznała, że w warunkach wewnętrznej i zewnętrznej niepewności politycznej może ono okazać się na tyle trwałe, że znajdzie odzwierciedlenie we wzroście cen,
- prawdopodobieństwo przekroczenia poziomu deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych, planowanego w projekcie ustawy budżetowej na 2003 r. oraz niepewność co do polityki fiskalnej w 2004 r.

W swoich decyzjach o zmianach stóp procentowych Rada uwzględniała także skalę dotychczas dokonanych obniżek stóp, które z opóźnieniem będą wpływały na stopniowy wzrost popytu krajowego w drugiej połowie 2003 r. i w 2004 r.

* * *

Prognozy z kwietnia 2003 r. przewidywały, że tempo wzrostu PKB w 2003 r. wyniesie 2,5%. Zakłada się przy tym umiarkowany wzrost popytu konsumpcyjnego, nieznaczną poprawę nakładów inwestycyjnych oraz wysoki udział we wzroście PKB eksportu netto. Dla najbliższego otoczenia gospodarczego Polski, tj. strefy euro, a w szczególności Niemiec, prognozy wzrostu PKB były w ostatnich miesiącach systematycznie korygowane w dół. W kwietniu br. zweryfikowano je do poziomu 0,4% dla Niemiec i 1,0% dla strefy euro.

Po zakończeniu wojny w Iraku główne ośrodki prognostyczne znacznie obniżyły prognozy cen ropy naftowej na 2003 r. W rezultacie w kwietniu br. przewidywano, że ceny ropy naftowej utrzymają się do końca br. na poziomie 24-25 USD/b.

Prognozy krajowych cen żywności z kwietnia br. przewidywały, że ceny te będą w grudniu br. wyższe niż przed rokiem o 0,5%.¹

Na podstawie założeń przyjętych do ustawy budżetowej na 2003 r. oraz zapowiedzi organów odpowiedzialnych za kształtowanie cen kontrolowanych można szacować, że roczny wzrost cen kontrolowanych na koniec br. wyniesie około 3%.

Na poziom tegorocznej inflacji będą też miały wpływ dokonane wcześniej obniżki stóp procentowych NBP, z opóźnieniem wpływające na stopniowy wzrost popytu krajowego.

W *Założeniach polityki pieniężnej na 2003 r.* Rada Polityki Pieniężnej wyznaczyła tegoroczny cel inflacyjny na poziomie 3% z granicą tolerancji +/- 1 pkt. proc. Na koniec kwietnia br. roczny wskaźnik CPI wyniósł 0,3%. Przewiduje się, że powolny wzrost zarówno dynamiki popytu krajowego, jak i zagranicznego, spowoduje pod koniec br. niewielkie przyspieszenie inflacji. Jednocześnie oczekuje się, że czynniki podażowe, ściągające inflację w dół, stracą na znaczeniu i na koniec br. roczny wskaźnik inflacji ułokuje się w pobliżu dolnej granicy celu inflacyjnego.

¹ W związku z wyższym niż oczekiwano wzrostem cen skupu pszenicy w maju prognoza z czerwca przewiduje, że ceny żywności będą w grudniu br. wyższe o 0,9% niż przed rokiem.

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	2001					2002					2003	
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	rok	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	rok	I kw.	
	realny wzrost											
PKB	2,2	0,9	0,8	0,2	1,0	0,5	0,9	1,8	2,2	1,4	2,2	2,2
Popyt krajowy	-1,0	-1,7	-1,5	-2,3	-1,7	-0,1	1,1	1,2	1,3	0,9	1,3	2,3
Spżycie ogółem	1,2	1,1	1,7	2,7	1,7	2,8	2,6	2,8	3,2	2,8	3,2	1,0
Spżycie indywidualne	1,5	1,5	2,1	3,2	2,0	3,5	2,9	3,1	3,5	3,3	3,5	1,4
Akumulacja brutto	-12,6	-12,2	-12,5	-13,0	-12,6	-17,9	-5,5	-5,6	-3,7	-6,9	-3,7	12,7
Nakłady brutto na środki trwałe	2,1	-8,0	-11,7	-12,0	-8,8	-12,8	-7,9	-5,9	-3,6	-6,8	-3,6	-3,6
Stopa oszczędzania gospodarstw domowych (%) ¹⁾	9,4	10,9	10,6	11,6	10,6	5,7	9,1	6,7	7,1	6,9	7,1	5,9
Stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych (%) ²⁾	5,3	3,9	4,0	4,8	4,5	2,7	3,8	-0,3	-0,8	1,9	-0,8	2,7
Stopa bezrobocia (%)	16,1	15,9	16,3	17,5	17,5	18,2	17,4	17,6	18,1	18,1	18,1	18,7
Dochody do dyspozycji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)	101,8	101,2	102,6	100,1	101,4	99,2	100,5	99,1	99,8	99,6	99,8	99,7
Zadłużenie Skarbu Państwa (w mln zł, nom.) ³⁾	273 192,9	271 584,9	291 795,1	283 939,5	283 939,5	309 388,4	320 880,1	331 205,4	327 924,2	327 923,8	327 924,2	353 421,4
Deficyt budżetu państwa (w mln zł)	-14 992,5	-18 805,5	-21 865,0	-32 358,3	-32 358,3	-16 436,8	-24 922,5	-29 146,7	-39 112,5	-39 112,5	-39 112,5	-15 495,5
Zadłużenie zagraniczne (w mln USD)	71 297,0	70 774,0	73 525,2	71 797	71 797	73 135	78 986	78 833	81 946	81 946	81 946	

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

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

³⁾ stan w końcu okresu

Źródło: Dane GUS, Ministerstwa Finansów, NBP, szacunki NBP (stopa oszczędności brutto, stopa oszczędności finansowych, dochody do dyspozycji)

Podstawowe wskaźniki monetarne

Wyszczególnienie	2001				2002				2003			
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	rok	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	rok	I kw.	
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych ¹⁾	106,2	106,2	104,3	103,6	103,6	103,6	101,6	101,3	100,8	100,8	100,8	100,6
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ¹⁾	103,8	100,9	100,7	99,6	99,6	100,3	101,2	101,1	102,2	102,2	102,2	103,6
Podaż pieniądza (M3)	114,7	107,8	112,6	109,2	109,2	103,2	102,5	98,5	98,0	98,0	98,0	100,5
Depozyty i inne zobowiązania	116,4	108,9	113,6	108,9	108,9	101,7	100,5	96,5	95,7	95,7	95,7	97,7
<i>w tym:</i>												
depozyty gospodarstw domowych	119,9	115,9	117,0	106,7	106,7	103,3	100,1	95,2	96,1	96,1	96,1	94,2
depozyty przedsiębiorstw	105,1	99,8	105,3	116,4	116,4	104,9	112,9	110,8	101,4	101,4	101,4	111,4
Należności²⁾	114,1	104,8	111,4	109,3	109,3	107,0	109,4	105,1	105,2	105,2	105,2	108,7
<i>w tym:</i>												
należności od gospodarstw domowych	121,1	102,2	119,9	114,7	114,7	117,7	115,6	108,4	108,6	108,6	108,6	107,2
należności od przedsiębiorstw	111,2	106,8	106,0	103,7	103,7	98,2	102,1	101,2	101,4	101,4	101,4	108,3
Podaż pieniądza (M3)	108,0	101,5	108,0	105,4	105,4	99,9	100,9	97,3	97,1	97,1	97,1	99,9
Depozyty i inne zobowiązania	109,6	102,5	108,9	105,1	105,1	98,5	98,9	95,3	95,0	95,0	95,0	97,1
<i>w tym:</i>												
depozyty gospodarstw domowych	112,9	109,1	112,2	103,0	103,0	100,0	98,5	94,0	95,3	95,3	95,3	93,6
depozyty przedsiębiorstw	101,3	99,0	104,6	116,9	116,9	104,6	111,6	109,6	99,2	99,2	99,2	107,8
Należności	107,5	98,6	106,8	105,5	105,5	103,6	107,6	103,8	104,4	104,4	104,4	108,1
<i>w tym:</i>												
należności od gospodarstw domowych	114,0	96,2	114,9	110,7	110,7	114,0	113,7	107,0	107,7	107,7	107,7	106,6
należności od przedsiębiorstw	107,2	105,9	105,3	104,1	104,1	97,9	100,9	100,0	99,2	99,2	99,2	104,8
Stopa referencyjna (%) ⁴⁾	17,00	15,50	14,50	11,50	11,50	10,00	8,50	7,50	6,75	6,75	6,75	6,00
Stopa kredytu lombardowego (%) ⁴⁾	21,00	19,50	18,50	15,50	15,50	13,50	11,50	10,00	8,75	8,75	8,75	7,75

¹⁾ w ostatnim miesiącu kwartału

²⁾ należności składają się z należności od: gospodarstw domowych, niemonetarnych instytucji finansowych, przedsiębiorstw, instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych, instytucji samorządowych, funduszy ubezpieczeń społecznych. Obejmują one wszystkie kategorie kredytów i pożyczek, skupione wierzytelności, zrealizowane gwarancje i poręczenia, odsetki zapadłe-miejsca, należności z tytułu zakupionych papierów wartościowych z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu, dłużne papiery wartościowe, papiery z prawem do kapitału oraz inne należności.

³⁾ deflowane wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych, depozyty i należności od przedsiębiorstw deflowane wskaźnikiem cen produkcji sprzedanej przemysłu.

⁴⁾ stan w końcu okresu

Źródło: Dane GUS, NBP

1 POPYT I PODAŻ KRAJOWA

1.1 Popyt krajowy ²

Według wstępnych szacunków GUS w I kwartale 2003 r. nastąpiło wyraźne przyspieszenie wzrostu popytu krajowego związane z ponad 12% wzrostem akumulacji. Wzrost spożycia był wyraźnie niższy niż w każdym z kwartałów ub.r. Wzrost akumulacji nastąpił w efekcie utrzymania w końcu marca br. stanu zapasów rzeczowych środków obrotowych na poziomie niewiele odbiegającym od stanu w końcu ub.r., podczas gdy w I kwartale 2002 r. zanotowano głęboki spadek zapasów. Nakłady inwestycyjne na środki trwałe nadal kształtowały się poniżej poziomu z ub.r.

Dotychczasowe tendencje dynamiki spożycia i akumulacji w I kwartale br. zostały zakłócone przez jednorazowe czynniki, których wpływ w kolejnych okresach nie będzie widoczny. Późniejszy niż w ub.r. termin Świąt Wielkanocnych przyczynił się do spadku zakupów towarów w marcu, co było jednym z czynników obniżenia tempa wzrostu spożycia indywidualnego. Jak się jednak szacuje, wzrost spożycia nadal był wyższy od wzrostu rejestrowanych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, choć rozpiętość między konsumpcją a dochodami była znacznie mniejsza niż w ub.r. Mroźniejsza niż przed rokiem i długa zima utrudniła prowadzenie prac budowlanych, co spowodowało utrzymanie spadku nakładów brutto na środki trwałe na poziomie IV kwartału 2002 r.

Tabela 1

PKB i popyt krajowy w latach 2001-2003

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

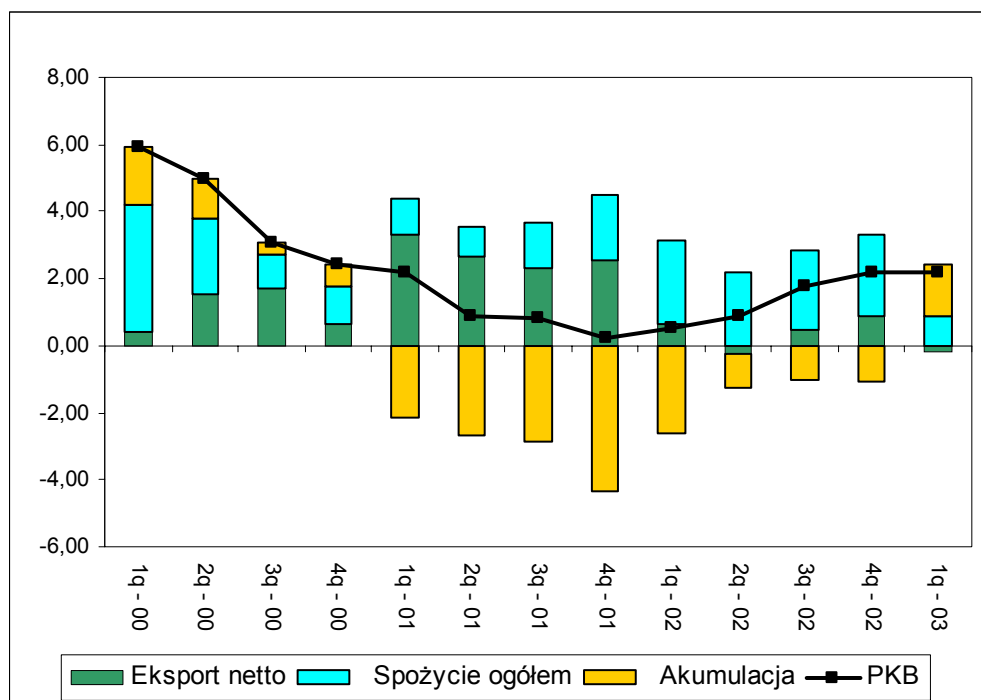
Źródło: dane GUS

² Wszystkie dynamiki w tym rozdziale, jeśli nie zaznaczono inaczej, są liczone w ujęciu rocznym, realnie.

Wzrost popytu krajowego przyczynił się do utrzymania tempa wzrostu PKB w I kwartale br. na poziomie analogicznym jak w IV kwartale 2002 r. Udział eksportu netto we wzroście PKB był nieznaczny i ujemny. Dynamikę PKB i popytu krajowego w okresie I kwartał 2001 – I kwartał 2003 przedstawia Tabela 1, a udział poszczególnych składników popytu we wzroście PKB – Wykres 1.

Wykres 1

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: Dane GUS

1.1.1 Spożycie

Na podstawie danych o nominalnym wzroście wynagrodzeń i świadczeń społecznych szacuje się, że w I kwartale br. dynamika rejestrowanych **dochodów do dyspozycji brutto** gospodarstw domowych była nieco wyższa niż w IV kwartale ub.r. Szacuje się też, że nadal na wysokim poziomie kształtowały się dochody uzyskiwane poza gospodarką rejestrowaną.

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w I kwartale br. nominalnie o 1,9% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Wobec spadku przeciętnego zatrudnienia o 4,1%, dochody z pracy najemnej były w tym sektorze nominalnie o 2,3% mniejsze niż przed rokiem. W IV kwartale 2002 r. spadek wynosił 3,3%.

Wcześniejsza niż w poprzednich latach waloryzacja emerytur i rent (w br. w marcu, a poprzednio w czerwcu) wpłynęła na przyspieszenie dynamiki wzrostu świadczeń z ubezpieczeń społecznych. W I kwartale br. wzrosły one w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku nominalnie o 2,9%

wobec 1,6%w IV kwartale ub.r. Dynamika innych transferów socjalnych w tym okresie była zróżnicowana. Nadal obniżały się wypłaty zasiłków dla bezrobotnych oraz zasiłków pielęgnacyjnych i rodzinnych. Rosły natomiast wypłaty zasiłków z ubezpieczeń społecznych oraz zasiłków i świadczeń przedemerytalnych, choć w tempie wolniejszym niż w ub.r.

Szacuje się, że w I kwartale br. pogorszenie relacji pomiędzy cenami dóbr zakupywanych przez rolników a cenami produktów rolnych przyczyniło się do ponownego spadku nominalnych dochodów rolników po ich wzroście w ub.r. Jednocześnie nastąpiła poprawa dynamiki dochodów z rejestrowanej nierolniczej działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochodów z własności. Łącznie można ocenić, że w I kwartale br. nominalny wzrost dochodów do dyspozycji brutto w porównaniu z I kwartałem ub.r. wyniósł ok. 1,0%. Wobec spadku kwartalnego wskaźnika cen konsumpcyjnych do 0,5%, siła nabywcza rejestrowanych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych w I kwartale br. była wyższa niż w analogicznym okresie ub.r. o ok. 0,5%. W IV kwartale 2002 r. dochody realne gospodarstw domowych nie przekroczyły poziomu z analogicznego okresu 2001 r.

Skala spadku oszczędności netto gospodarstw domowych w bankach zmniejszyła się w I kwartale br. i wyniosła minus 1,9 mld zł wobec minus 6,5 mld zł w IV kwartale ub.r., minus 5,0 mld zł w III kwartale ub.r. i minus 2,2 mld zł w II kwartale ub.r. Jednocześnie zanotowano znaczący przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu oraz innych aktywów finansowych gospodarstw domowych (przede wszystkim w funduszach inwestycyjnych). W rezultacie można ocenić, że oszczędności finansowe gospodarstw domowych, które w III i IV kwartale 2002 r. były ujemne, w I kwartale br. były dodatnie i przekroczyły poziom z I kwartału ub.r. (3,2 mld zł wobec 3,0 mld zł).

W tych warunkach tempo wzrostu spożycia indywidualnego, chociaż nadal wyższe od tempa wzrostu siły nabywczej dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych, obniżyło się z poziomu 3-3,5% notowanego w kolejnych kwartałach 2002 r. do 1,4% w I kwartale 2003 r. Przyczyniło się do tego zmniejszenie zakupów towarów w związku z późniejszym niż w ub.r. terminem Świąt Wielkanocnych. W marcu br. sprzedaż detaliczna towarów była nominalnie mniejsza niż przed rokiem o 1,7%, a w I kwartale br. – większa odpowiednio o 1,6%, podczas gdy w ub.r. w marcu zanotowano wzrost sprzedaży odpowiednio o ponad 10%, a w I kwartale o 7,0%.

1.1.2 Akumulacja

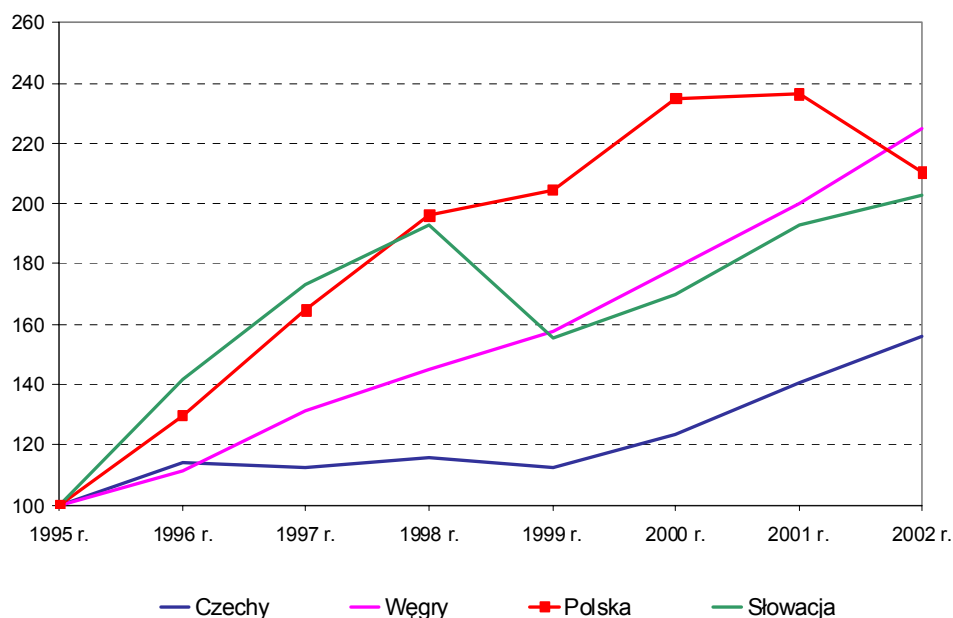
W I kwartale 2003 r. wg szacunku GUS nastąpił wysoki wzrost akumulacji brutto. Wzrost akumulacji w całości wynikał z innego niż w pierwszych kwartałach lat 2001-2002 ukształtowania zapasów rzeczowych środków obrotowych. Nakłady brutto na środki trwałe były mniejsze niż przed rokiem.

W dwóch poprzednich latach przedsiębiorstwa dostosowywały poziom zapasów materiałów, półproduktów i produktów w toku do obniżającego się poziomu sprzedaży. Wobec oczekiwanego

dalszego spadku zamówień zmniejszały również zapasy produktów gotowych. Te dostosowania, nałożone na sezonowe spadki zapasów w energetyce i przemyśle spożywczym, doprowadziły do głębokich spadków rzeczowych środków obrotowych (w I kwartale 2001 r. minus 3,0 mld zł w cenach bieżących, w I kwartale 2002 r. minus 4,0 mld zł). W rezultacie w I kwartale 2001 r. przy wzroście realnym nakładów brutto na środki trwałe o 2,1% akumulacja była mniejsza niż przed rokiem o 12,6%. Zwiększenie spadku zapasów w I kwartale 2002 r. pogłębiło spadek akumulacji w porównaniu ze spadkiem nakładów o 5,1 pkt proc. (nakłady były mniejsze o 12,8%, akumulacja o 17,9%). W I kwartale 2003 r. przy zwykłych sezonowych spadkach zapasów w energetyce i przemyśle spożywczym, w innych przemysłach notujących wzrostowe tendencje produkcji wzrosły zapasy materiałów, półproduktów i produktów w toku. Stan zapasów w gospodarce w końcu marca 2003 r. powiększyły przygotowane na wzmożone zakupy przedsięwzięte zapasy towarów w handlu (w 2002 r. wobec wcześniejszego niż w b.r. terminu Wielkanocy zapasy towarów w I kwartale zmniejszyły się). W sumie zapasy rzeczowych środków obrotowych w cenach bieżących wzrosły w I kwartale 2003 r. o 0,3 mld zł. Utrzymanie stanu zapasów na poziomie z analogicznego kwartału ub.r., wobec ich spadku rok wcześniej, spowodowało wzrost akumulacji w I kwartale br. do 12,7% pomimo jednoczesnego zmniejszenia nakładów na środki trwałe brutto o 3,6%.

Wykres 2

**Nakłady brutto na środki trwałe (w euro)
(1995=100)**



Źródło: Eurostat – baza danych Newcronos

W 2002 r. nastąpił spadek inwestycji w gospodarce narodowej. Nakłady brutto na środki trwałe zmniejszyły się o 7,2% w porównaniu z 2001 r. Główną przyczyną tego spadku należy upatrywać w pesymistycznych oczekiwaniach dotyczących perspektyw wzrostu popytu krajowego i zagranicznego.

Podobna sytuacja wystąpiła w innych krajach, w tym w strefie euro. Na obserwowany w Polsce głęboki spadek inwestycji dodatkowo wpływało ich wysokie tempo wzrostu w poprzednich latach. Spowodowało ono zwiększenie mocy produkcyjnych przedsiębiorstw do poziomu znacznie przekraczającego możliwości zbytu. Wliczając nawet spadek z ostatniego roku, skumulowany wzrost nakładów na środki trwałe w latach 1995-2002 w Polsce był zbliżony do wzrostu odnotowanego na Węgrzech i w Słowacji oraz blisko dwukrotnie wyższy niż w Czechach (Wykres 2). Tak więc zmniejszanie się nakładów inwestycyjnych można interpretować jako korektę wcześniejszych zbyt optymistycznych oczekiwań wzrostu popytu.

Według szacunków GUS spadkowy trend nakładów inwestycyjnych utrzymał się w I kwartale br. Nakłady brutto na środki trwałe były mniejsze niż w I kwartale ub.r. o 3,6%. Analogiczny jak w IV kwartale ub.r. spadek nakładów mimo silnego spadku robót budowlano-montażowych był możliwy dzięki wzrostowi zakupów inwestycyjnych. Inwestycyjne roboty budowlano-montażowe zrealizowane przez średnie i duże przedsiębiorstwa budowlane w I kwartale br. były o 22,9% mniejsze niż przed rokiem. Na poziom produkcji budownictwa znaczący wpływ wywarły niekorzystne warunki atmosferyczne (średnie temperatury w I kwartale br. były ujemne i znacznie niższe niż w analogicznym okresie ub.r.). Produkcja sprzedana przedsiębiorstw przemysłowych wytwarzających głównie dobra inwestycyjne była w I kwartale br. o ok. 4% większa niż przed rokiem, a wolumen importu inwestycyjnego wzrósł o 10,2%. Można więc szacować, że nakłady inwestycyjne na maszyny i urządzenia były większe niż przed rokiem, nawet jeśli wzrost produkcji dóbr inwestycyjnych był częściowo związany ze wzrostem eksportu.

1.1.3 Sytuacja finansów publicznych

Zgodnie z ustawą budżetową na 2003 r., uchwaloną 18 grudnia 2002 r., dochody budżetu państwa mają wynieść 155,7 mld zł, wydatki – 194,4 mld zł, a deficyt – 38,7 mld zł, tj. około 4,9 % PKB. Kolejny rok z rzędu Sejm zdecydował zwiększyć wydatki budżetowe o prawie 1 mld zł w stosunku do projektu rządowego. Realizacja tych wydatków może jednak nastąpić w przypadku uzyskania do końca III kwartału limitu dochodów określonego w ustawie budżetowej.

Deficyt budżetowy po I kwartale br. kształtował się na poziomie 15,5 mld zł., tj. był mniejszy o 5,7% (o 6,3% realnie) niż w analogicznym okresie ub.r. Niższy w porównaniu z I kwartałem ub.r. był również stopień jego realizacji: 40% wobec 41,1% przed rokiem.

W I kwartale 2003 r. dochody budżetu państwa wyniosły 33,3 mld zł, co oznacza wzrost o 6,6% w stosunku do dochodów w analogicznym okresie ub.r. (Tabela 2)

Dochody podatkowe stanowiły 90,6% dochodów ogółem i były o 5,8% wyższe w porównaniu z I kwartałem ub.r. Źródłem większych wpływów z podatków pośrednich były m.in. wpływy z akcyzy od

energii elektrycznej, które nie występowały w I kw. ub. r.³ Z kolei niższe wpływy z podatku dochodowego od osób prawnych wynikały przede wszystkim z obniżenia stawki tego podatku z 28% w ubiegłym roku do 27% w roku bieżącym. Stosunkowo wysoki wzrost wpływów z podatku dochodowego od osób fizycznych był spowodowany rozszerzeniem bazy podatkowej o niektóre przychody z kapitałów pieniężnych (odsetki od lokat bankowych) oraz wprowadzeniem od 1 stycznia 2003 r. podwyżki płac w sferze budżetowej. Natomiast wysoki wzrost dochodów niepodatkowych (o 15,1%) wynikał z większych wpływów od państwowych jednostek budżetowych oraz dodatkowych wpływów z opłaty restrukturyzacyjnej⁴.

Wydatki budżetowe były w I kwartale br. o 2,3% (o 1,7% realnie) wyższe niż rok wcześniej, a w relacji do PKB wykazały tylko niewielki spadek w porównaniu do sytuacji przed rokiem (z 26,8% do 26,7%). Wydatki pierwotne budżetu państwa, tj. wydatki pomniejszone o koszty obsługi długu, były natomiast wyższe o ponad 4,9% (o 4,3% realnie) od wydatków w I kw. ub. r.

Tabela 2

Realizacja dochodów budżetu państwa w I kw. 2003 r.

	I kwartał		Dynamika		Stopień realizacji po I kwartale	
	2002	2003	nominalna	realna	2002	2003
	mln zł	mln zł	%	%	%	%
DOCHODY:	31275,3	33327,2	106,6	105,9	21,6	21,4
Podatkowe, w tym:	28557,7	30200,3	105,8	105,1	21,7	21,8
- podatki pośrednie	20339,4	21734,5	106,9	106,2	22,3	22,4
- podatek dochodowy od osób prawnych	3462,3	3270,0	94,4	93,9	25,0	22,7
- podatek dochodowy od osób fizycznych	4755,1	5195,8	109,3	108,6	17,9	19,0
Dochody niepodatkowe	2717,6	3126,9	115,1	114,4	20,3	18,3

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Ministerstwa Finansów

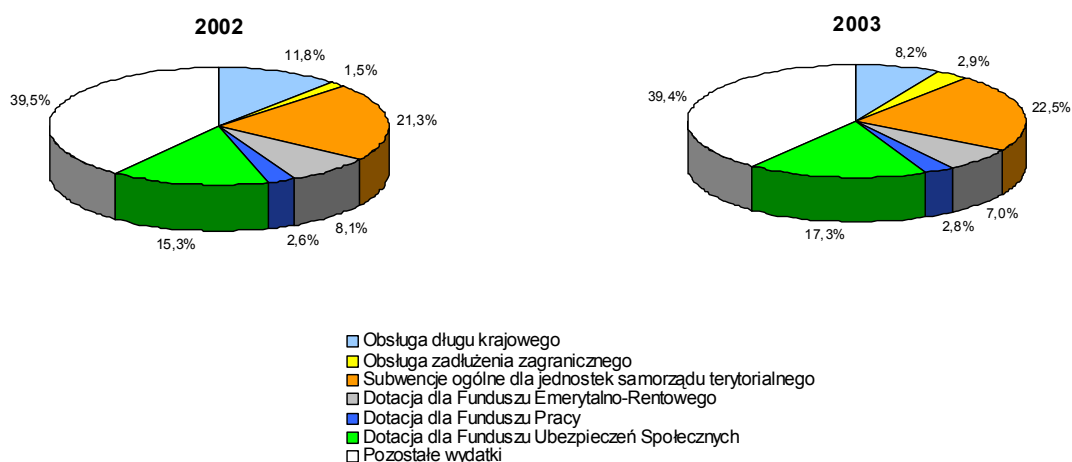
Struktura wydatków budżetowych w I kwartale br. zmieniła się w stosunku do analogicznego okresu ub.r.: mniejsze były koszty obsługi zadłużenia oraz dotacja dla Funduszu Emerytalno-Rentowego, natomiast więcej środków przekazano w formie subwencji ogólnej dla jednostek samorządu terytorialnego oraz dotacji dla Funduszu Pracy i Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (Wykres 3).

³ Akcyza od energii elektrycznej została wprowadzona od marca 2002 r., ale pierwsze wpływy z tego tytułu odnotowano w kwietniu.

⁴ Ustawa z 30. października 2002 r. o pomocy publicznej dla przedsiębiorców o szczególnym znaczeniu dla rynku pracy (tzw. ustawa restrukturyzacyjna) umożliwiła przedsiębiorcom oddłużenie w zakresie najistotniejszych obciążeń publicznoprawnych poprzez umorzenie ich zaległości wraz z odsetkami i opłatą prolongacyjną.

Wykres 3

Struktura wydatków budżetu państwa w I kw. 2002 i 2003 r.

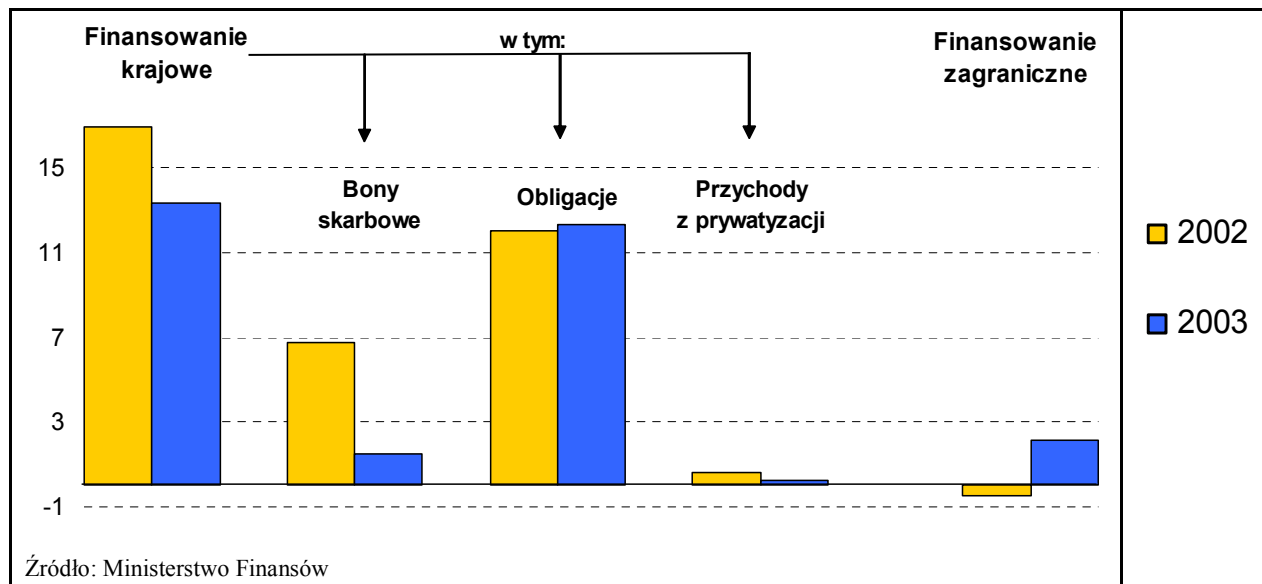


Źródło: Ministerstwo Finansów

Deficyt budżetu państwa w I kwartale br. był w głównej mierze finansowany emisją skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym (Wykres 4). Wobec niskich wpływów z prywatyzacji (0,2 mld zł, tj. 3% planu rocznego) dodatkowe środki na pokrycie zobowiązań budżetu państwa uzyskano ze źródeł zagranicznych.

Wykres 4

Finansowanie deficytu budżetowego w I kw. 2002 i 2003 r. (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów

Z przystąpieniem do restrukturyzacji związane było wniesienie obligatoryjnej opłaty w wysokości 15% sumy

Deficyt ekonomiczny budżetu państwa, tj. deficyt budżetowy powiększony o wypłaty rekompensat dla pracowników sfery budżetowej, emerytów i rencistów oraz pomniejszony o przekazane przez ZUS do OFE składki ubezpieczeniowe, wyniósł w I kwartale br. 13,9 mld zł⁵ wobec 14,1 mld zł przed rokiem.

1.2 Podaż krajowa

Według wstępnych szacunków GUS tempo wzrostu PKB w I kwartale 2003 r. było takie samo, jak w IV kwartale 2002 r. Kształtowanie się dynamiki PKB i wartości dodanej w głównych grupach sekcji gospodarki narodowej przedstawia Tabela 3.

Tabela 3

Dynamika PKB i wartości dodanej w latach 2001-2003

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

Przyrost produkcji w I kwartale br., podobnie jak w poprzednich kwartałach, nastąpił w wyniku wzrostu wydajności pracy, który był wyższy od wzrostu płac. Nadal notowano spadek zatrudnienia, choć mniejszy niż w ub.r. Wzrosła stopa bezrobocia rejestrowanego, ale jej wzrost mieścił się w granicach zmian sezonowych.

Wysoka stopa bezrobocia w znacznej mierze jest efektem strukturalnych niedostosowań podaży siły roboczej do popytu na pracę, co potwierdzają wykonane w NBP szacunki stopy NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) dla Polski⁶ oraz analiza zależności między zmianami liczby bezrobotnych i ofert pracy (krzywa Beveridga). Ta ostatnia wskazuje na pogłębienie w I kwartale br. strukturalnych niedostosowań na rynku pracy.⁷

należności objętych oddłużeniem. Opłata ta była niższa dla tzw. sektorów wrażliwych (np. zbrojeniowego).

⁵ Brak danych o deficycie pozostałych elementów sektora finansów publicznych.

⁶ Por. Ramka II

⁷ Por. Ramka I

1.2.1 Produkcja i PKB

Według szacunków NBP w I kwartale 2003 r. wartość dodana ogółem wzrosła o 2,0% (w IV kwartale 2002 r. o 2,1%). Szybszy niż w IV kwartale ub.r. był wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych i przemyśle, pogłębił się spadek wartości dodanej w budownictwie. Tempo wzrostu PKB było w I kwartale br. wyższe niż wartości dodanej i wyniosło 2,2%. Tempo wzrostu PKB kształtowało się podobnie jak w poprzednich kwartałach poniżej potencjalnego.

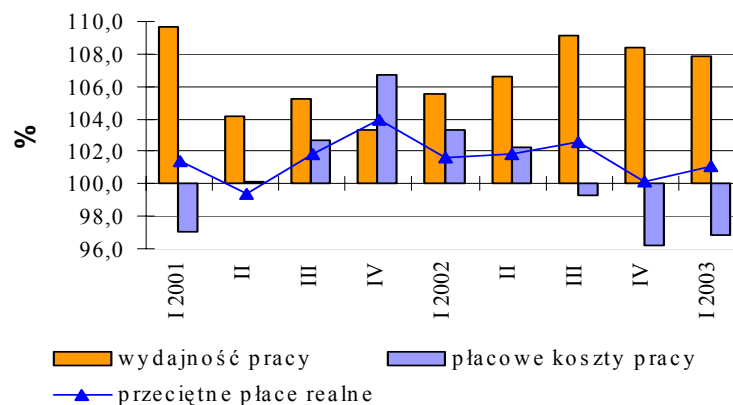
W I kwartale br. pogłębił się spadek wartości dodanej w budownictwie. Obok niskiego popytu na roboty budowlane przyczyną spadku były znacznie gorsze niż w ub.r. warunki atmosferyczne. Produkcja średnich i dużych przedsiębiorstw budowlanych była o 23,1%, mniejsza niż w I kwartale ub.r. Roboty budowlane o charakterze inwestycyjnym zmniejszyły się o 22,9%, a remontowe o 23,7%.

Szybsze niż w IV kwartale 2002 r. tempo wzrostu wartości dodanej usług rynkowych w I kwartale 2003 r. było rezultatem wysokiego wzrostu sprzedaży usług transportu i łączności oraz obsługi nieruchomości i biznesu. Niższy był natomiast wzrost sprzedaży przedsiębiorstw handlu detalicznego. W porównaniu z I kwartałem 2002 r. odnotowano mniejszą sprzedaż przedsiębiorstw handlu hurtowego.

Produkcja sprzedana przemysłu w I kwartale br. (w dużych i średnich przedsiębiorstwach) była o 4,4% większa niż w analogicznym okresie ub.r. (w IV kwartale 2002 r. jej wzrost wynosił 4,6%), w tym przemysłu przetwórczego o 4,9%. Wzrost produkcji ogółem wynikał z nadal rosnącego eksportu i spożycia oraz z procesu odbudowy zapasów materiałów i półproduktów. Wzrosła również produkcja dóbr inwestycyjnych, częściowo związana z eksportem. W przedsiębiorstwach wytwarzających głównie dobra zaopatrzeniowe produkcja wzrosła o ok. 6%, w wytwarzających dobra konsumpcyjne o ok. 5%, a inwestycyjne o ok. 4%. Szybciej niż w przypadku przemysłu przetwórczego rosła produkcja w działach uznawanych za nośniki postępu technicznego (o 12,6% w porównaniu z I kwartałem ub. r.)

Wykres 5

Wynagrodzenia, wydajność pracy* i koszty pracy w przemyśle



*Iloraz produkcji sprzedanej i zatrudnienia w przemyśle

W I kwartale br. utrzymała się tendencja wzrostu wydajności i spadku zatrudnienia w przemyśle. Niski był nominalny wzrost przeciętnych wynagrodzeń. W trzecim z kolei kwartale obniżyły się koszty pracy w przemyśle (Wykres 5).

Od początku okresu transformacji wydajność pracy w Polsce szybko rośnie. Nadal jednak jest ona kilkakrotnie niższa niż w krajach zachodnich (Tabela 4) i zbliżona do poziomu innych krajów regionu (Czechy, Węgry).

Tabela 4

Wydajność pracy w Polsce i wybranych krajach

Kraj	Wydajność w tys. USD rocznie na 1 pracującego			Relacje Polska=1		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Polska	10,51	10,85	12,41	1,0	1,0	1,0
Belgia	64,36	57,62	56,70	6,1	5,3	4,6
Dania	64,25	58,97	59,33	6,1	5,4	4,8
Francja	69,25	56,33	.	6,6	5,2	.
Irlandia	59,28	56,19	58,88	5,6	5,2	4,7
Niemcy	55,43	48,46	47,85	5,3	4,5	3,9
Włochy	57,15	51,06	50,65	5,4	4,7	4,1
Grecja	30,56	28,54	30,50	2,9	2,6	2,5
Austria	55,90	50,66	60,27	5,3	4,7	4,9
Portugalia	23,89	21,75	22,08	2,3	2,0	1,8
Hiszpania	43,64	38,90	39,52	4,2	3,6	3,2
USA	69,27	72,66	74,66	6,6	6,7	6,0
Japonia	69,23	73,45	64,48	6,6	6,8	5,2
Czechy	11,54	10,86	11,94	1,1	1,0	0,96
Węgry	12,60	12,09	13,45	1,2	1,1	1,08

Zródło: Economist Intelligence Unit, obliczenia własne.

1.2.2 Rynek pracy

W I kwartale 2003 r tendencje występujące na rynku pracy w 2002 r. nie uległy wyraźnej zmianie. Nadal spadało zatrudnienie, choć nieznacznie wolniej niż przed rokiem. Wzrastała też liczba bezrobotnych. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było o 204 tys. osób mniejsze niż w I kwartale ub.r., a liczba zarejestrowanych bezrobotnych na koniec I kwartału br. wzrosła w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku o 61,1 tys. osób.

W marcu br. pracodawcy zgłaszali dalsze zwolnienia pracowników, jednak zapowiadana skala zwolnień jest mniejsza niż przed rokiem. Zgłoszono też więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego ofert pracy (o około 25%). Jednocześnie wzrost ofert pracy i liczby bezrobotnych może świadczyć o zwiększeniu niedostosowań popytu i podaży na rynku pracy (Ramka 1).

Krzywa Beveridge'a

Krzywa Beveridge'a obrazująca zależność między liczbą wakatów a liczbą bezrobotnych, może służyć do analiz dopasowań strukturalnych na rynku pracy. Jednocześnie wzrost wakatów i bezrobocia wskazuje na narastanie niedostosowań strukturalnych. Krzywa dla Polski wskazuje, że w latach 1996-1997 następował zarówno spadek liczby bezrobotnych jak i liczby wakatów, co można interpretować jako zmniejszanie się niedopasowań strukturalnych na rynku pracy. Podaż pracy była lepiej dostosowana do bieżących potrzeb rynku. (Wykres 6)

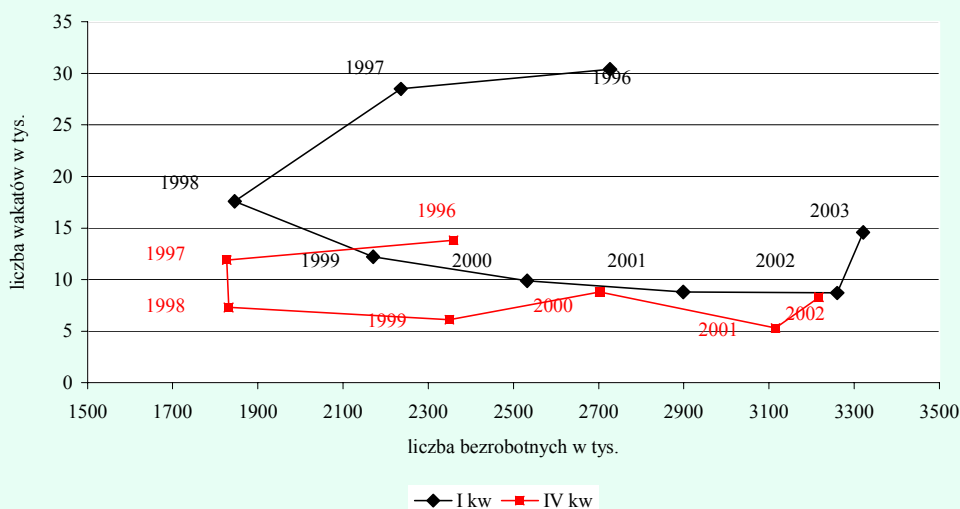
Od 1998 r. aktywność gospodarcza zaczęła stopniowo słabnąć (kryzys rosyjski, pogorszenie globalnej koniunktury). Gwałtownie wzrastała wówczas liczba bezrobotnych, a zmniejszała się liczba pozostających do obsadzenia miejsc pracy.

W drugiej połowie 1999 r. nastąpił przejściowy wzrost liczby wakatów, przy zwiększającym się równocześnie bezrobociu. Sugeruje to, że mogły w tym okresie ujawnić się niedopasowania na rynku pracy. Jednak w kolejnych latach wpływ dekoniunktury na rynek pracy był silniejszy od niedostosowań strukturalnych – szybszemu wzrostowi zarejestrowanego bezrobocia towarzyszyło zmniejszanie się liczby ofert pracy. W I kwartale 2003 r. nastąpił niewielki przyrost wakuujących miejsc pracy, któremu towarzyszył dalszy wzrost liczby bezrobotnych. Może to świadczyć o zwiększaniu się niedopasowań.

Dla danych z IV kwartału 2002 krzywa Beveridge'a wykazuje podobne tendencje, ale kształtuje się na niższym poziomie z uwagi na mniejszą liczbę miejsc pracy zgłaszanych w tym okresie (kończą się prace sezonowe, interwencyjne i roboty publiczne).

Wykres 6

Krzywa Beveridge'a w Polsce w latach 1996-2003



Szacunek naturalnej stopy bezrobocia (NAIRU)

Stopa bezrobocia NAIRU (*Non-accelerating inflation rate of unemployment*) odpowiada takiemu poziomowi bezrobocia, który w gospodarce stabilizuje procesy inflacyjne. Przyjmuje się, że wysokość stopy NAIRU zależy przede wszystkim od czynników strukturalnych, natomiast pozostała część bezrobocia wynika z działania czynników koniunkturalnych. Istotną kwestią związaną z analizą NAIRU jest uwzględnienie wstrząsów podażowych oddziałujących na procesy inflacyjne oraz na rynek pracy. Ważne jest tutaj rozróżnienie wstrząsów krótkookresowych – przejściowych (np. zmiany cen ropy naftowej), których działanie zniknie po kilku latach oraz wstrząsów długookresowych – względnie trwałych (np. zmiany demograficzne podaży pracy), które oddziałują na inflację aż do momentu dostosowania się poziomu bezrobocia do nowego poziomu równowagi. Powyższe założenia pozwalają wyróżnić dwa rodzaje NAIRU:

- NAIRU krótkookresowe – stopa bezrobocia występująca w momencie stabilizowania inflacji na jej poziomie w danym okresie (kwartał, rok). Jest ona zależna od poziomu NAIRU, ale jest bardziej zmienna w czasie, gdyż dodatkowo mają na nią wpływ przejściowe wstrząsy podażowe, oczekiwania i inercja procesów inflacyjnych oraz histereza⁸ bezrobocia. NAIRU krótkookresowe jest silnie uzależnione od aktualnej stopy bezrobocia;

- NAIRU długookresowe - stopa bezrobocia po dostosowaniu się gospodarki do wszystkich szoków podażowych oraz długookresowych efektów polityki monetarnej.⁹

NAIRU jest wielkością nieobserwowalną, dlatego do jej szacunku wykorzystuje się ekonometryczne metody kwantyfikacji (np.: filtr Kalmana) najczęściej oparte na równaniu krzywej Phillipsa. Ze względu na długość trwania wstrząsów podażowych i wykorzystanie procedury filtru Kalmana do szacunku stopy NAIRU, krótka próba jaką dysponujemy w przypadku gospodarki Polski okazuje się niezwykle trudnym zadaniem i otrzymane wyniki mogą budzić pewną wątpliwość. Ponadto permanentne zmiany strukturalne uniemożliwiają szacunki długookresowej stopy NAIRU.

Aby oszacować NAIRU krótkookresowe równanie krzywej Phillipsa należy uzupełnić zmiennymi, które będą odzwierciedlały wstrząsy w gospodarce (zmiana realnych stóp procentowych, ceny importu, ceny nośników energii, iloraz produktywności i kosztów jednostkowych). Układ równań może wówczas zostać zapisany w następującej postaci:¹⁰

$$\Delta\pi_t = \beta(L)\Delta\pi_t + \alpha(L)(u_t - u_t^*) + \delta(L)z_t + \xi_t, \quad (1)$$

$$u_t^* = u_{t-1}^* + \omega_t, \quad (2)$$

gdzie:

π – wskaźnik inflacji,

u – stopa bezrobocia,

u^* – NAIRU,

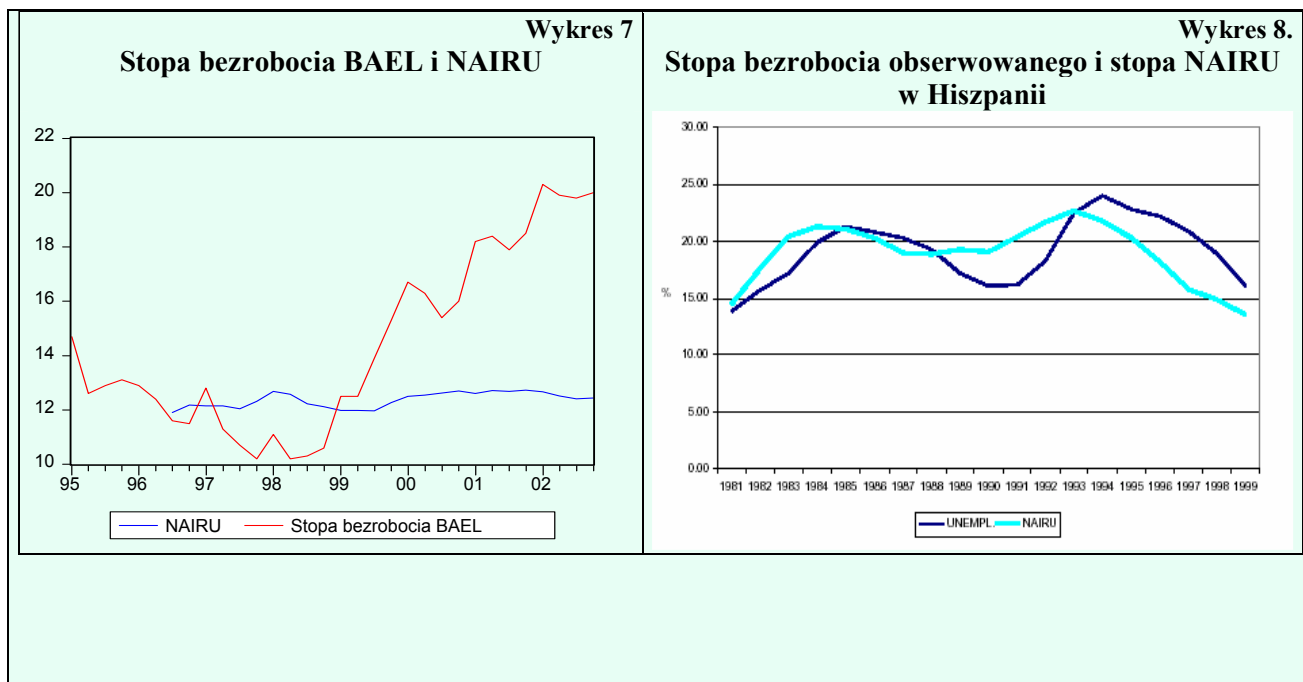
z – wstrząsy,

α, β, δ – parametry strukturalne równania (elastyczność inflacji względem poszczególnych zmiennych),

ξ – składnik losowy.

Następnie wyznacza się optymalną specyfikację równania (1) i stosuje procedurę filtru Kalmana dla układu równań (1), (2).

W wyniku estymacji takiego układu równań dla Polski (na próbie od I kw. 1995r. do IV kw. 2002r.) otrzymano następujące rezultaty: stopa bezrobocia NAIRU kształtowała się w okresie (1997-2002r.) w przedziale 12%-14% (Wykres 7).



Reasumując:

- stopa NAIRU kształtowała się w latach 1997-2002r. na bardzo wysokim poziomie 12%-14% co wskazuje na duże niedopasowanie strukturalne w gospodarce,
- od połowy 1999 roku NAIRU kształtuje się znacznie poniżej stopy bezrobocia rejestrowanego i BAEL czego skutkiem jest brak presji inflacyjnej ze strony rynku pracy,
- różnica między bezrobociem obserwowanym a stopą NAIRU (około 5 punktów procentowych) wskazuje na to, iż czynniki koniunkturalne odgrywają znaczną rolę w kształtowaniu obecnego stanu rynku pracy,
- utrzymywanie się wysokiego bezrobocia może przyczynić się do wzmocnienia zjawiska histerezy i ukształtowania się w przyszłości stopy NAIRU na jeszcze wyższym poziomie.

Tak wysoka stopa bezrobocia NAIRU była obserwowana również w innych krajach OECD. Wyniki dla Hiszpanii¹¹ wskazują, iż może się ona utrzymywać powyżej 20% (Wykres 10) przez długi okres (ponad 10 lat). Dopiero reformy rynku pracy podjęte w połowie lat 90-tych (m.in. rozluźnienie rozwiązań dotyczących ochrony zatrudnienia, zaliczanych do najbardziej restrykcyjnych na świecie, zmniejszenie obciążenia składkami socjalnymi, szczególnie w przypadku pracowników nisko wynagradzanych, liberalizacja przepisów dotyczących zatrudniania w niepełnym wymiarze czasu pracy,) pozwoliły w stosunkowo krótkim czasie obniżyć zarówno NAIRU jak i obserwowaną stopę bezrobocia o ponad 5 punktów procentowych.

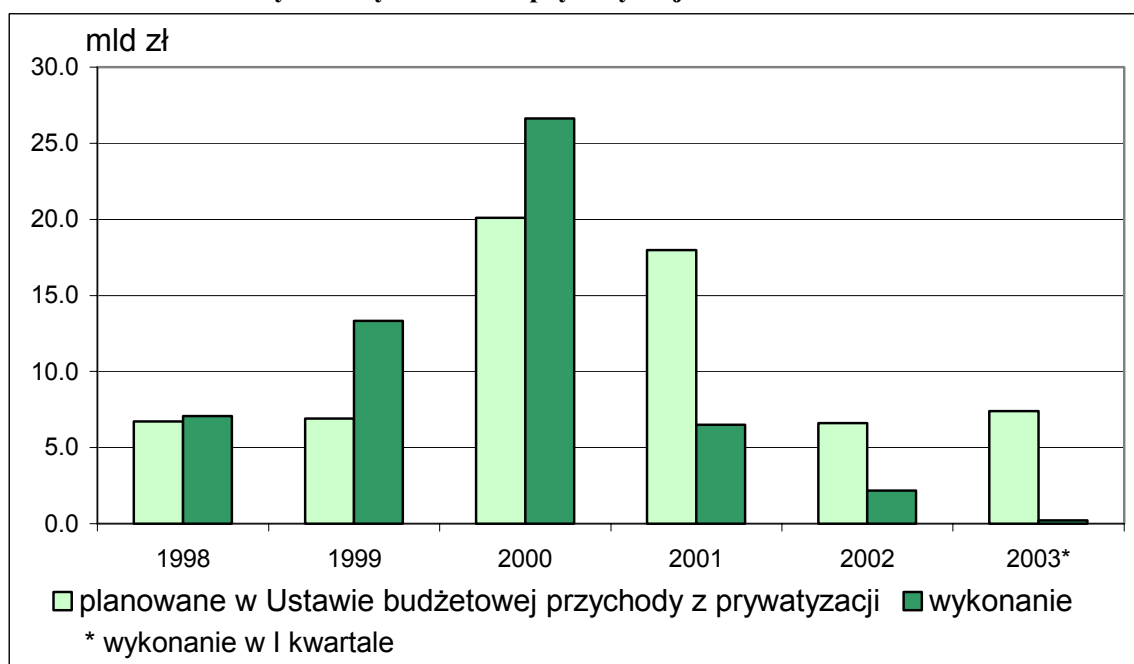
1.2.3 Procesy prywatyzacji

Choć wysokość przychodów z prywatyzacji określona w ustawie budżetowej na 2003 r (7,4 mld zł) pozwala przypuszczać, że w tym roku nastąpi zmiana trendu w procesie prywatyzacji, to wyniki I kwartału br. nie dają powodu do optymizmu. Przychody z prywatyzacji do budżetu wyniosły bowiem zaledwie 224,7 mln zł, co stanowi ok. 3% przychodów planowanych na br.

Brak jest konkretnych harmonogramów rozpoczęcia lub dokończenia prywatyzacji dużych spółek (np. PKO BP S.A., PZU S.A., Rafinerii Gdańskiej S.A., Elektrownia Bełchatów Rogowiec S.A., TP S.A., PHS S.A.), co pozwala przypuszczać, że kolejny rok z rzędu nie zostaną zrealizowane plany prywatyzacji (Wykres 9), Sytuacja taka skutkuje, poza negatywnymi następstwami dla całej gospodarki, także mniejszymi niż przewidywane przychodami do budżetu. Powoduje to konieczność zwiększenia emisji obligacji w celu sfinansowania deficytu budżetowego.

Wykres 9

Plany i efekty finansowe prywatyzacji w latach 1998-2003



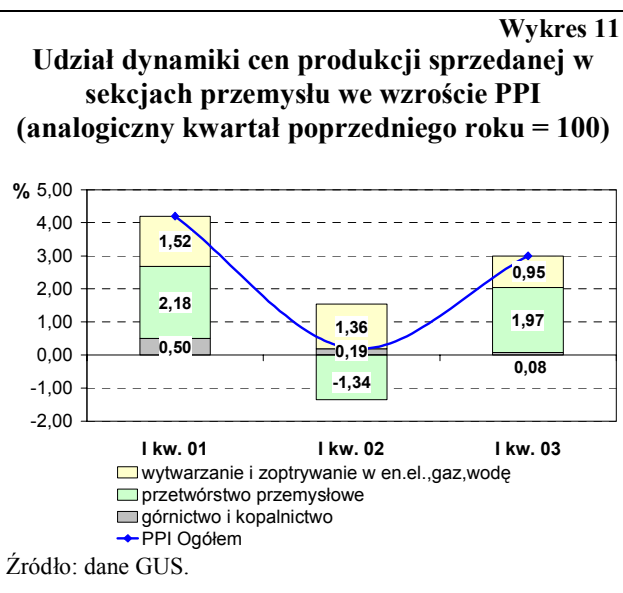
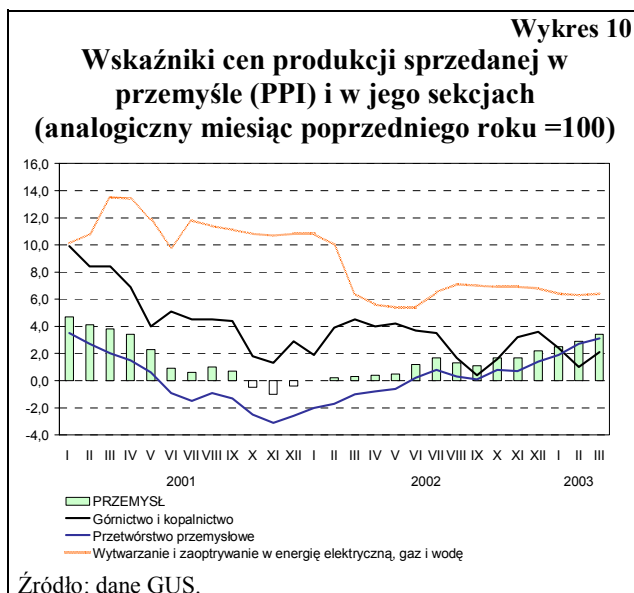
1.2.4 Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej

W I kwartale 2003r. utrzymał się obserwowany od I kwartału ub.r. trend wzrostowy wskaźnika cen PPI, który zwiększył się do poziomu 3% (por. Tabela 5). Dwunastomiesięczne wskaźniki PPI w kolejnych miesiącach I kw. br. także wykazywały tendencję wzrostową (por. Wykres 10). W marcu 2003 r. w relacji do marca 2002 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były wyższe o 3,6%, w tym w sekcji przetwórstwo przemysłowe o 3,4%.

Tabela 5

Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle i w budownictwie

Wyszczególnienie	2002					2003
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	średnio- roczna	I kw.
	analog. kw.poprzed.roku=100					analog. kw.poprzed.rok u=100
PRZEMYSŁ	100,2	100,7	101,4	101,9	101	103,0
w tym:						
-górnictwo i kopalnictwo	103,4	103,9	101,9	102,8	103,0	101,7
-przetwórstwo przemysłowe	98,4	99,6	100,4	101,0	99,9	102,7
-wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	109,0	105,5	106,9	106,9	107,0	106,4
BUDOWNICTWO	102,0	101,4	101,0	100,6	101,2	99,4

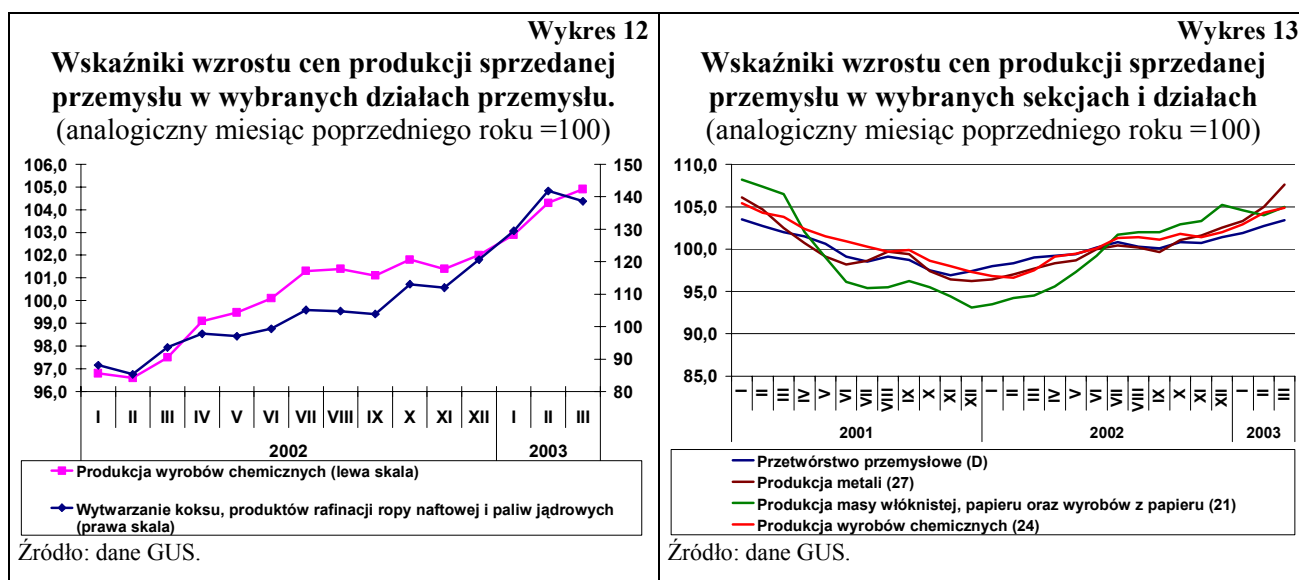


Do wzrostu PPI w I kwartale br. przyczynił się przede wszystkim wzrost cen w przetwórstwie przemysłowym oraz w zaopatrzeniu w energią elektryczną, gaz i wodę. Wzrost cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe spowodowany był głównie przez wzrost cen w dziale wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (o 6,4% w styczniu, o 8,3% w lutym i o 4,6% w marcu w stosunku do poprzedniego miesiąca, co było m.in. skutkiem wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych. Średniomiesięczna cena baryłki ropy Brent w grudniu ub.r. wynosiła 28,5 USD (miesięczny przyrost o 17,4%), w styczniu 31,2 USD (wzrost o 9,6%), a w lutym 32,8 USD (wzrost o 5,1%). Tendencja wzrostowa cen ropy naftowej na rynkach światowych została wyhamowana w marcu (spadek ceny baryłki ropy do 30,3 USD – o 7,7%). W rezultacie miesięczny wzrost cen w marcu br. w dziale

wytwarzanie koksu, produktów rafinacji ropy naftowej i paliw jądrowych był mniejszy niż przed rokiem (6,6%).

W I kwartale br. znaczne miesięczne wzrosty cen zanotowano również w produkcji wyrobów chemicznych (o 0,5% w styczniu, 1,2% w lutym, 1,4% w marcu). Wzrost cen w tym dziale spowodowany był również przez wzrost cen surowców petrochemicznych (por. Wykres 12).

Ponadto w I kwartale br. w stosunku do marca 2002 r. wzrosły ceny w działach produkcja metali o 7,6%, produkcja masy włóknistej, papieru oraz wyrobów z papieru o 5,0% oraz produkcja wyrobów chemicznych o 4,9%. W rezultacie roczne indeksy cen w tych działach (por. Wykres 13) były w marcu br. wyższe niż w przemyśle przetwórczym. Struktura działowa wzrostu cen producentów potwierdza rosnący w ostatnim okresie wpływ zmian kursowych na wskaźnik PPI (przemysły silnie zależne od rynków zewnętrznych).

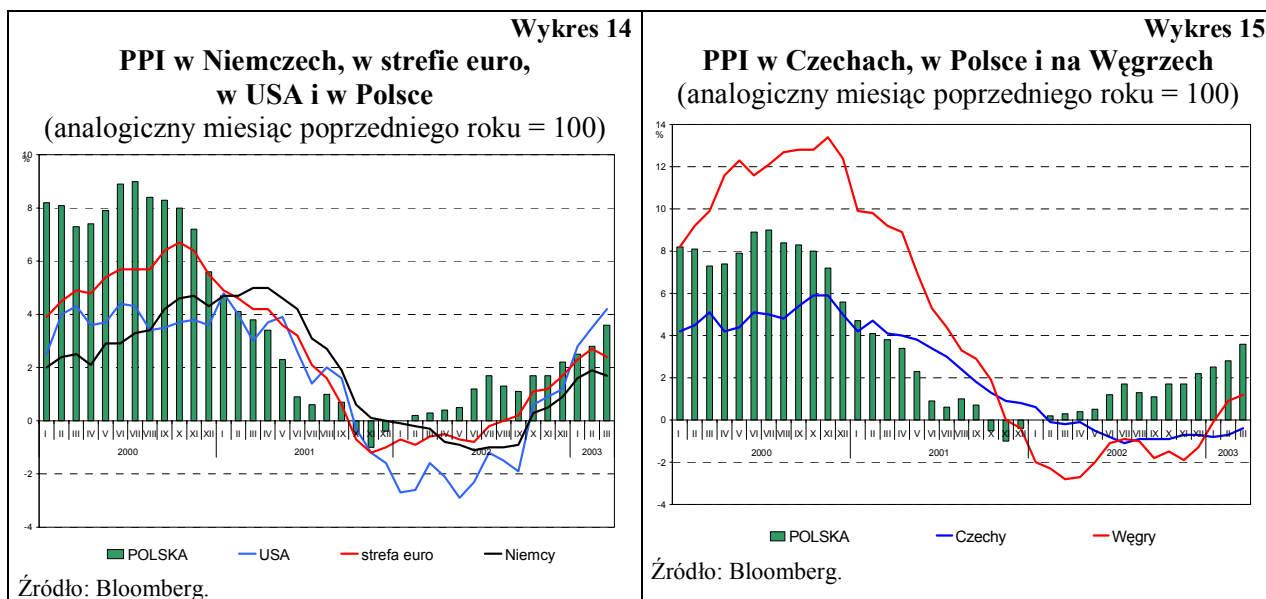


W marcu br., po spadku w poprzednich miesiącach, zanotowano przyspieszenie dynamiki cen w górnictwie i kopalnictwie (wzrost o 1,8% w stosunku do marca ub.r) wywołany wzrostem cen w dziale kopalnictwo rud metali (o 2,5% w stosunku do lutego br.).

Relatywnie niski wzrost cen notowano w I kwartale br. w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz i wodę (wzrost w I kw. 0,3%). Wysoki roczny wskaźnik cen w tej sekcji, utrzymujący się od kilku miesięcy na podobnym poziomie (około 6-7%), jest rezultatem szybkiego wzrostu w okresie kwiecień – sierpień ub.r (w tym w lipcu ub.r. o 3,8%),

W I kwartale br. utrzymała się, obserwowana od połowy 2000 r., spadkowa tendencja dynamiki cen produkcji budowlano-montażowej. W marcu bieżącego roku ceny te były niższe o 0,9% niż rok wcześniej, gdy ich wskaźnik wynosił 2,0%. Tak słaba dynamika cen jest związana z pogłębiającym się regresem w budownictwie¹².

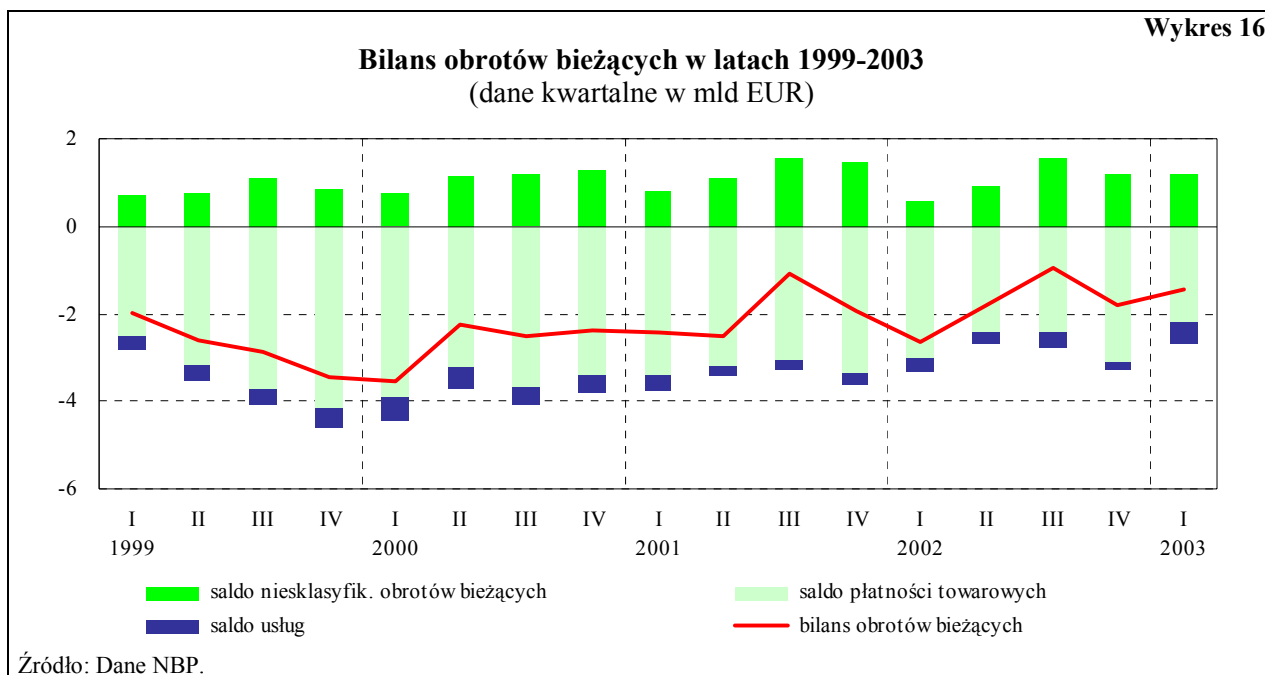
Wysoki poziom wskaźników PPI spowodowany głównie wzrostem cen ropy naftowej występuje w większości krajów europejskich i USA. Wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu w Stanach Zjednoczonych w styczniu br. wyniósł 2,8%, w lutym br. 3,5%, a w marcu br. 4,2%. W strefie euro indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu w styczniu wyniósł 2,3%, w lutym 2,7%, a w marcu 2,4% (por. Wykres 14). Odmienna sytuacja panuje w Czechach gdzie spadek PPI utrzymał się w I kw. 2003 r., natomiast na Węgrzech wzrost PPI nastąpił w lutym br. (por. Wykres 15)



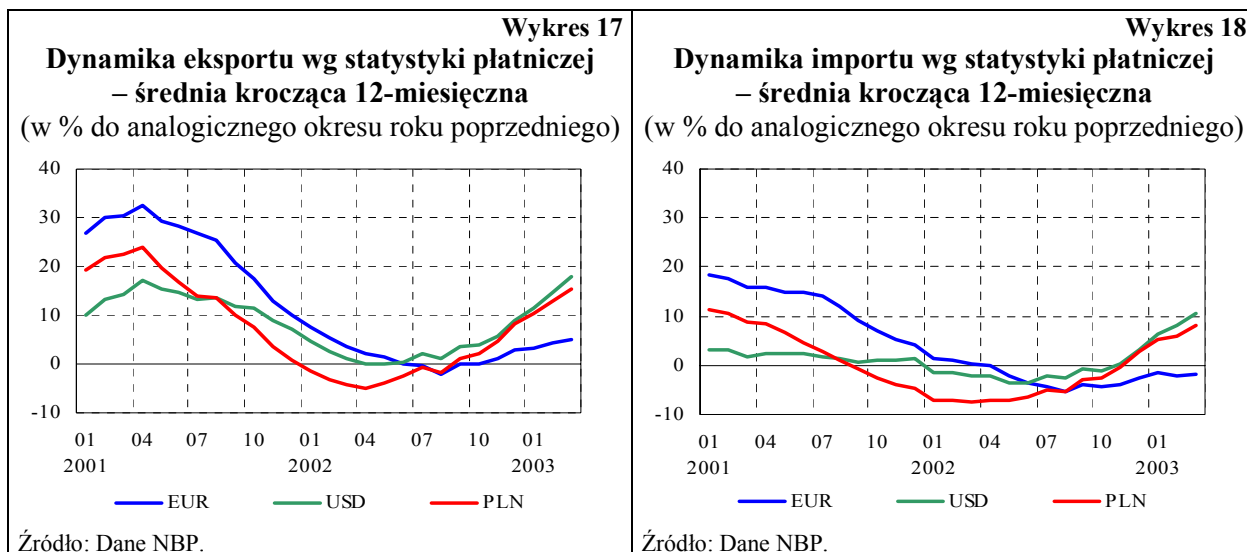
2 CZYNNIKI ZEWNĘTRZNE

2.1 Handel zagraniczny, bilans płatniczy

W I kwartale 2003 r. deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego wyniósł 1,4 mld EUR i był o 1,2 mld EUR niższy w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. (Wykres 16). Decydujący wpływ na poprawę salda obrotów bieżących miało zmniejszenie deficytu płatności towarowych oraz wzrost dodatniego salda obrotów niesklasyfikowanych. O ile tendencja obniżania się ujemnego salda płatności towarowych jest obserwowana od III kwartału 2000 r., to wzrost nadwyżki obrotów niesklasyfikowanych nastąpił po rocznej przerwie. W kierunku powiększania się ujemnego salda obrotów bieżących oddziaływał natomiast rosnący deficyt usług i dochodów. Ujemne saldo usług (470 mln EUR) było najwyższe od trzech lat, a jego wzrost wynikał z głębokiego spadku wpływów (o 15,1% w porównaniu z I kwartałem 2002 r.) przy jednoczesnej stabilizacji wypłat.



Ujemne saldo płatności towarowych, które w I kwartale br. wyniosło 2,2 mld EUR, było najniższe od sześciu lat. Chociaż zmniejsza się ono nieprzerwanie od II połowy 2000 r., to w I kwartale br. jego obniżka (o 770 mln EUR) była najsilniejsza. Wynikało to z pogłębiania się różnicy między dynamiką wpływów z eksportu i wypłat za import. W okresie styczeń-marzec br. eksport towarów zwiększył się o 6,4%, a import zmniejszył się o 2,5% w stosunku do analogicznego okresu ub.r. (Wykres 17 i Wykres 18).



W I kwartale br. na dynamikę obrotów handlowych silnie oddziaływały zmiany kursowe. Silne wzmocnienie euro wobec dolara amerykańskiego znacząco obniżało wartość obrotów wyrażonych w euro¹³.

Ramka 3

Wpływ deprecjacji złotego wobec euro na polską wymianę handlową

1. Analiza modelowa

Na podstawie ekonometrycznego modelu sektora zewnętrznego dokonano analizy „impulse-response”, w której za impuls przyjęto 10%-ową deprecjację złotego wobec euro, a obserwowanymi zmiennymi były ceny, wolumeny oraz wartości eksportu i importu wyrażone w euro. Deprecjacja złotego wobec euro powoduje, że ceny wyrażone w euro obniżają się, a wyrażone w złotych rosną. Poprawia się zatem cenowa konkurencyjność polskich towarów na rynkach zagranicznych, a pogarsza cenowa konkurencyjność towarów importowanych na rynku krajowym.

Uzyskano następujące wyniki:

a/ Import

W kwartale, w którym wystąpiła deprecjacja złotego wobec euro (rozumiana jako obniżenie średniokwartalnego kursu złotego wobec euro w stosunku do poprzedniego kwartału) ceny importu wyrażone w euro spadają średnio w kwartale o 4,0%. W następnych kwartałach ceny te rosną odpowiednio o 2,9%, 0,7% i 0,2%. W rezultacie w roku wystąpienia deprecjacji złotego ceny te obniżają się średnio o 1,3%, a w następnym roku wracają do poprzedniego poziomu.

Natomiast wzrost cen importu wyrażonych w złotych powoduje spadek konkurencyjności cenowej dóbr importowanych na rynku krajowym i w rezultacie spadek wolumenu importu. W sumie w pierwszym roku wolumen importu obniża się o 2,3%, a w następnym roku o dalsze 1,5%. W rezultacie 10%-owa deprecjacja złotego wobec euro powoduje spadek rocznego tempa wzrostu wartości importu w

euro o 3,6% i 0,2% - odpowiednio w pierwszym i drugim roku od wystąpienia impulsu.

b/ Eksport

W kwartale, w którym miała miejsce deprecjacja złotego wobec euro, następuje spadek cen eksportu wyrażonych w euro średnio o 4,0%. W następnych trzech kwartałach ceny te rosną odpowiednio o 0,7%, 0,6% i 0,5%. W rezultacie w roku wystąpienia deprecjacji ceny eksportu obniżają się średnio o 3,0%, a w następnym roku rosną o 1,2% i pozostają na tym poziomie. Spadek cen eksportu wyrażonych w euro powoduje wzrost konkurencyjności cenowej polskich towarów na rynkach zagranicznych i w efekcie wzrost wolumenu polskiego eksportu. W ciągu pierwszego roku wolumen eksportu rośnie średnio o 1,7%, a w ciągu drugiego roku (w wyniku wzrostu cen eksportu) następuje jego obniżenie o 0,6%. W przypadku eksportu efekty cenowy i ilościowy aprecjacji euro są przeciwstawne, przy czym spadek cen jest nieznacznie większy od wzrostu wolumenu. Oznacza to, że w wyniku deprecjacji złotego w pierwszym roku wartość polskiego eksportu wyrażona w euro spada o 1,3%, a w drugim roku wzrasta o 0,6%.

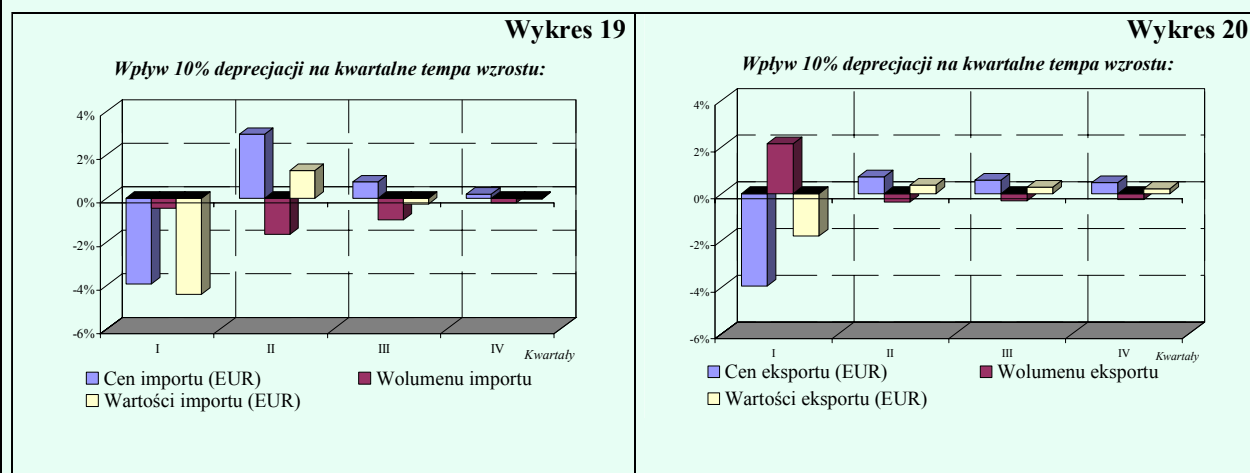


Tabela 6

Wpływ 10%-owej deprecjacji złotego wobec euro na roczne tempa wzrostu (%):

	I rok	II rok	III rok
Cen importu (EUR)	-1,33	1,30	0,00
Wolumenu importu	-2,28	-1,46	-0,32
Wartości importu (EUR)	-3,61	-0,16	-0,32
Cen eksportu (EUR)	-3,00	+1,19	0,00
Wolumenu eksportu	1,65	-0,64	0,00
Wartości eksportu (EUR)	-1,35	0,55	0,00

2. Wpływ deprecjacji złotego na polski handel zagraniczny w latach 2002-2003.

Na podstawie modelu przeprowadzono analizę wpływu deprecjacji kursu złotego, która miała

miejsce w 2002 r. oraz w I kwartale 2003 r., na ceny oraz wolumen polskiego handlu zagranicznego. Porównano dwa scenariusze: w scenariuszu bazowym kurs złotego był równy kursowi rzeczywistemu, natomiast w scenariuszu alternatywnym założono, że kurs złotego w całym tym okresie pozostał na poziomie z I kwartału 2002 r. Porównanie wyników uzyskanych dla obu scenariuszy prowadzi do następujących wniosków. W wyniku deprecjacji złotego ceny importu i eksportu wyrażone w euro obniżyły się odpowiednio o 1,9% i 4,3%. Wolumen importu zmniejszył się odpowiednio o 3,8%, a wolumen eksportu wzrósł o 1,9%. W rezultacie wartość importu i eksportu wyrażona w euro spadła odpowiednio o 5,7% i o 2,4%.

Tabela 7

**Wpływ zmian kursowych w okresie I kw. 2002r. – I kw. 2003r.
na ceny i wolumen handlu zagranicznego**

	I kw 02	II kw 02	III kw 02	IV kw 02	I kw 03
Założenia scenariuszowe dotyczące średniokwartalnego poziomu kursu PLN/EUR:					
Scenariusz bazowy	3,62	3,71	4,08	4,00	4,18
Scenariusz alternatywny	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62
Różnica (%)	0,0	2,6	12,7	10,4	15,5
Wpływ zmian kursowych w danym kwartale na poziom:					
Cen importu (EUR)	0,0	-1,0	-4,1	-0,2	-1,9
Wolumenu importu	0,0	-0,1	-1,2	-2,9	-3,8
Wartości importu (EUR)	0,0	-1,1	-5,3	-3,1	-5,7
Cen eksportu (EUR)	0,0	-1,0	-4,7	-3,0	-4,3
Wolumenu eksportu	0,0	0,2	1,1	1,6	1,9
Wartości eksportu (EUR)	0,0	-0,8	-3,6	-1,4	-2,4

Podobnie jak dane statystyki płatniczej również dane statystyki celnej wskazują w I kwartale br. na obniżenie się deficytu w polskim handlu zagranicznym. W porównaniu z okresem styczeń-marzec ub.r. obniżył się on o 125 mln EUR. Do poprawy salda przyczynił się szybszy wzrost eksportu (o 4,8%) niż importu (2,7%). Wzrost obrotów handlowych był jednak wyraźnie wolniejszy niż w IV kwartale 2002 r. (odpowiednio o 12,7% i 6,1%).

Do osłabienia dynamiki eksportu przyczynił się m.in. niższy wzrost sprzedaży do Unii Europejskiej. W okresie styczeń-marzec br. eksport do największego odbiorcy polskich towarów wzrósł o 6,1% w porównaniu z I kwartałem 2002 r., podczas gdy w IV kwartale ub.r. zwiększył się on o 13,4% wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego. Korygowane konsekwentnie w dół prognozy wzrostu wskazują, że sytuacja gospodarcza w Unii Europejskiej nie poprawi się znacząco w porównaniu z ubiegłym rokiem, co może nadal hamować wzrost polskiego eksportu. Wiosenna prognoza Komisji Europejskiej¹⁴ przewiduje, że PKB UE wzrośnie w bieżącym roku zaledwie o 1,3% (wobec 1,0% w 2002

r. – por. Tabela 8). Wyraźnie w dół skorygowane zostały również prognozy unijnego importu. Do pozytywnych zjawisk należy jednak zaliczyć przyspieszenie wzrostu eksportu do Niemiec. W I kwartale br. jego wartość zwiększyła się o 6,0%, a więc zdecydowanie szybciej niż w całym 2003 r.

Tabela 8

Zmiany prognozy głównych składników PKB Unii Europejskiej i Niemiec na 2003 rok
(zmiany w % w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, w cenach stałych)

	Unia Europejska				Niemcy			
	2002	2003 prognoza			2002	2003 prognoza		
		wiosna 2002	jesień 2002	wiosna 2003		wiosna 2002	jesień 2002	wiosna 2003
Produkt krajowy brutto	1,0	2,9	2,0	1,3	0,2	2,7	1,4	0,4
Popyt krajowy	0,7	2,9	2,1	1,5	-1,5	3,8	1,7	0,4
Spożycie indywidualne	1,2	2,6	1,8	1,5	-0,6	2,1	1,1	0,2
Spożycie zbiorowe	2,6	1,7	1,7	1,9	1,5	1,1	1,0	0,5
Nakłady brutto na środki trwałe	-2,6	3,9	2,2	0,8	-6,7	3,6	1,6	0,0
Zmiany zapasów (jako % PKB)	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,7	0,1	-0,2	-0,5
Eksport	1,0	6,8	5,2	3,3	2,6	7,0	5,0	3,4
Import	-0,1	7,1	5,7	3,8	-2,1	7,5	6,3	3,9

Źródło: Dane Komisja Europejska.

Obniżenia się dynamiki eksportu do UE nie zrekomensował znaczący wzrost eksportu do krajów WNP (Tabela 9), co miało miejsce w poprzednim roku. W okresie styczeń-marzec br. wartość polskiego eksportu do Rosji obniżyła się o 5,6% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., głównie wskutek zmniejszenia się popytu importowego w tym kraju.

Stosunkowo korzystnie przedstawiają się analizowanym okresie wyniki eksportu do krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Ze względu na stosunkowo niewielki udział tych dwóch grup krajów w strukturze polskiego eksportu nie mogły one jednak znacząco wpłynąć na jego ogólną dynamikę.

Dane statystyki celnej GUS wskazują po pierwszych trzech miesiącach br. na wyraźne spowolnienie dynamiki importu w porównaniu z IV kwartałem ub.r. Do osłabienia tempa wzrostu importu przyczynił się przede wszystkim spadek przywozu dóbr o charakterze konsumpcyjnym (Tabela 10). Świadczy to o słabym popycie konsumpcyjnym, co potwierdza także wyraźne obniżenie się dynamiki sprzedaży detalicznej w tym okresie (Wykres 21). Natomiast import zaopatrzeniowy na początku br. odznaczał się relatywnie wysokim wzrostem, co było związane przede wszystkim z ożywieniem obserwowanym w produkcji sprzedanej przemysłu (Wykres 22). Mniejszy niż w IV kwartale ub.r. był także spadek importu dóbr inwestycyjnych.

Tabela 9

Zmiany w eksporcie wg głównych grup krajów (w EUR)

	Struktura			Dynamika			Wpływ na dynamikę ogół.		
	(w %)			(w % do roku poprzedn.)			(w pkt. proc.)		
	2002	2002	2003	2002	2002	2003	2002	2002	2003
	01-03	01-12	01-03	01-03	01-12	01-03	01-03	01-12	01-03
Ogółem	100,0	100,0	100,0	4,4	8,2	4,8			
Kraje rozwinięte	75,9	75,1	76,3	1,8	8,3	5,4	1,4	6,2	4,1
UE	70,4	68,8	71,3	2,0	7,5	6,1	1,5	5,2	4,3
Niemcy	33,4	32,3	33,7	-3,3	1,8	6,0	-1,2	0,6	2,0
Francja	6,2	6,0	6,5	21,7	20,6	9,5	1,2	1,1	0,6
W. Brytania	5,3	5,2	4,8	20,2	12,4	-6,1	0,9	0,6	-0,3
Włochy	5,9	5,5	5,4	-1,5	10,4	-2,5	-0,1	0,6	-0,1
Kraje Europy Środk. i Wsch.	12,0	12,8	12,7	11,0	12,5	11,0	1,2	1,5	1,3
Kraje WNP	6,9	7,2	6,4	31,4	11,2	-2,8	1,7	0,8	-0,2
Rosja	3,3	3,3	3,0	49,0	19,7	-5,6	1,1	0,6	-0,2
Kraje rozwijające się	5,0	4,8	4,4	0,5	-5,2	-7,6	0,0	-0,3	-0,4

Źródło: Dane CIHZ (stan na 12 czerwca 2003).

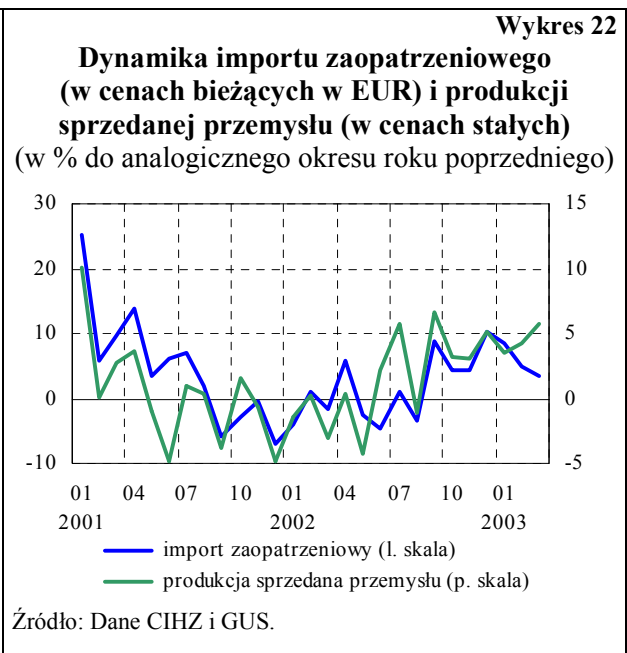
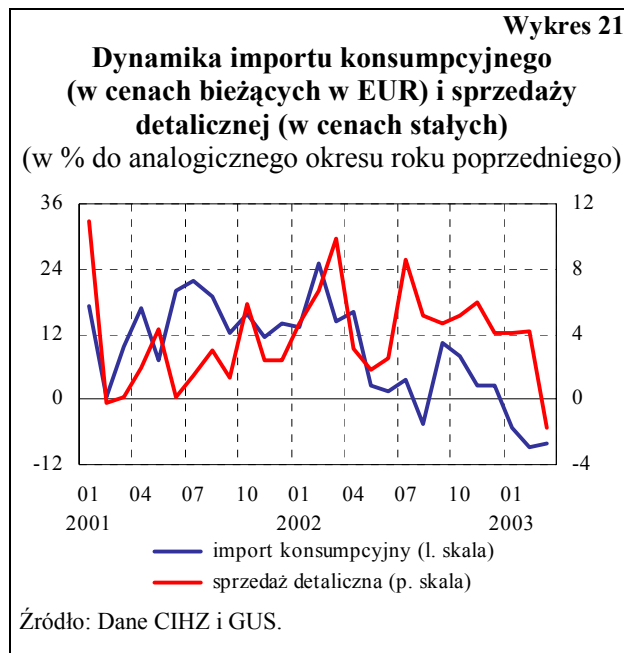


Tabela 10

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

	Struktura			Dynamika			Wpływ na dynamikę ogół.		
	(w %)			(w % do roku poprzedn.)			(w pkt. proc.)		
	2002	2002	2003	2002	2002	2003	2002	2002	2003
	01-03	01-12	01-03	01-03	01-12	01-03	01-03	01-12	01-03
Ogółem	100,0	100,0	100,0	1,4	4,4	2,7			
Dobra inwestycyjne	16,8	19,2	17,6	-6,5	9,8	7,8	-1,2	1,8	1,3
Dobra inwestycyjne z wyjątkiem środków transportu	13,8	14,1	13,2	-4,8	-1,9	-1,5	-0,7	-0,3	-0,2
Środki transportu przemysłowe	3,0	4,9	4,4	-13,7	66,5	50,3	-0,5	2,1	1,5
Zużycie pośrednie	59,5	59,1	61,0	-1,5	1,6	5,5	-0,9	1,0	3,2
Towary konsumpcyjne	23,6	21,5	21,3	17,3	7,8	-7,5	3,5	1,6	-1,8
Żywność i napoje	4,5	3,6	3,6	13,5	-1,0	-15,8	0,5	0,0	-0,7
Samochody osobowe	5,1	4,6	4,9	32,6	20,6	-2,0	1,3	0,8	-0,1
Towary trwałego użytku	2,7	2,7	2,3	5,7	0,0	-13,6	0,1	0,0	-0,4
Towary półtrwałego użytku	4,4	4,0	3,9	24,3	12,8	-7,7	0,9	0,5	-0,3
Towary nietrwałego użytku	6,8	6,5	6,3	10,9	5,6	-4,7	0,7	0,4	-0,3

Źródło: Dane CIHZ (stan na 12 czerwca 2003).

Na wyraźne obniżenie deficytu w obrotach handlowych Polski w I kwartale br. (zarówno rejestrowanych, jak i nierejestrowanych) wpłynęła zapoczątkowana w 2002 r. deprecjacja złotego, głównie wobec euro¹⁵. W połączeniu z kontynuacją tendencji dezinflacyjnych na rynku krajowym znacząco poprawiło to warunki konkurencji w polskim handlu zagranicznym. Powyższe zjawiska znalazły potwierdzenie w silnej deprecjacji realnego kursu złotego (por. Wykres 23, Wykres 24, Tabela 11) oraz w poprawie wskaźników konkurencyjności polskiej gospodarki, która łagodzi negatywny wpływ słabej koniunktury w Unii Europejskiej na wyniki polskiego handlu zagranicznego (por. Tabela 12). Na uwagę zasługuje znaczna poprawa relacji cen transakcyjnych w eksporcie do jednostkowych kosztów pracy, co odzwierciedla wzrost zyskowności polskiej produkcji eksportowej w stosunku do zyskowności produkcji eksportowej naszych partnerów handlowych.

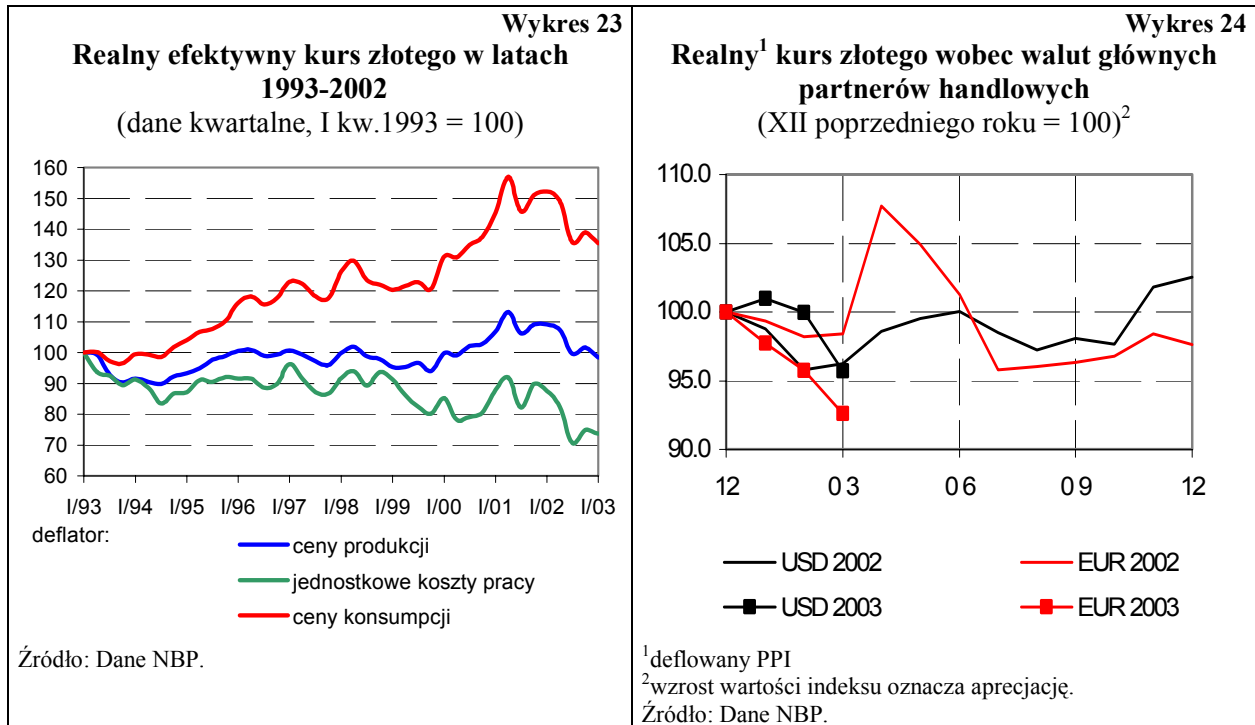


Tabela 11

Efektywne kursy złotego w latach 2001-2002
(zmiany w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)

Indeks kursu złotego	2001				2002				2003
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Nominalny	6,3	15,9	5,8	8,1	2,7	-5,3	-6,4	-6,6	-9,4
Realny deflowany PPI	6,9	14,2	3,8	6,1	2,1	-5,1	-6,1	-6,9	-9,7
Realny deflowany jednostkowymi kosztami pracy	3,1	17,5	3,8	11,6	-0,4	-10,4	-13,9	-16,7	-15,8*

„-” - oznacza deprecjację kursu złotego, * - szacunek
Źródło: dane NBP i GUS

Tabela 12

Zmiany wskaźników cenowej i kosztowej konkurencyjności eksportu
(w % w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku)*

	2001				2002				2003
	I kw	II kw	III kw	IV kw	I kw	II kw	III kw	IV kw	I kw
Relacja cen transakcyjnych w eksporcie do cen PPI	-1,9	-7,6	-2,1	-3,1	0,5	6,5	3,8	6,8	4,8
Relacja cen transakcyjnych w eksporcie do jednostkowych kosztów pracy	2,8	-10,0	-3,6	-10,7	0,5	10,5	11,9	19,7	14,2

*)Wzrost wskaźników oznacza poprawę konkurencyjności
Źródło: dane GUS, obliczenia własne

Deficyt obrotów bieżących w I kwartale br. został w 62,1% sfinansowany napływem długoterminowego kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich, wynoszącym 0,9 mld EUR. Utrzymanie się wskaźnika sfinansowania deficytu obrotów bieżących napływem kapitału na poziomie zbliżonym do odnotowanego w poprzednim kwartale, mimo zmniejszenia deficytu obrotów bieżących, wynikało ze spadku napływu inwestycji bezpośrednich. Spadkowi temu towarzyszyła poprawa struktury napływającego kapitału. Dominował w niej kapitał wnoszony do przedsiębiorstw w postaci udziałów. Spłaty kredytów otrzymanych od bezpośrednich inwestorów zagranicznych przewyższyły w I kwartale br. napływ nowych kredytów. Jednocześnie skutek emisji zagranicznych obligacji skarbowych wzrosło znaczenie inwestycji portfelowych netto jako źródła finansowania deficytu obrotów bieżących.

Ocena nierównowagi zewnętrznej została przeprowadzona na podstawie wybranych wskaźników ostrzegawczych (Tabela 13). Wszystkie wskaźniki - poza relacjami obrazującymi stopień sfinansowania deficytu w obrotach bieżących napływem inwestycji bezpośrednich - kształtują się korzystniej niż w poprzednim kwartale.

Tabela 13

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźnik ostrzegawczy	I kw. 2002	II kw. 2002	III kw. 2002	IV kw. 2002	I kw. 2003
Saldo obrotów bieżących/PKB	-4,0%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,1%
Saldo płatności towarowych/PKB	-6,1%	-5,8%	-5,5%	-5,5%	-5,2%
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących	42,9%	51,7%	69,2%	71,5%	62,1%
(Saldo obrotów bieżących-inwestycje bezpośrednie)/PKB	-3,1%	-1,7%	-0,6%	-1,0%	-1,2%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport	42,3 %	42,3%	40,5%	62,8%	-
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu	8,6	7,7	7,9	6,8	8,1

Źródło: dane i szacunki NBP

2.2 Ceny zewnętrzne

W I kwartale 2003 r. utrzymała się obserwowana w II półroczu 2002 r. tendencja wzrostu cen na światowych rynkach surowcowych (Tabela 14). Wśród surowców nieenergetycznych stosunkowo najsilniej rosły ceny surowców przemysłowych pochodzenia rolnego oraz metali.

W I kwartale br. następował dalszy szybki wzrost cen ropy naftowej. Średnia cena ropy naftowej Brent w okresie styczeń-marzec 2003 r. wyniosła 31,4 USD za baryłkę, tj. o 4,6 USD więcej niż w IV kwartale 2002 r. i aż o 10,3 USD więcej niż w I kwartale ub.r. Była to zarazem najwyższa kwartalna średnia cena od IV kwartału 1990 r. Podobnie jak wówczas, tak i obecnie, na poziom cen ropy zasadniczy wpływ miała sytuacja polityczna w Zatoce Perskiej.

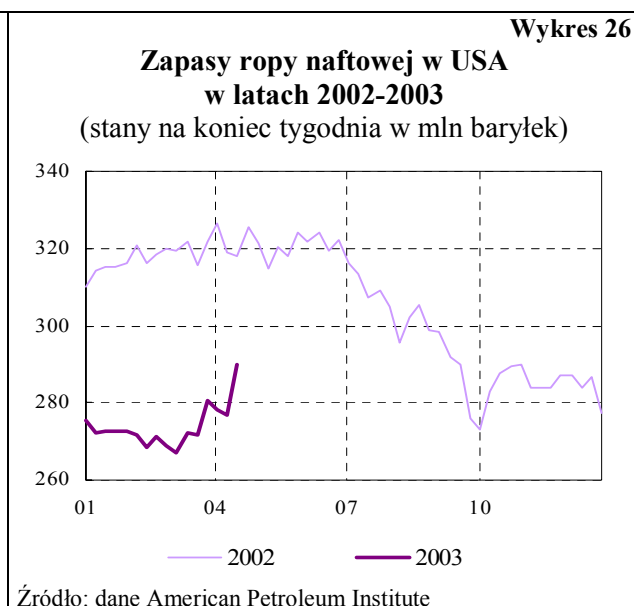
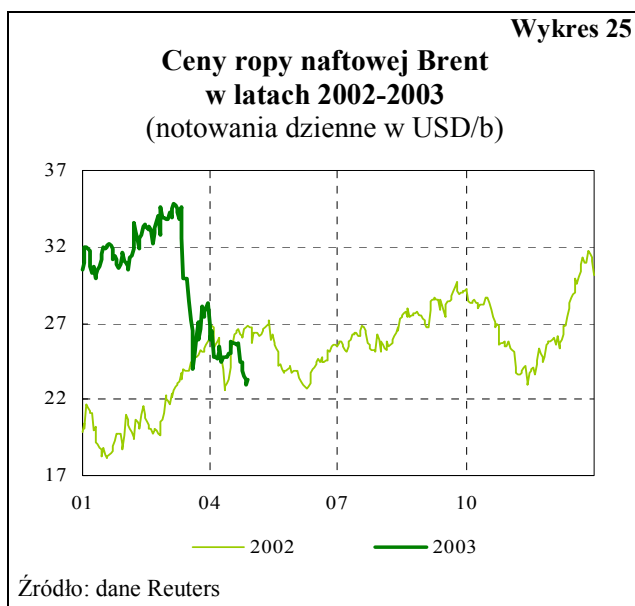
Tabela 14

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

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

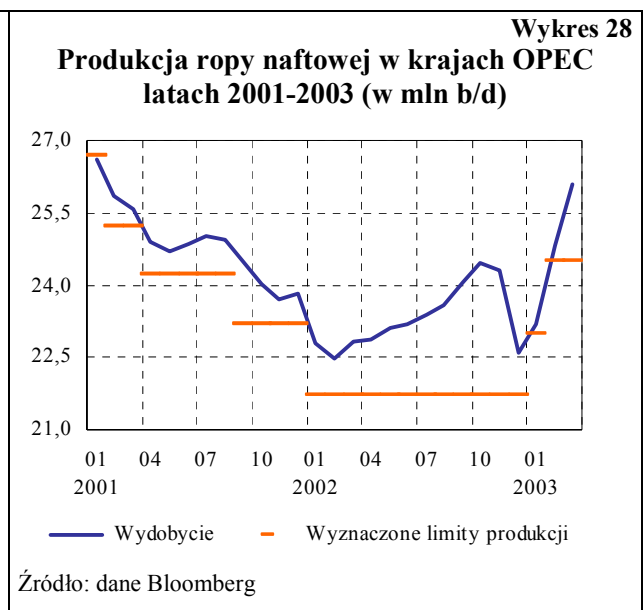
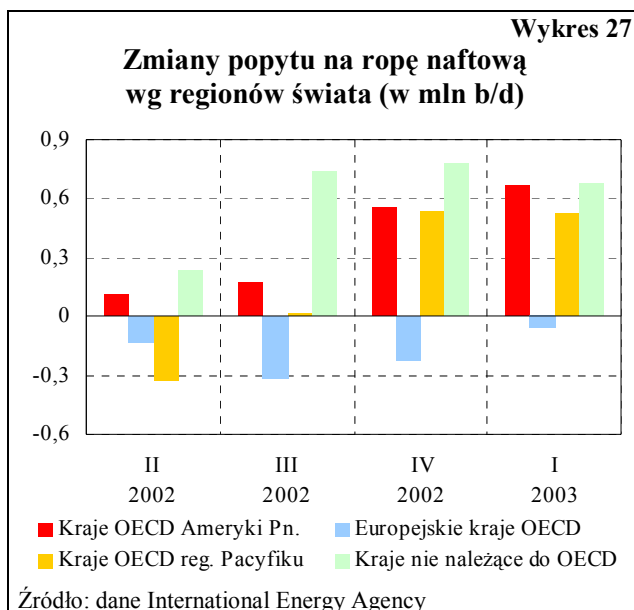
Źródło: Dane „The Economist” i Reuters.

Perspektywa rozpoczęcia działań wojennych w Zatoce Perskiej i możliwe w związku z tym poważne zakłócenia w produkcji i dostawach ropy nie tylko w samym Iraku, ale również w krajach sąsiednich, przyczyniała się już od grudnia 2002 r. do szybkiego wzrostu cen tego surowca. Na początku marca 2003 r. cena ropy Brent osiągnęła swoje maksimum, zbliżając się do poziomu 35 USD/b (Wykres 25), przy czym premię wojenną szacowano wówczas na ok. 10 USD. Zapowiedź władz amerykańskich, że wojna w Iraku będzie błyskawiczna oraz szybkie postępy oddziałów amerykańskich i brytyjskich w pierwszych dniach operacji wojskowej wpłynęły na znaczne zmniejszenie niepewności na rynkach ropy i w efekcie na wyraźny spadek jej cen. Zakończenie działań wojennych oraz niewielkie zniszczenia irackiej infrastruktury naftowej przyjęto jako zapowiedź stosunkowo szybkiego wznowienia produkcji ropy w Iraku. Wpłynęło to na dalsze obniżenie się ceny ropy na początku kwietnia br.

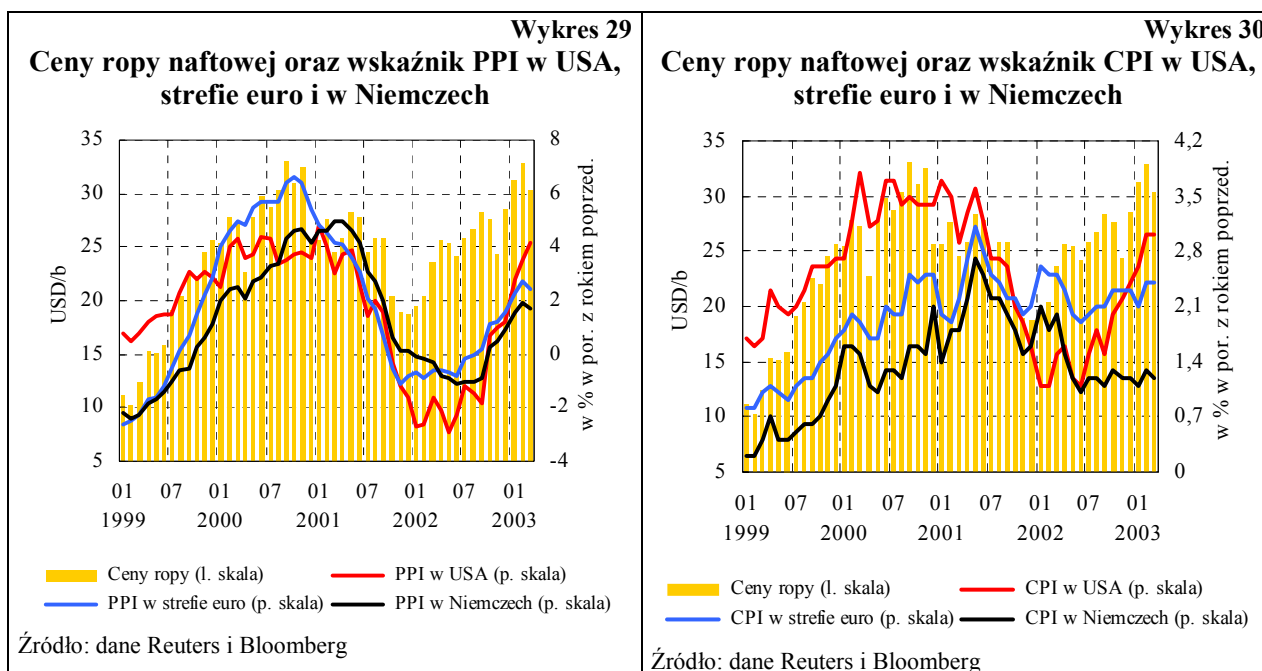


Do czasu wybuchu wojny w Iraku dodatkową presję na wzrost cen ropy wywierał malejący stan zapasów ropy (Wykres 26) i produktów naftowych związany z rosnącym w tym okresie popytem¹⁶. Przyczynił się do tego przede wszystkim wzrost popytu na olej opałowy w Ameryce Północnej spowodowany mroźniejszą niż zwykle zimą w tej części świata. Na okresowy wzrost popytu na ropę wpłynęło również większe zapotrzebowanie na nią ze strony armii amerykańskiej i brytyjskiej walczących w Iraku. Ponadto popyt na ropę zwiększył się też w związku z zastępowaniem nią w krajach uprzemysłowionych innych źródeł energii (w USA - gazu ziemnego, a w Japonii - energii atomowej). Natomiast w kierunku osłabienia popytu na ropę oddziaływało ograniczenie pasażerskiego ruchu lotniczego wywołane wojną w Iraku oraz epidemią SARS.

Długotrwały strajk w sektorze naftowym w Wenezueli wpłynął na przełomie 2002 i 2003 roku na znaczne zmniejszenie światowej podaży ropy. W styczniu 2003 r. produkcja w tym kraju spadła do 630 tys. b/d, tj. była prawie pięciokrotnie niższa niż w listopadzie ub.r. Wobec głębokiego spadku wydobywania w Wenezueli oraz szybko rosnących cen ropy na rynkach międzynarodowych OPEC, broniąc swej pozycji na światowym rynku ropy, dwukrotnie w I kwartale br. podwyższała limity produkcji dla krajów członkowskich¹⁷. W rezultacie produkcja OPEC była w I kwartale br. o 1,8 mln b/d wyższa w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Znaczący wzrost produkcji w krajach OPEC w lutym i marcu br. (Wykres 28), głównie wskutek zwiększenia wydobywania w Arabii Saudyjskiej oraz przywracania poziomu produkcji w Wenezueli, umożliwił w połowie marca br. krajom rozwiniętym, w tym zwłaszcza USA, powiększenie zapasów. Wzrost wydobywania w krajach OPEC zrekompensował także ubytki w podaży spowodowane zatrzymaniem produkcji ropy w Iraku wskutek wybuchu wojny. Wyższa była również w I kwartale br. produkcja ropy w krajach spoza kartelu, przede wszystkim w Rosji.



Wzrost cen ropy wpłynął w I kwartale 2003 r. na przyspieszenie wzrostu cen w gospodarce światowej, w tym przede wszystkim cen produkcji (Wykres 29). W USA roczny wskaźnik PPI w marcu 2003 r. wyniósł 4,2% (wobec 2,8% w grudniu 2002 r.), a w strefie euro 2,4% (1,7%). Natomiast wpływ wzrostu cen ropy na poziom cen konsumpcyjnych okazał się słabszy niż w poprzednich latach, szczególnie w strefie euro (Wykres 30). W strefie euro zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych wzrósł w marcu br. do 2,4% (wobec 2,3% w grudniu 2002 r.), a w USA w marcu 2003 r. roczny wskaźnik CPI zwiększył się do 3% (w grudniu 2002 r. wyniósł on 2,4%).



Według szacunków Międzynarodowej Agencji Energetyki w I kwartale 2003 r. światowa podaż ropy była o 1,5 mln b/d wyższa od popytu. W warunkach wyeliminowania głównego ryzyka politycznego (zakończenie wojny w Iraku) nadwyżka podaży nad popytem będzie sprzyjała dalszemu obniżaniu się cen ropy. Prognozowany wzrost popytu na ropę w bieżącym roku jest stosunkowo niewielki, a jego duża część została już zrealizowana w I kwartale br. W związku z tym należy oczekiwać, że wpływ zmian cen ropy na inflację będzie w najbliższych miesiącach ograniczony.

3 PRZEBIEG PROCESÓW INFLACYJNYCH

3.1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W I kwartale 2003 r. dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymywał się na niskim, stabilnym poziomie 0,5 – 0,6%. W marcu br. wskaźnik ten był niższy o 0,2 pkt. proc. niż w grudniu 2002 r.

Wyrównane tempo wzrostu CPI w I kwartale br. utrzymało się w warunkach:

- przyspieszenia wzrostu cen kontrolowanych w porównaniu z poprzednim kwartałem,
- pogłębienia spadkowych tendencji cen żywności,
- dalszego powolnego osłabiania wzrostu cen pozostałych towarów i usług.

Brak silniejszych, skokowych zmian rocznego wskaźnika CPI w I kwartale br. był też efektem wyrównanego tempa inflacji w analogicznym okresie ub.r.

Głównym czynnikiem dywersyfikującym przebieg procesów inflacyjnych w I kwartale br. w porównaniu z poprzednimi kwartałami były silne wzrosty cen paliw na rynku krajowym. Były one związane ze wzrostem cen ropy na rynku światowym w warunkach narastającego zagrożenia, a następnie wybuchu wojny w Iraku. W rezultacie nastąpiło przyspieszenie dwunastomiesięcznego wskaźnika tych cen z 7,6% w grudniu 2002 r. do 17,4% w marcu br.

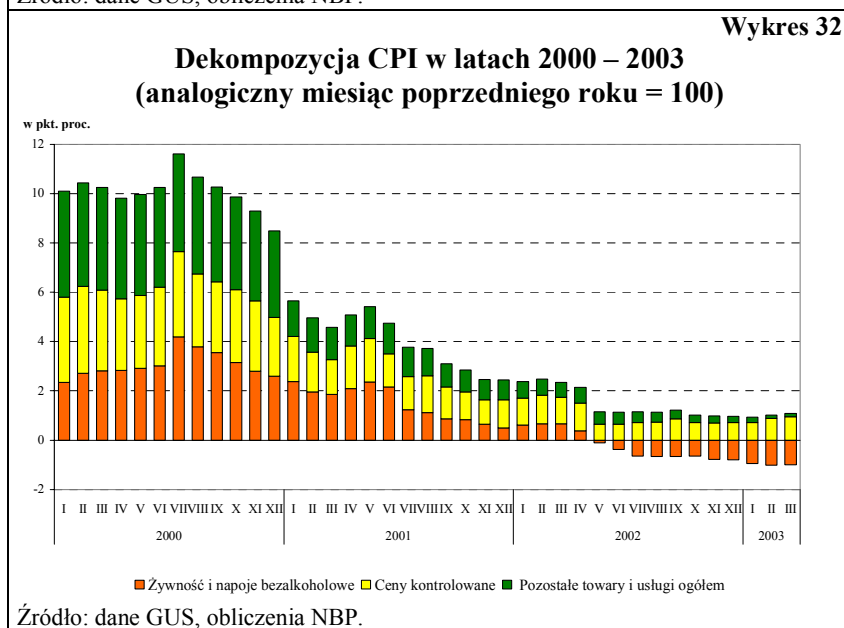
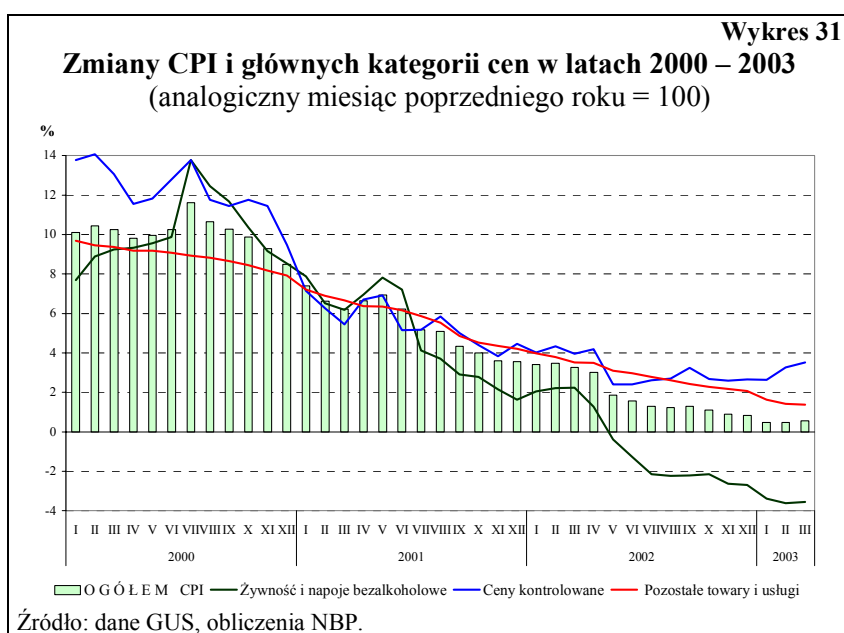
Ceny pozostałych grup towarów i usług konsumpcyjnych w I kwartale br. kształtowały się zgodnie z trendami obserwowanymi w II połowie ub.r. Nadal korzystna dla konsumentów sytuacja podaży na rynku żywnościowym sprzyjała utrwaleniu się spadkowych tendencji cen większości artykułów żywnościowych. Nie wystąpiły też poważniejsze zmiany w kształtowaniu się cen w grupach artykułów nieżywnościowych. Utrzymująca się na rynku słaba presja popytowa nie stwarzała warunków do podnoszenia cen detalicznych towarów krajowych, mimo stopniowego wzrostu cen produkcji w przetwórstwie przemysłowym. Dodatkowym czynnikiem stabilizującym tempo inflacji był brak silniejszych impulsów przyspieszających wzrost cen kontrolowanych poza paliwami.(Tabela 15, Wykres 31, Wykres 32).

Tabela 15

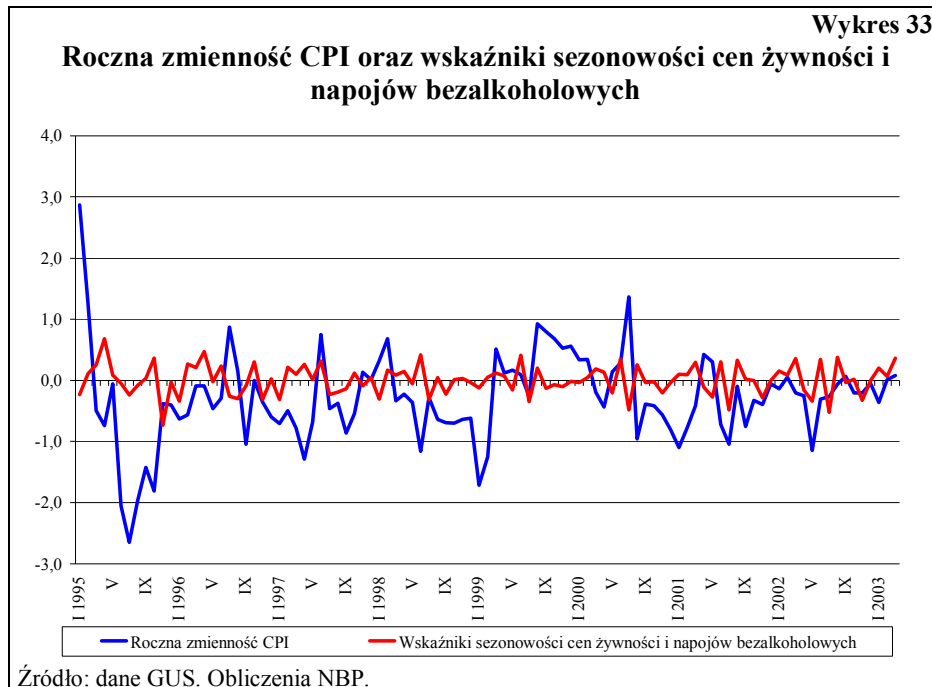
Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

	2002	2003	2002			2003		
	struktura wag		I	II	III	I	II	III
	w %		Analogiczny okres poprzedniego roku = 100					
Ogółem	100,0	100,0	103,4	103,5	103,3	100,5	100,5	100,6
Żywność i napoje bezalkoholowe	29,7	28,2	102,0	102,2	102,2	96,6	96,4	96,5
Ceny kontrolowane	27,1	27,2	104,0	104,3	104,0	102,6	103,3	103,5
w tym paliwo	3,7	3,7	91,9	92,0	96,2	109,8	114,8	117,4
Pozostałe towary i usługi	43,2	44,6	104,0	103,8	103,5	101,6	101,4	101,4
w tym towary nieżywnościowe	26,1	26,7	102,6	102,5	102,3	100,8	100,5	100,5
usługi	17,1	17,9	106,1	105,8	105,4	102,9	102,8	102,7

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.



Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w I kwartale br., licząc w skali dwunastomiesięcznej, były średnio o ok. 4% niższe niż przed rokiem. Najgłębszy spadek cen wystąpił przy tym w grupie mięso - o ok. 8% i w grupie warzywa - o prawie 10%.

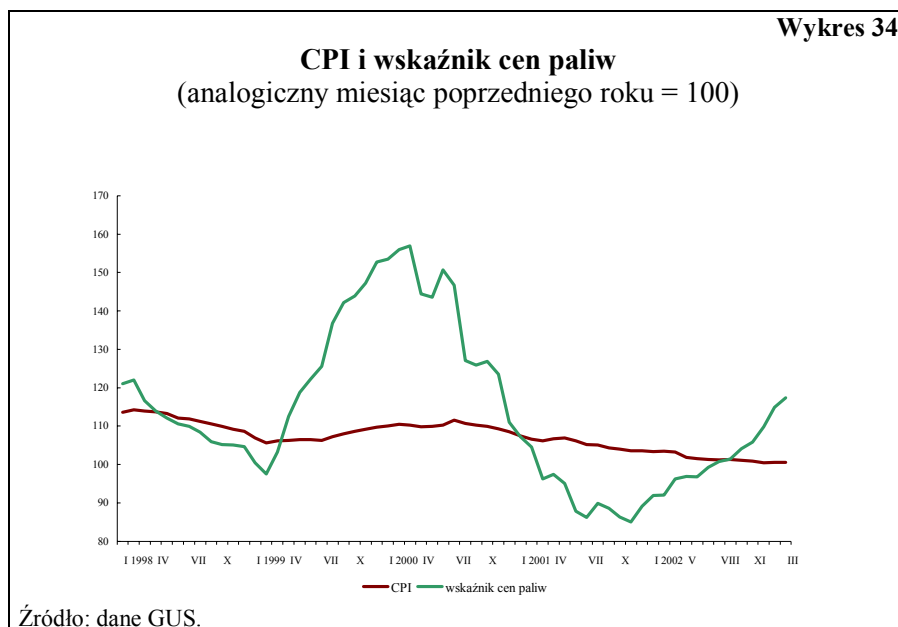


Zmiany cen żywności w I kwartale 2003 r. odzwierciedlały dobrą sytuację produkcyjną na rynku rolnym. Podobnie jak w II połowie ub.r. występowała na nim wysoka podaż, przede wszystkim zbóż, trzody chlewnej i drobiu. Wykorzystanie tych produktów na cele konsumpcyjne wprawdzie rośnie, ale wolniej od wzrostu podaży. Prowadziło to do dalszego obniżania się cen podstawowych produktów rolnych i w konsekwencji do spadku cen detalicznych produktów żywnościowych.

Pod koniec I kwartału br. odnotowano jednak sezonowe przyspieszenie miesięcznego tempa wzrostu cen żywności. Złożył się na to słabszy niż w poprzednich miesiącach spadek cen produktów zbożopochodnych oraz mięsa, a także przyspieszenie tempa wzrostu cen warzyw i owoców. Zmiany te były konsekwencją nieznacznego, sezonowego wzrostu cen zbóż konsumpcyjnych, dodatkowo stymulowanego nadal wysokim popytem na zboża paszowe. Zahamowany został również spadek cen żywca wieprzowego w wyniku interwencji podjętej przez ARR na tym rynku. Utrzymująca się wysoka podaż żywca drobiowego tłumiała jednak wzrost cen mięsa w handlu detalicznym. Przedstawione wyżej nowe elementy sytuacji rynkowej nie stwarzają zagrożenia nagłego, znaczącego wzrostu cen na rynku rolnym.

W I kwartale br. w porównaniu z analogicznym okresem sprzed roku obniżyło się także dwunastomiesięczne tempo wzrostu **cen kontrolowanych** o około 1 pkt. proc. Z kolei w porównaniu z poprzednim kwartałem nastąpiło przyspieszenie tempa wzrostu tej grupy cen. Głównym czynnikiem

zaburzającym dotychczasową tendencję słabnącego tempa wzrostu cen kontrolowanych był nasilający się w ciągu analizowanego kwartału wzrost cen paliw (od grudnia ub.r do marca br. zwiększyły się one o 9,4%).

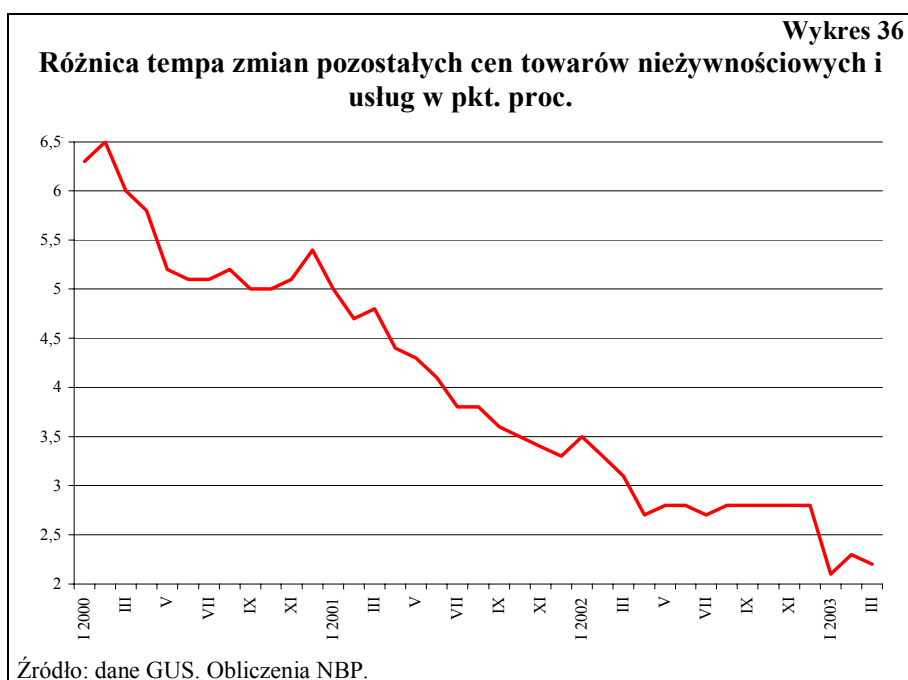
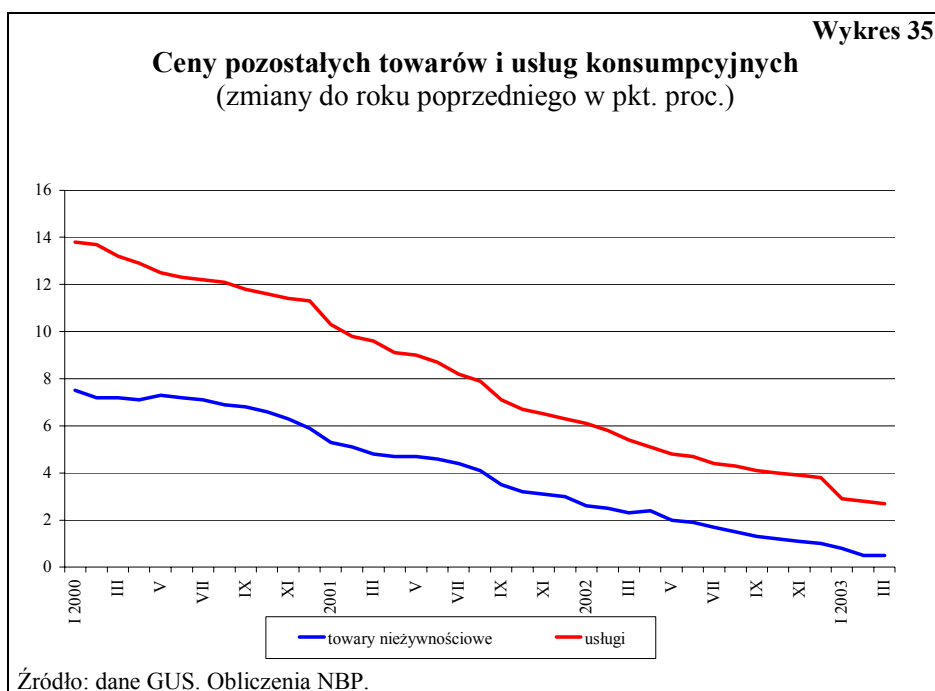


Jak wynika z danych Nafty Polskiej dotyczących struktury cen paliw na przykładzie benzyny EU 95, główną przyczyną wzrostu krajowych cen paliw w I kwartale br. był wzrost ich ceny importowej (stanowiącej iloczyn ceny światowej i kursu dolara do złotego) o 18,4%. Styczeniowa podwyżka podatku akcyzowego o 2,3% tylko nieznacznie wpłynęła na wzrost cen paliw. Natomiast w kierunku obniżenia cen paliw w tym okresie oddziaływał spadek o 13,3% marży producentów i dystrybutorów (obliczanej jako różnica między ceną detaliczną a ceną zbytu).

Spośród pozostałych grup cen kontrolowanych wyżej od przeciętnej w grupie (o około 5%) wzrosły ceny centralnego ogrzewania i ciepłej wody określane w taryfach zatwierdzanych przez URE dla lokalnych dostawców, a nie globalnie w skali kraju oraz ceny podstawowych nośników energii - w następstwie ubiegłorocznej podwyżki taryf na energię elektryczną i obłożenia jej, począwszy od lipca ub.r., akcyzą, a także podwyżki cen gazu od kwietnia 2002 r. Wzrosły także opłaty za abonament RTV (o ok. 6%), opłaty za usługi sądowe i adwokackie (o ok. 5%) oraz nieznacznie - ceny wyrobów tytoniowych, w wyniku podwyżki podatku akcyzowego w styczniu br. Niewielki spadek wystąpił tylko w grupie cen napojów alkoholowych, na które w październiku ub.r. skokowo obniżono podatek akcyzowy.

W grupie *pozostałych towarów i usług* w I kwartale br. dwunastomiesięczny wzrost cen był średnio ponad dwukrotnie słabszy niż przed rokiem. Wchodzące w skład tej grupy ceny artykułów

nieżywnościowych wzrosły średnio o ok. 0,5-0,8%, podczas gdy ceny usług - o 2,7-2,9%. Zwraca uwagę stopniowe zmniejszanie się rozpiętości pomiędzy tempem wzrostu cen towarów i usług w tej grupie.



W grupie *cen artykułów nieżywnościowych* (zaliczanych do pozostałych cen towarów i usług) w I kwartale br. nasiliła się występująca przez cały 2002 r. spadkowa tendencja tempa ich wzrostu. Długotrwałe spowolnienie dynamiki cen towarów nieżywnościowych, najbardziej podatnych na wahania popytu i podaży, wynikało z nadal niskiej presji popytu. Zarówno w skali rocznej, jak i miesięcznej,

nizsze niż w ubiegłym roku były ceny odzieży i obuwia. Stabilne w kolejnych miesiącach I kwartału br. pozostawały natomiast ceny artykułów wyposażenia mieszkań i prowadzenia gospodarstwa domowego.

Wzrost *cen usług* (zaliczanych do grupy pozostałych cen towarów i usług) w I kwartale br. wykazywał tendencję słabnącą, choć był on nadal znacznie wyższy od wzrostu cen towarów.

Najbardziej w tej grupie wzrosły opłaty związane z użytkowaniem mieszkania oraz ceny usług związanych ze zdrowiem i edukacją.

3.2 Inflacja bazowa

Tabela 16

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej												
	2002											
	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru
	Zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku											
CPI	3,4	3,5	3,3	3,0	1,9	1,6	1,3	1,2	1,3	1,1	0,9	0,8
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	3,2	3,1	3,0	2,6	1,7	1,3	0,8	0,7	0,6	0,5	0,2	0,2
Cen o największej zmienności	2,9	2,8	2,6	2,5	2,1	1,9	1,6	1,5	1,3	0,9	0,8	0,7
Cen o największej zmienności i cen paliw	3,4	3,3	2,9	2,7	2,4	2,1	1,7	1,6	1,3	0,8	0,6	0,4
Cen żywności i paliw (inflacja „netto”)	4,7	4,7	4,1	4,0	3,2	3,1	2,9	2,8	2,8	2,3	2,1	2,0
15% średnia obciąża	3,5	3,2	2,9	2,6	2,0	1,9	1,7	1,7	1,5	1,3	1,3	1,2

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 17

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku)			
	2003		
	sty	lut	mar
CPI	0,5	0,5	0,6
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:			
Cen kontrolowanych	-0,3	-0,5	-0,6
Cen o największej zmienności	0,5	0,5	0,5
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,1	-0,1	-0,2
Cen żywności i paliw (inflacja „netto”)	1,6	1,5	1,4
15% średnia obciąża	1,0	0,8	0,8

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W I kw. 2003 r. nadal utrzymywała się spadkowa tendencja dwunastomiesięcznego tempa wzrostu wszystkich miar inflacji bazowej. Skala tego spadku sięgała 0,2 - 0,8 pkt. proc. (Wykres 37), a w

ostatnich dwóch miesiącach br. - do 0,2 pkt. proc. (Wykres 38). Ponadto w omawianym okresie po raz pierwszy odnotowano ujemne wartości dwóch miar inflacji bazowej: inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych oraz inflacji bazowej po wyeliminowaniu cen o największej zmienności i cen paliw (Wykres 44).

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych (Wykres 39) w marcu 2003 r. obniżyła się o 0,6% w porównaniu z marcem ub.r., kształtując się tym samym na poziomie zdecydowanie niższym niż pozostałe miary inflacji bazowej (Wykres 44). Także w porównaniu ze wskaźnikiem CPI miara ta była dużo niższa (w I kwartale br. średnio o 1,0 pkt. proc.). Wynikało to ze wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych podlegających kontroli administracyjnej o 3,6% w ujęciu rocznym. Wśród wyłączonych grup najwyższe podwyżki dotyczyły cen paliw (wzrost o 17,4%) i opłat za energię elektryczną (wzrost o 6,4% w skali roku).

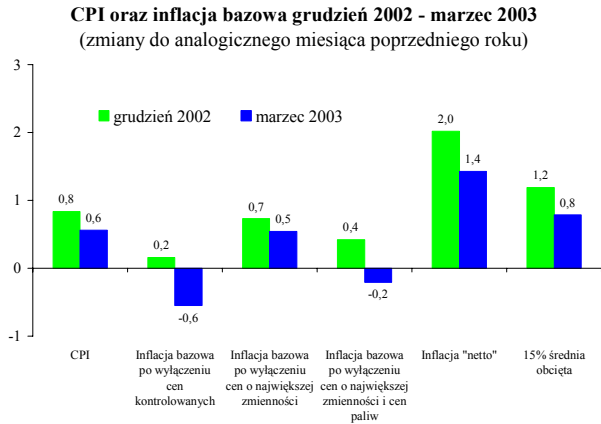
Inflacja bazowa po wyeliminowaniu z CPI cen o największej zmienności (Wykres 40) w I kwartale br. ukształtowała się na poziomie bardzo zbliżonym do poziomu inflacji rejestrowanej. Wyłączenie ze wskaźnika CPI cen najbardziej zmiennych w zasadzie nie spowodowało zmiany tempa wzrostu tej miary inflacji bazowej w porównaniu z CPI. Wśród wyłączonych grup znalazły się bowiem zarówno grupy dynamizujące inflację (opłaty związane z użytkowaniem mieszkania – wzrost o 3,4%, energia elektryczna – wzrost o 6,4%), jak i spowalniające jej wzrost (warzywa – spadek o 8,9%).

W przypadku **inflacji bazowej po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych i cen paliw** (Wykres 41) w marcu br. odnotowano spadek w skali roku o 0,2%. Różnica pomiędzy tą miarą, a miarą inflacji bazowej po wyłączeniu tylko cen najbardziej zmiennych (miara obejmująca paliwa) wyniosła w I kwartale br. średnio 0,6 pkt. proc. Wskazuje to na wzrostową tendencję cen paliw, którymi różnią się oba wskaźniki i które w dużej mierze wpływają na ogólny wzrost cen.

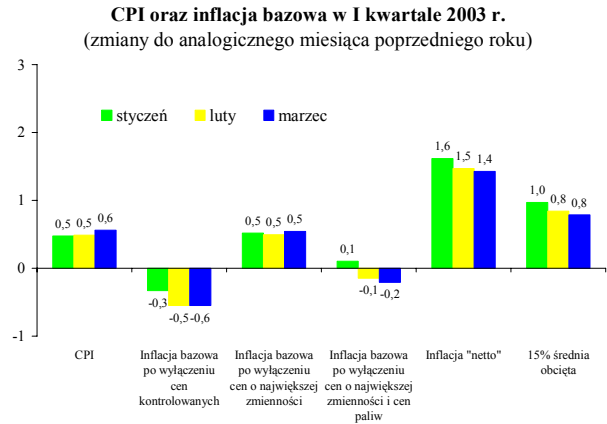
Wskaźniki **inflacji „netto”** (Wykres 42), powstałej poprzez wyłączenie z CPI cen żywności i paliw, w I kwartale br. były wyższe w porównaniu z pozostałymi miarami inflacji bazowej i jednocześnie ukształtowały się powyżej wskaźnika CPI. Ta utrzymująca się od maja 2001 r. tendencja wskazuje na antyinflacyjny charakter cen żywności, które w marcu br. były niższe o 3,5% niż przed rokiem. Natomiast ceny paliw wzrosły w tym okresie o 17,4% wskutek wzrostu notowań światowych cen ropy naftowej.

Kolejna miara inflacji bazowej, tzw. **15% średnia obciążona** (Wykres 43), podobnie jak inflacja „netto”, ukształtowała się powyżej wskaźnika CPI i wynosiła 0,8%. W marcu br. ze wskaźnika tego zostały wyłączone następujące grupy o najmniejszym wzroście cen: artykuły żywnościowe (mięso, wędliny, warzywa), wyroby spirytusowe, sprzęt audiowizualny i informatyczny oraz grupy, które podrożały najbardziej: paliwa, opłaty związane z użytkowaniem mieszkania oraz nośniki energii.

Wykres 37



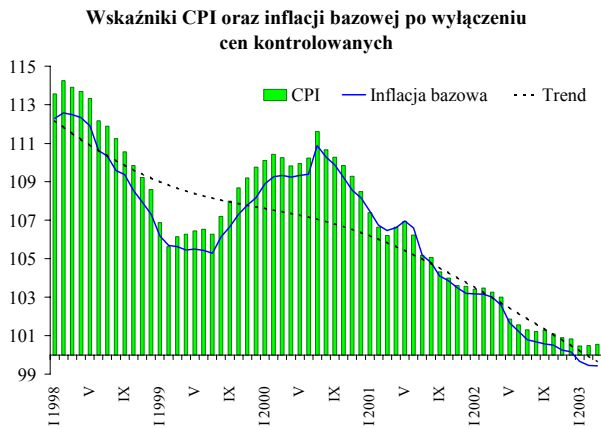
Wykres 38



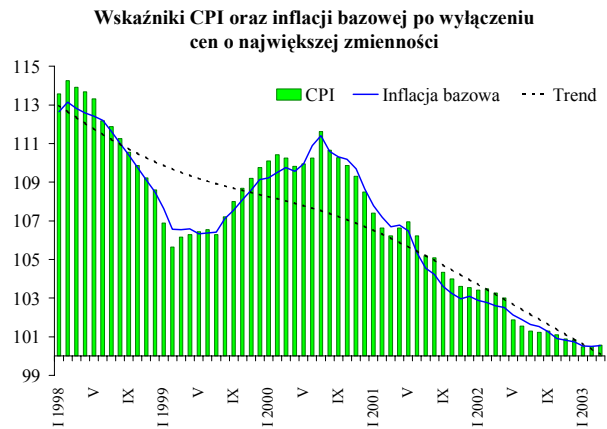
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

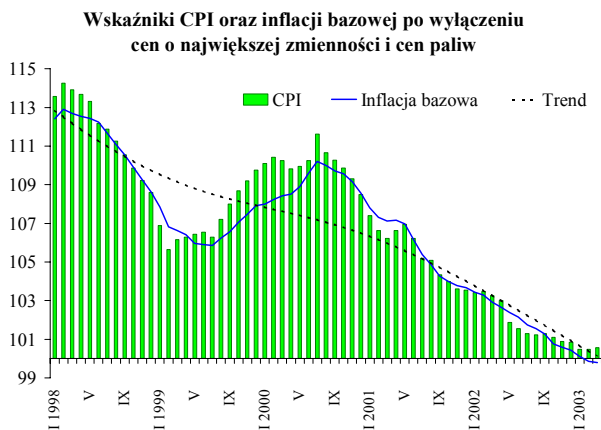
Wykres 39



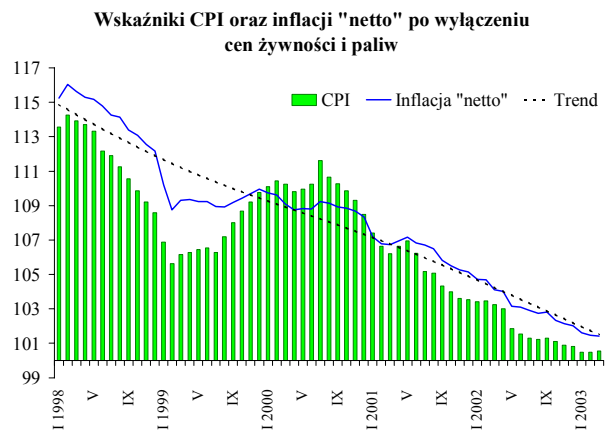
Wykres 40



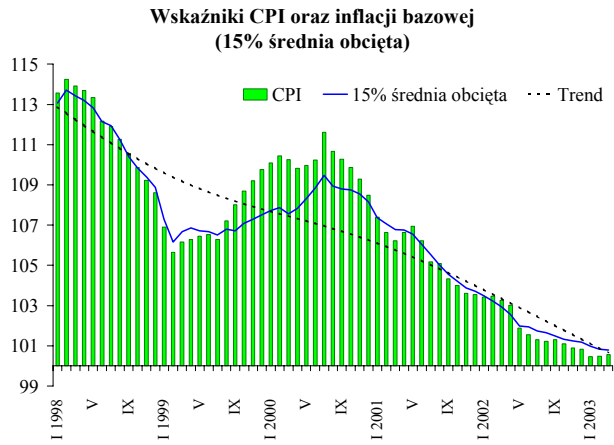
Wykres 41



Wykres 42

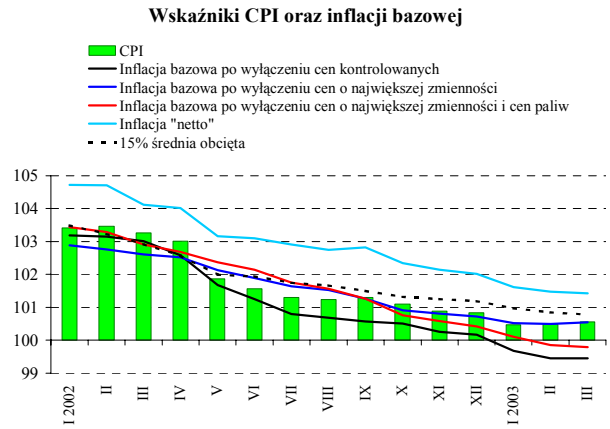


Wykres 43



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Wykres 44



4 POLITYKA PIENIĘŻNA A REALIZACJA CELU INFLACYJNEGO

4.1 Polityka pieniężna w I kwartale 2003r.

W I kwartale 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżyła stopy podstawowe NBP (Tabela 18). W rezultacie stopa referencyjna NBP, kluczowa z punktu widzenia oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, spadła w tym okresie z 6,75% do 6,0%, a w ujęciu realnym z 5,9% do 5,4% (przy użyciu bieżącego wskaźnika CPI jako deflatora). W sumie w obecnym cyklu obniżek stóp procentowych, tj. począwszy od lutego 2001 r. do marca 2003 r., stopy procentowe NBP były redukowane siedemnastokrotnie. Stopa referencyjna spadła w tym okresie o 13 pkt. proc.

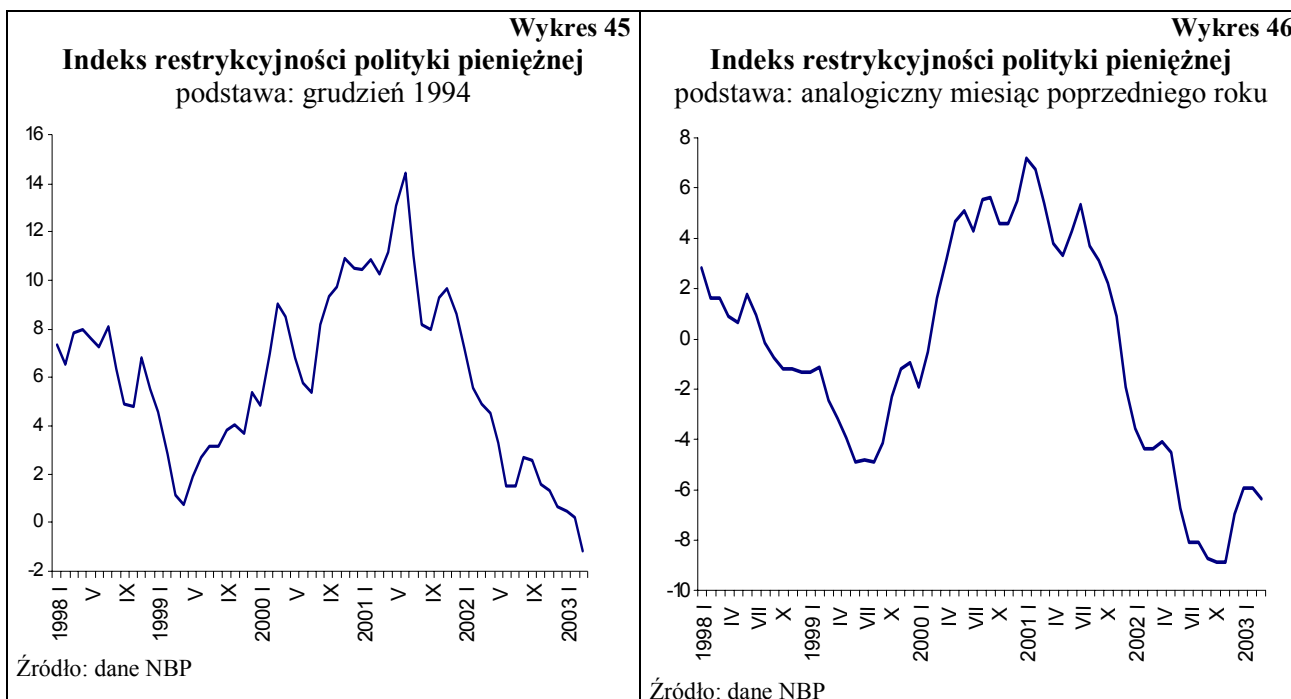
W I kwartale br. nastąpiło dalsze złagodzenie polityki pieniężnej. Jego skalę obrazują obliczane w NBP indeksy restrykcyjności polityki pieniężnej, uwzględniające zmiany zarówno krótkookresowej realnej stopy procentowej, jak i realnego efektywnego kursu złotego.¹⁸

Tabela 18

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

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

^aData podjęcia decyzji



Za dokonywaniem obniżek stóp procentowych w I kwartale br. przemawiały następujące czynniki:

- utrzymywanie się niskiej dynamiki popytu krajowego,
- brak symptomów ożywienia gospodarczego w świecie,
- dalszy spadek inflacji bieżącej oraz wskaźników inflacji bazowej.

Wskutek dalszego spadku zatrudnienia w I kwartale br. utrzymał się niski wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw. W rezultacie dochody z pracy najemnej były w tym sektorze nominalnie o 2,3% mniejsze niż przed rokiem. Wzrosła natomiast o 2,9% w stosunku do analogicznego kwartału ub.r. dynamika dochodów ze świadczeń i ubezpieczeń społecznych. W sumie szacuje się, że w I kwartale br. rejestrowane dochody do dyspozycji brutto gospodarstw domowych wzrosły o ok.1% nominalnie, tj. o 0,5% realnie, w porównaniu z I kwartałem ub.r.

Według szacunków GUS dynamika spożycia indywidualnego w analizowanym kwartale, choć nadal przewyższała dynamikę rejestrowanych dochodów do dyspozycji, to jednak obniżyła się z 3-3,5% w 2002 r. do około 1,4%.

Depozyty gospodarstw domowych w I kwartale br. nadal systematycznie zmniejszały się. Skalę ich spadku dodatkowo pogłębiało uwzględnienie różnic kursowych, wywołanych występującym w tym okresie osłabieniem złotego. Spadkowa tendencja depozytów gospodarstw domowych utrzymuje się od połowy ub.r. i jest wynikiem niskiej dynamiki rejestrowanych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz malejącej atrakcyjności lokat bankowych (spadek stóp procentowych, dodatkowo

pogłębiony podatkiem od przychodów odsetkowych). Towarzyszyła jej w I kwartale br. ustabilizowana na poziomie poniżej 15% w skali rocznej dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu.

Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych w I kwartale br., podobnie jak w drugim półroczu ub.r., utrzymywała się w stabilnym przedziale 9-7% (a po wyeliminowaniu wpływu różnic kursowych – na poziomie 7-3%). Przyspieszeniu akcji kredytowej dla gospodarstw domowych – obok nadal wysokiego realnego oprocentowania kredytów – nie sprzyjały słabe perspektywy dochodowe ludności w warunkach rosnącego bezrobocia.

W rezultacie powyższych zmian w depozytach i kredytach skala spadku oszczędności netto gospodarstw domowych w bankach w I kwartale br. zmniejszyła się w porównaniu z poprzednim kwartałem. Jednocześnie zanotowano znaczący przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu oraz innych aktywów finansowych gospodarstw domowych (głównie w funduszach inwestycyjnych). W efekcie oszczędności finansowe gospodarstw domowych, w III i IV kwartale 2002 r. ujemne, w I kwartale br. były dodatnie i przekroczyły poziom z I kwartału ub.r. (3,2 mld zł wobec 3,0 mld zł).

Wzrostowi popytu konsumpcyjnego towarzyszył w I kwartale br. dalszy spadek nakładów inwestycyjnych (wg szacunków GUS o 3,6% w stosunku do analogicznego okresu ub.r.). Wynikał on w głównej mierze z pogłębienia się skali spadku produkcji budownictwa w związku z niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi (znacznie mroźniejsza niż przed rokiem i dłuższa zima).

Słaba dynamika inwestycji znajdowała w I kwartale br. odzwierciedlenie w nadal bardzo niskim tempie przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw. Ustabilizowało się ono na poziomie ok. 1% w skali rocznej i niemal w całości było efektem notowanego w tym okresie osłabienia złotego. Marcowy wzrost dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw wynikał dodatkowo z wprowadzonych przed rokiem zmian w metodologii liczenia agregatów monetarnych.

Czynnikiem zniechęcającym przedsiębiorstwa produkujące na eksport do podejmowania działalności inwestycyjnej w I kwartale br. były nadal słabe oceny wzrostu popytu zewnętrznego, w tym szczególnie brak symptomów ożywienia gospodarczego w Niemczech i kolejne weryfikacje w dół prognoz wzrostu gospodarczego w tym kraju w 2003 r.

Oddalająca się perspektywa poprawy popytu u naszych głównych partnerów handlowych stanowiła też istotną przesłankę decyzji Rady Polityki Pieniężnej o obniżkach stóp procentowych w I kwartale br. Skłaniał ją do tego dalszy spadek bieżącej inflacji, wskaźników inflacji bazowej oraz oczekiwań inflacyjnych, a przede wszystkim brak zagrożeń realizacji celu inflacyjnego w 2003 oraz rosnące prawdopodobieństwo jego realizacji w 2004 r.

W okresie od grudnia 2002 r. do marca 2003 r. roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się z 0,8% do 0,6%. Towarzyszył temu spadek wszystkich miar inflacji bazowej: z przedziału 0,2%-2,0%, w którym mieściły się one w grudniu 2002 r., do przedziału minus

0,6% - plus 0,8% w marcu 2003 r. Jednocześnie umacniały się niskie oczekiwania inflacyjne zarówno osób prywatnych, jak i analityków bankowych. W przypadku osób prywatnych spodziewana przez nie w horyzoncie dwunastu miesięcy inflacja roczna mierzona wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych spadła z 0,8% w grudniu 2002 r. do 0,4% w marcu 2003 r., podczas gdy roczny wskaźnik inflacji oczekiwany przez analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy obniżył się odpowiednio z 2,5% do 2,4%.

W I kwartale br. przy podejmowaniu decyzji o obniżkach stóp procentowych brano też pod uwagę następujące czynniki, które stanowiły potencjalne źródło presji inflacyjnej:

- wysokie ceny ropy naftowej na rynku światowym i ryzyko ich dalszego wzrostu w związku z wojną w Iraku,
- systematyczny wzrost wskaźnika cen produkcji sprzedanej w przemyśle, który w marcu osiągnął poziom 3,4% w skali rocznej,
- silne osłabienie złotego (szczególnie w marcu br.); Rada uznała, że w warunkach wewnętrznej i zewnętrznej niepewności politycznej może ono okazać się na tyle trwałe, że znajdzie odzwierciedlenie we wzroście cen,
- prawdopodobieństwo przekroczenia poziomu deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych, planowanego w projekcie ustawy budżetowej na 2003 r. oraz niepewność co do polityki fiskalnej w 2004 r.

W swoich decyzjach o zmianach stóp procentowych Rada brała też pod uwagę skalę dotychczas dokonanych obniżek, które z opóźnieniem będą wpływały na stopniowy wzrost popytu krajowego w drugiej połowie 2003 r. i w 2004 r.

4.2 Podaż pieniądza

Zmiany podaży pieniądza w I kwartale 2003 r. charakteryzowały następujące główne tendencje:

- stabilizacja na niskim poziomie rocznej dynamiki podaży pieniądza M3,
- ustabilizowanie się rocznej dynamiki pieniądza gotówkowego w obiegu (poza kasami banków),
- istotny wpływ różnic kursowych na kształtowanie się poziomu depozytów i kredytów.

Tabela 19

Podaż pieniądza w I kwartale 2003 r.

Wyszczególnienie	Stan na 31.03.2003 r.	Zmiana w stosunku do 31.03.2002 r.		Zmiana w stosunku do 31.12.2002 r.	
		w mld zł	%	mld zł	%
I. Podaż pieniądza M1	136,2	21,4	18,6	0,0	0,0
II. Podaż pieniądza M3	320,9	1,5	0,5	-0,6	-0,2
1. Pieniądz gotówkowy w obiegu (poza kasami banków)	44,2	5,4	13,8	2,0	4,7
2. Depozyty i inne zobowiązania	273,7	-6,5	-2,3	-3,9	-1,4
2.1. Gospodarstwa domowe	195,6	-12,1	-5,8	-0,3	-0,1
2.2. Niemonetarne instytucje finansowe	6,6	0,8	14,5	-0,6	-8,1
2.3. Przedsiębiorstwa	51,4	5,3	11,4	-3,6	-6,5
2.4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	8,1	-0,8	-8,8	-0,1	-1,6
2.5. Instytucje samorządowe	10,2	0,6	6,4	1,8	21,0
2.6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	1,6	-0,4	-19,2	-1,1	-39,6
3. Pozostałe składniki M3	3,0	2,6	744,5	1,3	70,9

Źródło: dane NBP

Podaż pieniądza M3 obniżyła się w I kwartale 2003 r. w stosunku do stanu na koniec 2002 r. o 0,6 mld zł, tj. o 0,2% nominalnie i o 0,7% realnie. Wynikało to przede wszystkim ze spadku zobowiązań systemu bankowego¹⁹ wobec przedsiębiorstw. Spadek ten miał charakter sezonowy, lecz jego skala w omawianym okresie była znacznie mniejsza niż przed rokiem. Zmniejszyły się również zobowiązania systemu bankowego wobec pozostałych sektorów z wyjątkiem sektora instytucji samorządowych. Wzrost depozytów instytucji samorządowych w tym okresie był także zjawiskiem sezonowym, związanym z przekazywaniem dotacji z instytucji rządowych szczebla centralnego. Początek roku zwyczajowo charakteryzuje się też wzrostem zobowiązań systemu bankowego wobec gospodarstw domowych w związku z wypłatami dodatkowych wynagrodzeń i innych świadczeń w tym okresie. Jednak w I kwartale br. zjawisko to nie wystąpiło, a poziom depozytów gospodarstw domowych obniżył się.

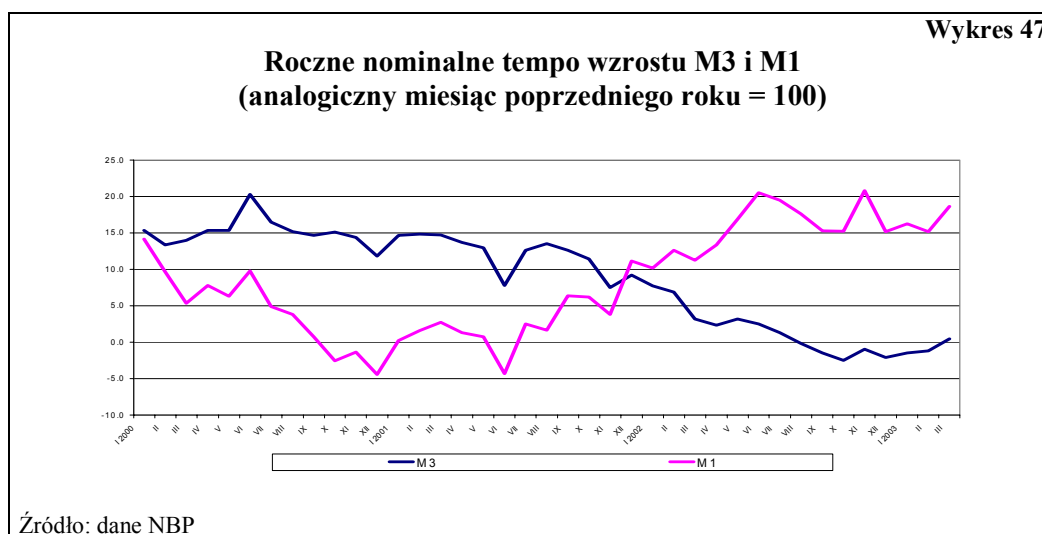
Zmiana poziomu depozytów i innych zobowiązań zaliczanych do M3 odzwierciedlała przede wszystkim zmianę stanu depozytów złotych, które spadły w tym okresie o 3,9 mld zł (1,7%). Poziom depozytów walutowych w ujęciu złotowym praktycznie nie zmienił się w porównaniu z końcem 2002 r. Wynikało to głównie z różnic kursowych. Po ich wyeliminowaniu stan depozytów walutowych zmniejszyłyby się o 3,0 mld zł, tj. o 6,4%.

Spadek podaży pieniądza M3 był ograniczany w I kwartale br. przez wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu oraz pozostałych składników M3. Do znacznego przyrostu pozostałych składników M3 przyczyniła się, rozpoczęta w końcu 2002 r. i kontynuowana w I kwartale br., emisja przez niektóre banki komercyjne obligacji skierowanych do gospodarstw domowych. Popularność tej

formy oszczędzania wśród ludności wynikała z możliwości uniknięcia opodatkowania dochodów odsetkowych.

Dwunastomiesięczna dynamika wzrostu szerokiego agregatu M3 w marcu br. po raz pierwszy od lipca 2002 r. była dodatnia i wyniosła 0,5%.

Stan wąskiego pieniądza M1, w skład którego wchodzi pieniądź gotówkowy w obiegu oraz bieżące depozyty w systemie bankowym, w I kwartale br. nie zmienił się. Zmieniła się natomiast struktura tego agregatu: gotówka w obiegu zwiększyła się o 2,0 mld zł (4,7%), a depozyty bieżące zmniejszyły się o 2,0 mld zł (-2,2%). Należy przy tym zaznaczyć, że choć przyrost pieniądza gotówkowego poza sektorem bankowym był znacznie większy niż w analogicznym okresie w poprzednich latach, to dwunastomiesięczna dynamika tej kategorii w kolejnych miesiącach I kwartału br. była niższa niż we wszystkich miesiącach 2002 r. (wahała się od 12,7% w lutym do 13,8% w marcu). Z kolei spadek depozytów bieżących odnotowany w I kwartale br. był zjawiskiem o charakterze sezonowym i najsilniej wystąpił w sektorze przedsiębiorstw w styczniu br. Ich roczne tempo wzrostu pozostało jednak nadal stosunkowo wysokie (w marcu wyniosło 21,1%).



Czynniki kreacji pieniądza

Zmiany w strukturze czynników kreacji pieniądza w I kwartale 2003 r. w porównaniu z IV kwartałem 2002 r. oraz analogicznym okresem poprzedniego roku obrazuje poniższa Tabela. W omawianym okresie głównym źródłem kreacji pieniądza były aktywa zagraniczne netto oraz należności. Absorpcję pieniądza powodowały natomiast zmiany w poziomie zadłużenia netto instytucji rządowych i przedsiębiorstw.

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

Tabela 20

Czynniki kreacji pieniądza

Wyszczególnienie	Zmiana w I kw. 2003 r. w stosunku do końca 2002 r. w mld zł	Zmiana w I kw. 2003 r. w stosunku do I kw. 2002 r. w mld zł
PODAŻ PIENIĄDZA M3 (1+2+3-4+5+6)	-0,6	1,5
Czynniki kreacji:		
1. Aktywa zagraniczne netto	11,9	6,3
2. Należności	7,3	20,0
3. Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego	-5,3	-1,9
4. Długoterminowe zobowiązania finansowe	3,1	11,4
5. Aktywa trwałe (bez aktywów finansowych)	0,2	2,5
6. Saldo pozostałych pozycji netto	-11,6	-14,0

Źródło: dane NBP

Należności

Należności systemu bankowego ogółem wzrosły w I kwartale 2003 r. o 7.3 mld zł (2,9% nominalnie, 2.4% realnie) i były jednym z głównych czynników kreujących pieniądza. W przeciwieństwie do ub. roku, w którym obserwowano systematyczny spadek dwunastomiesięcznej dynamiki wzrostu należności, od początku 2003 r. następuje jej wzrost.

Tabela 21

Struktura należności w I kwartale 2003 r.

Wyszczególnienie	Stan na 31.03.2003	Zmiana w stosunku do IV kw. 2002 r.	
		mld zł	%
Należności ogółem	257,8	7,3	2,9
1. Gospodarstwa domowe	92,1	2,3	2,6
2. Niemonetarne instytucje finansowe	14,7	0,0	0,0
3. Przedsiębiorstwa	136,6	5,3	4,0
4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	1,0	0,0	-3,9
5. Instytucje samorządowe	11,1	-0,2	-2,2
6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	2,4	0,0	-2,9

Źródło: dane NBP

Należności od gospodarstw domowych wyniosły na koniec I kwartału 2003 r. 92,1 mld zł, a ich przyrost w omawianym okresie determinowany był przez zmiany w poziomie należności walutowych. Udział należności walutowych od gospodarstw domowych w należnościach ogółem od gospodarstw domowych zwiększył się z 22,9% w grudniu 2002 r. do 24,6% w marcu 2003 r. Wzrost stanu kredytów walutowych, który w tym okresie w ujęciu złotowym wyniósł 2,1 mld zł (10,2%), wynikał przede wszystkim z różnic kursowych. Po ich wyeliminowaniu rzeczywisty przyrost kredytów tego sektora wyniósłby 0,5 mld zł (2,4%). Kredyty walutowe zaciągane przez gospodarstwa domowe przeznaczane były głównie na cele mieszkaniowe (59,3%). Kredyty na zakup nieruchomości mieszkaniowych

stanowiły również najistotniejszą pozycję w strukturze przedmiotowej ogółu kredytów dla osób prywatnych (34,9%). Natomiast przedsiębiorcy indywidualni, zaliczani do gospodarstw domowych, zaciągali głównie kredyty inwestycyjne (35,2%), operacyjne (26,6%) oraz kredyty w rachunku bieżącym (21,7%).

Na znaczący przyrost kredytów w sektorze przedsiębiorstw złożyły się przede wszystkim zmiany w poziomie kredytów walutowych w przeliczeniu na złote. W stosunku do grudnia 2002 r. zwiększyły się one o 4,9 mld zł (13,8%), a ich przyrost determinowany był przez różnice kursowe. Po ich wyeliminowaniu rzeczywisty wzrost poziomu kredytów w tym sektorze wyniósłby 2,4 mld zł (6,8%). Przedsiębiorstwa przeznaczały kredyty głównie na finansowanie działalności operacyjnej (34,8%) i inwestycyjnej (32,4%).

Należności od pozostałych sektorów zmniejszyły się w I kwartale 2003 r. o 0,3 mld zł, w czym największy udział miał spadek należności od instytucji samorządowych, wynoszący 0,2 mld zł (2,2%).

Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego

Podobnie jak w 2002 r., również w I kwartale br. zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego (IRSC) stanowiło główny czynnik absorbujący pieniądź. Na koniec marca br. poziom zadłużenia netto IRSC wyniósł 60,6 mld zł, tj. zmniejszył się w ciągu omawianego okresu o 5,3 mld zł (nominalnie o 8,1%, realnie o 8,6%). Na spadek ten złożył się:

- wzrost zobowiązań sektora bankowego wobec IRSC o 6,6 mld zł (40,7%),
- zwiększenie należności sektora bankowego od IRSC z tytułu kredytów i papierów dłużnych o 1,3 mld zł (1,5%),

O wzroście zobowiązań w tym okresie zdecydowało m.in. złożenie przez Ministerstwo Finansów w styczniu br. nadwyżki środków na rachunkach złotych lokat terminowych w NBP. Wartość lokat w tym miesiącu wzrosła o 9,2 mld zł.

Należności od IRSC zwiększyły się w omawianym okresie głównie w wyniku przyrostu wolumenu dłużnych papierów wartościowych o 1,4 mld zł.

Aktywa zagraniczne netto

Aktywa zagraniczne netto systemu bankowego osiągnęły na koniec marca br. poziom 143,9 mld zł i zwiększyły się w stosunku do grudnia 2002 r. o 11,9 mld zł, tj. o 9,0%. Na wzrost ten złożyło się z jednej strony zwiększenie aktywów zagranicznych o 18,2 mld zł (10,6%), a z drugiej – wzrost pasywów zagranicznych o 6,2 mld zł (15,5%). Przyrosty te generowane były przede wszystkim przez zmiany różnic kursowych. W ujęciu dolarowym aktywa zagraniczne netto wyniosły na koniec I kwartału 2003 r. 35,5 mld USD i wzrosły w stosunku do grudnia ub. roku o 1,1 mld USD.

Zmiana poziomu aktywów zagranicznych była sumą wzrostu tej kategorii w NBP o 4,2% oraz w bankach komercyjnych o 9,6%. Na przyrost poziomu aktywów zagranicznych w NBP złożyły się m.in. środki w kwocie 1,5 mld euro, pozyskane przez budżet państwa z emisji rządowych obligacji na rynkach zagranicznych, zdeponowane na rachunku walutowym w NBP.

Natomiast pasywa zagraniczne systemu bankowego zwiększyły się w I kwartale br. wskutek wzrostu o 21,7% zobowiązań NBP oraz o 8,6% zobowiązań banków komercyjnych. Tym samym udział banków komercyjnych w tej kategorii obniżył się z 84,2% na koniec grudnia 2002 r. do 82,6% w marcu br.

Saldo pozostałych pozycji (netto)

W I kwartale br. ujemne saldo pozostałych pozycji netto (SPPN) powiększyło się o 11,6 mld zł, tj. o 20,7 % i na koniec marca wyniosło –67,8 mld zł. O skali i kierunku zmiany tej kategorii zdecydowały w I kwartale *pozostałe aktywa netto w NBP*. W ciągu I kwartału pasywne saldo *pozostałych aktywów netto NBP* pogłębiło się o 8,5 mld zł tj. o 27,5 % i wyniosło na koniec marca –39,5 mld zł. Spadek ten spowodowany był głównie zmniejszeniem się stanu „rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych” w związku z wyceną aktywów i pasywów walutowych przeliczonych na złote. Zmiany te wynikały z księgowych zapisów technicznych i nie miały bezpośredniego wpływu na podaż pieniądza M3.

Kolejnymi elementami znacząco wpływającymi na zwiększenie ujemnego salda pozostałych pozycji netto w I kwartale br. były rozrachunki międzyoddziałowe i międzybankowe w bankach komercyjnych, które zwiększyły się o 1,9 mld zł tj. 87,6 %, a ich stan na koniec marca wyniósł –4,1 mld zł. Środki gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych oraz funduszu ubezpieczeń społecznych, które znalazły się „w drodze”, tj. na kontach rozrachunków, zmniejszyły podaż pieniądza M3.

Aktywa trwałe banków

Wartość aktywów trwałych banków na koniec I kwartału br. wyniosła 29,1 mld zł i zwiększyła się o 0,2 mld zł (o 0,6%) w porównaniu z końcem 2002 r.

Długoterminowe zobowiązania finansowe

Długoterminowe zobowiązania finansowe systemu bankowego zwiększyły się w I kwartale br. o 3,1 mld zł, tj. o 3,1% i osiągnęły na koniec marca br. poziom 102,8 mld zł. Na przyrost tej kategorii złożyło się zwiększenie stanu depozytów z terminem pierwotnym powyżej 2 lat o 1,1 mld zł (5,2%) oraz kapitałów i rezerw o 2,0 mld zł (2,5%).

Udział depozytów z terminem pierwotnym powyżej 2 lat w długoterminowych zobowiązaniach finansowych systematycznie wzrastał i na koniec marca br. wyniósł 21,3%. W przeciwieństwie do

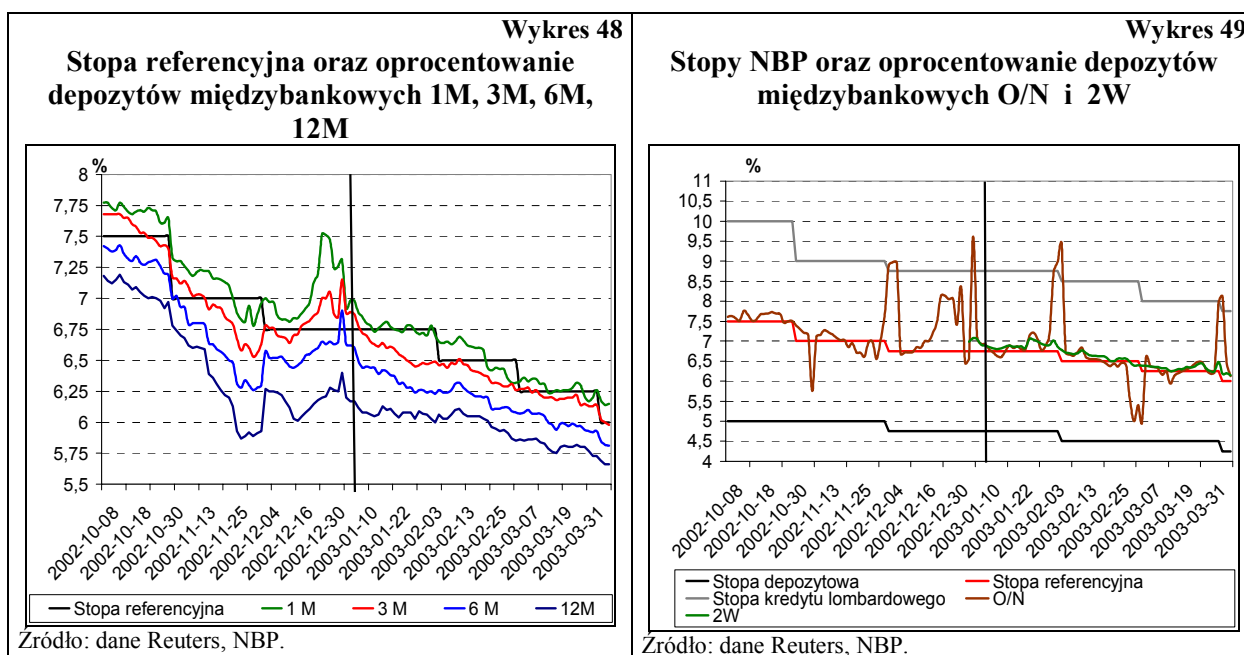
depozytów terminowych z terminem pierwotnym do 2 lat, które od marca 2002 r. charakteryzowały się ujemnym rocznym tempem wzrostu, dwunastomiesięczna dynamika depozytów z terminem powyżej 2 lat utrzymywała się w omawianym okresie na stosunkowo wysokim poziomie 15,2% - 22,4%.

4.3 Transmisja polityki monetarnej

4.3.1 Stopa procentowa

Polityka pieniężna a stopy procentowe na rynku międzybankowym

W I kwartale 2003 r. utrzymywała się spadkowa tendencja stóp rynku pieniężnego.²⁰ Bezpośrednią przyczyną spadkowego trendu krótkoterminowych stóp procentowych były oczekiwania na kolejne obniżki stóp procentowych NBP (Wykres 48, Wykres 49).



Od stycznia do marca br. RPP trzykrotnie obniżyła dwutygodniową stopę referencyjną²¹ (w sumie o 75 punktów bazowych (p.b.)), dokonując obniżek po 25 p.b. na trzech kolejnych posiedzeniach. Przed każdym kolejnym posiedzeniem RPP rynek dyskontował oczekiwaną obniżkę stóp. Najwyraźniej było to widoczne w przypadku stóp dwutygodniowych (2W), miesięcznych (1M) i trzymiesięcznych (3M). Skala zmian rynkowych stóp procentowych niemal dokładnie odpowiadała oczekiwanej zmianie stopy referencyjnej NBP. Niewielkie różnice, jakie między nimi występowały, wynikały stąd, że po dokonaniu zmiany stopy NBP rynek zaczynał dyskontować jej kolejne oczekiwane obniżki.

Tabela 22

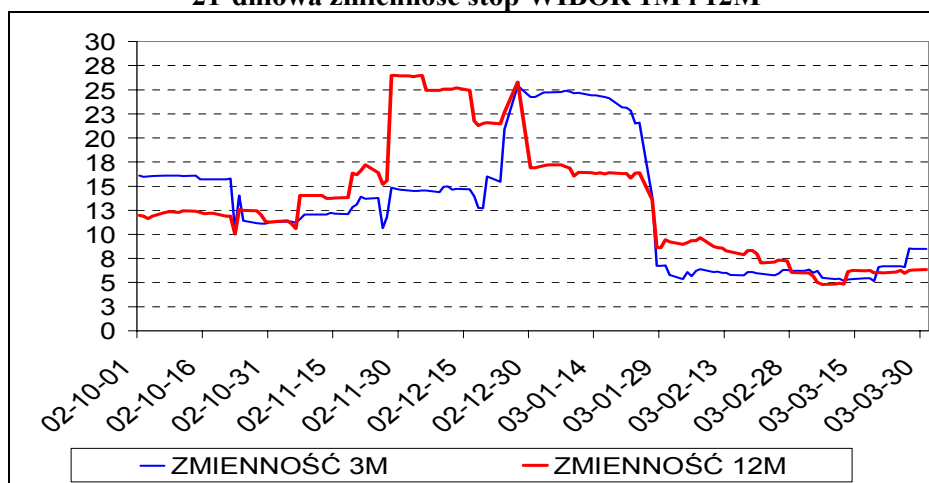
Zmiany stóp WIBOR w I kwartale 2003 r.

I kw. 2003 r.	Stopa referencyjna NBP	2W	1M	3M	6M	12M
2003-01-02	6,75	6,91	6,89	6,78	6,5	6,12
2003-03-31	6,00	6,15	6,15	5,98	5,81	5,66
Zmiana (w p. b.)	-75	-76	-74	-80	-69	-49

W I kwartale br. zmniejszyła się niepewność rynku co do przyszłych zmian stóp NBP, na co wskazywało obniżenie krótkookresowej zmienności oprocentowania depozytów międzybankowych w porównaniu z poprzednim kwartałem (Wykres 50).²²

Wykres 50

21-dniowa zmienność stóp WIBOR 1M i 12M

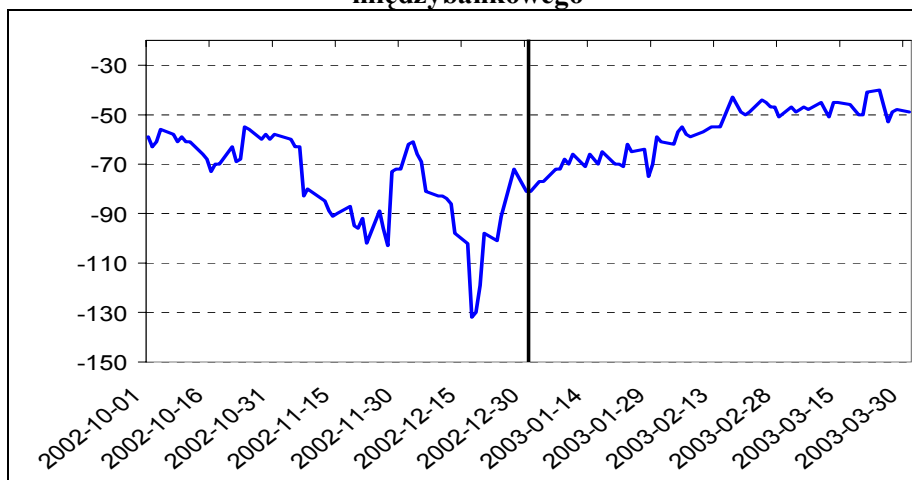


Źródło: dane Reuters, NBP.

Utrzymywanie się oczekiwań na kolejne obniżki stóp procentowych NBP potwierdzało występowanie ujemnej różnicy między oprocentowaniem 12- i 1-miesięcznych depozytów międzybankowych. Od połowy lutego do końca marca br. różnica ta wahała się od -40 do -50 p.b. Pomimo obniżek stóp procentowych, w sumie w lutym i w marcu br. o 50 p.b., na rynku utrzymywały się oczekiwania na kolejne cięcia stóp NBP. Były one związane z brakiem wyraźnych sygnałów ożywienia gospodarczego oraz niewielką presją popytową (Wykres 51).

Wykres 51

Różnica między oprocentowaniem 1- i 12 miesięcznego depozytu międzybankowego



Źródło: dane Reuters, NBP.

Reakcja banków na politykę banku centralnego

Analiza dotychczasowych reakcji banków na obniżki stóp podstawowych NBP wskazuje na następujące tendencje, istotne z punktu widzenia efektywności mechanizmu transmisji monetarnej:

- zróżnicowanie zmian oprocentowania kredytów i depozytów,
- zróżnicowanie zmian oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

W I kwartale 2003 r., podobnie jak w poprzednich latach, banki reagowały na spadek rynkowych stóp procentowych obniżkami stóp depozytów i kredytów (Tabela 23).

Tabela 23

Oprocentowanie złotych depozytów i kredytów dla gospodarstw domowych w okresie marzec 02 -marzec 03 r.

Rodzaj	III 02 r.	XII 02 r.	Zmiana III 02 r. - XII 02 r.	I 03 r.	II 03 r.	III 03 r.	Zmiana XII 02 r.- III 03 r.
Rachunki oszczędnościowo-rozliczeniowe	2,5	1,2	-1,3	1,0	0,8	0,6	-0,4
Depozyty terminowe deklarowane na okres 3 miesięcy	6,8	3,9	-2,9	3,8	3,7	3,5	-0,4
Depozyty terminowe gospodarstw domowych	7,1	4,2	-2,9	4,1	4,0	3,8	-0,3
Kredyty udzielone w rachunku bieżącym	18,0	17,6	-0,4	17,5	17,5	17,3	-0,3
Kredyty konsumenckie udzielone na okres 1 roku	19,0	18,1	-1,0	17,9	17,2	17,2	-0,9
Kredyty konsumenckie ogółem	18,5	17,5	-1,0	17,2	16,6	16,6	-0,9
Kredyty mieszkaniowe udzielone na okres powyżej 5 lat	12,4	9,4	-3,0	8,6	8,5	8,5	-0,8
Kredyty mieszkaniowe ogółem	11,1	9,0	-2,1	8,7	8,5	8,6	-0,4

Źródło: Dep. Statystyki NBP.

W ciągu pierwszych dwóch miesięcy br. największe zmiany oprocentowania odnotowano w przypadku kredytów konsumenckich i kredytów mieszkaniowych. Oprocentowanie kredytów konsumenckich spadło o 0,5 pkt. proc., a kredytów mieszkaniowych o 0,9 pkt. proc. W tym samym okresie oprocentowanie depozytów obniżyło się o 0,2 pkt. proc.

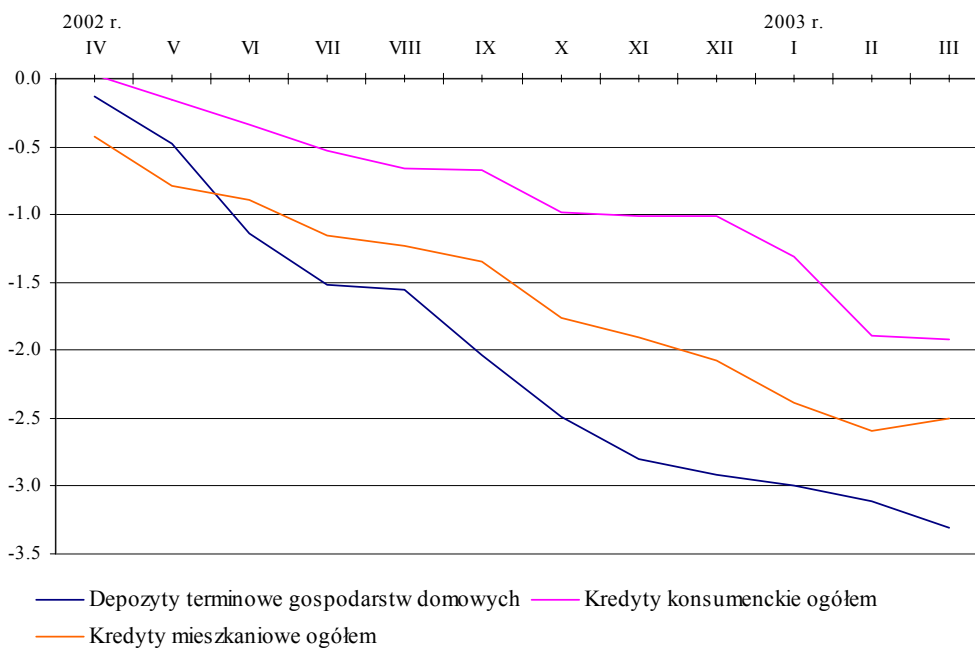
Po marcowej obniżce stóp procentowych banku centralnego banki komercyjne silniej obniżyły oprocentowanie depozytów, przy niewielkich tylko zmianach oprocentowania kredytów. W marcu br. średnie oprocentowanie depozytów spadło o 0,2 pkt. proc., kredytów mieszkaniowych o 0,1 pkt. proc., a oprocentowanie kredytów konsumenckich pozostało bez zmian.

Najmniej w ciągu pierwszego kwartału br. obniżyło się oprocentowanie kredytów w rachunku bieżącym. Wynikało to z nadal zmniejszającej się zdolności kredytowej gospodarstw domowych oraz utrzymywania przez banki wyższej marży na ryzyko tej kategorii kredytów. Najbardziej natomiast spadło w tym okresie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych. W przypadku tych kredytów banki mają bowiem możliwość lepszego sprawdzenia wykorzystania środków przez kredytobiorcę, a ponadto ryzyko tych kredytów zmniejszają zabezpieczenia w postaci nieruchomości.

Porównanie zmian oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw oraz kredytów konsumenckich wskazuje na asymetrię w dostosowaniu stóp przez sektor bankowy w zależności od rodzaju klientów. Źródłem tej asymetrii była m. in. inna ocena ryzyka kredytowego.

Wykres 52

Skumulowana zmiana poziomu stóp procentowych w stosunku do marca 2002 r.



Źródło: Dep. Statystyki NBP.

Poniżej (Tabela 24) zestawiono zmiany oprocentowania kredytów złotych dla przedsiębiorstw oraz przedsiębiorców indywidualnych.

Tabela 24

**Oprocentowanie kredytów złotych dla przedsiębiorstw
w okresie marzec 02 – marzec 03 r. (w pkt proc.)**

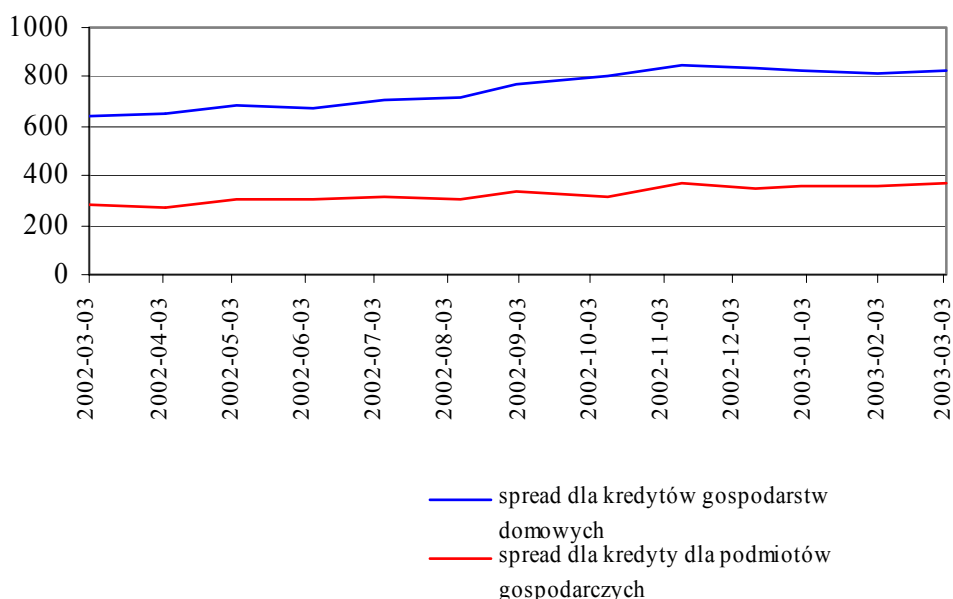
Rodzaj	III 02 r.	XII 02r.	Zmiana III 02 r. -XII 02 r.	I 03r.	II 03 r.	III 03 .	Zmiana III 02 r.- XII 02 r.
Kredyty dla przedsiębiorstw udzielone w rachunku bieżącym	13,0	10,3	-2,7	10,1	9,9	9,8	-0,5
Kredyty dla przedsiębiorstw udzielone na okres 1 roku	13,1	9,9	-3,2	9,6	9,4	9,2	-0,7
Kredyty dla przedsiębiorstw ogółem	13,4	10,6	-2,9	10,3	10,1	9,9	-0,7
Kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych ¹ udzielone na okres 1 roku	14,5	12,2	-2,3	12,0	11,9	11,8	-0,4
Kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych ogółem	14,4	12,3	-2,1	12,0	11,9	11,7	-0,6

¹Przedsiębiorcy zatrudniający do 9 osób.
Źródło: Dep. Statystyki NBP.

Nadwyżka oprocentowania kredytów nad stopą rynku międzybankowego (WIBOR 1-miesięczny) wskazuje, że występują istotne różnice między rynkami kredytów dla przedsiębiorstw oraz dla gospodarstw domowych. Nadwyżka ta jest bowiem znacznie wyższa w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych niż w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw (Wykres 53).

Wykres 53

Różnica między oprocentowaniem kredytów a stawką WIBOR 1M (w p. b.)



Źródło: Dep. Statystyki NBP, DOK NBP.

W okresie od marca 2002 r. do marca 2003 r. średnia miesięczna stopa WIBOR1M obniżyła się o 4,35 pkt. proc., podczas gdy średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw spadło o 3,6 pkt. proc., a kredytów konsumenckich ogółem o 1,9 pkt. proc.

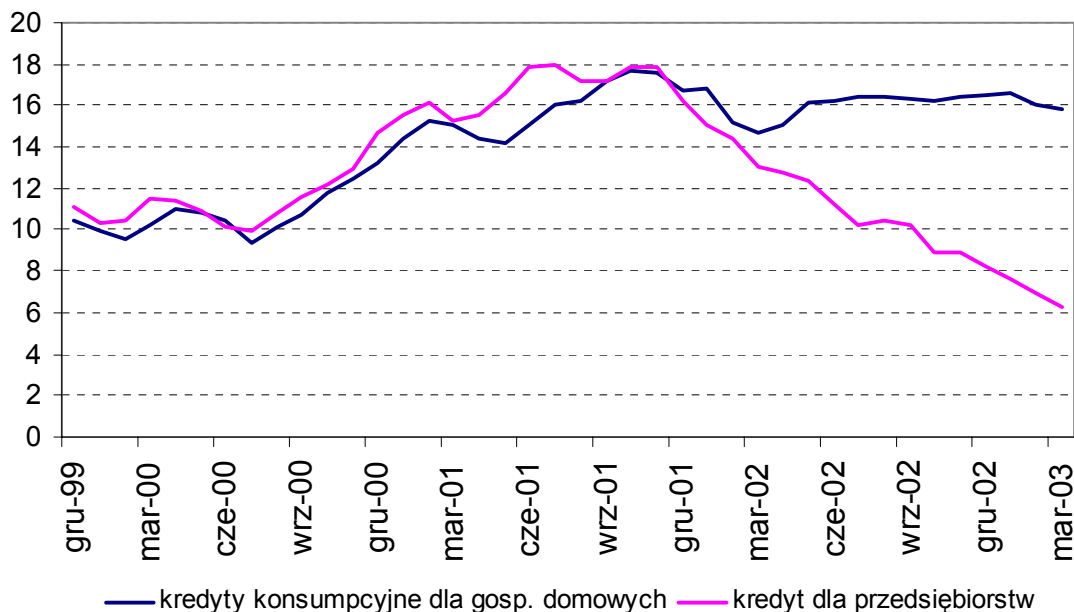
Zwiększająca się rozpiętość między oprocentowaniem kredytów dla gospodarstw domowych i dla podmiotów gospodarczych wskazuje, że banki dostrzegają większe ryzyko przy udzielaniu kredytów konsumenckich gospodarstwom domowym.

Stopy procentowe a popyt na kredyty

W I kwartale 2003 r. nominalne oprocentowanie kredytów w bankach komercyjnych zmniejszyło się. Cena kredytu konsumpcyjnego dla gospodarstw domowych obniżyła się z 17,5% w grudniu 2002 r. do 16,5% w marcu 2003 r., a cena kredytu dla przedsiębiorstw odpowiednio z 10,6% do 9,9%. Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych spadło w tym okresie z 9,0% do 8,5%. Natomiast realne oprocentowanie zmniejszyło się tylko w przypadku kredytów mieszkaniowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw. Realne oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych pozostawało na notowanym od I kwartału ub. r. poziomie około 16%²³ (patrz Wykres 54).

Wykres 54

Realne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw oraz kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

Uwaga: Ze względu na zmiany metodologiczne wprowadzone począwszy od marca 2002 r. w statystyce stóp procentowych bezpośrednie porównywanie stóp procentowych przed i po tym okresie jest niewskazane. W marcu ub. r. część małych przedsiębiorstw została włączona do kategorii gospodarstwa domowe. Powyższy Wykres do lutego 2002r. przedstawia oprocentowanie kredytów dla osób prywatnych, a od marca 2002 r. - oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych.

Wysokie realne oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych przyczyniło się do zmniejszania ich rocznego tempa wzrostu, które w marcu br. wyniosło 7,2% w ujęciu nominalnym. Jednak wyeliminowanie różnic kursowych, które w tym okresie miały duży wpływ na wartość kredytów udzielonych gospodarstwom domowym, zmniejszyła tę wielkość do około 3,3%. Na koniec IV kw. 2002 r. roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych wynosiło 8,6%, a po usunięciu wpływu wahań kursowych - około 6,4%.

Powyższe dane wskazują na spadek tempa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych w bankach komercyjnych, do czego w głównej mierze przyczynił się silny spadek dynamiki kredytów konsumpcyjnych. W I kwartale br. obserwowano jednak znaczny przyrost kredytów mieszkaniowych, których oprocentowanie spada zdecydowanie szybciej niż oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych. Wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych wyrażona w złotych zwiększyła się w tym okresie o 2,1 mld zł (po usunięciu wpływu różnic kursowych o około 1,3 mld zł). Szybkiemu przyrostowi dynamiki kredytów w złotych towarzyszył spadek dynamiki kredytów walutowych. Przyczyniło się do tego zmniejszenie różnicy między oprocentowaniem kredytów złotych oraz walutowych, co z kolei skutkowało większą popularnością wolnych od ryzyka kursowego kredytów złotych niż walutowych. W I kwartale br. przyrost kredytów walutowych (po zneutralizowaniu różnic kursowych) był równy przyrostowi kredytów złotych – podczas gdy od początku 2001 r. (z wyjątkiem trzeciego kwartału 2002 r.) kwartalne przyrosty mieszkaniowych kredytów walutowych znacznie przewyższały przyrosty kredytów złotych.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w I kwartale br. - mimo spadających stóp procentowych - pozostawała niska (1,4-1,3%)²⁴, a po usunięciu wpływu wahań kursowych – bliska zera²⁵. Wyniki badań koniunktury prowadzone przez NBP²⁶ wskazują, że wysokość oprocentowania kredytów nie jest obecnie barierą funkcjonowania przedsiębiorstw. Zbyt wysokie stopy procentowe stanowią problem tylko dla 5% ankietowanych przedsiębiorstw. W opinii przedsiębiorstw najważniejszym czynnikiem ograniczającym dostępność kredytów pozostaje ich pogarszająca się zdolność kredytowa. Generalnie poprawiająca się dostępność kredytów dla przedsiębiorstw przekłada się na zwiększanie finansowania przy ich pomocy potrzeb bieżących, a nie działalności inwestycyjnej.

Przedsiębiorstwa mogą finansować swoją działalność, zaciągając zobowiązania na krajowym rynku kapitałowym lub za granicą. Wartość obligacji wyemitowanych przez przedsiębiorstwa na rynek krajowy wzrosła w I kwartale br. o 0,3 mld zł (o 6,5%). Dane na temat zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw na koniec I kwartału br. nie są jeszcze znane.

Stopy procentowe a kształtowanie się depozytów

W I kwartale 2003 r., wraz ze spadkiem stóp procentowych NBP, szybko zmniejszało się oprocentowanie depozytów w systemie bankowym. W marcu br. średnie oprocentowanie depozytów

bieżących gospodarstw spadło z 1,2% do 0,6%, a średnie oprocentowanie depozytów terminowych gospodarstw domowych z 4,2% do 3,8%. Natomiast średnie oprocentowanie depozytów przedsiębiorstw wynosiło wówczas 0,31% dla wkładów bieżących oraz 3,81% dla wkładów terminowych. W ujęciu realnym²⁷ w końcu I kwartału br. oprocentowanie depozytów bieżących przedsiębiorstw nadal pozostawało ujemne, wynosząc -2,99%, oprocentowanie depozytów bieżących gospodarstw domowych utrzymywało się na niewielkim dodatnim poziomie 0,06%, a oprocentowanie depozytów terminowych wyniosło 3,24% w przypadku gospodarstw domowych oraz 0,40% w przypadku przedsiębiorstw.

Stopy zwrotu z alternatywnych wobec depozytów bankowych form oszczędzania, takich jak zakup obligacji skarbowych lub jednostek funduszy inwestycyjnych, przewyższały oprocentowanie lokat w bankach. Nominalne oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych wyniosło w marcu 2003 r. 5,42% w stosunku rocznym. Natomiast stopy zwrotu, jakich można było oczekiwać z inwestycji w jednostki funduszy inwestycyjnych były jeszcze wyższe: w okresie marzec 2002 r. – marzec 2003 r. niektóre fundusze działające na rynku papierów dłużnych osiągnęły zwrot przewyższający 14%, podczas gdy nominalne oprocentowanie obligacji 10-letnich wynosiło w marcu 2002 r. 8,3%, a średnie oprocentowanie depozytów terminowych gospodarstw domowych 7,13%.

Zmiany stóp procentowych w I kwartale br. znalazły odzwierciedlenie w wielkości i strukturze depozytów w systemie bankowym oraz alternatywnych form oszczędzania. Należy przy tym pamiętać, że w analizowanym okresie na wartość depozytów walutowych wyrażoną w złotych istotny wpływ miały także wahania kursowe.

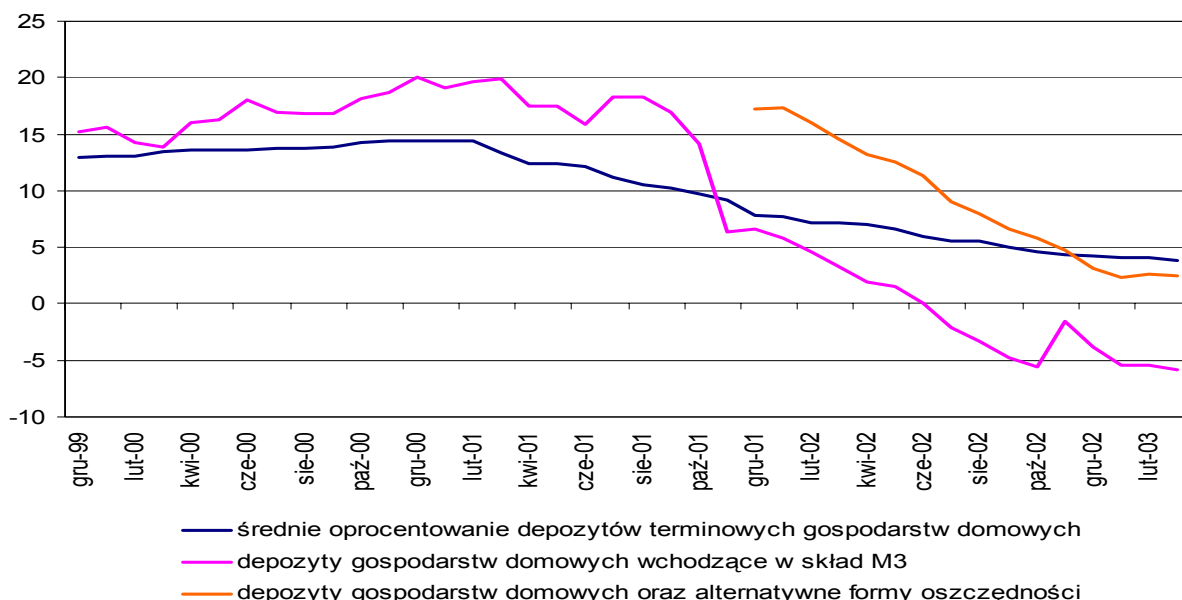
Niewielki spadek depozytów gospodarstw domowych wchodzących w skład M3, wynoszący 0,3 mld zł w ujęciu nominalnym, po usunięciu różnic kursowych był znacznie głębszy i wyniósł około 2,5 mld zł. Spadkowa tendencja depozytów gospodarstw domowych utrzymująca się od połowy 2002 r. jest wynikiem pogarszania sytuacji dochodowej gospodarstw domowych, obniżania się oprocentowania depozytów oraz wprowadzenia opodatkowania dochodów odsetkowych. Aktywa finansowe gospodarstw domowych, uwzględniające również alternatywne formy oszczędności, zwiększyły się w I kwartale br. o 4,4 mld zł, jednak po usunięciu wpływu różnic kursowych ich wzrost wyniósł tylko 2 mld zł.

Wykres 55 przedstawia roczne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych wchodzących w skład agregatu M3 oraz roczne tempo wzrostu depozytów powiększonych o alternatywne formy oszczędzania w zestawieniu ze średnim oprocentowaniem terminowych depozytów gospodarstw domowych. Spadkowi stóp procentowych towarzyszyło utrzymywanie się rocznego tempa wzrostu depozytów wchodzących w skład M3 poniżej zera, podczas gdy roczne tempo wzrostu tej kategorii powiększonej o alternatywne formy oszczędzania było nadal dodatnie. W I kwartale br. utrzymała się tendencja substytucji depozytów bankowych pozabankowymi aktywami finansowymi oraz powolny przyrost łącznych oszczędności finansowych gospodarstw domowych. Zamiana stosunkowo nisko oprocentowanych depozytów bankowych na dające wyższe stopy zwrotu jednostki funduszy

inwestycyjnych oraz obligacje skarbowe świadczy o aktywnych działaniach gospodarstw domowych podejmowanych w celu zwiększenia przychodów z tytułu posiadanych środków finansowych.

Wykres 55

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



Źródło: Dane NBP

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

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

W wielu przypadkach takie przesunięcia aktywów umożliwiło uniknięcie opodatkowania przychodów odsetkowych, które znacząco obniżało oprocentowanie realne²⁸.

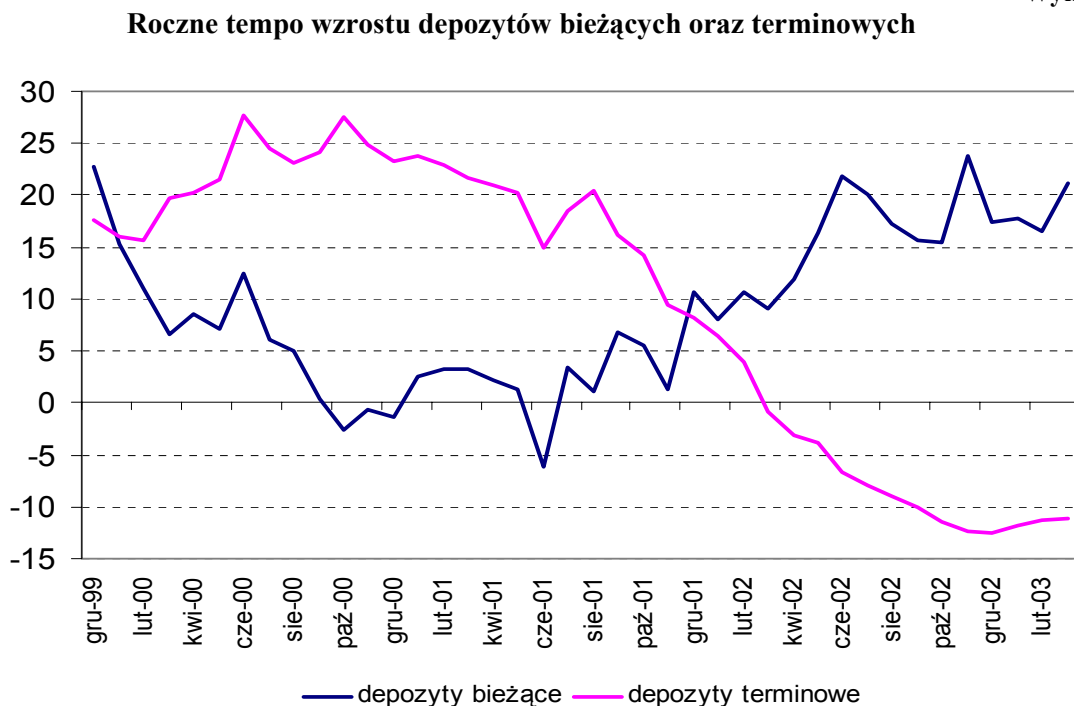
Depozyty przedsiębiorstw reagują na zmiany stóp procentowych w sposób mniej jednoznaczny niż depozyty gospodarstw domowych, ponieważ przedsiębiorstwa wykorzystują je przede wszystkim do celów transakcyjnych. W I kwartale br. depozyty przedsiębiorstw obniżyły się o 3,6 mld zł. w ujęciu nominalnym, a po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych o 4,3 mld zł. Spadek depozytów przedsiębiorstw w I kwartale roku jest zjawiskiem sezonowym. W br. ich zachowanie nie różniło się istotnie od obserwowanego w poprzednich latach. Jednak nominalne roczne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw wzrosło w marcu br. do 11,4% z 1,4% w grudniu ub.r. Nawet jeśli uwzględnić fakt, że w około 22 % był to wynik wahań kursowych, to może to oznaczać początek wzrostowego trendu tej kategorii.

Postępujący spadek stóp procentowych wpływał również na zmiany struktury depozytów bankowych w kierunku zwiększenia stopnia ich płynności. W I kwartale br. nadal obserwowano silną

rozbieżność rocznego tempa wzrostu depozytów bieżących oraz depozytów terminowych. Depozyty bieżące wzrastały w tempie około 20% rocznie, podczas gdy roczne tempo wzrostu depozytów terminowych wyniosło w marcu br. minus 11,1% (Wykres 56). Depozyty o najdłuższych terminach zapadalności nadal przyrastały szybko. W I kwartale br. ich roczne tempo wzrostu wyniosło 15,2%.

Substytucja depozytów o długich terminach zapadalności depozytami bieżącymi i pieniądzem gotówkowym w obiegu wpływa na wzrost udziału wąskiego agregatu monetarnego M1 w agregacie M3. W końcu I kwartału br. udział ten wyniósł 42,4% i był najwyższy od grudnia 1997 r.

Wykres 56



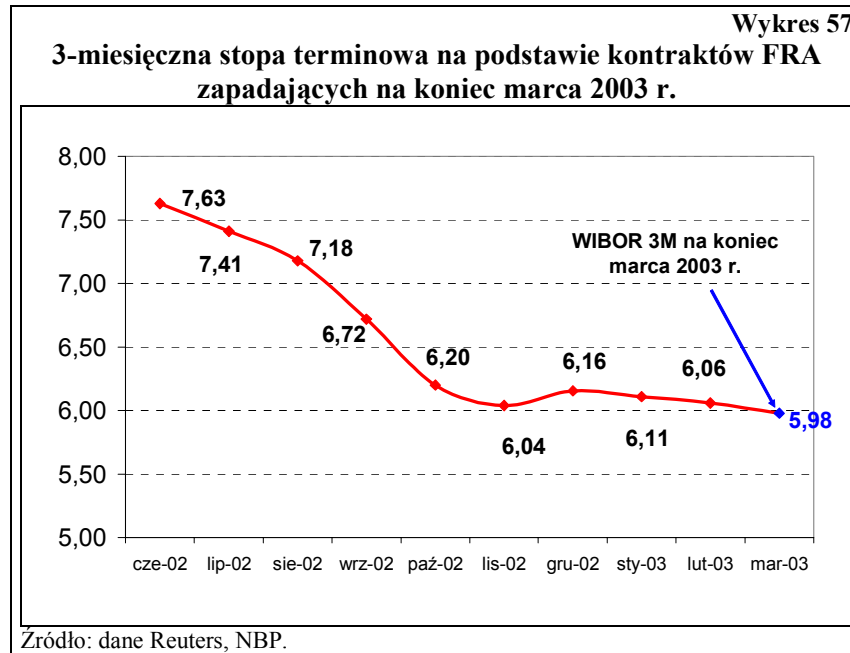
Źródło: Dane NBP

Kształtowanie się stóp procentowych oraz zachowania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w I kwartale br. wskazywały na kontynuację procesów zapoczątkowanych w końcu 2001 r. Spadające stopy procentowe, w połączeniu z opodatkowaniem przychodów odsetkowych, skłaniały do zmiany struktury aktywów finansowych pod kątem maksymalizacji zysku i wzrostu stopnia ich płynności.

Oczekiwane stopy procentowe

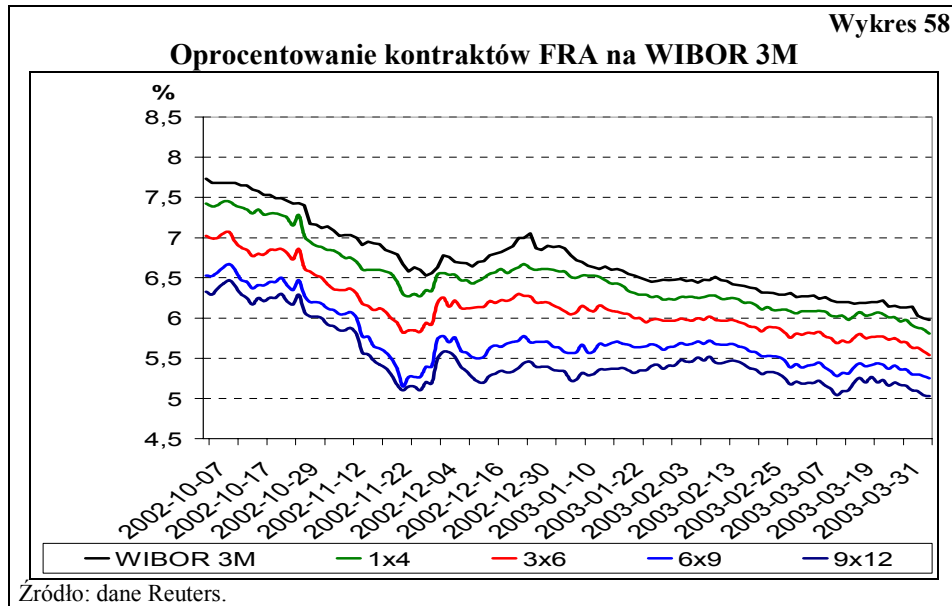
Oczekiwania krótkookresowe

Oczekiwania rynku na kolejne obniżki stóp NBP znajdują odzwierciedlenie w wysokości terminowych stóp procentowych na rynku FRA.²⁹ W końcu grudnia 2002 r., gdy bieżąca stopa WIBOR 3M wynosiła 6,88%, rynek spodziewał się, że pod koniec marca 2003 r. wyniesie ona 6,16%. Rynek oczekiwał więc obniżek stóp NBP w I kwartale 2003 r. (Wykres 57).



Stabilność oczekiwań dotyczących skali obniżek stóp NBP do końca I kwartału br. wyrażała się w ich niewielkim rozrzucie, wynoszącym tylko 10 p.b.³⁰ Rynek nie był przy tym pewien, czy RPP dokona dwóch czy trzech obniżek stopy referencyjnej NBP w tym kwartale.

Zmieniały się natomiast w analizowanym okresie oczekiwania dotyczące poziomu stóp procentowych w horyzoncie sześć- i dziewięćmiesięcznym. Od 2 stycznia do 5 lutego br. oprocentowanie kontraktu 9x12 wzrosło o ok. 30 p.b, a kontraktu 6x9 o ok. 15 p.b. Korekcje w największym stopniu podlegały kontrakty FRA 9x12, co wskazywało, że wzrost ich oprocentowania wiązał się z przejściem NBP na nową skalę obniżek stóp procentowych (25 p.b.). Potwierdzeniem wpływu zmiany skali obniżek na kształtowanie się oczekiwań rynku była jego reakcja na styczniową obniżkę podstawowych stóp NBP. Po jej ogłoszeniu oprocentowanie kontraktów FRA 9x12 wzrosło o 7 p.b. Według uczestników rynku kontynuacja zapoczątkowanych w listopadzie 2002 r. obniżek stóp procentowych NBP w wysokości 25 p.b. ograniczała bowiem potencjalny zakres łącznych obniżek stóp NBP w 2003 r. (Wykres 58).

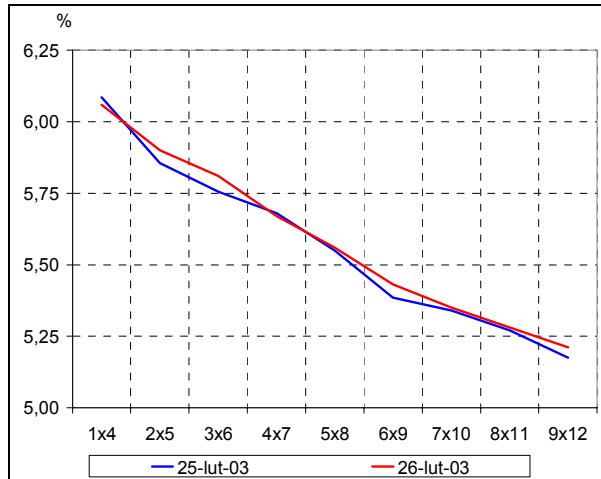


Czynnikiem, który spowodował powrót do spadkowego trendu oprocentowania kontraktów FRA 6x9 i 9x12, była publikacja danych o inflacji w styczniu (0,4% r/r, dane przed korektą), której tempo spadku okazało się niższe od prognoz analityków bankowych. Z tego powodu lutowa obniżka stóp procentowych NBP nie stanowiła dla rynku zaskoczenia. W reakcji na decyzję RPP forwardowa krzywa trzymiesięcznych stóp procentowych przesunęła się w dół tylko o 3-4 p.b.

O nasileniu oczekiwań rynku na kontynuację obniżek stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach 2003 r. świadczyło to, że w końcu I kwartału br. oprocentowanie kontraktu FRA 9x12 osiągnęło historyczne minimum. W marcu, obok informacji o niskiej inflacji w lutym (0,5% r/r), impulsem do intensyfikacji oczekiwań na dalsze obniżki okazała się decyzja RPP o kolejnej redukcji stóp procentowych. Po jej ogłoszeniu forwardowa krzywa stóp procentowych obniżyła się o 6-7 p.b. (Wykres 59, Wykres 60).

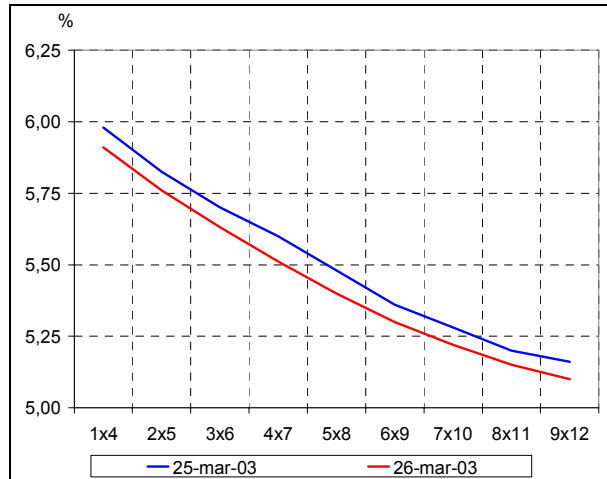
W końcu marca br. uczestnicy rynku FRA zakładali, że stopy procentowe zostaną obniżone w ciągu następnych trzech kwartałów łącznie o ok. 100 p.b. Utrzymywanie się inflacji na niskim poziomie w pierwszych dwóch miesiącach br. zostało bowiem odczytane jako brak zagrożenia dla realizacji tegorocznego celu inflacyjnego i uzasadnienie kontynuacji cyklu obniżek stóp banku centralnego.

Wykres 59
Zmiana położenia 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych po posiedzeniu RPP lutym 2003 r..



Źródło: dane Reuters.

Wykres 60
Zmiana położenia 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych po posiedzeniu RPP w marcu 2003 r.



Źródło: dane Reuters.

Oczekiwania długookresowe

W I kwartale 2003 r. nastąpiło zahamowanie tempa spadku rentowności obligacji. (Wykres 61).



Zmiany rentowności wybranych obligacji ilustruje poniższa tabela.

Tabela 25

Zmiany rentowności obligacji w III i IV kwartale 2002 r. oraz w I kwartale 2003 r.*)
(koniec danego kwartału w porównaniu z końcem kwartału poprzedniego)

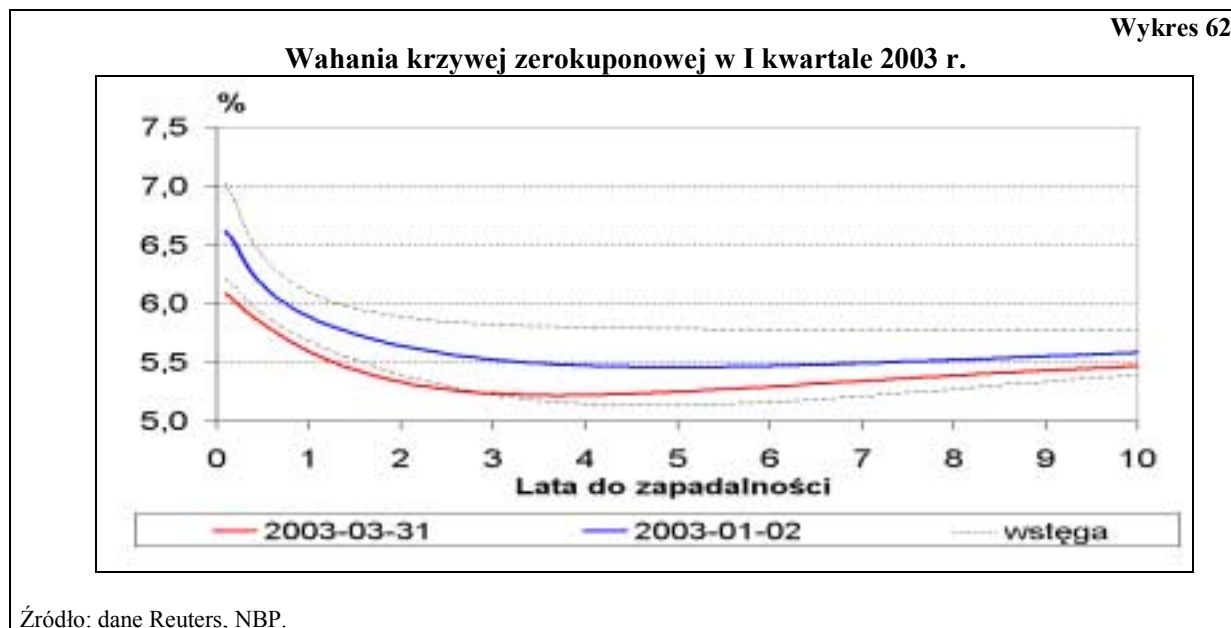
	Termin zapadalności		
	2 lata	5 lat	10 lat
III kwartał 2002	-109	-108	-81
IV kwartał 2002	-105	-130	-90
I kwartał 2003	-51	-32	-28

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

Zasadniczą przyczyną omawianej tendencji było obniżenie się popytu na obligacje w styczniu oraz w pierwszej połowie lutego 2003 r. Zmniejszona skłonność inwestorów do nabywania skarbowych papierów wartościowych znalazła wyraźne odzwierciedlenie w niekorzystnych wynikach sprzedaży na rynku pierwotnym. Zarówno na styczniowym przetargu obligacji pięcioletnich, jak i na aukcji obligacji dwuletnich w lutym, wartość nominalna sprzedanych obligacji była niższa od wartości podaży. Ponadto na lutowym przetargu obligacji dwudziestoletnich żadna ze zgłoszonych ofert nie zyskała akceptacji Ministerstwa Finansów.

Zmniejszenie popytu na obligacje w styczniu i w pierwszej połowie lutego 2003 r. miało dwie podstawowe przyczyny. Po pierwsze, proces konwergencji, stanowiący dla części uczestników rynku (zwłaszcza zagranicznych) podstawę formułowania strategii inwestycyjnych, dokonał się w znacznym stopniu w 2002 r.³¹ Różnica rentowności dziesięcioletnich obligacji polskich i niemieckich, która na koniec 2001 r. wynosiła 470 p.b., pod koniec 2002 r. zmniejszyła się do 168 p.b. Równie szybko malały różnice stóp rentowności odpowiednich obligacji pięcio- oraz dwuletnich. Po drugie, w lutym i w marcu 2003 r. stopniowo rosła niepewność uczestników rynku wywołana wydarzeniami na krajowej scenie politycznej, jak również perspektywą konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie. Efektem tego był wzrost premii za ryzyko polityczne, co prawdopodobnie spowodowało przejściowe zmniejszenie się zainteresowania inwestorów nabywaniem polskich obligacji. Paradoksalnie, zarówno rozpad koalicji rządzącej na początku marca, jak i wybuch wojny w Iraku w drugiej połowie miesiąca, nie spowodowały gwałtownej obniżki cen obligacji. Część analityków interpretowała bowiem oba wydarzenia jako czynniki zmniejszające wcześniejszą niepewność. Zwiększyło to skłonność inwestorów zagranicznych do zaangażowania na krajowym rynku obligacji³².

Dynamika zerokuponowej krzywej dochodowości³³ kształtowała się w I kwartale br. pod wpływem czynników, z których każdy oddziaływał na odrębny segment krzywej (Wykres 62).



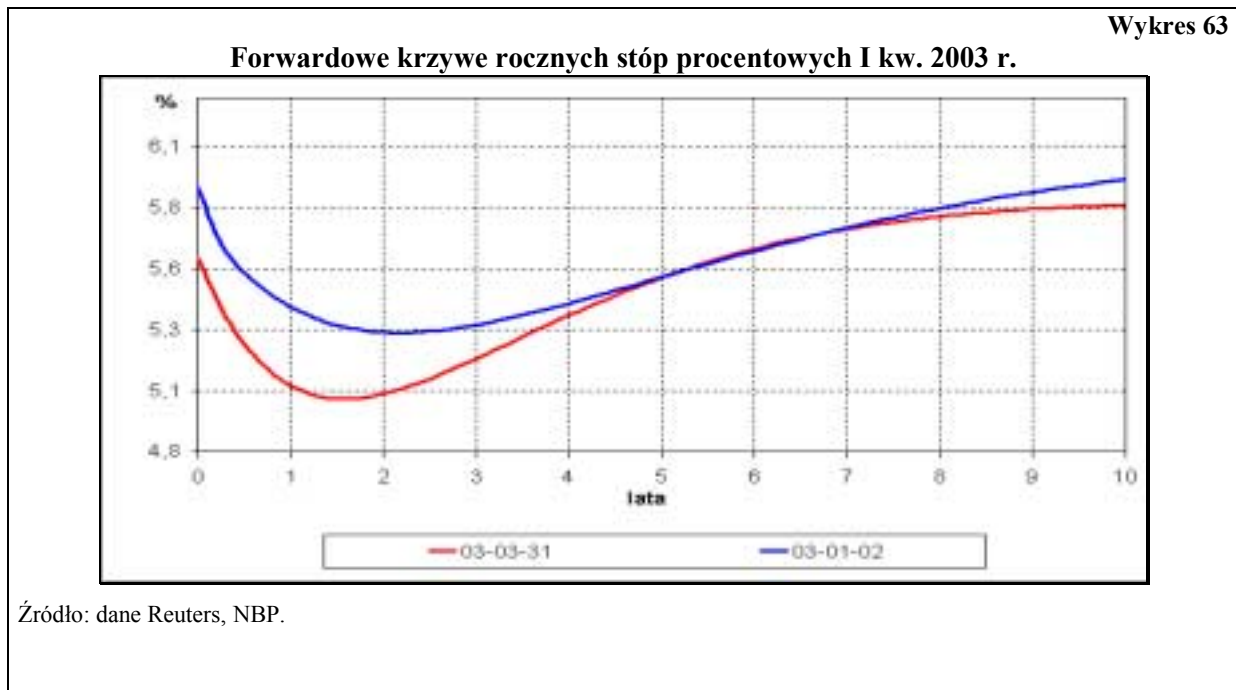
Krótki koniec krzywej (instrumenty krótkoterminowe o zapadalności do dwóch lat) przesunął się w dół średnio o 33 p. b., tj. w skali, która była statystycznie istotna³⁴. Przyczyną tego były trzykrotne w analizowanym okresie obniżki stóp NBP, choć skala obniżek stopy referencyjnej nie znalazła pełnego odzwierciedlenia w dynamice krótkiego końca krzywej zerokuponowej. Wyjaśnieniem tego zjawiska jest wcześniejsze zdyskontowanie przez inwestorów oczekiwanych obniżek stopy referencyjnej, przy braku wyraźnych oznak ożywienia gospodarczego oraz presji inflacyjnej.

Środkowy segment krzywej (instrumenty o zapadalności 3-7 lat) obniżył się w I kwartale br. mniej niż jej krótki koniec (średnio o 21 p. b.). O braku statystycznej istotności tego przesunięcia zadecydowała przede wszystkim znaczna szerokość przedziału ufności. Duża zmienność środkowego segmentu krzywej była spowodowana tym, iż obligacje o terminie zapadalności zbliżonym do 5 lat, szczególnie popularne wśród inwestorów zagranicznych, stanowiły najbardziej płynny segment rynku obligacji i były najbardziej podatne zarówno na pozytywne, jak i na negatywne czynniki oddziałujące na rynek skarbowych papierów wartościowych.

Długi segment krzywej dochodowości (instrumenty o zapadalności 8-10 lat) odznaczał się w I kwartale br. stosunkowo największą stabilnością. Jego przesunięcie w dół (średnio o 13 p. b.) nie było istotne ze statystycznego punktu widzenia. Ponadto o braku gwałtownych zmian w ciągu analizowanego okresu świadczyła względnie mała (w porównaniu ze środkowym odcinkiem) szerokość przedziału ufności (Wykres 62). Zjawisko to wskazuje na rosnące przekonanie inwestorów o stopniowym zbliżaniu się krótkoterminowych stóp procentowych w Polsce do poziomów strefy euro.

Krzywa rocznych terminowych stóp procentowych przesunęła się w I kwartale br. w dół średnio o 19 p. b., a jej długi segment (roczne terminowe stopy dochodowości w horyzoncie od 7 do 10 lat) – tylko

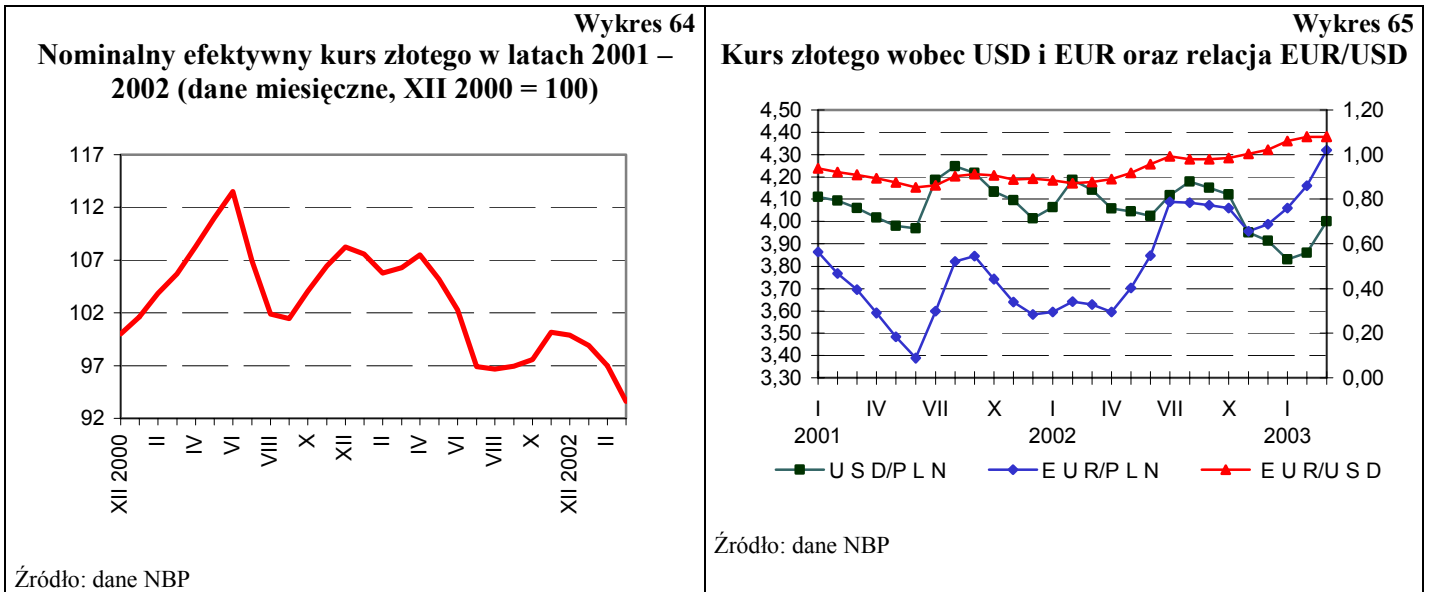
o 10 p. b. (Wykres 63). Zmiany te także ilustrują utrwalenie się oczekiwań rynku dotyczących procesu konwergencji krajowych stóp procentowych ze stopami procentowymi w UGiW.



4.3.2 Kurs walutowy

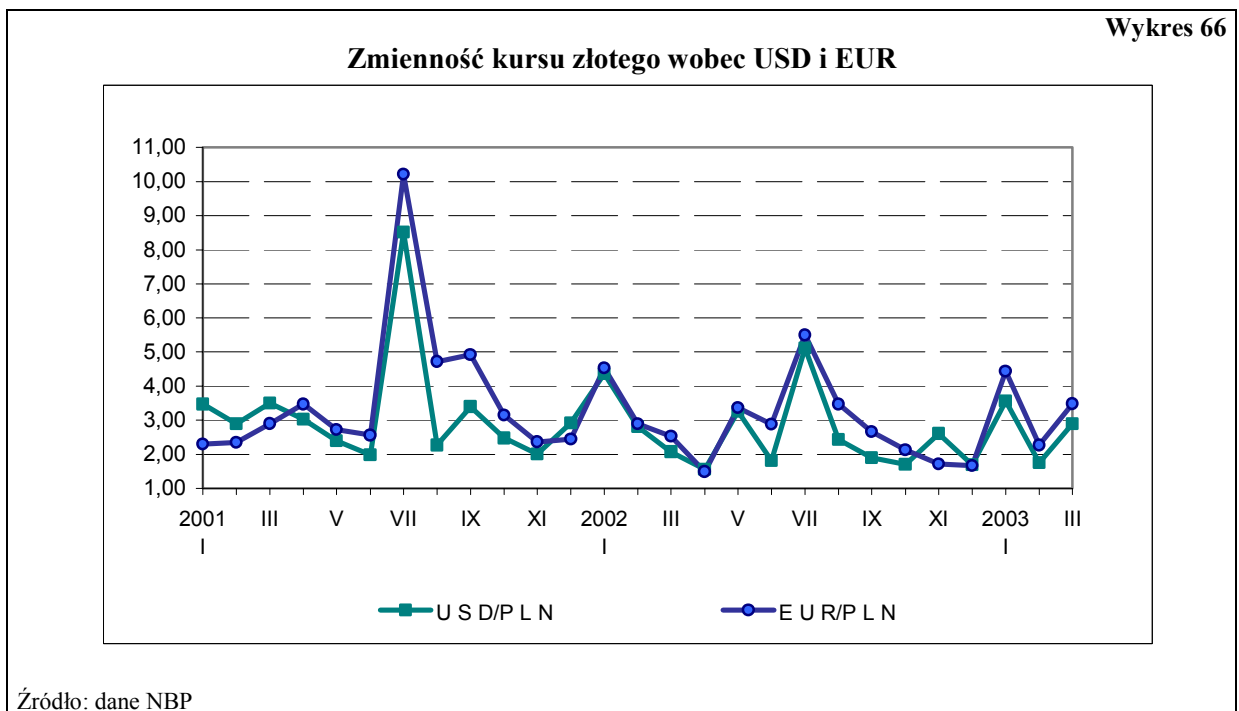
W I kwartale 2003 r. pogłębiła się wyraźnie deprecjacja kursu złotego. Osłabił się on zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym.³⁵ Nominalny efektywny kurs złotego wobec koszyka walut najważniejszych dla polskiej gospodarki obniżył się w stosunku do poprzedniego kwartału o 2,7%, a w stosunku do I kwartału 2002 r. o 9,4% (Wykres 64).

Na kształtowanie się kursu złotego silnie oddziaływały w I kwartale br. zmiany kursu USD/EUR. Ze względu na aprecjację euro na rynku światowym złoty w dużo większym stopniu osłabił się wobec wspólnej waluty europejskiej niż wobec dolara amerykańskiego (Wykres 65). Deprecjacja nominalnego kursu EUR/PLN pogłębiała się w całym kwartale i wyniosła 4,7% w stosunku do poprzedniego kwartału oraz 15,5% w stosunku do I kwartału 2002 r. Natomiast wobec dolara amerykańskiego kurs złotego osłabił się wyraźnie tylko w marcu br., a w całym kwartale wzmacnił się o 2,4% w stosunku do poprzedniego kwartału i o 5,6% w stosunku do I kwartału 2002 r.



Tendencja deprecjacyjna złotego najsilniej zaznaczyła się w marcu br., gdy kurs polskiej waluty osłabił się zarówno wobec euro, jak i wobec dolara. Wpłynęło to na przejściowy wzrost jego zmienności (Wykres 66).

Głównym czynnikiem osłabiającym złotego w I kwartale br. był wzrost niepewności związany z nasileniem konfliktów politycznych w kraju (m.in. rozpad koalicji rządowej). Natomiast silny wzrost ryzyka geopolitycznego, związany z wybuchem wojny w Iraku, nie miał wpływu na kształtowanie się kursu złotego.³⁶



* * *

Długookresowy **wskaźnik pass-through** (wskaźnik przeniesienia), określający wpływ zmian nominalnego efektywnego kursu złotego na zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych, oszacowany na podstawie danych miesięcznych z okresu 1998-2002, wynosi 0,28, przy czym 54% efektu przeniesienia kumuluje się w pierwszych dwóch kwartałach, a 89% w pierwszym roku.

Biorąc pod uwagę wielkość wskaźnika pass-through oraz strukturę czasową reakcji cen wewnętrznych na zmiany kursu można oszacować, że w I kwartale 2003 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych (których średnioroczny wskaźnik na koniec marca br. wyniósł 1,2%) wzrosły z tytułu zmian kursu o 0,41 pkt. proc. Jeżeli dodatkowo uwzględnić efekt przeniesienia zmian cen zewnętrznych (reprezentowanych przez ceny ropy naftowej typu Brent) na CPI, oszacowany na 0,63 pkt. proc., to okazuje się, że prawie cały wzrost CPI w I kwartale br. można przypisać zmianom kursu i cen zewnętrznych.

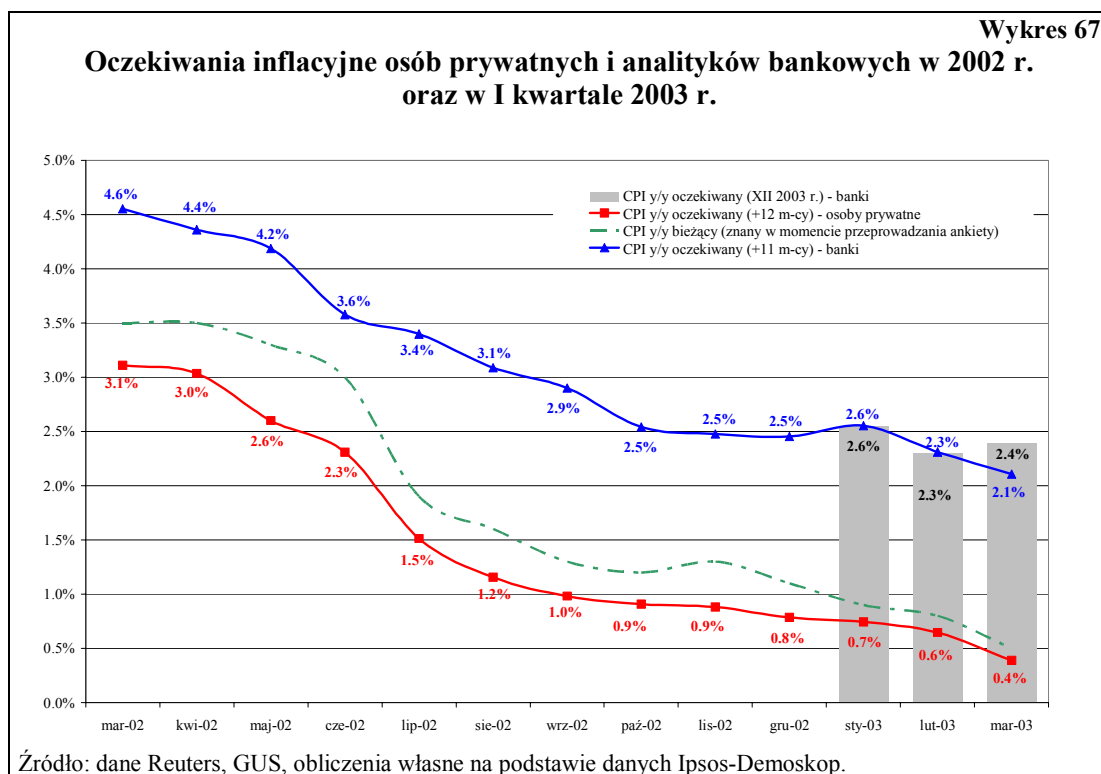
Okres styczeń 1998 - marzec 2003, dla którego estymowano wskaźnik pass-through nie był jednak okresem jednorodnym. Lata 1998-2000 charakteryzowały się bowiem wysoką dynamiką popytu wewnętrznego oraz stosunkowo wysokimi i nieustabilizowanymi oczekiwaniami inflacyjnymi, skorelowanymi z rzeczywistymi zmianami cen. Natomiast lata 2001 – marzec 2003 cechowała spadająca dynamika popytu wewnętrznego oraz malejąca inflacja, skorelowana z mniejszymi i stabilizującymi się na niskim poziomie oczekiwaniami inflacyjnymi. W warunkach niskiej dynamiki popytu i stabilnych oczekiwań inflacyjnych spada cenotwórcza siła przedsiębiorstw, a więc zmniejsza się wskaźnik pass-through.

Współczynnik korekty wskaźnika pass-through można wyprowadzić z modeli inflacji³⁷. Wyliczony współczynnik korekty średniego wskaźnika przeniesienia wynosi 0,68. Kursowy wskaźnik pass-through wyniósłby wtedy 0,19, a wskaźnik całkowity (kurs i ceny zewnętrzne) 0,29. Przy tak liczonych wskaźnikach przeniesienia średnioroczny indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych na koniec I kwartału br. wzrósł o 0,28 pkt. proc. z tytułu zmian kursu i o 0,41 pkt. proc. z tytułu zmian cen zewnętrznych, tj. łącznie o 0,69 pkt. proc.³⁸ Oznacza to, że 57% wzrostu CPI w I kwartale br. można przypisać zmianom kursu i cen zewnętrznych.

Wydaje się, że wskaźnik pass-through skorygowany o zmianę oczekiwań inflacyjnych i cykliczne wahania koniunktury jest bardziej precyzyjną miarą wpływu zmian kursu walutowego i cen zewnętrznych na inflację niż wskaźnik uśredniony.

4.3.3 Oczekiwania inflacyjne

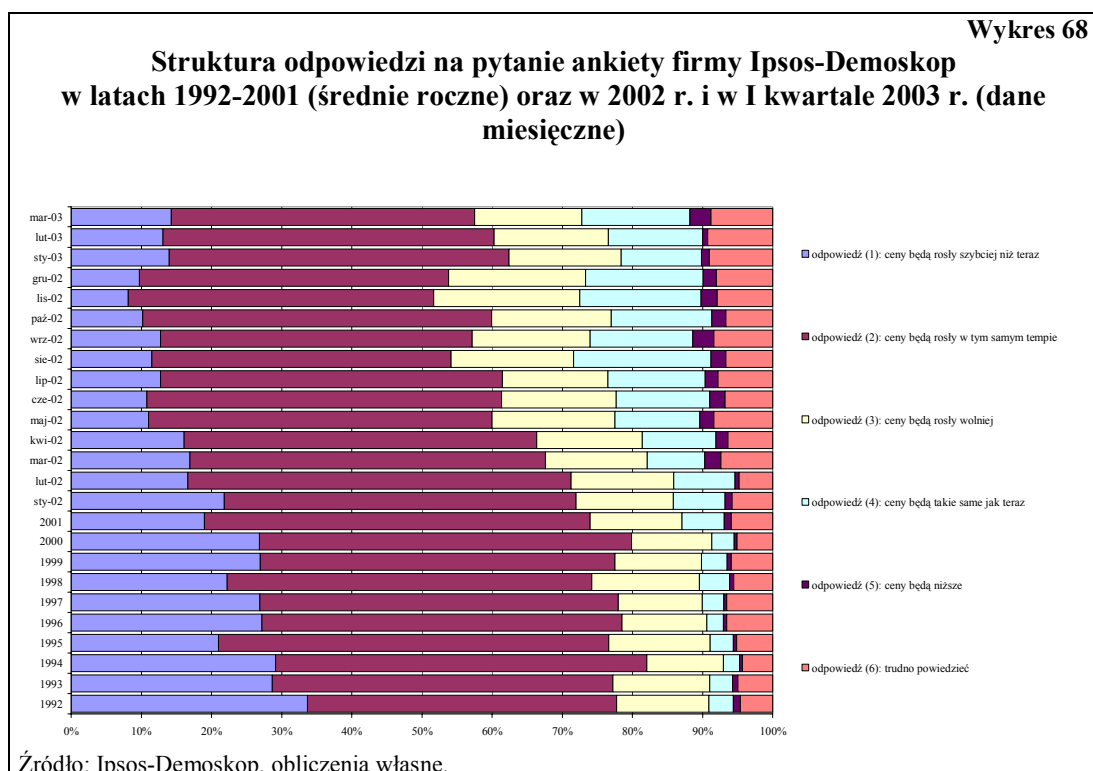
W pierwszym kwartale 2003 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz analityków bankowych nadal obniżały się (Wykres 67). W przypadku osób prywatnych był to efekt wyłącznie spadku stopy inflacji bieżącej, do której respondenci ankiety firmy Ipsos-Demoskop odnoszą się, odpowiadając na pytanie dotyczące oczekiwanej dynamiki cen w przyszłości. Drugi z czynników wpływających na kwantyfikowane miary oczekiwań tej grupy podmiotów, tj. zmiany w strukturze odpowiedzi na pytanie ankietowe, wskazuje na pogorszenie sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych, szczególnie silne w styczniu br.



Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz analityków bankowych nie są w pełni porównywalne. Wynika to m.in. z odmiennego horyzontu czasowego formułowanych przewidywań. O ile analitycy bankowi deklarują swoje opinie na temat stopy wzrostu cen w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku oraz na grudzień roku bieżącego, to deklaracje osób prywatnych dotyczą tempa wzrostu cen w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Ponadto należy wziąć pod uwagę fakt, że oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są obiektywizowane, tj. kwantyfikowane przy założeniu, że respondenci postrzegają przebieg procesów cenowych przez pryzmat oficjalnych statystyk inflacji.³⁹

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

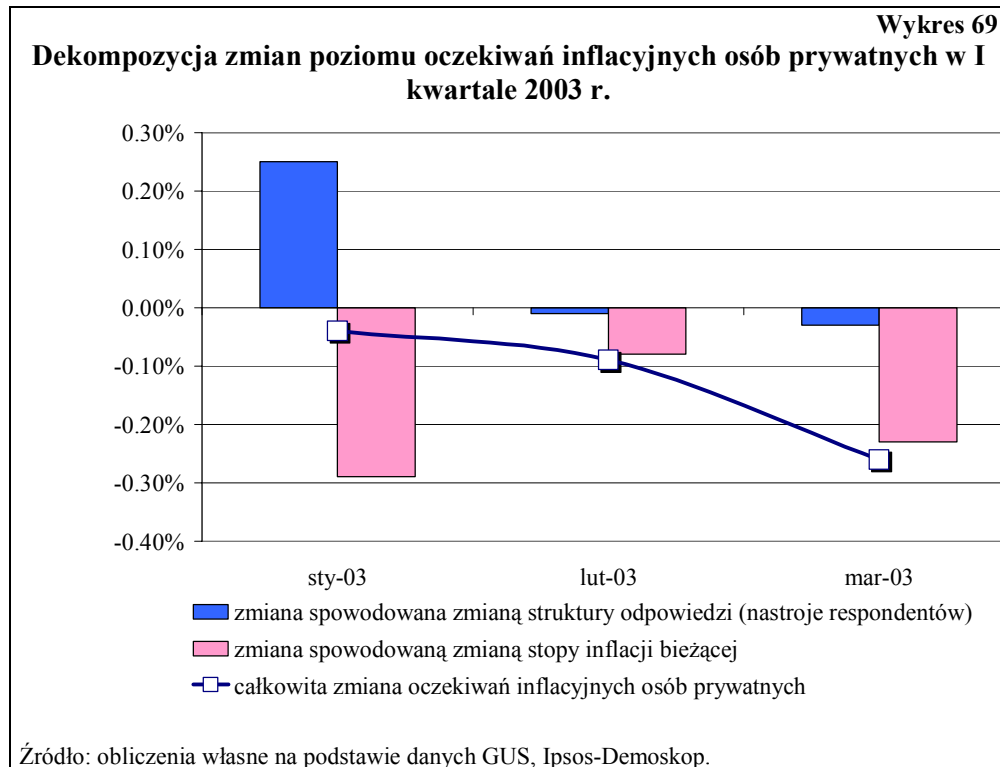
Od początku 2001 r. struktura odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop podlegała istotnym przeobrażeniom, wskazującym, że osoby prywatne są coraz bardziej przekonane o możliwości utrzymania stabilności cen. Jednak w styczniu 2003 r. nastąpiło pogorszenie rozkładu odpowiedzi na pytanie ankiety, które utrzymało się także w kolejnych miesiącach pierwszego kwartału br. Wraz ze wzrostem udziału stosunkowo bardziej pesymistycznych respondentów, przewidujących, że w ciągu najbliższych 12 m-cy ceny będą rosły w tym samym tempie bądź szybciej niż dotychczas, zmniejszył się udział ankietowanych przewidujących, że ceny będą rosły wolniej, będą takie same jak teraz bądź, że będą niższe. (Wykres 68).⁴⁰



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”

Mimo pogorszenia sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych przez osoby prywatne, zobiektywizowana miara oczekiwań tej grupy podmiotów (będąca funkcją struktury odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos-Demoskop oraz stopy inflacji bieżącej) obniżyła się w marcu br. do 0,4%, tj. o 0,4 pkt. proc. w stosunku do poziomu z końca 2002 r. Spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w rozpatrywanym okresie można przypisać w całości spowolnieniu dynamiki cen (Wykres 69). Gdyby stopa inflacji bieżącej w poszczególnych miesiącach pierwszego kwartału 2003 r. pozostawała na stałym poziomie z grudnia 2002 r., to w marcu br. oczekiwana przez respondentów stopa wzrostu cen w ciągu

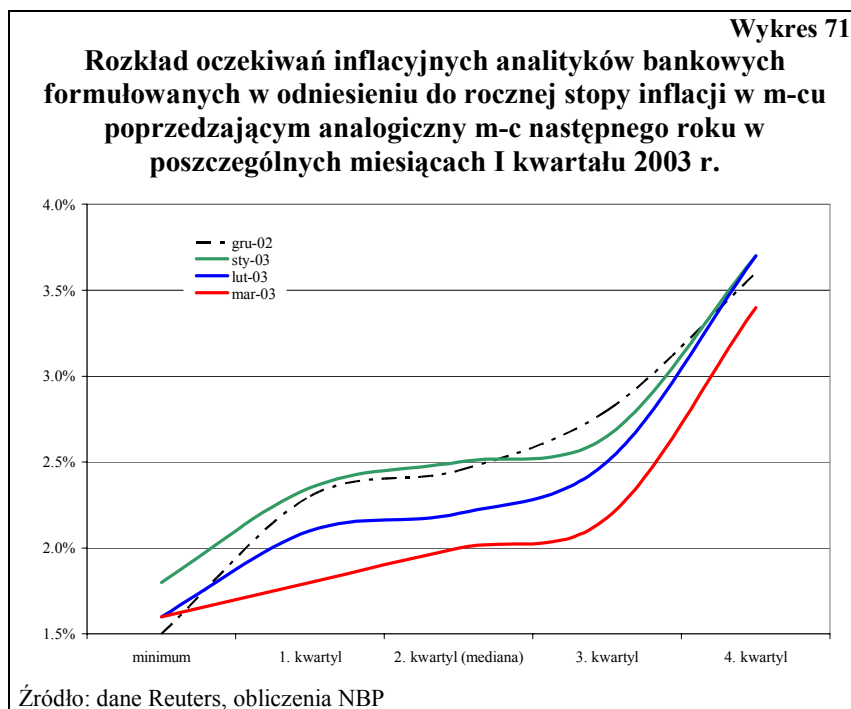
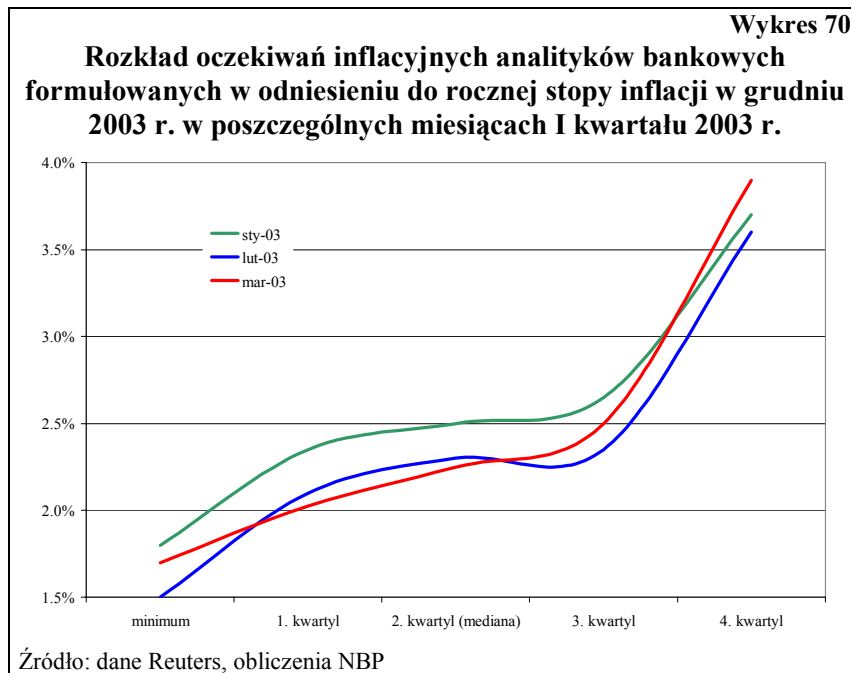
najbliższych 12 miesięcy wyniosłaby 0,9%, a więc o 0,1 pkt. proc. więcej w stosunku do przewidywań z grudnia ub.r.



Oczekiwania inflacyjne analityków bankowych

Dane uzyskane z ankiety firmy Reuters wskazują, że w pierwszym kwartale 2003 r. oczekiwania inflacyjne analityków bankowych obniżyły się. Rozkład oczekiwań, formułowanych zarówno w odniesieniu do rocznej stopy inflacji w grudniu 2003 r., jak i rocznej stopy inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku, przesunął się w kierunku niższych stóp wzrostu cen (Wykres 70, Wykres 71).⁴¹

W rozpatrywanym okresie oczekiwana roczna stopa inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc roku następnego obniżyła się o 0,4 pkt. proc. w stosunku do danych z grudnia ub.r. i w marcu br. wyniosła 2,1%. Natomiast roczna stopa wzrostu cen oczekiwana na koniec 2003 r. wyniosła w marcu br. 2,4% i była niższa od przewidywań ze stycznia br. o 0,2 pkt. proc.



4.3.4 Efekt majątkowy

Głównymi elementami wpływającymi na sytuację na rynku kapitałowym w skali globalnej w I kwartale 2003 r. były wojna w Iraku i obawy o rozprzestrzenienie się epidemii SARS. Podważało to zaufanie przedsiębiorców, inwestorów i konsumentów, opóźniając możliwość przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

Czynniki te miały wpływ na preferencje inwestycyjne sektora gospodarstw domowych, które utrzymywały większość swoich oszczędności kapitałowych na bezpiecznym rynku obligacji państwowych. Wielkość środków finansowych lokowanych przez ten sektor na polskim rynku kapitałowym przedstawia Tabela 26.

Tabela 26

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

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

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

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

Źródło: materiały Ministerstwa Finansów, NBP, GUS, OFE

W I kwartale br. nadal rosły aktywa funduszy emerytalnych W polskich warunkach stają się one głównym kanałem, za pośrednictwem którego oszczędności ludności trafiają na rynek kapitałowy. Drugim tego rodzaju kanałem są fundusze inwestycyjne, które stanowią alternatywę dla bezpośrednich inwestycji gospodarstw domowych na rynku kapitałowym. Podstawowe tendencje w zakresie inwestycji gospodarstw domowych na polskim rynku kapitałowym były następujące:

- znaczący wzrost siły kapitałowej inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe) kosztem ograniczenia znaczenia inwestorów indywidualnych,
- niska dochodowość inwestycji na rynku kapitałowym w segmencie akcji i obligacji, ograniczająca wpływ rynku kapitałowego na popyt krajowy (oddziaływanie efektu majątkowego).

5 PERSPEKTYWY INFLACJI

W Założeniach polityki pieniężnej na 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej wyznaczyła tegoroczny cel inflacyjny (mierzony rocznym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 2003 r.) na poziomie 3% z granicą tolerancji +/- 1 pkt. proc.

Prognozy z kwietnia 2003 r. przewidywały, że tempo wzrostu PKB w 2003 r. wyniesie 2,5%. Zakłada się przy tym umiarkowany wzrost popytu konsumpcyjnego i nieznaczną tylko poprawę nakładów inwestycyjnych. Mimo postępującego ożywienia gospodarczego w br. utrzyma się niska dynamika rejestrowanych dochodów gospodarstw domowych. Nadal zmniejszać się będzie - choć coraz wolniej - zatrudnienie. Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw, a w konsekwencji także dochodów z pracy najemnej, będzie wolniejszy niż w ub.r. Przy niskiej waloryzacji i ograniczeniu liczby świadczeniobiorców mniejszy będzie też wzrost dochodów ze świadczeń społecznych. W sumie oczekuje się jednak, że dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w br. będzie nadal wyższa od dynamiki ich rejestrowanych składników. Rosnącej konsumpcji indywidualnej towarzyszyć będzie w 2003 r. niewielki wzrost nakładów brutto na środki trwałe. Przemawiają za tym takie czynniki jak potrzeby modernizacji warunkujące utrzymanie konkurencyjności produkcji polskich przedsiębiorstw, zbliżająca się perspektywa wejścia Polski do Unii Europejskiej oraz zaangażowanie unijnych funduszy pomocowych w inwestycje sektora rządowego i samorządowego. Z kolei hamująco na wzrost inwestycji będzie w tym okresie oddziaływać stosunkowo niski poziom środków własnych przedsiębiorstw, utrzymujące się słabe oceny wzrostu popytu zagranicznego i krajowego oraz niski poziom oszczędności krajowych.

Udział sektora finansów publicznych we wzroście popytu konsumpcyjnego (spożycie zbiorowe) i inwestycyjnego w 2003 r. trudno obecnie dokładnie określić. O ile bowiem wyniki budżetu państwa nie wskazują, by miał być przekroczony założony na br. ustawowy limit tego deficytu, to trudna sytuacja finansowa pozostałych segmentów sektora finansów publicznych (głównie ZUS i ARR) może zwiększyć ich deficyt powyżej zakładanego poziomu. Prawdopodobne jest w tych warunkach przekroczenie poziomu deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych planowanego w projekcie ustawy budżetowej na 2003 r.

Jak wynika z najnowszych prognoz rozwoju gospodarki światowej, perspektywy ożywienia w bieżącym roku są słabe. Dla naszego najbliższego otoczenia gospodarczego, tj. strefy euro, a w szczególności Niemiec, prognozy wzrostu PKB były w ostatnich miesiącach systematycznie korygowane w dół. W kwietniu br. zweryfikowano je do poziomu 0,4% dla Niemiec i 1,0% dla strefy euro.

Prognozy cen ropy naftowej na 2003 r. zostały po zakończeniu wojny w Iraku znacznie obniżone przez główne ośrodki prognostyczne. Działania wojenne nie wyrządziły bowiem większych zniszczeń w irackiej infrastrukturze naftowej i nie objęły, czego się obawiano, innych krajów Zatoki Perskiej. Ponadto

skorygowanie w dół prognoz wzrostu gospodarki światowej pociągnęło za sobą redukcję prognoz popytu na ropę. W rezultacie według prognoz z kwietnia ceny ropy naftowej utrzymają się do końca br. na poziomie 24-25 USD/b.

Prognozy krajowych cen żywności z kwietnia br. przewidywały, że ceny te będą w grudniu br. wyższe niż przed rokiem o 0,5%.⁴²

Na podstawie założeń przyjętych do ustawy budżetowej na 2003 r. oraz zapowiedzi organów odpowiedzialnych za kształtowanie cen kontrolowanych można szacować, że roczny wzrost cen kontrolowanych na koniec br. wyniesie około 3%.

Należy pamiętać, że na poziom tegorocznej inflacji będą też miały wpływ dokonane wcześniej obniżki stóp procentowych NBP z opóźnieniem wpływające na stopniowy wzrost popytu krajowego.

Na koniec kwietnia br. roczny wskaźnik CPI wyniósł 0,3%. Przewiduje się, że powolny wzrost zarówno dynamiki popytu krajowego (w następstwie m.in. rozluźniania przez ostatnie dwa lata polityki pieniężnej), jak i zagranicznego, spowoduje pod koniec br. niewielkie przyspieszenie inflacji.

Jednocześnie oczekuje się, że czynniki podażowe, ściągające inflację w dół, stracą na znaczeniu i na koniec br. roczny wskaźnik inflacji ułokuje się w pobliżu dolnej granicy celu inflacyjnego.

WYNIKI GŁOSOWANIA CZŁONKÓW RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ NAD UCHWAŁAMI PODJĘTYMI W I KWARTALE 2003 R.

(załącznik do Raportu o inflacji w I kwartale 2003 r.)

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

data podjęcia uchwały	przedmiot uchwały	decyzja RPP	wyniki głosowania Członków Rady
26.02.2003.	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,5 pkt proc., oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. i pozostawienie oprocentowania lokaty terminowej NBP bez zmian	wniosek nie uzyskał większości głosów	<p>C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz</p> <p>Przeciw: M. Dąbrowski</p> <p>W. Ziolkowska była nieobecna na posiedzeniu</p>
26.02.2003.	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP	obniżka stopy referencyjnej o 0,25 pkt proc., stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 0,5 pkt proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian	<p>Za: D. Rosati G. Wójtowicz</p> <p>Przeciw: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski</p> <p>W. Ziolkowska była nieobecna na posiedzeniu</p>
26.02.2003.	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP	obniżka stopy referencyjnej o 0,25 pkt proc., stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 0,5 pkt proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian	<p>Za: L. Balcerowicz B. Grabowski J. Krzyżewski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz</p> <p>Przeciw: M. Dąbrowski C. Józefiak</p>

data podjęcia uchwały	przedmiot uchwały	decyzja RPP	wyniki głosowania Członków Rady
26.03.2003.	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP	obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt proc.	<p>W.Łączkowski</p> <p>W.Ziółkowska była nieobecna na posiedzeniu</p> <p>Za:</p> <p>L.Balcerowicz B.Grabowski J.Krzyżewski W.Łączkowski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska</p> <p>Przeciw:</p> <p>M.Dąbrowski C.Józefiak J.Pruski</p>